

世界房地产泡沫对中国房地产的启示

■ 陆岷峰 潘晓惠

内容提要：世界房地产市场影响到经济形势的走向，房地产泡沫对经济形势的发展有着重要的影响。本文首先通过对世界房地产泡沫的观察，总结出房地产泡沫各阶段的特征及影响。其次，通过对重要指标的考察，分析了目前国内房地产发展的现状。结合国内外房地产发展的情况，总结出世界房地产泡沫对中国的启示，为中国经济的平稳发展提供借鉴。

关键字：房地产业 泡沫 风险管理 经验借鉴

中图分类号：F832.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2011)04-057-04

随着全球经济的发展，房地产业已成为世界经济关注的焦点。次贷危机、迪拜债务危机，使得人们更加关注房地产业的发展。房地产业的健康发展决定了经济的稳定增长，反之，房地产泡沫的膨胀，会诱发经济危机的产生。就中国本身而言，随着经济全球化的不断推进，无论是国外还是国内的房地产泡沫都对国内经济有着显著影响。

一、世界房地产泡沫的特征分析

所谓泡沫经济，是指虚拟资本过度增长与相关交易持续膨胀日益脱离实物资本的增长和实业部门的成长，金融证券、地产价格飞涨，投机交易极为活跃的经济现象。因此，房地产泡沫是一种表面繁荣的现象，其表现是房地产价格远远偏离了房子和土地本身所包含的真正价值。世界房地产泡沫的发展主要分为形成、膨胀和破灭三个阶段，每个阶段的都有其一定的特点，对经济造成的影响也不尽相同（如表1）：

表1 世界房地产泡沫分析对照表

	产生	膨胀	破灭
特征	经济发展环境相对繁荣	投资转化为投机	国际热钱的涌入、宽松的政策环境、
影响	适当地泡沫有利于刺激经济的发展	房地产业及经济的运行秩序脱离正常轨道	房地产业及整个经济的衰退

（一）房地产泡沫特征分析

1. 房地产泡沫产生于繁荣的经济环境。纵观历史发展长河，几乎每一次极具影响力的房地产泡沫大都发生在经济发展较发达地区。经济体为追求经济的进一步扩张，一系列紧密的、投资活动持续不断，再加上政府的一些扩张政策又进一步推动了

泡沫的扩大。从世界范围来看，20世纪三次最具影响力的房地产泡沫分别为20世纪30年代的美国房地产泡沫、20世纪90年代的日本房地产泡沫及继日本之后，东南亚国家的房地产泡沫。其中，美国和日本都是发达国家，20世纪20年代中叶美国经济一片繁荣之象，最为显著的一个特征便是房屋建筑异常活跃，这是美国历史上房屋建筑极为兴盛的一个时期；90年代时，日本经济一片繁荣，吸引了大量的国际资本，不断推高了房地产价格。东南亚国家的房地产泡沫，以泰国为代表，泡沫的产生也是经济的持续过热导致的。从单个经济体来看，发达城市更容易引发房地产泡沫，例如美国房地产泡沫期间，纽约、华盛顿、旧金山等城市的房价暴涨50%；日本的房地产泡沫时期东京、大阪等城市房价的飙升。由此可见，房地产泡沫是经济发展到一定阶段的产物。

2. 房地产投资活动动机由长期投资转变为短期套利。楼市价格不断攀升的原因是人们将不再房地产视为一项长期的投资资产，而是非理性地将房地产作为一项短期投机活动的工具以获取暴利。房产作为一项固定资产，其所代表的是一笔规模不小的财富。房地产开发商的大肆鼓吹、政府的刺激计划以及一些媒体不恰当的宣传使得投资者对房地产市场过分自信、盲目追捧，忽视了其价格上涨的不合理性。2008年美国房地产泡沫破灭的原因正是由于一些投资机构及个人投资者的盲目追逐，认为楼市价格仍会不断上升，购买了大量的垃圾债券以求在短期内获得巨大的利润，最终导致了許多老牌金融机构的破产。因此，对于房地产投资活动，人们更多地应该将其视为一项长期的投资活动，应采取理性的态度对待。

3. 国际热钱的大量涌入是房地产泡沫破灭的信号灯。全球

金融自由化和一体化使得金融投资活动在世界范围内更加开放和自由。但伴随而来的是金融风险的加剧。现阶段,国际热钱在全球金融市场的活跃表现,助推了楼市价格的不断上升。20 世纪 90 年代,东南亚一些国家过度宽松的金融环境给了国际游资可乘之机,大量热钱涌入这些国家,不断推高楼市价格,当楼市呈现一片海市蜃楼、投资者热情高涨之时,国际游资的迅速撤离使得一片繁荣之间化为废墟。由此可见,国际热钱为了寻求国际套利往往会影响到目标国正常的经济运行,成为泡沫破灭的推动力。

4. 政府的宽松政策是房地产泡沫破灭的助推手。政府是经济活动的重要参与者,政府的任何一项政策都会影响到经济发展走向。不可否认,政府的扩张政策使得房地产投资活动日益加剧。政府对房地产的作用表现为直接作用和间接作用。所谓直接作用是指政府的刺激政策给房地产市场带来的直接效应。例如政府实施降息的刺激计划,这就意味着直接降低了开发商的开发成本,大大地刺激了房地产开发商的开发热情。而间接作用则是指政府的刺激政策会给投资者传达一定的信号,从而左右投资者的决定。由于政府是执政者,直接决定经济走向,并且政府的决策也是依据当前经济发展形势所决定,因此,投资者就会自觉地按照政府的决策来选择投资方式。例如,政府鼓励房地产业的发展,这势必就会使得大量的投资集中于房地产。此外,由于政府的决策具有一定的滞后期,因此,在经济衰退期的决策可能到了经济繁荣期才会产生效果,这不但不是逆经济发展,反而进一步刺激了泡沫的不断膨胀。

(二) 房地产泡沫的影响

1. 适当的房地产泡沫有利于刺激经济的发展。事实上,房地产泡沫的存在并不意味着对经济发展就有一定的阻碍,相反,微小的泡沫是能够刺激经济发展的,也是符合经济发展需求的。房地产业是一个经济体发展的重要载体,特别是对于发展落后和发展中国家而言。适当的房地产泡沫能够刺激投资者的投资热情,鼓励人们参与到经济建设中,从而能够扩大房地产的投资规模,拉动经济生产总值,扩大就业率,实现经济的加速发展。对于经济发展失衡地区而言,房地产也是调节均衡的重要手段。通过开发落后地区的房地产业能够带动落后地区的其他产业,如旅游、能源等产业。因此,适当的房地产泡沫正如微小的通货膨胀一样对经济发展具有积极作用。

2. 泡沫膨胀阶段,房地产业及经济的运行秩序脱离正常轨道。当泡沫不断扩大,其带来的不利影响也会随之不断地放大和传递,并且超过正面影响。房地产泡沫不断膨胀,房价就会

不断上升,超过居民所能承受的范围,一方面直接导致居民的购买力下降,另一方面,通过各种传递媒介将这种不利影响传递到其他行业。当一国房地产价格的增长幅度大于居民收入的增长幅度,那么居民的有效购买力就会直接下降。房地产泡沫的传递途径也是多样化的,如股票市场、债券市场等。美国房地产业欣欣向荣之时,美国房地产两大巨头房地美和房地公司发行了大量的债券,这些债券中不乏大量的垃圾债券,当两房公司倒闭时,股票市场、债券市场就会受到牵连,产生骨牌效应。直至今日,美国仍在发行大量的垃圾债券,2010 年前 9 个月,美国企业共计发行 1720 亿美元垃圾债券,创年度纪录。金融市场有巨大的杠杆作用,投资回报丰厚的同时也意味着巨大风险的产生,在当前金融环境极不稳定的情况下,极易导致投资者选择失误,造成巨大的损失。

3. 房地产泡沫破灭产生的连锁反应大于任何一类泡沫。房地产泡沫的实质是一种虚拟现象,破灭是必然的结果。但是,房地产泡沫又不同于其他资产泡沫的破灭,其破坏程度更深更广。就破坏深度而言,日本房地产泡沫的破灭是最典型的案例。上世纪 90 年代日本房地产泡沫的破灭使得日本经济倒退十年,不止如此,直至今日,日本经济仍未走出泡沫破灭的阴影,始终处于低迷的状况。就破坏广度而言,美国次贷危机的爆发是给全世界最大的警示。美国房地产泡沫的破灭先是导致了本国金融危机的爆发,随后传递到亚洲、欧洲等地区,最终引发了全球金融危机,几乎没有一个国家能够独善其身,甚至希腊等国都面临着破产危机。房地产泡沫之所以产生如此大的影响,是因为房地产已经成为了连接虚拟经济与实体经济的桥梁,因此,一旦房地产出现问题,其传导方向是双向的,产生的影响是相当恶劣的。

房地产泡沫已经成为世界共同关注的焦点,其高度的传染性和扩散性对经济体有着重要的影响。正确认识和对待房地产泡沫的特性有助于有效地遏制房地产泡沫的产生和扩散。

二、我国房地产发展现状分析

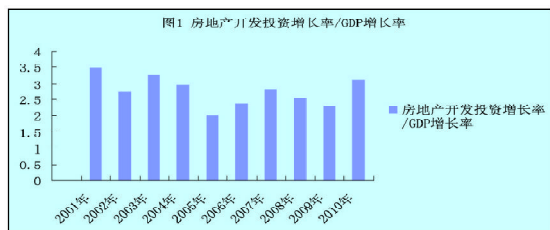
(一) 是否存在房地产泡沫?

房地产是否存在泡沫是目前中国社会关注的焦点。要判断泡沫是否存在,可以通过一些指标得到相应的信息。参考国内外学者近年来研究的成果,主要有以下几个重要的参考指标:

1. 房地产投资增长率 / GDP 增长率

对于不同的国家,这一比值会有所不同。经济发展水平较

发达国家,其房地产发展相对比较平稳,对于发展起步或加速发展的国家而言,这一指标可以相对高一些。房地产投资额增长率与GDP增长率比值在房地产复苏和繁荣阶段前期会高些,可达到2-4。本文采集了自2001年至2010年我国房地产开发投资增长率及GDP增长率,得到下图(图1):



从图1中可以发现,近十年来,我国房地产投资开发增长率/GDP增长率一直保持一个较高的水平,基本维持在3左右,最高曾达到3.46。可见,在我国房地产正处于发展繁荣时期。

2. 空置率

这一指标可以有效地判断房地产市场是否存在过度的虚拟需求,存在过度的房屋空置。2010年11月,我国商品房空置面积分类指数为103.10,而2009年同期,我国商品房空置面积分类指数仅为96.87,由此可见,这一年来,我国商品房空置面积有着明显的上升趋势。这就意味着,目前,我国房地产市场可能存在不适当的投机行为。

3. 房价收入比

房价收入比是指房屋总价与居民家庭年收入的比值,它是国际通用的衡量房价合理与否的重要指标,主要用于衡量房价是否处于居民收入能够支撑的合理水平。自2005年以来,房价的涨幅和居民收入涨幅基本保持一致的上涨趋势。

根据上述三项指标反映的信息可以对我国房地产市场做一个基本的判断,整体而言,我国房地产市场正处于一个繁荣的时期,发展相对过热,但自2010年,由于宏观调控政策的不断出台,这种上涨趋势正得到有效地控制。由此而言,我国房地产市场整体发展还不成熟、发展趋势有欠平稳。

(二) 我国房地产特点分析

不可否认,近年来,中国房地产业的确为中国经济的腾飞作出了巨大的贡献,但事物发展的两面性又决定了繁荣背后必定存在弊端。当下,中国房地产业的发展现状主要表现出以下几种特点:

1. 房地产市场存在明显的结构性矛盾,有效供给不足。据国家统计局公布的《2010年全国房地产市场运行情况》相关数据

显示,2010年,全国房地产开发投资48267亿元,比上年增长33.2%,其中,商品住宅投资34038亿元,增长32.9%,占房地产开发投资的比重为70.5%。与此同时,我国目前的农村人口达到54.32%。而这部分农村人口中,有相当一部分人成为进城务工人员,这部分人口对住房的需求不断上涨,但针对这部分人群所适用的廉租房、经济适用房的供给还存在明显的不足。正是由于这部分人群对住房有着极大的需求,政府不断提出要加大对廉租房、经济适用房的供给,但实际房地产运营情况显示,国内房地产市场存在商品房供给过度、经济适用房供给不足的矛盾。

2. 房价存在明显的不合理。房价的不合理性集中体现在国内的一线城市。以上海为例,有数据显示,2010年上海房价每平方米上涨4000元以上,而同一年,上海人均月收入在3500元左右,也就是说,每平米楼价上涨的幅度已经远超过上海人均月收入,此外,佑威数据显示2010年单价3万元/平方米的新房源可售面积占新房源总量的近17%,而单价在5万元/平方米以上的新房源占到5%。北京、广州、南京等地的房价也是居高不下,并且仍有不断上涨的趋势,与居民收入水平存在明显的不一致。由高房价产生了许多社会现象,例如“返乡族”、“蚁族”等新名词的诞生足以说明一线城市的高房价降低了居民的生活幸福指数。

3. 国际热钱的涌入呈现增长趋势。国外金融市场、楼市呈现出了极大不稳定性,与此同时,国内政府一系列的刺激计划,宽松的投资环境吸引了大批的国际投资者。2010年,房地产开发企业本年资金来源72494亿元,其中利用外资796亿元,增长66.0%。外资的增加说明我国对外开放程度的扩大,但也对我国金融监控等方面提出了更高的要求。

三、世界房地产泡沫对中国房地产的启示

从中国房地产业的现状分析中可以发现,目前国内房地产市场的发展前景不容乐观,而国际房地产市场一个又一个泡沫的破裂足以使我国投资者和各类机构引以为鉴。因此,应从以下几个方面着手,努力控制房地产泡沫的产生和扩大:

(一) 实施“两手抓”的监管措施。所谓“两手抓”的监管措施是指从国内、国外两方面共同加强对经济的监管,做到“杜内忧、防外患”。首先应是“杜内忧”,加强国内房地产市场的监管,可以从土地的审批、银根的松紧、房屋的建设等方面加强监管。要严格土地的审批,对于土地的开发用途、销售期限

等作出明确的规定；严格控制银行信贷，适当收紧银根，使房地产业市场化程度更加明显，尽可能通过市场化的手段解决市场问题；对于房屋的建设，尽量做到延长房屋的使用寿命，间接增加供给。我国房屋使用寿命平均为 70 年，但实际只能达到五六十一年，即使如此也远不如欧美等地区，欧美等发达地区的房子使用寿命远超国内，至今仍有不少具有百年历史的房屋在使用中。“防外患”就是要求本国具有更加完善的法律法规和应对风险的措施。由于国外房地产泡沫可以通过多种传递途径进入中国，因此，“防外患”必须从整体出发，加强各方面的风险控制能力。

（二）建立房地产风险管理体系。房地产的重要性已不言而喻，房地产泡沫的危害性也显而易见，因此，有必要将房地产管理纳入一国全面风险管理体系中。正如其他风险管理体系，房地产风险管理体系也应包含预警机制、管理机制、防范机制、化解机制及监管机制等。通过建立一套相应的指标体系，将各类指数作为考察指标，如房屋出售价格和租金比、房价与收入比、房屋空置率、房地产投资增长率与 GDP 增长率比等纳入指标体系，针对这些指标设定不同的风险警戒线，进行事前防控、监督和管理。同时，对于泡沫破灭后可能产生的影响也要有相应的化解机制，努力将可能造成的损失降到最低。更重要的是，房地产风险管理不应只是银行或者政府一类机构的责任，而应引起全社会的重视，只有这样，才能保证房地产的稳健发展。

（三）积极发挥政府这只“背后的手”的职能。政府的特殊地位赋予了政府特殊的职能，政府是经济活动的参与者也是决策者，政府制定货币政策的原则是“逆经济”风向行事。通过对几次大的房地产泡沫的产生和发展的分析，不可否认，政府的决策起了至关重要的作用。第一，政府有责任改变经济增长的方式，目前，我国强调拉动内需，正是为了减少“以出口”拉动经济增长所带来的风险；第二，政府应对存在的结构性矛盾予以重视，出台优惠政策鼓励开发商建造经济适用房等房型，以满足我国大部分居民对房屋的需求；第三，相关部门必须出台措施对不合理的房价进行治理，对于靠房地产谋取暴利的企业应给予严厉打击；第四，对外国投资政府也应该予以足够的重视，以防国际热钱趁势进入我国房地产业，恶意炒高房价价格，以扰乱房地产业的经营秩序。对于房地产企业的准入和退出都应该制定明确的规定。

（四）创造良好的金融生态环境以保障经济的稳定运行。我国金融市场的建设还不成熟，金融生态环境的建设还有待改善。首先应从体制、制度着手，处理好各类利益相关者之间的关系，

处理好政府与金融机构之间的关系，处理好个人投资者与机构投资者之间的关系；其次，推进诚信文化建设，诚信是金融活动展开的支撑点，一旦诚信出现问题，那么整个金融体系就会崩溃，为此，应当建立有关诚信的立法，持续推动社会信用制度建设、促进信用服务业发展、开展诚信文化创建活动；第三，完善全面风险管理，加强风险防控、风险管理、信息披露等一系列环节，尽可能地将风险造成的负面影响控制住，保持我国经济环境的相对独立性。

（五）树立投资者正确的投资意识。树立投资者的正确投资意识是防止房地产泡沫产生的最有效的手段。随着金融创新的不断深化，人们可选择的投资工具及范围不断扩大。顺应人们日益高涨的投资需求，正确树立人们的投资意识，从源头抓起，能够有效地防止风险。一些公共服务机构可以定期举行公众宣讲活动，宣传金融基础知识；企业也可以深入群众，对公众的投资困惑进行解答；金融机构则有责任让投资者充分了解到理财产品面临的风险和相关知识。房地产投资作为一项投资活动，不应企图通过短期的投机活动获取利润，而应当视其为一项长期持有的投资工具。投资者对待与之相关的金融衍生品也应该抱有谨慎的态度，不应追赶潮流、盲目跟从。

房地产泡沫是经济环境中的安全隐患，房地产泡沫的控制是一项长期的任务，同时也关系到民生问题，因此，应该谨慎对待世界房地产泡沫，努力维持我国经济的持续发展。

参考文献：

1. 李勇辉, 陈勇强. 世界各国的房地产泡沫对中国房地产市场的启示[J]. 石家庄经济学院学报, 2007(06): 67-72.
2. 莫翠梅. 浅析世界各国房地产泡沫给我国的启示[J]. 中国集体经济, 2010(04): 194-197.

作者简介：

陆岷峰 经济学博士后 江苏银行连云港分行行长
潘晓惠 南京财经大学金融学院