



中国金融四十人论坛  
CHINA FINANCE 40 FORUM

上海新金融研究院工作论文系列

## 如何看待中国房地产

钟伟<sup>1</sup>

2016年12月13日

**摘要：**本文从四个视角考察中国当下的房地产市场，一是从全球增长低迷和流动性泛滥看资产价格膨胀，并认为中国热点城市的楼市泡沫是全球楼市泡沫的局部。二是中国楼市呈现典型的冷热不均，大都市的热潮不能代表全国楼市总体状况。考虑到房地产的资产价格属性，去库存几乎不可能在房价平稳甚至下跌中顺利进行，经济金融环境决定了京沪房价的刚性泡沫特征。三是对中国楼市存在许多思维定势，对解决楼市问题本身无益。2015年以来中国楼市的波动并不意味着中国政府的涉房政策出现重大偏差，同时2016年10月以来地方政府的区域调控措施也是必要的楼市泄压阀。四是调控楼市既需要短期机制，更需要长效机制，在我们看来，中国选择走大都市化，城市群还是新型城镇化这三条路径的哪一条，决定了京沪楼市何去何从的长远前景，同时长效的财税金融政策也宜斟酌。

**关键词：**房地产、楼市泡沫、资产价格泡沫

---

<sup>1</sup> 钟伟，SFI 副院长，北京师范大学金融研究中心主任。



# 如何看待中国房地产

钟伟

**摘要：**本文从四个视角考察中国当下的房地产市场，一是从全球增长低迷和流动性泛滥看资产价格膨胀，并认为中国热点城市的楼市泡沫是全球楼市泡沫的局部。二是中国楼市呈现典型的冷热不均，大都市的热潮不能代表全国楼市总体状况。考虑到房地产的资产价格属性，去库存几乎不可能在房价平稳甚至下跌中顺利进行，经济金融环境决定了京沪房价的刚性泡沫特征。三是对中国楼市存在许多思维定势，对解决楼市问题本身无益。2015年以来中国楼市的波动并不意味着中国政府的涉房政策出现重大偏差，同时2016年10月以来地方政府的区域调控措施也是必要的楼市泄压阀。四是调控楼市既需要短期机制，更需要长效机制，在我们看来，中国选择走大都市化，城市群还是新型城镇化这三条路径的哪一条，决定了京沪楼市何去何从的长远前景，同时长效的财税金融政策也宜斟酌。

**关键词：**房地产、楼市泡沫、资产价格泡沫

## 一、理解中国楼市的前提：全球资产价格膨胀和流动性拐点之争

从全球经济复苏和货币周期的情况看，次贷危机以来，由于各国央行不断释放充沛的流动性，并且推动利率从低利率走向负利率，这严重催生了全球资产价格泡沫。其中股票、债券等的价格粘性较小，随着货币泛滥而迅速膨胀，而产业链条和价格粘性较强的大宗商品、房地产和黄金，其价格上涨则迟滞于股市债市，但仍有惊人膨胀。人们在担心长期流动性是否到了拐点，如果是，那么也许暗示着全球资产价格也到了一个危险的分水岭。近两个月美元指数的快速上升，再度伴随着股票和债券价格的动荡。这和2015年同期几乎如出一辙，只是波幅不及去年年底。当下没有一个国家，愿意泡沫破裂率先发生在本国，经济复苏、流动性和泡沫之间的博弈，仍然激烈。

### （一）全球经济增长疲软中的三个世界

目前全球化进程有所倒退，国际贸易和投资增速低于GDP增速，主要国家之间的经济政策协调和合作不是更有效而是更弱化，这就导致了一系列问题。我们把次贷危机以来的全球主要经济体分为三类来讨论：第一类是欧美日发达经济体；第二类是资源类的经济体，如巴西、俄罗斯或者是中东的一些资源国；第三类是比较纯粹的发展中国家。我们从经济增长、通货膨胀和就业状况这三个维度来分析发达国家、资源类国家和发展中国家自次贷危机以来的经济表现，不难看出以下特点：

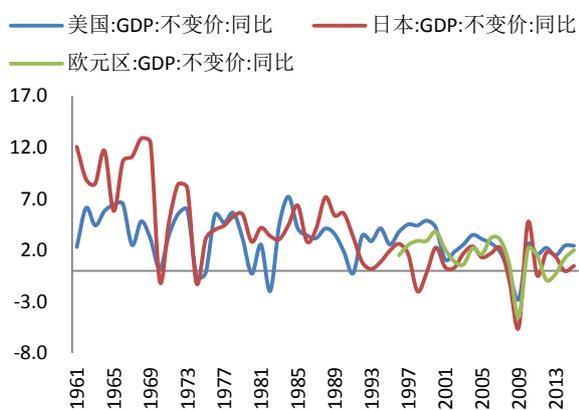
就欧美日等发达经济体来讲，由于走过了城市化和工业化的大部分阶段，因此目前他们的经济总体表现为较低经济增长、较弱通胀和相对改善的就业状况；资源类经济体主要表现为比较糟糕的



的经济衰退，比较严重的通货膨胀和严峻的就业状况，其中像委内瑞拉、巴西的情况尤其严重；发展中国家的经济增长现在也不尽如人意，不少发展中国家陷入了经济衰退，由于这些国家比较依赖于进口商品和服务，而经济增长疲弱的同时又伴随着本币大幅度的贬值，例如南非和埃及等。发展中国家的通胀情况比资源类国家好一些，但是比发达国家要严重一些，此外就业状况在这些发展中国家也比较严重。这其中问题比较突出的是一些非洲国家，如肯尼亚、尼日利亚等。上述三重经济体中，随着大宗商品价格的逐渐改善，资源国的困境可能改善得最快。

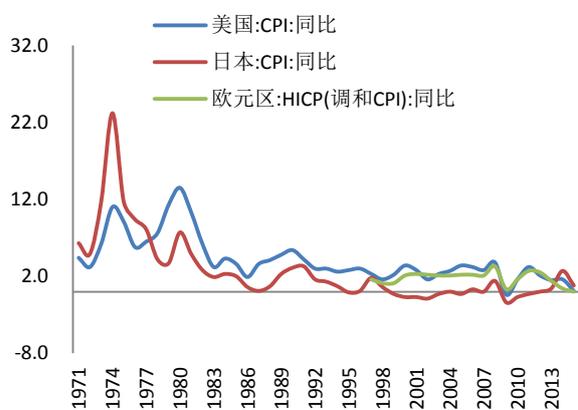
总体来看，中国的经济增长相对保持稳健，通货膨胀并不严重，就业状况相对艰难，整体经济状况和美国有一些相似。从全球范围内来看，似乎也只有美国和中国在次贷危机之后表现出一定的产业转型和创新的能力。

图表1 欧美日等发达经济体经济增速较低



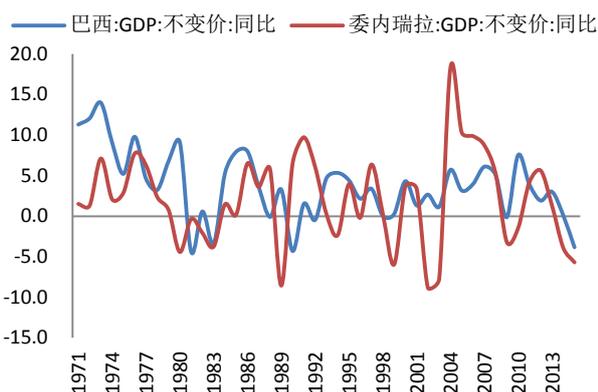
资料来源: WIND

图表2 欧美日等发达经济体处于低通胀状态



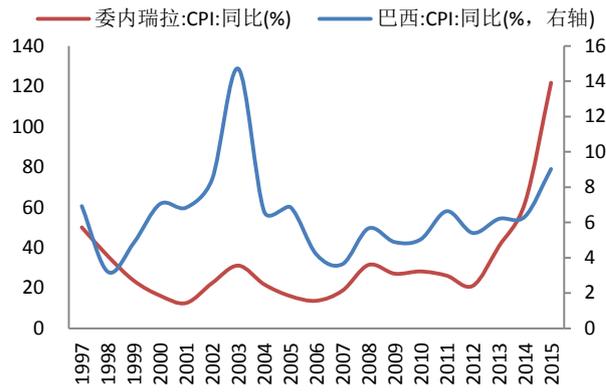
资料来源: WIND

图表3 资源类经济体经济衰退(巴西、委内瑞拉)



资料来源: WIND

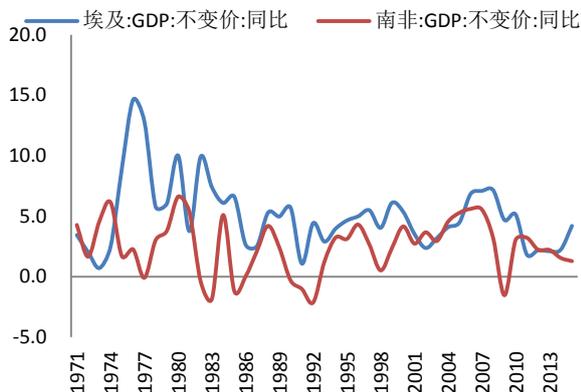
图表4 资源类经济体通胀严重(巴西、委内瑞拉)



资料来源: WIND

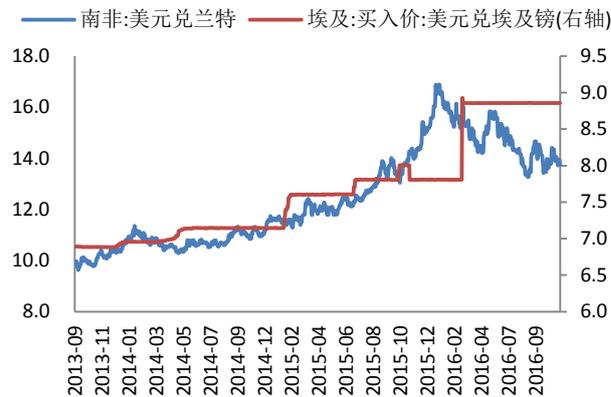


图表5 发展中国家经济增长疲弱（南非，埃及）



资料来源：WIND

图表6 发展中国家本币大幅贬值（南非，埃及）



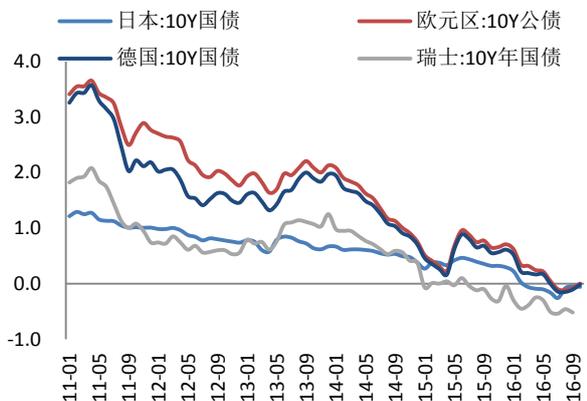
资料来源：WIND

## （二）资产价格膨胀是全球性现象

次贷危机以来，全球主要国家的央行都采取了比较激进的货币政策，实施进程大体可以分为量宽和价宽两个阶段：第一阶段是以量化宽松为特点的货币政策，也就是持续的数量宽松。经过这一阶段，尤其是美联储逐渐退出量化宽松之后，全球货币政策转向另一个阶段，即追求流动性价格的下行，也就是基于通缩预期的超低利率——从低利率到零利率甚至目前正在全球蔓延的负利率。换言之，次贷危机之后，各国央行都经历了一个从货币数量宽松到货币价格宽松的过程，且这一趋势目前还在延续。

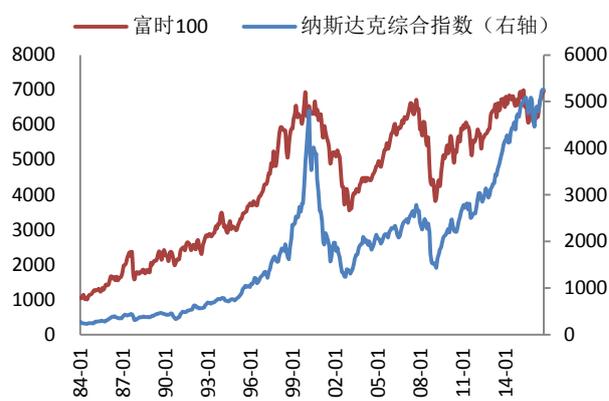
在这种全球量宽加空前低利率的状态下，资产价格膨胀成为全球性的现象，表现在股票市场、债券市场、房地产市场、大宗商品市场和黄金等各个方面。以股票市场为例，目前以纳斯达克为代表的美国股市和以富时指数为代表的英国股市都是历史新高；以债券市场为例，目前集中在全球债券市场的资金量超过150万亿美元，相当于全球GDP的两倍；以大宗商品市场为例，从去年年底到现在，原油价格已经在不知不觉之中几乎涨了一倍，铁矿石和焦炭价格上升，不少农产品如糖、大豆、棉花等的价格也有所上升；黄金也有温和上升。

图表7 负利率在全球蔓延（国债收益率%）



资料来源：WIND

图表8 美、英股票指数创历史新高



资料来源：WIND



图表9 原油价格持续上涨



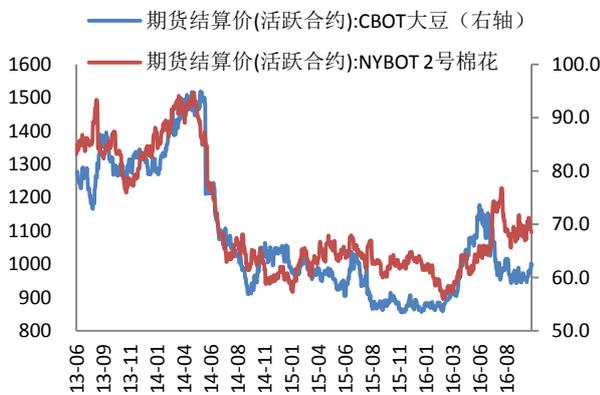
资料来源: WIND

图表10 黄金价格温和回升



资料来源: WIND

图表11 农产品价格有所上升



资料来源: WIND

图表12 铁矿石、焦炭价格上升

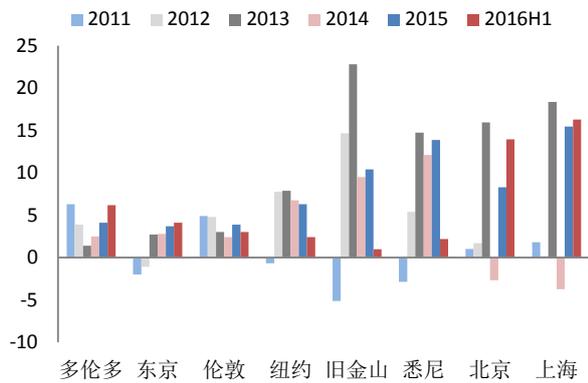


资料来源: WIND

全球量宽加空前低利率也推升了全球的房地产市场价格。全球主要大城市如欧洲的伦敦，北美的纽约、波士顿、旧金山、西雅图、多伦多、温哥华，大洋洲的悉尼、墨尔本，亚洲的东京等都出现了房地产价格的显著上升。可以观察到，从2011年年初至今，全球主要大城市核心区域的房价基本都已实现翻倍，例如纽约目前好区域的新公寓价格已经上升至近每平米10万美元，东京的房价经过多年徘徊之后目前每平米也基本在一万美左右。同时，房屋的租金收益率也有显著摊薄，自次贷危机之后，房龄较短的公寓年化租金收益率从7%-8%已逐渐下行至大约4%-5%的水平。此外，发达国家也出现了房地产市场的显著分化，例如美国大都市的房价在上涨，但绝大部分州的一般城市其房价并无起色；加拿大除了温哥华和多伦多之外，其他城市房价普遍都在下跌；楼市在西方国家也表现出显著的苦乐不均。

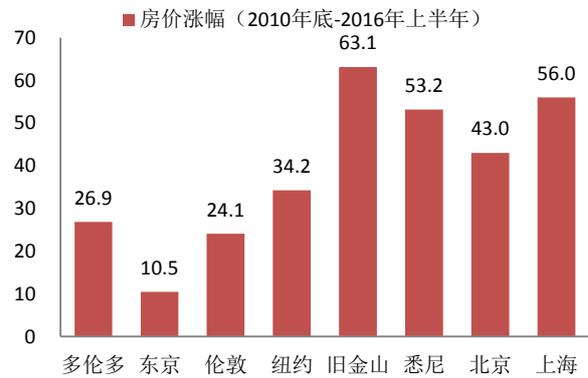


图表13 主要大城市 2011 年以来每年房价涨幅 (%)



资料来源: Bloomberg

图表14 2010 年底-2016 年上半年各城市房价涨幅



资料来源: Bloomberg

总体来说,全球量宽加空前低利率使得资产价格呈现空前膨胀的态势,同时经济增长依旧疲软,通货膨胀并不显著。在此背景下,人们就资产价格能否持续膨胀形成了巨大争议:一部分学者认为如股票、债券、房地产等泡沫已经超越了次贷危机之前的水平,岌岌可危;而另一部分学者认为,这种由政府做背书的刚性泡沫状况还会延续下去。

### (三) 全球长期流动性是否已到拐点?

全球的长期流动性是不是已经到了拐点?拐点这一说法令人费解,不如简化为三个视角,一是货币数量宽松能否持续?二是以主权债到期收益率为代表的无风险利率能否持续下行?三是信用溢价是上升还是下降?如果数量宽松难以继续,无风险利率上行,以及信用溢价扩张,那么流动性可能就到了拐点。在此我们暂且讨论量宽和无风险利率的变动情况。

未来流动性的数量会不会继续有明显膨胀?以美联储加息为标志,流动性价格是否会迎来一个长期拐点?这个问题关乎到目前全球资产价格何去何从。

一个习以为常的说法是各国央行目前被资产价格所绑架,甚至有一些学者认为央行是胆小鬼,不敢收紧流动性,不敢触碰资产价格泡沫。事实上,是否应该把资产价格纳入到央行宏观审慎框架之中?这仍然非常有争议。但从各国央行的实际行为来看,其举措确实受制于资产价格。即便央行仍然要从传统的增长、物价和就业来决定流动性的松紧,但也往往不得不谨慎关注资产泡沫及其逆转。

首先,全球增长依然不尽如人意,即使是美国也没有回到正常的增长水平,2010年秋季,白宫曾经预测2011和2012两年的经济增长会分别达到3.8%和4%,而今却仅在2%。中国学者也曾普遍认为中国经济增速不会低于7%,而今却已在此之下。国际货币基金组织在2016年秋季的全球经济展望当中并没有给出太多好消息。回顾过去七年,人类很可能对其实已身处其中的经济萧条,仍然缺乏认识和过于乐观。就全球增长的情况来说,只能有一小部分国家,如美国有加息的可能性,而如欧洲、新兴经济体、资源类经济体等距离加息依旧遥远。



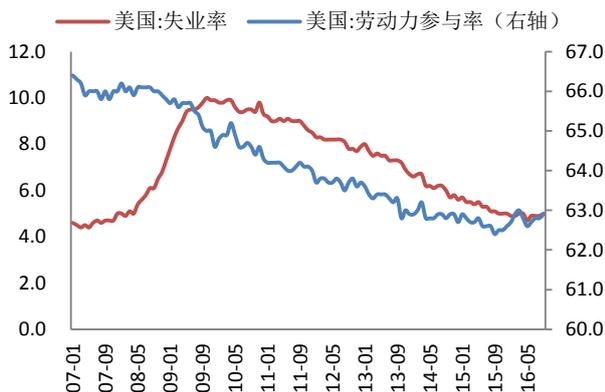
其次，就通胀或者物价情况来讲，目前资源类经济体和发展中国家的通货膨胀情况比较严重，但它们并不构成世界经济的主体。那么，在世界经济当中位于前列的美国、日本、欧洲等发达经济体的通胀情况如何？日本实施了20多年比较宽松的货币政策，并没有出现意料之中的严重通胀，仍然是通缩；欧洲目前的通缩预期比较强烈，表现为欧洲的负利率状况在不断蔓延；美国也并没有特别显著的通胀危险，新近美国PCE以及TIPS都仍在1.7%-1.9%的区域之内。目前通胀仍然处在温和可控的范围之内。

之所以全球资产价格的膨胀并没有带来比较显著的通货膨胀，一方面是因为资产价格通常并不直接包含在通货膨胀指数之内，另一方面是因为资源价格即便传导到实体经济并带动实体经济价格上升，其力度也不大，毕竟实体经济的转型比较弱。此外，即使未来美国通货膨胀尤其是核心通胀率先从目前的略高于2%有所上升，也还存在另一种技术上的可能性，即美联储可以把预期通胀目标从当前的2%调整到3%。同时考虑到全球的低利率状况，美联储每次加息操作可以实用10个甚至5个bp，而无动辄25个bp的必要。

再者，在增长和物价都不构成主要国家央行收紧流动性价格的理由之后，我们来看就业。关于就业的状况争议比较多：一些学者用失业率来衡量就业，但这一指标不是太可靠。失业率包括短暂就业和中长期就业，一个长期就业岗位有可能被两三个短期就业岗位所替代。结果看起来失业率虽然下降，但实际上我们可能需要等待临时就业和长期就业之间差异性的缩小。并且，各个国家社会保障制度和失业救济制度的差异也会造成失业率上的差异，通常我们倾向于认为美国的失业率有所低估，而日本的失业率有所高估。另外有一些学者喜欢用求人倍率这个指标，但这个指标同样不太可靠。比如，有公司贴出广告要以100万年薪招聘100个姚明，那这100个岗位永远都不可能填满。也就是说，求人倍率很大程度上受到企业招聘行为是否真实的影响，劳动力市场摩擦加剧的情况并不一定真实，所以求人倍率的有效性值得怀疑。就业情况还受到劳动参与率的影响，在主要国家如美国和中国，劳动参与率都在下降，目前美国1/6的年轻人没有稳定工作，而在经济滞涨的80年代，这个比率也仅为1/10。我们不太清楚这种劳动参与率下降是周期性的还是趋势性的，但即便部分劳动参与率下降的原因是周期性的，这也意味着经济回升可能会带来更多的劳动力进入市场，这会使得失业率的下行更加困难，我们倾向于用普通劳动力的起薪水平来衡量就业市场状况，目前主要国家普通劳动力的起薪水平并没有显著改善，只有日本的最低工资有所调整，美国大多数城市的最低工资都没有调整，而中国目前最低却仍然不合时宜地不变升值上调，这都表明美国和中国的劳动力就业状况并没有表面上的数据那么好。



图表15 美国失业率为与劳动参与率有所改善



资料来源: Wind

图表16 美国劳动力薪资增速改善并不显著



资料来源: Wind

因此总体来说,我个人倾向于认为目前全球化的倒退、经济摩擦的加剧、疲软的增长、不太严峻的物价压力以及起伏不定的就业状况,都意味着经济萧条比我们过去7年预想的更为严峻,意味着全球央行并没有特别大的余地收紧流动性价格。

那么,全球长期流动性是不是到了一个拐点?争议仍将继续,2016年9月份以来,英美和欧洲的主权债收益率都出现了20-50个BP的不同程度的上升,美国债市创两年来最大跌幅,美股的调整压力也不小。那么股债波动率的上升,是通胀回升驱动?是美元指数劲升逼迫?是暗示美联储年底加息?还是特朗普可能当选的市场冲击?或者是长期流动性真的在美国率先出现拐点?这些在我们看来仍然相当困惑,而难有定论。我们倾向性的意见是,目前的增长、物价和就业状况不足以支持全球到达流动性拐点这个判断。可能个别国家如美国会在今年年底或者明年温和加息,但也不排除美联储修改其调控目标的可能性。另外,由于目前全球利率水平已经非常之低,因此0.25个百分点调整利率这种传统做法可能也是有问题的,如果按照0.05或者0.1个百分点做调整,对市场的震动可能会更小一点。

#### (四) 重债富国是否已失去长期流动性拐点?

次贷危机之后各个国家的经济增长分化非常严重,尤其是资源类国家和发展中国家的情况不尽如人意。在量宽和空前低利率之后,全球资产价格尤其是发达国家资产价格都出现膨胀,长期流动性是否已到拐点和资产泡沫是否将破裂尚存巨大争议。

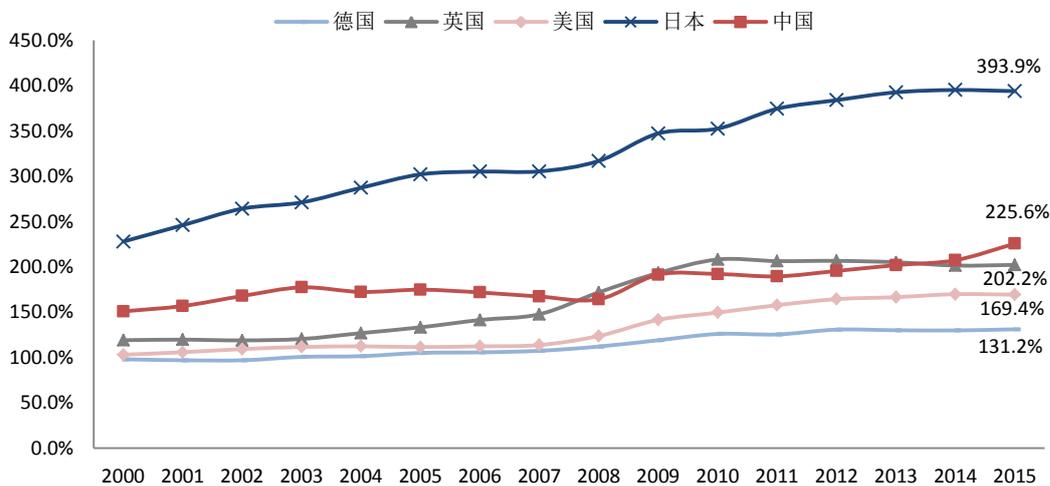
当我们衡量一个国家的流动性是不是到拐点的时候,也许应当把其中央政府的货币发行和财政负担两个指标结合起来考虑,才能够得出接近现实的中央政府的总债务负担状况。次贷危机之后到现在的量宽和低利率,使得全球呈现出财政赤字货币化的特点。像日本一些国家的财政部所发行的债券,其买主不再是金融机构和私人部门,而是央行;日本的一些国家的商业、险资等逐渐从国债一级承销商中被挤出。如果我们创造一个新的指标,即把M2/GDP和中央政府债务/GDP这两个指标加总起来,作为中央政府国家信用负担率来衡量,或许可以更清楚地看到长期流动性是否有拐点。我们可以分成几类国家来考察:例如日本目前的财政负担率和M2/GDP比率,加总起来大约400%,这就意味着日本每个家庭替中央政府承担的信用透支超过100万美元,因此很难想象日本还有流动性拐点的可能



性。欧洲的情况和美国的情况略有差异，欧洲国家中央政府的债务负担率比较轻，大约在60%-80%之间，但是M2/GDP相对高，大概在160%-180%。美国的情况与此相反，美国的M2/GDP可能在69%，联邦政府债务/GDP大概在100%。总体来说，欧洲和美国的中央政府货币加财政的负担率大约为250%。你也很难想象这些中央政府信用背书会偿还，它只能是永续债务。

我们把中央政府的广义负债看作货币加财政，可以看到，目前西方国家的财政赤字货币化现象比较严重。考虑到西方国家的财政支出主要是为了覆盖福利支出，具有巨大刚性，所以一些发达国家，尤其是发钞和债务负担比较重的国家如日本，也许已经失去了长期流动性的拐点。我们现在还不太清楚像日本这种国家信用透支比较严重的经济体，财政和货币政策对资产价格最终会造成什么样的结果，但从上述指标来看，发达国家若要在一个增长疲软且通缩没有改善的背景之下达到流动性拐点，不仅难度大，代价更大。

图表17 各国中央政府广义负债率：(M2+中央政府债务)/GDP



资料来源：Wind

总结一下，次贷危机至今，流动性泛滥和创新稀缺带来了全球性资产泡沫，这种资产泡沫的特点是以国家信用为背书，泡沫能否延续，主要取决于长期流动性是否达到了一个拐点，美联储加息是否意味着拐点的到来？人们对此存在广泛争议。我们的理解是，人们对已身处其中的持续了七年的经济萧条，仍然缺乏清晰的审视，萧条延续的时间可能会更长，美联储加息不等于全球长期流动性拐点，重债富国现象的蔓延，甚至让我们怀疑，日本等国家也许已永远失去了流动性拐点。中国楼市价格的膨胀，更多地应当看作全球资产价格泡沫的一部分，它折射出人们对中国经济增长L型和长期利率仍将下行的隐含判断。

## 二、理解中国楼市现状：一二线房价火热，全国楼市平平

尽管目前对媒体和公众对京沪房价关注度很高，但相信很快这种热潮会降温，理由在于本轮楼市上涨，除了作为媒体和民众谈资之外，并没有太多的实际意义，一线城市房价的上涨也和绝大部分城镇家庭几乎无关。此外，一线城市和重点区域楼市的火热，并不能掩盖中国楼市整体表现平平，



库存去化压力依然沉重的严峻现实。

中国一线城市房价存在泡沫，几乎是毋庸置疑的。以京沪为例，一套可供居住的住宅，最少可能需要花费 300 万元，假定房价每年温和上升 5%，即 15 万元。而北京城镇职工人均年收入在 2016 年仍不足 6 万元，能够达到年薪 30 万元的从业者在京沪职工中可能占比不会高于 20%，那就意味着作为都市白领收入不菲的你，即便每年积攒下收入的 50%，也追赶不上哪怕最老破小住宅的房价上涨。因此，大多数高校毕业生得以在京沪幸存甚至置业的主要原因，在于其父母向其子女转移了财富，例如提供首付支持，甚至卖掉中小县城的房子以支撑子女在大城市的财力不足。繁华大城市高房价的背后，是大都市吞噬了中小城市的年轻英才，财富甚至未来。

从房价绝对值来看，全球十大房价最高城市，中国有其五；二十大房价最高城市，中国有其十。从相对水平来看，北京、上海、深圳的房价更要远高于国际城市。IMF 全球房价观察报告中指出，2016 年上半年全球各大城市房价收入比排名。深圳以 38.36 位居第 1，上海、北京、广州也都名列前茅。如此之多的人口，货币在严格的资本管制下，密集地投放在中国一线以及重点城市的狭窄区域，造成了房价奇观。

图表 18 2016 年上半年全球各大城市房价收入比（前 10 位）

排名	城市	国家	房价收入比	排名	城市	国家	房价收入比
1	深圳	中国	38.36	11	东京	日本	23.65
2	孟买	印度	37.67	12	胡志明市	越南	23.62
3	河内	越南	35.86	13	奥德赛	乌克兰	23.09
4	香港	中国	34.95	14	哈尔科夫	乌克兰	22.92
5	北京	中国	33.32	15	莫斯科	俄罗斯	21.35
6	上海	中国	30.91	16	罗马	意大利	21.06
7	伦敦	英国	30.88	17	塔纳	印度	21.03
8	利沃夫	乌克兰	28.1	18	新加坡	新加坡	20.94
9	基辅	乌克兰	25.96	19	曼谷	泰国	20.64
10	广州	中国	25.85	20	贝尔格莱德	塞尔维亚	20.38

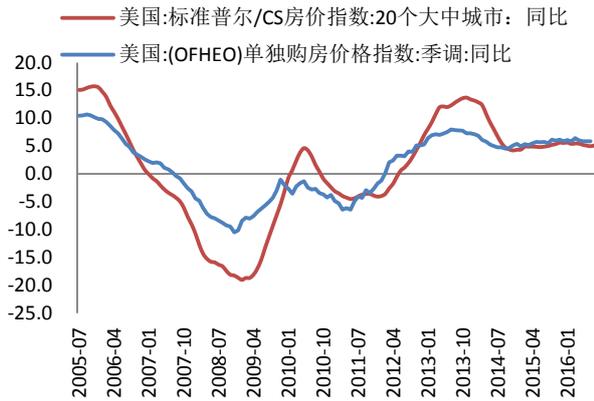
资料来源：IMF

### （一）近四年中国房地产市场的几个特点

（1）特点一：从 2011 年 1 月份以来，西方国家的楼市呈平稳上升，没有出现较大波折，中国则不然。2009—2013 年房地产投资增速在 22% 以上，房价年均上涨接近 10%。影子银行系统对期间的楼市膨胀发挥了重要作用。2014 年 2 月，中国房地产市场出现了断崖式下跌，2014 年房地产投资增速从年初的 20% 多降到年底的个位数，2015 年中国房地产市场基本处在波澜不惊的状态，虽然中国政府在 2014 年第四季度对房地产政策做出了微调，但与 2014 年相比，2015 年商品房市场回升并不显著，销售面积大约为 12.8 亿平米，销售金额不到 9 万亿。中国房地产市场真正开始火爆是在 2015 年第四季度至 2016 年上半年，整个楼市摆脱了 2014 年 2 月份以来的低迷状态，在一些城市迅速回升。

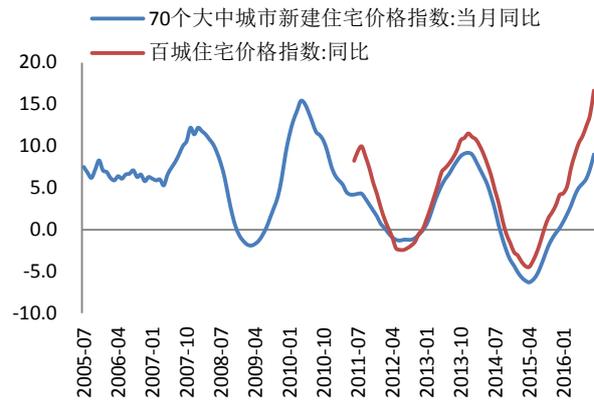


图表19 美国房价 2011 年以来持续上升 (%)



资料来源: Wind

图表20 中国房地产价格一波三折 (%)



资料来源: Wind

图表21 房地产投资增速 2014 年起大幅下跌



资料来源: Wind

图表22 中国商品房市场 2015 年开始回升

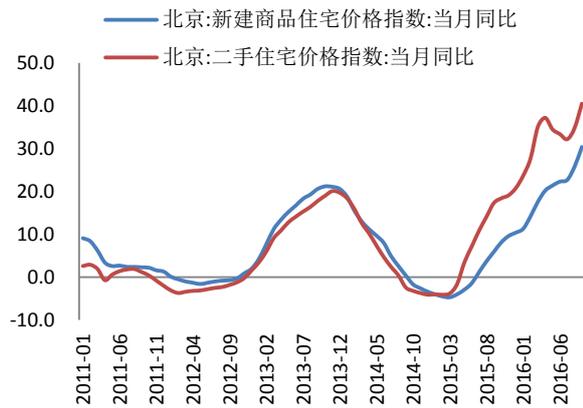


资料来源: Wind

(2) 特点二: 2016年以来, 中国的房地产市场呈现出冷热极度分化的特点。在比较热的城市, 我们可以看到两类现象。一类是深圳、上海、北京等一线城市, 其房价上涨并不只是新房价格的上涨, 二手房、房租甚至停车位价格也在普遍上涨, 并且辐射到了周边地区, 如深圳周边、上海的郊县以及京津冀的房价都得到了比较强烈的拉动。总的来说, 这些重点城市的新房、旧房、房改房。租金、车位、周边区域的价格整体都呈现出明显的回升。另一类是如成都、西安, 长沙、武汉、无锡、常州、石家庄、郑州等城市。这些城市的房地产在过去四年乏善可陈, 进入这些城市的开发商的财务状况都比较困窘。但在2016年, 这些城市房价出现明显回升, 但主要是新房涨得比较快, 我们的不太严谨的直观感受是这些城市的高端住宅价格大致再度达到2013年下半年的高点或略有超出, 普通住宅和二手房的价格每平方米上涨一两千元不等, 和过去三年开发商的存货财务成本相当, 而商铺写字楼等非住宅销售平平。

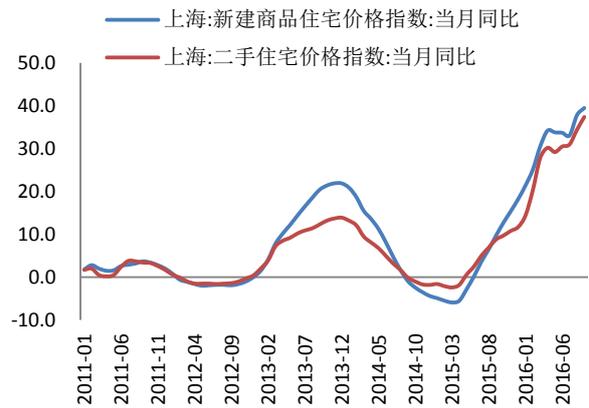


图表23 北京新建住宅与二手房价格大幅上涨



资料来源: Wind

图表24 上海新建住宅与二手房价格大幅上涨



资料来源: Wind

(3) 特点三: 一线城市新房豪宅化和一线城市对中低收入阶层强烈的挤出效应。总体来说, 一线城市今年新增住房明显出现豪宅化趋势, 一套房屋的起价通常都在1500万以上, 这是一般民众望尘莫及的。同时, 一线城市中真正可以居住的房屋或二手房, 至少都在300万以上。我们假定每年房价只上涨5%, 一个人的年收入为30万, 即便节约一半拿出来购房, 也就勉强能支撑房价的上涨。因此, 对于大多数都市白领以及中低收入阶层, 这轮房价上对他们产生了非常强烈的挤出效应, 使其在大城市生存更为艰难。上述特点也暗示了两点: 一是目前支撑重点城市房价上涨的主要因素是高净值人群的焦虑, 以及高净值人群的购房热情; 二是自身收入并不足以支撑其在大城市生活的年轻群体, 其得以生存下来的主因在于父母向其提供经济资助, 这意味着财富从父母向子女, 从中小城市向大城市的加速集中。

## (二) 全国楼市整体冰冷、局部火花

尽管北、上、广、深, 以及70个大中城市的房价大部分有所回升, 但中国有330多个地级市和2800多个县, 一线及部分重点城市的楼市表现不能代表中国房地产的整体, 我们还是需要从库存、销售, 投资和土地等多方面来看目前中国整体的房地产状况。

从全国库存情况来看, 截至2016年8月, 中国楼市的去库存并不是特别理想, 待售面积仍然有7亿平米, 待售面积的减少只有几百万平米。由此我们可以推算, 将在建商品房以及待售面积, 加上商品房在建面积, 扣除在建中已预售的部分, 估计商品房库存仍会超过40亿平米。当然, 当下也有许多乐观判断认为, 中国楼市的去库存已完成大半, 这种判断在我们看来十分可疑, 因为2015—16年两年的商品住宅销售确实有所改善, 但两年累加最多额外多销售了不超过5个月的库存, 加之非住宅和保障房的沉重压力, 库存大致应当仍在高位。“三去、一降、一补”中去库存的任务依然艰巨, 需要多年的努力才成达成。在一些供求失衡严重的区域, 楼市去库存已遥遥无期。

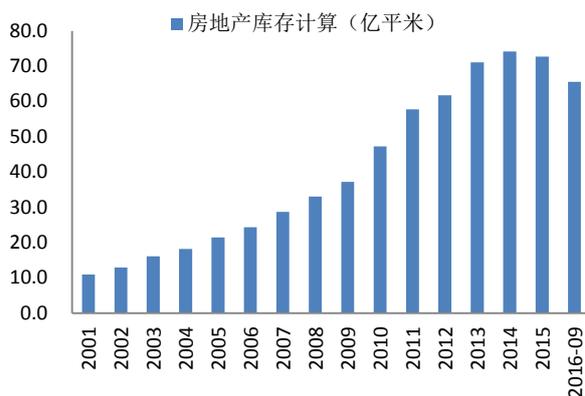


图表25 中国楼市待售面积仍有7亿平米



资料来源: Wind

图表26 商品房实际库存推算规模仍然较高



资料来源: Wind

土地市场和房地产投资的情况也并不太乐观。在一些局部区域天价地王频出的同时, 全国土地市场依旧冰凉。和2015年同期相比, 今年1-8月全国土地出让收益还是呈现负增长, 大约是-8%。一线城市小宗地出让形成的零散地王并不能掩盖全国土地出让市场不温不火、甚至有所萎缩的现状。一些媒体披露中国2016年土地出让收益金可能比去年同比上升20%, 将接近5万亿元。从统计局披露的数据来看, 似乎反差过大。

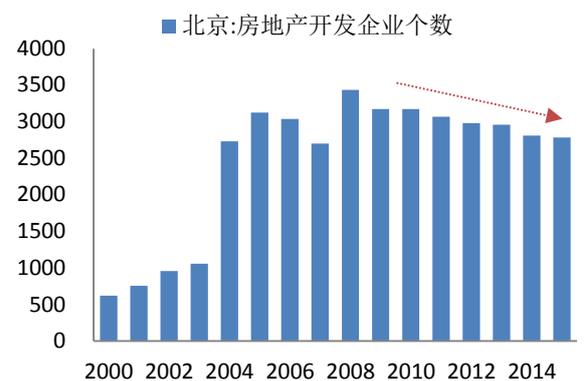
从房地产投资状况来看, 2014年2月以来, 我国房地产投资从过去超过20%的年均增速迅速下降至目前的5%-6%, 呈现低水平徘徊状态。且今年以来, 房地产投资没有明显改观。不仅如此, 房地产开发企业的工商注册家数在持续下降, 甚至北京在过去3年都已注销了接近900家。

图表27 今年前8个月土地出让收益情况



资料来源: Wind

图表28 北京房地产开发企业个数下降



资料来源: Wind

从125家上市房企的财务报表情况来看, 上市房企既没有获得投资者的热烈追捧使得股价有明显上升, 其在2016年披露的财务报表也不亮丽, 财务业绩平均增长约7%。这125家上市房企基本涵盖全国大中城市的房地产开发公司, 不是中小开发商所能比的, 但他们的财务状况尚且如此。所以, 不要让一些重点城市的火爆情况掩盖了全国的整体情况。从今年1-8月房地产销售面积和销售金额的情况来看, 相信今年商品房全年销售面积大约也就在13-14亿平米之间, 相比去年增幅不会超过10%。另外, 由于价格的上升, 销售金额的增长会稍微多一些, 但也是不温不火。总体来说, 全国



房地产市场普遍可以用冰冷来形容，只是局部有一些火花。至少从数据上来看，可以得出这样的结论，否则我们很难理解为什么土地出让是-8%，房地产投资大约只有不到6%等一系列数据。

图表29 房地产行业指数没有明显上升



资料来源: Wind

图表30 2016年房地产销售面积约13-14亿平方米



资料来源: Wind

从京沪深新房豪宅化的趋势看，绝大多数新住宅起价几乎都在千万元/套以上。对比胡润中国高净值人群的研究，目前中国个人财富超亿元者大约为13万人，超千万者大约为184万人。可见如果没有财富从小城市向大都市的汇聚，那么即便是一线城市中大约1亿多的常住人口，能够承受千万元起步住宅的群体，也是少之又少，这种豪宅化像水泵一样，快速抽干中小城市的财富。

经由20多个城市的楼市调控措施之后，人们应当清醒地意识到，去库存仍然是中国楼市的大问题。和西方主要大城市房价普涨、中小城市房价冰凉相类似，中国楼市过去3个季度的热潮也会明显退潮。除了京沪等极少城市之外，成都、长沙等这轮房价上涨中也有所表现的二线城市，很快将暴露其楼市供过于求，去化迟缓的本质。中国楼市不太具备全国普涨的可能性。

### 三、理解中国楼市的思维定势：奇特说法未必理性

进入2016年以来中国房地产市场的局部火爆，引发了民众的广泛关注和一系列奇特说法，这些说法从逻辑上是难以成立的，但却在国内媒体和民众中间得到了广泛传播，需要引起我们的警惕和认真对待。繁华大都市的高房价，呈现出巨大的向心力，将财富，资源和梦想不断吞噬进来；同时也呈现出巨大的离心力，将中低收入群体不断从房价漩涡中抛离出去。房价在很大程度上，并不纯粹是一个金融或经济问题，而是大城市和中小县城，农村等区域割裂；高收入人群和普罗大众阶层割裂的社会问题。

#### (一) 关于中国楼市的三个奇特说法

(1) 说法一：中国六个城市加起来房地产市值已经超过美国，北、上、广、深的房价已经比纽约还高。

撇开收入从绝对房价看，这一说法目前还不是事实，纽约曼哈顿区的新公寓售价接近每平方米10



万美元。暂时还不能说京沪的绝对房价是全球最高的，但如果继续快速膨胀，那么赶上甚至超越纽约、旧金山的房价似乎也只是迟早问题。考虑到中美大城市居民的收入差异，从相对房价看，京沪深从收入房价比看，很可能已经排在全球大城市中相对房价最贵城市的前列。

如何看待这种惊人的变化？也许有两个视角，一个视角是中国的现状是，在大都市化、城市群和新型城镇化三条路径中，仍继续走在大都市化的路径中，推动了人才，财富，创新续向京沪深持续集中。另一个视角是京沪城市在自身城市布局中的严重失衡，核心区建设和行政区划反差过于极大。这两个视角有助于我们理解极其繁华的大都市核心区。

由于大都市化，教育医疗资讯资金等资源，官学商精英群体，央企和金融机构总部的集聚及其带来的就业资源等，几乎都集中释放在京沪深。将如此之多的财富和如此之多的人口集聚在如此狭窄的空间，此类地区的房价居高不下并不令人惊讶。更糟糕的是，大都市自身的空间布局也是失衡的，在深圳表现为关内关外，在京沪为不同的环线。以北京为例，其行政区划面积为1.6万平方公里，而四环以内面积大约仅仅只有350平方公里，五环以内面积也只有700平方公里，这是一个非常狭窄的区域，只占北京行政区划的4%。城市功能高度密集导致北京五环内的房价非常昂贵。

大都市化在中国大陆有可能是吸纳举国资源来支撑的，这使大都市仍然处于精力弥漫的扩张期，而不是已垂垂老去。看起来深圳、上海、北京这些城市，是一个青壮年的城市还是一个逐渐老迈的城市呢？如果是一个青壮年的城市，那么它将有可能会集聚更多的公共资源、财富、优秀人才以及创新潜力。从相对长远和动态的观点来看，京沪深这样的城市，在亚洲超越东京、新加坡、香港、台北、首尔是必然的，其在全球范围内的重要性大致应可与纽约，伦敦等相媲美。目前，中国这些重点城市已经表现出非常蓬勃的内在活力，在这些城市出现核心区房价和居住成本飙升是难以避免的。除非中国中央政府有决心治理京沪的大城市病，比较资源过度被大都市吞噬，否则高房价作为象征性符号的运行方向难有根本改观。

## **(2) 说法二：房地产中介散布虚假信息、制造谣言，然后垄断并推高房价。**

尽管许多地方政府对地产中介有居高临下的批评，但这些批评经不起太多推敲的。一是很少有中介机构介入新房销售，而是集中于二手存量房交易，将新房涨价归结于中介，有些难堪。二是中介的盈利冲动主要源自推动交易，而非推高房价。因房地产中介服务于买方和卖方两个市场，并且几乎没有房地产中介能够在区域市场形成垄断，尤其是对房源的垄断，因此，房地产中介对二手房并没有价格上的决定权，他们是交易的参与和推动者，无法偏向于买方或卖方中的任何一方。其对促成交易收取佣金兴趣，远远大过了高价售房。三是所谓中介机构的加杠杆行为。其中比较典型的就是房地产中介推出一些如加成贷、过桥贷、赎楼贷等金融工具，帮助推高了房价，同时增加二手房购房者的金融杠杆等等。但是上述做法经过央行和银监会的整顿后，在今年7月末8月初，中介机构的二手房金融服务基本被叫停。在重点城市，二手房上半年交易量比新房交易量和交易金额要更大，是万亿规模级的，其中二手房中介（包括一些中型商业银行）所提供的二手房加杠杆融资规模都很小，除了“平安好房”可能接近千亿之外，其他中介机构为二手房交易者提供加杠杆资金的能力有限，大概只有几百亿，不足以对市场造成显著影响。

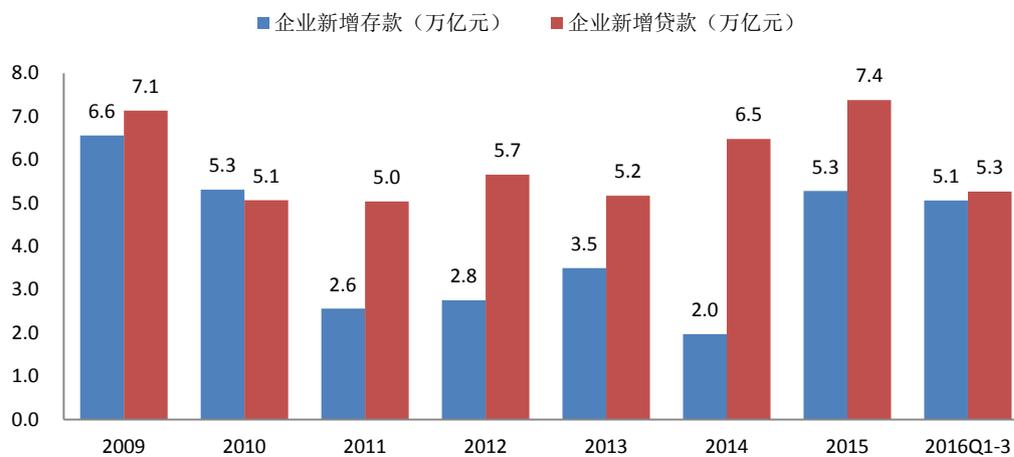
因此，从市场地位，利益驱动和加杠杆能力来看，全国新房及二手房房价在重点城市、重点区域的上涨和中介机构并没有明显关系，部分中介所散布的一些舆论信息倒是有可能对市场带来了一些扰动，但也无关大局。

### (3) 说法三：房价上涨损害了实体经济的竞争能力。

这一说法由于华为的生产基地迁出深圳而得到了广泛传播。但一线城市房价上涨和实体经济，尤其是传统制造业的竞争能力之间很可能并没有密切关系。我们可以从三个视角来观察高房价大都市和实体经济之间的关联性：一是房地产是否吸纳了较多流动性，导致实体经济融资困难？二是房地产是否驱使实体经济无心主业，转而进入房地产？三是房地产是否推高了工业用地成本，从而增加了实体经济的负担？

从房地产和实体经济的资金分流情况看，我们大致的判断是，尽管引导资金脱虚入实的效果并不理想，但流入房地产资金的增加，目前并没有导致实体经济融资难融资贵的困局。央行的统计显示，2016年前三个季度，企业的银行存款增5.1万亿，贷款增5.3万亿，尽管实体经济财务状况持续改善，PPI逐渐转正，但总体上企业存款增加较多而贷款意愿不强。房地产升温和实体融资需求不旺并存，尚未出现此消彼长的局面。

图表31 2016年前三季度企业新增存款与贷款基本持平，企业贷款意愿不强



资料来源：Wind

从房地产升温是否导致实体经济无心主业的情况看，这也仅仅是一种设想。在2010年之前，确实有不少工业企业偏离主营业务，转战房地产开发的情况。但此后经治理，大多数央企逐步退出了房地产开发。近五六年来，地产开发风险不断上升，房地产开发企业整体过剩，甚至在北京，过去两年也有近900家开发商逐步注销退出。在当下地产升温时，我们很少听到实体企业无心主业，尝试以巨资组建房地产开发企业的例子。甚至中国大型开发商本身也在不断向海外，向金融，向多业并举转型。从全国的情况看，从上市房企的情况看，中国开发商队伍已过于庞大，需要进入兼并重组，转型退出的萎缩阶段。

从高房价大都市和实体经济竞争能力之间的关系看，两者也不密切相关。我们看一下全球高房



价的地区，如伦敦、东京、西雅图、纽约、旧金山等城市，基本上都没有传统制造业的容身之处，这些城市周边集聚的都是高精尖企业，所吸引的人群也具有高智慧、高收入、高忍耐力和专注力等特点。传统制造业在一线城市重点区域去生产布局这个设想本身就是不切实际的。华为虽然是我国IT企业中的翘楚，它的研发也带有高科技色彩，但其生产很大程度上仍属传统制造业的一部分，或许并不适合放在深圳这样一个房价比较高的地方。放眼全国，交通物流便利、厂房设施齐全、上下游产业配套完整、地价低廉的工业园区和开发园区比比皆是，且其中大多数处于低效运作状态。中国制造业，尤其是附加值不高的传统制造业企业，没有必要非得挤在北、上、广、深去发展。

因此，无论从资源配置、主营业务、产业选址看，制造业竞争能力和局部城市高房价，这两者之间并无特别相关。传统产业分布到中国使用效率还不高的工业园区、开发园区，可能是更好更合理的布局。少数大都市的高房价和中国实体经济核心竞争力之间关系并不密切；反过来，建立在低地租甚或零地租而强化自身竞争能力的制造业，也必然没有远大前途。房地产的回暖到底有助于拉动实体经济回升，还是将实体经济推入更深的深渊？当下大都市高房价主要抑制的可能是大都市的普通服务业，也可能抑制了大都市居民的消费能力。

总体来看，中国房地产泡沫是全球量宽之后资产泡沫的一部分，并且是波动性更大、冷热失衡程度更高的一个泡沫。它典型的是一种货币现象，折射出中国高净值人群在资产荒和资本管制背景下的焦虑；折射出中国在大都市化、城市群和新型城镇化这三条可选道路上的犹豫不决；折射出京沪深吞噬了过多的公共和私人部门的优质资源。在这一过程中，它和实体经济的运行、资金脱虚入实等命题关联不紧密；另外，由于高房价仅局限在重点城市重点区域，因此它和中国绝大多数普通民众的生活也没有紧密关联。高房价更多是民众和媒体在茶余饭后的谈资。

## （二）房价下跌风险或基于高房价本身

国内一些媒体和学者认为中国目前的房地产市场是有史以来最大的、已经超越1994年的日本以及2008年的美国，成为影响全球经济增长和金融稳定的最大不确定因素。我们对于中国房地产市场，尤其是大都市的高房价也比较忧虑，同时也主张对以楼市为代表的资产价格予以及时谨慎的短期和长效的机制性调控，但是对于上述说法，我们还是倾向于认为过于夸张。

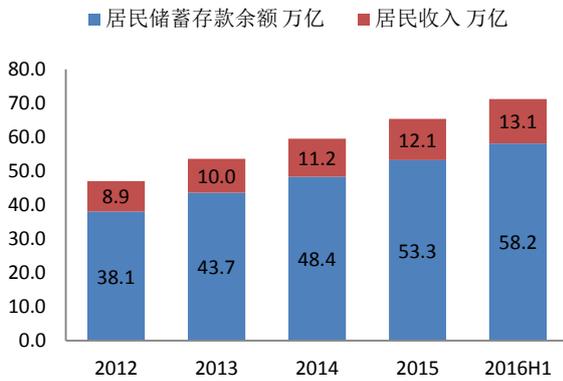
引发关于中国楼市泡沫已是史上最大这种担忧的导火索，在于2016年9月的单月信贷投向中，有高达七成资金流入了个人按揭领域。我们需要从个人住房贷款的存量和增量两个视角去观察中国居民户在这轮楼市热潮中的金融风险。

从存量角度的观察是，中国居民对房贷的整体承受能力仍稳健，而不是脆弱。我们可以将中国居民净储蓄状况和中国房地产销售状况做一个大概的比较：目前中国个人住房按揭贷款大约为16万亿，加上公积金不会超过20万亿。在商业银行的存款这一侧，居民储蓄总额接近60万亿。可以看到，按揭贷款和居民银行储蓄之比大约是30%。尽管2015年的股灾给中国的普通散户和白领带来了灭顶之灾，消灭了数以万亿的财富，但当年中国居民储蓄仍然增加了大约4万多亿。2015年，全国房地产销售面积不超过13亿平米，销售金额大约9万亿元。可以看到，十万多亿的城镇居民年收入，和



60万亿且年增长在4万亿以上的银行储蓄存款，是在支撑一个每年销售面积13亿平米左右、销售金额9万亿左右的房地产市场的大背景下取得的。到目前为止，中国居民的高储蓄率拐点并不明显。从居民加杠杆的情况来看，我们认为2016年房地产的销售面积和销售金额增长不会太大。中国居民的收入，储蓄，储蓄率大致可以支撑目前的房屋贷款余额。

图表32 居民储蓄和居民收入规模仍较大



资料来源: Wind

图表33 个人购房贷款余额约 16.6 万亿



资料来源: Wind

从增量角度的观察是，中国居民仍然持有谨慎负债的惯性。当下在中国申请按揭贷款的平均年限大约在约20年，其中大部分合约都在大约8年内被全额提前还贷。2016年前3个季度，居民户存款增4.7万亿，房贷增4.2万亿。相比之下，前3季度商品房新房销售近8万亿，即便不考虑二手房交易，居民当期按揭率也在50%，按揭贷款占同期信贷新增约40%。从历史数据看，居民商贷和公积金贷款，和相对应的商品房销售额，房屋市值相比，仍相当稳健。

图表34 居民新房当期按揭率约为 50%



资料来源: Wind

图表35 居民按揭贷款占同期信贷新增约 40%



资料来源: Wind

我们也不妨看一下周小川行长在今年上半的一段表述：他认为中国居民和西方大约40-50%的贷款投向住房按揭贷款不同，中国目前这一比例还不超过20%，中国居民仍然具有一定的购房和消费加杠杆空间，这种描述是符合现实和理性的。总体来看，中国房地产现在的销售面积和销售金额与中国居民收入增长及储蓄状况之间并没有出现非常明显的脱节。呈现明显脱节的仍然是大都市和



重点城市。

高房价所诱发的资产泡沫总是令人苦恼的，但宏观政策的选择也总是只能诸害相权择其轻。日本及香港的经验都表明，房地产泡沫破灭所带来的危害比高房价带来的危害有过之而无不及。前任银监会主席曾放言中国房价下跌 30%甚至更多，对中国银行业的稳健也没有什么影响。我们今天可能需要重新对其进行压力测试。由于房地产行业上下游的带动链条比较长，同时，地产是商业银行发生信贷违约时最重要的一个还款来源，如果商品房价格出现剧烈调整，以厂房设备为抵押物的实体企业贷款也会随之减值并陷入风险。此外，日本和香港的教训都显示，在货币数量宽松收敛时（例如 m2 年均同比增速低于 10%），对房价将造成较大压力。总体上来说，我们对于房地产泡沫的破裂要抱有比对高房价更加谨慎和警惕之心。建立楼市长效调控机制，引导楼市软着陆，避免局部楼市投过热引发系统性风险，应当仍是主攻方向。

## 四、理解中国楼市的趋势：着眼标本兼治的短期调控和长效机制

### （一）过去两年中国涉房政策并无重大偏差

我们倾向于认为在过去的两年多时间直至现在，中国房地产市场的波动是全球资产价格泡沫的一部分。一个隐含的趋势就是中国的经济走向是L型，中国的流动性将维持稳定偏宽，且市场无风险利率仍有逐步下行的余地，同时人民币汇率趋软和资本管制趋严，这些都催生了中国高净值人群在没有其他可选资产的情况之下，在重点城市、重点区域投资性购房的热情。

因此，在过去两年，中国楼市波动的一小部分原因是2014年下半年开始一些涉房政策的微调，但主要还是由经济增长、产能过剩、流动性量价齐宽和汇率走软等多种因素共同推动的，资产荒下的房地产配置还是被迫的。这同时也折射出，在过去两年中国楼市剧烈波动和中央政府的涉房调控政策之间并没有什么特别直接的关系，甚至和2016年初以银行为主角的限购限贷措施的放松也并非决定性因素。或者说，重点城市房价上涨并不意味着过去两年政府的涉房调控政策有什么重大偏差。

2016年以来，尤其是2016年9月份到现在，中国有20多个城市陆续推出了地方的房地产调控政策。这些政策也是必要的，但同时也要对其进行冷静评估。地方政府之所以出台这些政策，可能是出于多方面考虑，比如中央部委和国务院的问责压力，比如地方政府不希望房地产市场过热和透支未来等。此外，20多个城市推出所谓史上最严厉调控的说法也有一些夸张，地方政府在土地出让、涉房税费方面和开发商有很多一致利益，其推出的一系列措施其实是给猛烈喷发中的房地产需求加上了一个泄压阀，目的是使房地产需求的释放更平稳更长久，这些短期调控措施不太可能导致地方房地产市场从高潮直接陷入冰冻。

过去两年中国房地产市场由冷到相对温和的升温的过程，以及伴随着局部城市房价由飙升向缓涨的过程，不意味着中国政府涉房调控政策有重大偏差。相反，涉及所谓新能源、互联网+，共享经济等领域的政策反复可能激烈得多。



在此举一个小例子。有很多人以赞扬重庆房价，来谴责北京房价，但这种赞美和谴责很可能是无聊的。重庆土地和房屋供过于求，强势企事业单位自建房一度盛行，周边人群收入水平较低，重庆住房需求也高度本地化。在过去七八年间，在重庆从事房地产开发获得收益是非常困难的，这折射出城市整体资源的不足和供求关系。而北京、上海的情况与重庆截然相反。所以不同城市的地方政府在房地产领域面临的问题不一。或者说，把重庆的行政班子搬到北京上海，他们也将同样面临高房价的煎熬。

## （二）中国楼市调控的八个短期措施

（1）**首先，围绕土地出让避免官商勾结。**地方政府的土地出让行为应该更加规范和透明。今年以来，在重点城市出现了地王的现象，给房地产市场起了很不好的示范作用。我们不清楚在这些地王背后，地方政府和土地招拍挂相关企业之间有什么私下承诺，倘若地方政府作出了关于给予开发商税费、公共服务等方面的优惠许诺，则无论这种许诺是口头的、政府会议纪要形式的还是其他方式的，都应将私底下的优惠阳光化，拿到桌面上来作政策公示，避免在土地出让过程中地方政府和开发商相互勾结、共同哄抬推高地价。这些行为无利于市场秩序，更无利于平抑房价。

（2）**第二，严控开发商土地举牌资金来源。**要继续严厉规范和控制开发商的财务杠杆。过去，开发商的财务杠杆被控制在自有资金率必须在35%或以上。目前由于在重点城市投资所需要的资金投入较大、项目风险较大，所以开发商一般倾向于联合投标，近年来又出现一些金融机构的资管计划、结构性产品被用来对接土地招投标的资金来源。应当规范和强调对房地产开发企业的财务杠杆的严控，阻止金融机构通过结构性产品、资管计划去给开发商资金加杠杆。

（3）**第三，对重点城市和区域的限购、限贷政策要长期化、规范化、透明化。**大城市的发展要综合均衡考虑环境的承载能力和产业的转型升级、公共资源的投入能力、人均财富的集聚等，这意味着大城市持续长久的限购、限贷是不可避免的。

（4）**第四，购房者首付比例和房贷额度双限控制。**住房按揭贷款要特别注重购房者的收入是否真实。过去一段时间，房价的上涨逼迫购房者开出虚假收入证明，加之商业银行对购房者按揭贷款的授予总额控制不力，因此出现了首付之外的70%都任意放贷的情况，这种做法值得斟酌。假设大城市熟练劳动力一生的工作年限大约为30年，其能拿出购房资金的期限不会超过15年；京沪目前年轻白领的平均月薪不足万元，相应地，银行对于住房按揭贷款申请者最多只能提供180个月的贷款；即，即便在京沪深，通常普通房贷的上限也不应超过180万元。同时，如果收入证明是虚假的，那么出具收入证明的单位应负有连带责任，以保证房地产按揭贷款不对购房者过度加杠杆；也避免都市购房群体的购房行为建立在父母向子女的财富转移之上。这种既看首付又看收入的双限措施，可能会使相当部分在大都市的年轻人呈现出不具备购房能力的本质，并有可能最终离开大都市。

（5）**第五，在全国考虑征收房屋空置税。**具体征收办法可以根据水电、燃气的使用量确定该商品房是否空置，如果空置就应强行收取空置费，迫使业主对房屋进行出租，没有缴纳空置费的房屋在交易过户的时候应该予以限制。同时，为了增加持有环节成本，也应该在商品房的交易和持有



环节要求业主购买房屋保险。随着城市环境和居住人群越来越复杂，不动产受到意外损害的情况还是会频繁发生的，因此要求业主购买房屋财产保险，也许是可取的。

**(6) 第六，规范、鼓励并保护租房者权益。**对于租房者权益的规范、鼓励和保护。目前中国住宅租赁市场非常不成熟、不规范。绝大多数西方城市，尤其是纽约、多伦多、伦敦、东京这些国际大都市，对租房合约、租房者的权利和租金价格等都有比较明确的保护，一般来说要求租期一年以上，租金价格每年上涨幅度不超过5%，同时业主通常无法随意驱离租户。只有规范、稳定的和合理的租约制定和执行，才能使得租房市场平稳有序发展。在中国，由于租户相对处于弱势，租房市场较为混乱，迫使相当部分的租房者最终不得不挤入购房者的行列。

**(7) 第七，废止无业无收入成年子女的购房指标。**通常，中国的父母会为刚刚年满18岁，没有工作和收入来源的子女购买商品，这使得年满18岁的子女蜕变一个购房指标，这种所谓指标在中国应该逐渐被废止。年满18岁的年轻人可以购房，但是否有购房资格要看其本身是否有稳定的工作、社保缴费记录，以及长远职业规划等等。刚刚年满18岁，且没有工作和收入来源的年轻人不应自动拥有购房资格。

**(8) 第八，推出遗产税。**遗产税是国税不是地税，对于活着的人的生存福利没有任何损害。遗产税可以规定额度比较高的扣除额和免税额，这样对于中低收入阶层基本上是免税的。遗产税对于特别富裕的人群可能会有一些损害，但不劳而获的遗产继承本身应该受到限制，遗产税也许能够缓解中国巨富阶层过多拥有城市住房资源，避免贫富分化和阶层纵向流动的凝固化。

### (三) 中国楼市调控的六个长效机制

房价的本质实际上是对某一个区域内资源价值的地产评估。也就是说，在某一空间内投入的教育、医疗、生活、文化娱乐、就业、创新等公共资源和私人资源，其价格最终会表达在房价上。公共资源和私人资源越多，房价就越高，其中起决定作用的是教育、医疗、就业等公共资源。北京、上海、广州、深圳这些一线城市之所以房价居高不下，很重要的原因就是陷入了一个怪圈——企业总部和人口越向某个区域流入，政府就越在核心区投入大量公共资源去改善交通、教育、医疗等，使得这些资源日益聚集在城市核心区，导致更多人群涌入。最终公共资源的高强度投入和人群的持续集聚相互激励，推高了这些区域的房价。

**(1) 第一，选择城市化路径，界定城市功能是治理高房价的决定性一步。**我们到底选择大都市、城市群还新型城镇化？如果尚未有明确路径选择，那么大都市的房价上升就难以止步。当下应当清晰整个城市中长期的规划，疏浚这个城市的社会、人文、自然等多方面资源。大城市的教育、医疗、就业等资源可以大幅度均等化地向其他城市转移。例如，北京大学并不一定非得在北京，南京大学并不一定非得在南京，这些优秀的985、211等国有高校资源应该考虑分流到如河北、河南、江西等人口大省中去。医疗资源和就业资源等也是如此，大量金融机构和央企总部集中于京沪，这似乎也并无必要，不如将这些企业有效分布至中国300多个地级市中，可能会给地方带来更高的税收、更好的就业和更长远的未来。这比众多青黄不接的中小城市和一两个超级繁华的大都市形成鲜



明反差要好得多。所以，北京、上海这些一线城市，需要从全国一盘棋的角度，把自己过度垄断的教育、医疗、企业总部这些资源从更均衡的角度分配到全国的主要城市当中去，这是根治京沪高房价的根本，但部门利益协调如此之难，以至于上述设想几乎难以落地。

**(2) 第二，推动城市群的建设。**目前大城市高房价和中小县城低房价并存的现象，体现出中国在超大都市、城市群和新型城镇化三者之间的摇摆不定。当下或许能够采取的折中措施是塑造一个空间布局相对合理的城市群，如京津冀、长三角、珠三角等，城市群之间应该打破行政区划的隔阂，努力推动高铁对城市轻轨、高速公路对市政道路等的互联互通。在城市群内推出市民一卡通，使得城市群内人才流动能够相对通勤化，这样才能使得这些区域内的卫星城得到良好的发展。

**(3) 第三，以全国分散的公积金管理中心为基本节点，统一建立类似于房利美、房地美的住房专业金融机构。**这些住房专业金融机构主要是为经济欠发达地区人群、中低收入人群以及少数民族等弱势群体提供普通住宅按揭贷款，帮助他们实现住房梦。这样做或许有助于整个中小城市房地产去库存以及发展普惠金融。

**(4) 第四，适当调整保障房建设和棚户区改造的规模和方式。**目前中小城市房地产库存去化迟缓，但保障房等建设力度不减。从全国看，保障房几乎已占据住宅供应的40%，也许适当收缩保障房建设规模，改新建为从市场购置，改补砖头为补人口等方式微调，是十分必要和紧迫的。

**(5) 第五，我们一直倡议房票制。**房票制是指一些地级市或县城的地方政府为了吸引本地大学生或者更高级人才回流工作而推出的住房代金券。例如，一个一本或二本大学生毕业回到县城，与当地企事业单位签约五年以上的长期工作合同，那么县级市委市政府就可以给这个大学生二十万元的房票，这个大学生在本地买房的时候可以将该房票据作为现金抵扣使用，具体买什么样的商品房由这个大学生自己决定。如果这个大学生在本地服务满五年，那么这张房票就相当于赠送给他；如果服务未满五年就离开了，这个大学生就需要补齐房券面值40%的未满服务期限的金额。这样做主要是希望通过房票来留住不断从中小城市向大城市流失的年轻人，使他们能安心在本地长期工作或创业，逐渐加速中小城市房地产去库存。房票的偿还可以跟地方财政中长期收支挂起钩来逐步完成。

**(6) 第六，加快研究房产税的开征。**总体上来说，房产税应该是中央定原则、地方推细则，是一种地税。我们倾向于认为房产税相对比较复杂，可能个税和遗产税会比房产税更简便易行。但在保有环节增加业主成本、通过房产税活跃地方经济改善地方财税收入结构等角度来说，开征房产税是不可避免的。

## 五、总结

第一，全球资产价格都在膨胀，这是全球流动性宽松和零利率甚至负利率所造成的，中国房价的泡沫只是全球资产泡沫的一部分，主要由市场力量导致的，它并不意味着在过去两年中央或地方政府的涉房政策出现了明显偏差。除了增长低迷和通胀不明显之外，最主要的原因还是流动性的量



大价廉。

第二，一线及一些重点城市房价的上涨，不能代表中国房地产的整体状况。从全国房地产投资增速、商品房销售面积和销售金额增速、土地出让收益金增速和上市房企的财务状况来看，中国的房地产市场处于冰火两重天的状态，地产去库存依然任重道远。

第三，目前我们还很难判断全球长期流动性是否到达拐点以及资产价格的未来走向。从短期看，欧美股债价格泡沫、美国大选冲击、美联储加息悬疑、欧洲银行业困境、大宗商品对物价实际冲击等等，都使全球资产价格面临不确定性。从长期看，人们十分关注日本经济和资产价格何去何从的样本意义。由于全球都是政府背书下的刚性资产泡沫竞争，各个国家都在竭力避免自身成为资产价格率先破灭的最不幸角色，中国也还需要既抑制资产价格泡沫又避免系统性风险。

第四，所谓中国目前的楼市泡沫已经比90年代的日本和次贷危机前的美国更大，这种判断是值得斟酌的。总体而言，中国商品房每年的销售面积及金额与中国居民的储蓄额、储蓄率、收入增长状况能够匹配，并且比日本、美国当年及现在的情况要好。

第五，局部城市房价的飙涨需要标本兼治，既要采取短期应急措施去平抑房价，避免房价爆发性上升，又要注重长效机制，注重公共服务在主要城市的均等化过程，避免少部分城市垄断过多的公共资源。当下，在一些房价上涨过快、过猛的城市，迅速推出并维持短效措施是有必要和有益的。



## How to interpret China's real estate market

Zhong Wei

**Abstract:** This paper examined China's real estate market from four perspectives. First, the asset price inflation stems from the global growth slowdown and excess liquidity, and the real estate bubbles in China's hotspot cities are part of global real estate bubbles. Second, China's real estate market boom spread unevenly, the upsurge in major cities can hardly represent the whole country's market condition. Considering real estate's asset price attribution, it's difficult for the government to cut excess inventory smoothly and maintain a stable or even declining real estate price. The feature of Beijing and Shanghai's real estate price appears to be guaranteed bubble, created by the economic and financial environment. Third, there are many stereotypes about China's real estate market, which are not helpful to solve the problem. Since 2015, the real estate market has fluctuated sharply, not necessarily a result of central government's major policy shift. And the provincial governments' regional regulation and control measures are essential to release the market pressure. Finally, both short and long run mechanisms are required to regulate the real estate market. The outlook of Beijing and Shanghai's real estate market is determined by China's modernization policy, whether metropolitanization, city clusters or new-type urbanization path is chosen. The long term financial and tax policy should also be valued carefully.

**Keyword:** Real Estate, Real Estate Bubbles, Asset Price Bubbles