

中国房地产市场研究报告

▶小组成员

姓名：柯杰
学号：16210680224
邮箱：16210680224@fudan.edu.cn

姓名：李冲
学号：16210680226
邮箱：16210680226@fudan.edu.cn

姓名：谢春娟
学号：16210680267
邮箱：16210680267@fudan.edu.cn

姓名：尹欢科
学号：16210680272
邮箱：16210680272@fudan.edu.cn

□ 摘要

近年来中国房价一路上扬，尤其是一线城市房价更甚。本文通过分析中国历年来房价走势以及政府为调控房价而出台的政策来揭示房地产市场在中国持续发展的原因，并针对中国房地产市场存在的发展问题提出相应的政策建议。主要包括：

1. 总体上，中国的住房刚性需求不断推高房价，由于投资标的的缺乏和房地产市场的高收益，软性需求使房地产成为投资者和投机客大类资产配置的不二选择。
2. 房地产市场发展呈现周期性特征，整体上符合整个宏观经济投资环境，同时受到政策调控周期的影响。
3. 从住房市场化阶段各个时期的宏观政策角度解读房地产市场的发展，得出政策目标的不确定性是房地产市场调控陷入“越调越涨”怪圈重要原因的结论。
4. 从人口因素和货币现象的需求方，以及土地供应数量和供应价格的供给方入手，分析房价高企的原因。城镇化带来的城市人口集聚效应，住房刚需推动房价；广义货币 M2 供应量的泛滥，房地产市场某种程度上成为投资者的“避风港”；分税制改革后，地方政府大搞土地财政，推动房地产成本上涨。
5. 当前，中国房地产市场主要面临供过于求的矛盾逐步显现、房价预期发生逆转、利率市场化日益深化等问题。中长期来看，（1）行业吸引力下降，融资环境趋紧；（2）供求关系发生重要变化；（3）行业竞争加剧，区域分化将愈演愈烈；（4）房地产企业自身存在诸多不足；（5）相关法律法规等制度不够完善，等等问题将成为制约房地产市场进一步发展的重要因素。

目 录

一、中国历年房价走势.....	3
二、中国房价走势的周期性特征.....	3
三、房地产价格和其他资产价格之间的关系.....	4
四、房价周期和政策调控周期的关系.....	6
五、住房市场化阶段各个时期的宏观政策.....	7
六、住房市场化阶段各时期的具体政策、市场反应及其分析.....	9
七、房价高企的原因.....	12
八、我国房地产市场存在的问题以及未来发展的政策建议.....	16

一、中国历年房价走势

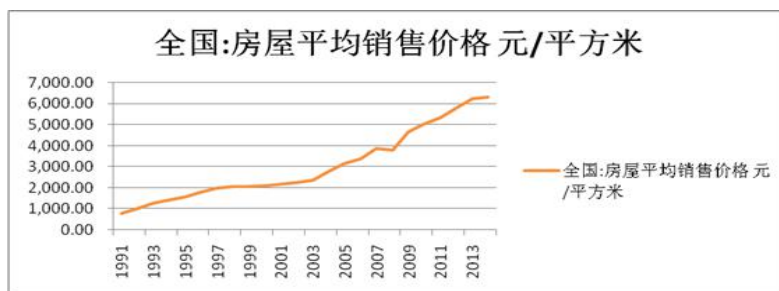


图 1: 全国房屋平均销售价格

梳理我国房地产市场的发展历史可以发现,我国的房地产起先发展的比较缓慢,商品房开发从1981年才开始在深圳和广州两个地区进行试点工作。自1992年邓小平南巡之后,房地产开发开始在全国火速发展,甚至出现了一定的泡沫。1993年至1998年政府宏观调控,收紧银根,使房地产热迅速降温。1998年面对亚洲金融危机,政府开始实施住房制度改革,使得房地产市场快速恢复,随后2004年调控供给、2005年调控需求、2006年调控结构、2007年继续调整,但房地产市场在长周期力量支撑下销量、价格、投资等持续保持高增长。直到2008年国际金融危机爆发,房地产市场受到短暂冲击,但2009年降低首付比、利率等政策刺激房地产市场快速恢复并趋热。2010年宏观调控开始重新收紧,2010-2011年房地产市场略有降温,2012-2013年再度恢复。从总体上来看,我国的住房刚性需求不断推高房价,加上投资标的缺乏,软性需求使得房屋成为投资者的大类资产配置不二选择。这种情况下,房价从趋势上看节节攀升,仅从增长趋势上来看房价,已经不具有研究的意义,因此,需要进一步分析房价增长的周期性特征,找出房价增长的根本原因。

二、中国房价走势的周期性特征

虽然房地产价格呈现出长期稳步上涨的趋势,但资产配置关注的并非仅是绝对价格水平,而是资产价格的年化收益率。因此我们选取了70城市的房屋平均销售价格指数同比来研究房地产价格的周期性波动。得到自2000年以来房地产价格同比周期共4.5个。如图2所示:

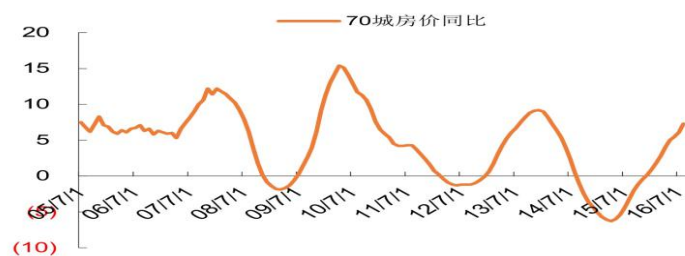


图 2: 70 城房价同比

表 1：房价增长的周期一览表

周期	历时	描述
第一轮周期 (2004.01-2007.03)	历时 3 年 2 个月	
第二轮周期 (2007.04-2009.02)	历时 1 年 10 个月	2007 年 4 月周期开始，房价同比 5.3%； 2007 年 11 月房价同比达到周期内高点 12.2%； 2009 年 2 月周期结束，房价同比-1.8%
第三轮周期 (2009.03-2012.05)	历时 3 年 2 个月	2009 年 3 月周期开始，房价同比-1.9%； 2010 年 4 月房价同比达到周期内高点 15.4%； 2012 年 5 月周期结束，房价同比-1.2%
第四轮周期 (2012.06-2015.03)	历时 2 年 9 个月	2012 年 6 月周期开始，房价同比-1.3%； 2013 年 12 月房价同比达到周期内高点 9.2%； 2015 年 3 月周期结束，房价同比-6.1%
最近一轮周期 (2015.04-至今)		2015 年 4 月周期开始，房价同比-6.3%； 截至目前，8 月房价同比最高 7.3%

可以看出，中国的房价并非是以一成不变的速度保持增长，房价上涨存在着周期性的波动，一段时期内，很可能增长的速度越来越快，另一段时期，增长的速度甚至会降低到负数以下。房价增速这样的周期性特征，需要进一步的研究。

三、房地产价格和其他资产价格之间的关系

为了研究房地产价格上涨的合理性，我们选取股票价格、债券价格和大宗商品价格作为房地产价格上涨的对比。使用沪深 300 指数代表股票价格，中债综合指数代表债券价格，CBR 金属现货指数代表大宗商品的价格。选取这三个对比变量的原因在于，这四类资产一般而言是投资者大类资产轮动配置的标的物。我们将分别从绝对值和相对值来分析四类资产价格的关系。



图 3：2000 年以来四类资产价格走势图

如图 3 所示，房价走势和债券价格走势基本保持一致，保持稳步上涨，相较于大宗商品基本维持在基期水平的特征，房地产价格增长的动力更加显著。同时，与股票价格高波动性

带来的不确定性相比，房地产的收益更加稳定。然而综合起来看，这四类资产之间价格没有特别明显的规律特征。说明不同资产价格绝对水平之间没有可比性。

资产配置更多关注的是资产价格的年化收益率。为了进一步分析房地产价格增长是否符合大类资产配置的需求，我们选取 70 城新建住宅价格指数同比、沪深 300 指数同比、10 年期国债到期收益率和 CRB 现货价格同比分别代表房地产市场年化收益率、股票市场年化收益率、债券市场收益率和大宗商品年化收益率。从收益率之间的关系判别房价变动的合理性。

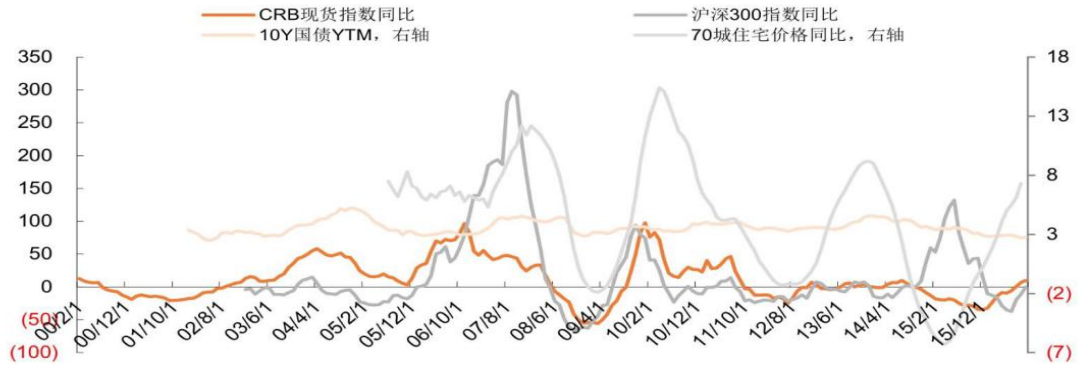
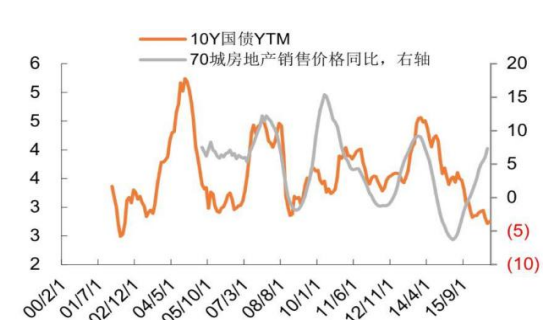
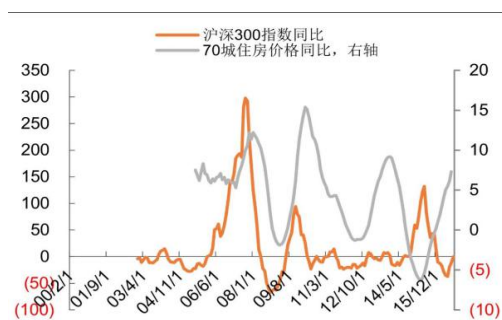


图 4：2000 年以来四类资产年化收益率走势图

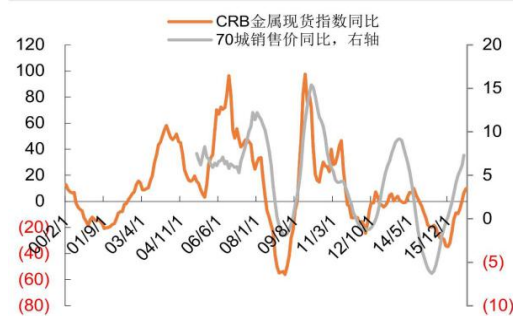
如上图所示，四类资产年化收益率之间存在协同的特征。从数据表现上来看，房地产价格同比周期性特征最为明显，周期性波动也较为稳健。除少数时间段之外，股票、债市、大宗商品和房价基本同涨同跌。由此看来，房价的增长符合投资收益的要求，也是符合整个经济投资环境的。



左上：图 5：沪深 300 指数同比与 70 城住房价格同比

左下：图 6：CRB 金属现货指数同比与 70 城销售价同比

右上：图 7：10 年期国债到期收益率与 70 城房地产销售价格同比



四、房价周期和政策调控周期的关系

1. 房价周期和房地产政策的关系

目前的房地产的调控政策可以分为两类：一类是需求方的限制政策，包括差别化的房贷政策，限购政策和公积金政策调整。另外一类是供给政策，包括规范房企行为和拿地政策。从整体上来看，房地产的政策更多依据房价增速而定：房价增速过高则收紧政策，过低则出台宽松政策。而从图形上来看，房地产调控的政策往往出现在周期开始和房地产价格的高点之前，说明调控政策更多的是依赖于房地产价格的变动。

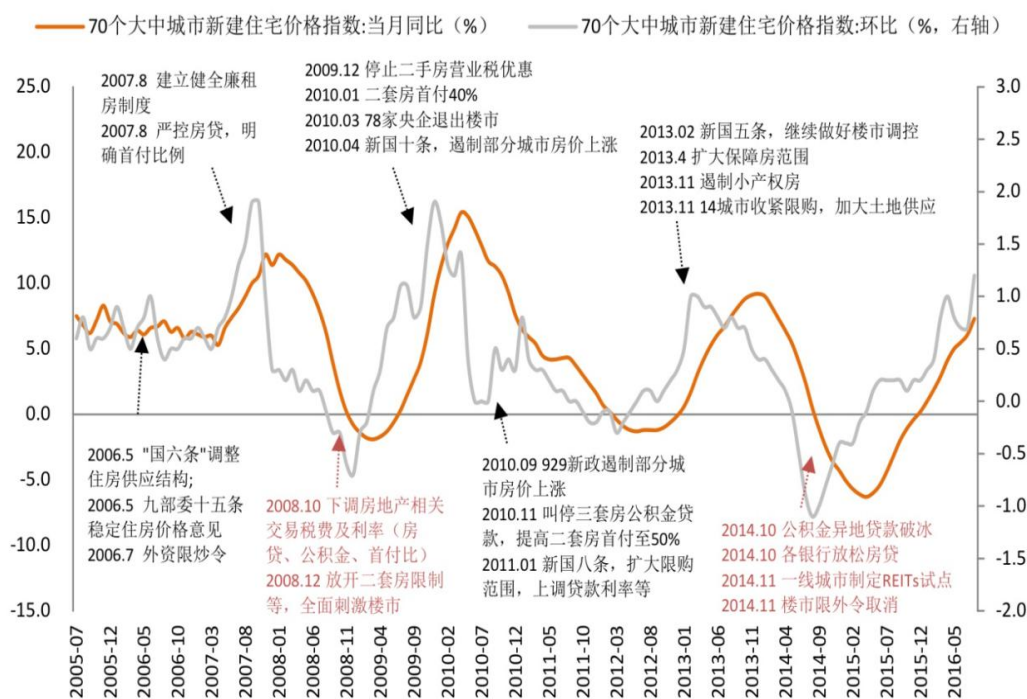


图8： 房地产调控政策和70个大中城市新建住宅价格指数

2. 房地产周期和货币政策的关系

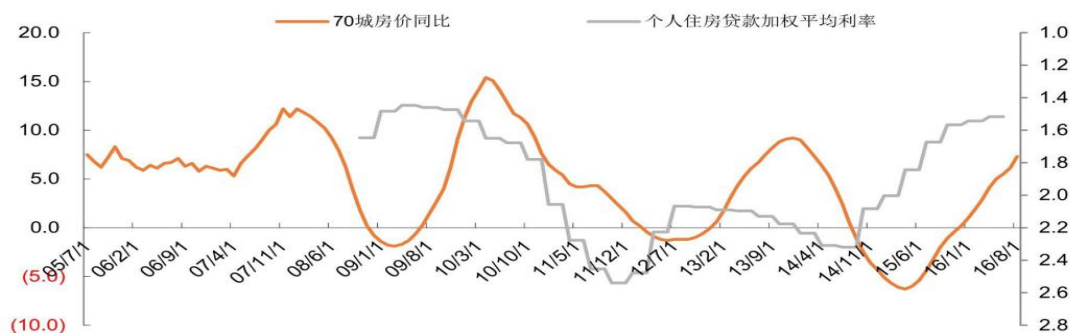


图9： 70城房价同比与个人住房贷款利率

货币政策松紧对房价的影响直接反映在个人住房贷款利率上，为了消除波动性的影响，我们采用个人住房贷款利率加权平均利率来研究货币政策与房价增速之间的关系。而数据也的确表明货币政策领先于房价同比，也就是说货币政策宽松的时候，利率下降，个人住房贷款利率下降，房屋的需求量开始增加，推动着房屋价格的上涨，即货币政策影响着房地产的市场价格。

五、住房市场化阶段各个时期的宏观政策

中国房地产市场房价的上涨，始于住房市场化阶段（1998-2004）。这个阶段中国房地产的市场化运作正式启动，大大改善了城镇居民的居住条件，同时也大大推高了房价，住房问题成为一个备受关注的社会问题，为此，政府出台了诸多政策进行完善和调控。根据政策方向性变化，这一阶段大致分为六个时期：

第一时期（1998年至2002年）：政策支持房地产业发展。

政策背景：1997年东南亚金融危机对中国经济造成不利的影响，保证经济增长的速度成为国家经济工作中心；党的十一届三中全会开启了我国改革开放的历史进程，由传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转换；房地产市场改革的起步。

政策内容：这一时期，我国政府出台了一系列政策，房地产市场获得政策鼓励与信贷支持，发展平稳。1998年7月国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，确定停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化。主要的房地产调控政策包括：实行住房市场化改革，吸引社会资金进入房地产领域，促进房地产发展；通过商业信贷、住房公积金为购房者和投资者提供融资，增强房地产企业开发能力和居民购房能力；通过免征个人所得税、免征营业税、契税减半等税收政策提高居民购房和银行发放贷款的积极性。

第二时期（2003年至2008年8月）：调控供需，抑制房价。

政策背景：房地产投资过热和房价上涨过快；房地产投机行为的普遍存在。

政策内容：国家出台一系列政策，对供给总量和需求总量进行调控。从2003年至2005年2月，国家着重从整顿清理土地市场、控制土地供给总量、实行土地招拍挂制度、提高项目自有资本金要求方面进行调控。2005年3月至2006年4月，为抑制房价过快上涨，“旧国八条”、“新国八条”先后出台，政府主要通过金融税收手段调控住房需求总量，包括提高首付比例和贷款利率，提高住房交易税，打击“炒房”等调控措施。2007年，“地王”频现，开发商拿地热情高涨，房价指数创下新高。在这一背景下，房地产政策全而收紧，政府通过上调存款准备金率和利率，开征土地增值税，严格控制上市公司公开融资，提高二套房贷款利率和首付款，限制外商投资等多种抑制性政策进行调控。

第三时期（2008年9月至2009年上半年）：重申房地产支柱产业，推动内需。

政策背景：美国次贷危机引起的全球经济衰退；国家推出四万亿投资计划；这一时期最大的政策特点是以保持经济增长为主要目的。

政策内容：为应对世界金融危机，保持经济增长，针对房地产业的抑制性政策全面放松。2008年9月以后，我国房地产政策方向由抑制变为扶持，中央财政政策和货币政策逐步放松，住房贷款利率优惠、最低首付下调、免征印花税、免征土地增值税等政策先后出台；各地也采取了购房入户、允许开发商缓交土地出让金、拆迁实行货币化安置等各种“救市”政策，市场下行态势得到遏制。

第四时期（2009年下半年至2014年9月）：严厉调控，促进房价合理回归。

政策背景：由宽松的信贷政策和投资引起的房价过快上涨，房地产市场面临过热的压力。

政策内容：这一时期，调控政策密集出台，重点抑制投资投机，加大保障房建设，遏制房价过快上涨，促进房价回落。2009年下半年，面对快速上涨的房价，政策由救市转为抑制，主要通过查处闲置土地，加快开发进度，增加有效供给；同时通过税收手段抑制投资需求。2010年至2012年，调控政策频出，从2010年的“促进房地产市场平稳健康发展”、“坚决遏制部分城市房价过快上涨”（“国十条”），到2011年的“国十一条”、“新国八条”，调控政策越来越严，不仅采用了差异化信贷、税收、增加供应等经济手段，还采用了限贷、限购、限价、限外、限央企投资、保障房考核问责制等行政强制手段。2013年“国五条”出台，提出完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设 and 加强市场监管等五个方面的政策措施。2014年中央注重调控政策的稳定性，在继续坚持“国五条”的基础上，强调双向调控、分类指导，抑制投机投资性需求，货币政策“微刺激”继续支持自住购房。

第五时期（2014年9月至2016年9月）：松绑限贷政策，进入宽松窗口期。

政策背景：8月近七成新房价平均环比下跌幅度不仅创下了2008年以来的历史新低，同时也创下了近十年的最大跌幅。

政策内容：中央政府自“930”新政开始向市场传递房地产市场的利好消息。央行的限贷政策调整，各地纷纷松绑限购政策和发布购房补贴，两会前后开始鼓励自住及改善需求的政策，主要在公积金政策、回购库存商品房作为保障房等，二套房贷松绑，2015年央行五次降准降息等等政策的利好下，房地产市场开始回暖。

第六时期（2016年10月至今）：多地同时出台楼市新政，抑制房价过快上涨。

政策背景：2016年房地产市场总体形势是一二线城市房价继续上涨，三四线城市去库存压力大；9月中国百城房价环比上涨2.83%，涨幅较上月扩大0.66个百分点，涨势已持续17个月。

政策内容：自9月30日起至国庆黄金周结束，北京、广州、深圳、苏州、合肥等20个城市

8 天内先后出台楼市调控政策。北京是此轮房地产调控的风向标城市，其他城市的跟进意味着房价管控从过去的一线开始全面蔓延到二线城市。

六、住房市场化阶段各时期的具体政策、市场反应及其分析

以下针对上述六个时期中央政府重要的楼市政策进行罗列，并概述当期的市场反应，以期探讨楼市政策对楼市的政策效力：

表 2：1998-2016 年中央政府房地产市场新政、商贷购房最低首付款变化以及房地产市场反应

年份	楼市新政	最低首付款比例变化 (仅指商贷购房)	市场反应
1998-	7 月国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，确定停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化。	首套房： 居民购买自用普通住房，不享受购房补贴的，首付比例不低于 30%，享受购房补贴的，首付比例为个人承担部分的 30%	1998 年以后房地产投资占我国全社会固定资产投资比重不断上升。 1998 年到 2002 年，我国房地产业连续 5 年保持年均 20% 左右的增长率。
-2003	1 月 17 日，国家计委发布《关于进一步加强房地产价格管理促进房地产业健康发展的通知》，要求建立统一规范的基准地价和标定地价确定公布制度，进一步完善土地价格管理，加强住房价格管理。	首套房： 不低于 20% 二套房： 适当提高首付款比例	随着房地产市场相关制度的建立、完善，房地产市场迎来春天。
2005	首次调控房价的“国八条”（通知形式）于 3 月出台；“新国八条”（具体硬措施）于 5 月出台；9 月银监会 212 号文件收紧房地产信托。	首套房： 对房价上涨过快的地区，最低首付由 20% 提高到 30%	虽然许多项目主动降价出售存量，但房价总体继续上涨。
2006	5 月“国六条”出台，重点发展中低价位、中小套型普通商品住房、经济适用住房和廉租住房。同一天，建设部等九个部门就控制房价问题提出了十五条的具体措施（“国十五条”），规定 90 平方米以下住房须占项目总面积七成以上，也即“70/90 政策”。 央行于 4 月全面上调贷款利率，当年三次上调法定存款准备金率。 7 月建设部联合其他五部委下发《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，开始加强管理外商投资企业开发、经营房地产，限制境外机构与个人买房。	首套房： 不低于 30%	房价继续上涨，涨幅相对平稳，中小户型房增加。
2007	9 月《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》正式出台，这亦是后来被频繁提起的“9·27 房贷新政”。 央行于当年六次上调存贷款基准利率，十次上	首套房： 90 平米以下不低于 20%，90 平米以上不低于 30%； 二套房： 不低于 40%	当年楼市价格暴涨、地王频现，政策出台后，2008 年全年房价明显下跌，成交量也明显萎

	调法定准备金率，买房贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。		缩。
2008	出台“国十条”；对个人购二套普通自住住房贷款予以放宽，并对住房转让环节营业税进行大幅减免；12 月 21 日国务院办公厅发布支持房地产开发企业积极应对市场变化的“ 国十三条 ”。央行于 6 月上调存款准备金率，于 9 至 11 月四次下调存款准备金率，并于 12 月两次下调大型存款类金融机构的法定准备金率。	首套房 ：重新下调到 20%	中国楼市出现 10 年大拐点，量价齐跌。因此下半年宏观调控转向，管理层启动大规模刺激楼市消费政策，其他金融政策全线松绑，2009 年楼市复苏，后继续大涨。
2009	10 月 24 日，《完善促进房地产市场健康发展的政策措施》出台，个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年；出台“ 国四条 ”。		短期内现观望，二手房成交量下降，2010 年春节后市场恢复。
2010	1 月 10 日国务院出台“ 国十一条 ”，要求二套房贷款首付不得低于 40%。4 月 15 日，国务院要求对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。4 月 17 日，“ 新国十条 ”出台，第一次提出了限购，但对限购对象、范围、数量、期限表述非常模糊，另外商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款。	首套房 ：重新回调到 30%； 二套房 ：“认房又认贷”，首付不低于 50%（1 月规定为不低于 40%），房价过高地区可暂停发放第三套房贷。	这被称为史上最严的房地产调控政策，但高地地王继续产生，3 月后房价飙升。
2011	“ 新国八条 ”公布，要求强化差别化住房信贷政策，二套房贷首付比例提至 60%，贷款利率提至基准利率的 1.1 倍。开始对限购对象、范围、数量做出明确的规定。 1 月上海和重庆试点实施房产税，11 月财政部提出推进全国范围的房产税改革。	二套房 ：提高至 60%	房价继续上涨，但增长已经放缓。
2012	多部委多次强调坚持房地产调控不动摇，2 月住建部称加快推进房产税征收扩大试点范围；国土部出台土地监管新政策，严打小产权房。央行两次降准降息，但同时要求金融机构继续严格执行差别化的住房信贷政策。		一线城市房价继续上涨。
2013	2 月出台“ 新国五条 ”，不仅再次重申坚持以限购、限贷为核心的调控政策，坚决打击投资投机性购房，还在继 2011 年之后再次提出要求各地公布年度房价控制目标；3 月国务院发布《关于进一步做好房地产市场调控工作的有关问题的通知》，其中二手房交易的个人所得税由交易总额的 1%调整为按差额 20%征收。	二套房 ：提高到 65%，北上广深等城市首付提高至 70%	开发商下半年不得不以价换量，房价缓慢增长。
2014	各地陆续松绑限购政策，9 月 30 日央行出台房贷新政（“ 9·30 ”房贷新政），对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，贷款购买第二套	二套房 ：“认贷不认房”，对拥有 1 套住房并结清贷款的家庭，第	相对于此前信贷套数认定政策，本次政策对首套、二套、多套，在认

	住房时，可按照首套房贷政策执行等。	二套房贷可按照首套房贷政策执行	定上都有放松。新政出台后，全国各地楼市皆迎来成交高峰，房价缓涨。
2015	3月新政：央行、住建部、银监会联合发文，全国二套房首付降至四成；财政部通知，将个人出售普通住宅，营业税免征的购买年限由5年下调至2年。 当年央行连续五次降准降息。	首套房 ：非限购城市降至25%；限购城市不低于30% 二套房 ：2月首付降至60%，3月对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭首付降为40%	
2016	9、10月多地同时密集性出台楼市新政。	首套房 ：非限购城市不低于25%，各地可向下浮动5个百分点 二套房 ：不低于40%	9、10月出台新政各地楼市陷速冻模式，成交量或成交价有所下跌。

近十二年来政府调控房地产市场的总体政策方向与房价趋势总体呈负相关关系，一方面符合政策调控逆周期的特征，另一方面也暴露政府宏观调控政策效果不佳的弊端。中国房地产市场仅在2008至2009年上半年有明显的下挫，但当时正是美国次贷危机席卷全球之时，房地产亦受牵连，不能将房价的下跌全部归功于政策的有力调控。结合表2的“市场反应”一栏能够更好地体现房地产市场“越调越涨”怪像。另外，刺激的房地产市场政策往往能一扫先前的房地产颓势，达到良好的政策效果。中国房地产市场“越压越涨，刺激就涨”的特征显露无疑。

整体来看，虽然房地产政策调控取得了一定成效，但总体效果不理想。1998年以来，我国开始对房地产进行密集的宏观调控，但房价整体呈现越调越涨的态势，调控效果和预期存在较大差距。2003年以来，国家开始进行密集的调控，但房价涨幅一直较大。如前所述，2008年房价增速出现负值，是金融危机影响、经济下行、政策调控等多种因素叠加而导致房地产市场低迷，政策调控并不一定是主因。2009年房地产的再次强势反弹，国家又开始密集调控，但房价涨幅，尤其是一些一线城市的涨幅依然强劲。

其实从我国房地产调控的历程不难看出，政策目标的不确定性是造成房地产调控陷入越调越涨尴尬怪圈的一个重要原因。主要体现在政策目标常常在控房价与促发展之间摇摆不定，在保民生与保增长之间游移徘徊。1993年针对经济过热，国家开始对房地产市场大规模的清理和整顿，引导经济实现“软着陆”；1997年，为应对亚洲金融危机的影响，国务院确立住宅业“新的经济增长点”地位；2003年至2008年三季度对房地产进行调控；2008年9月至2009年三季度为应对金融危机，房地产业被再次定位为“国民经济的支柱产业”；2009年四季度以来，国务院开始频繁出台各种政策，“促进房地产市场健康平稳发展”、“坚决遏制部分城市房价过快上涨”、“限购、限贷、限价”。从中可以看出，我国房地产调控目标飘忽不定，时而为了保增长鼓励房地产发展，时而为了防止经济过热和照顾中等收入阶层的需

求防止房价过快增长，人们无法了解政府的真实意图，尤其是看到抑制房价屡屡失效，而救市则每每生效时，人们就会对政府抑制房价的政策产生怀疑。在这样的情况下，政府信誉受损，处境被动，不管政策是打压房价，还是刺激楼市，许多人都是看涨不看跌。这最终造成了“越压越涨，刺激就涨”神奇现象。

七、房价高企的原因

房价虽然上涨地很疯狂，但从供需角度可以看出其中的一些原因。

1. 需求分析

对房屋的需求分为两部分：刚性需求和投资需求。

(1) “人口因素”对应“刚性需求”

中国的城镇化还在继续，住房特别是大城市的住房仍是刚需。中国 2015 年城镇化率仅为 56%，远低于发达国家，也低于部分发展中国家。从国际经验来看，无论是发达国家还是发展中国家，城镇化率至少要达到 70% 以上，城镇化才算接近尾声，而中国距离 70% 还有极大的差距。也就是说中国城镇化步伐还在前进，住房需求仍在加大。一些经济发达的区域人口密集度与美国、日本、俄罗斯相比聚集度还未达到顶峰，随着人口向中心城市聚集，一二线城市房价上涨而三四线城市房价稳定甚至下降也是必然趋势。

(2) “货币现象”对应“投资需求”

根据国家统计局的数据，过去的两三年里，我们国家每年 M2 的增长幅度大概在 13%-14%，也就是相当于 GDP 增加的两倍左右。而国内缺乏好的投资渠道，股市债市和实体经济投资回报率远低于房地产，无论怎样打压住房市场，只要其收益和流动性高于股票、黄金、储蓄、外汇等常规的资本渠道，资金就会继续流入不动产市场。在中国老百姓找不到更好的避险性的投资方向，房地产某种程度上成为了中国投资者的一个“避风港”，所以购买不动产成为了大家用脚投票的一个主动性选择。

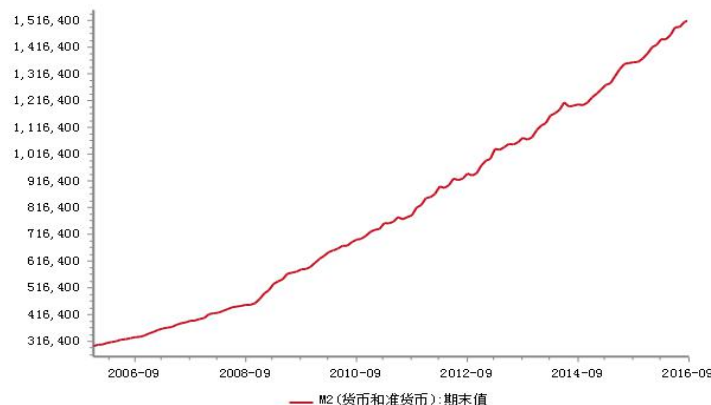


图 10: M2 走势图

此外居民对房价上涨的预期和买涨不买跌的心理也推动着房价的进一步上涨。而且低利

率的环境下，居民加杠杆热情空前，家庭部门在房价高位加杠杆已经成为当前热点楼市高温不退的重要特征。2016年前7个月新增房贷2.8万亿元，约为2009年全年新增额的2倍。使得房价在高杠杆的推动下更加高涨。

2. 供给分析

我国的土地一级市场的政府高度垄断。政府是城市土地一级市场唯一的售卖者，他们不仅单方面决定出售多少土地，更单方面决定售地价格，这是获取土地暴利最基本、最为关键的两个条件。显形的建设用地成交价并没有大幅度提高，但只要政府对土地一级市场继续实行垄断，地价维持高位，高房价将长期存在。

(1) 土地的供应数量

2016年土地供应数量明显下降，一线城市更是如此，今年前8个月国内一线城市住宅用地供应面积387.95万平方米，而去年同期则为821.61万平方米。

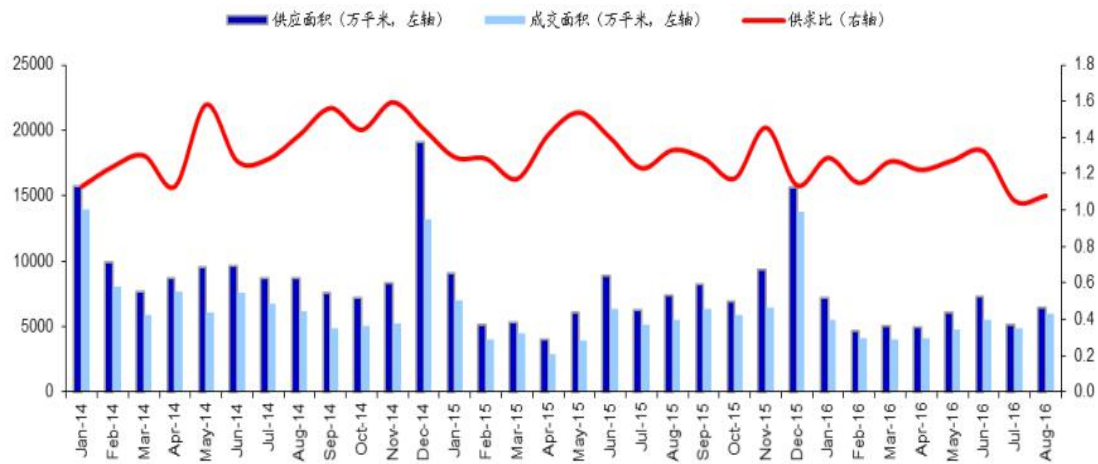


图 11: 300 城住宅用地供应与成交情况

供应的缩减直接导致了土地价格的攀升，并直接推动一线城市房价猛涨。

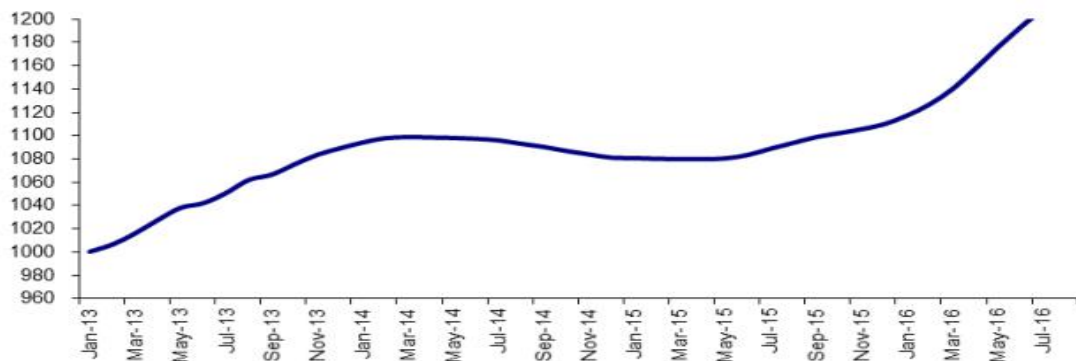


图 12: 288 城房价指数

与北京、上海的低供给、高房价不同，重庆则是高供给、低房价。北京、上海实行了严格的控制土地供给规模政策，而重庆则没有限制土地供给，而是通过许多途径增加土地供应，

通过调整供地的节奏来调控土地价格，避免抬高房价。而且重庆积极构建和完善以公租房为重点的住房保障体系，大力推进公租房的建设管理，解决低收入家庭以及外来务工人员的住房需求。



图 13：重庆的土地供给渠道

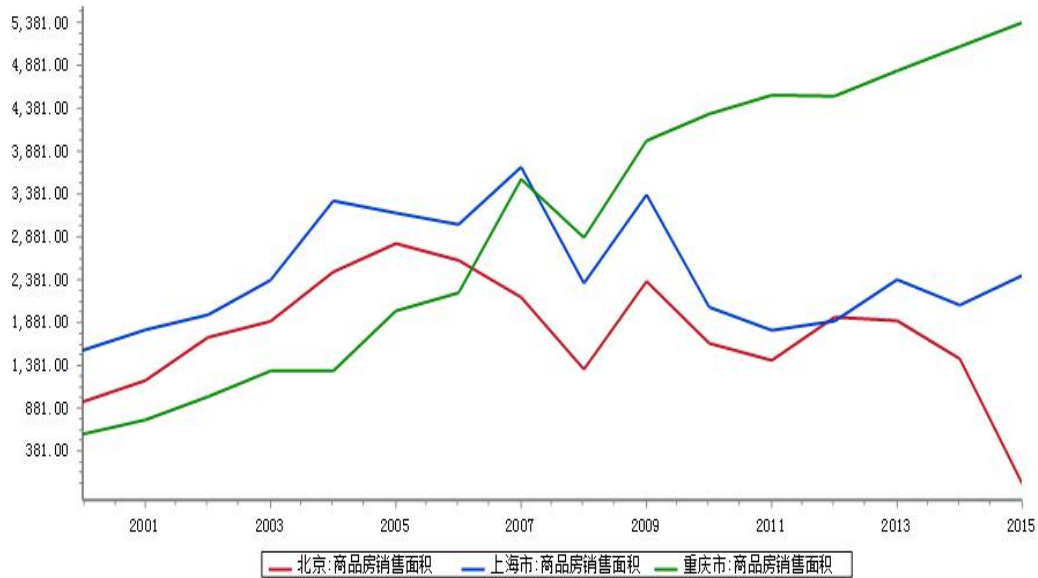


图 14：北京、上海、重庆的商品房销售面积

相比其他大型城市房价的大幅上涨，重庆的房价则温和很多，重庆不仅房价相对较低，在过去五年只涨了 12%，远远低于全国平均水平，更远远低于北京、上海和深圳等地；而且，重庆经济迅速发展，增速连续两年位居全国第一。

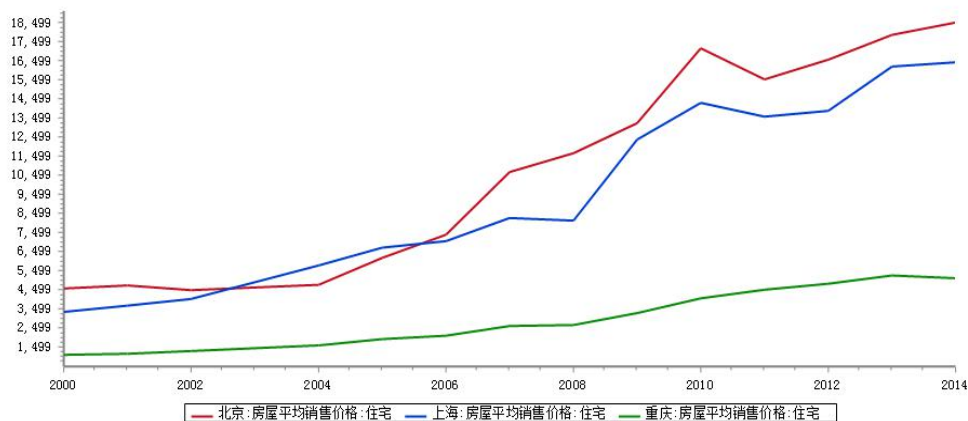


图 15: 北京、上海、重庆的住宅平均价格

(2) 土地的价格

城市	2015年度土地出让金 (亿元)	2015一般预算收入年度地方	2015年土地财政依赖程度
南京	879.1	1020.3	86.16%
合肥	466.4	571.5	81.61%
广州	955.1	1349.1	70.80%
福州	353.9	570.5	62.03%
佛山	339.7	565.2	60.10%
海口	60	100	60.00%
武汉	381.3	614.3	62.07%
杭州	638.2	1233.88	51.72%
常州	240	466.3	51.47%
石家庄	187.8	375	50.08%
温州	174.1	403.1	43.19%
北京	2032.1	4723.9	43.02%
苏州	633.3	1560.8	40.58%
成都	429.1	1154.4	37.17%
郑州	360.6	998.6	36.11%
重庆	674.5	2150	31.37%
上海	1681.9	5519.5	30.47%

表 3: 2015 年全国主要城市土地依赖度排名

1994 年的分税制改革,极大地压缩了地方政府的税收比例,但却将当时规模很小的土地收益划给了地方政府,从此奠定了地方政府走向“土地财政”的制度基础。由于事权和财权的矛盾以及地方债务的累积,地方财政也越来越依赖土地收入。一方面地方政府在财权和事权上陷入困境。分税制使地方政府丧失了最主要的财税资金来源,随着营改增的推进,地方财政更是步履维艰。财源上被截留,而事权(责)上没有丝毫的减少,城市民生工程都地方政府投入大量资金。

另一方面到了 2016 年,债务问题已经是越来越大,而 80% 以上的地方债务都是土地质押,如果抬高土地价格,使土地升值,地方政府不仅可以借债,还可以还上旧债,银行和地方政府皆大欢喜。于是借去库存的名义,一场轰轰烈烈的史上最大最快房地产大行情出现了,席卷了诸多一二线城市。

八、我国房地产市场存在的问题以及未来发展的政策建议

1. 中国房地产市场存在的问题

当前，中国房地产领域主要面临供过于求的矛盾逐步显现、房价预期发生逆转、利率市场化日益深化等问题。未来房地产市场将面临更加剧烈的结构调整和市场重新洗牌。此外，中国老龄化趋势不断加剧，而生育率却维持在一个较低水平，中长期势必将释放海量住房供给。因此，中国房地产市场将面临以下五个方面的问题。

表 4：中国房地产市场主要面临的五个问题

主要问题	问题描述
(一) 行业吸引力下降，融资环境趋紧	2013 年以来，除北上广深等一线城市外，房地产市场总体增长表现乏力，行业平均利润率出现明显下滑，在资本逐利性作用下，房地产资本开始逐渐转向其他区域或行业领域。房地产行业销售额降低，但土地出让金居高不下，劳动力成本大幅上升，这挤压了房地产行业利润，使得行业平均利润率呈不断下降趋势。在这一趋势下，商业银行无论是出于提高资本使用效率的角度，还是出于规避风险的角度，都会减少对房地产行业的融资贷款额度和规模，而这将进一步约束房地产行业的增长。
(二) 供求关系发生重要变化	目前中国房地产市场已经告别了全面短缺的时代，新增住房需求有所放缓。过去几年，房地产新建面积持续攀升，已经超过了由城镇人口增长所带来的内在“刚需”和旧房更新的需求，住房供给中用于满足投资性需求的比重在增加。然而，房地产市场发展受多种因素的影响，不同地区或城市，房地产市场逐渐呈现出明显分化的趋势，而限购、限贷等行政性调控政策在全国范围内的“一刀切”，更加剧了城市房地产市场的区域分化。从现阶段看，尽管一线城市仍然存在供给不足的问题，但其他部分城市则存在着供给过剩的问题，甚至不少城市出现了“空城”“鬼城”等现象。
(三) 行业竞争加剧，区域分化将愈演愈烈	新的经济形势下，房地产企业去库存压力大大增加。由于销售额降低，资金回流减慢，部分地区出现降价潮，导致竞争进一步加剧。此外，由于不同城市间发展存在较大的差异性，在地区发展异质性条件下，预计未来房地产市场的区域分化将愈演愈烈，城市层级分化凸显，一、二、三线城市房地产市场将出现较明显分层。根据国家统计局全国 70 个大中城市住宅销售价格变动情况数据显示，从 2015 年第四季度开始，特别是 2016 年 3 月，全国房地产市场分化态势逐渐加大。
(四) 房地产企业自身存在诸多不足	房地产企业过分依赖投资驱动，缺乏风险管理体系，很多企业存在资产结构风险、资产周转率低、融资渠道单一等不足。而以往快速发展的行业环境也导致房地产企业，特别是中小房地产企业科研投入不足，且运营决策缺乏科学性和规划性，无论是企业的组织管理还是企业的经营决策等都存在漏洞。同时，房地产企业在以往暴利环境驱动下，不够注重成本和资本节约，使得企业施工和建设过程资源损耗较大，欠缺环保节能和绿色发展理念。此外，当前房地产行业产业链之间的依存度和成熟度偏低、产业内协同程度偏低、产业价值创造不足等问题也严重制约着房地产业的转型发展。
(五) 相关法律法规等制度不够完善	近期出台且对房地产市场发展也具有重要影响的法律法规应首推由国务院颁布，自 2015 年 3 月 1 日起施行的《不动产登记暂行条例》和财政部 2016 年 2 月 19 日公布的《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》。 不动产登记制度的出台，不仅对明晰和保护包括住房在内的不动产权，以及对提

高不动产市场交易的便利性和保障性也具有积极意义,而且对包括房地产市场在内的不动产市场的规范发展也具有重要意义。但是,在法律制度方面,中国有关房地产市场的法律制度规定依然有不完善或存在缺陷的地方。如近期温州市出现的个别城市居民住宅用地使用期限超过其原定使用期限,面临续期的问题。这一现象再次引起了大众对中国70年土地使用权到期后房屋归属权的担忧。
--

2. 中国房地产市场健康稳定发展的对策建议

尽管当前房地产市场面临诸多问题,但这并不能说明房地产企业已经没有持续发展的动力和前途,事实恰好相反,中国远未结束的城市化或城镇化进程依然是支撑中国房地产行业发展的长期动力。因此,理性面对中国房地产的新常态才是正确理解和认识中国房地产市场未来发展的正确态度。然而,以上诸多问题也不能不引起重视,针对以上问题,房地产企业应在以下三个方面采取措施。

首先,就房地产企业而言,在毛利下降、竞争压力大、库存压力大、地价高等约束下,企业利润率下行、规模化达到一定阶段时,房地产企业势必会面临多元化转型问题,尤其是在传统住宅市场已经存在重大转变情况下,多元化布局和多元化发展将是房地产企业发展的方向。因此,不同层级城市应采取不同策略。在一线城市,通过更广泛的业态支持发展,如商业办公、产业地产、养老地产、教育医疗、一级开发等领域,增加自身服务功能,通过综合化、高端化和精细化发展,房地产企业才能在一线城市更好地生存下去。而二、三线城市则需要通过谨慎经营、差异化发展等措施紧跟中西部地区的经济崛起。多数二线城市和三线城市的房价存在一定的下跌压力,需要通过控制供给以消化库存。因此,房地产企业应进行多元化经营探索,通过转型升级等措施以应对房价新常态。此外,房地产企业还应积极应用互联网思维,适应互联网带给市场和经济的变化,调整战略增强抵御市场风险的能力,以消费者需求为导向,增加企业自身服务能力和质量。

其次,就政府政策而言,由于一线城市和个别热点二线城市的房地产价格依旧存在上涨压力,因此,还需要地方政府充分重视房地产的市场化调控。但应改变以往“一刀切”的调控思路,变堵为疏,从行政性调控转向依靠法制和市场进行调节,让市场起到配置资源的决定性作用。同时,政府管理部门要转变自身角色和定位,着力于为房地产市场的健康发展保驾护航,而不是直接粗暴干预市场。地方政府应积极推进住房保障,加快棚户区改造,增加公租房和廉租房供给,通过完善城市公共基础设施建设,特别是完善配套公共交通体系建设,统筹解决中低收入特别是资源型城市的贫困家庭住房问题,可根据本地实际情况,采取灵活的政策和措施。针对市场的演变,考虑城市特点、人口总量、城市承载力等因素,进行不同程度的调控。统筹土地、税收、金融等各类政策工具,形成具有系统性的长效动态调控机制,通过市场化手段优化供需关系,在保障民生的基础上,促进房地产市场的发展。

最后,归根结底,房地产市场的走向最终还是取决于市场的供求关系。因此,房地产企业根据不同地区或城市发展水平、人口增长、收入水平等因素做好区域差异化经营实现规模增长至关重要。稳定的供求关系取决于供求双方对市场的判断和预期,而制度约束则是影响

市场主体预期的最重要因素，因而要通过落实户籍制度改革，加快提高人口城镇化，允许农民工市民化，允许农业专业人口实现就业地落户，并深化住房制度改革，取消已经过时的同现代市场发展不相匹配的限制性措施，着力满足城市外来人口对城市基本住宅的需求。

参考文献及数据来源

- [1] 涂力磊：“库存、成交、房价、投资—房地产四维跟踪”，海通证券研究所，2016.9
- [2] 陈天诚：“房价之谜：有一种永远震荡上涨的房价”，安信证券研究，2016.7.
- [3] 王霄：“论我国房价上涨的原因及减缓房价上涨的措施”，《经济论丛》2016.4
- [4] 谭政勋，王聪：“房价波动、货币政策立场识别及其反应研究”，经济研究，2015.1
- [5] 刘行，建蕾，梁娟：“房价波动、抵押资产价值与企业风险承担”，金融研究，2016.3
- [6] 安辉：“我国房地产价格影响因素的实证分析—兼论当前房地产调控政策”，《财经科学》，2013.3
- [7] 张洪：“房地产投资、经济增长与空间效应—基于70个大中城市的空间面板数据实证研究”，《南开经济研究》，2014.1
- [8] 许宪春：“房地产经济对中国国民经济增长的作用研究”，《中国社会科学》，2015.1
- [9] 刘祺阳，罗志刚：“我国房地产政策的演变与调控绩效”，《江汉论坛》，2014.9