中信银行
CHINA CITIC BANK

BBVA 西班牙對外銀行

房地产观察

中国

西班牙对外银行经济研究部
中信银行规划发展部

2009 年 5 月

中国住宅物业市场深具长期投资潜力。然而，由于住宅楼宇供应过剩以及全球经济衰退，近期调整之势难免，预期一线城市的楼价短期内将可能下调达 20%。

Contents

截稿日期: 2009 年 4 月 30 日

摘要 2

1. 介绍与回顾 3

2. 中国住宅物业市场：最新发展与特点 4

3. 大城市有多少溢价？ 15

4. 中国房地产市场展望 22

附录 29

专栏

1）房地产融资 10

2）住房公积金 12

3）房地产投资信托在中国? 26

刊物协调人:

西班牙对外银行

Alicia Garcia-Herrero alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
新兴市场首席经济师

该刊物由以下人员参与撰写:

西班牙对外银行:

刘利刚 中国首席经济师 lliu@bbva.com.hk
曾向俊 高级经济师 andrew.tsang@bbva.com.hk
朱元德 高级经济师 yzhu@bbvashanghai.com

中信银行:

李树林 博士 lishulin@citicbank.com
仲崇岚 研究员 zhongchonglan@citicbank.com

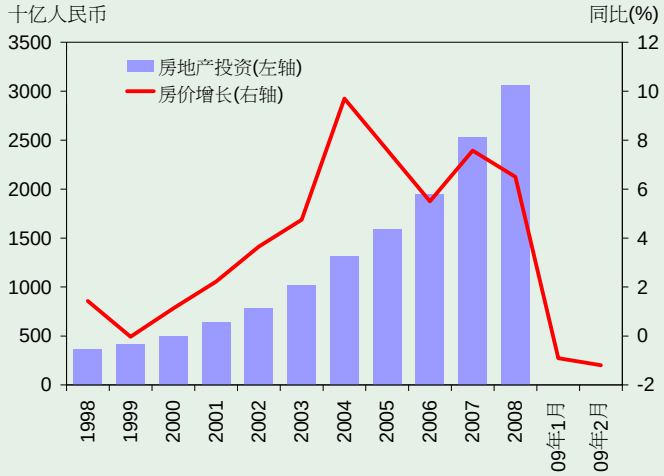
摘要

- 中国住宅物业市场深具长期投资潜力。这是受惠居民收入大增，城市化速度加快，人口持续增加，而现存楼宇的折旧率高，尤其在八十年代或以前建成的楼宇，或因城市更新工程而需拆卸。因此，长远而言，中国的房地产市场前景亮丽。
- 然而，近期由于经济下滑之势难免，预期收入增长因全球经济衰退而放缓，加上高价住宅楼宇供应过剩，预期一线城市的楼价短期内将可能下调达 20%。
- 综合各大城市房地产的供求因素，我们估计各地住房价值，去年北京、上海及深圳等地的楼价平均分别高出当地合理均衡价格约 16%、18%及 20%。不过，广州的住宅定价较为合理，约略相等于我们估算的均衡价格。此外，我们亦注意到有些二线城市，如重庆及天津等，其价格高出 20%至 25%。
- 虽然部份城市先前经历了楼价飚升，价格偏高，但我们认为中国房地产出现硬着陆的机会甚低。由于城市居民储蓄率高，经济增长前景佳，人口结构合理，而城市化的趋势可望持续，因此中国城市的楼宇需求仍然稳固。因为房地产市场开放，其价格能灵地因应经济情况调节，各城市对住宅的需求最终会显现出来。事实上，近期全国楼价下滑，而楼宇成交回升，充份反映这情况。
- 物业发展的收益已成许多地方政府的主要财政收入来源，因此，地方政府宜推行一些刺激楼市的政策以减轻近期楼价调整的影响。我们有如下建议：
    - 地方政府可以考虑调整户籍管理制度，宽松处理当地常住居民的户籍问题，让他们较容易取得当地的户籍，以刺激住房需求，以期缓和住宅价下跌之势。
    - 另一项地方政府宜考虑的善政，就是兴建更多的廉租房，为低收入家庭及移民提供居所，可以刺激房地产投资从而带动地方经济。然而，政府向中低收入家庭提供售价廉宜的住房时，如果没有严格审查住户收入，可能出现相反效果而打击楼市，导致现有住房拥有者出现负资产。
    - 政府亦宜加快更新改造工程，配合提升相应的住房需求，可以通过加快折旧以及更新改造原有质量需要升级的住房。
    - 地方政府亦宜继续采用房地产融资工具，如资产担保债券（Covered Bond），减低购买住房的融资成本，并避免风险集中到商业银行。此外，新的融资工具，如房地产投资信托亦可成为房地产开发商扩阔其融资渠道，降低扛杆率，并在市场上让广大的投资者参与投资，共同分担风险。

1. 介绍与回顾

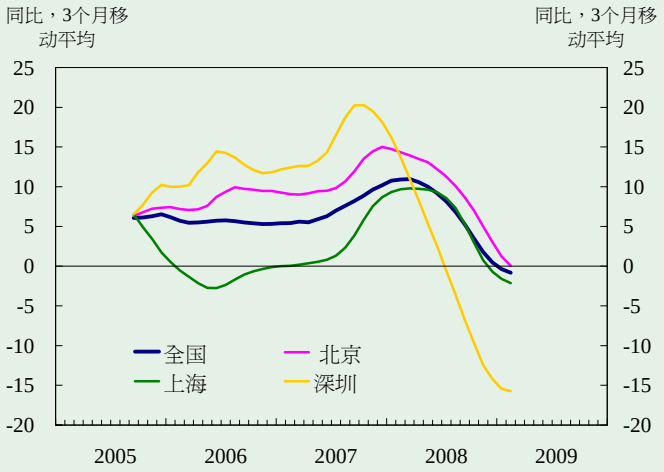
中国房地产市场经过住宅价格急速上涨一段时期后，在 2008 年中期开始降温，很大程度上是由于紧缩的货币政策以及 2007 年底实行的抑制房地产市场投资的行政措施。事实上，2008 年 9 月雷曼兄弟破产后爆发的全球金融危机阻止了全国住宅价格上涨（见图一）。从 2008 年 12 月开始，住宅价格十年以来出现首次下跌。例如，深圳，对出口依赖很高的城市，最近几个月住房价格月跌幅达 15%（见图二）。北京和上海住房价格也开始下跌，尽管跌幅较温和。

图1:房地产投资与价格



来源：CEIC 以及 BBVA 估计

图2：全国及主要城市房市价格



来源：CEIC 以及 BBVA 估计

毫无疑问，中国住宅物业市场长期投资潜力较为乐观，因为长期增长前景，城市化加快，高城市人口密度都支持长期向好，但在全球金融危机下，中国住宅物业市场将如何表现？会出现硬着陆吗？预期价格跌幅会达多少？主要城市北京、上海、深圳和广州间价格调整会有不同吗？

我们第一期的《中国房地产观察》旨在综合回答以上问题。虽然住房价格进一步下跌，但中国房地产出现硬着陆的可能性比较低。这是由于考虑到高储蓄率、巨额财政刺激方案下的增长预期以及有利的低利率环境，中国对城市住房需求会保持强劲。只要价格足够灵活可随经济形势改变，需求也会相应改变。

然而，由于高端住房市场存在结构性过度供给以及收入增速放缓，经济下行的短期调整是不可避免。短期内一线城市可能会出现高达 20%的价格跌幅。

我们的住房定价方法，是根据各个城市的供给与需求水平来进行估计，表明北京、上海、深圳的现行住房价格比均衡价格溢价 16%，18%以及 20%。然而，广州的现行住房价格定价比较合理，大体与我们估计的一致。同时，我们发现在某些二线城市，如重庆和天津，存在 20%及 25%的溢价。

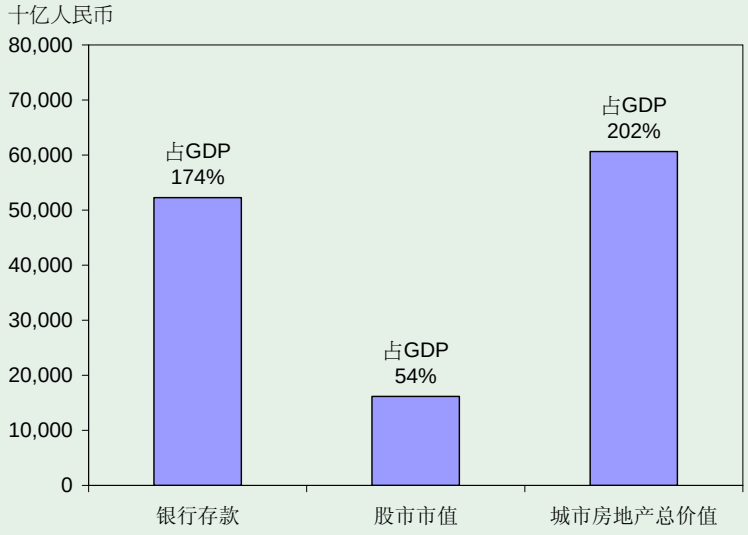
该报告其他部分内容如下：第二章为中国房地产市场回顾。第三章我们运用新建的季度时间序列数据，采用供给需求平衡的框架，来估计中国主要城市是否存在房价高估或低估。第四章以国际经验考察房地产周期对宏观经济活动的影响以及对中国的经验，并强调中国应该避免的政策缺陷。

2. 中国住宅物业市场：最新发展以及特点

1978 年改革开放不久，在 80 年代早期中国就允许住宅的私人拥有权，但大范围住宅私人拥有权直到 1998 年才出现。国务院在一些沿海城市和省份进行试点后，决定逐步废除旧的住房分配制度。因此私人拥有住房在改革开放后只有一段较短历史。

尽管发展起步较遲，但近十年来该市场发展迅速并且已经成为中国居民资产配置组合的一个重要部分。我们估计全国房地产资产总值大约为 60 万亿，已经超过银行储蓄和股市市值（见表 3），表明该部门重要性提升的速度超过人们预期。因此，该部门的健康发展将会对实际经济活动以及中国银行系统产生重要影响。

图3：资产价值



来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

全国房地产市场周期：

1998-2003 年，全国房地产价格只有适度上涨，某种程度上反映了通货膨胀率较低甚至为负，以及经济仍在从亚洲金融危机的影响中恢复的宏观经济环境。

直到 2003 年，经济开始经历短暂的过热阶段，重工业投资大幅上涨，农产品价格上升，中国住房价格才真正开始大幅上涨。房地产价格以前所未有的 7.4%年增长率增长，直到 2005 年，宏观紧缩政策对阻止住房价格的迅速增长似乎开始起作用。

然而，2007 年价格又开始飙升，很大程度上由于资本流入增多以及人民币升值。到 2008 年中期价格达到高点，全国房地产价格自此增速大幅放缓并在 2008 年末开始下跌。

主要城市房地产市场周期：

北京： 住房市场价格直到 2003 才开始增长。至 2007 年，年平均增长率为 7.6%。2007 年剧增 11%后，住房市场价格自 2008 年初开始降温（图 4a）。北京住房市场价格高峰与房地产投资水平高点一致。

*上海：*住房市场价格自 2001 年开始增长，到 2003 年达到高峰，年增长率达 20%多。房价平均增幅很快开始大幅降低，甚至在 2006 年出现百分之二到三的跌幅。价格在 2007 和 2008 年有所反弹后，2009 年又开始下跌（见图 4b）。

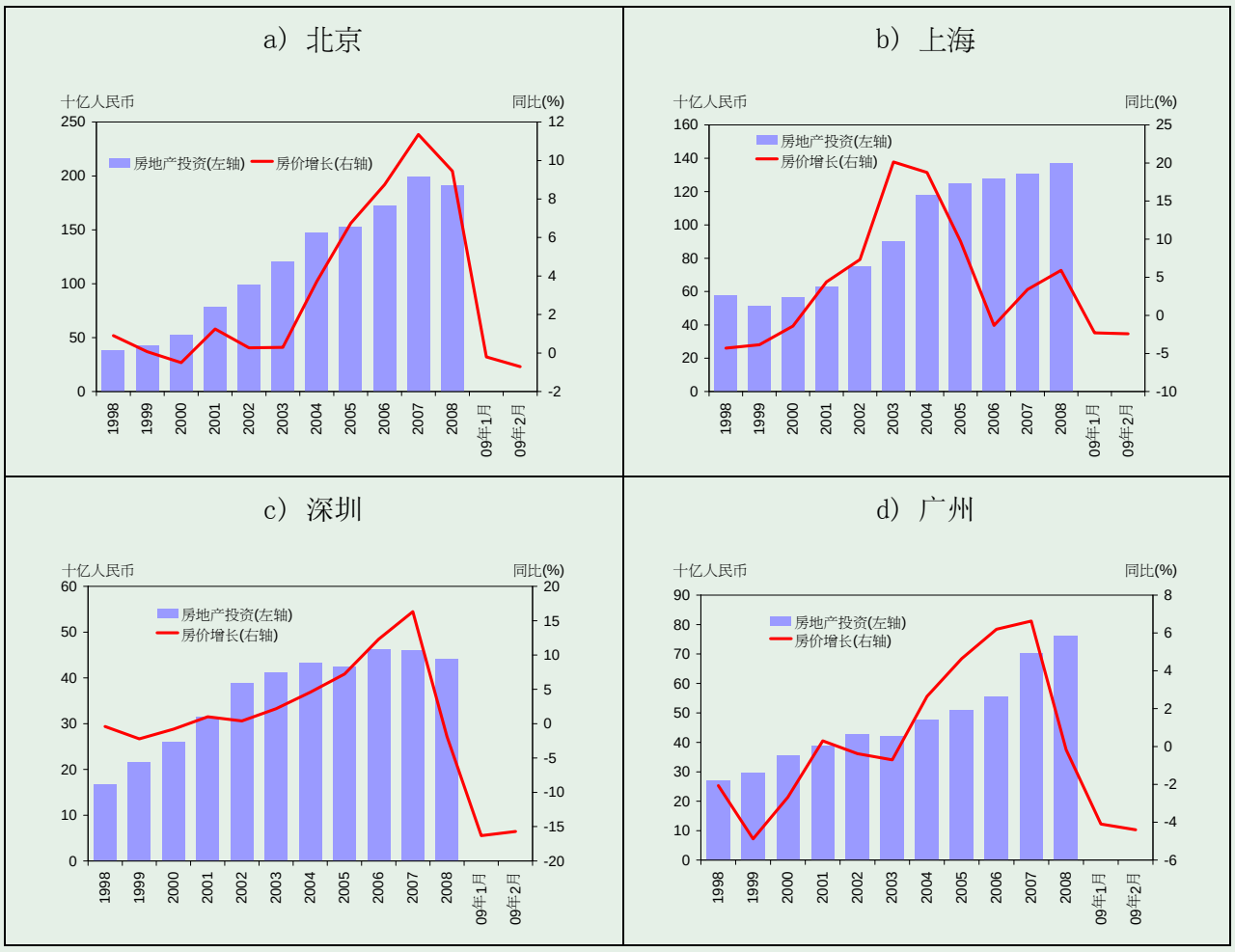
*深圳：*受 1997－98 年亚洲金融危机的影响，深圳住房价格在 98 至 02 年价格基本不变。2003 年后，住房价格急剧增长，并在 06、07 年达到高峰，年增长率达 17%。此后，住房价格急剧下跌。在 09 年 2 月，深圳年跌幅达 15.7%，是全国主要城市中跌幅最严重的。

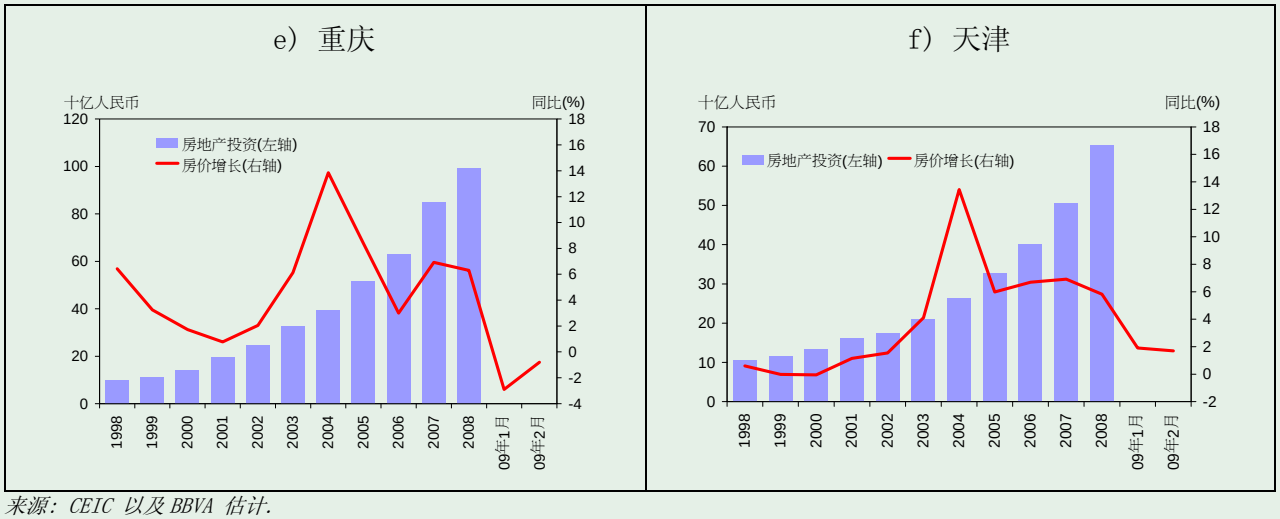
*广州：*同样受亚洲金融危机的严重影响，广州住房价格在 1998 年至 2003 年间下跌。在 1999 年出现房地产价格最大年跌幅 5%。住房价格在 2004 年到 2007 年适度回暖。然而，价格回升幅度较小，最大涨幅为 2007 年不足 7%。2009 年价格又开始下跌，年初跌幅达 5%。

*天津：*天津住房价格在 1998 到 2002 年间基本不变。2003 年开始快速上涨并于 2004 年达到高峰，年增幅达 13%。价格快速增长势头于 2005 年停止，之后一直保持低于 6%的年增长率，直到 2009 年价格下跌 2%。尽管价格开始趋稳，房地产市场投资却继续保持高速增长。事实上，2005 年天津滨海新经济区的设立将影响房地产供给并将持续影响天津房地产价格。

*重庆：*自 1997 年重庆成为第四个直辖市后－与省具有同等地位后，重庆住房价格似乎已经经历了一个周期。上次周期于 2001 年见底，另一次周期很快在 2004 年达到高点，年增长率为 14%。尽管价格增长在 2006 年后开始反弹，但自 2008 年起又快速下降，2009 年初平均增长率为－2%。重庆是 05 年后房地产投资快速增长的另一个城市。

图4：各城市房地产投资及房价





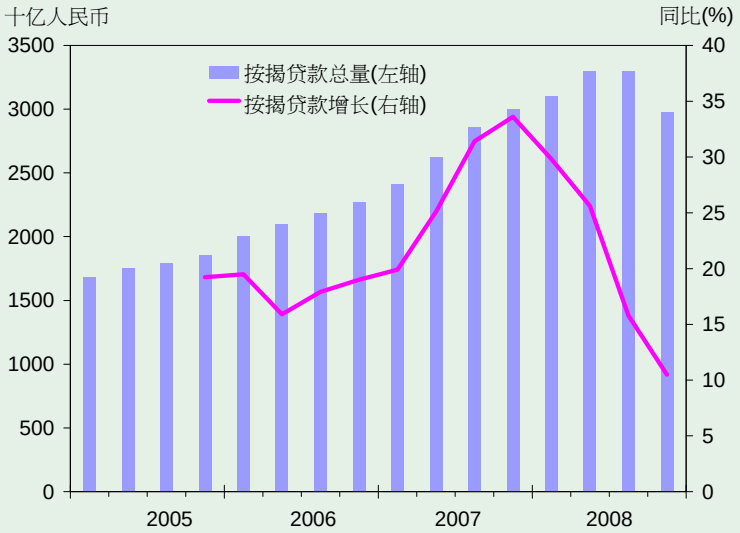
来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

按揭贷款及利率：

按揭贷款在中国历史较短，直到 1999 年才开始出现。中国按揭贷款总额，尽管发展迅速，但至 2008 年末仍占银行贷款的很小比例，约 10%（见表 5）。现在，大部分按揭贷款都未被证券化。

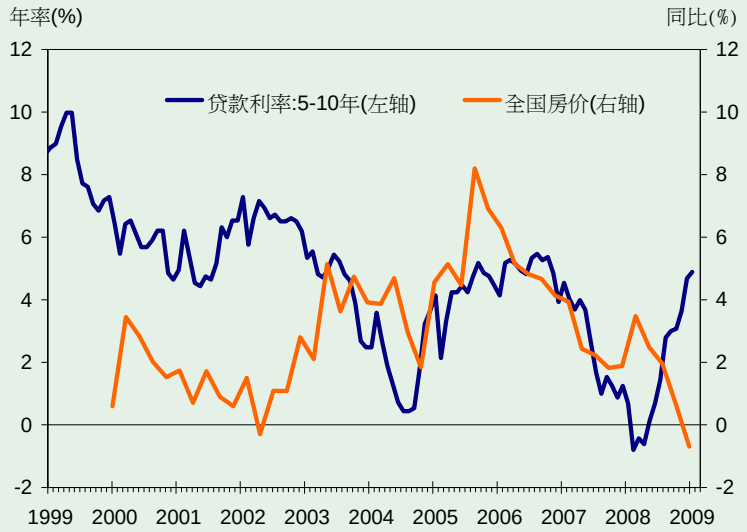
直到 2003 年实际按揭利率与实际房地产价格有粗略的负相关关系。这种关系在 2004 至 2008 年间已经改变，实际利率与房地产价格出现同向运动。这表明，一些其他因素，如对住房价格快速增长的预期及有利的信贷条件，正推动该时期住房价格快速增长。到了 2008 年则重新出现负相关关系。

图5：按揭贷款



来源：Wind.

图6：实际利率和房价



来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

负担能力：

全国而言，中国人均 GDP 增长率是房地产价格增长率的两倍。同时，从住房价格和可支配收入比来看，即使跟世界标准相比，住房价格也是可以承担的。但是，在某些城市，特别是北京、上海、广州和深圳，该比率远远超过国际认可标准。

表1：负担能力：中国国内城市比较

	人均国内生产总值 (同比) (2002-2007)	楼价 (同比) (2002-2007)	楼价与人均收入比率 (%) 1/ (2007)
全国	**14.0**	**6.5**	**7.6**
北京*	12.9	5.8	14.2
上海	12.8	9.1	9.6
重庆	15.4	6.7	5.8
成都	12.7	5.4	7.8
天津	15.8	6.4	4.0
武汉	13.5	4.9	8.8
青岛	18.0	9.6	7.9
广州	8.3	2.7	10.4
深圳	15.2	5.9	11.3
南宁	7.9	5.0	7.1

来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

注： 北京人均 GDP 增速为 2002 到 2008 年简单平均值。*

1/ 人均住房面积大约为 27 平方米。.

租金回报：

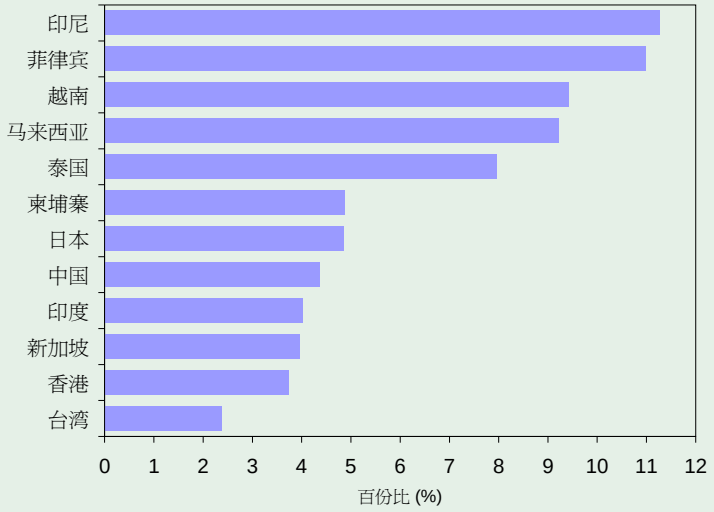
大城市的租金收入大致相同，特别是面积较小的公寓。与世界租金回报相比，中国总体租赁回报高于香港、新加坡、台湾，但远低于一些东盟内的发展中国家。

表2:主要城市租金回报

		价格(美元)		回报率(%年率)	每平方米价格(美元)	
		总值	月租		价值	月租
北京 [1]	*公寓房*					
	60平方米	114,180	539	5.67	1,903	8.98
	120平方米	261,960	1,122	5.14	2,183	9.35
	200平方米	465,800	2,206	5.68	2,329	11.03
上海 [2]	*公寓房*					
	60平方米	116,040	533	5.51	1,934	8.88
	120平方米	323,640	1,176	4.36	2,697	9.80
	200平方米	600,200	2,468	4.93	3,001	12.34
广州 [3]	*公寓房*					
	60平方米	67,440	305	5.43	1,124	5.08
	120平方米	169,200	734	5.21	1,410	6.12
	180平方米	345,960	1,298	4.50	1,922	7.21
深圳 [4]	*公寓房*					
	45平方米	66,150	314	5.70	1,470	6.98
	75平方米	106,500	406	4.57	1,420	5.41
	105平方米	123,165	457	4.45	1,173	4.35
	别墅					
	120平方米	244,920	992	4.86	2,041	8.27
	185平方米	573,315	1,650	3.45	3,099	8.92
	255平方米	1,367,310	2,978	2.61	5,362	11.68
	325平方米	2,017,925	3,926	2.33	6,209	12.08
	450平方米	3,460,500	6,336	2.20	7,690	14.08
成都 [5]	*公寓房*					
	60平方米	57,000	203	4.28	950	3.38
	120平方米	110,760	395	4.28	923	3.29
	180平方米	173,160	682	4.73	962	3.79

来源:环球房地产指南
注： 1. 包括：朝阳区；东城区；中央商业区
2. 包括：静安区；徐汇区；长宁区;浦东
3. 包括：海珠区；黄埔区;天河区;增城区
4. 包括：南山区；福田区
5. 包括：武侯区；锦江区；金牛区；青阳区
数据为 2009 年 2 月 19 日.

图 7:租金回报

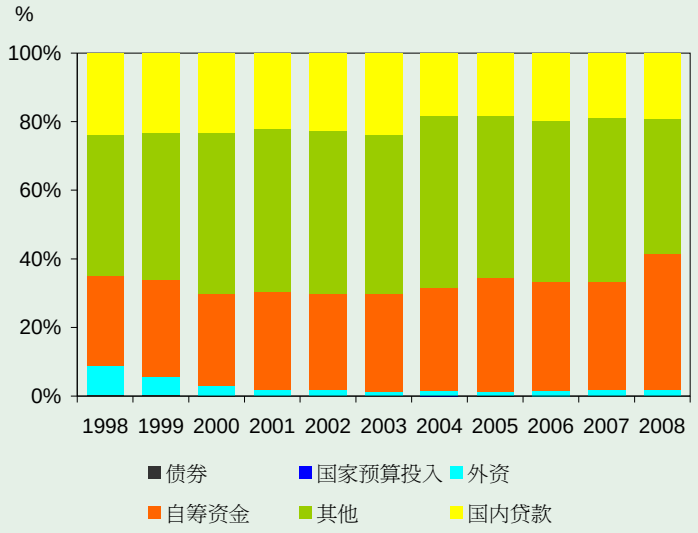


来源：环球房地产指南

房地产项目的融资渠道：

房地产项目大部分靠自筹资金和银行贷款融资，同时有大量未表明来源的资金，该部分可能来自于房地产公司公开上市以及私人资本投资等。外资曾在 1998 占融资比例达 5%但已下降至不到 2%。债券融资和房地产投资信托基金基本很少存在。

图8：房地产开发融资渠道



来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

专栏 1: 资产担保债券(Covered Bonds)及住房抵押证券(Mortgage Backed Securities)：欧洲和美国的经验*

住房抵押贷款大体上有三种融资方式。银行最简单的方式是利用他们的零售存款为按揭贷款融资。虽然对银行来说这是进行按揭贷款融资最直接的方式，但这种方式存在期限不匹配的风险，因为银行存款的期限结构通常比按揭贷款短。另外，当住房市场经历泡沫破灭时银行系统承担了主要风险。当前，中国住房按揭贷款主要通过该种方式融资。

按揭贷款融资的第二种方式是通过银行自己发行资产担保债券(Covered Bonds)或者住房抵押债券（Mortgage Bonds），并由按揭组合担保。第三种融资方式是通过证券化。在这种情况下，贷款打包后在二级市场以住房抵押证券的形式销售。抵押债券和住房抵押证券最大的区别可能就是前者为资产负债表内项目，而后者为资产负债表外的项目。

两种情况下，贷款由信贷机构收集并形成基金来创造一个新证券。在抵押债券的情况下，新发行证券不仅由建立新债券时贷款的抵押物担保（所谓的“担保池”）担保，而且也由发行商的信用担保。资产担保债券在欧洲已有 200 多年历史，并且仍为金融市场的一个重要部分和按揭贷款融资渠道。

德国和丹麦是最先使用资产担保债券工具的国家。资产担保债券在 1990 年代末期在欧洲广泛使用并取得不同程度的成功（图一和图二）。西班牙是一个典型案例。Cédulas Hipotecarias 在西班牙央行的监督下可由每个信贷机构发行。在仅仅两年内，这些工具由 2005 年占住房贷款融资 20％成长至 2007 年末占住房贷款融资比例超过 40％之多。即使在现在的危机形式下，资产担保债券继续为欧洲住房市场提供流动性，并为政府债券外另一个高收益的选择。法国的“Obligations Foncières”，是另一个典型例子。

在美国，大部分按揭贷款通过住房抵押证券融资。这些证券将非流动资产（例如按揭贷款）打包至流动性证券。一组贷款被转移至特殊目的实体或是通过这种渠道，将该项资产移至资产负债表之外，进而免除了资本的要求。政府发起建立的半官方机构，如房地美和房利美，促进了该项证券的发展，他们从银行购买按揭贷款然后进行证券化出售。这些机构的另一个目的是，发展了一个住房抵押证券的二级市场，来增加按揭贷款融资渠道和提高美国房屋拥有率。然而，如果银行或者其它按揭贷款发起人不履行对发起按揭贷款的尽职调查，住房抵押贷款证券市场将会出现严重问题。美国次按危机就是该方面的一个典型案例。

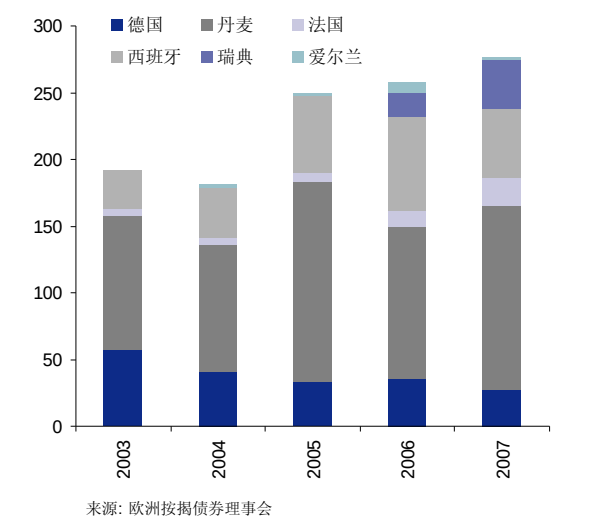
事实上，由于住房市场降温以及按揭贷款违约率的增高，高于预期的损失促使住房抵押证券市场停止发展（图 3）。政府发起的半官方机构亦承担巨大压力，促使美国政府积极干预并以接管房地美和房利美。此次危机后，完全私有证券化模式将几乎不再存在，未来美国住房按揭贷款融资应采用哪种模式的问题摆在人们面前。

而以资产担保债券为按揭贷款融资的方式较好的经受住了全球经济危机。事实上，担保债券有两个优势：第一，融资工具的结构比较简单，最终风险承担者的确定更直接。第二，资产担保债券看起来对标的资产价格变化，即住房价格，并不是特别敏感。在金融危机中这些工具的表现依然稳固。例如，与住房抵押贷款证券相比，虽然国内住房部门严重下滑（图 4），西班牙 cédulas 的息差并没有出现较大变化。但由于住房市场预期调整会更严重，西班牙担保债券的息差仍比德国波动剧烈。

考虑到资产担保债券的这些优点，中国在以后的住房贷款融资中对这种方式进行试验，会有助于房地产融资的探索新的方式。

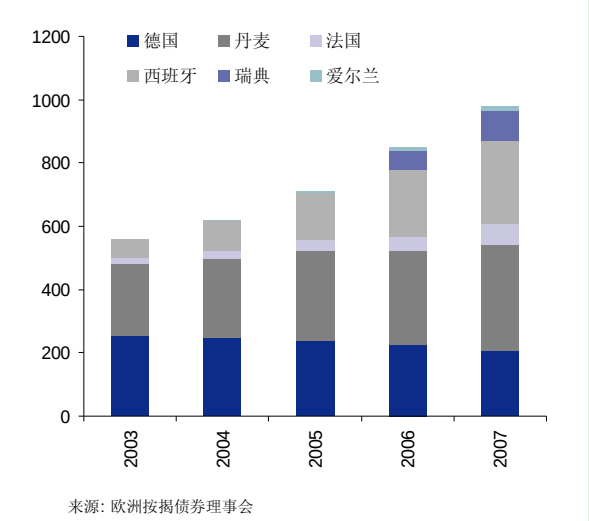
* 该专栏选自“按揭贷款融资：国外的经验”，BBVA 美国地区展望，2009 年一季度.

图 B1.1：住房抵押贷款债券（Mortgage Bonds）发行额
十亿欧元



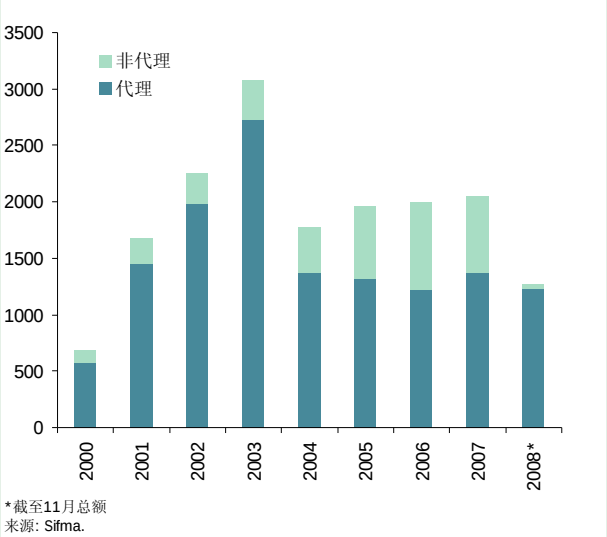
来源：欧洲按揭债券理事会

图 B1.2:住房抵押债券（Mortgage Bonds）存量
十亿欧元



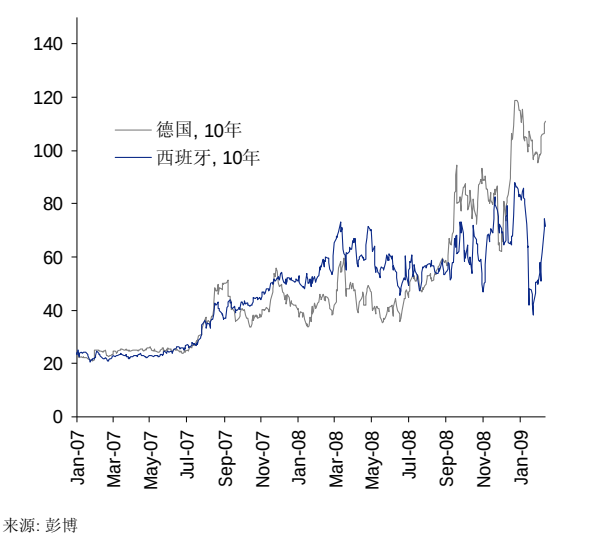
来源：欧洲按揭债券理事会

图 B1.3：住房抵押证券（MBS）发行量
十亿美元



*截至11月总额
来源：Sifma.

图 B1.4：资产担保债券（Covered Bond）利差
基点



来源：彭博

专栏 2：住房公积金

住房公积金是中国特有的住房融资制度：由雇主和个人共同承担。个人交纳工资的 5%～20%到该基金中，雇主承担相同比例。参与住房公积金的好处在于可以获得低于市场按揭利率的优惠，并且亦可提取积累部分作为首付款来购买私人住房或者用来抵减贷款总额。

1）住房公积金的起源

在 1978 年改革开放以前，中国很少有私人拥有的住房。在城市中住房由个人工作单位提供。在 80 年代初期开始允许私人拥有住房。然而，私人拥有住房初期，大部门家庭承担不起过高的费用，很大程度上由于在中国经济转型初期工资被控制在较低水平。

1991 年，住房公积金计划在上海进行试点。这是上海市政府采用的住房改革计划的一步。1992 年类似的住房公积金计划在北京、广州和天津建立。1995 年该计划正式推广到全国城市地区。通过雇主和个人交纳公积金，该基金目的是使私有住房可以负担，从而逐步取消政府分房制度。

1998 年，国务院决定彻底废除旧的的分房制度，并提高住房公积金在购买私有住房中的融资作用。随后在 1998 年 3 月国务院公布了《住房公积金管理条例》作为规范住房公积金缴纳和管理的法律框架，要求所有地级市建立住房公积金制度。2002 年 3 月，经国务院 350 号令修改了《住房公积金管理条例》。修改后的管理条例规定所有企业（包括国有，私企，城镇集体企业以及合资企业等）、国家机关、事业单位、社会团体必须参与住房公积金计划。而且，修改后管理条例规范了基金使用，审计和监管以及违规处罚。

2)住房公积金计划如何融资

一般来说，参与计划的个人需要向住房公积金账户缴纳个人工资的一定比例费用，大约为 5%到 20%。雇主按照 1：1 比例同样缴纳。以北京为例，个人每月缴纳工资的 12%，同时，雇主缴纳等额费用到个人住房公积金账户，但无论个人工资多高，总缴纳金额每月最高值为 2392 元。公积金缴存比例在全国范围内各不相同，例如，上海只为 7%。只要加入住房公积金计划，个人需要每月缴纳住房公积金到个人账户直到退休。作为回报，住房公积金计划参与者可以从银行得到低于市场按揭利率的住房贷款优惠。如果不购买住房，该公积金可以在退休时一次取出。

住房公积金由地方住房公积金管理中心管理。他们负责日常管理并直接负责接受公积金缴纳、基金监管以及贷款管理。地方住房公积金由地方政府指定的住房公积金管理委员会管理。委员会的职责包括：根据当地经济状况设定缴纳比例、最大公积金贷款额、审批审批住房公积金归集、使用计划等。住房公积金主要存放在银行中，只能获得有限的存款利率。

3)谁会从住房公积金计划受益?

2007 年，有 830 万家庭获得住房公积金贷款，但与 7190 万参与者相比，这个数目看起来相当小（见表格 B1.1)。能够获得公积金贷款的人看起来往往是高收入人群。对于低收入参与者来说，他们往往需要很长时间才能够支付首付，从而有资格申请足额的住房公积金贷款来为购买私人住房。例如，在北京，一个大学毕业生月收入 6000 元，需要至少十年才可以积累到价值 100 万元住房的首付。住房公积金好像主要使高收入家庭受益。

表B2.1：全国住房公积金积累及使用情况

	基金累计 (十亿)	基金结余 (十亿)	参与者 (百万)	取得贷款的户数 (百万)	贷款总额 (十亿)	当年数据 供款 (十亿)	当年数据 提款 (十亿)	当年数据 放贷 (十亿)
2004	750.7	489.4	48.9		340.7	183.7	73.1	106.1
2005	976.0	626.0	62.6	5.2	459.9	235.9	99.3	119.5
2006	1268.4	787.1	69.2	7.0	636.4	292.8	131.6	176.5
2007	1623.0	960.5	71.9	8.3	856.6	354.3	180.9	220.2

来源：住房和城乡建设部

4)大型城市住房公积金计划

住房公积金计划帮助家庭购买私人住房的作用大小取决于月缴纳金额及住房公积金贷款的最高限额。总体而言，上海的缴纳率为 7%，低于北京和广州。例如，北京月缴纳率为 12%，月缴纳最高金额为 2392 元，家庭贷款最高额度为 80 万。上海，月缴纳率为 7%，月缴纳最高金额为 1214，远低于北京，贷款最高额度为 60 万。广州，月缴纳率可以为 5%到 20%之间，月缴纳最高金额为 7542 元，住房公积金贷款最高额度为 80 万。

表B2.2:三大城市住房公积金对比

	北京	上海	广州
公积金贷款上限	每户人民币800,000元	每户人民币600,000元	每户人民币800,000元
供款比率	12%	7%	5-20%
每月供款上限	人民币2,392元	人民币1,214元	人民币6,698元
涵盖范围 1/	雇主: 53,693; 雇员: 3,983,200	雇员: 3,607,700	雇主: 25,318; 雇员: 2,039,400
近一年收集到的基金 1/	人民币292.72亿元	人民币282.48亿元	人民币175.24亿元
基金累计 1/	人民币1424.10亿元	人民币1795亿元	人民币806亿元
已用款项 1/	人民币721亿元	人民币1002亿元	人民币422亿元
结余 1/	人民币703亿元	人民币793亿元	人民币384亿元

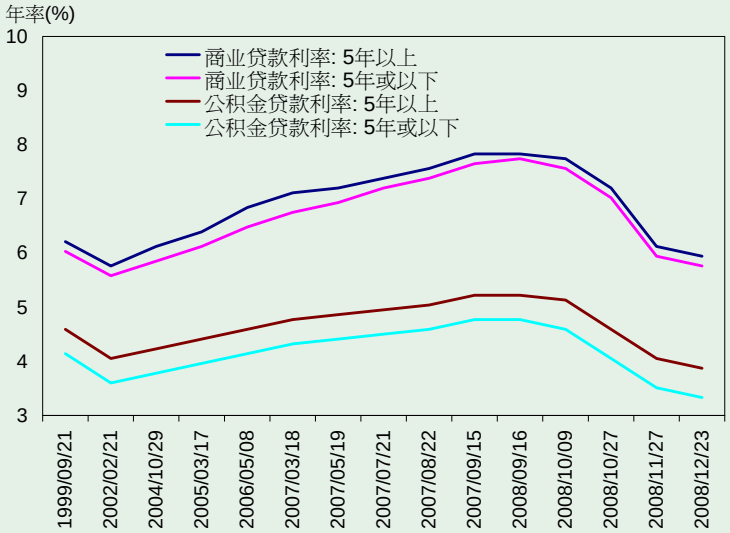
注：1/ 北京广州为 2007 年数据，上海为 2008 年数据
来源：各地方住房公积金管理中心.

5)商业按揭贷款与住房公积金贷款比较

自中国政府 1998 年废除分房制度后，住房公积金就成为提高城市居民住房购买能力的主要政策工具，它提供低于银行商业按揭贷款利率（大约 200 个基准点）的低利率贷款（见图 B1.1）。例如，现在 6～30 年期住房公积金贷款利率为 3.87%，而相同期限商业贷款利率是 5.94%。即使对特别符合条件的客户商业贷款利率可享受 30%折扣，即 4.158%，仍高于住房公积金贷款利率。因此，如果家庭要申请按揭贷款，从住房公积金管理中心是首要选择。如果贷款额度不能负担全部购房费用，则可到银行再申请一笔商业贷款补足差额。

如表格 B1.1 所示，可以得到住房公积金贷款的家庭只占少部分。2007 年，住房公积金管理中心贷款总额为 8566 亿人民币，而银行按揭贷款为 29625 亿人民币，也就是说，住房公积金贷款额只为商业按揭贷款的不到三分之一。以金额考虑，商业贷款远大于住房公积金贷款，其在购买住房上发挥更大作用。

图 B2.1：商业贷款和住房公积金贷款利率比较



来源：Wind。.

6）未来的挑战

尽管住房公积金贷款的笔数和平均贷款金额近年都有所增加，但大部分的住房公积金仍在银行中闲置。2007 年，住房公积金账户在银行存款中闲置余额为 9605 亿人民币。

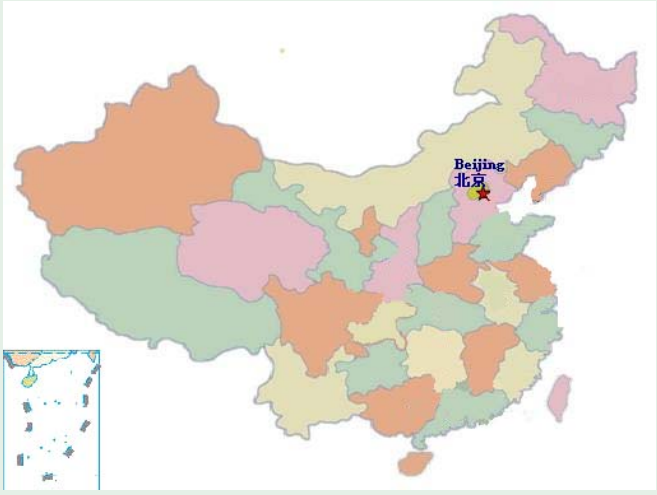
同时，由于住房价格快速上涨，工资涨幅落后于住房价格增长幅度，住房购买力有所下降。然而，住房公积金对提升住房购买力至今作用有限。怎么最大限度利用中国特有的住房融资制度仍是一个挑战。对主要兴趣为经济适用房的年轻及低收入家庭更大程度放开住房公积金贷款是一个方法。另外的选择是提取部分公积金建设更多的经济型住房，建设经济适用房也是政府刺激计划的一部分，但是由于 2009 年财政紧张，地方政府很难筹集足够的资金建造经济适用房；而另一方面，住房公积金很大一部分在银行闲置。所以可以考虑地方政府利用住房公积金建设经济适用房的可行性。

3. 大城市有多少溢价？

我们利用包括北京、上海、深圳、广州、重庆和天津住房物业市场供需情况的城市数据库进行经济分析，从而判断这些城市住房价格是否偏离均衡价格。均衡价格是通过运用一个经济计量模型考虑基本房地产价格的供需机制来估算出来的（详见附录 2）。

北京

图9：北京主要统计数据



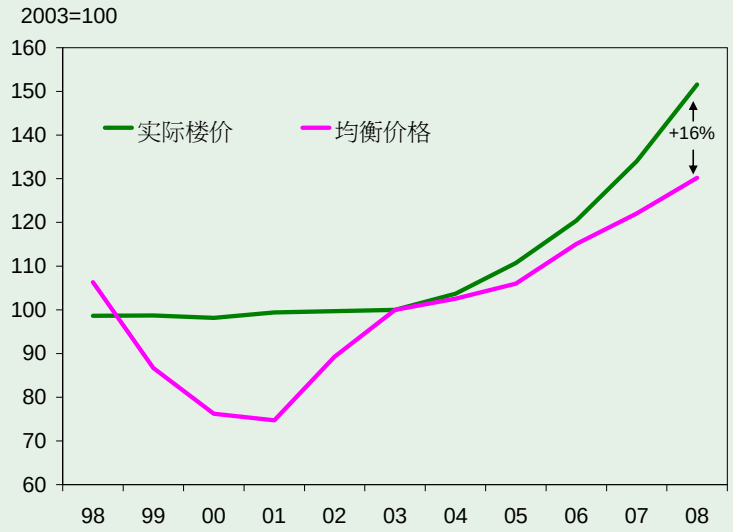
	北京
人口（千人）	12,133
人均收入（人民币，2007）	58,204
1998-2008平均增长	11.6
每年平均温度（℃）	11.8
大学数目	84
服务业比率	73.2
主要制造业	资讯科技，汽车，石化，医药等

来源：CEIC 和 BBVA.

我们的估值表明 1998 到 2002 年间，实际房地产价格高于平衡价格，但差额较少（见图 10）。2003 年以后，实际价格在最近五年上涨了 46%，然而决定需求的基本因素增幅明显落后。我们的模型估计表明 2008 年平均房价存在 16%溢价。

需要说明的是，尽管北京实际房地产价格明显高于均衡价格，由于人口增长以及快速的收入增长，均衡价格在最近五年亦上涨 30%。

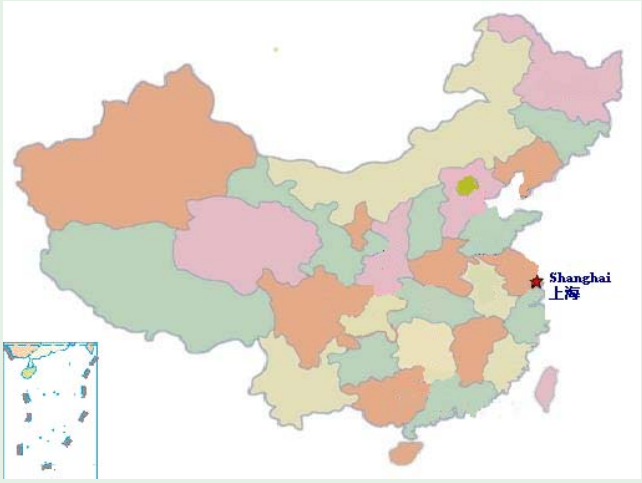
图10：北京住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

上海

图 11：上海主要统计数据



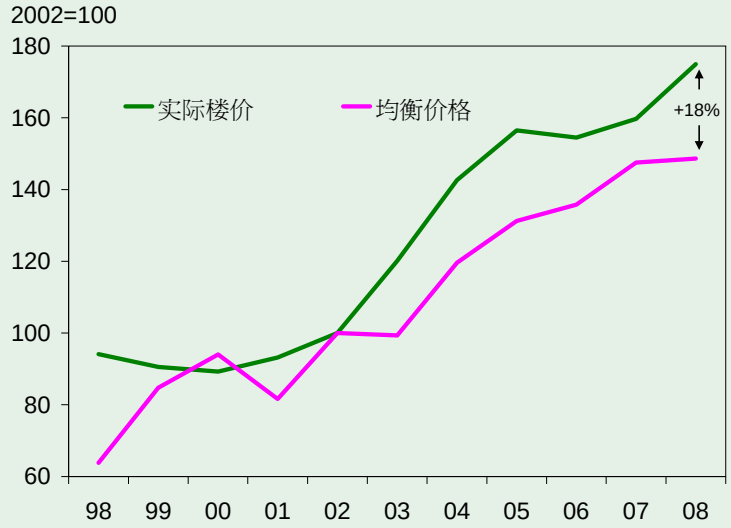
	上海
人口（千人）	13,789
人均收入（人民币，2007）	66,367
1998-2008平均增长	11.6
每年平均温度（℃）	17.8
大学数目	61
服务业比率	37.9
主要制造业	汽车，资讯科技，装备制造等

来源：CEIC 和 BBVA.

我们估计值表明上海实际房地产价格多数时间高于平衡价格，2000 年除外（见图 12）。自 2003 年差额逐渐变大，实际住宅价格自 2003 年起上涨 70%。

然而，受住宅的有限供应以及收入的高速增长，我们模型预计平衡价格亦同步快速增长。同时期，均衡价格增长 50%。最后，上海 2008 年平均住房价格存在至少 18%的高估。

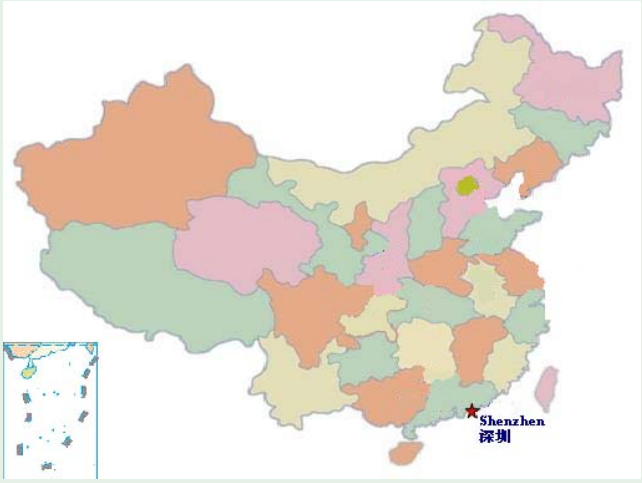
图12：上海住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

深圳

图13：深证主要统计数据



	深圳
人口（千人）	2,124
人均收入（人民币，2007）	79,645
1998-2008平均增长	15.2
每年平均温度（℃）	22.3
大学数目	10
服务业比率	53.7
主要制造业	电子，资讯科技，通讯等

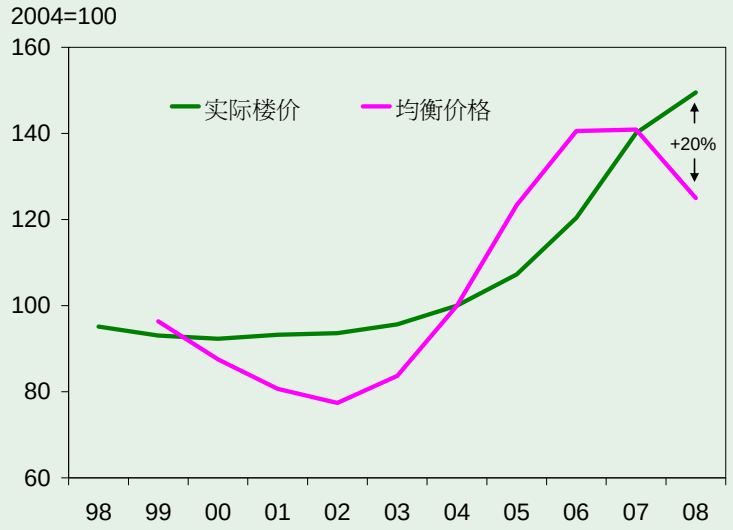
来源：CEIC 和 BBVA

我们的预测表明，2004 年之前，深圳的实际住房价格高于均衡价格。然而，在 2004 到 2007 年间，实际住房价格低于均衡价格，2008 年又重新超过均衡价格（见图 14）。差额自 2003 年起不断变大，且实际价格自 2002 年起上升达 50%。

2002 到 2007 年期间，实际收入与人口密度的快速增长推动均衡价格飙升，同期主要受这两个因素影响，我们模型估计均衡价格已经增长达 80%。

然而，均衡价格在 2008 年有所下跌。均衡价格下跌主要原因是住宅存量的快速积累。在 07 到 08 年间，住宅房地产市场投资实际增幅大约为 30%，明显高于以往年度。同时期住宅存量的快速积累会不断压低均衡价格。

图14：深圳住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

广州

图15：广州主要统计数据

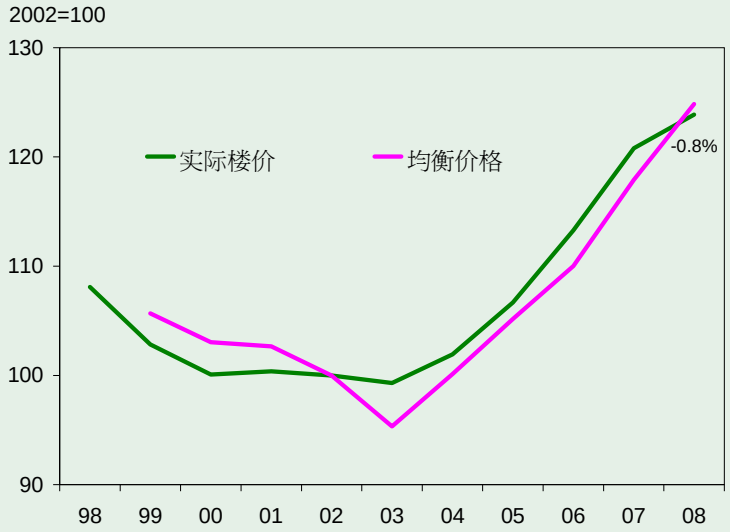
	广州
人口（千人）	7,735
人均收入（人民币，2007）	71,808
1998-2008平均增长	13.7
每年平均温度（℃）	21.8
大学数目	29
服务业比率	41.0
主要制造业	电子，汽车，医药等

来源：CEIC 和 BBVA.

广州住房价格变化与前三个大型城市有所不同。尽管，2002 年至 2007 年间实际价格略高于均衡价格，但实际价格与均衡价格差额十分小。事实上，住房价格增长在 2008 年有所放缓，实际价格比均衡价格略低 0.8%（见图 16）。

由于实际收入增长迅速，人口数目和住宅存量增长相对稳定，实际住房价格和均衡价格在 2002 到 2008 年间增长了 20%。近十年广州价格高估的程度很低。

图16：广州住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

重庆

图17：重庆主要统计数据

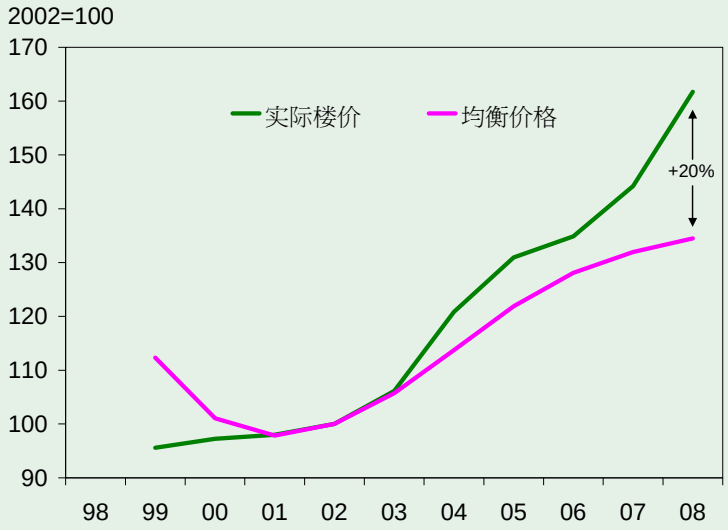
	重庆
人口（千人）	32,353
人均收入（人民币，2007）	14,660
1998-2008平均增长	11.0
每年平均温度（℃）	18.6
大学数目	40
服务业比率	58.4
主要制造业	汽车，装备制造，电子，资讯科技等

来源：CEIC 和 BBVA.

我们实证估计表明自 2003 年重庆的实际住房价格就高于均衡价格（见表 18）。自 06 年起差额逐渐放大。尽管重庆近五年实际住房价格上涨 50%，人均收入却未有如此快速增长。分析表明 2008 年重庆平均住房溢价最少为 20%。

尽管实际住房价格与均衡价格差额巨大，近五年重庆住房均衡价格亦增长 27%，很大程度上是由于人口和实际收入快速增长。

图18：重庆住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

天津

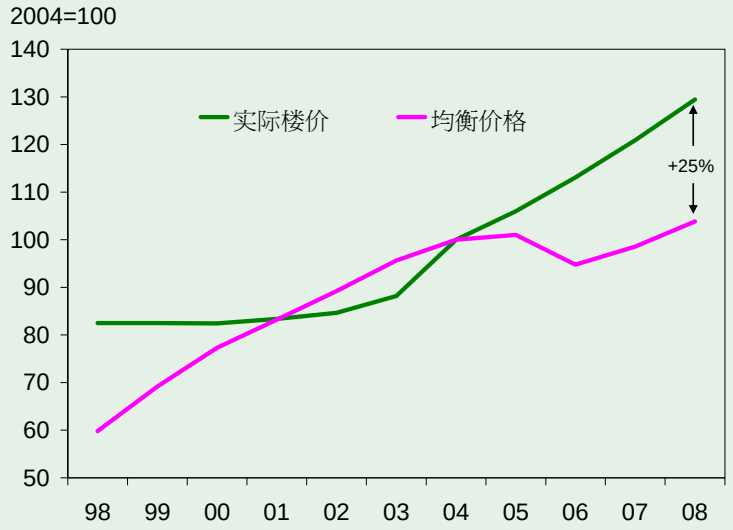
图19：天津主要统计数据

	天津
人口（千人）	9,591
人均收入（人民币，2007）	46,122
1998-2008平均增长	13.3
每年平均温度（℃）	12.0
大学数目	44
服务业比率	51.0
主要制造业	化学，汽车，电子，冶炼等

来源：CEIC 和 BBVA.

天津实际住房价格近五年增长 50%。然而，模型估计均衡价格同时期内只增长了 10%（见表 20），主要因爲人均实际收入增长稳定及城市人口增长有限。因此，2008 年天津溢价最低为 25%。

图20：天津住房均衡价格



来源：BBVA 估计.

总之，这些地区，除了广州，存在高达 25％的溢价。展望未来，受经济增长放慢及失业率升高影响，这些地区市场价格会有所下调。由于这些地区的地理位置，经济中心的地位以及对年轻、高教育背景、高收入人口的吸引力，房地产价格出现硬着陆的可能型微乎其微。

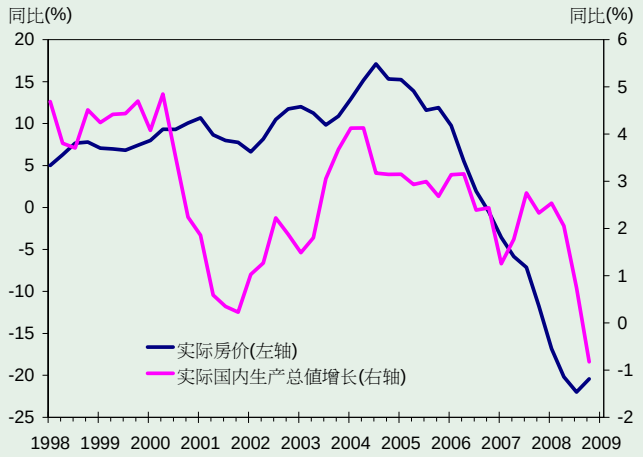
4. 中国房地产市场前景展望

如上文所示，我们的估值分析说明房产价格现在在一些主要城市（除了广州）被高估了高达 25%。在现在的经济下滑背景下，中国房地产市场会经历硬着陆么？在回答这个个问题之前，我们需要首先看一下其他国家地区的经历。

房地产价格和商业周期:

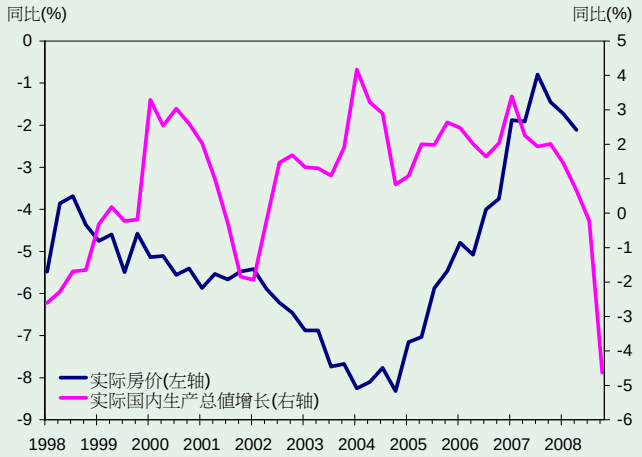
在美国房产价格泡沫破碎前，看起来商业周期和房产价格之间的联系已经消失了。确实，在美国 2004 年之前房地产价格和实际 GDP 之间的看起来并没有关系（图 21）。然而，在美国的房地产泡沫破碎后，这种关系已经确实存在了。看起来自从那时，美国房地产价格的下跌一直给实际 GDP 造成沉重压力。

图21：美国房地产及经济周期



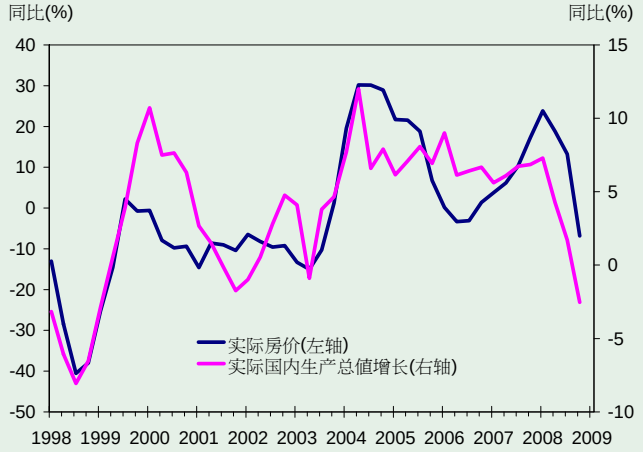
来源：Datastream 以及 BBVA 估计.

图22：日本房地产及经济周期



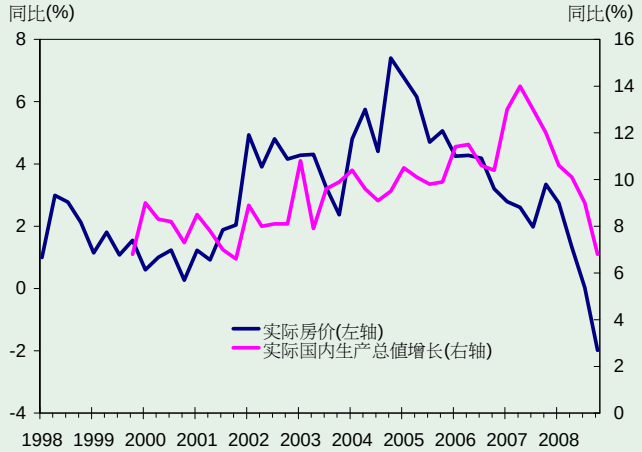
来源：Datastream 以及 BBVA 估计.
注:全国城市平均土地价格作为近似房市价格.

图 23：香港房地产及经济周期



来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

图 24：中国房地产及经济周期



来源：CEIC 以及 BBVA 估计.

以日本为例，众所周知房地产价格泡沫的破碎导致了日本失落了十年。尽管日本经济经济增长偶有所复苏，增长动力仍非常微弱，主要受银行业拖累，房产业崩溃严重损害了银行业的资产负债表。

在过去的十年间，商业周期和房产价格之间的关系在香港更加明显。1998 年亚洲金融危机中房地产泡沫的崩溃对个人消费造成了很大的财富负面影响，这直接影响了香港的经济活动。

在中国，这种相同的联系看起来很紧密，经济活动会引起房地产价格变动。我们的计算显示时间间隔为滞后一到两个季度。另外，房地产业发展对当地经济发展越来越重要，因为与房地产业有关的活动是当地政府的主要收入来源。最近几年来从房地产相关活动征收来的收入一直占地方政府总收入的 20% 左右。在某些地方，对土地出售和房地产业相关活动的依赖性要远高于下表提供的数字。

表3：来源于房地产业的政府收入

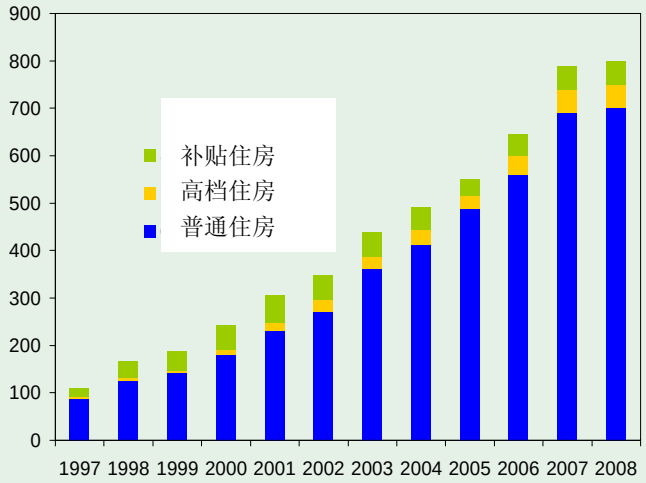
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
出售土地收入	十亿人民币	146	205	257	290	378	487	579
地方政府收入	十亿人民币	852	985	1,189	1,510	1,830	2,357	2,864
(占地方政府收入%)	%	17.1	20.8	21.6	19.2	20.7	20.6	20.2

来源：Wind.

下行调整不可避免：

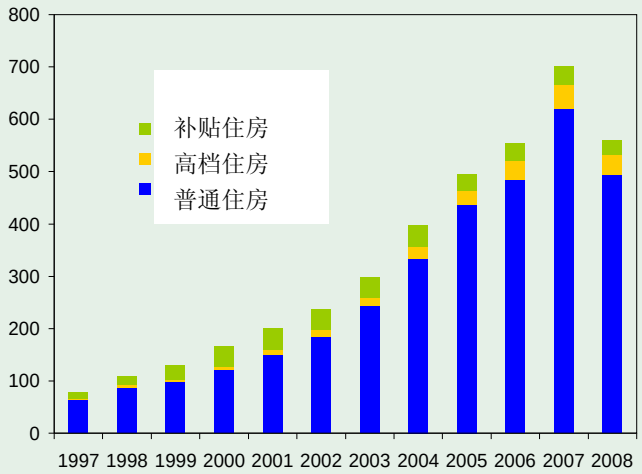
考虑到中国房地产价格和商业周期之间的关系，我们可以看到在当前经济下滑背景下价格下调是不可避免的。因为在过去两年对房地产业有相当高的投资，许多项目预计在 2009 年和 2010 年将竣工并进入市场。从全国水平看，我们确实看到近期供过于求，特别是在商品房市场。

图25: 住房完工面积 (百万平方米)



来源：CEIC

图 26: 交易量 (百万平方米)



来源: CEIC

考虑到完工面积及不同的销售量假设，我们发现将要花费 3-4 年的时间来消化现有的房屋存量。这样的短期供应因素可能继续给现在的中国住房价格施加下行压力。

表4: 房屋存量售完预期花费时间

销售速度的假设	全数售出的日期
相等于2008年的速度	2012年11月
过去10年平均	2014年10月
2008年交易额的八成	2013年10月

来源: Wind 以及 BBVA 估计.

如上部分我们的估价分析所示，中国主要城市已经有高达 25%的溢价了。这可能会引起这些城市的价格调整。然而，并不排除一些城市价格有过度调整的可能性。考虑到全国价格水平上没有溢价很多，我们预期全国水平上的价格将调整为 5-10%。

然而，中国现在的住房周期可能不会经历硬着陆，也不会像日本、香港和美国经历的很长的调整期，主要是因为一些有利因素，如人口结构、快速城镇化趋势、高质量住房需求、把住房作为资产投资的新兴需求。

除了这些长期的结构因素，中央和地方政府也迅速反应，出台各种供应管理和刺激需求的政策（附录1）。这些政策，如果得到有效实施，将对避免硬着陆非常有效。另外，利率的降低和宽松的信贷条件也有利于提振房地产业。除现有政策之外，我们认为还需其他政策来阻止硬着陆。以下为我们的建议：

需求方面政策：总体说来，地方政府可改变户籍登记制度以增加城镇居民人口数量，将有助于扩大需求，以此缓解住房价格的下跌。确实，一些地方政府已经采取购买住房来获得城镇户口的政策，而且有可能通过建立一定标准允许移民获得城镇户口身份。上海市允许非户籍人口满足一定标准可以获的上海户口的试验是正确的举措。这些手段不仅加速了中国的城镇化进程，而且帮助缓解了短期城镇地区住房供过于求的状况。

供给方面政策：加速的旧城改造项目也有助于提供新的需求来消化现有过剩的存量房。实际上，一些城市如重庆、天津、青岛已经为接下来的几年制定了大规模旧城改造计划。这些改造计划将拆除旧城区，同时创造了永久或暂时要搬出这些地区的居民对住房的需求。然而，这项政策对拆迁居民的要求比较敏感，以避免其因为拆迁而产生不满和抱怨。

地方政府为低收入家庭和外来移民建造并提供更多的廉租房是一项正确的举措。这样的政策不会对现有的住房价格产生很大影响，因为这部分人群由于其收入和储蓄水平不太可能负担市场上的住房。

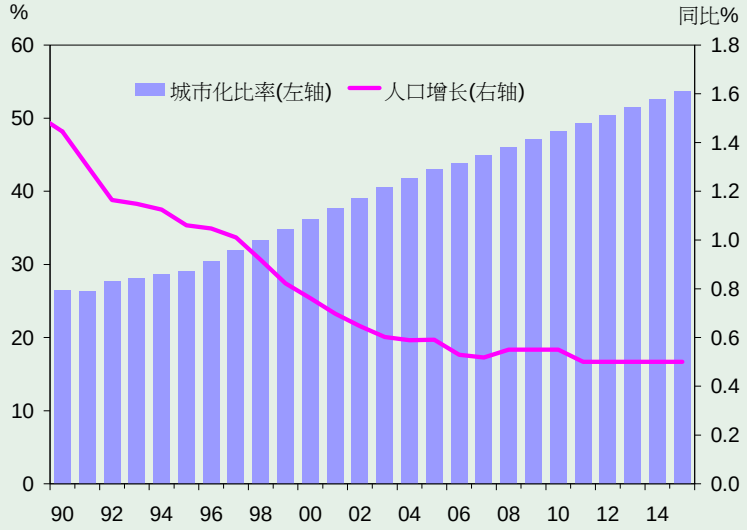
然而，因为现在经济下滑，在这个关键时刻，政府为低收入人群提供的更多的低价房可能会使房价进一步下滑，因此在一些城市，房地产价格存在硬着陆的危险。香港 1998 年的经历说明这一点。为了避免这样的错误，政府必须使用严格的收入测试（排除中高等收入和高收入人群），位置测试（禁止城市中心区域建设低价住房）和其他一些有效的标准如户籍身份等，来保证这项政策不会对现行住房市场价格产生很大影响。

最后，住房融资方面的改革也应该帮助刺激需求，并可以降低房地产发展的成本。在专栏 1 讨论的担保债券（Covered bond）应该是一个有用的金融创新，因为其面临着较小的法律障碍以及在住房贷款的发放和转移之间有一定的激励。这样的金融创新有助于减轻商业银行的风险集中度并且使公众可以进行抵押贷款投资。另外，中国已允许开展房地产融资创新工具的试点，如房地产投资信托公司（专栏 3）。这样的融资工具将拓宽房地产开发商的融资渠道，也可能降低开发风险和融资成本。

长期前景乐观

现在短期的过量供应能够被供应及需求政策上的创新很快消化掉。有利的结构性因素，如快速增长的收入增长、快速的城镇化、持续人口的增长提高了人口密度，及快速的住房折旧，尤其是建于 80 年代的住房需要旧城改造等，都昭示了良好的长期投资价值。

图27：城市化和人口增长



来源：联合国数据库和 CEIC

注：08 年及以后人口增长为联合国预测值

专栏 3：房地产投资信托在中国？

1）房地产投资信托历史

房地产投资信托类似于投资于股市的共同基金，是一种集体投资工具用于房地产投资并为投资者带来稳定收益。从开发商角度看，房地产投资信托可以释放其在沉淀在房地产上的资金，并可将资金重新配置在其他高收益率的项目。房地产投资信托也是一种可将房地产资产移至表外并提高流动性的有效工具。第一个房地产投资信托于 1960 年建于美国。从那时起，许多亚洲经济体采用了房地产投资信托，包括包括香港在 2005 年实行（表 B2.1）

通常有三种类型的房地产投资信托：

- 权益型房地产投资信托主要持有商业住房如写字楼、购物中心、仓库等。真实收入来源于租金和房地产升值。
- 抵押贷款房地产投资信托投资抵押贷款。收入主要来源于费用和利息。
- 混合型房地产投资信托能够进行权益和抵押贷款投资。收入来源于租金、利息和资产升值。

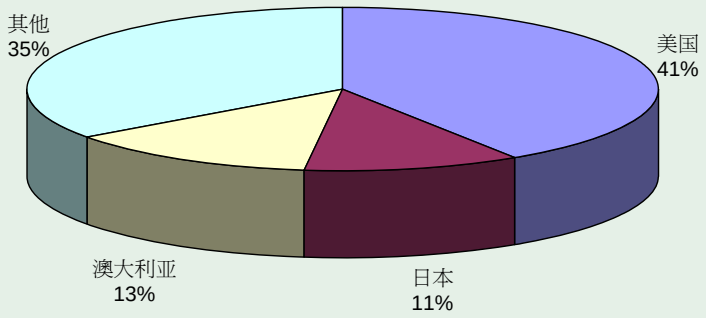
房地产投资信托在发达市场已经成为一种普遍的投资工具。截至 2009 年 2 月末全世界有 390 个上市的房地产投资信托。其中，美国的房地产投资信托是最多的，数量上占房地产投资信托总数的 41%，澳大利亚和日本分列第二第三，分别为 13% 和 11%（表 B2.1 图 B2.1）

表 B3.1：房地产投资信托发展时间表

国家/地区	引进房地产投资信托日期
美国	1960
荷兰	1969
澳大利亚	1971
新西兰	1982
加拿大	1993
比利时	1995
土耳其	1998
日本	2001
新加坡	2002
韩国	2002
法国	2003
台湾	2005
香港	2005
马来西亚	2005
泰国	2005
英国	2007
德国	2007
中国	2009*

来源：康联首域研究以及各种官方声明.
注： 预计实行日期.*

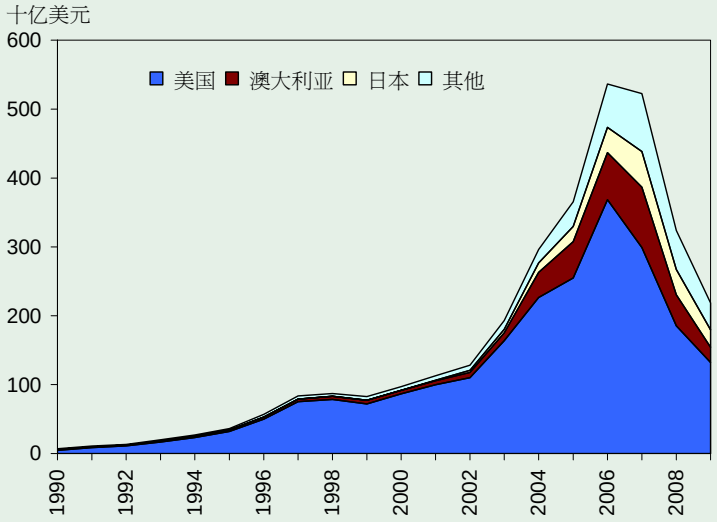
图 B3.1：全球当前房地产投资信托市场组成（2008年上市的房地产投资信托数目为390）



来源：汤姆森金融 和 BBVA 估计

尽管房地产投资信托历史悠久，但其直到 2000 年才真正开始快速发展，很大程度上是受美国和其他国家房地产市场繁盛促进的。就市值而言，美国占超过 50%的份额。高峰时，房地产投资信托总值达到 5400 亿美元，其中 3600 亿为美国所有。然而，在房市泡沫破灭后，房地产投资信托市场价值从其峰值缩水了超过 50%。(图 B2.2)

图 B3.2：全球房地产投资信托市值



来源：汤姆森金融 和 BBVA 估计

2) 中国的房地产投资信托

如今，中国的投资信托计划(不同于房地产投资信托)也可以把他们的基金投资于房地产市场。相关资产可以是开发贷款，商业住房或者抵押贷款。然而，这些信托计划范围较小，限制了投资者的范围。根据中国人民银行 2007 年颁布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》（中国银监会令 2007 年第 3

号），单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，合格的机构投资者数量不受限制。因此，投资信托规范限制投资者的范围。

为了拓宽房地产开发商的融资渠道以刺激疲软的房地产市场，国务院在 2008 年 12 月颁布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》最终开了绿灯，允许房地产投资信托开始试行。因为房地产销售不景气，首次公开发行上市（IPO）的停滞，中国房地产开发商应该对房地产投资信托的出现很热心。按照当前情况，天津滨海地区、上海浦东和深圳可能是第一批定试点地区。

中国人民银行和银监会正致力于制定合适的房地产投资信托管理规定。然而，并没有说明什么时候公布管理规定。如果房地产投资信托要在股票市场上发行，那也将会涉及到中国证券监督管理委员会共同制定管理规定。

3）其他经济体的规范框架

房地产投资信托制度在不同的国家中各不相同。中国的房地产投资信托制度很可能更倾向于香港模式。 香港模式有高度投资者保护制度，必须公开上市，并且禁止内部管理，要接受独立受托人的监管。而且，对于杠杆比率是有严格限制的（通常少于 45%），要求按年评估房产价值；对关联方交易的限制等（表 B2.2）。

表 B3.2：亚洲各国管理制度

	香港	新加坡	日本	澳大利亚	韩国	台湾
管理	外部	外部	外部	内部或外部	内部或外部	内部或外部
房地产投资比率	100%	70%以上	75%以上	租金收入位50%以上	70%以上	75%以上
容许海外投资者参与	可以	可以	可以	可以	可以	需核准
未完成项目/土地	总资产10%	总资产20%	可以	有条件容许	有条件容许	禁止
负债	总资产45%	总资产35%	无限制	无限制	总资产67%	总资产35%
支付比率	税后收入90%以上(不包括折旧费用)	税后收入90%以上(不包括折旧费用)	税后收入90%以上(不包括折旧费用)	税后收入90%以上(不包括折旧费用)		税后收入90%以上(不包括折旧费用)
开放型或封闭型	封闭型基金	封闭型基金	封闭型基金	封闭型基金	封闭型基金	主要是封闭型基金
开放给公众与否	开放给公众	开放给公众	开放给公众	两者皆有	两者皆有	两者皆有

来源： 2008 中国房地产市场融资策略报告。

4）我们期待何时在中国看到第一个房地产投资信托？

尽管房地产开发商和投资者热切期待着房地产投资信托在中国出现，但是一些关键的管理性障碍，如双重征税和物业产权登记等，必须得到解决，才能继续发展。事实上，双重征税是个很大问题，可能使投资者不愿介入房地产投资信托产品。商业住房应该是房地产投资信托的主要对象，不过住宅物业也是中国房地产投资信托成功的关键因素。

总之，现在经济环境应该有助于房地产投资信托在中国的问世。然而，关键性障碍也必须被克服。尽管需要很多政府部门和监管机构的介入，而且也要花较长的时间，我们对它在不久的将来出现于中国仍持乐观态度。

附录 1： 重振住房市场的最新政策

在全球金融危机下，政府快速转变了紧缩的货币政策，自 2008 年 10 月采取各种政策措施扶持房地产市场：

2008.10.22： 政府决定降低住房交易税并向首次购房者提供优惠利率。某些地区住房公积金最高贷款额度允许提升至 120 万人民币。

2008.12.11：财政部，国家税务总局和央行发文免除购房税，调整首付款比例从先前 30%到 20%，首次购房者按揭利率降低 0.17%。

2008.12.23：国务院决定取消对购买两年后出售的房屋免征营业税，之前为 5 年。央行发布关于对低成本经济适用房开发商的放贷规定，提供低于基准利率 10%的优惠贷款。然而，贷款期限不得长于五年并且不能超过项目总投资的 20%。

2009.1.2：中央政府宣布提供更多经济房使低收入人群有房可居，计划未来三年内投资 9000 亿人民币来建设经济房。

2009.1.15：主管机关正在考虑允许房地产开发商通过投资信托来融资，以此来缓解信贷约束。然而，仍有重大制度约束需要突破（参见专栏 2）。

表 A1.1: 2008年来重振房地产市场的省级地方政策

日期	省/ 城市	政策描述
2008 年 5 月	沈阳	房地产交易契税从 4%降至 1.5%。
2008 年 6 月	成都	1. 实行购房补贴以及契税税率优惠。 2. 优惠的住房公积金贷款政策。 3. 非常住居民可以申请 20%首付比例，最高贷款额度 300 万，期限为 30 年的住房公积金贷款。
2008 年 6 月 22 日	长沙	市政府开始开始向房地产开发商提供土地、融资和税费的优惠政策。
2008 年 8 月 1 日	厦门	购买 70 至 80 平米住宅的非厦门居民可获得厦门户籍。对建筑面值 144 平米以下的住房下调按揭利率。
2008 年 8 月 4 日	福州	契税税率减半以促进房地产健康稳定的发展，住房公积金贷款期限延至 30 年。
2008 年 8 月 12 日	重庆	重庆政府鼓励城镇农民在城市地区购买住宅来推进城市化。
2008 年 8 月 23 日	河南	自用住宅首付款比例从 30%降至 20%，贷款期限从 20 年延至 30 年。经济适用房购买者可免除交易税，商品房购买者可获得房地产交易税率优惠。
2008 年 9 月	辽宁	住房公积金贷款期限延长且非本地居民亦有资格申请。
2008 年 9 月 1 日	常州	住房公积金贷款五项新政策： 1. 借款人夫妻双方均符合贷款条件的，贷款最高额度由 30 万调整为 40 万。只有一方符合贷款条件的，贷款最高额由 18 万元调整为 24 万元。 2. 申请二次及以上住房公积金贷款的首付款比例由 40%下降为 30%。对于购买经济适用房等保障性住房及 90 平方米以下的小户型住房首付款比例将调整为 20%。 3. 取消了对二次及以上住房公积金贷款最高额度的限制。对于申请二次及以上住房公积金贷款的，贷款最高额度与首次贷款相同 4. 凡是在常州市购买住房但在外地建立住房公积金制度的职工，只要符合常

		州市住房公积金贷款条件，可在常州市申请住房公积金贷款。 5. 在提前还清商业性贷款的前提下，商业住房贷款可转公积金贷款。
2008 年 9 月 1 日	芜湖	对住房购买者，住房公积金贷款首付比例及实际交易税减降低。对房地产开发商，政府许诺调节土地供应，税收执行以及土地购买。
2008 年 9 月－12 月 31 日	西安	1. 对于在西安六区购买 90 平米（包括 90 平米或者二手房 144 平米以下）的购房者可以享受高达高达购房款 1.5％的购房补贴。 2. 对于购买 90 到 144 平米的购房者政府提供 1％的政府补贴。 3. 对于购买商品房或者大于 144 平米二手房的可以享受房屋价值 0.5％政府补贴。 4. 2009 年 6 月 30 日及以前计划的商品房项目可以享受城市基础设施费用每平米减低 35 元的优惠，该费用原为 150 元每平米。
2008 年 9 月 19 日	南京	1. 在 2008 年 10 月 1 日至 2009 年 9 月 30 日期间，凡购买该市普通商品住宅和二手房的，均可享受住房补贴。其中所购房面积不超过 90 平方米的（包括二手房），补贴金额为总房价的 1%；90 平方米到 144 平方米之间的（包括二手房），政府补贴总房价的 0.5%。 2. 在 2009 年 9 月 30 日以前，房地产开发商可以推迟交付或者分期交付城市基础设施费用和城市人防建设费用。
2008 年 9 月 22 日	武汉	四种企业的员工被加入住房公积金项目。
2008 年 10 月 7 日	北京	北京放松对房地产项目的预售管理规定。
2008 年 10 月 13 日	杭州	市政府出台《关于杭州市房地产市场健康稳定发展的若干意见》。
2008 年 10 月 14 日	上海	住房公积金贷款每户家庭最高贷款限额为 60 万。 14 条措施促进房产市场健康发展。主要措施为：对首次购房者，房屋面积低于 90 平米的，契税税率由 1.5%降至 1.0％，免征收土地增值税及印花税；银行利率下调 0.27 个百分点，对首次购房者实行对基准利率最高 30％（以前 20%）的折扣，首付比例由 30％降至 20％，下调个人住房公积金贷款利率 0.27 个百分点。
2008 年 11 月 22 日	南宁	乡村地区农民可以从新土地政策中获得现金并移居到城市地区。农民可以用土地使用权兑换现金，以在省市地区安家。另外，对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。
2009 年 3 月 3 日	广东	发布三项措施来刺激房地产市场发展： A. 2009 到 2011 年投资 2 亿元建设经济适用房。 B. 进一步鼓励普通商品住房消费, 具体如下： • 放松对二手房买卖的限制 • 2008 年 10 月 27 日前已发放的商业性个人住房贷款可申请享受现行贷款下浮利率优惠政策。 • 各地可将住房公积金贷款上限上浮 10 万元-20 万元，住房公积金贷款年限可延长至 30 年。 • 出售购买超过 2 年(含 2 年)的普通住房的，免征营业税。 • 个人首次购买普通住房，其契税按 1%征收。 • 港澳台居民在广东省境内购买住房，执行内地居民同等政策。 C 支持房地产开发企业积极应对市场变化。 • 可适当延长缴纳土地出让价款期限。 • 在纳税期限内分期缴纳土地增值税。 • 政府有关部门在境外或境外上市的房地产企业提供支持。

来源：官方报道及新闻媒体.

附录 2：估计方法

为了能够估计房地产的均衡价格，我们运用基本的房地产价格需求-供给框架来估算。在这个框架中，如果住房市场对变动可以即时调整，这个模型将接近均衡水平：

$$p_t^{d*} = p_t^{s*} = p_t^{*} \qquad \text{(A2.1)}$$

在长期需求方程中，决定因子包括住房存量(s)，家庭人均收入(y)，住房资本的实际成本(以实际利率计算；rr)和人口密度($dens$)。为了得到长期需求价格 p^{d*} ，我们运用如下需求函数：

$$p_t^{d*} = \alpha_1 s_t + \alpha_2 y_t + \alpha_3 rr_t + \alpha_4 dens_t \qquad \text{(A2.2)}$$

收入和人口密度的系数应当为正(α_2, α_4>0)，而房屋存量和实际成本应为负值(α_1, α_3<0)。

供给方面，假设市场参与者可以自由进入和退出，房地产开发商长期利润将为零。因此，已知的建造成本(c)以及长期供应价格 p^{s*}会带来足够的投资率来弥补贬值和预期的住房存量增长。这个关于可以被描述为：.

$$p_t^{s*} = \alpha_5 \left(i/s \right)_t + \alpha_6 c_t \qquad \text{(A2.3)}$$

其中 i/s 为投资率，i 是实际住房投资，采用实际房地产固定资产投资(FAI)（以 FAI 平减指数调整），c 为实际的建造成本。由于较高房价诱导更多投资进入，投资率系数预期为正(α_5>0)，房地产价格与建造成本正相关(α_6>0)。

在经过协整检验（Co-integration tests）确认长期关系的存在之后，我们运用残差纠正机理（Error-correction）来估计短期价格动态变化。

短期需求方程为:

$$\Delta p_t = \lambda_d \left(p_{t-1} - p_{t-1}^{d*} \right) + \beta_0 + \beta_1 \sum_{i=0}^{4} \Delta y_{t-i} + \beta_2 \sum_{i=0}^{4} \Delta w_{t-i} + \beta_3 \sum_{i=0}^{4} \Delta rent_{t-i} + \beta_4 \sum_{i=0}^{4} \Delta dens_{t-i} + \beta_5 \sum_{i=1}^{4} \Delta p_{t-i} \qquad \text{(A2.4)}$$

其中 w 为实际居民财富，采用上海证券交易所指数测算并通过 CPI 调整， $rent$ 为通过 CPI 调整的实际租金指数。

短期供给方程为:

$$\Delta \left(i/s \right)_t = \lambda_s \left(p_{t-1} - p_{t-1}^{s*} \right) + \theta_0 + \theta_1 \sum_{i=0}^{4} \Delta p_{t-i} + \theta_2 \sum_{i=0}^{4} ygap_{t-i} + \theta_3 \sum_{i=0}^{4} \Delta q_{t-i} + \theta_4 \sum_{i=1}^{4} \Delta s_{t-i} \qquad \text{(A2.5)}$$

其中 $ygap$ 为产出缺口； q 为住宅的完工面积.

观测到的房价 p 与 $p^{d*} = p^{s*}$ 的偏差可以告诉我们实际房价相当于长期均衡价格溢价或折价了多少。