

房地产市场的理性调整与通货膨胀控制

董裕平(《财经科学》2008年第11期)

内容摘要: 本文对我国CPI与房地产市场价格指数之间的相关性进行统计分析发现,两者之间存在显著的正相关性,而且房地产市场具有领先性特点。基于此,文章分析了我国房地产市场发展影响CPI的主要渠道,认为房地产市场的理性调整有利于控制通货膨胀,相反,在当前外部危机压力下刺激房地产市场会有助于缓解可能的通货紧缩问题,但也存在因市场调整不到位的潜在风险。

关键词: 通货膨胀; 房地产市场; 相关性

2007年以来,在国际国内食品、能源、原材料等价格快速上涨的直接推动下,我国市场物价呈现明显的上涨态势。特别是2008年1至7月,CPI同比上涨7.7%,创下1997年以来的最高涨幅。物价问题成为经济运行中的一个突出矛盾,对民众生活影响突出。为此,政府把防止价格过快上涨作为宏观调控的突出任务,目前,CPI涨幅已经连续几个月出现了回落。由于近期全球性金融危机的爆发,不仅预期我国CPI涨幅会因此进一步回落,甚至开始担心我国经济也会出现下行拐点。于是有关宏观调控政策的争议更加突出,尤其在房地产市场方面,例如,是否要取消对购买第二套住房的限制性政策,地方政府是否应该出面救市等。诚然,一方面,如果继续坚持原来的调控政策而导致严重的通货紧缩,则是大家都不愿意看到的结果;另一方面,为了应对当前因外部金融危机冲击可能造成的经济下滑而完全放松对房地产市场的调控政策,以维持房地产市场的繁荣景象来拉动经济增长,则会造成房地产市场的畸形发展,从而积累经济的结构性矛盾。为此,我们需要分析房地产市场对我国经济的影响力度。本文从我国房地产市场的发展状况与居民消费价格指数变化之间的关系这个视角进行分析,厘清房地产市场对我国居民消费物价的影响渠道,以便能够更好的理解当前房地产市场所面临的调整过程,才能更好的把握宏观调控政策的预见性与灵活性。

一、房地产市场与消费价格之间的相关性问题

尽管各国居民消费价格指数的统计指标中没有直接包括居民购买商品房的经济活动,但是,在市场经济条件下,房地产行业在经济中通常具有相对较大的影响力,特别是当

房地产市场处于快速上涨的阶段，其所具有的影响力与该产业直接在 GDP 中所占的比例更是不对称的。一般认为，发达国家的房地产市场繁荣具有很强的财富效应，它会导致物价上涨的压力。对于我国而言，房地产市场尚处于发展的起步阶段，其对消费价格水平又会具有什么样的影响呢？对此，我们可以检验房地产市场的价格指数与消费价格指数之间的统计相关性来加以说明。

我国这一轮物价呈现明显上涨的态势是从 2007 年三季度开始的，按照惯常的经济分析逻辑，上涨的原因可能有多个方面，包括自然因素造成食品供给方面的冲击，环境与人工成本上涨的推动，原油等资源性产品的国际价格大幅上升，还有大量顺差与人民币升值等造成外汇储备大幅增加进而引起流动性过多的压力等。然而，这些原因却遗漏了没有直接囊括到消费价格指数统计指标中的房地产价格因素，而从近几年的物价走势来看，我国房地产市场与居民消费价格之间似乎有着非常密切的联系。图 1 显示了各种价格指数（季度数据）的变化情况，我们直观的感觉是消费价格指数(CPI)与房屋销售价格指数（HSPI）的走势表现出了相当程度的一致性，而与生产者价格指数（PPI）之间所表现出的关联程度似乎相对弱一些。进一步计算这些指数之间的相关性系数后，我们可以得出更加明确的结论。

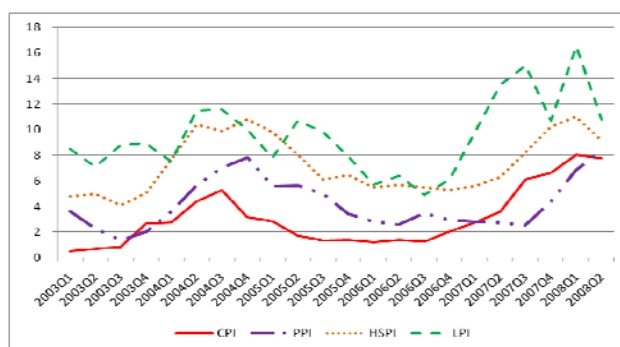


图 1 各种价格指数。数据来源：国家统计局

表 1 列出了同期的各种价格指数之间的 Pearson 相关系数。我们发现，同期的 CPI 与 PPI 之间的相关系数较小，而与同期的房屋销售价格指数和土地交易价格指数（LPI）以及固定资产投资价格指数（FIPI）之间的相关性更高。同期的 PPI 与 HSPI 之间的相关性也很高。进一步的研究发现，领先 1 到 2 个季度的 HSPI 数据与 CPI 之间的相关系数也分别提高到 0.832 和 0.792。领先 1 到 3 个季度的 PPI 数据与 CPI 之间的相关性明显增强。其相关系数分别为 0.801、0.842 和 0.706。而领先 1 个季度的 PPI 数据与 HSPI 之间的相关系数达到最高值，为 0.924。

表 1 各种价格指数（季度数据）之间的 Pearson 相关系数

	CPI	PPI	HSPI	LPI	FIPI
CPI	1	.575**	.764**	.750**	.832**
PPI	.575**	1	.820**	.386	.551**
HSPI	.764**	.820**	1	.577**	.599**
LPI	.750**	.386	.577**	1	.490*
FIPI	.832**	.551**	.599**	.490*	1
N	22	22	22	22	22

注：**，统计相关的显著水平为 0.01（双侧检验）；*，统计相关的显著水平为 0.05（双侧检验）。

与世界其他国家一样，我国的 CPI 统计构成中也不包括“购房”价格。但是，从以上统计相关性的结果来看，与 CPI 相关性最强的是领先 1 个季度的房屋销售价格指数，另外还有领先 2 个季度的生产者价格指数，以及同期的土地交易价格指数与固定资产投资价格指数。同时，我们看到，领先 1 个季度的 PPI 数据与 HSPI 之间的相关系数达到最高值，再鉴于 CPI 与 HSPI 之间的高度相关性，这似乎在暗示 HSPI 可能是 PPI 向 CPI 传导的一个影响渠道。从理论上讲，PPI 作为 CPI 的领先指标，具有成本推动影响。实际上，由于我国政府对一些公共性的基础产品实行了价格管制，对一些农业产品进行政策补贴，而一般工业消费品市场的竞争非常激烈，因而 PPI 与 CPI 之间的理论联系并不能在实际中得到充分的体现，然而，PPI 对房屋销售价格的影响似乎更为显著，因为 PPI 的上涨完全可以成为房地产商提高房屋销售价格的一个正当理由。从时间先后的次序上来看，PPI 可能通过房屋销售价格这个渠道向 CPI 传递。但从我国房地产市场的实际情况来看，由于房改造成的阶段性需求爆发、房地产市场具有某种程度的供给垄断性以及一些投机性因素的作用，处于经济上升期的房屋价格本身就存在较大幅度幅上涨的压力，再者，房地产价格中建筑材料成本的构成比例并不高，所以 PPI 上涨因素直接推动房屋销售价格的上涨幅度实际上可能相当有限。

二、房地产市场对消费价格的影响渠道

以上分析表明，房地产市场价格与居民消费价格之间存在显著的正相关性。因此，我们可以认为，不仅以往 CPI 的上涨与持续上涨的房地产市场价格有着密切关联，而且，当前 CPI 的持续回落，尽管与政府通过发展生产、确保供应、采取临时价格干预等一系列综合的控制措施密不可分，但也应该与当前房地产市场的调整有着密切的关系（图 2）。从领先性特点来看，房地产市场价格上涨构成了居民消费价格上涨的可能原因，其作用渠道可能有多

种，不仅有来自供给层面，还有需求层面，其中也包括 HSPI 可能扮演着 PPI 向 CPI 传导这样的角色。

自从全面实施住房商品化改革以来，我国房地产市场开始进入加速发展的上升阶段，并且很快成为我国经济的支柱性产业之一。1999 年至 2008 年上半年，我国房地产开发投资年均增长速度达到 25.2%，超过同期全社会固定资产投资年均增速 5.1 个百分点。与房地产投资快速增长相伴随的是房屋销售价格与土地交易价格的大幅上涨。根据国家统计局的统计数据，到 2007 年底，房屋销售价格已经上涨到 1999 年的 1.5 倍以上，同期的土地价格上涨幅度则接近 1.7 倍，尤其是近几年涨幅明显加速（图 3）。近几年房地产市场的繁荣发展，从多个渠道影响了居民消费价格的上升。

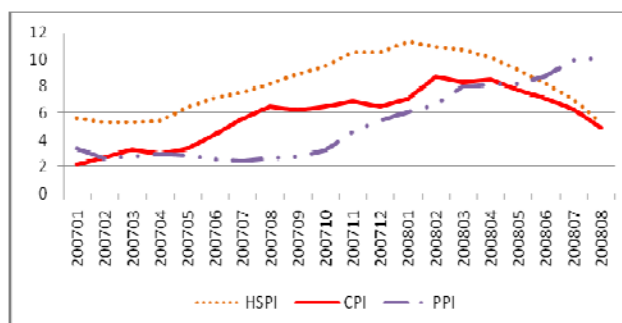


图 2 价格指数的月度走势。数据来源：国家统计局

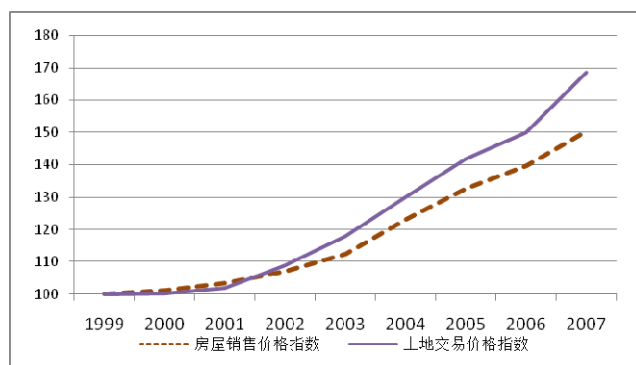


图 3 房地产市场快速上涨的趋势，1999 年=100。资料来源：国家统计局

首先，土地的货币化造成了经济中的流动性大量增加，从而加大了物价上涨的压力。2003 年以来，一方面全国土地出让面积大幅增加，另一方面，土地交易价格节节走高，因此，总的土地价款也年年攀升。根据国土资源部的统计数据，从 2005 年到 2007 年，全国以“招拍挂”方式出让的土地面积分别为 5.72 万公顷、6.65 万公顷和 11.53 万公顷，由此获得的出让土地价款分别为 4195 亿元、5492 亿元和 9551 亿元，分别占当年政府财政总收入的比例

为 13.25%、14.17%和 17.99%。另外，协议出让的土地还没有纳入上述计算，保守估计这部分土地出让的价款每年大约有 2000 亿元。土地出让的收益主要留在地方各级政府手中，扣除征地补偿与拆迁安置等费用之外，再按有关规定计提若干比例的几项基金后，就完全成了地方各级政府的可支配收入（未纳入预算）。同时，我们观察到，这几年财政与政府机关团体的存款出现了大幅增长，每年的增长速度大幅超过财政收入的增长速度。因此，房地产市场的繁荣造成大量的土地货币化，直接增强了各级政府的支出能力，而地方政府又具有强烈的支出冲动，因此造成总需求的扩张，必然导致消费价格上涨的压力。

表2 政府财政收入与存款情况(单位: 亿元)

年份	财政收入	增长速度(%)	政府性存款	增长速度(%)	占总存款比(%)
2004	26395	—	14479	—	6.02
2005	31649	19.90	20049	38.47	6.98
2006	38760	22.47	25973	29.55	7.74
2007	53104	37.01	36665	41.17	9.42

资料来源：中国人民银行，国家统计局。

其次，房地产价格上涨所具有的财富效应增加了总需求对价格水平的压力。一般认为，资产价格的变化会导致资产持有人财富的增长（或减少），影响短期边际消费倾向，进而促进（或抑制）消费的增长，最终促进（或抑制）经济增长。许多研究对资产价格变化的财富效应程度进行了估计。Modigliani 和 Tarantelli（1975）对发展中国家与意大利的消费函数研究估计财富效应为 4—8%，平均为 6%^[1]。Mehra（2001）对总消费函数的研究表明资产价格变化的财富效应约为 3%^[2]。另外一些国别研究结论所估计的财富效应也都在 4%左右。不过，对金融资产（主要是股票市场）存在的财富效应是具有争议的。Case, Quigley 和 Shiller（2001）对 14 个发达国家 1975—1999 年间的年度数据和美国的 50 个州及华盛顿特区在 1982—1999 年间的季度数据进行经验研究发现，股票市场对消费所具有的财富效应非常微弱，但是，有很强的证据表明房地产市场价格的变化对一般消费具有重要的财富效应^[3]。也就是说，股票市场的财富效应并不显著，股票市场的上涨未必能导致消费的增加，相反，股票市场的调整也未必会对实体经济造成明显的负面影响。但是，房地产作为居民持有实物财富的主要形式，不仅在整体经济中占据重要的地位，而且具有显著的财富效应。这就意味着，房地产市场的繁荣会促进消费的增长。在我国，一方面由于缺乏房地产按揭融资服务，房产增值带来的收入难以变现，另一方面所购房产大量属于自住性质，投资性房产

所占比例还比较小，因此，财富效应的主要作用渠道可能不一定是房地产所有者感觉资产升值而增加消费，更有可能的则是与房地产有关的行业部门收入增加，以及各级地方政府获取大量的土地收益和有关建安税费后增加支出所导致的消费增加。

第三，房地产行业的快速发展，一部分是投资需求拉动总体价格的上涨，另一部分则是带动居住类消费价格的上涨，而后一部分则按照规定的统计比例直接反映在 CPI 中。我国目前采用的 CPI 商品分类目录和编制方法始于 2000 年，纳入 CPI 统计的包括食品、烟酒及用品、衣着、家庭设备用品及服务、医疗保健及个人用品、交通和通信、娱乐教育文化用品及服务、居住等 8 个大类，251 个基本分类。原来的“居住”类中仅包括建筑装饰材料、房租费用两项，后来经过调整纳入了“抵押贷款利息”和“物业费”等新的消费项目。目前，我国“居住”类消费性支出价格在 CPI 构成中占到 13%，其比重次于食品类（34%）和娱乐教育文化用品及服务类（14%）。但与一些发达国家相比，我国的居住类价格指数在 CPI 构成中所占的比例仍然偏低¹。尽管如此，我国居住类价格指数自 2003 年以来对 CPI 上涨的直接影响也仅次于食品类。从 2003 年 1 月至 2008 年 7 月，居住类价格指数同比一直处于上涨态势，各月平均的价格指数为 104.6，而同期各月平均的 CPI 则为 103.2，前者比后者高出了 1.4 个百分点，显然对 CPI 的上涨具有推动作用。因此，房地产市场的繁荣影响了居住类价格，从而直接导致了 CPI 的上涨。

第四，房地产市场价格快速大幅上涨改变了经济中各部门之间原有的比价关系与利益结构，由于住房价格与全社会成员的生活息息相关，房地产市场价格持续上涨一段时间之后，其他行业部门必然也会感受到价格上涨的压力，因此，原来的比价关系与利益结构需要重新定位，这个过程通常会伴随着物价总水平的上涨。

另外，房地产市场的繁荣，不仅直接造成银行信用的扩张，而且在人民币升值的预期背景下，房地产行业还吸收了相当多的外资流入，因此，货币供应的快速增长也造成了消费价格上涨的心理预期。

三、房地产市场的理性整有利于控制通货膨胀

房地产市场的持续繁荣确实能够通过多种渠道造成消费物价上涨的普遍性压力。因此，要想严格控制通货膨胀，就有必要继续保持对房地产市场的宏观调控压力，以促进房地产市场能够实现理性调整。2005 年以来，政府为了整顿房地产秩序，抑制房价，采取了一系列

¹ 例如，在美国 CPI 构成中，居住类占比重最大，达到 41.79%。欧元区调和统一的消费者价格指数（HICP）有 12 个大类，其中的“居住和水电燃气及其他燃料”占比为 15.35%，再加上“家具、家庭设备及房屋维修”所占的 7.57%，则所占权重之和为 22.92%。^[1]

货币政策、土地政策、税收政策和一些直接管制的行政措施，并敦促各地方实施房地产新政，希望使过热的房地产市场回归理性。如今房地产市场出现了一些较为明显的变化：一路狂涨的房价开始出现分化，有些城市出现了较大幅度的下跌；由于对未来房价预期的改变，消费者开始采取观望，恐慌性的购房需求得到了抑制；市场交易量呈现较大幅度的萎缩，房地产商开始感受到了危机的压力。舆论对此仍然争议不休，各种观点、论调盈耳，可谓见仁见智。不过，在笔者看来，房地产市场出现的这种变化，不仅是宏观调控政策期望的结果，更符合市场本身健康发展的内在规律。因为从国际的经验教训来看，我国房地产市场近年来的高速发展可能也不具有可持续性，所以需要进行理性的调整。

1999年至2008年上半年，我国房地产开发投资年均增长速度达到25.2%，超过同期全社会固定资产投资年均增速5.1个百分点。与房地产投资快速增长相伴随的是房屋销售价格与土地交易价格的大幅上涨。根据国家统计局的统计数据，从1999年到2007年，全国平均房屋销售价格已经累计上涨了50%以上，同期的土地价格上涨幅度则接近70%，大中城市的价格涨幅更是惊人。今年以来，股票市场已经快速缩水超过了三分之二，房地产市场也出现了明显的变化。尽管销售价格上涨的动能减弱，大多数城市仍然在高位坚守，统计数据显示，2008年上半年全国70个大中城市的房屋销售价格同比上涨了10.2%。然而，与房屋销售价格继续坚挺相悖的是，房屋销售的成交量正在大幅萎缩。据统计，今年1—9月份，北京住宅销售网上签约套数同比下降了32.7%，上海下降了33.8%，深圳市内六个区下降了34.7%，广州市内十个区下降了35.4%²。另外，各地方的土地交易量不仅大幅萎缩，而且交易价格也开始走低。我国房地产市场目前出现这类情况与其他国家以往发生的房地产周期现象非常吻合。在通常的房地产周期中，在房价下跌之前的间歇期，首先会出现土地交易量的明显萎缩，而后是房屋交易量的大幅萎缩，最后通过价格调整来出清市场^[5]。

从国际的情况来看，日本的房地产市场从1985年开始出现了快速上涨，到1991年泡沫破裂达到高峰时，上涨幅度只有大约50%；美国房地产市场价格从2000年开始快速上涨，到2006年达到顶峰，上涨幅度达到了90%左右。此后这两个国家的房地产价格都不可避免的出现了大幅下跌，经济也因此而走向衰退。目前美国正在经历由于房地产价格下跌所引爆的金融危机，可以预见的是，只要美国房地产价格没有跌到谷底，危机就会继续恶化。英国《经济学人》杂志的文章（2008年8月21日）甚至认为美国将因此而面临类似于日本那样的“失落十年”。我国目前房地产市场价格上涨的总体幅度已经超过了当时的日本，主要大

² 杨国华，《2008年三季度行业前瞻：房地产业绩分化初见端倪》，<http://www.cnlist.com>。

中城市房地产价格的涨幅甚至超过了美国的情形。诚然，我们可以用某些中国特色因素来解释，比如说，我国房地产市场处于起步发展的阶段，大量的刚性需求在短期内得以释放，供求矛盾相对突出使得房地产市场价格上涨的基础相对稳固，但是，无论是宏观形势的变化调整，还是市场有效需求的培育成长，或者是住房政策调整的社会要求，都不可能继续支撑我国房地产市场单枪匹马式的长期高速发展。因此，我们要避免类似于日本与当前美国所发生的房地产危机，就必须看到前几年高速发展的荣景应该已经告一段落，从而能够理性的接受当前市场正在调整的事实。显然，这种理性的调整，可能的确有助于减轻我们控制通货膨胀的压力。

四、外部危机冲击对房地产市场调整的压力

基于房地产市场与消费物价指数之间存在显著的正向相关联系，而且房地产市场具有领先性，因此，一方面，房地产市场的理性调整有助于控制通货膨胀，而在另一方面，由于当前经济受外部危机冲击而造成出口大幅萎缩，紧随 GDP 增速下滑而可能出现通货紧缩的现象，此时，是否应该通过刺激房地产市场的政策来保持经济增长呢？由于 1997 年东亚金融危机后国际经济环境的骤然变化，我国在 1998 年经济增速仅为 7.8%，1999 年更是下滑至 7.1% 的最低点。同时，我国的 CPI 数据随经济减速也出现了负增长。1998 年我国 CPI 指数为 -0.8%，1999 年 CPI 指数更是下滑至 -1.4%。当前正在面临的世界性经济危机冲击所造成的影响可能会更大，这将迫使我国经济需要更多的转向内需寻求支撑，显然，房地产市场已经发展成为我国经济中内需的一个重要方面。为此，人们可能会认为应该放松原来对房地产市场的一些控制性政策，以刺激房地产市场的发展，增加内部总需求，从而缓解可能发生的通货紧缩问题。但是，宽松政策的风险在于可能造成房地产市场应有的调整过程被阻断，并且形成市场对政策的过度依赖。因此，具有准确预见性的宏观调控需要对此加以平衡，通过灵活的调整来保持经济的平稳增长。

一般而言，房地产市场的繁荣较多以萧条而告终，Bordo 与 Jeanne 在 2002 年所做的一项研究发现，这种情况占比达到 55%^[6]。这就意味着经济在经历房地产繁荣之后多数会出现较大幅度的修正。在正常情形下，房地产危机的残局清理过程会耗时 4—5 年，有时还要长得多^[5]。要等到自然增加的需求慢慢能够赶上已经处于静止状态的供给时，市场才会迎来复苏的拐点。这些特点可以看成是市场经济中房地产市场自身发展的某种规律。当然，我国的情况可能与此会有所不同，但是，房地产市场发展过程中所表现出来的一些阶段性特征则会有相似之处，所不同的可能主要是程度上的差别。例如，较为突出的供求矛盾和更为灵活的调控政策应该可以避免出现严重的房地产危机。从我国目前房地产市场供求的总体情况来

看，在价格较为坚挺的情况下，销售量已经出现较大幅度的萎缩³，这属于平台整理的间歇期，如果外部经济环境没有发生骤然变化，下一步应该会出现房地产市场价格明显的下跌。之所以会发生这样的调整，主要原因可能还是近几年房地产市场价格上涨过快，明显超出了居民收入增长的合理承受能力。

由此可见，在面临当前外部危机的重大压力之下，单纯想要通过政策刺激房地产市场来恢复市场的交易量，可能并不是十分明智的举措。在当前环境下，房地产开发商更应该认识到，不能继续凭借房地产市场的某种垄断特征来谋取高额利润，而应该把价格定在适合自然需求的水平上，否则，企图在保持价格继续上涨的同时，而要求政策背书来扩大成交量，则会造成更大的潜在风险。从我国经济发展的长期来看，一方面，我国房地产市场在总体上还处于起步发展的阶段，未来还有很大的发展空间，另一方面，随着城市化水平的不断提高，未来需要把大量的农村人口迁移到城市中来，住房的潜在需求规模非常庞大。当然，为了避免进一步造成房地产市场的巨大泡沫，我们不能把未来 20 年或者 30 年的潜在需求都提前到当前来兑现，不过，从我国当前房地产市场的发展水平来看，房地产市场的调整对我国总体经济的影响还不及美国等发达国家那样的力度，我们应该有能力保持房地产市场发展预期的稳定，在控制通货膨胀的同时，也尽量避免房地产市场出现大幅振荡而陷入长期的低迷，从而维持经济的稳定增长。

参考文献：

- [1] Modigliani, F. and Tarantelli, E. *The consumption function in a developing country and the Italian experience*, *American Economic Review*, 65, 1975
- [2] Mehra, “*The Wealth Effects in Empirical Life Cycle Aggregates Consumption Equation*”, FRB of Richmond Quarterly Review, 87, 2001
- [3] Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller, “*Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market*”, NBER working paper 8606, 2001
- [4] 张清, 《中外 CPI 构成中居住类价格内涵及权重比较》[N] 《中国经济时报》2007 年 10 月 29 日。
- [5] Lars Tvede, “*Business cycles*” (3ed.) P. 308-332, John Wiley & Sons, Ltd, 2006.
- [6] Bordo, M and Jeanne, O. “Monetary policy and asset prices: Dose ‘Benign Neglect’ make sense?”, *International Finance*, 5(2), 139-164, 2002

³ 根据房地产龙头企业万科、金地的公告，两家公司在 2008 年 1—9 月份的销售面积同比都出现了不同程度的下降，但是销售均价仍有上涨。