

徐奇渊

中国房地产市场的三种前途¹

中国房地产市场处于高热阶段，这是各方共识，并已经引发了新一轮的政策调控。但是当下的市场狂热将以何种方式收场，各方则有不同的观点。关于房地产市场的泡沫，我们一般用房价-收入比来描述。基于当前房价-收入比的高起点，我们可以隐隐地眺望到中国房地产市场的三种前途：良性的泡沫、脆弱的泡沫、坚硬的泡沫。

良性的泡沫

并不是所有的泡沫都会崩盘。幸运的时候，我们也能看到泡沫被良性地化解。1973年之前的十多年，由于适婚年龄人口持续增长、宽松的货币政策、石油危机的几度冲击，日本房地产泡沫也曾达到了局部高峰。而从事后来看，这场泡沫还是得到了良性的化解。

在1973年高峰期，日本全国的名义房价是1960年的近10倍！1973年的房价-收入比，是1960年的1.5倍。1973年，日本全国的房价-收入比，甚至比日本1990年的峰值还要高出17%！

但是从1974年开始，日本房地产价格的泡沫，就像变魔术一样被化解了。从1973年开始到1978年。日本名义房价仍然上升了23%，但是房价-收入比却下降了33%。或者说，名义房价仍有上升，但是相对于收入而言，

¹ 本文已发表在《人民币交易与研究》微信公众号

房价在这 5 年当中下跌了 33%——房价涨幅相对稳定，同期居民收入则大幅上升，房地产价格泡沫得以成功化解。

日本政府做了什么？为了应对通胀，日本的货币政策开始收紧货币，贴现率从 1972 年 6 月的 4.25% 一路提升至 1973 年 12 月的 9%，信贷规模相应下降。其次，整顿土地市场乱象，对法人机构短期拥有的土地转让、炒作征收重税。再次，日本的人口结构一直到 1980 年代后期才进入人口老龄化阶段，而在 1970 年代，日本仍然处于人口红利时期。最后，通过改善机会公平、完善税收体系、建立和完善社会保障体系，从而调节贫富差距，这也在相当大程度上改进了一般居民的收入境况，使房价-收入比趋向于改善。

以 1970 年代的日本为基准，中国的房价泡沫要得到良性的化解，难度更甚。其一，当前中国货币政策面临的主要问题不是高通胀，而是实体经济的疲弱，甚至还有债务-通缩的风险。因此，货币政策在稳定经济周期和治理资产价格泡沫方面面临冲突。其二，日本政府治理私人土地市场交易乱象的难度相对较低，而中国的土地政策则和地方政府的杠杆率、央地财政体系等问题纠结在一起，调控难度更大。其三，目前中国已然进入人口老龄化阶段，经济增长中枢显著下移。其四，减少贫富差距，促进房地产市场的需求与供给匹配，这一点中国尚有较大政策空间。四点当中，前面三点对中国政策而言都是难度更大。

脆弱的泡沫

房地产泡沫无力维持，出现崩盘。这是最为悲观（**但未必就是最坏**）的情况，也是目前各方最为担心的前景。房地产泡沫崩溃，不但将引发实体经济的增长失速，还可能进一步引发资产价格的下跌、银行不良贷款率进一步上升，甚至加剧资本外逃和汇率贬值压力。上世纪 80 年代末、90 年代初的日本房地产泡沫崩溃，正是一例。

相信市场力量的人，往往更希望脆弱泡沫早日崩溃，因为他们对市场的力量寄予厚望。一方面是各种价格重归合理，另一方面，市场将对资源重新配置，将资源从低效的企业向高效的企业转移。如此这般，经济将重回增长的正轨。

但是，在目前政企关系未明、国有企业改革滞后、缺乏应对系统性风险

准备的条件下，如果发生脆弱泡沫的情形，则首当其冲受到负面冲击的，很可能不是僵尸企业，也不是其他大型企业、国有企业，而将是广大最有活力的民营企业、尤其是中小企业。

因此，如果要迎接脆弱的泡沫，我们一定要先梳理好市场竞争机制，让各个竞争主体在市场的残酷筛选中有一个平等的、正向的淘汰机制，而不是相反。日本 1980 年代末的泡沫经济破灭，之后经济陷入长期低迷，其中的重要原因之一，就是救援机制陷入了一种逆淘汰机制。最具活力的中小企业都被淘汰了，而在政府和各大财团的保护下，一些僵而不死的大企业都还健在。

坚硬的泡沫

影响房价的各种因素，短期是货币，长期是人口，中期则是政策干预。如果一定要说中国房地产市场有什么不同，那正是中期的政策干预。例如，地方政府对土地供应的调控能力、强力的资本管制、房地产税的缓征和灵活制定空间。

在地方政府对土地供给的调控能力方面，香港特区是一个参照。至今，香港实际开发用地占到全部土地面积的三分之一不到。这种土地供应的限制，使得香港房价-收入比一直维持在高位，但是却导致了产业空心化、阶层固化、社会分化等长期的社会经济问题。

大陆的地方政府，不但能够直接调控土地供应，而且还有资本管制、缓征房地产税等政策工具。资本管制条件下，大陆居民的投资范围将主要局限于境内，在存款利率较低、股票市场动荡的情况下，必然有大量流动性涌向房地产市场。在缓征房地产税、遗产税缺位的情况下，房产不但具有稀缺性，而且也具有更为突出的保值和收益功能。

因此，内地的政策工具箱，比地球上其他任何一个经济体都要来得有效、多样，也比其他任何一个经济体都有能力、在较长的时间内成功维持这个“坚硬的泡沫”。

“坚硬的泡沫”有可能得以维系，这并不意味着没有成本。资本项目管制、房地产税的缓征等因素，会强化地方政府对土地供应的调控效果，而长期高企的房价，将把人才和企业投资拒之于门外，削弱城市和国家的竞争力。

调控效果的强化，将使得产业空心化、阶层固化、社会分化这种“香港化”的特点更为显著。

艰难的选择

前面已经提到，良性的泡沫实现难度最大。更多的可能，我们是想要在脆弱的泡沫、坚硬的泡沫之间做出选择。

脆弱的泡沫，可能带来短期的不稳定和动荡，但将使得各方面价格重估、回归新的合理均衡水平，重塑整个经济的长期竞争力。但是在迎来脆弱泡沫之前，我们一定要梳理好市场的竞争机制，让各个竞争主体在市场的残酷筛选中有一个平等的、正向的淘汰机制，尤其要避免危机下的逆淘汰机制。而坚硬的泡沫，可能在短、中期维系社会和经济的稳定，但是在中长期，将使城市和经济体进一步丧失竞争力。

我们的政策，将在上述两个方面进行艰难抉择。但是我们都知道，即使是最坚硬的泡沫，也终归还是个泡沫。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com