

# 城市房产泡沫、调控政策有效性之辨

张清发 1800012424

现今为止，中国主要城市的楼房价格早已居高不下。以一线城市为例，根据 NUMBEO 的数据，上海的房价收入比（住房价格与城市居民家庭年收入之比）超过了 30，北京和深圳更是达到了 40 之多。在全球主要城市中，北京深圳位于前三位。高额的房价对居民生活消费的影响是巨大的。但是另一方面，房地产行业又是国民经济的支柱产业，作为投资这一方面，房地产开发投资占了固定投资接近百分之二十。同时房地产的产业链分布广泛，对上游钢铁、水泥等制造业来说是重要的需求推动方，对下游的公共设施、电力水利等产出又拉动作用。另外在地方财政、信贷流动、国民资产配置方面也起到作用。总的来说，中国的房地产行业在国民经济之中占据了重要地位。它与中国的整体经济紧密相关，如果持续高价的房地产市场出现泡沫破灭，很有可能会对国民经济造成巨大创伤、比如 20 世纪 90 年代的日本房产破灭与经济衰退、21 世纪初美国的房产破灭及“次贷危机”。虽然我们普遍认为房地产资产泡沫破灭的影响是严重的，但正如前美联储主席格林斯潘所说“泡沫只有在破裂之后才知道是泡沫”，现阶段谁也无法准确断言中国主要城市的房地产高价格是泡沫还是合理的价格。

就中国主要城市的房产市场是否存在泡沫、是否需要政策性的调控这一问题。我向中国房地产协会请教。

我：房协您们好，目前中国一线城市、二三线城市的房地产价格都相对较高，是否有可能存在一个房地产泡沫的情况？我们知道，房价收入比在世界前列。其中对于一些一、二线城市来说，如果只依靠工作收入，要超过二三十年才能将收入覆盖房价。如果加入当前城镇将近百分之三十的恩格尔系数，这个数字可能会更大。在如此严格的预算约束之下，消费者实际的需求很有可能受到很大的限制。如果真实的需求不足、供给有限，住房的高价就是空中阁楼，随时有可能面临价格大幅度的下跌。以住房为高价的抵押贷款出现资不抵债的情况，最后可能演变如同日本房产一样的“泡沫破裂”。

房协：同学你好，房地产是否存在泡沫这一问题实际很难给出一个明确的答案。但是在讨论这一问题之前，我们首先要将住房和土地划分开来。房价和地价可能存在一些双向的因果关系，却也不完全一样。我们通常所说的高房价，实际上应该是住房商品的价格比较高。中国的土地都是属于国有，而土地还有很多用途比如绿地、公共设施等，以地价监

测报告的指数来看，大部分用途的土地价格都以 1%附近的增速上升。其中住宅的地价可能较高，但是每个季度的同比增速也通常不超过 2%，这个增速远低于人均收入的增加，很难说地价有泡沫的存在。

我：您提出的这一数据是主要城市地价的均值，但我们知道中国的人口并不完全是均匀分布的。人口集中在一、二线城市，单是北上广深四个城市加起来就超过七千万了，如果再加上核心二线城市这一数据会达到更高。而比如西安武汉这一类城市，最近五年涨幅就超过 20%甚至达到 30%。用于城市居民住宅的价格增速还是很快的。

房协：正如数据所说，从增速的绝对量来说确实不小。可是如果要提及泡沫，我们更应该做一些相对值的对比。就亚太地区而言，许多主要城市的房价涨幅并不比刚才所说的一线城市低。在房价的调控政策之下我们的涨幅并不高。比如越南的胡志明市，2012 年到 2020 年几乎翻了一番还多，而像雅加达、马尼拉、孟买一类城市的房价涨幅也超过 70%，对比我们中国的房价增长来说，其实中国的增长并不高。既然无论从整体的绝对量上，还是从主要城市的相对值上都无法说明中国是离群值。那么就没有充分的理由说明中国房价存在泡沫。

我：那要如何解释预算约束下，存在的需求不足在其中的作用呢？刚才您的回答是横向对比得出的，但如果只看中国市场的话，很有可能中国能买得起房的人真实并不多，能依靠收入买的起房子的人是收入分布右端的一小部分。这一部分人支撑起的需求可能极为有限。而进行房产交易的人以投机性的心态进行。并且参与者相对固定。在一个很小的外生冲击之下，就会发生很大的连锁反应。

房协：在我们考虑需求的时候同时也需要考虑中国巨大的市场，虽然只是很少部分的人却可以提供比较大的需求。而且在许多主要城市提出按人口限制购房的条件下，依旧出现了买房热的情况。这就说明需求并不如同你所想的那么脆弱。另外考虑需求还要考虑供给，在一些主要城市由于城市规划等一些问题，中心的房价很高购买者也高。这部分的供给实际上也相对较小，这种有限量的供给才是抬高价格的根本原因。不考虑预算约束的情况下，其实中国人对住宅的需求是很高的。

我：（点了点头表示同意）供给面上也是一个原因。市郊地区的住房供给可以相对较大，价格也体现的比较低。而市中心地区寸土寸金，尤其是学区房，商业圈，能腾出来用于住宅的地区确实很有限。

房协：其实住房需求确实有部分动机是投资或投机的心理。对于中国人来说城市的住房基本上属于非常稳定的投资品，不管什么时候购买几乎都有一个升值的期望，并且它的

表现良好，回报率跑赢了大部分资产。但是如果说泡沫的话，应该还远算不上。高的价格不一定就是泡沫，高的增长也往往有其原因，虽然房价的高增速不一定持续，但也很难说会暴跌从而带来泡沫。

我：我能理解前半部分，毕竟大部分人还是想要买房的，但是谈及需求必定要考虑预算约束，怎么理解如此严格的预算约束下大家还是有不低的需求呢？难道钱是凭空变出来的吗？如果是贷款分期偿还，不也是增加了泡沫破灭的风险和危害吗？

房协：对的，但是仅凭这方面还是无法说明房价存在泡沫。虽然目前销售的方式确实可能影响，但是考虑生命周期的收入，再加上之前所说的中国整体经济、国民收入的增长。目前的房价的增长率还是能够负担的。而且不同于日本一类国家，中国的城市居民往往还是存在退路的，非户籍人口他们大部分于其他地区有自己有住房。就算房价开始下跌，也并不一定出现大面积的危机。

我：（沉默）…

虽然房协的话基本说服了我，但他们得出的结论也仅仅是没有明显的证据说明泡沫存在。同样我们也没有充分的证据说泡沫不存在，毕竟在房产价格出现大面积崩盘之前也没有办法说明泡沫不存在。但是无论从社会公平，还是从资产泡沫方面，较高的房价和预期的高增长都不一定是一个好消息。而且分期贷款买房显然又加剧了金融。换句话说，控制房价的增长，保持房价稳定都是有必要的。可是经济市场不同于理科规律，房价也不是说控制就能控制。消费者、投资者的反应在其中可能会让政策完全往相反的方向运行。对此，是否应该对房价采取政策性的扰动，这些政策是否能真正起到作用又是一个需要讨论的话题。

由于企业往往是市场中反应最敏感的一部分，所以就这个问题，我尝试向房地产企业的董事请教。

我：您好，目前来说中国的整体房价是属于一个较高的价位。这样情况下的住房市场对中国现状来说在一定程度上可能造成某些社会公平、资产泡沫等方面的潜在问题。而政府正在、也需要不断对房价做出政策性的干预……

董事：（摇头并打断）政府并不必要，也不需要进行房价的控制。房价调控是对市场进行干涉，而中国经济发展历史上，对市场行为做出过度干预的结果往往效果都有限，甚至带来了危害。房产价格也是一样的，过度的干预只会造成扭曲。

我：这样的推断基础是目前的市场是有效的，但是我们从市场饱和度，市场结果来看，房地产市场并不完全有效。不对称信息和刚性的需求让市场的结果不完全合理。

董事：目前阶段市场已经受到了政府大量的干预，所以就目前的市场结果来论证市场是无效的在逻辑上就很难说通。房地产市场如果完全放开，开放更多土地的拍卖竞标，本身错位的供求关系回归正常反而会让房产的价格回归稳定。再加上去掉限制之后，新的房地产商的进入。目前的政策是约束的太紧了，而不需要再加上更多的限制。

我：也就是说，您认为要降低房价的方式是开放房地产市场，并且减少现有的调控政策？

董事：不一定要降低房价，目前的房价有其合理性。如果减少了制约之后的房价依旧很高，就完全没有必要对房价过度苛责。而且开放市场会减少现在房产市场可能存在的一些寻租行为，对社会整体的经济都是有利的。对现阶段的房企来说，每一步决策都面临政策上的不确定性，企业很难集中力量去充分生产。试想如果企业的决策者受到的最大影响是政策，那显然企业就会偏向于研究政策制定者的偏好，去分析他每天做了什么会有什么新的想法。这样说虽然有些夸张，但确实可能是一方面的力量。

我：您似乎都在强调企业以及市场在其中的作用。可实际上现有的政策还是以监管为主，由于一些其他因素的原因。中国的土地正是地方政府在进行操作，地价的提高会为地方政府带来更高收入，并且也确实成为了一些地方政府刺激短期进行的一种手段。去年（2020年）中住建部的约谈也体现了这一点。我认为无论是从房企、地方等各方面，从单一角度上来看较高的房价都是他们期待的结果。可几方力量带来的均衡忽略了社会的潜在福利，错位的供求关系最终使得现阶段的市场并不是帕累托最优的结果。而一些具体政策，比如供给侧改革支持刚性住房的需求、构建房地产市场长效机制，很明显能有效增加社会福利，资源的配置也会更加合理。合适的监管对于风险控制有好处，而且可能会减少预期的扭曲。

董事：这确实是目前普遍实施政策的一部分落脚点。可是好的预期不一定代表好的结果。就拿户籍制度来说，我们都希望住在北京的人希望户籍能放开，我们房企也希望户籍能放开。但是总共福利资源就这么多，蛋糕没法分给这么的多人。住房市场也一样，如果仅仅是因为应对“灰犀牛”，或者以政策凸显态度倾向，这是不利于解决问题的。

我：（基本同意）也就是说政府、住建部少做一些有可能更好？

董事：对，适当开放市场可能是对我们可能是有利。之前的政策提议比如，构建房地产市场的长效机制。很有可能反过来限制楼市的自由生长。当然适当的控制是要有的，比

如楼市的企业挂牌一类还是需要有所限制。

我：（思索）……

虽然房企董事部分观点十分有道理，但是正所谓“在其位，谋其职”。房企的出发立场还是自身利益的最大化。与我最开始所设想的社会福利、资源配置等方面确实不是密切的相关。而且房价高对他们来说完全不是一件坏事，刚性需求者决定了他们能从高房价中获利不少。同时金融风险对他们来说似乎还很遥远，毕竟如果所有人都意识到了泡沫破裂，自然泡沫的弹性也就上去了。而政策是否有效还需要更进一步的讨论。

这一个问题就需要请教住建部的政策制定者们了。我们通常比较相信他们的立场，而基于相同目标才能更好的谈论效用。

我：您好！关于住房市场价格调控的政策我有许多方面的疑问想向您请教。就是现阶段的房地产市场的调控政策能否达到效果？刚才我在与企业家的对话中，他们认为许多价格或者配额方面的管控政策会带来扭曲，对调控房市可能有不利的影响。

政策制定者：同学你好，住房政策这一方面，我们实际上是有很多的不同的目的，也相应推出了许多不同政策要具体分析。

我：比如宏观的监管，房产市场领域的监管是否有效呢？会不会给予了企业过多的限制，阻止了他们的正常运行。

政策制定者：首先比较重要的是，监管是必须要有的。房地产市场有着天然的杠杆性质，周期性波动特征比较明显，进行调控比较困难。但是监管渠道是必要的，有效的监管为我们的政策提供了信息的基础。有了这些信息的基础，我们才能有效进行政策选择，更有效地防范系统性的金融风险

我：那对于一些调控房价的规则呢，比如北京的住房限购，这一类的政策往往会有很大的规避的空间，之前所规定的拥有户籍或者暂住证才能买。这样的政策真的能有效地将房产资源合理配置吗？它很有可能扭曲购房者行为。并且可能在边际上改变投资和自用权衡取舍的结果，结果就是许多人本来买房用以住，后来变成投资了。等于变相出售了“买房权”。

政策制定者：你说的现象确实有可能存在，但也正如你说的，我们做出的限制的确会让一些规避购房政策的行为出现。这些行为往往会带有一定成本。同样的，这部分成本也是在边际上影响了投资者的行为。如果投资房产需要更多的成本，自然也就可以预见到房

价冷下来。

我：虽然如此，目前却也有实证论文表明，限购政策仅仅对于一些本身冷门的房源产生影响。而对于那些比如市中心，或者学区房之类的热门房源，价格效用是有限的。

政策制定者：这一类产品的是有更高的投资价值，而且弹性可能更小，所以边际上的影响也更小，符合我们政策的初衷。也并不能说无效。

我：也就是说好的房源的确配置到了更加愿意购买的那批人手上？

政策制定者：是的，如果限购政策不是朝令夕改的话，这样的价格变化在长期来看就是可以接受的。

说到了这里，我已经意识到，中国的房地产市场有着复杂的机制。国家所有的土地，居民有限的租赁使用权，房产供应限制等都让房产市场难以预测衡量。要更加深入理解现有的市场，就必须对其机制有更深入的了解。而在分析政策时，单边的考虑往往是难以得到正确结果的。现实的结果则是复杂的争论之后的精妙均衡。