

房地产展望

中国

香港, 2011年7月11日
经济分析

- 本报告是我们第三份年度报告, 更新了住宅房地产行业的近期发展、政策和前景。
- 鉴于其对中国经济增长的巨大贡献以及其较大价格变化带来的金融风险, 房地产行业仍然是受到强烈关注的一个焦点。
- 在过去一年, 在政府给市场降温措施的影响下, 房地产价格增长减缓, 这些措施包括住房限购以及更严格的信贷政策等。
- 据我们估计, 市场价格只是轻微高估。我们预计近期价格增长将保持微弱势头, 并可能在价格错位加大的城市出现适度下调。
- 政府当局已实施了建设经济适用房的雄心勃勃计划。国际经验可为融资和土地利用政策提供经验教训。

目录

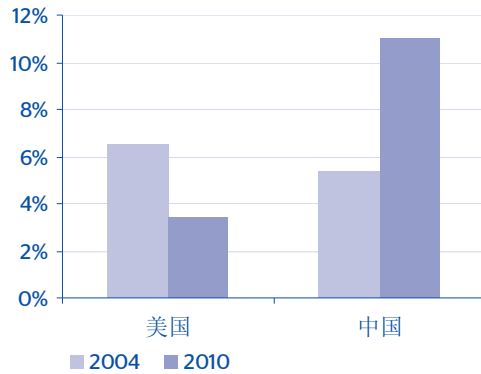
1. 介绍	3
2. 房地产市场近期发展和展望	5
专栏1: 政府给市场降温的政策措施	10
专栏2: 问卷调查的观点	11
3. 对中国房价错位的重新评估	13
专栏3: 价格失调相关文献的调查	16
4. 中期展望	17
5. 社会保障房的供应	18
专栏4: 中国的社会保障房	19
专栏5: 社会保障性住房的国际经验: 融资和土地使用政策	21
6. 参考文献	23
7. 附录: 评估中国均衡房价的数据和方法	24

出版日期: 2011年7月11日

1. 介绍

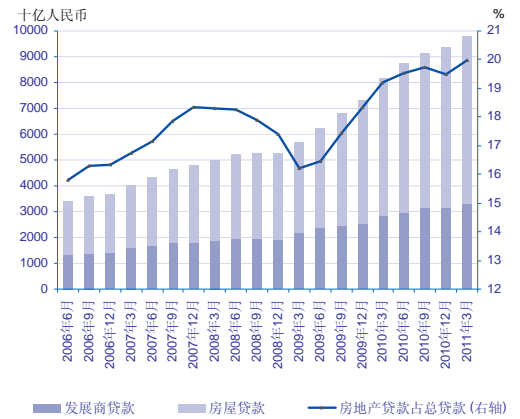
自1998年开始改革中国房地产行业使其更加市场化以来, 房地产市场已发展成为经济增长的主要发动机。收入的快速增长和大规模城市化造成需求不断提高, 使得中国的房地产市场在过去十年内得到蓬勃发展。当前住房投资已经占我国GDP的10%以上(图1)。在今后几年, 政府加大保障房供应的政策所产生的巨大政府主导性投资将使这个部门对经济增长的贡献更为重要。

图1
房地产投资-GDP



来源: NBS、CEIC和BBVA研究部

图2
房地产贷款和结构



来源: NBS、CEIC和BBVA研究部

鉴于房地产市场对总体经济的重要性, 特别是在社会政策中的作用(保障房)以及作为一种投资的选择, 该行业持续吸引了来自投资者和政策制定者的极大关注。这种关注很大程度上聚焦于因高流动性和快速信贷增长而带来的价格变化(图2)。很多人认为, 这种价格上涨造成资产价格泡沫风险, 如果不受遏制, 则可能危及经济和金融稳定性。清楚地意识到这些风险, 并且出于保护低收入家庭的住房承受力, 过去18个月以来中国城市已采取了一系列措施给市场降温。

这是我们第三份年度中国房地产展望报告。像去年那样, 我们更新了房地产行业的近期发展, 包括对市场降温政策以及保护较低收入人群的住房支付能力等政府政策的评估。我们还扩充了我们的基于供需模型的分析框架, 并据此评估大城市的房价相对于经济基本面如何变化。

令人鼓舞的是, 我们发现, 在过去一年房价增长已趋缓, 这使得我们在前两份报告警告的房价大幅下调风险已缓解。特别是, 由于我们建模和评估技术的改进以及实际价格增长趋缓, 我们对现行价格和基于基本要素价格之间错位程度的评估相对去年有所减小。实际价格增长趋缓在很大程度上归因于政府当局在控制流动性、紧缩信贷和强化宏观审慎措施上的努力。

即使如此, 房地产部门仍然存在重要挑战。特别是反映住房承受能力的指标在过去一年进一步恶化—这支持了政府在鼓励保障房投资方面的积极努力的必要性。在这一方面, 我们的报告总结了保障房融资和土地利用政策方面的国际经验, 为中国总结经验教训。另外, 虽然房价错位缩小, 但我们的评估表明, 市场价格仍高于根据基本要素合理确定的价格。这意味着价格适度下调可能会出现, 同时未来价格增长将在一段时间内保持温和适度。

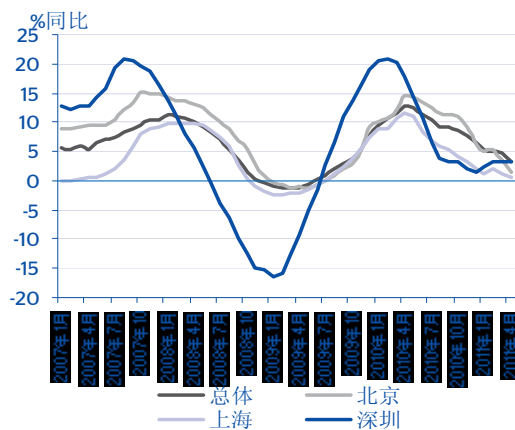
像前面报告那样，我们把短期和长期前景做了区别。在近期，尽管由于强劲的收入增长和需求，房地产市场硬着陆的可能性很小，但向下风险仍然占据主导。然而，在较长期内，我们仍然认为，预期的收入快速增长、城市化都将促使价格上涨。

本报告内容如下。第2部分回顾和更新了近期抑制价格波动的政策。它评估了这些政策的影响及其对房地产行业近期展望的意义。第3部分通过改进了我们的供需计量模型并在分析中纳入更多城市样本（从上个报告的6个样本到现在的35个样本）以及前瞻性变量（预期收入增长）做为觉得均衡价格的一个因素。这样，这次报告可以弥补上次报告中缺少预期性变量而产生的不足。最后，在第5部分中，我们提供了相关国际经验教训的案例分析，希望对中国政府的社会保障房计划可以有借鉴意义。

2. 房地产市场近期发展和展望

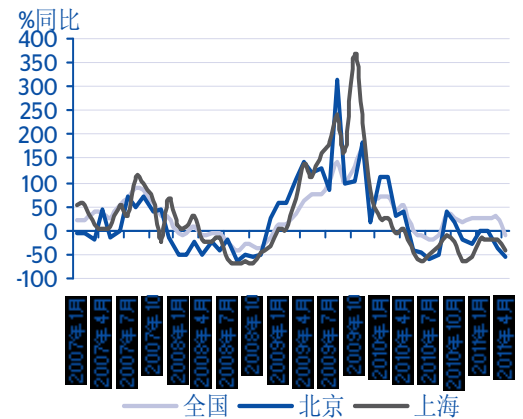
随着政府当局继续实行货币紧缩措施和宏观审慎措施，中国的房地产市场在过去一年已开始降温。根据涵盖70个主要城市的NBS房地产数据，价格增长和销售成交量已趋缓。1特别是全国房地产价格同比增长在2010年4月达到13%的高峰后，5月已经降至4%（图3）。（月环比趋势也类似。）同时，成交量也下降（图4）。

图3
房地产价格的增长和下降



来源：NBS、CEIC和BBVA研究部

图4
销售量增长幅度已经快速下降



来源：NBS、CEIC和BBVA研究部

2.1 抑制房地产市场的新举措

在过去一年内，政府持续实施冷却房地产的措施（具体细节见框1）。其中有两轮最显著的新措施，一轮在2010年10月，另一轮在2011年1月。特别是在去年10月升级首付款要求以及禁止第三套住房抵押贷款。另外，银行减低了首套住房抵押贷款的利率优惠。在一月，大中城市已经开始实施限购令，同时中央政府要求地方政府制定脚下的房价增长目标。上海和北京已经也开始对新购房产试行房产税。

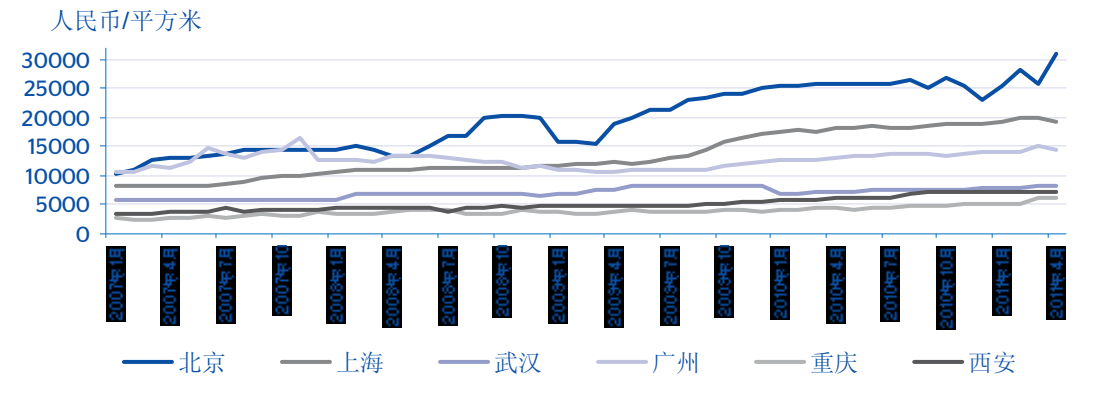
2.2 房价显现趋缓迹象

最新一轮紧缩政策的累计效应已开始显现成功地冷却房地产市场的迹象。特别是房价增幅已经开始缓和，甚至在有些城市已经开始下降（图5）。然而，从历史看房价水平仍然保持在高位，而且住房承受能力进一步恶化（图6）。另外，虽然房价增长趋稳，但是落后于房价上涨的租金持续快速上涨（图7），导致房价租金比率降低（有些不同观点认为这个比率下降反映了房价并不是显著偏离基本面）。综合考虑，我们的结论是政府的措施已经达到了预期目的，但是有必要采取更进一步的措施去限制房价的进一步增长和恢复住房承受力。

图5

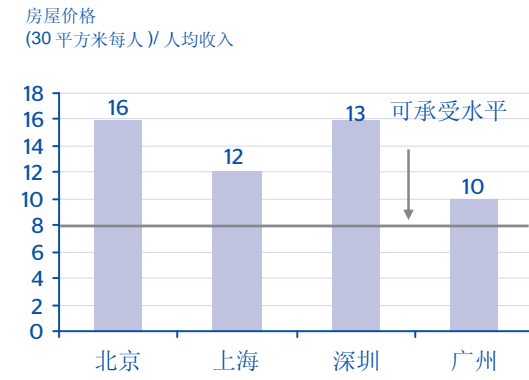
1 2011年1月开始，NBS不再公布全国加权房地产价格指数，而只分别公布各个城市的新住房和二手房数据。为保持与2011年之前数据的连续性，我们根据各个城市的房地产价格指数拟合了2011年的全国指数（详细信息，请参见附录）。

主要城市的市区价格趋势



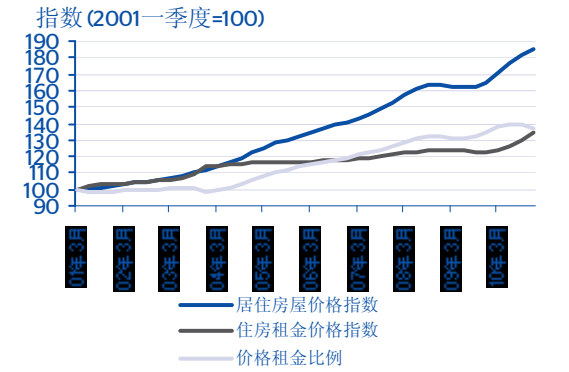
来源: NDRC、CEIC 和 BBVA 研究部

图6
价格正在拉大与支付能力水平之间的距离



来源: NBS、WIND、和 BBVA 研究部

图7
租售比已经趋稳, 但主要是源于租金的增加

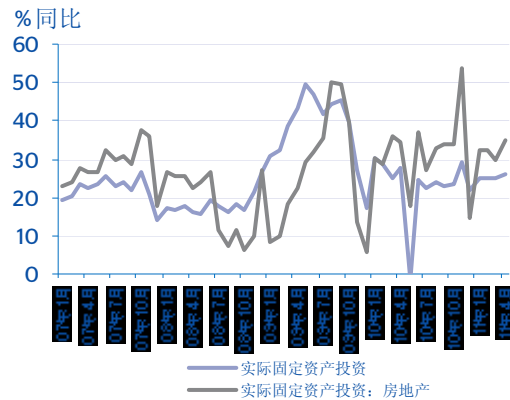


来源: NBS、CEIC 和 BBVA 研究部

成交量下降的同时, 存货上升...

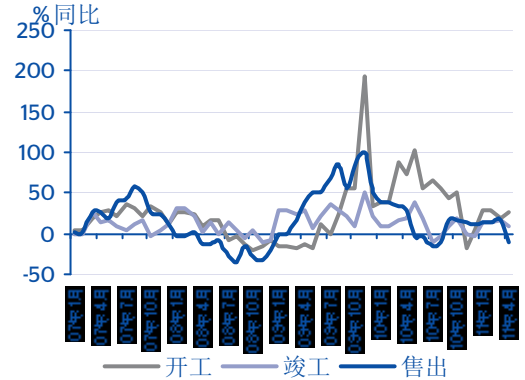
除了对房价上涨的抑制作用, 政府的紧缩措施也对成交量产生明显的降温效果 (图4)。就全国水平来看, 成交量在2010年中期有所萎缩, 然后持续恢复知道去年年底, 但远低于前期水平。个别市场受到紧缩措施的严重影响, 比如北京和上海自2010年下半年以来成交量出现连续下降。除了更加严格的融资要求和住房限购, 成交量下降很可能也由于购房者由于预期房价进一步回调而推迟购买决定。另一方面, 处于垄断地位的开发商正确的预测到中长期房价 (特别是在大城市) 受到需求和稀缺土地的强力支撑, 这使得房价回调乏力。在2009年下半年的加速新房建造 (图8和图9), 以及销售量的下降导致了未售住房存量的增加。

图8
房地产投资增幅保持较高水平



资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部

图9
房屋面积动态数据

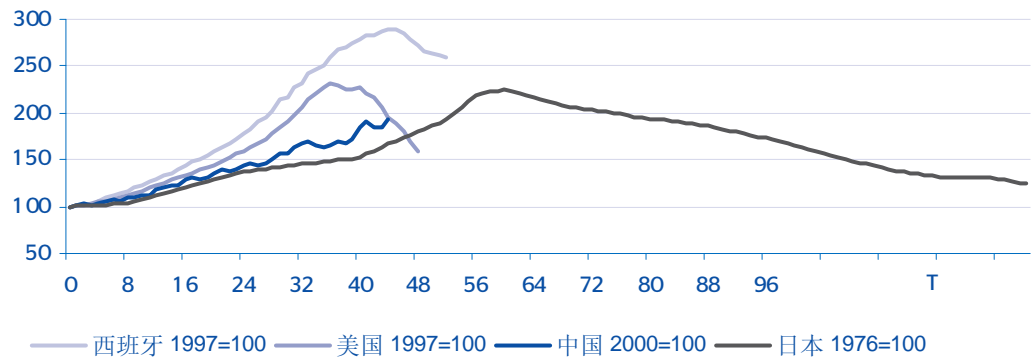


资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部

... 按照国际标准, 中国的房地产价格增长未达到预警水平

回顾我们去年的报告对房屋泡沫国际经验的分析, 下图10显示了中国的房价发展情况。与西班牙、美国和日本明显的泡沫相比, 中国的价格增长水平仍远低于这些经济体各自的峰值水平, 增速也低于西班牙和美国。然而, 当前价格增长确实与日本的当年增长类似, 这说明了政府当局控制价格进一步快速增长是正确的。

图10
价格泡沫国际比较



资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部

... 房地产商的资金风险仍然可控

尽管市场担心不断严峻的资金紧张(由于信贷紧缩)可能迫使他们出清存货从而导致价格崩盘, 我们仍然没有发现数据证据去支持这种担心。房地产贷款在过去几年确实大幅增长。然而房地产贷款相对于销售额的比率(类似于操作现金流比率)在这个期间实际下降了(图11)。换句话说, 房地产业在金融危机后出现的高杠杆率有着更高的销售收入支撑。然而, 销售量的下降, 可能使得债务销售比率恶化。如果这种趋势持续下去, 流动性风险就会成为问题。

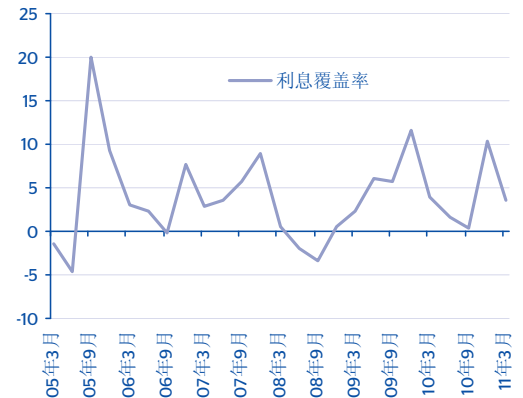
另一方面, 金融危机以来, 房地产行业的杠杆危险已经减低: 利息覆盖率(这里用销售收入减去投资之后的净额除以利息支出代替)已经恢复到之前的水平(图12)。当然, 由于房地产贷款和抵押贷款受到更多的限制因而减少(图13), 流动性成为这个部门的最紧迫问题。

图11
房地产开发商运营现金流比



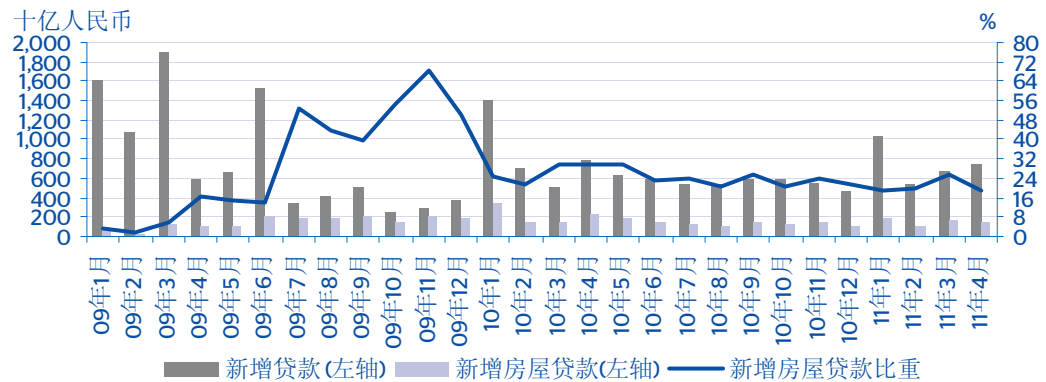
资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部
注: 比例为销售额除以未偿还贷款表示。前者是根据国家统计局的数据, 而后者来自央行的数据

图12
房地产开发商利息覆盖率



资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部
注: 比例表示净销售额(除去投资)除以利息, 这里通过假定地产界未偿还贷款8%的利率。

图13
新的抵押贷款



资料来源: CEIC 和 BBVA 研究部

... 保障房对房价影响有限

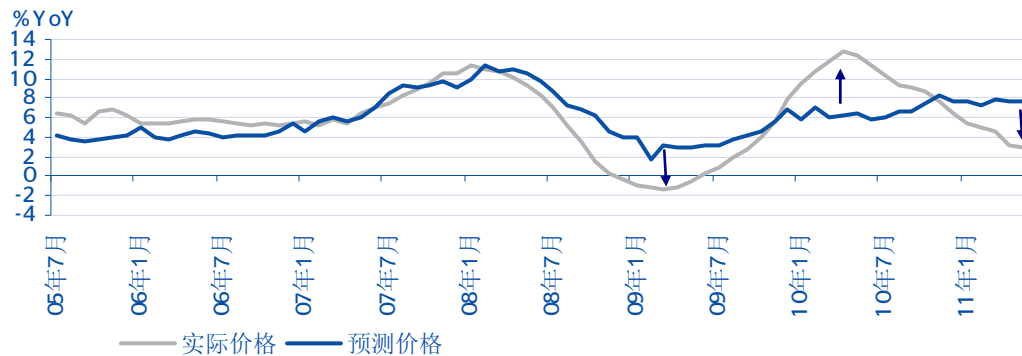
市场的另外一个担心是政府的大规模的保障房建设计划导致住房供给增加可能会使房价下跌。虽然现在还不清楚低成本住房可能会从现在商业住房市场吸收多少潜在需求, 但是短期内的影响看起来是有限的: 因为主要城市新增加的保障房的规模有可能相对较小(参看第5部分对保障房项目的进一步讨论和细节)。

2.3 近期价格动态变化的宏观经济推动因素

在这一节, 我们寻求估算货币因素的影响, 特别是货币供应增长和通货膨胀的影响, 以解释近期中国房地产价格的发展变化。这是基于我们从去年报告开始的房价泡沫国际对比。我们在报告中谈到房地产泡沫案例研究的一个共同特点是宽松的流动性和快速增长的银行贷款。快速货币增长伴随着快速信用增长, 而住房需求和房价也因为抗通胀需求而上升。

为了评估中国宏观因素的影响, 我们构建了一个时间序列模型, 以量化货币供应和通货膨胀对中国房地产价格发展变化的影响(参见附录中估值方法的细节)。我们的结果证实了这些因素在决定近期房地产价格波动方面的作用, 特别是2005到2008年(图14)。然而, 自2009年以来, 与模型预测相比, 价格更具波动性。特别在2010年由于政府刺激计划引诱投机行为从而导致房价高速增长, 而近期由于政府冷却措施导致价格趋稳。这两次价格变动都没有被我们的宏观变量直接捕捉。

图 14
实际和预测的房价增长（年度）



资料来源：CEIC 和 BBVA 研究部

2.4 来自实地的观点

虽然给房地产市场降温的货币紧缩和宏观审慎措施引起市场对硬着陆的担忧，但我们的调查结果表明，来自实地的问卷参与者基本上没有这种担忧。为测度他们的观点，在准备本报告时，我们对中国26个城市的中信银行支行房地产市场代理进行了一次调查（框2）。基层的反应在总体上与NBS数据一致，都反映房地产价格增长呈现稳步减缓趋势。大多数调查参与者认为，房价高估幅度较小或不存在。只有少数回答者报告房价存在泡沫，并预计显著调整。值得注意的是，不管是大城市还是较小城市，都达成了一致结论。回答者指出近期价格持续上涨的多条理由，包括源自强劲经济增长和城市化所带来的刚性需求以及一些供应方面的因素，特别是有限的土地供应。

专栏 1: 政府给市场降温的政策措施

表1
2009-2011年房地产政策措施大事记

日期	政策描述
2009年12月	增加社会住房供应, 控制投机需求, 强化市场管控, 促进社会保障住房项目建设。
2010年1月	中央银行开始提高一年期账单收益
2010年1月	增加社会住房的有效供应, 调控住房需求, 抑制投机需求。第二套住房抵押贷款的首付款比例不得低于40%。
2010年4月	抑制不合理住房需求, 对房地产开发商的融资活动和土地购置进行更严格限制。
2010年4月	宣布可能在上海、北京、深圳和重庆在试行的基础上引进房产税。(房产税据称为每套住房历史交易价值70%的1.2 - 1.5%)
2010年4月	国务院决定收紧抵押贷款利率和首付款要求。细节包括: 1) 要求第二套住房购买者支付50%的首付款, 而不是40%。抵押贷款利率也提高到基准抵押贷款利率5.94%的1.1倍, 此前为基准利率的0.8-0.85倍。2) 要求银行对第三套或以上住房购买者提高其首付款比例, 但未规定具体百分比。3) 大于90平米的首套住房购买者必须支付30%的首付款, 而不是20%。
2010年4月	在现行市场标准到期后, 中国银行(BOC)成为宣布对当前客户抵押贷款合同要求进行调整的首批国家银行之一。当前抵押贷款人要求遵守下列条款: 1) 对于小于90平米的首套住房购买者, 最低30%的首付款, 基准利率5.94%的0.85倍利息; 2) 对于第二套住房购买者, 最低50%的首付款, 基准利率5.94%的1.1倍利息; 3) 对于第三套或以上住房购买者, 1.2倍基准利率(5.94%)。对于第三套或以上住房购买者, 如果申请人显示高风险信用记录, 则中国银行保留要求支付高于50%首付款或不批准抵押贷款申请的权力。
2010年6月	住房和城乡建设部、中国人民银行和中国银行联合发表声明, 强制执行第二套住房购买者/抵押贷款定义。下列将被视为购买第二套住房, 并扩大到第二套或以上抵押贷款条款: 1) 至少拥有一套住房的购买者; 2) 所有权以家庭作为一个单位进行定义, 而不是人数; 3) 即使偿清抵押贷款的购买者仍被视为第二套住房购买者; 4) 根据不同银行规定, 无至少一年当地纳税记录或社会保险记录的非当地购买者将被视为第二套住房购买者。
2010年10月	全国禁止第三套或以上住房的抵押贷款; 最低首付款比例提高至50%, 抵押贷款利率定为中国人民银行基准贷款利率的1.1倍; 购置第一套住房的最低首付款比例定为30%; 暂停对有违规记录的开发商贷款。
2010年10月	调整契税和优惠个人所得税率: 1) 对于购买一套普通住房, 契税减半, 对于购买小于90平米住房, 利率降至1.0% 2) 对于那些出售其自用住房然后在一年内购买新住房的人, 个人所得税不再免除
2010年10月	银监会降低申请购置首套住房抵押贷款的利率折扣。新折扣从以前的30%降至15%。(购置首套住房30%抵押贷款利率折扣于2008年作为中国一揽子刺激措施的一部分而公布)
2010年11月	住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行和银监会四个部门联合公布了对公积金贷款的限制, 第二套住房利率提高10%。通过公积金贷款购买第二套住房仅适用于改善居住条件的普通住房; 首付款不低于50%, 利率不低于第一套住房公积金贷款利率的1.1倍。
2010年11月	住房和城乡建设部以及外汇管理局联合公布了对非本地居民购买住房的限制。根据措施, 在提供在中国一年以上工作证明的条件下, 外国人最多可购买一套个人居住用住房。对于香港、澳门居民和海外华人, 措施仍适用, 条件可稍微放宽。
2011年1月	国务院公布了加强房地产市场管控的8条新措施: 1) 要求地方政府为2011年制定与本地收入水平一致的房地产价格目标; 2) 加快建设保障性住房; 3) 购买之后五年内出售住房的营业税必须根据销售总额征收; 4) 购置第二套住房的首付款比例不得低于60%, 此前为50%, 利率至少为基准利率的1.1倍; 5) 加强对房地产土地供应的管理; 6) 在所有大中城市强制实行限购。已经拥有一套住房的家庭仅限于再购买一套住房, 而已经拥有两套或以上住房的家庭禁止再购买住房; 7) 地方政府严格执行房地产价格调控目标并负有责任; 8) 加强对媒体关于房地产市场新闻报道的指导。
2011年1月	上海和重庆宣布试行期待已久的房产税, 将对购置新住房强制征收。
2011年1月	国务院要求地方政府公布和达成其年度房地产价格目标(根据其所在地区的收入增长而制定)。
2011年3月	在全国人民代表大会(NPC)决定的2011-2015年“十二五规划”中, 中央政府确定了在未来五年内建设3600万套公共住房的目标(2011年1000万套)。
2011年5月	国家发改委开始强制实行“一房一价”政策, 根据该政策, 开发商被要求在出售居住用房产时要加强关于报价和可供应量的公共信息披露。
2011年6月	国家发改委允许地方政府融资平台(LGFVs)发行债券, 以向公共住房计划提供资金。

来源: 新闻发布、媒体报导和政府网站

专栏 2：问卷调查的观点

为收集地方市场意见，中信银行利用其全国网络向位于 19 个一级和二级城市的主要支行发布问卷调查。问卷调查于 2011 年 5 月和 6 月发给当地支行经理，每个城市共收集了 19 份问卷调查。问卷调查旨在收集关于近期地方房地产和土地市场价格发展变化的意见、是否存在房地产价格泡沫及其规模、未来几年价格趋势展望、房地产市场发展对本地经济增长的影响以及政府措施的有效性。主要结论总结如下：

1. 在过去五个月内，尽管增速趋缓，但大多数城市的房地产价格仍继续增长：在 19 个城市中，只有南京和大连的参与者报告价格出现微降。大多数城市（19 个中的 12 个）的参与者报告成交量下降，2 个报告成交量稳定，2 个报告增长。这些结论在总体上与其它数据来源的信息是一致的，表明价格增长趋缓，成交量下降。

2. 土地市场与更广泛的房地产市场具有类似模式：价格增长趋缓，成交量下降。只有 4 个城市的参与者报告土地价格下降，而 2 个城市报告土地价格增长，1 个城市报告土地价格稳定。同时，11 个城市的参与者报告土地价格没有变化。

3. 关于是否存在房地产价格泡沫，大多数城市的参与者报告本地房地产市场存在小泡沫或无泡沫。只有 5 个城市（深圳、南京、南昌、苏州和合肥）的参与者报告存在明显泡沫（定义为 10%或以上过高估价）。5 个城市（南京、南宁、北京、成都和唐山）的参与者预计明年价格会下调。在中期，所有城市的参与者预计房地产价格将继续增长。

4. 据报告，房地产价格受到需求和供应因素的支撑。需求方面的支撑预计来自持续城市化趋势、快速收入增长以及为应对通货膨胀的投资者需求；供应方面的主要支撑因素有城市土地限量供应、高土地成本、补充基础设施的改善以及战略位置。

5. 大多数城市的参与者报告地方政府有效制定了其预期房地产政策。他们还认为地方政府的本地房地产价格目标是合理的。关于中央政府房地产政策的有效性，大多数报告称，对购买住房和抵押贷款政策的限制对控制房地产价格最有效，而对于房地产贷款政策和经济适用房政策的有效性没有达成一致。

调查问卷

1. 在 2011 年前五个月内，对于你支行所在地区的新建和现有住房，成交价格和成交量是如何变化的？
2. 土地市场的成交价格和成交量在同期如何变化（包括居住和商业用地）？
3. 你认为本地房地产价格估价过低还是过高？幅度有多大？理由是什么？
4. 你对明年本地房地产价格展望的看法是什么？如果价格预计增长或下降，幅度有多大？
5. 你认为中央政府近期房地产政策的有效性如何：房地产贷款政策；抵押贷款政策；限购住房；经济适用房政策？
6. 你认为这些政策对地方经济增长有什么影响？
7. 你认为地方政府制定其预期房地产政策效果如何？地方政府制定的价格目标是否合理和可行？

表 2：地方房地产市场问卷调查汇总

城市	房价	成交量	土地价格	土地成交量	泡沫规模	房地产价格 (1年内)	房地产价格 (1年以上)	房地产政策有效性
北京	微增	微降	增长	下降	无泡沫	下降 10%	增长	有效
上海	微降	下降	-	-	一些泡沫	增长 5%	-	-
深圳	增长	微降	-	下降	明显泡沫	增长 10%	增长	不明显
杭州	增长	增长	稳定	下降	无泡沫	增长 10%	-	有效
长春	稳定	微降	-	-	无泡沫	增长 10%	-	-
长沙	稳定	下降	-	-	一些泡沫	增长	-	-
成都	-	-	下降	下降	无泡沫	下降 10-15%	增长	不明显
大连	微降	微降	微降	下降	无泡沫	稳定	增长	有效
福州	增长	微降	-	稳定	不清楚	增长 5%	-	有效
贵阳	稳定	微降	-	-	无泡沫	增长 10%	-	-
哈尔滨	增长	下降	-	-	无泡沫	稳定增长	-	-
合肥	-	-	下降	增长	10-30%泡沫	增长 5-10%	增长	不明显
济南	稳定	下降	稳定	-	无泡沫	增长 5-10%	增长	有效
昆明	稳定	微降	-	下降	无泡沫	增长稳定	-	-
兰州	下降	下降	-	-	无泡沫	增长 10%	-	-
南昌	增长	增长	-	稳定	10-15%泡沫	增长 8-10%	-	不明显
南京	微增	微降	增长	下降	无泡沫	下降 10-15%	增长	有效
南宁	微降	微降	-	下降	明显泡沫	下降 10-15%	增长	不明显
石家庄	增长	增长	-	-	一些泡沫	增长 10%	-	-
苏州	增长	稳定	-	-	10%泡沫	-	-	有效
太原	微增	微降	-	-	小泡沫	微增	增长	有效
唐山	-	-	-	-	无泡沫	下降 5%	-	不明显
天津	增长	稳定	下降	下降	-	增长 10%	-	有效
厦门	微增	微降	-	-	无泡沫	增长 10%	增长	有效
西安	-	微降	-	下降	小泡沫	增长 5%	增长	有效
郑州	-	微降	-	-	-	增长 ≤ 10%	-	有效

来源：中信银行和 BBVA 研究部

3. 对中国房价错位的重新评估

改进后的供需模式…

在去年的报告的基础上，我们更新了供需经验模式，以期对中国大城市的实际住房价格和均衡住房价格的错位进行估测。除了使用2011年中期的最新数据对模式进行更新之外，还通过改进预测技术以及结合前瞻性变量改善了模式结构，从而克服了之前估测中的弱点。

尤为重要的是，我们将样本范围从中国的六个大都市（包括北京、上海、深圳、广州、重庆和天津）扩展到可取得数据的35个城市（这样我们就可以利用面板模型来扩展我们的之前的模型）。为了结合前瞻性变量-我们之前框架的主要缺点即是不包括前瞻性变量-我们将未来预期收入包含进我们的模式。尽管如此，鉴于此模型的局限性、数据质量的不确定性以及此类分析的复杂性，本分析结果仅作为参考之用，而并不对近期价格水平进行预测。

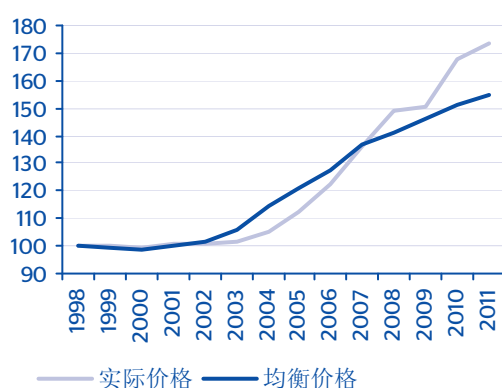
基于这些改进，我们的估测框架保持和前一期一致。均衡价格是使用基于供需框架的计量经济模式（详细请参考附录）进行预测的。模式的潜在影响因素包括实际收入增长、人口密度以及建造成本。这些因素通过影响住房供需，从而决定均衡价格。一般而言，在其他因素不变的情况下，较高的收入增长和较大的人口密度将提高住房需求，并抬高均衡价格。另一方面，较高的建造成本和较高的住房贷款利率将降低住房供应，同时也将抬高均衡价格。

当前价格水平轻微高过均衡价格…

正如我们去年的预测一样，我们发现当前住房价格总体而言高于通过基于基本因素所预测之价格。然而，我们发现价格错位（7%）小于之前的预测（22%）。这是由于更多的样本（使错位减少5个百分点）和上面讨论的估测方法和模型的改善（使错位降低了10个百分点）。近期缓慢的价格增长防止了价格错位的继续夸大：住房价格的增长（同比4%）和估算的均衡价格增长一致。

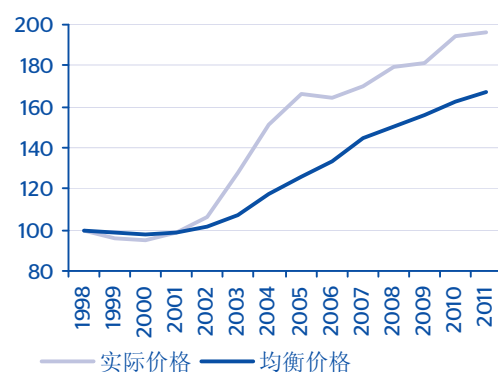
根据我们的模式结果，2011年第一季度，所有6个大都市的房价-广州除外-房价比预测均衡水平要高大约10-20个百分点（我们去年预测的为20-30个百分点）。这个结果表明房价在2003年（上海）和2007年其他城市已经存在高估现象。

图 15
北京

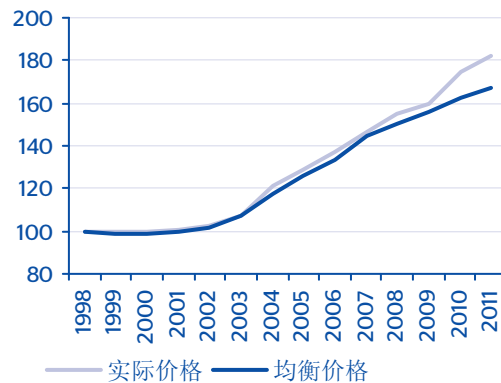


来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

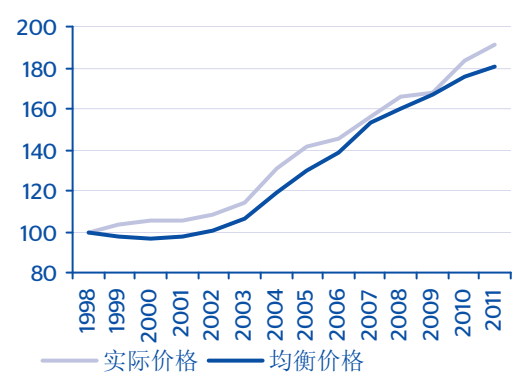
图 16
上海



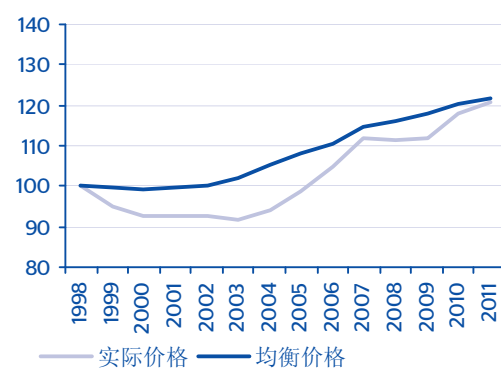
来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 17
天津

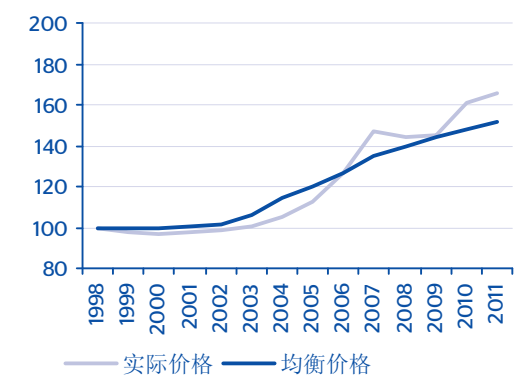
来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 18
重庆

来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 19
广州

来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

图 20
深圳

来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部

对**北京** 2007 年实际价格已经超过均衡价格（见图 15）。2004 年以来，房价在过去 7 年中上涨了 75%，高过由人口增长和快速的收入增加等基本因素决定的均衡价格 60% 的增长。我们的模式估测显示 2011 年第一季度北京住房价格高估 13%。

对于**上海**，估测显示，2003 年之前实际房价与均衡价格基本一致（图 16）。2004 年之后，实际价格快速增长，且与均衡价格的偏离扩大。2003 年以来，实际住宅房产价格上涨超过了 80%。但是，我们模型显示高收入增长和有限的住房数量供应亦驱动均衡价格快速增长。相同时期内，均衡价格已增长了大约 60%。模式显示 2011 年初上海住房价格相对于均衡价格高估 12%。

对**深圳**的预测显示，直至 2006 年，深圳实际住宅房产价格都低于预测均衡价格（图 20）。但是，2007 年以来，实际价格一直在预测均衡价格之上。在全球金融危机时期，实际价格下降，同时均衡价格有轻微增长。然而实际价格于 2009 年迅速回弹。我们估测 2011 年的实际价格和均衡价格之间的偏差在 9% 左右。

样本中，**广州**的房产价格走势是个例外（图 19）。根据预测，在整个样本空间，广州的实际价格一直低于均衡价格。2003 年的低估率为 10%，但实际价格在 2004 年之后开始回弹且向均衡价格趋近。我们预测其 2011 年的偏差为 -3%。

相反，尽管**重庆**的均衡价格比其他大都市的均衡价格上涨得快，为大约 80%，但实际房产价格上涨的更快，大约为 100%。因此，2011 年的市价房产价格将一直高于均衡价格约 12%（图 18）。

天津的实际房产价格在我们的取样阶段一直与均衡价格保持一致，但近期显示出一些价格错位迹象（图 17）。我们的模式预测显示，因建造成本较高、人均实际收入稳定增长以及城市人口

的有限增加，同期均衡价格增长大约 60%。实际价格增长大约 80%。因此，我们估测 2011 年天津的房价高估 10%。

为了便于比较，我们在表3中总结了6个大都市的信息。从1999年到2010年，这6个城市每年的实际价格增长平均约为6.2%；另一方面，均衡价格平均增长5.0%。这6个城市均衡价格的增长是因为实际收入的快速增长（平均每年9.6%）、人口增加（平均每年3.3%）以及建造成本上涨（平均每年1%）。

表3 城市住房基础因素和价格水平

百分比(%)	平均增长, 1999-2000				均衡价格	预测价值高估率 (2011年第一季度)
	实际收入	建造成本	人口密度	实际价格		
北京	11.0	0.4	3.0	6.2	4.8	+13.6
上海	10.1	0.3	2.6	9.3	5.9	+12.4
深圳	3.8	0.6	9.8	5.8	4.4	+8.7
广州	9.3	1.2	2.8	2.2	1.9	-3.3
重庆	11.4	1.4	-0.5	7.1	7.3	+11.5
天津	11.7	2.1	1.7	6.8	5.8	+10.0
平均	9.6	1.0	3.3	6.2	5.0	+8.8

来源：BBVA 研究部

总之，预测显示大多数地区性市场-广州除外-房价都存在一定程度高估，并且存在近期内回调的可能性。我们强调，因为模式的有限性，这些预测仅可作参考之用。这些城市房价的高估可以随着房价回稳而逐渐消除，从而避免出现硬着陆的情况。

我们也可以将研究结果用于我们样本中的其余29个城市。这些城市反映出不一致的房价错位。特别是在长江三角洲地区，房价显现出显著高估：包括南京，杭州，宁波。另外在西北地区，包括乌鲁木齐，兰州，和银川，在西部开放政策后房价增长快于均衡价格增长。大多数其他的二线城市，房价或者与均衡价格一致或者低估。特别是一些具有巨大增长潜力的城市，房价增长落后于均衡价格增长。这些地区包括东北（特别是长春和哈尔滨），和西南地区（包括昆明和南宁）。我们的模型显示后面这些市场具有良好的投资机会。

专栏 3：价格失调相关文献的调查

本框中的阐述就中国房价近期一系列研究(参看参考文献)进行了调查。总体而言，我们的结论与文献中较为乐观的一方一致，即我们并未发现严重失调(或泡沫)迹象。表 4 就我们所调查之研究的主要结果和方法论进行了总结。

我们所调查的各个研究都涉及的主要问题是：房地产市场是否存在价格泡沫？一方面，来自香港金融管理局(HKMA)以及国际清算银行(BIS)的研究者(Ahuja, Cheung 等, 2010, Peng 和 Tam, 2008, Glindro 等, 2010)总结为：总体上中国的房价并未被过高估计，但是某些片区的大销量的市场—例如在上海和深圳以及北京和南京的奢侈市场区—确实存在价格失调现象。这些研究使用了完全不同的方法得出这种一致的结果。前两个研究(由香港金融管理局(HKMA)所作)仅考虑了中国地区，而第三个研究对亚洲城市进行了比较。

另一方面，国家经济研究局(NBER)(Wu, Gyourko 和 Deng, 2010)以及诺丁汉大学(Yao, Luo 和 Loh, 2011)却发现了房价泡沫的证据，并暗示未来很可能出现房地产市场的崩盘。上面提到的研究也采用了不同的方法论。Wu, Gyourko 和 Deng (2010)对中国主要城市的住房价格和租金率进行了对比，而 Yao, Luo 和 Loh (2011)采用了时间序列计量经济学对中国的数据进行了总结。

文献对操纵中国房产价格的主要因素未没有达成统一意见，也许是因为取样时段不同以及所采用的方法论不同。有些研究支持基本因素—包括经济增长和城市化—在操纵价格走势上的作用。另一些研究发现银行贷款和货币环境之间存在相关性。

也有迹象表明政府措施也会起作用。在一项国际货币基金组织—香港金融管理局(IMF-HKMA)所作的研究中，Ahuja, Cheung 等(2010)发现 2010 年 4 月实施的政府政策已逐渐缩小了市场价格和其基本因素之间的差距，但某些城市的大销量市场价格依旧保持偏离。但是，当前政府调控措施也许已经足够，因为信贷控制并未直接作用于基准价格。

我们的研究是基于文献中现存的方法论的，并在某些方面拓展了研究结果。尤为重要的是，正如本报告主体所述，我们的预测运用了两个模型，包括时间序列法以及面板数据法。时间序列模型和数据与 Yao, Luo, 和 Loh (2011)的研究中所使用的类似，但没有运行他们所使用的二变量格兰杰因果模式，而是考虑了房价增长的单方程模型。与他们的研究结果类似，我们也发现货币供应量的增长对中国房价走势非常重要，此外，我们力图利用此信息对短期内房价增长做出预测。我们的面板数据模型比其他研究的覆盖面更广(35 个城市)，而且加入了有重要影响作用的收入预期这一变量。

表 4

中国房地产市场研究摘要	泡沫	操纵房产价格的因素	方法论
香港金融管理局(HKMA) Peng 和 Tam (2008)	沿海地区可能存在	<ul style="list-style-type: none"> 收入增长 城市化 抵押贷款 地方政府 	1998 年-2004 年用于 31 个省和主要城市不动产价格增长的动态固定样本模式 购租关系
国际货币基金组织(IMF)、香港金融管理局(HKMA) Ahuja, Cheung 等(2010)	沿海地区可能存在	<ul style="list-style-type: none"> 银行贷款 基本因素 政府措施 	2000-2009 年用于 35 个城市房产价格的动态 OLS 模式(根据基本因素进行了修正) 购租(资产定价)法
国家经济研究局(NBER)、清华大学(Tsinghua)、新加坡国立大学(NUS)、宾夕法尼亚大学(UPenn), Wu, Gyourko he, Deng (2010)	强力支撑	<ul style="list-style-type: none"> 国有企业 2008 刺激方案 炒作 	2007 年-2010 年用于 8 个主要城市的购租率
诺丁汉大学, Yao, Luo 和 Loh (2011)	强力支撑	<ul style="list-style-type: none"> 炒作 	2005 年-2010 年应用于月度综合数据的对资产价格以及货币政策的 Johanson 协整检验和格兰杰因果法
国际清算银行(BIS)、BSP、泰国中央银行(Bank of Thailand)、香港金融管理局(HKMA), Glindro, Subhanij, Szeto 和 Zhu (2010)	某些市场存在微量泡沫	<ul style="list-style-type: none"> 经济增长 银行贷款 汇率 土地供应量 体制 	1993-2006 年应用于亚洲的 9 个经济体 32 个城市房价增长的面板数据模式(根据基本因素进行了修正)

4. 中期展望

我们对中国房地产产业的中期展望是，中国的房地产产业将持续强劲的增长势头。这是基于我们对实际收入、城市化以及建造费用增长的持续强劲走势的预测之上的。因此，均衡价格在强劲需求的支撑下将持续稳定上升。

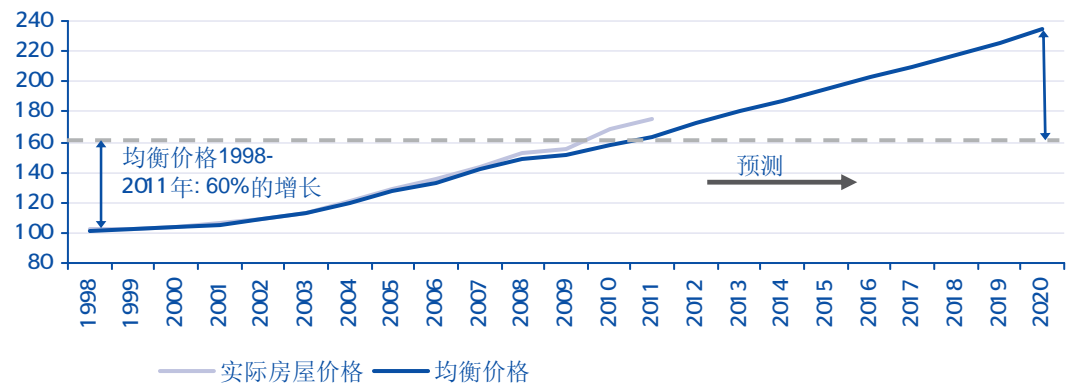
使用更新模式估测中期均衡住房价值

我们可以使用供需框架来预测均衡房价的中期变化（图 21）。如之前所述，与我们去年的预测相比，我们改进了估测方法，纳入了具有前瞻性的变量，以便掌握预期收入增长对价格的影响。尽管如此，因模式本身存在的局限性以及此类预测的不确定性，本预测结果仅应被作为参考之用。

我们对 2020 年的基准预测显示，实际收入增长为每年 10%，城市化为每年 2%（用城市人口增长计算），住房供应增加为每年 7%。这些预测与近期趋势和可靠的中国中期增长前景，投资率，人口预测一致。

预测显示，在随后的十年中均衡房价增长将达到 43%，这相当于当前（实际）房价增长 34%。同时，我们预计当前房价比均衡房价高大约 7%—如前所述，这个数值比我们去年预测的要低得多，原因是，在过去一年中价格上涨幅度较小，而且我们的改进模式结构包括了前瞻性收入预期，且样本范围更大。目前相对较小的高估度显示，总体而言房价泡沫不是一个严重的问题（尽管在某些城市某些领域确实构成严重问题）。若在随后几年中能够控制价格的上涨，那么实际房价和均衡房价将可能在不远的将来趋向一直，尽管名义价格仍可能面对下调压力，尤其是对于那些高估度较大的城市而言。

图 21
实际房价和均衡房价



来源：亚洲经数据库（CEIC）和 BBVA 研究部
注：中国 35 个大中城市的平均住房价格

中期政策挑战

政府在中期内将继续面临培养健康房地产市场的挑战。尽管我们预测目前价格失调现象还比较和缓，但随后，购买力将会成为一个紧迫的社会问题。为防止房地产市场的扭曲以及炒作，合理的金融刺激以及税收政策—包括广泛意义上的财产税的引入—将会起一定作用。同时，地方政府的财政改革将有助于消除地方政府将销售土地作为财政收入主要来源的刺激作用—这种做法毫无疑问将抬高土地价格和房价。在我们中期展望中没有充分考虑的一个因素是保障房投资计划对房地产市场的潜在影响。在第 12 个 5 年计划中，包括了在未来五年内建造 3600 万单位住房的目标，如此大的保障房供应可能对房地产市场和房价产生重大影响。我们将在下个部分讨论这个问题。

5. 社会保障房的供应

5.1 政府计划

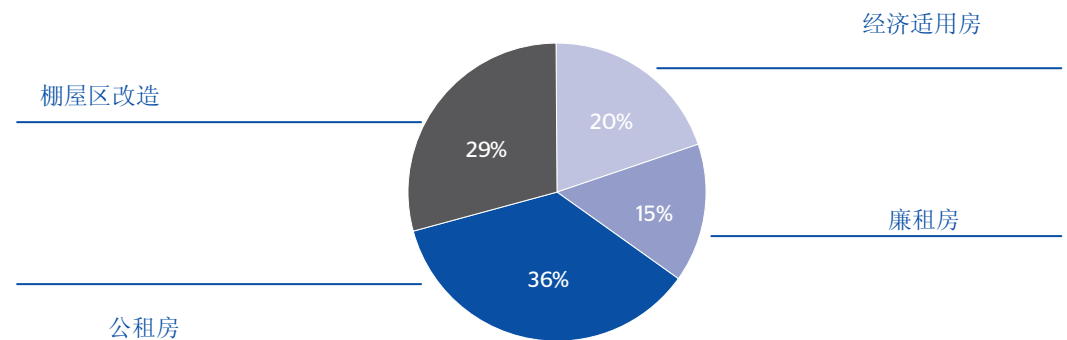
中国现在所使用的保障房的概念首先出现在 1998 年，当时政府结束了其直接的住房分配政策，开始实施市场化的改革。考虑到低收入家庭的购买力问题，政府寻求发展保障房计划，作为广泛意义上的社会保障系统的有机组成部分。规划伊始，这个概念主要包括“经济适用房”以及“廉租房”（如下解释）。但随着住房购买力问题变得日益激烈，保障房项目得以扩充。

建造和供应社会保障房的责任被委托给地方政府，但由中央政府设定目标。对地方政府而言，他们几乎不存在提供社会福利性住房的动机，因此，中央政府会对其进度是否符合目标进行进度监督。中央政府也对地方政府提供资金以支付保障房的部分成本。中央政府还鼓励地方政府对保障房建造提供土地。因为巨大的资金需求（下面将详细描述），中央政府也鼓励商品房地产开发商、银行和其他社会组织参与保障房的建设。

这个宏大规划对融资以及土地使用的需求是巨大的。我们预计未来五年的资金需求为 5.1 万亿人民币，其中 2011-2012 年的花费大约为一半（分别占 GDP 的 3.1% 和 2.5%）。中央政府已经承诺在 2011 年提供资金需求总量的 7%-8%，其余部分由地方政府以及私营部门提供。

不同类型社会保障房面临不同的土地供应挑战（图 22）。例如，棚户区安置住房项目的土地供应属于自足型，因为大多数原住居民在短期借宿后将会搬回重整区。如专栏 4 所示，政府向开发商出售土地用以建造经济适用房和限价房，意味着地方政府可以从土地出售中获取收入。然而，因为地方政府缺乏动机，用于廉租房和公共租赁住房的土地供应问题会日益严重。为缓和这些问题，政府已采取了很多行政措施来保证社会保障房的土地供应。

图 22
社会保障房计划分类预测（2011-2015）



来源：BBVA 研究部和新闻报道

专栏 4：中国的社会保障房

社会保障房可分为：

经济适用房：该住房的大小受到严格的限制并且购买者的收入必须低于一定的标准。一般来说，经济适用房的建造是由政府出资，并且一些单位住房能以相对市场价格来说的一定折扣出售。经过一段固定时间后，经济适用房的居住者可以在向政府交付补偿金的基础上转售其住房。

廉租房：该住房由政府所有并以低于市场利率的优惠政策租给“合格”的低收入家庭。用于建造的土地和资金均由政府出资。单位廉租房不用于出售。

公共租赁房：该住房是社会福利性住房的一种新类型。旨在满足那些收入水平在经济适用房和廉租房需要的标准之

间的家庭的住房需求。不像廉租房，公共租赁房可以售给一些满足要求的住户（包括居住期间，收入上限和对政府的补偿金）。

限价房：该住房同样也是社会福利性住房的一种新类型，政府以一个低于市场的价格售卖给土地给开发商并限制了房屋的售卖价格。它旨在提供给收入水平稍微超过了经济适用房上限的住户，但仍然难以以市场价格来购买住房。像经济适用房，限价房的转售受一系列的条件所限制。

重新安置贫民窟：这一类型的社会住房旨在提高居住在被认为是贫民窟的区域的低收入家庭的福利。政府负责改善贫民区并修建社会住房。

表5
可负担住房

类型	合格居住者的收入水平	租让或者出售	土地提供，开发模式和资金
限价房	中低	允许出售和转售，并受到一定的限制	政府出售土地给开发商用于建造，并通过开发商提供资金
经适用房	低	允许出售和转售，并受到一定的限制	政府提供土地并聘用开发商建造；政府拥有完成的单元住房，并由政府提供资金
公共租赁房	更低	允许租让和出售，并受到一定的限制	政府提供土地并聘用开发商建造；政府可能会邀请一些社会基金的参与
廉租房	最低	不允许租让和出售	政府提供土地并聘用开发商建造；从政府财政预算中支出

来源：BBVA 研究部和 CEIC

中国新的十二五发展规划（2011年-2015年）提出了若干关于社会和经济发展的目标，并强调了对于私人消费，提高社会福利和新型战略产业发展的经济重整。该计划描述了加强房屋负担能力的问题，包括以下几个重要方面：

- 建立一个造房系统并由政府承担为低收入家庭提供社会住房的责任，而市场为相对高收入家庭提供商业住房；
- 增加对社会住房的供给，特别是公共租赁房，设想其成为广义的社会住房计划的主体；

- 鼓励政府承担起监管房地产市场的责任，设定相关目标并消除投机买卖。

尽管并不包含于该计划本身，政府当局已经设立了一个在十二五期间建造 3600 万套住房的目标，其中 1000 万套住房要在 2011 年完成。

5.2 对广义上的房地产市场的影响

政府为 2011-2012 年间社会福利性住房建设设定的宏大规划被认为将是中国短期经济增长的主要驱动力之一。除此之外，尽量提供公共住房对广义的房产市场会产生重要溢出效应，包括正面和负面效应。尽管使商业房地产市场降温的努力将对近期经济增长产生不利影响，但社会福利性住房供应项目将会对这种影响产生重要的抵消作用。

但是，同时，社会福利性住房供应可能对商品市场的供应和需求两方面都会产生挤出效应。就供应方面而言，保障房将需要大量土地，在其他条件相同的情况下，这将会限制商品房地产市场所需土地的可获得性。这种情况将会抬升土地和住房价格。同时，对需求方面而言，作为一种竞争，这可能会对商品市场价格产生抑制效应。事实上，到 2015 年，保障房应从目前占住房总量的 10% 上升到 30%。总而言之，我们认为，长期来看，源于“对土地供应的影响”的价格上行压力将会超过源于“在需求方面产生较大竞争”的抑制效应。这是因为考虑到政府在保护农业用地方面所做的努力，定位为开发用途的土地资源有限，并且可获取的土地不可能在可预期的将来大量增加。

5.3 国际经验教训

社会福利性住房，也称为公屋，保障房，低收入房，可以有政府，社会组织，合作社，或者私人部门提供。政府私人合作提供社会福利房在近几十年来已经成为国际潮流，并且提供了大概全球 20% 的住房。

与发达经济体相比，因在融资和实施方面的限制，低收入经济体在社会福利性住房方面已然落后了。平均而言，预计低收入经济体的社会福利性住房大约占其住房总量的 10%。一些拉丁美洲政府相对较为领先，已经在主要城市-如波哥大、加拉加斯、墨西哥城以及圣地亚哥-建造了相当于住房总量 15% 的公共住房。决定保障性住房项目成败的最主要因素就是土地使用和融资政策。

在亚洲，其中最相关的经验是新加坡和香港的公共房屋计划（见专栏 5 中的表 6）。新加坡计划涵盖的居民高达 85%。该计划由新加坡建屋发展局（HDB）管理并得到公共基金的支持。公共基金是政府通过对居民的储蓄实行强制中央公积金（CPF）而实现。鉴于政府很大程度的干预，土地稀缺和异常广的覆盖面，新加坡的模式未必适合中国。但是，香港的计划只涵盖了几乎一半的人口，同时可供发展的土地是由政府免费提供的。该计划是通过财政收入和辅助设施的销售（如商业建筑和停车场）来进行融资的。

专栏 5: 社会保障性住房的国际经验: 融资和土地使用政策

本专栏中, 我们就土地使用政策和保障性住房融资的国际做法进行研究。我们提供两个相关案例研究(墨西哥和秘鲁), 并力求可以为中国的社会保障房项目总结一点经验。在亚洲, 新加坡和香港是有用的参考标准, 虽然这里没有详尽地调查他们的经验, 但是一些关键信息详见如下表 6 中。

1. 对拉丁美洲保障性住房供应经验的案例分析: 墨西哥和秘鲁

墨西哥的保障性住房经验

保障性住房融资

联邦政府目前已经有四个通过社会发展部(Sedesol for Secretaría de Desarrollo Social)和国家住房委员会(Conavi for Comisión Nacional de Vivienda)运行实施的住房补贴方案。社会发展部(Sedesol)负责其中三个: 主体功能区发展方案(PDZP for Programa para el Desarrollo de Zonas Prioritarias)、“你的家”方案(Programa Tu Casa)以及农村住房方案(Programa Vivienda Rural)。国家住房委员会(Conavi)负责“这就是你家”(Esta es tu casa)方案。

社会发展部(Sedesol)负责的方案基本是供应驱动型, 都以直接补贴的形式出现, 针对不能从金融机构取得抵押贷款的低收入群体。补贴是定额的, 构成低收入人口新住房总值(大约 1.8 万美元)的一部分(从 5%到 14%不等)。其每年的覆盖范围达到将近 80 万家庭, 大约为总家庭数(0.29 亿)的 2.5%。这三个项目的总体预算大约为 10 亿美元, 事实上, 这个数额与商业银行和住房机构提供的总体抵押(2010 年将近 180 亿美元)相比是比较少的(大约为其 5%)。而国家住房委员会(Conavi)的项目是需求驱动型, 其形式也是定额补贴, 但要求受益人已经从私人金融机构或公共部门(Infonavit 或 Fovissste)的抵押主办方取得抵押贷款。2010 年, 这个项目发放了将近 15 万补贴, 占国家发放抵押(61 万)的四分之一。

土地使用政策

墨西哥立法允许自治市自主决定其土地政策。因此, 迄今为止, 除了在州层面的一些分散经验外, 国家在获得统一完整且协调的土地政策方面几乎没有任何进展。但是, 近年来, 联邦政府出台了新模式-可持续发展和整体性城市发展(西班牙语缩写为 DUIS), 在这个模式下, 土地开发商和房屋建造商(在联邦、州和市层面上)与政府合作以保证保障性住房的供应, 并为居民提供足够(且可持续)的城市基础设施和服务。迄今为止, 四个可持续发展和整体性城市发展(DUIS)项目都已经通过审核, 进入建造阶段。

这四个项目将为将近 9 千万人-主要是低收入家庭-聚拢大概 23 万住房单位。因为所有发展项目都由新建造的住房构成, 所以每个可持续发展和整体性城市发展(DUIS)项目的规模不一, 但实际上这个模式意味着从零起点开始建造完整的中型城市(人口大约为 20 万至 25 万)。政府对这个模式非常热心, 并愿意在随后的几年内实施更多的可持续发展和整体性城市发展(DUIS)项目。

秘鲁的保障性住房经验

保障性住房融资

在秘鲁, 政府的土地拍卖对开发大型保障性住房而言一直至关重要。这样的工程被分配给承诺建造这类住房且以最低价售出(符合某些要求后)的建造公司。政府转而提供公共事业设备, 如电、水和污水处理。在需求方面, 政府通过私人金融系统输送公共资源, 实施融资机制(如利率)并在分期付款按时支付的情况下给予直接补贴。其中, 最重要的项目是“Mivivienda”项目(针对房价在 1.8-6 万美元之间的住房)以及“Techo Propio”项目(针对房价在 7000 和 1.8 万美元之间的住房), 前者针对的是中低收入家庭, 后者针对的是低收入家庭。资格要求包括(1)没有住房或土地, 且(2)从未接受过政府帮助来购买住房或建造住房。

土地使用政策

秘鲁面临的主要问题是与“向这种项目提供土地”的相关问题。在此之前已经得到开发的地方(市中心区或中心行政区), 土地变得日益稀缺。因此, 目前州政府正在将其某些土地进行投标, 其中最大的土地基本上都用于开发社会福利性住房。但是, 这类土地是有限的, 而且投标事宜难度大且耗时多。与此同时, 政府通过住房、建设和环境部(Ministry of Housing, Construction and Sanitation)提供必需的基础设施。但是, 应该注意的是, 考虑到政府行为的缓慢, 某些情况下发起者同时也负责基础设施建设以便早日启动工程。

表6

香港和新加坡的社会福利住房

社会福利性住房	香港	新加坡
市场比例	30%的人口居住在公营租房；另外 18%的人口购买公共住房	85%的人口居住在政府提供的住房单位
资金来源	来自政府、预算、从商业附属设施例如商业建筑和停车场取得的收入进行协调	强制 40-50%的个人收入所得税形成公共资金
土地政策	政府提供免费土地建造保障性住房	住房和发展局就保障性住房所需的政府土地以低于市场的价格进行竞标

来源：联合国人居中心（UNCHS），1996:200

2. 中国社会保障性住房计划的经验教训

尽管我们认为某些国际经验比其他经验成功，但总体而言，并不存在通用的“最优”方法。当然，除此之外，各个国家还要探索适合其本国经济和社会条件的政策。

我们对国际间保障性住房融资以及土地使用政策的回顾可总结如下：

首先，很少有政府可以独自承担社会福利性住房所需之成本。此外，政府的过多干预可能会引发低效和腐败问题。一般而言，私人部门在“扩大住房经营以涵盖更广泛的人口，包括低收入家庭（世界银行，1993）”方面的定位更为准确。基于这些经验，中国可以寻求一种公共-私人合作关系。进一步而言，政府不止要关注保障性住房的供应，还可以利用这些“需求方面”的方法增强低收入家庭的购买力。

其二，一般大多数国家的保障性住房质量都较差，且位于偏远地区，这使得“自愿参与此类项目”缺乏吸引力。为避免此类问题，很多国家使用如“包含性分区住房计划”的规划机制，并要求私人开发商将其部分住房单位以较低价格分配予低收入家庭。若地方政府有提供保障性住房的足够决心和努力，中国就可以从规划机制中获益。

最后，国际经验告诉我们，中央政府和地方政府之间在提供保障性住房方面有共同且清晰的责任。地方政府主要负责提供土地和部分资金；而且，大多数情况下，对保障性住房进行管理的责任也落在地方政府身上。因此，地方政府的财政分权、效率和自愿性对保障性住房项目的成败至关重要。但是，中国地方政府在这三个方面都相对较弱。这就要求中央政府继续承担高度参与的责任，包括对地方政府绩效的监控。

6. 参考文献

1. Ahuja, A., Cheung, L., Han, G., Porter, N. and Zhang, W. (2010). Are House Prices Rising Too Fast in China? Hong Kong Monetary Authority Working Papers (also listed as IMF Working Paper, Dec 2010).
2. BBVA Research, 2009, 2010, "China Real Estate Watch,".
3. Gao, Lu, 2010, "Achievements and Challenges: 30 Years of Housing Reforms in the People's Republic of China", Asia Development Bank Economics Working Paper Series No. 198.
4. Glindro, E. T., Subhanij, T., Szeto, J. and Zhu, H. (2008). Determinants of house prices in nine Asia-Pacific economies, Bank for International Settlements.
5. Himmelberg, Charles, Christopher Mayer and Todd Sinai, 2005, "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 4, pp. 67-92.
6. International Monetary Fund, 2003 World Economic Outlook, Spring.
7. Leung, Frank, Kevin Chow and Gaofeng Han, 2008, "Long-term and Short-term Determinants of Property Prices in Hong Kong", Hong Kong Monetary Authority Working Paper, No. 0815.
8. Liao, Qun, 2009, "House Price/Income Ratio and Housing Affordability in China", CITIC Bank, China Property Market Report.
9. McCarthy, Jonathan and Richard W. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?", Federal Reserve Board of New York, Economic Policy Review.
10. Ozeki, Koyo, 2009, "The Chinese Real Estate Market", Asian Perspectives, PIMCO; and 2008, "Responding to the Financial Crisis", Japan Credit Perspectives, PIMCO.
11. Peng, W., Tam, D. C. and Yiu, M. S. (2008). Property market and the macroeconomy of mainland China: a cross region study. Pacific Economic Review, 13, 240-58.
12. UN-Habitat, 2005, "Financing Urban Shelter", UN-Habitat, Nairobi, Kenya.
13. White, Lawrence H., 2009, "Federal Reserve Policy and the Housing Bubble", Cato Journal, Vol. 29, No.1, pp 115-125.
14. World Bank, 1993, "Housing: Enabling Markets to Work", World Bank, Washington, DC.
15. World Bank, 2010, "China Quarterly Update," June., World Bank, Washington, DC.
16. Wu, J., Gyourko, J. and Deng, Y. (2011). Evaluating conditions in major Chinese housing markets. Regional Science and Urban Economics.
17. YAO, S., LUO, D. and LOH, L. (2011). On China's Monetary Policy and Asset Prices. Discussion Paper, 71

7. 附录

数据

我们就本报告所使用数据进行了以下总结。所有数据都是以与去年同期相比的变化形式呈现，并从亚洲经济数据库（CEIC）检索取得，并由 BBVA 研究部编辑。

表7
数据汇总

变量	样本和频数	备注	来源
综合房价指数	2005年7月-2011年5月，每月一次	编制从2011年的数据价格指数（分解）	美国国家标准局（NBS）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 估算部
城市房价指数	1998年1月-2011年5月，70个城市，每季度一次	编制从2011年的数据价格指数（分解）	美国国家标准局（NBS）、亚洲经济数据库（CEIC）和 BBVA 估算部
广义货币供应量	1998年1月-2011年5月，每季度一次		亚洲经济数据库（CEIC）
通货膨胀	1998年1月-2011年5月，每季度一次		亚洲经济数据库（CEIC）
人均收入	1998年-2010年，每年一次		亚洲经济数据库（CEIC）
贷款利率	1998年1月-2011年5月，每季度一次	五年贷款利率	亚洲经济数据库（CEIC）
城市化	1998年-2009年，每年一次	人口/地域	亚洲经济数据库（CEIC）

2011年1月，美国国家标准局（NBS）中断了对国家和城市房价聚集度指数的发布。为了使数据与历史数据一致，我们从城市新建住房和二手价格指数（仍由美国国家标准局（NBS）发布）中重建了2011年聚集度价格指数。“用于构建聚集度价格指数”的权值是使用2010年之前的价格数据通过“回归构成聚集度价格指数的因素”进行预测而得到的。

估算均衡房价之实证模型简介

为了估算均衡房产，我们采用包含基本房价在内的供需框架。² 在本框架内，如果住房市场适应瞬时冲击，则可在达到均衡时关闭模型：

$$P_{it}^{d*} = P_{it}^{s*} = P_{it}^* \quad (\text{A2.1})$$

注意，我们所指的价格和决定因素都是在城市层面上的，指数 i 表示城市。在长期需求方程式中，决定因素包括住房存量（ s ）、当前和预期家庭人均收入（ y ）、实际使用者的居民投资成本（按照实际利率计算； rr ）以及人口密度（ $dens$ ）。为得到长期需求价格 pd^* ，我们使用如下住房需求逆函数：

² 参考 McCarthy and Peach (2004)，“房价是否是下一个泡沫？”经济政策评论，纽约联邦储备银行。另外参考 Leung, Chow and Han (2008)，“香港房地产价格的长期和短期决定因素”，香港金融管理局，用于香港房地产市场的类似方法。

$$p_{it}^{d*} = \alpha_1 s_{it} + \alpha_2 y_{it} + \alpha_3 y_{i,t+1} + \alpha_4 y_{i,t+2} + \alpha_5 rr_t + \alpha_6 dens_{it} + \alpha_t \quad (A2.2)$$

收入和人口密度的系数均为正值 ($\alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_6 > 0$)，但住房存量和使用成本应该为负值 ($\alpha_1, \alpha_5 < 0$)。此处，特定时间固定效应 α_t 控制宏观经济的变化，如货币供应的变化对不同城市住房价格的一般影响

在供应方面，假定从长远来看市场准入和市场退出能够保证房地产开发商无利可图。因此，考虑到建造成本 (c)，则长期供应价格 p_{it}^{s*} 包含足够高的投资率以弥补折旧以及预期住房存量增长。上述元素之间关系可表示为：

$$p_{it}^{s*} = \alpha_5 \left(\frac{i}{s} \right)_t + \alpha_6 c_t \quad (A2.3)$$

此处， i/s 是投资率； i 是实际居民投资，代表对不动产的固定资产投资 (FAI) (通过固定资产投资平减物价指数对其进行调整)， c 是实际建筑成本。由于较高的房价会刺激投资，因此，投资率的系数应该是正值 ($\alpha_5 > 0$)。另外，房产价格应与建筑成本应该是正相关 ($\alpha_6 > 0$)。

实际操作中，我们将等式 (A2.2) 和等式 (A2.3) 合并，使用计量经济学中固定样本数据的估计量预测其简化式。实际价格和模式预测价格的偏差即指示出房价的失调。

除上述基于基本因素的模式外，我们也预测出国家价格聚集度指数增长率的时间序列模式：

$$\Delta p_t = \beta_1 \Delta M_t + \beta_2 \Delta Inf_t + \beta_3 \Delta i_t + \beta_4 \Delta Y_t + \varepsilon_t \quad (A2.4)$$

这个模式中，月度国家价格指数 (p) 与去年同期相比的变化受货币供应 (M)、通货膨胀 (Inf)、利率 (i) 以及经济产出 (Y) 变化的影响。综合货币和宏观经济条件后，我们即可以调查房价波动和房价失调的潜在动力。使用计量经济学中的标准组件后，我们确定与同期相比的价格增长是一个 $I(1)$ 过程，而且在“标准共整合框架”内对这个模式进行了预测。预测模式后，我们将预期价格增长与实际价格增长进行了比较。除此之外，我们还对 2005 年之前的价格增长进行了预测。

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.（以下简称“BBVA”）提供，旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息，如有更改，恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具，或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况，上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此，投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出，BBVA并未对这些信息进行独立核实，BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失，BBVA概不负责。投资者应注意的是，证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险，并非对所有投资者都适合。的确，在某些投资中，潜在的损失可能会超过初始的投资金额，且在这一情况下，投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此，在进行任何此类交易之前，投资者应意识到其操作，以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意，文中所述的投资工具可能在二级市场上有限，甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构，以及各自的高管和员工，可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具；他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易，为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务，或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易，但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外，BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得：（1）复印、影印或以任何其他形式或方式复制；（2）传播；或（3）引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国，本文件仅适用于以下人士：（1）具有2000年金融服务及市场法2005年（金融促进）法令（修订的“金融促进法令”）第19条第5款所述投资工具专业经验的；（2）金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象（高净值公司、非公司社团等）；及（3）被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士（所有这些人均被称为“相关人士”）。本文件仅适用于相关人士，非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定，包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益（这反过来包含了投资银行产生的收益）；但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束，像其他规章一样，其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定（包括信息壁垒）。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站：

[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/CorporateGovernance)”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行，在西班牙中央银行的注册号为0182

This report has been produced by the Asia Unit of the Emerging Markets team in collaboration with CITIC Bank

Chief Economist of Emerging Markets

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Zhigang Li

zhigang.li@bbva.com.hk

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia

xia.le@bbva.com.hk

Daxue Wang

daxue.wang@grupobbva.com

Serena Wang

serena.wang@bbva.com.hk

Claire Chen

claire.chen@bbva.com.hk

With the contribution of

China CITIC Bank

Shulin Li

Lishulin@citicbank.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Economic Scenarios

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulatory Affairs

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Spain and Europe:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

Spain

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europe

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Pensions

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

South America

Joaquín Vial

jvial@bbva.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Peru

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity and Credit

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Interest Rates, Currencies and Commodities

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriquez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico

United States

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Mexico

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Macro Analysis Mexico

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Contact details

BBVA Research

43/F, Two International Finance Centre

8 Finance Street

Central, Hong Kong

Tel. + 2582 3111

Fax. +852-2587-9717

research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese