

楼市泡沫涌动

金融政策调整加强

杨红旭 / 文

目前的房地产市场形势有些耐人寻味：在成交量持续萎缩之后，是否会出现全国普跌？政府是否会“出手救市”？事实上，市场的走向与管理层的态度，都取决于一点：楼市是否存在泡沫——如果存在，泡沫必然会破灭，也应该破灭；如果没有泡沫，则要避免市场被恐惧心理“错杀”。问题的关键在于，很难准确界定泡沫的有无和大小，各国家和地区楼市和股市泡沫的历史表明，往往只有泡沫破灭后人们才惊呼：原来泡沫已经这么大！

因此，分析和研究是否存在房地产泡沫的生成条件，对于防范楼市危机和引导行业健康发展意义重大。综合 20 世纪 80 年代后期日本、台湾地区的楼市泡沫以及亚洲金融危机前泰国的楼市泡沫，并以近几年我国宏观经济和楼市的情况相比较来看，目前中国楼市泡沫的生存“土壤”已初步具备。

宏观经济发展或成“温床”

从根本上讲，房价的走势与经济增长呈正相关关系。各国家和地区房价中长期快速增长的阶段，几乎无一例外地处在经济高速增长的宏观背景下。在台湾地区，20 世纪 60 年代经济增长速度年均达到 10%，70 年代年均 9.4%，80 年代年均 8.1%；泰国经济在 20 世纪 80 年代和 90 年代初高速增长，1987 ~ 1995 年间年均增速近 10%；日本在 1956 ~ 1973 年间经济增长则保持

年均 9.3% 的高速，其后至 1990 年经济增速有所回落，但总体仍高于欧美发达国家。经济的持续高速增长，为房地产泡沫的形成创造了条件。

改革开放 30 年来，我国经济年均增幅保持在 10% 左右的高位，2003 ~ 2007 年更是连续 5 年保持在两位数，这在世界经济发展史上是绝无仅有的纪录。单从经济增长情况观察，我国房地产市场已经具备了产生泡沫的条件，这需要特别警醒。

值得关注的是，我国存在一个可以延缓房地产泡沫的特别因素。台湾地区、泰国、日本等长期以来实行的是市场经济体制，而我国自 20 世纪 90 年代初才真正开始推行市场经济，房地产业的市场化则更晚至 1998 年住房制度改革后，才真正大范围、大力度地展开。因此，进入新世纪以来，我国房价的快速增长，在一定程度上有补偿历史欠债的成分——计划经济体制下，住宅商品化消费和房价上涨曾被长期压制。

外资流入推波助澜

随着国民经济的持续快速发展，本币升值是必然趋势，这会直接导致发达国家的资金出于套利目的而大量涌入，历史上的日本、泰国、台湾地区无不如此。外资尤其是海外热钱进入后，主要会流向资产市场（主要是股市和楼市两大领域），从而对于楼市泡沫的形成起到推波助澜的作用。

当然,除了通过本币升值套利之外,外资还看好这些新兴经济体中短期内资产价格的快速上涨,这种情况尤以泰国为典型。由于泰国资本项目高度开放,大量热钱蜂拥而入,与此同时,泰国的外汇储备量却明显少于外资进入量,以致市场缺乏对抗国际投资集团攻击的能力。当外资集中撤离时,泰铢被逼大幅贬值,股市和楼市泡沫破裂,立即引发金融危机。

与我国本轮经济增长周期同步,随着人民币升值预期和经济快速增长,2002年以来,外资开始加速涌入。2000年末,我国外汇储备余额仅1656亿美元,2001~2006年,年增幅依次为28.1%、34.9%、40.8%、51.3%、34.3%、30.2%。至2006年2月底,我国国家外汇储备超过日本,跃居世界第一。2007年12月末,我国外汇储备余额为1.53万亿美元,同比增长43.32%。今年仅第一季度,我国新增外汇储备减去FDI和外贸顺差,还有851亿美元不明去处,其中不少属于热钱。不久前,中国社科院发表的一份报告认为,从2003年算起,目前国内的海外热钱总量高达1.75万亿美元,大约相当于截至2008年3月底的中国外汇储备存量的104%。这个数据未必绝对精准,却足以警示我们。

这么多热钱在国内潜行,尤其是部分进入到房地产市场,对推高一线城市的房价有相当作用。2006年出台的“171号文”,在一定程度上抑制了热钱进入楼市的速度,但也只是优化了结构,尤其是减少了进入销售市场的规模,而整体进入规模依然呈增长势头。因此,必须持续阻碍热钱继续推高重点城市房价,并防范将来由于热钱集中撤退可能引发的市场风险和金融风险。

货币政策预警

房地产泡沫形成需要大量资金的支撑。一般而言,流动性过剩是一个必备条件。除了境外热钱涌入这一外部因素,导致流动性过剩的最重要因素是宽松的货币政策。1990年楼市泡沫破灭之前,台湾地区货币供应非常宽松,1986~1988年的增幅分别为51.4%、37.8%、24.4%;日本的情况基本相似:1986年连续四次降低贴现率,由5%降到了1987年2.5%的超低水平,并一直维持到1989年5月;泰国的情况有些不一样,其经济规模偏小,经受不住热钱蹂躏,其流动性主要是由大量热钱涌入所造成的。另外就是国内的投资实业资金由于贷款利率较高而转而投资楼市。

2007年之前,我国的货币政策基本是偏宽松的,利率也处于历史偏低水平。但从近几年我国的货币政策情况看,显然政府已经吸取了其他国家和地区的教训,开始对宏观经济和房地产市场的偏快增长予以重视,并步入加息通道。改革开放30年以来,我国平均一年期存款利率是4%左右,而从2004年10月开始至今,已累计加息



供图/CFP

9次,基准存款利率由1.98%升至4.14%。其中2007年破纪录地加息6次;从2003年9月开始,至今已提高存款准备金率19次,由6%提高到17.5%,其中2007年提高10次,今年以来提高5次。

央行突然加快收紧流动性,而且从年底开始宣布实行从紧的货币政策,事实上恰恰是因为2007年全国楼市过热,且部分城市楼市从第四季度开始步入调整期。应该说从2004年开始,我国货币政策开始慢慢收缩,这比当年的日本、台湾地区政府要英明很多,但遗憾的是2004~2006年收紧流动性的力度偏小,从而失去了宏观调控的良机,以致不得不踩急刹车。

投资投机影响有限

离开了强劲的投资投机需求,任何房地产市场都不可能产生大量泡沫。在房价飙升的1987~1989年,台湾地区全民投机炒房,即使是1989年紧缩贷款之后,投机依然狂热,投机者甚至向地下钱庄贷款炒房。日本在楼市狂热期,由于经济增速下降,企业进行实业投资的积极性不高,它们利用与银行的密切关系贷款炒地皮,加剧了投资投机的局面。泰国的投机主体则是海外热钱和国内企业。

打击房地产投资投机行为,是近几年我国房地产宏观调控的重点之一,通过提高税率和个贷首付、限制外资购房、紧缩开发信贷等措施,产生了比较明显的抑制作用,虽然在2007年也有如深圳投资投机比重过高(据有关统计这一比例超过50%)以及少数企业盲目炒高地价的现象,但全国整体的投资投机比重并不高。

普通散户是目前我国楼市投资投机的主力

需要指出的是,与国外相比,我国针对房地产市场的宏观调控启动时间较早,一直压抑着市场泡沫的过快产生,而且我国政府对金融体系的控制力很强

军,其中最有名的是“温州炒房团”。得益于做实业形成的财富积累和发达的民间融资体系,他们资本雄厚,而且组团作战。先是2003年和2004年在上海楼市兴风作浪,经过2005年“国八条”的调控后,他们开始向其他城市转移,遍布国内许多城市。另外,山西煤老板炒房团也有一定名气,主要集中于北京等北方市场。此外,也有部分港澳台、境外华侨参与投资房产。

目前,机构类投资者主要有两种:一种是其他行业的企业由于本行业利润率较低,拿出企业余钱甚至借贷炒地炒房。这在江浙地区的民营企业比较突出,其中部分企业由此进军房地产开发业,他们已不属于短期投机行为,典型者如雅戈尔、海尔等;另一种机构投资者是海外

基金,自2004年以来,越来越多的海外基金进入我国房地产业,其中既有大规模收购者,也有通过参股内地企业而进入开发领域的,他们多属中短线投资者。

需要指出的是,与国外相比,我国针对房地产市场的宏观调控启动时间较早,一直压抑着市场泡沫的过快产生,而且我国政府对金融体系的控制力很强,类似日本和泰国的金融机构冒着高风险大肆向企业输送投资投机资金的行为比较少见。

综上所述,由于不利与有利因素并存,目前少数发达城市、尤其是一线城市出现了局部性的房地产泡沫,而绝大部分中西部城市的房价处于基本合理范畴,全国房地产行业整体上并未产生明显泡沫。去年第四季度以来,全国楼市开始调整,上述泡沫生成条件中的四个要素或消失,或褪色。针对这一情况,一线城市的房价下跌一些,有利于挤出泡沫。 ■

(作者为上海易居房地产研究院发展研究所副所长)