

关于近期中国房地产价格的上涨

国际局 武藤一郎、松永美幸、上山聪子、福本智之

Bank of Japan Review

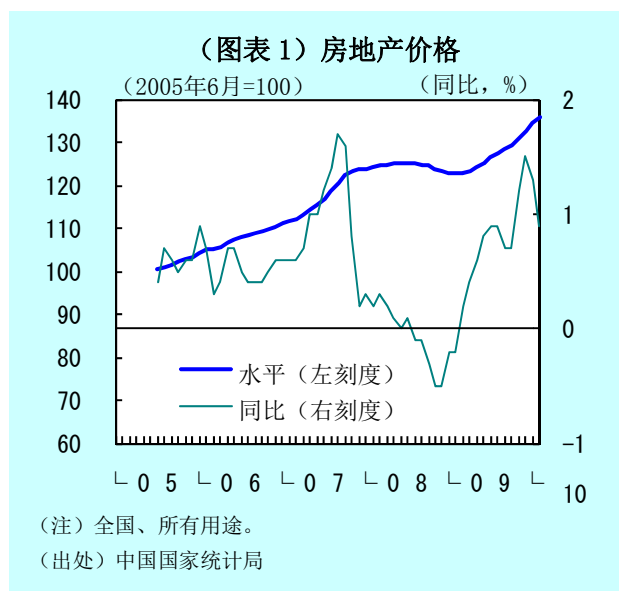
2010 年 4 月

近期中国的房地产价格，尤其是城市的房地产价格上涨十分明显，对此中国政府也加强了抑制过热的措施。从房地产交易的实际需求走势以及民间部门的杠杆率来看，中国目前的房地产市场，与上世纪 70 年代前期在列岛改造论支配下地价飙升的日本很相似。当时，日本的地价受第一次石油危机的影响而短暂回落，但很快又继续上扬。城市化发展使得住宅实际需求旺盛，且家庭和企业的杠杆率较低，没有大规模的资产负债表调整压力，这些在当时都有力地支撑了地价的涨势。今天，这些因素同样存在于中国，从这一角度，我们也许可以说，今后，中国房地产市场即使发生调整，其规模也不会像 20 世纪 90 年代日本泡沫经济破灭时那般严重。但与此同时，现在的中国也存在一些可能加剧房地产市场过热的几个因素，比如，地方政府对房地产开发抱有强烈意愿、境外投机资金流入等，这些是 20 世纪 70 年代前期的日本所不存在的。这些因素以及政策制定部门的应对措施将会对今后的房地产市场产生怎样的影响，令人关注。

1. 序言

近期中国的房地产价格，尤其是城市的房地产价格上涨十分明显。从 2008 年夏季到 09 年初，受之前房地产热的反弹以及世界金融危机后中国经济急剧减速的影响，全国房地产价格曾一度下跌，但随后又重新上扬，从 09 年底到 2010 年初，涨幅逐渐扩大。同时，从价格水平来看，目前也已超过了 07~08 年房地产热时期的顶峰，创下历史新高（图表 1）。随着房地产价格过快地上涨，房地产价格反弹所引起的调整及其影响日益令人担忧。中国政府也在进入今年后，加强了抑制房地产市场过热的一系列措施，包括提高存款准备金率、对于之前放贷量激增的金融机构加强窗口指导等等。

在本文中，我们首先将确认近期中国房地产市场的走势。在此基础上，通过与过去日本房地产价格飙升期进行对比，对今后房地产市场发生调整时其局面的严重程度进行探讨分析。最后，对中国合理控制房地产市场过热、实现经济可持续发展需要注意的一些方面进行整理。



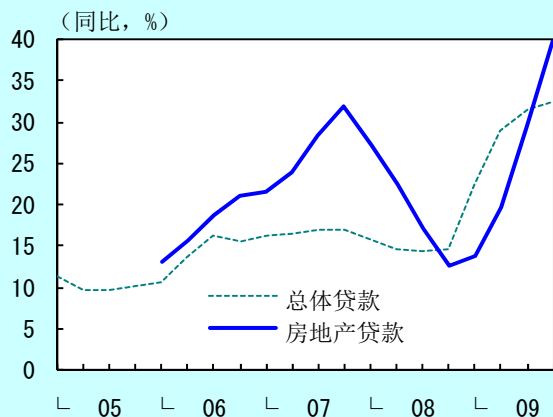
2. 近期中国房地产市场的走势

2008 年秋季，为应对日益严重的世界金融危机，中国金融部门除数次下调政策利率外，还取消了原先对商业银行所设的贷款增量的硬指标，以鼓励增加信贷。由此，08 年底以来银行的放贷积极性大大提高，围绕政府 4 万亿大规模经济刺

激政策中的基础设施投资等项目，大幅扩大了信贷规模（图表 2）。

其间，在政府有关部门的窗口指导下，房地产贷款自 2007 年秋季到 08 年涨幅持续走低。但到了 09 年以后，尤其是 09 年下半年，在相当宽松的金融环境之下，银行积极开展房地产相关信贷业务，到 09 年底，房地产贷款增速加快，超过了总体信贷的增速。

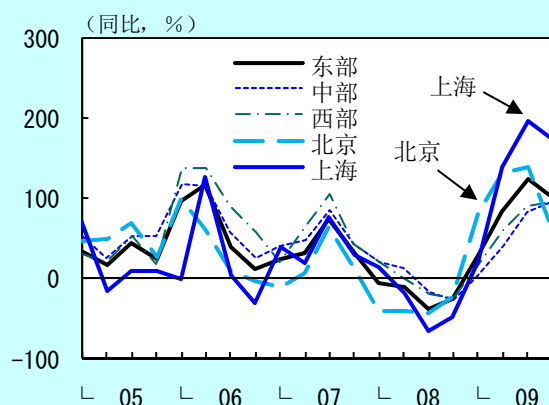
（图表 2）房地产贷款



（出处）中国人民银行

房地产销售额也在飞速增长。按地区来看，包括上海、北京等大城市在内的东部地区增长尤为显著。中西部等内陆地区也紧随其后，增速加快。目前，全国均呈热销势头（图表 3）。

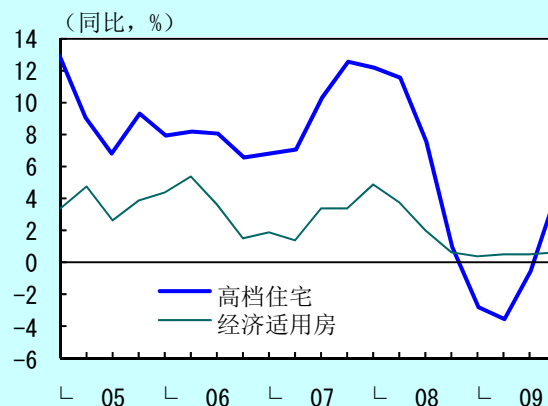
（图表 3）房地产销售额



（出处）中国国家统计局

分经济适用房和高档住宅来看房价上涨率，我们可以看到，经济适用房的价格在政府有关部门的价格调控下走势比较稳定，而高档住宅的价格则在 2009 年底急剧上涨（图表 4）。

（图表 4）不同类型住宅价格上涨率

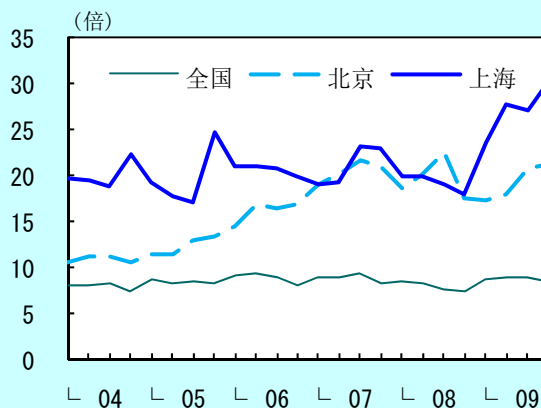


（注）经济适用房是面向中低收入群体的住宅，其价格变动幅度受政府调控。高档住宅是销售价格高于同等地段商品住宅平均销售价格一倍以上的住宅。

（出处）中国国家统计局

其结果是，部分高档住宅的价格远远超出了城市居民所能承受的范围。北京及上海的住宅平均售价是家庭年均可支配收入的 20~30 倍。在上海，2009 年中期的房价与上年同期相比大幅上升，使得房价相对于收入的昂贵之感迅速上升¹（图表 5）。通常来讲，房地产投机多瞄准高档住宅。因此，目前中国房地产价格的飙升，也可能与看涨未来行情的投机性购房有关。

（图表 5）房价与收入的对比



（注）各地平均房价/各地家庭年均可支配收入。

（出处）中国国家统计局

针对房地产市场上述过热局面，尤其在进入今年之后，中国政策制定部门接连采取了一系列旨在抑制过热的措施，包括上调存款准备金率、对放贷进行窗口指导、针对二套以上购房提高首付比率等等²。

3. 房地产市场发生调整的可能性：与日本的资产价格飙升期进行比较

下面，通过与过去日本房地产价格飙升期进行对比，来探讨一下今后中国房地产市场一旦发生调整其局面的严重性。

从以往日本房地产价格的演变来看，可以发现，20 世纪 60 年代后期~70 年代前期以及 80 年代后期房地产价格的上涨尤为迅速（图表 6-①）。这两次房地产价格飙升期，从其后期调整来看有很大差别。也就是说，70 年代前期的时候，房地产价格在 73 年达到顶点后，受第一次石油危机的影响，曾在 74 年出现小幅回落，但此后不久便重回上涨路线。然而 80 年代后期的那一次，房地产价格急剧上涨，于 90 年冲到顶点后便开始一路下滑，此后整个 90 年代一直处于长期大幅下跌局面。

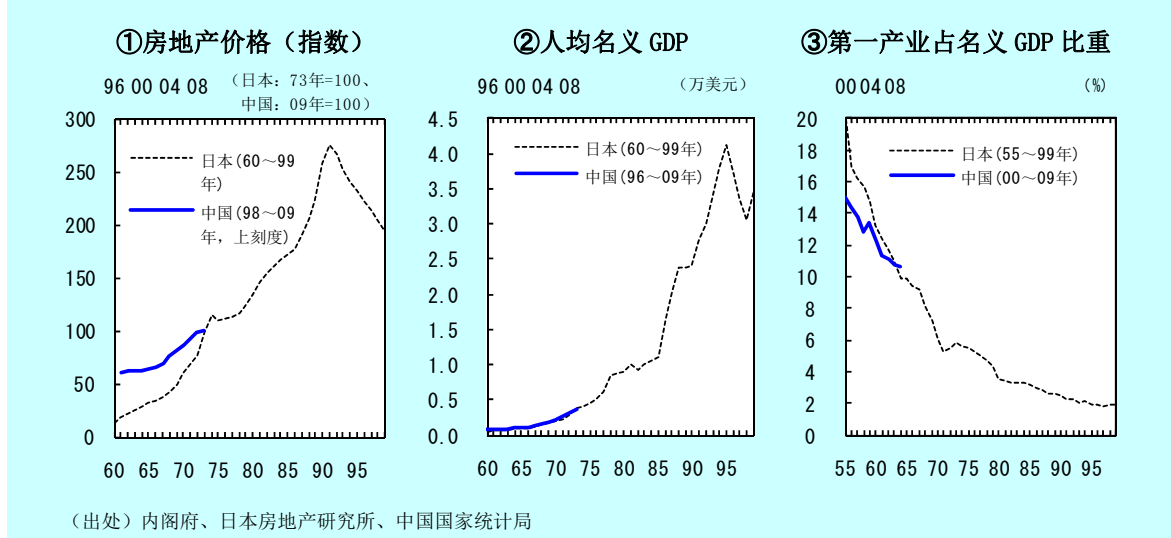
日本过去两次房地产价格飙升期之所以在后期调整方面从时间和深度上存在较大差异，其原因在于两者所处的经济发展阶段不同。也就是说，20 世纪 70 年代前期日本虽然处于高速增长向稳定增长过渡的时期，但在该时期仍然有着较高的增长潜力。当时受列岛改造论影响，城市化和产业结构优化不断发展，国民收入持续增长，在这种背景下，对房地产价格自然产生了上升压力。而 80 年代后期，城市化和产业结构优化进程已经告一段落，此时发生的房地产价格调整由于没有高速增长期那样强大的增长潜力支撑，因而时间长、影响也大。通过两者的比较我们可以得知，即便房地产市场出现过热，其后期调整的深度有可能随着当时经济发展所处的阶段而发生变化。

为将中国的经济增长阶段与过去的日本进行比较，首先来看一下人均名义 GDP（美元换算值）。目前中国约为 3,500 美元，若与过去的日本相比，最接近 1973 年的水平（约 3,800 美元）（图表 6-②）。从实际 GDP 增长率来看，中国过去 10 年（00~09 年）的平均增长率为 9.9%，与日本 73 年以前的 10 年（64~73 年）的平均增长率（9.3%）相当。另一方面，从产业结构转变进程的角度来看，截至 2008 年，中国第一产业占名义 GDP 比重约为 11%，这相当于 20 世纪 60 年代中期的日本的情况（图表 6-③）。同时，中国目前的城市人口比例（约 45%）相当于日本 20 世纪 60 年代初期的水平（图表 7-①）。两国经济虽然无法单纯地进行比较，但综合这些指标，我们认为，目前中国的经济发展阶段相当于过去日本 70 年代前期或更早的时期，发展潜力仍然较大。

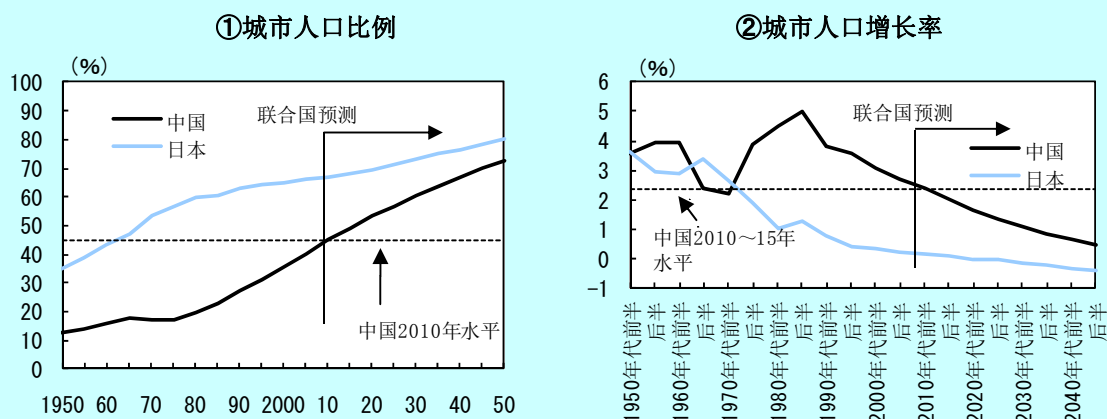
尤其需要指出的是，目前中国房地产价格的上涨因素中，城市化带来的实际购房需求占相当大的比重。中国城市人口比例（约 45%）预计将在今后很长一段时间内继续以较快速度上升（图表 7-①）。日本在经济高度增长时期，发生了从农村到城市的大规模人口流动，从而产生了旺盛的实际购房需求。目前中国城市化的进程与当时的日本一样，也正在从实际需求层面推动房地产价格上涨。此外，日本 80 年代后期的城市人口年均增长率只有不到 1%，可知城市化已经到了成熟阶段。也就是说，日本 80 年代泡沫经济时期，是在没有城市化带来的大规模实际住宅需求的情况下，房地产价格出现飙升。这一点与 70 年代前期的日本以及现在的中国是不同的。

最后，在推测房地产市场调整的严重程度方

（图表 6）与日本的资产价格飙升期进行对比



(图表 7) 城市化的进展情况



(出处) United Nations “World Urbanization Prospects: The 2007 Revision Population Database”

面，债务主体的杠杆率（负债筹资所占比例）水平也非常重要。从 20 世纪 80 年代泡沫经济时期的日本经济以及现在的欧美各国的情况来看，企业及家庭资产负债表中杠杆率的大幅上升，在后期房地产市场调整时期，可能会因偿还负担增大而抑制企业及家庭的支出活动，从而加剧房地产市场的调整局面。

基于这一点，从金融机构贷款总量占名义 GDP 比重来看债务主体杠杆率规模，目前中国为 110~120% 左右，这一水平接近 20 世纪 70 年代前期的日本，与最高曾超过 180% 的 80 年代以后的日本相比尚处于相对较低水平（图表 8）。按家庭和企业分开来看，中国的家庭借贷占名义 GDP 比重不足 20%，与 80 年代末及此后的日本相比，不及其 1/3³。

从企业的杠杆率来看，由于 2009 年中国的信贷大幅增加，目前企业借贷占名义 GDP 比重有所升高。但与过去的日本相比，仅相当于与 20 世纪 70 年代前期的水平，与杠杆率大幅上升的 80 年代后期及此后比较，尚处于相对较低水平。日

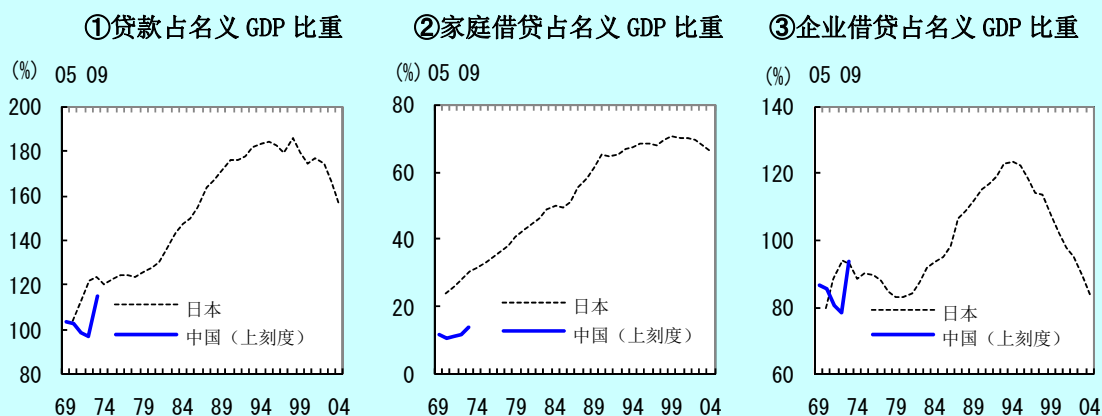
本在 80 年代后期的泡沫经济时期，由于企业大量借贷，导致泡沫经济破灭后过剩债务问题长期抑制了企业的投资支出。相比之下，中国近年来以大企业为主通过内部留成筹措投资资金的比例较高⁴，因此杠杆率水平与过去日本泡沫经济时期相比处于受到抑制的状态⁵。较低的杠杆率意味着中国企业部门削减债务的压力较小。

4. 有可能加剧房地产市场过热的因素

如上所述，较高的增长潜力和较低的杠杆率，也许意味着即使中国现阶段房地产市场发生调整，其程度可能也不会像 20 世纪 90 年代的日本那么严重。不过，目前中国存在着几点 70 年代前期日本所没有的因素，这些因素可能会进一步刺激房地产市场过热的局面。

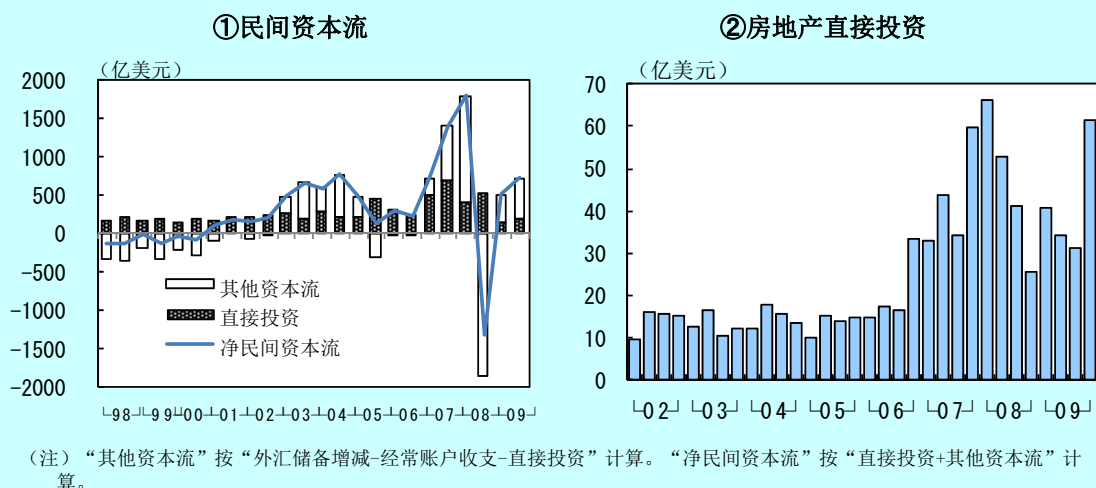
第一个因素，是地方政府对房地产开发的强烈意愿。自从 1994 年税制改革调整了中央和地方的税收比例以来，财源不足的问题一直困扰着地方政府、尤其是下级的县政府。对于地方政府

(图表 8) 日本和中国的杠杆率



(出处) 日本银行、内阁府、中国人民银行、中国国家统计局

(图表 9) 境外资金流入中国资产市场



而言，来自房地产开发的收入是解决财源不足的重要收入。

2009 年地方政府的财政预算收入为 32,581 亿元，其中房地产相关税收为 4,812 亿元，占预算收入的 15% 左右。然而，地方政府的房地产收入如果再加上预算外收入，则远远超过这一数字。地方政府从房地产开发中获得收入的典型模式，是按接近传统使用价值的价格征收农民的土地，再高价转让给房地产开发商或自行出资兴办的被称作“融资平台”的投融资企业⁶。09 年以这种土地出让金为主的房地产相关收入达 13,965 亿元（同比增长 35%），地方政府财政收入中，包括这些收入在内的房地产相关收入预计占到四成左右。

由于上述财政结构，地方政府会希望房地产交易繁荣，且会去鼓励房地产开发商积极开发房地产、地方商业银行提供房地产贷款。因此，即使中央政府出台抑制放贷等指导性政策，力图控制房地产市场过热局面，鉴于地方和中央的动机不同，不能完全排除这些政策难以取得预期效果的可能性。

第二个因素，是外国资金的流入。中国政府对于对外资本交易采取了比较严格的管制。即便如此，近年来随着中国经济与世界经济关系进一步密切，以及资本管制缓慢放宽的脚步，民间资本流的规模和振幅在不断扩大。尤其是在政府监控之外的国外投机资金正在以各种形式钻资本管制的空子流入中国国内。这种短期资金被称为“热钱”。从中国民间资本流量表来看，在世界金融危机趋于严重的 2008 年后期，流出额超过了流入额。但进入 09 年后，流入资金增加，流

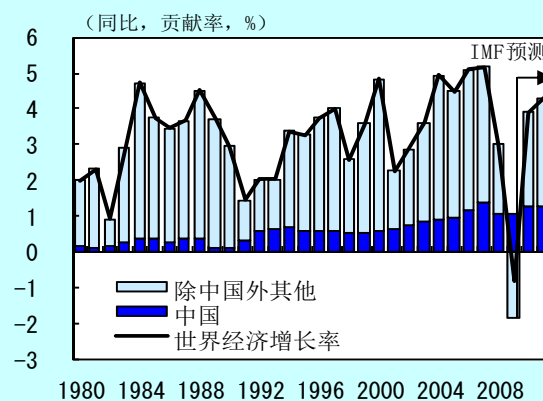
入再次超过了流出，直接投资以外的“其他资本流”的振幅显著，其中应该也包括所谓的“热钱”（图表 9-①）⁷。另外，对房地产业的直接投资到 09 年底也一直在增加（图表 9-②）。

这些来自国外的资金流，也已成为加剧目前房地产市场过热的因素。虽然目前中国采取比较严格的资本管制，但境外投资资金的流出和流入速度仍在加快。因此，如果投资者担心今后中国房地产市场可能发生调整，资金就有可能快速回撤，从而加剧调整局面。

5. 结束语：中国经济在全球地位的不断提

近年来，中国在世界经济发展中的拉动作用日益显著。中国对世界经济实际增长率的贡献呈上升基调，已于 2007 年超越美国，位居世界第一（图表 10）。因此，如果中国经济因资产市场调整等原因而大幅震荡，则可能会对世界经济产生不容忽视的影响。

(图表 10) 中国对世界经济增长的贡献率



20 世纪 70 年代，日本的地价曾一度下跌但随即恢复上升势头，而经济增长率却受第一次石油危机的影响，从 8% 大幅下挫至 74 年的负增长。也就是说，即使增长潜力较大、资产价格调整幅度较小，经济也有可能遭受大震荡。

中国资产市场健康发展、中国经济保持稳定增长，对于维护世界经济的复苏势头也有非常重要的作用。今后，中国政策制定部门采取何种措施，将继续受到关注。

¹ 房价与收入之比，在当房价是由部分富裕阶层的房地产交易推高时，会处于较高水平。北京及上海等大城市的房价与收入之比之所以高出全国平均水平，与城市巨大的收入差距有关。

² 其他抑制房地产过热的政策包括：个人在转卖住房时，原来是针对购房后 2 年的时限征收营业税，去年 12 月，财政部发布通知将征免时限延长至 5 年，等等。

³ 去年，中国指数研究院和搜房网共同实施了 2009 年中国购房者消费调查研究。根据研究结果，关于购房资金的来源，问卷调查（北京、上海）中有约六成答卷者称“来自自有资金”（=非银行借贷）。

⁴ 世界银行经济学家 Louis Kuijs（2006）认为，近年中国企业的投资资金主要来自飞速扩大的企业内部留成，银行贷款并不像人们想像得那么多（“How will China's saving-investment balance evolve?” World Bank Policy Research Working Paper No. 3958）。

⁵ 80 年代后期日本已较多发行公司债，相比之下，目前中国发行的公司债与贷款相比仍很少。考虑到这些因素，可以说目前中国的杠杆率与 80 年代的日本有更大的差距。

⁶ 在中国，多由地方政府出资兴办（被称作“融资平台”）的投融资企业通过银行贷款、发行债券、或与民间企业共同出资的方式，吸纳民间资金进行基础设施建设或房地产开发。通过这种方式，可以以较少的财政资金发挥杠杆作用，进行固定资产投资。虽然投融资企业的真实情况尚待核实，但据 09 年 11 月 23 日中国经济杂志《财经》报道的内部消息，“目前，省、市、县等各级政府设立的投融资企业在全国已超过 8,000 家，对这些投融资企业的银行贷款余额突破 60,000 亿元。其中固定资产投资的贷款余额接近 50,000 亿元”。

⁷ 关于“热钱”规模的详述，请参考露口洋介（Yosuke Tsuyuguchi）撰写的《近年中国热钱走势》（The recent flow of hot money in China July, 2009. Bank of Japan Review）。另外，图表 9—①中计算外汇储备增减时，对中央银行和商业银行间的货币互换交易、商业银行用外汇交存款准备金、外汇储备对主权财富基金出资（CIC）、以及外汇储备对国有商业银行注资等进行了调整。

日银述评系列由日本银行编辑发行，主要面向关注金融经济的广大读者，对最新金融经济问题进行简洁、平易的解释。文中观点只代表作者本人，不一定代表日本银行。如内容有所疑问，请与日本银行国际局福本智之（E-mail：tomoyuki.fukumoto@boj.or.jp）联系。日银述评系列以及日本银行工作文件系列可通过 <http://www.boj.or.jp> 获取。