

摘要：本文基于房地产泡沫的四个常用测度指标，构建了一个房地产泡沫综合指数。实证分析发现，我国房地产业虽无明显泡沫存在，但各项指标均运行在临界值的高位。

关键词：房地产业；泡沫；实证研究

中图分类号：F830 文献标识码：A 文章编号：1674-2265 (2008) 08-0029-04

我国房地产泡沫实证研究

王玉英

(厦门大学金融系, 福建 厦门 361009)

一、房地产泡沫及现有认识

近年来，我国房地产业得以飞速发展，这对拉动内需、带动国民经济增长起到了重要作用。然而，房地产业的高速发展伴随着房地产投资增幅过高、商品房空置面积增加、房价上涨过快等现象。甚至有些地区炒房团大量诞生，海外热钱纷纷涌入，开发商和部分地方政府大肆炒作，市场的投机气氛浓厚，房地产泡沫问题成为了全社会最为关注、最具争议的焦点问题。

(一) 房地产泡沫简介

三木谷良一认为，所谓泡沫经济就是资产价格(具体指股票与不动产价格)严重偏离实体经济暴涨、然后暴跌这一过程。铃木淑夫则认为，经济学所说的泡沫，是指土地、股票等资产的价格持续出现无法以基础条件解释的猛烈的上涨或下跌。所谓基于基础条件的资产价格，是由资产所能产生的预期收益以及资产价格预期增长率这样的收益因素和资产的利息率，资产的风险程度这样一些所谓的成本因素之比构成的。他把资产价格的这种上涨过程称为泡沫经济的产生，而把下跌过程称为泡沫经济的破裂。

所以，房地产泡沫可以看作是市场投机等因素引起的房地产价格脱离真实价值持续急剧上涨的现象。从市场交换的角度看，房地产泡沫是一种价格运动现象，是在不切实际的高盈利预期和投资狂热驱动下，房地产这种具有虚拟资本特征的资产过度膨胀，引起现行价格与实际价值严重背离，从而出现的一种自我虚假繁荣或虚拟经济超常发展的经济现象。

(二) 关于房地产泡沫的现有研究

国外关于房地产泡沫的研究文献众多，大致可以分为两类：一类是从房地产价格形成的角度进行分析，建立各种各样的房地产基础价格的计算模型，将房地产实际价格与其基础价格进行对比来测量泡沫的程度；另一类是从房地产的信用角度进行分析，设计各种指标来测量房地产泡沫的程度。

黄正新(2002)认为，目前学术界主要有收益还原法和市场修正法两种测度方法，并指出实物资本(产)基础价值的确定不是根据现实资本的投资收益，而是由该资产或商品的生产成本加上流通费用再加上社会平均利润计算的。之后，张士霄、张良东(2007)等人通过测算基值价格的方式，对房地产泡沫问题作了实证分析。

李维哲、曲波(2002)设计了关于地产泡沫的预警指标，分为生产类指标、交易状况类指标、消费状况类指标和金融类指标四大类。这些指标虽然以测度房地产泡沫为名，实质上仍然是房地产景气的测度指标，并且指标过多，为实际应用带来困难。洪开荣(2001)提出了泡沫计量“市场修正法”，以空置率为基础计算房地产泡沫，这一指标同样没有分清景气与泡沫的区别。刘翌楠(2006)，毛栋梁、陈多长、柴肖容(2006)等人运用指标法对全国或单一省市的房地产泡沫问题作了分析。

另外，洪涛、西宝、高波(2007)利用中国35个大中城市2000—2005年间的的面板数据对房地产价格中的泡沫成分进行了测度，发现不同城市间房地产泡沫的演化过程相互影响、消费者的适应性预期是其中重要的传导机制之一。闫之博(2007)选取1987—

2005年我国GDP、FDI和房地产销售年平均价格的时序数据做研究,认为1987年至2005年我国房地产价格运行比较平稳,房地产市场价格走强是国内经济形势良好的表现,其中GDP影响作用较大。

二、基于常用统计指标的实证分析

(一) 房地产泡沫常用统计指标介绍

房地产贷款增长率/贷款总额增长率指标(下文用 R_1 表示)用来判断房地产业对银行业的依赖程度。这个指标一方面可以反映房地产贷款与其他贷款相比是否过大,横向地反映房地产信贷的规模是否合适;另一方面可以反映银行贷款向房地产贷款的集中度。该指标越大,越容易产生房地产泡沫和金融危机,尤其是当房地产开发贷款所占比重过高时,泡沫的生成与破灭对银行的杀伤力更大。因此,通过对该指标变动情况的分析可以预测房地产经济活动的非正常变化。该指标同房地产贷款额占金融机构(或为银行)贷款总额的比重这一指标具有相似作用。

房价收入比(下文用 R_2 表示)是平均房价与居民平均家庭年收入的比值,反映了居民家庭对住房的支付能力。比值越高,支付能力就越低,意味着房地产市场蕴涵泡沫的可能性越大或房地产泡沫越严重。由于房价最终要靠居民的支付能力来支撑,所以房价收入比能够直接反映房地产市场是否存在泡沫以及泡沫的严重程度。该指标是最能准确反映房地产泡沫的指标之一,其数据可得性非常高,而且相对而言计算简单,也最容易被人理解和接受。

房地产价格增长率/实际GDP增长率这个指标(下文用 R_3 表示)能反映房地产泡沫的扩张程度,是测量虚拟经济相对于实体经济增长速度的动态指标。它可以用来监测房地产经济泡沫化趋势,指标值越大,泡沫的程度就越高。由于房价增长率和GDP增长率数据都较易得到,所以该指标在数据的可得性方面有着较大的优势。

房地产开发投资/固定资产投资这一指标(下文用 R_4 表示)被认为是衡量房地产泡沫最为直接的指标。在房地产泡沫高涨的时候,房地产投资占固定资产投资的比率也会持续高涨,普遍认为它将明显高于固定资产的整体投资增长率,而且它会明显带动固定资产投资的高涨。一般而言,在使用该指标时,应当连续观察多年数据。

(二) 数据选取

与商品化改革之前的我国住房市场相比,当前的土地获得制度、房地产市场的融资机制、销售机制、

市场规模都有了很大的差别。因此,为使分析真实可信,本文将选取1998年之后,权威机构公布的我国重要经济数据作为分析依据。

具体到分析步骤,本文将按照 R_1 、 R_2 、 R_3 、 R_4 的顺序分别进行检验,以便从多个角度考量房地产泡沫的真实状况。

(三) 实证分析

表1: 房地产贷款增长率/贷款总额增长率

年份	房地产贷款总额(亿元)	房地产贷款总额增长率(%)	贷款总额(亿元)	贷款总额增长率(%)	R_1
1998	1053.17	-	86524.1	-	-
1999	1111.57	5.55	93734.3	8.33	0.6663
2000	1385.08	24.61	99371.07	6.01	4.0948
2001	1692.2	22.17	112314.7	13.03	1.7015
2002	2220.34	31.21	131293.93	16.90	1.8467
2003	3138.27	41.34	158996.23	21.10	1.9592
2004	3158.41	0.64	178197.78	12.08	0.0530
2005	3834.7	21.41	194690.39	9.26	2.3121
2006	5263.4	37.26	225347.20	15.75	2.3657
2007	6960.98	32.25	264250.03	17.26	1.8685

数据来源: 房地产贷款总额来自Wind数据库, 贷款总额来自国家统计局公布数据。

1. 房地产贷款增长率/贷款总额增长率分析。表1是1998-2007年 R_1 指标。据国际标准, 房地产贷款增长率/贷款总额增长率指标在1-3左右为宜, 过高表示银行资金投向房地产市场的速度过快, 泡沫的成分比较大。由表1看出, 中国的这个指标波动很大, 但每一次的涨落都与国家政策的短期效应有关。如1998年、1999年我国住房商品化改革; 2001年国家金融机构贷款骤减, 房地产贷款同比上升; 2004年由于有强劲措施的出台, 房地产贷款比例又逐步开始上升; 2007年下半年银根收紧等。就10年来的数据看, 我国 R_1 的临界值可以定为2。

2. 房价收入比。房价收入比的计算方法有两种: 一种为“商品住宅平均单套销售价格与居民平均家庭年收入的比值”, 另一种为“居住单元的中等自由市场价格与中等家庭年收入之比”。由于第二种算法所需数据在我国不可获取, 故本文采用第一种算法。计算公式为 $R_2 = VH/IP$ 。其中, VH 是商品住宅平均单套销售价格, 等于商品住宅平均销售价格与商品住宅平均单套销售面积之积, 商品住宅平均单套销售面积等于城镇人均住宅建筑面积与城镇平均每户家庭人口数之积; IP 是居民平均家庭年收入, 等于城镇居民平均每人全部年收入与城镇平均每户家庭人口数之积。

经化简后, 上式又可写成如下形式: $R_2 = P * SA/IP$ 。其中: P 是商品住宅平均销售价格; SA 是城镇人均住宅建筑面积; IP 是城镇居民平均每人全部年收入。

由上式可知, 房价收入比不仅受到商品住宅平均

销售价格的影响,而且受到商品住宅结构及城镇居民收入水平的影响。应用上述公式,1998-2007年中国 R_2 指标如表2所示。

表2:1991-2007年我国房价收入比

年份	城镇人均住宅 建筑面积(平方米)	城镇居民平均 每人全年收入 (元)	商品住宅销售 价格(元/平方米)	R_2
1998	18.7	5458.34	1854	6.3517
1999	19.4	5888.77	1857	6.1177
2000	20.3	6495.91	1948	6.2810
2001	20.8	6907.08	2017	6.0740
2002	22.8	8177.40	2092	5.8329
2003	23.7	9061.22	2197	5.7463
2004	25.0	10128.51	2549	6.2916
2005	26.2	10359.5	2603	6.5832
2006	26.9	10353.0	2789	7.2446
2007	27.4	10590.4	2838	7.3452

数据来源:根据《中国统计年鉴》数据计算。

由表2可见,我国目前 R_2 较高,但这一现象要和我国的现实情况相联系。我国商品房建设是在近期才发展起来的,由于住房政策的改革、银行住房抵押贷款的发放以及人均国内生产总值1000美元左右所出现的消费转型等因素的影响,巨大的消费潜力释放出来,形成供不应求的状况。因此,如果仅仅因为这一指标高于国际标准,就得出我国现阶段存在房地产泡沫的结论,显然不符合我国国情。

目前国际上公认的 R_2 应该为3-6倍,世界银行专家的说法为4-6倍,但并没有关于 R_2 的临界值标准。Bertnard Renaud(1989)指出,“在发达国家,房价收入比在1.8-5.5之间”、“发展中国家这一比值在4-6之间”,但也有例外。之后,他进一步研究发现,一些经济落后的发展中国家和社会主义国家的 R_2 远高于6倍。二十世纪90年代初,联合国人居中心的研究表明, R_2 在财产权益受到限制、公有住房与公有土地占主导地位的国家中特别高。因此,我们可以将其临界值定为7。

3. 房地产价格增长率/实际GDP增长率。该指标的计算公式为: $R_3 = RHP/RGDP$ 。其中, RHP 是房地产价格增长率, $RGDP$ 是GDP增长率。根据以上公式,中国1998—2007年各相关数据及 R_3 如表3所示。

关于 R_3 的临界值,国际上并无严格标准。一般认为,当房价上涨幅度是GDP增幅的2倍以上时,房价有较大泡沫。1987—1990年,日本发生严重房地产泡沫时,其 R_3 为3.3。1986—1996年,香港房地产泡沫膨胀期,该指标为2.4;1997年8月,香港出现严重房地产泡沫时,该值为3.6—5.0。中国在1992—1993年间产生房地产泡沫时,该指标值在2左右。参考国际国内房地产泡沫产生时的指标值,该

指标的临界值定为2还是比较合适的。从表3可看出,近年中国商品房销售价格的增长基本上是以GDP增长为支撑的。因此,就 R_3 而言,当前中国房地产行业没有出现泡沫。

表3:中国1998—2007年房价增长率与GDP增长率的比率

年份	商品房平均 销售价格 (元/平方米)	房地产价格 增长率 RHP (%)	GDP(亿元)	GDP增长率 RGDP (%)	R_3
1998	2063	----	78345.2	----	----
1999	2053	-0.5	82067.5	7.1	-0.0704
2000	2112	2.9	89468.1	8.0	0.3625
2001	2170	2.8	97314.8	7.5	0.3733
2002	2250	3.7	105172.3	8.3	0.4458
2003	2359	4.8	117390.2	9.5	0.5053
2004	2714	15.1	136875.9	9.5	1.5895
2005	2723	0.3	139981.9	10.4	0.0288
2006	3072	12.8	164540.0	10.7	1.1963
2007	3330	8.4	182157.6	11.4	0.7368

数据来源:根据《中国统计年鉴》数据计算。

4. 房地产开发投资/固定资产投资。在发达国家,房地产开发投资/固定资产投资指标大约为20%—25%。下页表4给出了1998—2007年间我国 R_4 的测算数据。

从总量来看,除1998年、2005—2007年全国房地产投资增长率略低于固定资产投资增长率外,1999—2004年间全国房地产投资增长率皆高于固定资产投资增长率。2005年房地产投资增长率突然下降是政策引导所致,即国家利用宏观调控手段抑制房地产的增速。1998—2004年的7年间, R_4 一直保持平稳上升的趋势,由1998年的12.72%增至2007年的20.76%,但并未超过25%的警戒线。

三、房地产泡沫综合指数构建及测算

上文从不同角度,以 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 四个不同指标对我国房地产泡沫进行了分析检验。考虑到各指标所含的信息量相对有限,为了更全面地反映我国房地产市场的泡沫状况,下文构建房地产泡沫综合指数 CR 。房地产泡沫综合指数 CR 的构建思路如下所述。

首先,将各项指标进行无量纲化处理。即用各项指标的实际值与其临界值相比,得到各同度量指标的抽象值。

其次,合成房地产泡沫测度系数。计算公式为 $CR = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{RS_i} \times \omega_i$,其中 CR 表示房地产泡沫综合指数; R_i 同上文; RS_i 是 R_i 的临界值; ω_i 表示各单项指标权重, $\sum_{i=1}^n \omega_i = 1$; $n=4$ 表示指数合成中所涉及的指标数。

由于无法准确界定 R_1 、 R_2 、 R_3 和 R_4 四项指标孰优孰劣,所以,对于各项指标的权重,本文暂且根据平均权重进行处理,即权重都设为25%。当房地产泡

表 4: 1998—2007 年房地产开发投资 / 固定资产投资数据

年份	全社会固定资产投资(亿元)	房地产开发投资(亿元)	全社会固定资产投资增长率(%)	房地产开发投资增长率(%)	R_t
1998	28406.2	3614.2	----	-----	12.72
1999	29854.7	4103.2	5.10	13.53	13.74
2000	32917.7	4984.1	10.26	21.47	15.14
2001	37213.5	6344.1	13.05	27.29	17.05
2002	43499.9	7790.9	16.89	22.81	17.91
2003	55566.6	10153.8	27.74	30.33	18.27
2004	70477.4	13158.3	26.83	29.59	18.67
2005	88773.6	15909.2	25.96	20.91	17.92
2006	114784.2	21280.9	29.3	22.75	18.54
2007	149793.4	31097.2	30.5	25.86	20.76

数据来源: 根据国家统计局和中国金融年鉴公布数据整理计算。

沫综合指数小于 1 时, 表明房地产市场中不存在泡沫成分; 当房地产泡沫综合指数大于 1 时, 表明房地产市场中开始出现泡沫; 数值越大, 房地产泡沫的程度越严重。应用指数合成法计算泡沫综合指数, 其计算结果如表 5 所示。

表 5: 中国房地产泡沫综合指数

年份	R_1/RS_1	R_2/RS_2	R_3/RS_3	R_4/RS_4	CR
1998	-	0.9074	-	0.5088	-
1999	0.33315	0.8740	-0.0352	0.5496	0.4304
2000	2.0474	0.8973	0.1813	0.6056	0.9329
2001	0.85075	0.8677	0.1867	0.682	0.6468
2002	0.92335	0.8333	0.2229	0.7164	0.6740
2003	0.9796	0.8309	0.2527	0.7308	0.6960
2004	0.0265	0.8988	0.7948	0.7468	0.6167
2005	1.15605	0.9405	0.0144	0.7168	0.7069
2006	1.18285	1.0350	0.5982	0.7416	0.8894
2007	0.93425	1.0493	0.3684	0.8304	0.7956

数据来源: 根据国家统计局公布数据整理计算。

由表 5 可知, 1998—2007 年我国房地产业的发展状况是: 除 1999 年 CR 低于 0.5, 其余年份泡沫综合指数一直大于 0.6, 2000 年 CR 接近于 1, 2006 年 CR 接近于 0.9。就全国范围而言, 房地产市场虽无泡沫, 但泡沫化倾向严重。这提供了一个非常强烈的市场信号, 应该引起各方高度重视。

四、结论与建议

从本文实证结果看, 就全国范围而言, 房地产市场总体运行比较健康, 还没有足够的证据证明我国存在普遍性的房地产泡沫, 但有整体向泡沫一方倾斜的迹象。各项相关指标均运行在较高位, 因而存在着较高的潜在的房地产泡沫风险因素, 但尚未形成严重的房地产泡沫, 更未达到房地产泡沫破裂的程度。

本文分析是就全国范围的一般水平测定, 实证结果并不能代表某一省(市)或城市状况, 所以今后可以就单一或多个省份与城市为研究对象作进一步分

析。另外, 房地产泡沫综合指数构建的合理性、 R_t 指标临界值及简单的平均权重是否合适仍有探讨空间。

鉴于我国房地产市场有向泡沫化倾斜的迹象, 我们应采取防范房地产泡沫。可以通过增加供给和抑制需求的方式降低房价, 用信贷和税收政策调节资金流向, 以便缓和泡沫化趋势。同时, 鉴于国际市场上还存在人民币继续升值的预期, 部分游资仍有可能进入境内房地产市场谋求套利, 所以要慎防“热钱”流入。

参考文献:

- [1] Quigley, J.: 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》, 经济科学出版社 1988 年版。
- [2] 三木谷良一: 《日本泡沫经济的产生、崩溃与金融改革》, 《金融研究》1998 年第 3 期。
- [3] 野口悠纪雄: 《泡沫经济学》, 《生活·读书·新知》三联书店 2005 年版。
- [4] 黄正新: 《关于泡沫经济及其测度的几个理论问题》, 《金融研究》2002 年第 6 期。
- [5] 李维哲、曲波: 《地产泡沫预警指标体系与方法研究》, 《山西财经大学学报》2002 年第 2 期。
- [6] 洪开荣: 《房地产泡沫: 形成、吸收与转化》, 《中国房地产金融》2001 年第 8 期。
- [7] 闫妍、成思危、黄海涛、汪寿阳: 《地产泡沫预警模型及实证分析》, 《系统工程理论与实践》2006 年第 6 期。

(编辑 代金奎)

□□作者简介: 王玉英(1980-), 女, 山东聊城人, 厦门大学金融系 2006 级博士研究生, 研究方向: 金融理论与政策。