

<https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2020.10.09>

日本房地产泡沫化对我国房地产未来趋势的省思 Reflection on the Future Trend of China's Real Estate in Japan's Real Estate Bubble

郭又源^{1*} 杨国梁²
You-Yuan Guo Grant G.L. Yang

摘要

从美国与日本签订广场协议后,美元贬值以及贸易出口业亏损,让日本为规避风险而实行了量化宽松的货币政策,进而导致日本出现过剩流通资金,引发大规模房地产经济投资过热的虚假现象;随后,日本银行以用力过度的方式制止泡沫扩大,控制住房地产经济过热,却导致日本经济出现长达10年的经济衰退。改革开放后中国的房地产经济持续走热,上海、北京等地区房价甚至超过部分发达国家;而中国房地产经济泡沫存在长期的时间和地点跨度的争议,目前普遍认为这个现象在我国的一、二、三线城市的商业地产中表现明显。本文运用功效系数计算日本和中国房地产泡沫经济的预期指标,再通过计算K值整理出两国的泡沫状态进而作出对比分析,并列举可能导致日本和中国出现房地产泡沫经济的原因,以及房地产泡沫经济产生的影响,并提出合理政策建议。

关键词: 广场协议、量化宽松货币政策、房地产泡沫、功效系数

Abstract

Since the signing of the Plaza Agreement between the US and Japan, the depreciation of the US dollar and the loss status of the trade export industry have led Japan to implement quantitative easing monetary policy to avoid risks, which has led to Japan's excess liquidity and triggered false phenomenon of large-scale overheated real estate economic investment. Subsequently, the Bank of Japan used excessive force to stop the expansion of the bubble, which controlled real estate economy but Japan's lost decade. The real estate economy in China has continued to heat up. Housing prices in Shanghai, Beijing and other regions have even surpassed some developed countries. China's real estate economic bubble has long been disputed over time and location. At present, it is generally believed that this phenomenon is obviously in the commercial real estate of China's first, second and third-tier cities. By using the efficacy coefficient, the expected indicators of the real estate bubble economy in Japan and China are sorted out by calculating and comparing the K values. Causes for the real estate bubble economy in Japan and China are listed and the resulting effects are discussed for reasonable policy recommendations.

Keywords: Plaza Agreement, Quantitative Easing Monetary Policy, Real Estate Bubble, Efficacy Coefficient

¹ 厦门大学嘉庚学院国际商学院国际经济与贸易专业 15873128227@163.com*通讯作者

² 厦门大学嘉庚学院国际商学院副教授

1. 引言

目前中国房地产行业，尤其是一线超级城市，一直存在房价居高不下的热度。根据相关文献表明，20世纪80年代后期，日本由于内外部原因，出现房地产价格持续膨胀；在后期政府对市场的强制干预下泡沫被刺破，同时也导致日本经济一蹶不振。日本的前车之鉴使中国政府对市场的持续把控，较难出现类似的问题，但如今超级大城市的房价居高不下，二线城市房价猛然迸发，三、四线城市人口流失严重，房屋空置率大幅度增长，出现和过去日本相似的问题。事实上，自1998年的房地产货币化改革后，再加上狭窄的投资渠道，使得房地产行业过热，市场出现泡沫化状态，中国炒房人在短期内嚐到甜头，获得高额的利益，但可能在未来为此付出代价。中国房地产泡沫化的不可避免，不仅是内部带来的效果，也受到外部条件的制约与推进。

房地产业囊括了对房地产和产品本身的买卖或租赁物业的活动，一般将其分类为以收费或合同为基础的房地产活动两部分。房地产泡沫是由于各方原因，尤其是以获取高额利益为主的投机行为，导致房地产的价格和其价值不对等，使房地产价格脱离本国居民的事实购买力和平均收入水平。价格脱离房产本身价值会导致一系列非正常的经济状况，如人口的大量流失以及加重普通家庭购房负担；过分且不规律频繁的房价涨幅会影响生产积极性，诱引金融危机和泡沫经济，对国民经济打击沉重，导致社会大规模动荡。简而言之，房地产泡沫就是市场上的需求量相较于供给量低迷，同时炒房现象普遍，投资者拥有多套房产；但在需求量低迷的市场，开发商却大力建设房产，由于种种不可抗原因，房地产市场违背了基本市场供需平衡。

2. 房地产泡沫的测度

本文采用功效系数法（Efficacy Coefficient Method）来测估房地产泡沫的状态，通过所研究对象的特征，采取不同的角度进行分析。功效系数法又叫功效函数法，它是根据多目标规划原理，对每一项评价指标确定一个满意值和不允许值，以满意值为上限，以不允许值为下限，计算各指标实现满意值的程度，并以此确定各指标的分数，再经过加权平均进行综合，从而评价被研究对象的综合状况（李维哲与曲波，2002）。企业运用功效系数法进行业绩评价，不同的业绩因素得以综合，包括财务的和非财务的、定量的和非定量的，这一指标分析对象较为全面，结合了主观和非主观的方法。

本文借鉴吕晓亮（2019）的研究，估算日本与中国房价收入比、货币供应量增长率和开发房地产投资占比为指标，再根据相关文献的估计和分析，针对本文研究的该指标，设定恒定的上下限值来计算功效系数。

$$X_i = \frac{\text{指标实际值} - \text{指标不允许值}}{\text{指标满意值} - \text{指标不允许值}} * 40 + 60$$

估算功效系数后，根据不同指标的权重计算获得预警系数K值，进而判断估计泡沫程度大小。

影响房地产泡沫的因素在现实生活中有很多种，借鉴过去日本的经验以及相关学者对房地产泡沫的归纳总结，本文主要讨论货币供给，从利率、汇率以及通货膨胀的角度来分析房地产泡沫形成的原因。

2.1 利率

货币理论认为货币供给增加使利率降低，投资和消费也随之变动，进而影响房地

产总体价格。由于利率下降使得购房成本减少，消费者会提高对房屋购入的需求。我国目前的房地产市场多数消费者会选择按揭贷款购房（a mortgage to buy a house），再加上房贷还款周期长，由此选择按揭的消费者对利率的变化极其敏感。由此，利率下降也意味着利息减少，降低了购房的成本，也动摇了潜在消费者的购房决心，短期内需求增长；但由于房屋作为特殊商品，建设周期较长，所以在短期内供给难以增加，由于供需的不平衡，房地产泡沫开始出现并且滋生。

2.2 汇率与国际资本流动

当短期国内市场的货币供给数量增加，国外的货币供给数量短期保持不变，致使本国货币贬值以及外币的升值，相较于外币而言，本国商品的价格较便宜，促进国内产品出口同时抑制国外产品的进口，增加国内贸易顺差，吸引国外资金进入我国房地产市场，也会滋生房地产泡沫。黎友焕（2008）认为房地产是高利润行业，已成为跨国公司全球投资的重点领域，而人民币升值预期进一步吸引大量短期国际资本流入，其中外商直接投资（FDI）和投机性资本对我国房地产市场价格影响最大。

2.3 通货膨胀

费雪方程式（ $MV=PY$ ）显示在短期内，由于制度和总体产出水平的不变，货币的流通速度 V 以及商品的交易总量 Y 不变，物价水平 P 由货币数量 M 决定。 M 作为外生变量，当货币供给增加引起 P 上升，导致通货膨胀，降低消费者的购买力；由于人们手中持有的货币数量增加，会选择投资来进行保值。考虑房地产作为特殊的资产，保值效果佳且损耗率低，再加上国内投资渠道狭窄，投资人选择将手中的资金投入房地产市场。

3. 日本的房地产泡沫

在 20 世纪 80 年代后期至 1990 年初期起，日本出现了泡沫经济，该次大浪潮出现了大量的投机行为，随着 20 世纪 90 年代初期，泡沫被刺破，日本经济出现大倒退，日本由此进入了失落的十年。

自 1960 年至 1990 年之间，日本的绝大多数城市，特别是以都市圈为主的六个大型都市区—东京、名古屋、横滨、大阪、京都以及神户地区，这些地区的 GNP 总量与当地的土地价格走势趋于一致，并且其地价增长率与国民生产总值增长率之间的相关系数接近 0.9923（徐朝阳，2010）；但地价增长率的变化幅度明显高于国民生产总值的增长水平，且地价的增长水平在短时间内超出了国民生产水平。这是因为日本人民对国家未来经济预期的增长期盼而起的推动作用；与此同时，房地产产品具有金融投资和刚需消费的双重属性，致使地价增速高于国民生产总值增速。

到了 20 世纪 90 年代，日本经济不如预期增长，反而出现长期下跌现象。房地产市场尤其是地价市场，由于经济不景气以及对未来经济的不看好，导致出现大批量抛售，地价市场开始持续下跌，房地产泡沫成为影响日本泡沫经济状态一个不可忽视的重要因素。从全国范围来看，日本地价从 1955 年开始就逐年上升，在 50 年时间里呈现双峰特征，1973 年和 1990 年达到历史最高点。从上涨速度看，在 1973 年到 1990 年将近 20 年的时间里，日本的地价平均涨幅仅为 1.3%，而此之前的 20 年里地价涨幅为 12.8%，由此日本的泡沫经济是 20 世纪 80 年代开始兴起，但自 1955 年开始房地产就出现泡沫化的积累（范荣，2012）。

3.1 房价收入比

房价收入比意指家庭总收入与房价总价值的比值，能够将居民收入和房地产价格之间的相对关系清楚表现。根据世界银行的报告内容显示，发达国家的房价收入比应该在 1.8~5.5 之间。表 1 显示日本自 1980 年开始起，房价收入比从 7 开始增长，初期就远超世界银行的标准，直至 1991 年期间房价比一直处于飙升的状态。由于日本的房价比在发达国家中最高，接近发展中国家水平，由此将其的不允许值和满意值分别定为 5.5 和 4.5。

表 1. 日本房价收入比

年份	房价收入比	不允许值	满意值	功效系数 (%)
1984	8.1	5.5	4.5	-44
1985	8.4	5.5	4.5	-56
1986	8.7	5.5	4.5	-68
1987	9.0	5.5	4.5	-80
1988	9.4	5.5	4.5	-96
1989	9.8	5.5	4.5	-112
1990	10.0	5.5	4.5	-120
1991	10.3	5.5	4.5	-132

数据来源：日本统计局历史数据 1984-1991. <https://www.stat.go.jp/>.

3.2 货币供应量增长率 ((M2+CD) %)

文献多认为 M2+CD%和房价之间存在联系，房地产市场依赖资本投资是由于其作为堆积资本的市场对于投资者有足够的吸引力（温振伟，2011；范荣，2012；袁平与吴洁，2012；李文慧，2013；曹昌云与王志峰，2017）。为了计算功效系数，首先要确定其上下限值。依据费雪方程式 $MV=PY$ 来确定两个值的范围，现对费雪方程式进行取对数再求导，得到 $m+v=p+y$ ，再变换形式为 $m=p+y-v$ 。由于费雪方程式默认货币流通速度为恒定值，所以 v 作为流通速度变化率取值为 0，得知 $m=p+y$ ，也就是通过物价增长率和实际 GNP 增长率来确定满意值。相关文献显示自 1978 年至 1985 年之间，日本的平均 p 值和 y 值分别为 3.7%和 4.2%，故利用公式计算出 $m=3.7\%+4.2\%=7.9\%$ ，四舍五入取 8%后将满意值设定为 8%；而根据经验所示，货币供应量增长率天花板应为 10%，也就是说不允许值为 10%。

表 2. 日本货币供应量增长率

年份	货币供应量增长率	不允许值	满意值	功效系数 (%)
1984	7.8	10	8	104
1985	8.4	10	8	92
1986	8.7	10	8	86
1987	10.4	10	8	52
1988	11.2	10	8	36
1989	9.9	10	8	62
1990	11.7	10	8	26
1991	3.6	10	8	188

数据来源：罗清（2000）

3.3 开发房地产投资占比

选取房地产投资占比是因为通过开发房产投资占国内生产总值的比重,来判断是否有大量的资产集中于房地产市场,这个指标测度更加直观简洁地来判断房地产投资过热与否。相关的国际经验说明,房产投资的占比不应超过 5%,根据过去日本的经验来看,泡沫破裂的投资占比是 10.76%;而以相关文献所证明,日本根据实际情况所反映,其上下限值应分别为 6%和 4.5%

表 3. 日本开发房地产投资占比

年份	投资占比	不允许值	满意值	功效系数 (%)
1984	9.9	6	4.5	-44
1985	10.0	6	4.5	-46.7
1986	10.27	6	4.5	-53.7
1987	10.73	6	4.5	-66.1
1988	10.76	6	4.5	-66.9
1989	10.72	6	4.5	-65.9
1990	10.63	6	4.5	-63.5
1991	10.61	6	4.5	-62.9

数据来源：日本统计局历史数据

3.4 日本房地产泡沫化原因

“广场协议”后的日元升值和金融自由化虽然对当时的日本经济造成了影响,但并不是日本泡沫经济产生的直接原因,政府错判了日元升值带来的影响,而采取的一系列货币政策和财政政策,才是日本泡沫经济产生的主要原因。此外,当时流动性过剩的国际经济大背景,也是值得注意的一点(夏凡,2018)。

3.4.1 土地资源稀缺性

土地资源的稀缺性是房地产泡沫的关键原因。由于经济发展的进程加快以及人口增量的上升,人们对土地资源的需求也同步增加;居民对房屋需求的刚性以及房地产供给弹性小,同时因为土地资源是属于不可再生资源,在短期难以增加。由于土地的供给难以匹配增加的需求量,供需的不平衡导致土地价格上升,致使房地产行业成为了炙手可热的投机行业,容易产生泡沫。

3.4.2 虚拟资产的投机性

房地产作为一种特殊性质的商品,不仅是普通消费商品。遵循经济学供需理论,价格需满足供需均衡;加上房地产作为一种虚拟投资商品,价格很大程度上由市场预期所决定,由此房地产市场信奉“买涨不买跌”的观点。再者,房地产市场根据不同的买卖性质会出现两种不同波动方向,当房地产商品对应的是人们的刚需时,房地产不会出现暴涨暴跌的现象,只会小幅度的波动;但如果是针对投机行为,在短期对商品的需求会暴涨,且由于投资的密集性以及“羊群效应”的存在,过剩的资金聚集于房地产市场,导致其脱离市场价格。

3.4.3 特殊的财政体制

受日本的财政体制影响,政府实施中央集权性,财政收入主要集中于中央,财政支出集中于地方政府;地方政府为保证亏不盈,利用城市管理规划来创造足量的收

益来弥补财政支出（刘凤平与陈仓柱，2009）。在愈加简化的土地征用制度下，地方政府有足够的干预土地开发的进程，在现有的体制下获取足额的利益来维持地方政府存在。

3.4.4 长期宽松宏观经济政策

有两个原因致使宽松的货币政策出现：一、美国的广场协议作为导火索，使得日本不断下调基准利率来维持补偿出口业的损失，以及汇率飙升带来的亏损；二、房地产经济由于系属国家民生产业，产业之间关联性强，为 GDP 做贡献，促进经济发展，常视其为国家支柱产业。国家为了拉动经济增长，通常都以宽松的货币政策和财政政策来发展该产业，导致过量的货币供应以及过剩的流通资金；再加上资本的逐利性使房地产价格迅速上升，由此出现了泡沫。

4. 中国的房地产泡沫

对于中国而言，目前的房地产市场积累过多投资，投资集中性远远大于多元投资占比；对于中国人而言，房产绑定了个人社会身份、社区保障、医疗保险等社会性保障因素，都基于社会保障条件的基础上而实施的。

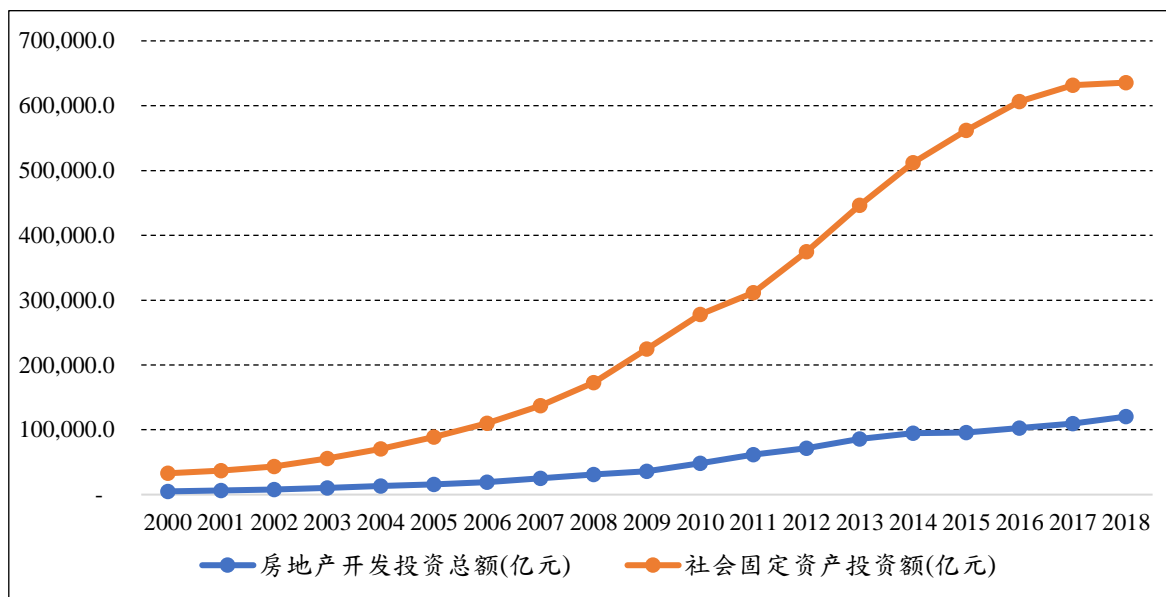
自 1998 年起，国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，首次提出了建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系，并宣布实施住房分配货币化制度，从同年下半年开始全国停止住房实物分配。

从这次改革以后，我国的住房从房屋本身的分配转移为房屋价值分配，而房地产市场也是从这时起，开始进行商品化的改革，呈现市场化的状态；再加上中央放开对房地产贷款的限制，允许信贷支持房地产市场，商业银行同时扩大信贷规模。也就是自 1998 年开始，房地产投资热度持续升高，房地产的开发投资以及固定资产投资额度也是同时趋于上升趋势（王雅祺等，2020）。

图 1 显示我国的房地产开发投资总额自 2000 年的 4,984 亿元增至 2018 年的 120,264 亿元，年均增长率约为 15.91%；而社会固定资产投资额从 2000 年的 32,918 亿元上升至 2018 年的 635,636 亿元，年均增长率约为 14.32%；两者在这段期间，一直处于同比增长的状态，相关系数高达 0.9960。为使本文和日本的数据进行更好的匹配和对比，以及根据国家统计局整合的现有数据，本文决定采取自 2007 年起始至 2018 年的数据进行分析。2007 年至 2018 年的房地产投资趋势可以得知，我国在这期间一直热衷于投资房地产市场，该板块预选日本同样的检验方式来计算中国不同因素的能效系数。

4.1 房价收入比

根据世界银行的报告所指出，在发展中国家收入比值一般在 4~6 之间波动。根据前文的解释，由于中国的收入比值和发展中国家接近，所以也采用同样的不允许值和满意值来计算能效系数。



资料来源：国家统计局

图 1. 房地产开发与社会固定资产投资总额

表 4. 中国房价收入比

年份	房价收入比	不允许值	满意值	功效系数 (%)
2007	8.0	5.5	4.5	-40
2008	6.9	5.5	4.5	4
2009	8.1	5.5	4.5	-44
2010	7.8	5.5	4.5	-32
2011	7.5	5.5	4.5	-20
2012	7.3	5.5	4.5	-12
2013	7.3	5.5	4.5	-12
2014	7.1	5.5	4.5	-4
2015	7.2	5.5	4.5	-8
2016	7.2	5.5	4.5	-8
2017	13.9	5.5	4.5	-276
2018	14.1	5.5	4.5	-284

资料来源：国家统计局（2019）

4.2 货币供应量增长率

同样根据 $MV=PY$ 取对数求导所得，由 $m = p + y$ 来计算出中国的满意值，根据国家统计局相关数据求算术平均值所得（国家统计局，1998），自 2007 年至 2018 年的平均通货膨胀率约为 6.9%，GDP 实际增长率约为 8.67%，由此 $m = 6.9\% + 8.7\% = 15.6\%$ ，也就是满意值约为 15.6%；而根据理论文献所定义，不允许值约大于满意值的 2%，也就是不允许值在此基础上取值为 17.6%，然后根据公式计算出功效系数。

表 5. 中国货币供应量增长率

年份	货币供应量增长率	不允许值	满意值	功效系数 (%)
2007	21.1	17.6	15.6	-10
2008	9.1	17.6	15.6	230
2009	33.2	17.6	15.6	-252
2010	21.2	17.6	15.6	-12
2011	7.9	17.6	15.6	254
2012	6.5	17.6	15.6	282
2013	9.3	17.6	15.6	226
2014	3.2	17.6	15.6	348
2015	15.2	17.6	15.6	108
2016	21.4	17.6	15.6	-16
2017	11.8	17.6	15.6	176
2018	1.5	17.6	15.6	382

资料来源：国家统计局（2019）

4.3 开发房地产投资占比

中国作为发展中国家，加上地理面积相较于日本更大，所以城镇化率仅接近 53.4%；但是地方政府十分依赖房地产开发投资来推动当地经济发展，所以可以在政府把控下在适当标准下进行房地产投资，同时也可以拉动当地经济。根据相关文献建议，设定满意值为 5%，不允许值为 6.5%。

表 6. 中国开发房地产投资占比

年份	投资占比	不允许值	满意值	功效系数
2007	9.36	6.5	5	-16.27
2008	9.77	6.5	5	-27.20
2009	10.38	6.5	5	-43.47
2010	11.68	6.5	5	-78.13
2011	12.63	6.5	5	-103.47
2012	13.29	6.5	5	-121.07
2013	14.45	6.5	5	-152.00
2014	14.76	6.5	5	-160.27
2015	14.00	6.5	5	-140.00
2016	17.20	6.5	5	-225.33
2017	17.40	6.5	5	-230.67
2018	25.70	6.5	5	-452.00

资料来源：国家统计局（2019）

4.4 中国房地产泡沫化原因

4.4.1 中国人对房产的刚需

随着中国经济的不断发展以及改革开放的顺利实施，中国人对房产的刚需是影响中国房地产行业的一个需求因素，但土地的限制性和定量供给会导致国内出现房屋供不应求的状态（刘骏等，2020）；与此同时，国家把控某些土地资源，导致土地价格不断飙升，使得开发商在开发房产的成本上不得不投入过多的资金，再通过成本转移到购房者身上。况且，由于政府对基础建设的重视也是房价不断飙升的一个因素；而政府通过开发基础设施建设占用部分土地，使得有限的土地资源变得更加稀缺，也增加了土地的价格。

4.4.2 投资需求膨胀

房产行业的刚需不仅仅是居住者或者购房者的需求，低价买入高价卖出这条定律也是很多投机者心中的“潜规则”；再者继 1998 年后中国实施房产货币化，让很多投机者从中获取高额利益，同时也吸引更多的投资者（窦尔翔等，2007）。像北京、上海、广州之类的超级城市和部分二线城市，房地产市场引入大量的本地和外地资金，拉高这些地区的房产价格，吸引其他地区的投资者蜂拥而入，致使中国出现了房地产市场的资本过剩。

4.4.3 地方政府的小算盘

当今很多购房者哀嚎开发商为获取高额的利益而提高房产价格，事实上并非仅是房地产开发商恶意哄抬价格，地方政府在土地分配的过程中依然打着自己的如意算盘（刘世轩，2003）。表 7 选取湖南省长沙市去化周期状态，因为对于全国省会城市而言，长沙市的房价属于全国房价洼地状态，也就是说政府没有过分地依赖土地财政来维持财政收入，同时可以更加直观地判断长沙在全国大部分的省会城市的标准下；处于洼地状态的长沙，如何针对房产的供应，其住宅用房和商业用房的供应是如何平衡的。

表 7. 2018 年 3 月长沙市去化周期情况（单位：月）

县市	累计已办理预售许可或现房销售备案 但尚未销售商品房面积去化周期	住宅	非住宅
中心城区	7.3	2.8	22
长沙县	5.4	2	10.2
浏阳市	4.4	1.9	22.4
宁乡市	10.1	4.7	55.1

资料来源：湖南省住房和城乡建设厅（2018）

表 7 显示长沙市及周边地区房屋的发卖率对应住宅区是分别为 2.8 个月、2 个月、1.9 个月、4.7 个月，而非住宅区却是 22 个月、10.2 个月、22.4 个月和 55.1 个月。据《中国房地产报》报道，长沙市目前一直在削减住宅用地供应，按对比数据来显示，长沙应该加紧住宅用房的供应，但事实上，长沙市一直在稳住非住宅用地的供应。中国的地方政府都以“经营型政府”为主，住宅型房屋供给能给政府带来的收入是有限的，主要以卖地、卖房阶段获得收入，在购房者持有房产阶段不产生收入；但在非住宅房产中，由于商家的进驻，会为政府产生持续性的税收（王德培，2020），所以政

府为获取持续性的收益可能会大量规划非住宅房产，占用住宅房的用地和权利，导致住宅房屋价格上涨，居民为购入正常价值的房屋而选择迁移至市外地区居住。

5. 中日两国房地产泡沫程度的K值计算和对比

为了更好地进行检验泡沫的程度大小，需要将两国的泡沫程度进行对比分析。通过各个变量的权重比值，以加权平均数计算预警系数 K 值来分析房地产的泡沫程度，其中 W_i 意味着功效系数的权重。

$$K = \sum_{i=1} W_i Y_i$$

根据李维哲与曲波（2002）、王志刚（2017）的分析和考量，将三个因素的权重采取算术平均值的方式来计算，可得 W_1 、 W_2 以及 W_3 分别为房价收入比、货币供给增长率以及房产投资占比的权重，分别为 $W_1 = W_2 = W_3 = 0.33$ 。由于两国在房地产泡沫的状态接近以及方便对照和对比，故两国都采取同样的权重来计算 K 值大小，K 值范围规范如表 8 所示。

表 8. K 值范围规范

K 值范围	泡沫程度
$K > 60$	无房地产泡沫
$K \leq 60$	存在房地产泡沫
$-100 < K \leq 0$	严重泡沫
$K \leq -100$	极度严重泡沫

资料来源：李维哲与曲波（2002）。

由于中日两国官网数据的有限性，并且为了更好地进行对比，选择同样的时间期限来进行整合对比。根据表 9 所示，日本自 1984 年至 1991 年期间，于 1984 年存在轻微的房地产泡沫，但自 1985 年起趋于愈加严重的泡沫状态，直至 1991 年才开始缓解，泡沫缩减为 -2.277，但仍然处于严重泡沫状态。

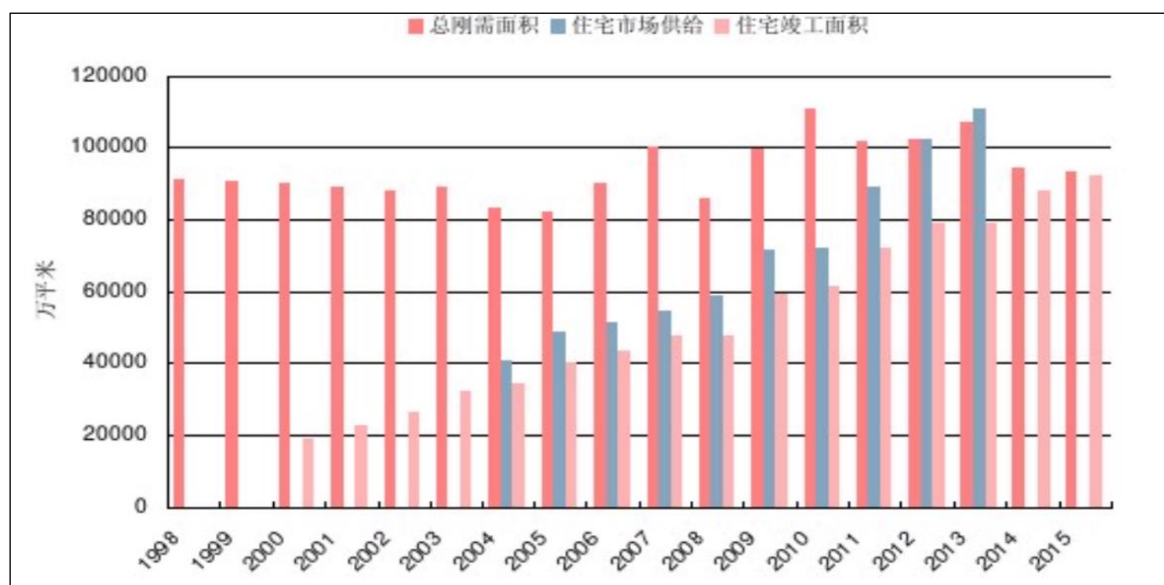
表 9. 中日两国 K 值对比

日本			中国		
年份	K 值	程度	年份	K 值	程度
1984	5.28	存在泡沫	2011	43.065	存在泡沫
1985	-0.231	泡沫严重	2012	49.137	存在泡沫
1986	-11.781	泡沫严重	2013	20.46	存在泡沫
1987	-31.053	泡沫严重	2014	60.621	无泡沫
1988	-41.877	泡沫严重	2015	-13.2	泡沫严重
1989	-38.247	泡沫严重	2016	-58.74	泡沫严重
1990	-51.975	泡沫严重	2017	-85.14	泡沫严重
1991	-2.277	泡沫严重	2018	-74.58	泡沫严重

资料来源：本研究分析整理

中国自 2007 年至 2018 年的 K 值大小变化不一，除去 2008 年和 2014 年两个年份处于无房地产泡沫，其余倾向于泡沫状态，且逐渐往泡沫极其严重的状态变化，需特别警惕。同时，中国虽然在 2014 年出现无泡沫的状态，但随即至 2015 年跳过存在泡沫，从而直接步入泡沫严重的地步。根据 2014 年中信建投证券报告，2013 年至 2014 年之间中国的房地产市场处于大改革的现状，也就是正处于房地产行业周期拐点，主要是根据下两个原因所导致的这个情况（中信建投证券，2015）。

首先，由于国内的经济增长开始减缓，但房地产市场的建设规模逐年升高，导致市场中的供需格局出现对调，于 2013 年的新增的刚需面积达到 9.7 亿平方米，而市场供给自过去的 7.9 亿平方米+现房待售面积 3.2 亿平方米=11.1 亿平方米，自 2013 年末起，供需开始呈现不对接的状态（如图 2）。

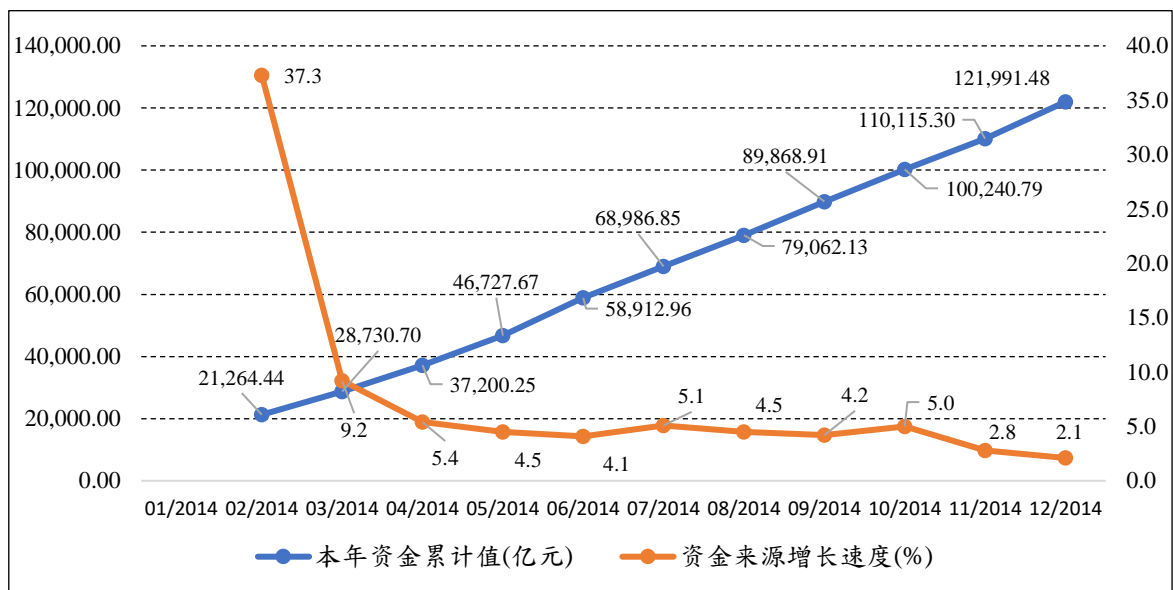


资料来源：中信建投证券报告（2015）

图 2. 住房供需面积

再者，房地产泡沫离不开金融机构的过分放贷。根据经济学理论，当商品的价格呈现不正常的涨幅时，离不开资金的变化；当房地产市场出现泡沫时，说明该市场的资金过分堆积，这些资金的来源主要是金融机构的资金支持。同时，房产的本身特性是不动产，趋于易变现、查封以及保管，金融机构在预估风险的前提下，更倾向于对房产贷款予以资金支持；同时金融机构对待房产抵押贷款普遍持以乐观的态度，加强了投资人的融资能力，进一步加剧房产市场的资金堆砌。图 3 显示 2014 年底的资金投资累计达到了 121,991.48 亿元，但是其来源的增长速度却趋于回落的状态（仅 2.1%），与 2013 年甚至之前相较，可以看出 2014 年没有过多的热钱涌向房产投资市场。

最后，美元的强势致使热钱的逐步流出。中国在 2014 年出现了资本外逃的风险，同时由于其流动性难以更好地调控市场，流动性开始呈现趋紧状态，冲击房地产市场（图 4）。针对中国所展示的数据而言，相对于日本泡沫的变化状态，中国的数据变化显得更加突兀，在 2014 年出现无泡沫状态，但在后期一直处于严重泡沫的状态；并且可以看出中国自 2014 年之后，没有过渡便直接步入严重泡沫的处境，相对于日本而言，更难以找到规律。



资料来源：数据观（2015）

图 3. 2014 年 1-12 月资金累计和增长速度



资料来源：中信建投证券报告（2015）

图 4. 世联投资客占比

6. 结论与政策建议

有日本这样的邻居作为前车之鉴，中国政府应该很清楚“硬着陆”可能会拖累整个国民经济，就像如今日本一般，“失落的三十年”可能会给中国炒房人一个致命的打击。事实上，中国房地产泡沫已经存在，如果仅停留在使用大量的数据分析证明其出现的原因，或是考虑房地产泡沫是否会危及哪些产业，对我国经济的现状与未来泡沫化而言代价太高了。

讨论房地产行业存在如此大的泡沫现象，是为了确定中国在什么环节出了问题。寻根究底，分析出现的原因是为了对症下药，通过从投资人、开发商到政府，每个机构或者个体都是房地产泡沫的主体。“限价”政策的一刀切实属不现实，更有可能给

市场带来不可估量的后果（盛松成等，2020）。从实际城市发展以及人口居住意愿和存量的角度，去提供契合的房产供给渠道和数量，加上有效率地了解未来房屋需求主体的结构变化，以及建立完善的供需体系。

6.1 放宽地方政府财政

中央应该放宽地方政府财政补贴，保证地方财政支出，而不需要过分地依赖土地财政收入（曹昌云与王志峰，2017）。放松土地资源限制，增加城市住房的供给弹性，放松大城市和二、三、四线城市土地以及人口流动限制，松开人口流入限制，引入人才；对于中小型城市，尤其是经济发展不景气的城市，确保能够吸引足够的人口居住，尽力缓和人口净流入的负向增长，减少库存积压严重的中小城市房屋住宅供给以及降低住房供给弹性，确保城市土地房产供给与人口存量结构相互匹配。

6.2 关注信贷市场，把控金融风险

对于信贷市场，前文有提到过，国家自1998年后开始鼓励信贷市场支持房地产，但是考虑到当时国内投资渠道的狭窄，中国后期出现房地产市场资本堆积，其中信贷市场也在助力（马先标，2009）。商业银行可以针对拥有多套房产的贷款用户采取上调贷款利率，限值额度等措施来提高购房的成本，以便压制投机人的炒房目的，当然这个过程需要政府监管和把控。

6.3 征收房产税

通过征收房产税来增加投机人的购房负担，通过划分首套房和多套房来实施征收房地产税，以免打击首次对房产购买的热情（蒋南平，2009）；再加上实施不同地区不同的遏制政策，避免一刀切来打击市场的热情，致使反效果出现。

准确来说，综合各种原因，中国目前需要避开硬着陆现象，那就是将时间长度拉宽；着陆是肯定的，就看什么时候着陆。既然做了这个选择，也要面临两个问题，一如何软着陆，二要把时间拉开多长才能着陆（胡雪蓓，2016）。就目前房地产税的提出以及试行，又出现了一刀切的限价操作，可以看出政府在为软着陆发劲；这个过程可能不一定会一直顺遂，但至少每个人每个机构都在摸索前行的道路，大多数人无法承担任由这个“飞机”随意摔在没有规划的停机坪上。

参考文献

1. 李维哲、曲波（2002）。地产泡沫预警指标体系与方法研究。山西财经大学学报，24(4)，99-101。
2. 吕晓亮（2019）。房地产泡沫评价方法比较及实证分析（未出版之硕士论文）。北京：中国人民大学。
3. 任柏松（2019）。货币供给、房地产泡沫对金融风险影响的实证研究（未出版之硕士论文）。辽宁省：辽宁大学。
4. 黎友焕（2008）。境外热钱对我国房地产市场的影响及其对策研究。金融与经济，2，14-17。
5. 徐朝阳（2010）。泡沫经济与日本“失去的十年”。消费导刊，1，67-68。
6. 范荣（2012）。中日房地产泡沫的对比分析。知识经济，5，86-87。
7. 温振伟（2011）。中国和日本房地产泡沫的对比分析（未出版之硕士论文）。安徽省：安徽大学。

8. 袁平、吴洁(2012)。中国房地产泡沫测度及其影响因素分析。新金融,3,55-59。
9. 李文慧(2013)。房地产泡沫的形成机制与影响(未出版之硕士论文)。辽宁省:辽宁大学。
10. 曹昌云、王志峰(2017)。日本住宅房地产泡沫及其启示-中日对比分析的视角。中国房地产,33,71-80。
11. 罗清(2000)。日本金融的繁荣、危机与变革。北京:中国金融出版社。
12. 夏凡(2018)。日本泡沫经济时期的房地产泡沫考察(未出版之硕士论文)。上海:上海外国语大学。
13. 刘凤平、陈仓柱(2009)。中日财政体制比较研究。经济研究导刊,32,103-104。
14. 王雅祺、刘骏、陈吉(2020)。浅谈中国房地产的发展现状。全国流通经济,3,114-116。
15. 刘骏、赵魁、张平(2020)。基于小波分析的中国房地产泡沫测算。统计与决策,3,113-116。
16. 窦尔翔、李洪涛、李昕昞(2007)。中国房地产价格泡沫形成因素分析。中国社会科学院研究生院学报,1,40-45。
17. 刘世轩(2003)。中国房地产泡沫经济问题。辽宁经济,8,91。
18. 王德培(2020)。中国经济2020。杭州:中国友谊出版公司。
19. 王志刚(2017)。现阶段我国房地产泡沫的综合测度及治理-基于中日两国历史数据的比较分析。当代经济研究,12,88-94。
20. 盛松成、宋红卫、汪恒(2020)。房地产与中国经济。北京:中信出版社。
21. 马先标(2009)。城市化稳健快速推进的战略模式构建-一个制度分析范式下的解读。社会科学战线,11,64-73。
22. 蒋南平(2009)。中国房地产泡沫测度指标的分析与建立。当代财经,10,91-98。
23. 胡雪蓓(2016)。泡沫经济危机及对中国的启示。商,7,219。
24. 国家统计局(2018)。中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报。北京:中国统计出版社。
25. 国家统计局(1998)。中国统计摘要。北京:中国统计出版社。
26. 日本统计局。1984-1991。<https://www.stat.go.jp/>。
27. 湖南省住房和城乡建设厅。2018。<http://zjt.hunan.gov.cn>。
28. 中信建投证券(2015)。[DB/OL]。<https://www.csc108.com>,2015-3-21.[阅读时间:2020-1-6]。
29. 数据观(2015)。[DB/OL]。<http://www.199it.com/archives/337169.html>,2015-4-1[阅读时间2020-1-10]。

收稿日期:2019-11-06
责任编辑、校对:林雨熙、程萌