

研究报告

2017 年第 17 期

2017.02.17

执笔：邱牧远、黄旭

muyuan.qiu@icbc.com.cn

huangxu@icbc.com.cn

对近两轮房地产价格波动的反思

要点

- 近年来，在我国经济总体处于下行调整期的大背景下房地产业以超出宏观经济波动的频率经历了数轮波动。这不但给行业自身的稳定发展带来一定风险，也给与其相关的上下游产业带来了不确定性。
- 通过对典型事实的梳理，报告分析了 2011-2016 年期间两轮房价波动形成的原因。从推动因素来看，近两轮房价波动体现了新常态下供需两侧同时发力，长期与短期因素共同作用的特点。货币政策、调控政策以及土地供应政策均对房地产价格的走势产生了较大影响。
- 在针对未来房市调控政策中，应坚持以市场化手段为指导、从供需两端同时发力的原则。在调控方式上，要逐步减少限购、限价等非常规手段的应用；在货币政策上，要在总量控制的前提下，增强货币政策工具调节的准确性；从改革推进来看，要通过推进城乡土地流转制度改革和城市土地性质流转改革，增强土地供应的活力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

对近两轮房地产价格波动的反思

房地产业一直是支持国民经济增长的重要部门，也是促进城市化、保证居民生活质量的关键所在。自新世纪初的住房改革完成以来，市场化成为我国房地产业发展的主要方向。但近几年来，在我国经济总体处于下行调整期的大背景下，房地产业却以超出宏观经济波动的频率经历了数轮波动。

图 1 中显示了我国 70 个大中城市新建住宅价格指数环比变动的情况。如果以相邻两次房价环比增速的低谷定义周期，则自 2008 年以来我国房地产市场总共经历了三轮波动，分别为 2008 年底至 2012 年初、2012 年初至 2014 年第一季度和 2015 年初至 2016 年底。



图 1. 70 个大中城市新建住宅价格指数环比变动

房地产业的频繁波动不但给行业自身的稳定发展带来一定风险，也给与其相关的上下游产业带来了不确定性。房市周期背后的成因为何，如何减少房地产业的波动，增强其对实体经济发展的支撑已成为经济新常态下宏观经济健康运行的重要问题。报告针对最近两轮房地产价格波动的典型事实分析其背后的成因，并对经济新常态下房地产业宏观调控的方向做出政策建议。



一、非常规政策伴随房地产市场周期

政策调控一直伴随着房地产业的周期性波动。在 2012 至 2013 年房地产市场持续火爆的背景下,国务院于 2013 年 2 月底召开常务会议研究部署房地产市场调控工作,并在 2013 年 3 月 1 日发布了《关于继续做好房地产市场调控工作通知》(国五条)。在此之后,全国房市逐步降温,环比于 2014 年初由正转负。但是,以 2014 年底各地陆续放开限购政策为开端,2015 年和 2016 年房地产市场景气指数不断攀升。随后又一轮调控开始,2016 年 10 月份各主要城市密集出台限购措施,总体房价涨幅收窄,目前呈现出降温趋势。

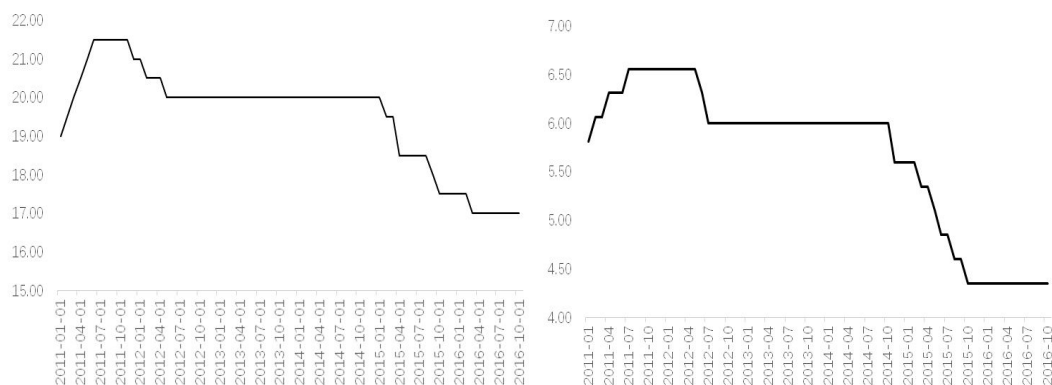
在这其中,首套房限制、户口限制等超常规的手段是房地产调控政策的一个鲜明特点。例如,北京市政府在 2010 年和 2011 年出台的“京十二条”和“京十六条”中,对于不能提供社保证明和纳税证明的人员采取停贷或停购的措施,在限购套数上也与本地户口居民具有一定差别;在 2016 年下旬的各地房地产调控中,大部分一线城市发布的楼市调控政策多以限购限贷为主,但在本地户籍、已缴社保年限、购房贷款记录、公积金与住房商业贷款比例等方面仍然保留了诸多限制。

二、全国层面的房价上升:一个货币现象

货币政策的松紧是决定总需求短期走势的重要因素,房屋作为一种商品,其价格周期与货币和信贷的周期性扩张具有较强的相关性,这可以从以下几个维度进行观察。

一是在两轮波动中房价上升均以央行宽松货币政策的导向为起点。在 2011 年底至 2012 年 4 月中,中国人民银行数次将大型金融机构的存款准备金率从 21.5%降至 20%;无独有偶,从 2015 年 2 月至 2016 年 3 月中,中央银行又进行了 5 次降准,将大型存款类金融机构存准率由 20%降至 17%,而 1 年期贷款的基

准利率也从 2014 年 11 月的 6% 降至 2015 年 10 月的 3.5%。政策引导短期利率下行从而释放流动性的意图十分明显。

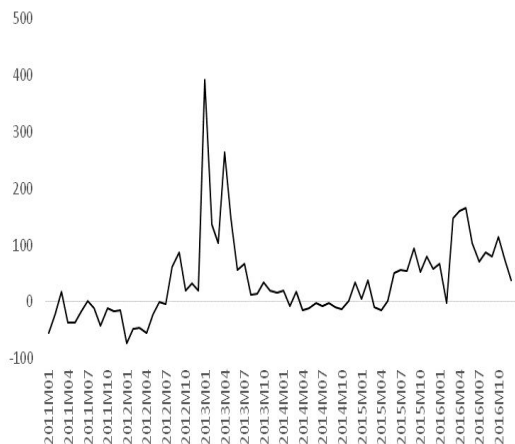


数据来源：中国人民银行

图 2 金融机构存款准备金率变化

图 3 1 年期贷款基准利率变化

二是信贷扩张在房价波动中均起到了推波助澜的作用。作为交易额较大的投资，房产交易与商业银行住房信贷的扩张具有密切联系。从居民中长期贷款同比变化的情况来看（图 4），在两轮房产价格环比上升景气时期都正好对应着居民中长期贷款同比增速的高点。2014 年 9 月底住建、央行、财政、银监等部门联手，在购房信贷、公积金、营业税等方面出台四波楼市利好刺激政策，对房地产需求回升产生重要推动作用。在 2016 年底针对一线城市的调控中，首付比例的限制成为主要的信贷工具。以上海为例，自 2016 年 11 月 29 日起，上海居民家庭首次购房的商贷首付比例不低于 35%；购买二套房商贷首付最低 50%；购买非普通自住房者，首付款比例不低于 70%。



数据来源：上海证券交易所，国家统计局

图4 新增居民中长期贷款同比变化

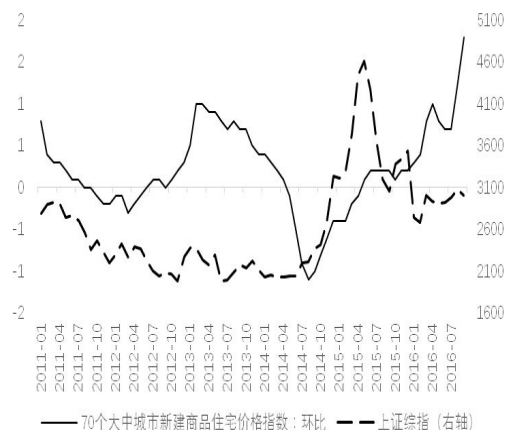


图5 上证综指与房价环比

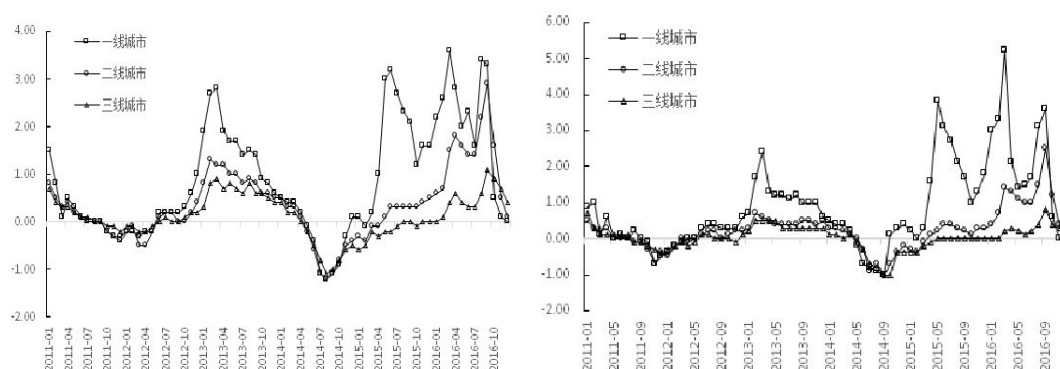
三是由于房屋作为兼具投资和使用双重属性的商品，在资本市场周期性涨跌的过程中与股票等金融资产形成了一定的替代关系。从图5可以看出，2012、2013年楼市相对火爆时，上证股指持续在底部徘徊；随着2014年房价增长开始由正转负、陷入相对“谷底”，股票市场恰逢一波大涨行情的启动；而2015年5、6月股票市场上升趋势反转时，也正巧与全国房价环比由负转正相重合。

三、房价上涨的结构性分析：货币现象解释的不足

（一）房价波动的结构性

关于货币同包括房产在内的资产价格的观察确实是理解房价总量波动的重要维度，但货币和信贷的扩张作为一个不受地域限制的宏观变量，却对不同地区房价的差异性变化解释不足。

事实上，无论是新建商品房还是二手房房价，两轮房价上涨过程中环比增速在一二三线城市种均出现了分化：一线城市和二三线城市的房地产市场无论在价格波动和成交数量上来看都显示出一定的差异。一线城市房价高歌猛进，二三线城市则呈现出了不温不火的局面。

资料来源:wind 数据¹

新建商品房

二手商品房

图 6 四十个大中城市房价月环比 (%)

特别是在近一轮的房价波动中，上述分化态势更加明显。一线城市房价上涨之后的很长一段时间里，三线城市甚至是二线城市房价依然呈现环比下降的态势。从表 1 显示的不同类型城市房价同比增长率的相关系数来看，无论是新建商品房的增速还是二手房，本轮房地产周期中二三线城市的房价增长率与一线城市的协同性明显降低了（表 1）。

表 1 不同类型城市房价在不同时段的相关系数

新建商品房						
	2011M10-2013M10			2014M11-2016M11		
	一线城市	二线城市	三线城市	一线城市	二线城市	三线城市
一线城市	1.00	0.97	0.94	1.00	0.71	0.51
二线城市		1.00	0.97		1.00	0.95
三线城市			1.00			1.00
二手房						
	2011M10-2013M10			2014M11-2016M11		
	一线城市	二线城市	三线城市	一线城市	二线城市	三线城市
一线城市	1.00	0.92	0.95	1.00	0.68	0.54
二线城市		1.00	0.93		1.00	0.96
三线城市			1.00			1.00

（二）房价分化背后的长期因素：城市化与人口聚集的长期趋势

¹根据 Wind 数据平台的定义，一线城市为北京、上海、广州、深圳；二线城市为天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市为无锡、贵阳、昆明、南宁、海口、银川、乌鲁木齐、嘉兴、温州、佛山、常州、唐山、烟台、东莞，共 14 个。



国家的工业化总是与其人口的城镇化息息相关。自改革开放以来，中国城镇化共经历了三个阶段。第一阶段是 1978 年至上世纪 80 年代末，在户籍制度较为严格、社保体系没有建立的情况下，当时采取的方针是“控制大城市规模、合理发展中等城市、积极发展小城市”。与此对应，当时人口的迁移好聚集出现了“离土不离乡，进场不进城”的模式。尽管全国人口的城镇化率的总量不断上升，但主要体现在小城市的迅速发展；第二阶段是上世纪 90 年代初至本世纪初，随着工业企业规模的增加人口在大城市的聚集效应逐渐凸显。特别是新世纪初住房改革的完成和人口流动限制的进一步放松，使得人口向经济发达大城市流动的趋势得到了进一步增强。在目前，以北京、上海、广州和深圳为中心形成的长江三角洲、珠江三角洲和环渤海湾地区三大经济中心以及辐射全国的都市圈已基本形成，长江中下游的武汉、重庆、西安等地建立的若干个区域性的经济和工业中心也具有非常重要的位置，这些地区的城市同时也是人口流动和聚集的重点。

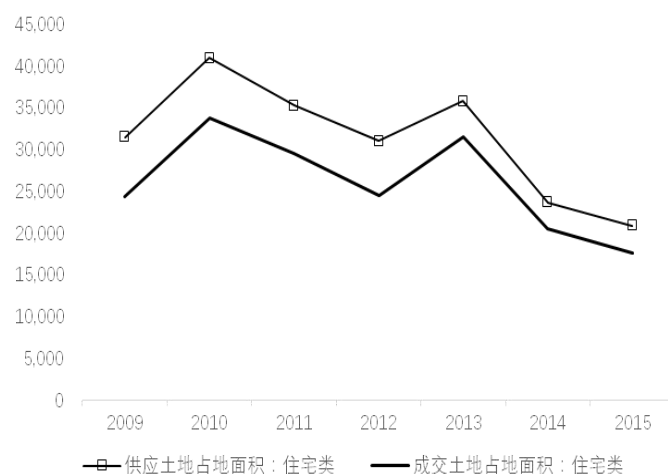
城市房价的上涨与国家工业化下人口城市化的特点密不可分。在目前，一线城市及二线城市中经济较为发达的地区的人均收入较高，无疑均是近两轮房价上涨的热点地区；而三四线城市由于处于城市化和工业化的初期，对于人口聚集的经济吸引力有限，这又使得由人口聚集派生而来住房需求不如一二线城市旺盛。

（三）房价分化加剧背后的制度性因素：土地供应分化

作为房屋的物理依附，土地是讨论房地产市场时不能忽视的因素。在目前，尽管我国城市新房和二手房交易已经完成了市场化的转型，但土地的供应与流转却依旧由政府统一管理和计划，而房屋价格的区域性上涨与土地供应这一制度性特征不无关系。

1. 全国住宅类土地供应收缩的大背景。自 2011 年以来，全国土地供应呈现总体收缩的态势。截至 2015 年底，全国住宅类土地供应已经从 2010 年时的 4 万亿平方米下降到 2.1 万亿平方米，在 5 年间下降了一半。土地供应面积的减少直接导致了成交土地面积与房屋总体规划建筑面积的减少。土地成交面积

从 2010 年的近 3.4 亿平方米下降至 2015 年的 1.9 亿平方米，住宅类土地的规划建筑面积则从 2010 年的近 9.4 亿平方米，下降至 2015 年的 5.4 亿平方米，降幅超过 40%。



数据来源：各市国土局，Wind

图 7 住宅类土地供应和成交面积

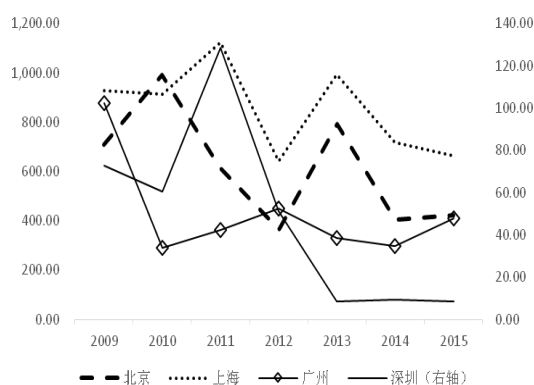
2. 一、二、三线城市土地供应和地价分化。在全国住宅类土地供应总量缩减的背景下，不同城市的土地供应情况也呈现出差异化的特点。2010 年至 2015 年间，一线住宅类土地供应的年均值仅为 2009 年的 71%，二线城市为 83%，三线城市则为 126%。从土地供应收缩的态势来看，一线城市最为严重，二线城市次之，三线城市则有所升高。而这又与各类城市房价的上涨幅度形成了鲜明对比：供地收缩越严重的城市，地价上涨也越多。在 2012-2014 年的三年时间里，一线城市地价上涨最猛，商品房均价从 4200 元/平方米上涨到 11133 元/平方米，涨幅达到 165%；二线城市涨势相对一线城市较为和缓，但也上涨了近 70%；三线城市上涨最少，从 2012 年的 1022 元/平方米上涨到 2015 年的 1369 元/平方米，上涨 34%。

3. 一线城市内部价格的分化。土地供应差别导致房价走势异化的逻辑同样可以应用到一线城市内部。在北京、上海、广州深圳这四个一线城市中，北京 2015 年住宅类土地供应为 422 万平方米，是 2010 年（990 万平方米）的 43%；上海 2015 年为 663.57 万平方米，是 2011 年（1124 万平米）的 59%；广州 2015



年为 408 万平方米，虽比 2010 年 290 万平方米提高四成，但是比 2009 年 877 万平方米大幅减少 46.5%；深圳 2015 年为 8.58 万平方米，不到 2010 年的 15%。从降幅来看，以深圳土地供应降幅最大；上海次之，北京和广州分列第三位和第四位；而房价涨幅却正好与之相反（图 8 和 9）。自 2009 年以来，广州、北京、上海和深圳住宅类土地成交楼面均价涨幅分别为 167%、167.5%、100% 和 340%，土地供应缩减最大的深圳成为一线城市房价涨幅中的“离群值”。

在需求端变化不大的情况下，土地供给方面的分化很好地解释了本轮房价上涨中一、二、三线城市房价涨幅差距进一步拉大的情况，堪称一场土地供应影响房价的“自然实验”。



数据来源：各市国土资源局

图8 一线城市住宅类土地供应面积变化（万平方米）

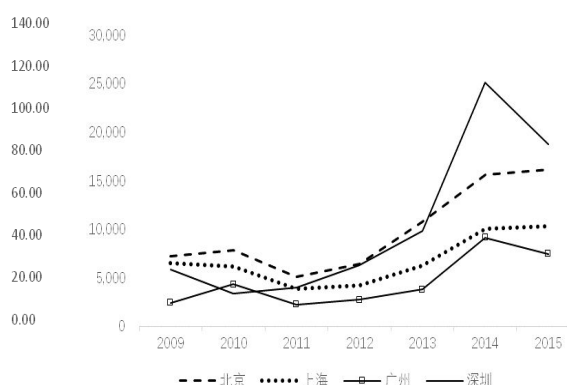


图9 一线城市住宅类土地成交楼面均价涨幅

四、平抑房地产周期：新常态下的供给侧结构改革的逻辑

从前文分析来看，近两轮房价波动体现了供需两方面同时发力、长期与短期因素共同作用的特点。宽松货币环境与人口城市化过程中对一二线经济发达城市的偏好，共同构成了房价上涨的需求，而城市土地供应的相对减少，又对房屋的供给产生了进一步的抑制。

面对最近两轮的房地产价格过快上涨，采取相应措施平抑房价并调整库存是保持房地产行业健康发展和整个宏观经济运行稳定的必然选择。从调控的效果来看，多管齐下的政策对抑制房价的过快上涨无疑是有效的。但在市场经济体制愈发成熟、宏观调控方式思路趋于市场化的当下，近期两轮房价波动的过程中的一些经验依然值得我们总结反思。

一是从中国城镇化发展的大趋势来看，未来房地产仍有健康发展的基础。在目前，我国人口撑城镇化刚刚过半，若按照 OECD 国家平均 90% 以上的城镇化率来看，未来还有很长的一段路要走。在这一趋势下，房地产市场中短期内应当不会出现“断崖式”的下跌。

二是从平抑房价的政策手段来看，尽管限价、限购和其他基于户籍制度的行政干预措施抑制房价在短期能够起到迅速的效果，但从长期来看却面临着越来越大的成本。一方面，行政命令对于预期的形成具有反作用；而在另一方面也与供给侧改革中所提及的放开人口流动限制，促进农业劳动力转移的大方向相矛盾。

三是从抑制房价的宏观环境来看，稳健的货币和财政政策是推进任何改革的必要条件和基本保证。自 2008 年我国推出四万亿的刺激政策以来，目前宏观经济依旧处于消化调整期。在经济新常态经济潜在增速下降的大背景下，继续以超常规的货币和财政政策刺激经济，不但不能使经济回到旧有的高速增长区间，而且会为日后改革留下风险和隐患。对于结构性更加突出的中国经济而言，保持经济健康发展需要定位更加精准的货币政策和财政政策配合。

四是从住房价格与土地供应之间的关系来看，未来城市土地改革要在盘活土地存量、加快土地流转方面多下功夫。对于一二线城市而言，城市本身面临着土地饱和的自然限制，平抑房价周期的关键是通过增加市场机制在土地资源配置中作用以实质性提升房地产供给对需求变动的反应弹性。要尽量通过改革打通工业存量闲置用地用于住宅及其他建设用地的转换通道，将一线城市工业化用地退出后形成富余土地尽快流转起来。另外，要在法律和制度层面尽快确定对城市小产权房、军产房的流转制度，适度放宽住宅建造容积率管制，边际



提升城市房地产供地弹性；对于三线城市和广大农村地区来说，由于其正处于城市化发展的初级阶段，深化城乡二元土地制度改革，打通农村建设用地向城市住宅及其他建设用地的流转渠道是土地制度供给侧改革的关键。要通过允许农民住宅和宅基地在自愿前提下合理有序入市，从而打破土地对农业劳动力转移的束缚，增强人口供给的有效性和活力。