

中国 房地产展望

2010 年度报告

经济分析

- 在 BBVA 去年第一份《中国房地产展望》的基础上，这次的报告更新了房地产领域的最新发展和政策，包括对近期基本面价格趋势的评估以及与国际房地产价格泡沫经验的比较。
- 在过去一年里，中国的房地产价格继续大幅上涨。虽然与同阶段的国际经验相比，中国的房地产价格上涨幅度并不是特别大，但当局已采取使市场冷却的早期措施，以维护大众对于房地产的负担能力，并预先阻止破坏稳定的价格泡沫。这些措施已引起销售交易量的大幅下滑以及价格增长趋缓。
- 根据我们的估计，在过去一年里，主要一线城市的房地产价格已超过房地产平衡值的涨幅。这使得房地产市场进一步做出近期调整的可能性增大，包括下调价格。
- 然而，从中期来看，鉴于快速收入增长、高速城市化进程以及有利的人口特征因素，中国房地产市场的前景光明。



目录

1. 介绍	3
2. 房地产市场近期发展和展望	4
专栏1: 中国房地产市场: 对过去二十年的简单回顾	8
3. 从国际角度评估中国房地产泡沫	10
专栏2: 拉丁美洲在可负担住房融资方面的经验	14
4. 中国房价是否与供需基本面相背离?	15
5. 中期展望	18
参考文献.....	20
附录: 估算均衡房价之实证模型简介	21

截止日期: 2010 年 6 月 30 日

1. 介绍

近年来，中国的房地产繁荣吸引了投资者和政策制定者们极大的关注。对于投资者来说，房地产市场提供了有利可图的商业机会，因为在过去十年里房地产已成为中国最佳长期投资机会之一。然而，从政策角度来看，价格的迅速增长带来了风险。在一个高流动性资金和快速信贷增长的环境中，就像在过去一年里中国那样，价格泡沫随时可能出现，并威胁经济和金融稳定。从社会角度来看，负担能力成为人们关注的最重要因素。由于这些原因，中国政府当局最近采取了如下所述的多项措施，来冷却急速发展的房地产领域。

这是我们第二份年度《中国房地产展望》。鉴于快速收入增长、城市化以及逐渐萎缩的房地产存量，2009年5月公布的前一版本突出了中国房地产市场光明的长远投资前景。然而与此同时，报告发现，考虑到高端住宅房地产的过量供应，价格在近期可能会下调，根据我们的看法，这一预测仍然有效，但到目前为止尚未成为现实。虽然如此，报告得出结论，不可能出现房地产市场的硬着陆，因为在中国强有力的经济增长前景、高储蓄率以及前瞻性政府政策的背景下，潜在需求预计将保持强劲势头。

当前报告再次重申了一些相同主题，并更新了房地产行业的近期发展，包括冷却市场的政策。我们发现，在过去一年里，房地产价格增长继续超过平衡值的增长，这意味着近期将出现更大幅度的下调。

然而，在评估房地产行业的趋势和前景时，区分近期和长远前景非常重要。从近期来看，如下所述，快速价格增长可能会影响经济稳定和负担能力。我们对旨在解决这些问题和冷却市场的近期措施进行了解读。然而，从更长远来看，中国快速收入增长、城市化以及人口特征都将促进价格增长。我们将这种中长期展望视为经济发展基本面的一部分，在长期内，将在很大程度上不受冷却市场的微观和金融措施的影响。

报告按如下组织。第2节回顾和更新了近些年抑制价格波动的政策。它评估了这些政策的影响以及房地产行业的近期展望。第3节回顾了美国、日本和西班牙在房地产价格泡沫上的国际经验——所有出现明显泡沫的情况，它们提供了重要经验教训，以考察中国当前房地产价格增长和负担能力比；另外还回顾了拉丁美洲对可负担房地产的政策态度，以了解其提供的经验教训（框2）。第4节更新了我们的计量经济学平衡价格模型，以评估市场过高估价的程度。最后，第5节根据我们的估计以及对中长期展望的一些论述得出结论。

2. 房地产市场近期发展和展望¹

2.1 对调节市场措施的回顾

在评估过去一年的近期趋势之前，从更长期来回顾一下房地产价格的波动以及政策反应是非常有用的。在这一方面，回想一下，中国面向市场的房地产行业相对较年轻，是十多年前的 1998 年刚刚开始改革的自然结果，这一点很有用（参见框 1）。从这一点来看，显然，政府当局在评估这一新兴和不断扩张市场的价格波动时正处于“边做边学”阶段，它们利用可用的一系列工具，包括行政和金融政策，来抑制市场波动。

在全球金融危机前，已采取措施来冷却房地产市场…

在 2008 年中期全球金融危机之前，中国最大城市的房地产价格急剧增长。令人担忧的是，价格增长是由投机而非基本面推动的，为降低正在形成的泡沫风险，政府当局采取了各种行政措施和金融政策，来冷却市场。这些措施包括提高贷款利率和要求的首付比例以及对房地产行业投资施加更加严格的要求。措施于 2007 年开始生效，价格的增长势头得到成功遏制，价格增幅于 2007 年底达到高峰，2008 年开始下降，并随着全球金融危机的影响逐步显现而最终变为负值（图 1）。例如，深圳的房地产市场价格在 2009 年初下降了 15%。

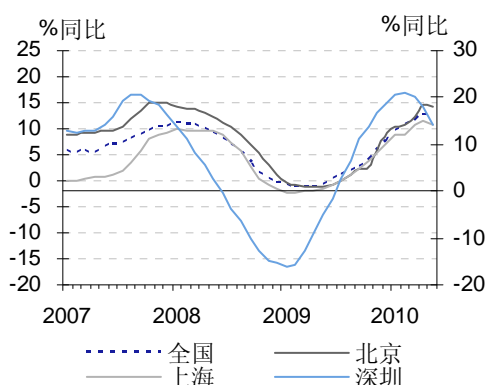
…但全球经济下滑推动了向刺激市场的转变…

正如文件所述，全球金融危机的出现推动了向更加扩张性政策的转变，以促进增长。2008 年底，政府当局改变了其政策导向，推出一项价值四万亿人民币的一揽子计划，以通过大规模基础设施和其它固定资产投资刺激经济，受此带动，最终出现创记录的高信贷增长。

在这种政策转变的情况下，房地产市场的冷却措施被终止，并转向尽力刺激房地产市场的需求和投资。例如，为推动抵押贷款，2008 年 10 月，购买房地产的首付比例从 30% 降为 20%，贷款利率允许低至基准利率的 70%。政策放宽还适用于想改善居住条件的第二套住房购买者——这样，该政策旨在针对“真正的”而不是投机的投资者。同时，2008 年 11 月，土地增值税和印花税被免除。2009 年 1 月，对于那些持有投资超过两年的业主来说，免除房地产销售税，限制从以前的五年持有期降为两年。2009 年 5 月，房地产开发商的资本要求也降至 20%。

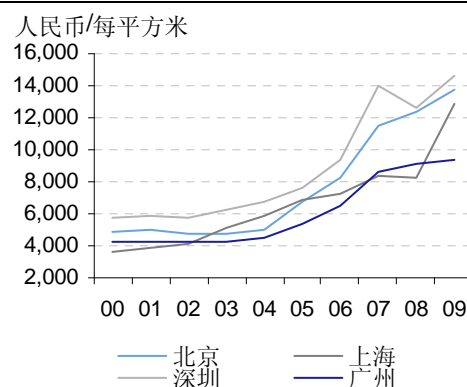
作为这些刺激措施和恢复经济的结果，房地产市场从 2009 年 3 月开始经历一次急剧逆转。在很大程度上，这是由于流动资金的大规模注入而引起的。相当大一部分银行贷款进入房地产投机商手中，造成住房购买和资产价值激增。交易量和价格都迅速升高，特别是在北京、上海、广州和深圳等大城市。因此，当前价格水平远高于全球金融危机之前的价格水平（图 2）。

图 1
房地产价格的升降



来源：NBS、CEIC 和 BBVA 研究

图 2
房地产价格高于危机前水平



来源：NBS、CEIC 和 BBVA 研究

2.2 防止房地产市场泡沫的近期措施

由于担心失去控制的房地产价格可能会产生泡沫，政府当局近期推出了一系列政策，以遏制房地产市场的投机行为，并控制高涨的价格。特别是，中国国务院在 2009 年 12 月对购买第二套住房和在五年内出

¹ 对 Yuande Zhu 对本节的稿件表示衷心感谢，他以前曾担任 BBVA 高级经济专家。

售住房恢复征收以前的物业税，并在 2010 年 1 月使首付比例翻倍，变为 40%。对 PBOC 来说，它通过提高准备金率和推出紧缩性贷款政策提供了支持性的货币措施。

然而，第一轮措施证明不足以抑制价格增长。实际上，价格增长在 4 月份达到创记录的 12.8%。这些趋势失去政府当局在 4 月中旬采取进一步措施，通过遏制投机性住房购买来控制价格增长。近期措施包括将第二套住房的首付比例从 40% 进一步提高至 50%，同时禁止购买第三套住房贷款。另外，第二套住房的贷款利率也从基准利率的 70%-80% 增至 110%。政府还采取措施，限制核心业务非房地产的国有企业（SOEs）在房地产市场上的活动。在供应方面，增加了可负担房地产开发的土地数量。地方政府也根据国家指导方针公布了房地产行业的冷却措施。

…但到目前为止，这些政策对价格的影响有限²

尽管近期采取了紧缩性措施且销量出现萎缩，到目前为止，其对房地产价格的影响适中。价格增幅开始趋缓（图 1），某些市场已出现价格下降，如深圳和广州，甚至是北京。

然而，价格尚未出现大幅变化。这可能有多原因，包括通常与销量和余量波动有关的滞后（后面将对此进行详细讨论）。另外，政府当局要实现的大规模有时甚至是冲突的目标以及他们可用的政策工具有限使得政策环境恶劣。在目标方面，有时不清楚具体措施的目的是通过防止房地产行业过热而保持金融稳定，还是保持对低收入家庭的住房负担能力，或者两者都有。

与此相关，鉴于房地产行业对 GDP 增长的贡献份额日益增大，该领域投资达到总固定资产投资的约 20%，附加价值占 GDP 的 5%，考虑到中国宏伟的增长目标，有人提出经济刺激方案，要求相关官方保持高价格水平。因此，政策制定者必然会考虑政策对相关行业的影响以及对经济业绩的整体影响。因此，官方可能设定竞争性目标——既想保持快速经济增长，同时又使房地产行业趋缓，因此不会全力实施。地方政府使事情进一步复杂，它们经常不仅是调节者，而且是该市场的一个重要利益群体。实际上，地方政府收入和融资往往取决于土地出让收入和高土地价格。

除了上述因素，由于可投资资产仍然有限，房地产成为家庭财富的一个重要要素。严格的紧缩性政策可能会削减家庭财富，因此，在实施中会遇到阻力。到目前为止，信贷政策在调节房地产行业上的影响也很有限。对第二套住房贷款的规定可能在减少投机需求方面具有短期影响。到目前为止，提高利率被视为过于激烈，因此是一个非首选工具，它可能会对市场产生更大影响。由于预计到较高的通货膨胀以及较大的货币弹性（增值），近几个月出现的股票市场下跌造成近期更多资本流入房地产行业，这进一步失去价格上涨。

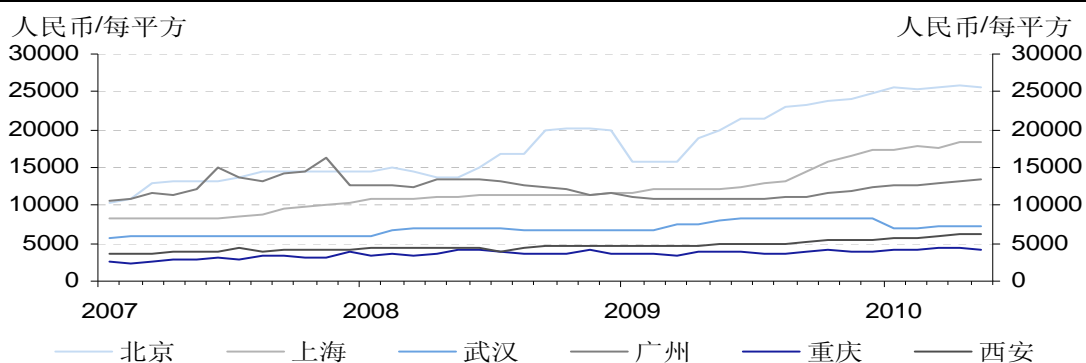
2.3 当前市场情况和近期展望

…仍然较高的价格可能促使采取进一步措施，以冷却市场

无论如何，房地产价格仍然相对较高（图 3），这促使政府当局对公众对负担能力的不满做出反应（图 4-6）。然而，由于中国房地产市场缺少普遍接受的房地产价格系列，衡量问题使分析复杂化。例如，国家统计局（NBS）编写的统计资料显示，2009 年北京的平均住房价格为每平方米 13,799 元，而国家发展和改革委员会（NDRC）调查显示，平均价格为每平方米 21,940 元，年底达到每平方米 25,932 元。由于 NDRC 数据更多关注市中心区域，它可能是对大城市房地产走势的一个更好的估量。NBS 数据覆盖更广的地区。

图 3

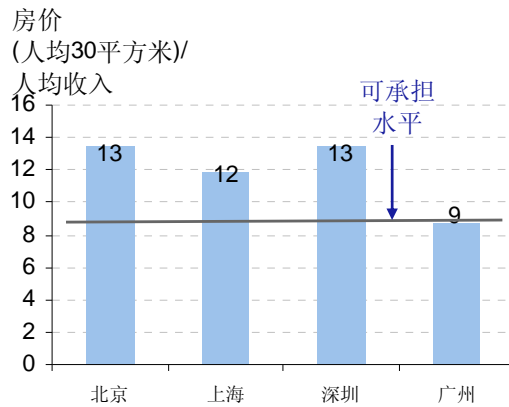
大城市市中心价格走势



来源：CEIC 和 BBVA 研究

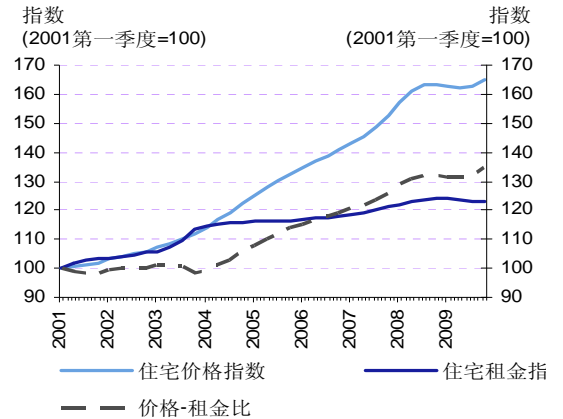
² 本小节是根据 Shulin Li (CITIC 银行) 的稿件编写的。

图 4
价格夸大了负担能力水平



来源: CEIC 和 BBVA 研究

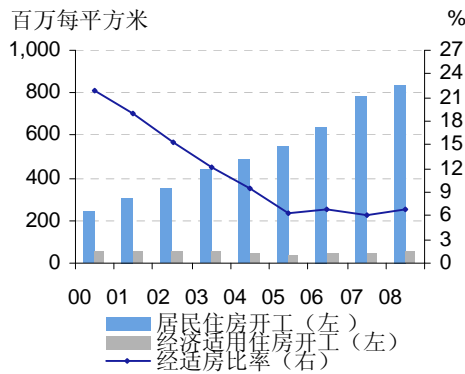
图 5
价格/租金比一直在增长



来源: CEIC 和 BBVA 研究

到目前为止, 如上所述, 政府当局采取的措施造成市场交易量的急剧下滑, 而价格却没有出现大幅下降。除了上面讨论的问题, 这可能是由于相关典型滞后造成的, 市场参与者将花费 3-6 个月时间去等待和观望对价格的影响。在这种环境中, 购房者可能会推迟其购买行为, 并预计资金紧张的开发商会降低价格。与这种行为相一致, 大城市住房销售增长迅速下滑 (图 7), 而价格仍保持较高水平。一些市场参与者预计, 一旦主要城市的房地产价格与当前水平相比出现 20-30% 的下降, 政府当局将放松其紧缩性政策。

图 6
可负担住房投资滞后



来源: CEIC 和 BBVA 研究

图 7
销量增长迅速下滑

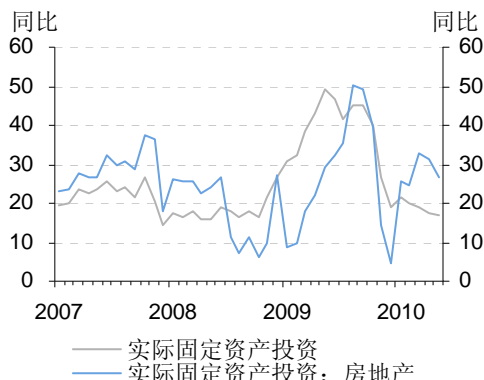


来源: CEIC 和 BBVA 研究

…房地产余量可能会在 2010 年下半年增长

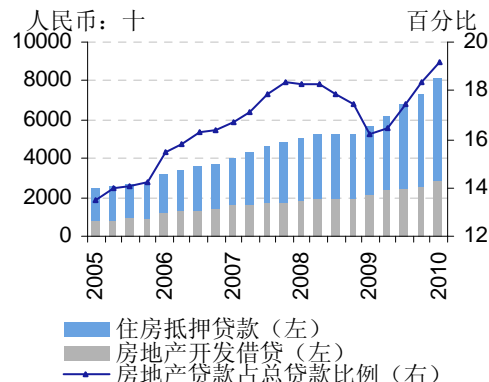
受房地产市场信心恢复以及房地产贷款快速增长的推动 (图 8-10), 新住房建设在 2009 年下半年加快。鉴于对新建住宅转为预售状态通常需要一年的周转时间, 这造成未来 3-6 个月内用于销售的楼层面积余量出现增长 (图 11)。与 2009 年的激增相比, 住房销售在 2010 年下半年可能出现较慢增长。反过来, 住房余量增加以及受近期冷却措施影响而减弱的购买热情对销售价格下降的压力增大。

图8
房地产投资增长保持高水平



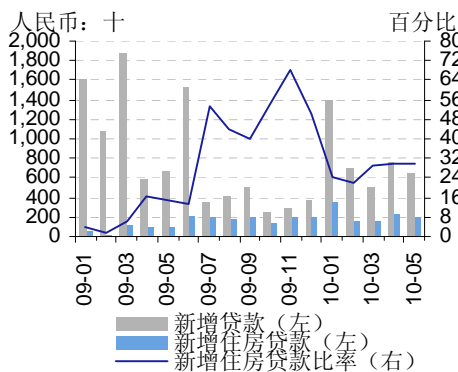
来源：CEIC 和 BBVA 研究

图9
房地产贷款（主要是开发商）出现增长



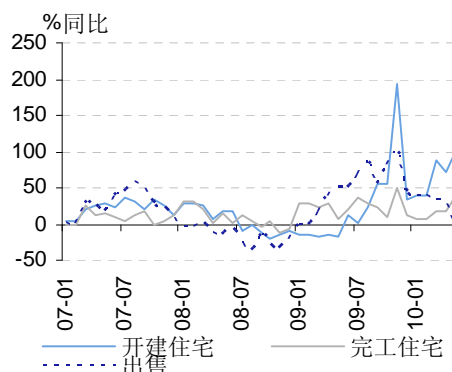
来源：CEIC 和 BBVA 研究

图10
抵押贷款占新信贷的比例仍然很高



来源：CEIC 和 BBVA 研究

图11
楼层面积动态变化



来源：CEIC 和 BBVA 研究

…为冷却市场，将采取新措施，可能包括物业税

近期讨论的主要新政策倡议包括引入物业税。作为国家发展和改革委员会（NDRC）提出的一项大规模财政修订方案的一部分，国务院已批准了“逐步加快物业税改革”。据报道，所提出的物业税适用于出租或投资房地产，而不是业主占用的住宅。（目前，中国的税收仅在转让时征收，而不是在持续所有的基础上征收。）

对采取进一步措施的程度和时间的不确定性仍存在。特别是，对全球危机的展望可能使政府当局延缓采取新的紧缩性措施。然而，如果主要城市的房地产价格在未来数月内继续升高，我们不排除采取更多冷却措施的可能性。同时，鉴于对中长期强势展望，我们认为，中国房地产市场硬着陆的可能性较低。也就是说，在高储蓄率、良好增长前景、低利率环境以及前瞻性中央和地方政府政策的背景下，城市住房需求将保持弹性。

专栏 1：中国房地产市场

对过去二十年的简单回顾

新兴市场

实际上，中国面向市场的房地产行业仍相对较为年轻。1998 年，政府停止分配住房做法，房地产市场因此而“诞生”。表 1 列出了中国房地产市场的相关里程碑事件。

1998 年前：计划和市场体系共存

在 80 年代，作为全国性经济重组计划的一部分，政府对其土地管理和住房体系进行了改革。从 1992 年开始，中央政府逐步从福利住房分配体系向面向市场的分配体系转变。土地所有制体系被引入，以取代集体所有制，国家指导分配和土地使用规划让位于面向市场的分配体系。在此期间，计划住房分配和公开销售共存。改革刺激了 90 年代初住房投资和建设的繁荣。土地和住房价格迅速上涨使得房地产市场的风险增大。随着 1993 年旨在减缓经济的宏观紧缩措施的引入，房地产价格出现大幅下降，这在海南、北海和其它城市留下了大量未完工的住宅。价格下跌持续了六年时间，随后房地产行业开始复苏。

1998 年后：抵押贷款的推动进入繁荣期

在政府终止在城市分配住房政策的同时，发生了亚洲金融危机，这造成经济下滑。政府采取扩张性金融政策，以抑制衰退，主要是针对基础设施支出。政府还采取措施，通过房地产领域刺激国内需求。因此，1998 年出现了抵押贷款，商业银行开始向个人购房者为高达 80% 的购买价格提供最长 30 年期限的贷款。住房抵押市场成为房地产开发市场繁荣和经济持续增长的金融发动机。

从 2003 年起，主要城市的房地产价格迅速升高。为了平抑周期，国务院督促相关各部制定规章制度，以冷却过热市场。在这一方面，PBOC 颁布了第 121 号通知，对房地产融资提出了更严格的要求，以降低体系银行风险。然而，规定遇到了普遍的阻力。随后，当时的大多数政策都集中在抑制住房投资上，而不是降低需求上，这造成房地产价格继续升高，直到 2007 年底美国次贷危机开始爆发，这一结果出人意料。

随着 2007 年的通货膨胀增长，PBOC 对货币政策进行了严格控制。购买第二套及以上住房的抵押贷款首付比例从 30% 增至 40%，抵押贷款利率上浮 10%。商业银行开始控制对房地产开发商的贷款，土地管理机构推出一项旨在纠正房地产市场不规则行为的活动。这样，作为房地产开发两条生命线的土地供应和贷款在短期宏观管理政策作用下下降。随后，房地产开发商均感到政府宏观调控政策造成的通货紧缩的压力。中国南部以前高涨的房地产市场在 2008 年开始萎缩。

在近期，政府当局的紧缩措施对交易量产生了直接影响，房产销量大幅下滑。正如正文所述，价格尚未出现大幅下降。除了在需求方面抑制投机所做的努力外，目前，政府当局还在采取措施，开发经济上可负担的住房，这是减轻许多低收入家庭负担能力问题的一项有效政策。近期，新一轮措施将比前一轮采取的措施更加有效，前面的措施中，许多政策是限制供应的，这不太合适。

表 1 提供了一个中央和地方政府近期采取的旨在冷却房地产市场和防止价格泡沫的政策清单及时间表。

表 1
2009–10 年最新房地产政策

日期	政策描述
2009 年 12 月	增加可负担住房供应，控制投机需求，加强市场管理，推动社会保障住房项目建设。
2010 年 1 月	中央银行将一年期债券收益提高 8 个基本点。
2010 年 1 月	中央银行将法定准备金率提高 0.5 个百分点。
2010 年 1 月	增加可负担住房的有效供应，调节住房需求，抑制投机需求。第二套住房贷款的首付比例不得少于 40%。
2010 年 4 月	抑制不理性的住房需求，对房地产开发商的融资活动和土地购买采取更严格限制的规定。
2010 年 4 月	公布可能在上海、北京、深圳和重庆试点引入物业税。据称，物业税为每户家庭历史交易额 70% 的 1.2–1.5%。
2010 年 4 月	国务院决定紧缩抵押贷款利率和首付比例。详细情况包括：1) 第二套住房购买者要求支付 50% 的首付，而不是 40%。抵押贷款利率也上浮为基准利率 5.94% 的 1.1 倍，而不是以前基准利率的 0.8–0.85 倍。2) 银行要求第三套及以上住房购买者的首付比例更高，尽管它没有明确具体百分比。3) 对于超过 90 平米的首套住房购买者，其首付比例从 20% 提高到 30%。
2010 年 4 月	中国银行（BOC）成为公布在到期后对现有客户抵押贷款合同按当前市场标准进行调整的首批国有银行之一。当前承受抵押人将要求遵循：1) 购买小于 90 平米的首套住房购买者首付比例最低为 30%，利率为基准利率 5.94% 的 0.85 倍；2) 第二套住房购买者首付比例最低为 50%，利率为基准利率 5.94% 的 1.1 倍；3) 第三套及以上住房购买者为基准利率（5.94%）的 1.2 倍。对于第三套及以上住房购买者，BOC 有权要求首付比例高于 50%，或如果显示申请人有高风险信贷活动，则可驳回其抵押贷款申请。
2010 年 6 月	中央银行中国人民银行（PBOC）发行的一年期债券收益提高 8.32 个基本点，增至 2.0096%。
2010 年 6 月	MLR、MHURD 和地方政府被要求征以更严格的 LAT（土地增值税）。具体包括：1) 在东部/中部和东北部/西部省份，设置预征率分别不低于 2%/1.5%/1%；2) 如果开发商未能核实最终 LAT 债务额，则最低征收 LAT 的 5%（对物业税）；3) 在 6 月底之前，对每个省份房地产价格过热的 3–5 个城市开展调查，以清偿 LAT。
2010 年 6 月	MHURD、PBOC 和 BOC 联合发布声明，实施对第二套住房购买者/抵押贷款的定义。下列将算作购买第二套住房且适于第二套及以上住房抵押贷款的条款：1) 至少拥有一套住房的购买者；2) 所有权以家庭为单元定义，而不是以家庭成员数量；3) 即使付清抵押贷款的购买者仍将算作第二套住房购买者；4) 根据不同银行规定，当地税收记录或社会保障记录未满一年的非本地购买者将被视为第二套住房购买者。

来源：BBVA 研究

3. 从国际角度评估中国房地产泡沫

3.1 介绍

在本节，我们简要回顾其它国家房地产价格泡沫的经验——日本（1980—1991）、西班牙（1997—2007）和美国（1997—2008），以评估中国在其当前房地产价格周期中的位置。我们还将考察泡沫期的一些常见特点，重点关注物业税进展、住房负担能力、相关宏观指标以及货币和信贷政策。本节旨在弄清楚中国房地产市场是否真的存在泡沫的问题。当然，这种回顾也有限制，并不可避免地对关键问题仅提供粗略描述。例如，在寻找泡沫经济的共同点时，它遗漏了管理方面可能存在的重要不同。

总之，概述表明，与出现大量房地产泡沫的其它经济体相比，中国的房地产行业尚未出现大量泡沫。然而，出现泡沫的可能是存在的。如前一节所述，随着为应对全球经济下滑的负面影响而采取的融通性信贷政策为房地产市场流入了流动资金，房地产价格正快速增长，在一个低通货膨胀的环境中，这些流动资金进入了房地产行业。

3.2 房地产价格泡沫对比

…中国房地产价格增长似乎没有那么高

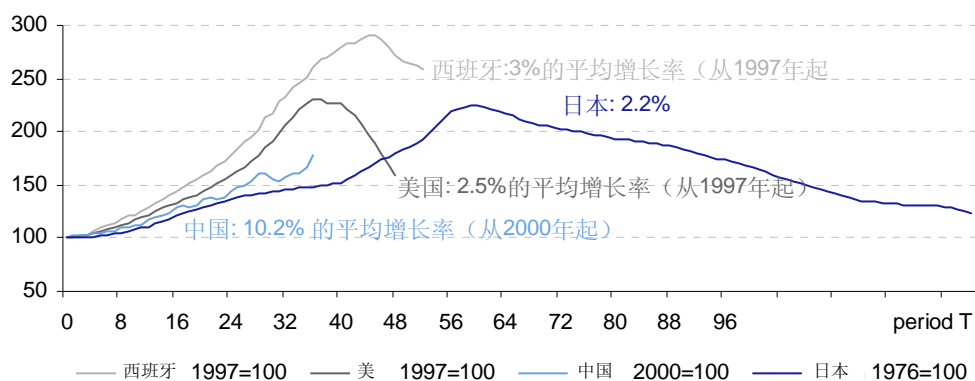
与其它地区的泡沫经验相比，最近，中国房地产价格升高并不那么令人不安。下图对这一点进行了解释（图 12）。它将中国房地产价格增长与西班牙、美国和日本（对于西班牙和美国，是房地产价格，对于日本，是土地价格）在其各自泡沫时期的价格增长放在一起进行对比。³西班牙被认为经历了最大的泡沫，价格几乎增至 200%，其后是美国和日本，价格增长约 130%。日本经历了时间最长的泡沫，持续十年。通过对比，中国的价格增长了 75%，相对较小。

因此，看起来，中国的泡沫——就其存在来说，尚未达到其它国家的高峰水平。而且，中国相对较高的 GDP 增长率意味着，价格增长超高，潜在支持就越大。然而，就城市对比来说，可能存在更加极端的泡沫区域，特别是在大城市，如第 2 节所述（图 1 和图 2）。

重要的是，要评估一种特定价格趋势能否形成泡沫，必需评估价格动荡的潜在原因。在这一方面，中国快速收入增长以及持续的城市化是主要的潜在因素，这较好地解释了从中长期来看为什么价格会增长（参见后面第 5 节）。

图 12

房地产价格指数



来源：CEIC 和 BBVA 研究
注：间隔期是一个季度。

³ 起始时间是利用文献中常见的标准方式确定的，参见 IMF（2003 年），了解更多关于如何确定资产价格激增的信息（<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/01/pdf/chapter2.pdf>）。

3.3 住房负担能力：国际对比

…尽管负担能力措施被夸大

对价格泡沫程度进行估量的一种备选方法是住房负担能力，它被定义为中间房地产价格与中间家庭收入的比值。通过这种测量方法，并根据上述分析，中国的价格增长超过了对比案例（图 13-16 和表 2）。例如，对于北京和上海，房价和收入比约为 20，而对于洛杉矶和温哥华则分别仅为 10.0 和 8.4（亚洲开发银行，2010 年）。

然而，对于在对比基础上利用指数有一些限制。首先，由于高收入家庭少报（参见CITIC 2009），中国收入数据的准确性可能存在疑问。另一个问题是负担能力应真正在前瞻的基础上进行衡量，特定经济体增长越快，利用当前收入的偏差就越大（如在中国）。⁴虽然如此，大城市异常高的价格收入比表明，住房负担能力在中国是一个合理的担忧问题。

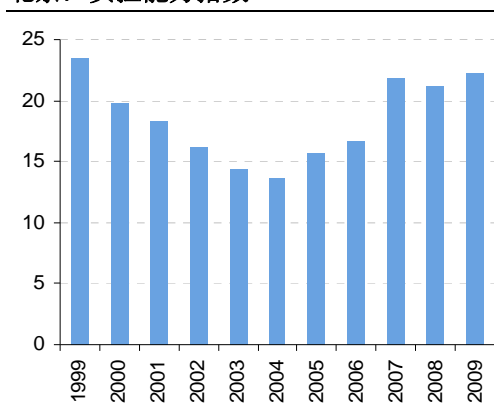
对于中国房地产行业负担能力来说，一个相关问题就是，可负担住房的供应一直滞后（第 2 节，图 6）。这主要是因为房地产开发商在投资可负担住房上的利润较低。虽然政府已在着重强调将向中低收入家庭提供可负担住房作为中国住房改革的目标之一，但目标仍不充分（亚洲开发银行，2010 年）。特别是，房地产开发商设法避开中央政府向较低收入家庭提供可负担住房的政策，即“90-70”政策，市场上 70%的住房必须不超过 90 平米。

表 2
价格/收入比衡量的负担能力指数

中国		美国	
城市	价格/收入 ⁵	城市	价格/收入 ⁶
北京	22.3	美国洛杉矶	10.0
上海	19.3	英国伦敦	6.9
深圳	22.1	美国纽约	7.1
广州	14.7	美国迈阿密	7.2
重庆	9.3	澳大利亚悉尼	8.3
天津	13.9	加拿大温哥华	8.4

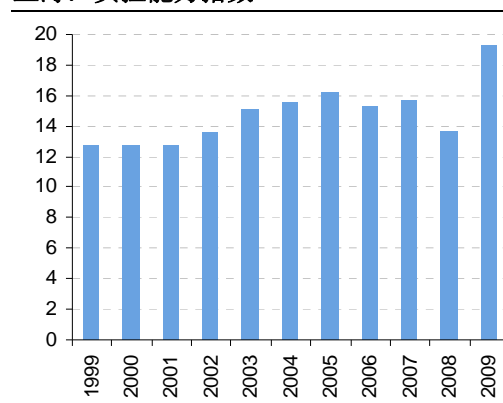
来源：亚洲开发银行和 BBVA 研究

图 13
北京：负担能力指数



来源：CEIC 和 BBVA 研究

图 14
上海：负担能力指数



来源：CEIC 和 BBVA 研究

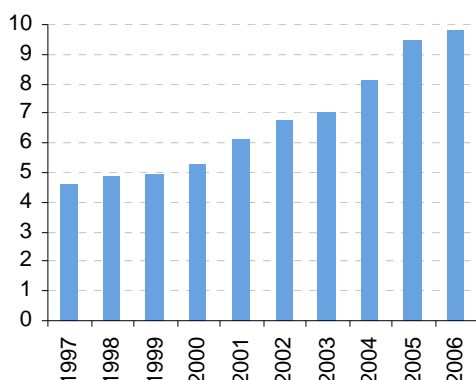
⁴ 关于收入谎报问题，通常认为，这是中国的顶层高收入者群体，他们有意少报其隐性非法收入。为解决这一问题，最好利用中间家庭收入，以避免衡量问题。根据可用数据，我们仅考察非奢侈品房地产价格。

⁵ 根据人均收入和平均住房价格（国家统计局，2009 年）；住房价格按 90 平米公寓计算。

⁶ 根据 2006 年中间家庭收入和中间住房价格数据，参见：

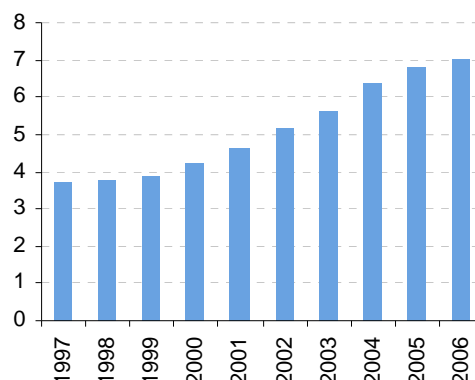
http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2007/metro_affordability_index_2007.xls

图 15
旧金山：负担能力指数



来源：Son (2007 年) 和 BBVA 研究

图 16
纽约：负担能力指数



来源：Son (2007 年) 和 BBVA 研究

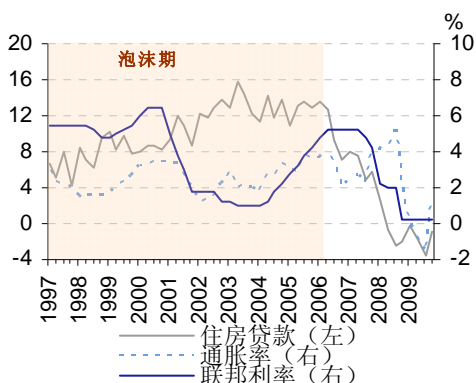
3.4 房地产泡沫的原因：我们可以得到哪些经验教训？

虽然国与国之间房地产周期的起因各不相同，但泡沫经济的共同特点包括过量流动资金以及急速银行借贷，且通常处于一个较低的稳定通货膨胀环境中。

以美国为例，2001—05 年联邦储备银行采取的扩张性货币政策在低通货膨胀率的情况下是合理的，有助于支持不可持续的房地产价格和抵押贷款融资（参见 White 2009 和图 17）。众所周知，宽松的监管和补贴刺激了住房购买的需求，延长了次级抵押贷款。在联邦政府的含蓄保证下，Fannie Mae 和 Freddie Mac 帮助构建了一个证券化的次级抵押贷款市场，这进一步推动了房地产泡沫。受宽松信贷和货币条件的推动，房地产价格在 2006 年中期达到高峰，随后，次贷危机于 2007 年爆发。

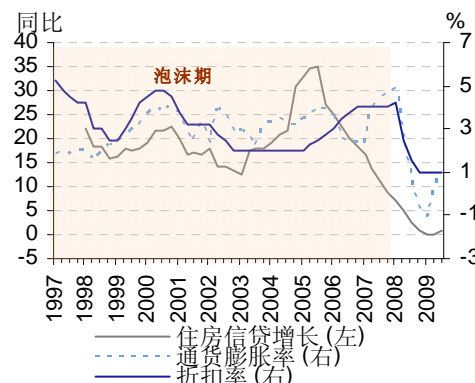
西班牙经济目前正感受到其房地产价格泡沫的影响。长期低利率——在本案例中，这是由于西班牙作为一个货币同盟的成员而失去其独立货币政策造成的，而非宽松的货币政策——造成信贷激增（图 18）。贷款在 2004—05 年猛增，这是房地产泡沫的最大原因。

图 17
美国



来源：CEIC、Datastream 和 BBVA 研究

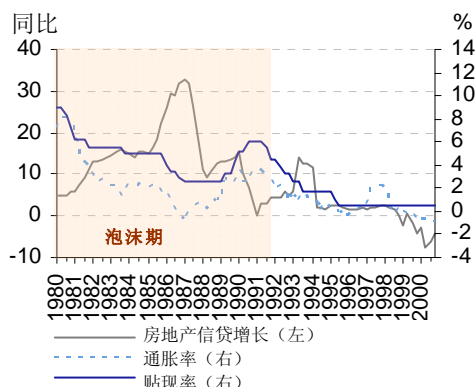
图 18
西班牙



来源：CEIC、Datastream 和 BBVA 研究

图 19

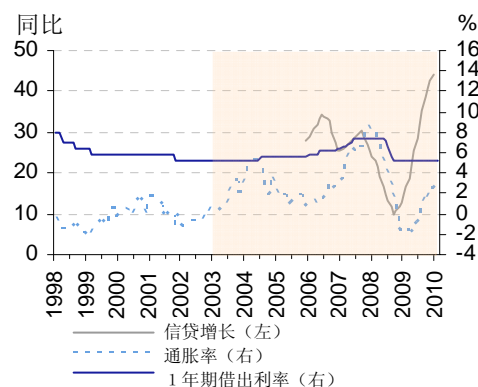
日本



来源: CEIC、Datastream 和 BBVA 研究

图 20

中国



来源: CEIC、Datastream 和 BBVA 研究

在货币政策影响如何造成信贷和房地产价格增长方面，日本的案例更加清晰。为应对 80 年代中期日元升值引起的经济下滑，日本银行实施了宽松的货币政策，以刺激国内需求，从 80 年代中期至 90 年代中期，银行贷款翻了一倍，几乎一半贷款进入房地产行业（PIMCO，日本银行）。如图 19 所示，房地产信贷增长在 1987 年达到高峰（年同比增长 33%），而贴现率保持在 2.5% 的较低水平达到三年时间，直到 1989 年。日本泡沫的一个不同特点是，它主要是受商业而非住宅房地产的推动。在泡沫时期，约 80% 的信贷增长是商业领域的企业贷款造成的（日本银行）。低通货膨胀也说明了日本宽松的货币政策，该政策持续至 1991 年泡沫崩溃，日本经济进入通货紧缩。

我们现在来简单讨论一下近年来中国房地产价格猛增的可能原因。2005-08 年的快速增长以及 2008 年底采取的财政刺激措施是主要原因。从短期来看，房地产存量在 2008 年大幅下降，再加上相对无弹性的供应，未能根据 2009 年的投机需求进行调节。随着 2009 年房地产开发商贷款增长 44.2%（年同比）以及消费者抵押贷款猛增 50%（年同比），融通性货币政策也促使市场的升温。而且，外汇储备积累加剧了过量流动资金以及投机需求刺激的热钱流入。

与其它泡沫案例的背景对比，中国是否存在类似房地产泡沫的风险？似乎日本、西班牙和美国存在的类似条件在中国也存在：通货膨胀保持相对较低，信贷在 2008 年的刺激计划后一直猛增（表 3）。特别是，中国的通货膨胀与其它泡沫案例相一致，其房地产行业的信贷增长大大超过其它案例的增长。虽然政策利率相对较高，鉴于充足的流动资金以及非常高的 GDP 增长率，其货币条件不应被视为紧缩性的。

然而，即使在中国，对住宅房地产的需求通常被认为在本质上不同于日本商业房地产的投机需求，在了解国际经验提供的经验教训后，政府当局充分认识到过热的潜在风险，已采取早期措施来防止出现资产泡沫，并降低投机性房地产投资的风险（PIMPCO 2009）。

表 3

房地产价格泡沫：国际宏观指标对比

国家 (%, 该时期平均值)	通货膨胀	房地产信贷增长	政策利率	GDP 增长率
日本 (1980-1991)	2.6	13.9	4.9	3.8
西班牙 (1997-2008)	3.0	19.6	3.3	3.6
美国 (1997-2006)	2.5	10.5	3.7	3.2
中国 (2003-今)*	2.6	26.1	5.9	10.5

来源: IMF、CEIC、Datastream 和 BBVA 研究

* 中国的信贷增长是从 2006 年至今。

专栏 2：拉丁美洲在可负担住房融资方面的经验

本框回顾了拉丁美洲国家对可负担住房的政策方法，旨在考察可能与中国有关的其它新兴市场经济体的政策。⁷

自 90 年代以来，中国政府一直在采取各种措施，以增加对低收入群体可负担住房的供应。这些努力近期得到财政刺激计划的加强。方法包括供应方面的措施和需求方面的措施，前者是向低成本住房开发商提供土地，后者是向低收入家庭补贴住房成本。

中国的可负担住房包括对中低收入家庭的“经济适用房”和对低收入家庭的“社会保障性住房”。到目前为止，该计划仍处于试验阶段。对于那些排除在当前社会保障住房计划之外但又负担不起经济适用房的收入群体来说，政府计划制定廉租房计划。可负担住房计划的成功取决于中央和地方政府的协调，以保证可负担住房的充足供应。

拉丁美洲国家的一个共同趋势是通过首付款补贴减轻低收入家庭的财政负担。一些国家还尝试通过对针对低收入家庭的建筑项目免征所得税来鼓励增加可负担住房的供应。

在智利，政府直接提供资金，以保证低收入家庭拥有住房。所用资源占抵押贷款总额的不到 1%。为了证明资格，家庭需要：(i) 提供其收入证明和 (ii) 已积累可用作首付的最低数额储蓄。另一项计划是通过国有银行 BancoEstado 向稍高收入家庭提供补贴。尽管其市场份额较高，占抵押贷款总额的 24% 和操作总数的 54%，BancoEstado 并没有真正与其它银行系统竞争，因为其客户是那些其收入水平对其它银行来说太低的家庭。2008 年 10 月，作为财政刺激计划的一部分，政府决定将该计划扩大到中等收入家庭，覆盖 10%—20% 的住房购买额。

在秘鲁，政府制定了三项旨在向中低收入家庭提供资金的计划。第一项也是最成功的计划是“Mi Vivienda”（“我的住房”），它于 2001 年开始实施，目前占抵押贷款总额的 25%。它非常受欢迎，因为它对那些及时付款的贷款人奖励所谓的“优秀付款人奖金”，这可能使抵押贷款降低高达住房购买价格的 15%。其它计划随后制定，主要有关注中等收入家庭的“Mi Hogar”（“我的家”）和关注极低收入家庭的“Techo Propio”（“自己的屋顶”）。后者允许仅购买价格 3% 的极低首付，尽管利率通常高于其它两个计划。

在哥伦比亚，政府政策是向较低收入人群提供一次性住房补贴。该计划针对月收入低于最低标准的家庭。家庭必须提供住房购买价格的至少 10% 作为首付，补贴逐步发放，可占住房总额的 4%—42%。为促进对低收入家庭的抵押贷款，政府提供最高总贷款的 30%。对于针对最低收入家庭的建筑项目，还减免所得税。2009 年，作为一项反周期政策，政府临时降低利率 3—5 个百分点，时间七年，以刺激新住房购买。该计划针对中低收入家庭，已证明比其它政策更加成功。

在墨西哥，政府通过开发房地产领域和抵押贷款的专业公共机构来为较低收入家庭提供支持。政策主要关注需求方面，包括对缺少或拥有不良信贷历史的低收入家庭的直接补贴。单身购买者的资格标准是低于两倍最低工资，而夫妇是四倍最低工资。最低首付为房价的 5%，购买者负责交易成本部分。2001 年至 2006 年，公布了 140 万补贴，占银行抵押贷款投资总额的 10%。

从拉丁美洲在向中低收入家庭提供住房负担能力支持方面的经验来看，至少可得出四个重要结论。首先，各机构密切协调以及长远规划至关重要。其次，约束条件越宽松，计划越成功，对于购买住房，与降低首付比例相比，降低利率（债务）的优点似乎更高。第三，除了需求方面鼓励购买可负担住房的措施外，还需要供应方面的措施，以激励开发商面向低收入家庭建造新住房。最后，在设计可负担住房的筹资工具方面要谨慎，确保该计划不与银行系统的总授信额度冲突。

⁷ 本框得到 Mario Nigrinis 的协助，它是 BBVA 研究的高级经济专家。

4. 中国房价是否与供需基本面相背离？

建立和估计一个供需模型…

在去年报告的基础上，我们对实证模型进行了更新，以便估算中国最大的都会地区（北京、上海、深圳、广州、重庆和天津）实际房价与均衡房价之间的偏离幅度。鉴于该模型的局限性、数据质量的不确定性以及数据进行分析的复杂性，本报告结果仅作参考，而并不试图预测近期房价水平。

通过采用供需框架的经济模型，来估算均衡房价（详情请参见附件）。该模型中基本元素包括：住房存量、实际收入增幅、利率、人口密度和建筑成本。上述元素通过影响住房供需情况进而决定均衡房价。一般而言，真实收入的提高、人口密度的增加、按揭贷款利率的下调，在同等的条件下，将提高住房需求，并将导致均衡房价上扬。另一方面，住房存量的减少、建筑成本的提高、房地产贷款利率的上调，将减少住房供应，并导致均衡房价下调。

……解读模型结果之前的一些重要的警告

一个需要记住的是，该模型中均衡房价是建立在对历史数据分析的结果上的。在理想情况下，该模型应将诸如未来的预期收入（永久性的实际收入）和住房投资预期回报率等前瞻性变量考虑在内。对模型做这样的拓展是未来研究的课题。因此，我们怀疑模型可能低估了均衡价格可能；相应的，考虑到中期中国持续快速的经济增长前景和金融市场发展，模型估算的实际房价与均衡房价之间的偏离幅度可能大于真实情况。

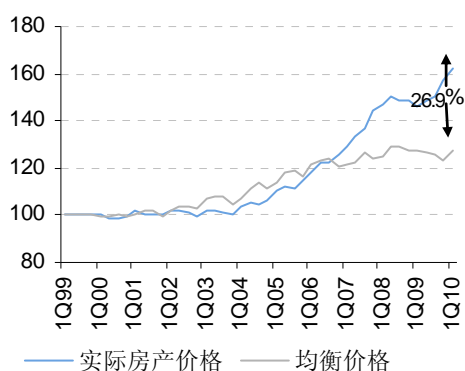
事实上，很可能出现的情况是，和模型估算的均衡价格相比的高房价，实际上很可能符合投资者对未来房价的前瞻性预期。这对诸如中国这样一个存在信贷限制以及不完全信息的快速增长经济体在房价承受能力方面产生的问题是显而易见的。收入快速提高和经济增长预期促使今日房价上涨，但是由于信贷限制，购房者并不能将他们预期个人未来收入完全杠杆化。这就为当前收入水平与房价之间造成了难以逾越的鸿沟。

模型表明当前房价水平超过均衡房价……

根据模型结果，2010 年第一季度，除了广州市以外，我们抽样调查所有城市的房价都显著高于预期均衡水平，高达 20%至 30%之多。该模型结果还表明，过高估价可以追溯到 2003 年（上海）以及 2004 年（其它城市）。如前所述，该等数据恰逢一个相对低利率时期。

图 21

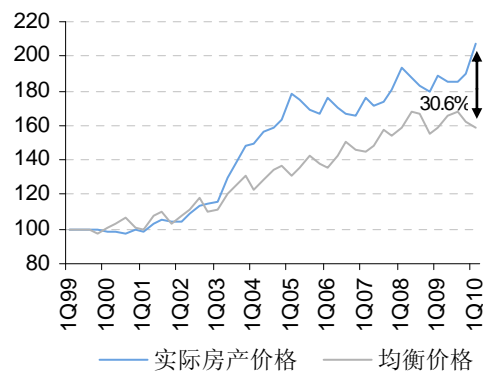
北京房产价格



资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

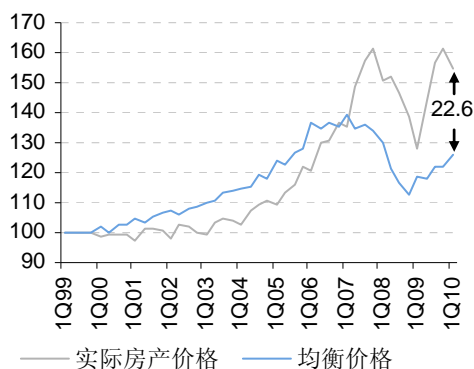
图 22

上海房产价格



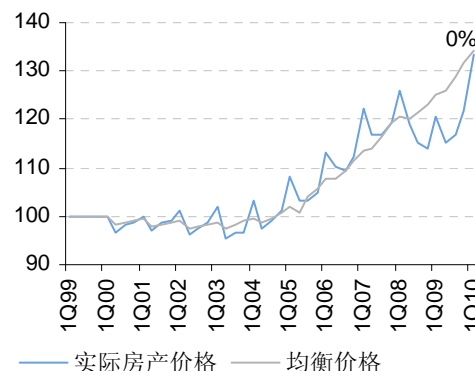
资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

图 23
深圳房产价格



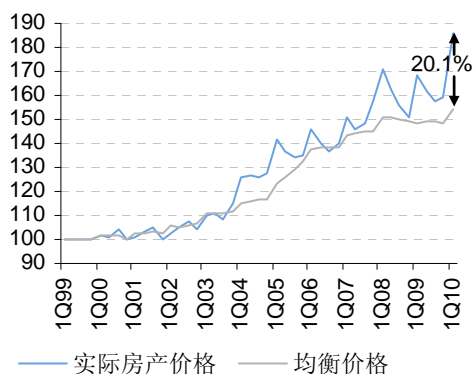
资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

图 24
广州房产价格



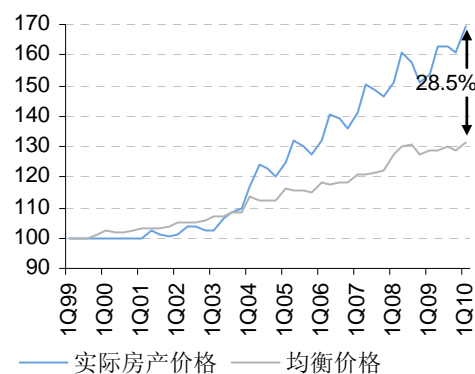
资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

图 25
重庆房产价格



资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

图 26
天津房产价格



资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

对于北京而言，评估表明，1998 年至 2003 年期间，实际房产价格低于均衡房价（图 21）。但是，2004 年之后，实际房价迅速上涨，在过去的六年中涨幅高达 60%，但是，决定需求的基本因素并未同步增长。2006 年底，实际房价超过均衡房价。说明：在过去的 10 年中，估算均衡房价上涨高达 30% 左右；人口增长和收入快速提高在很大程度上促进了均衡房价上扬。我们的模型估算表明，2010 年第一季度北京房价至少平均高估了 27%。

对于上海而言，我们的模型估算表明：2003 年之前，实际房价与均衡房价几乎保持一致（图 22）。2003 年之后，实际房价迅速攀升，因此与均衡房价之间的偏离幅度越来越大。自 2003 年以来，实际住宅房价增幅高达 78% 之多。但是，受高收入增长和有限住宅供应推动，我们的模型估算表明：均衡房价同样增长迅猛。在同一时期，均衡房价增幅 43% 左右。我们的模型还估算表明：2009 年底，上海住房均衡房价平均高估了 31%。

在深圳，我们的模型估算表明，与北京和上海情况相反，直至 2007 年，深圳实际住宅房产价格低于估算均衡房价（图 23）。但是，自从 2007 年开始，实际房价已经高于估算均衡房价。全球金融危机期间，实际房价与均衡房价都大幅下跌，从 2008 年第一季度至 2009 年第一季度分别下跌了 14.9% 和 8.7%。但是，2009 年，实际房价和均衡房价都得以迅速反弹。实际房价已经达到金融危机之前水平，但是均衡房价仍然比金融危机之前水平下跌了 10.7%。2009 年底，实际房价与均衡房价之间的偏离幅度呈扩大趋势，2009 年底估算偏离幅度高达 23%。实际收入和人口密度方面的快速增长促使均衡房价在 2000 年至 2007 年期间大幅上涨，估算高达 40%。但是，由于收入增速放缓，因此 2008 年均衡房价有所下滑。在 2008 年之前，实际收入平均每年增幅达 6%，但是自此之后平均增幅仅为 -6.5%。

广州房价发展趋势（图 24）在我们所采用的样本中表现异常。2002 年至 2007 年期间，实际房价和均衡房价几乎完全吻合。但是，从 2008 年开始，实际房价低于均衡房价，这主要是由于全球金融危机产生的影响。但是，2009 年下半年，实际房价迅速反弹；截至 2009 年底，负偏离幅度已经消失。2002 年至 2007 年期间，实际房价与均衡房价增幅为 20%，这在很大程度上得益于实际收入快速增长，但是人口增长以及住房存量增长趋稳。在过去的十年中，广州房价高估现象并不多见。这有可能得益于广州房地产市场比其它城市的相对更为成熟的事实。

我们对**重庆**的估算结果与北京和上海类似；我们的模型表明：自从 2004 年起，实际房产价格高于均衡房价（图 25）。我们模型估算：截至 2009 年底，房价高估了大约 20%。1999 年至 2008 年期间，估算均衡房价提高了 50%，这主要是由于在此期间实际收入的快速增长。从 2008 年开始至今，由于全球金融危机的影响，实际收入增长停滞不前，均衡房价也未显著增长。

在过去 10 年中，**天津**实际房价增长了大约 70%（图 26）。但是，我们的模型估算表明：同一时期，由于建筑成本提高、人均收入稳步增长以及城市人口增长有限，均衡房价仅增长了大约 29%。因此，截至 2009 年底，天津房价至少高估了 28%。

表 4

城市住房市场基本面对价格水平

	1999 年第一季度-2010 年第一季度平均 增幅					估算高估幅度 (2010 年第一季 度)
	实际收 入	建筑成本	人口密度	实际房价	均衡房 价	
北京	11.0	0.4	3.0	6.2	2.8	+26.9
上海	10.1	0.3	2.6	10.7	5.8	+30.6
深圳	3.8	0.6	9.8	5.4	2.6	+22.6
广州	9.3	1.2	2.8	3.3	3.4	0.0
重庆	11.4	1.4	-0.5	8.5	5.4	+20.1
天津	11.7	2.1	1.7	6.9	3.2	+28.5
平均增幅	9.6	1.0	3.3	6.8	3.9	+21.5

资料来源：西班牙对外银行研究部

1999 年至 2009 年，在上述六个城市中，实际房价平均每年增长约 6.8%；另一方面，均衡房价平均增长了 3.9%（表 4）。上述六个城市均衡房价上涨得益于实际收入的迅速提高（平均每年提高 9.6%）、人口增长（平均每年提高 3.3%）以及建筑成本上涨（平均每年 1%）。

总之，大多数区域市场（广州市除外）都很有可能出现一定程度的房价高估以及短期房价调整现象。我们在此强调：考虑到模型的局限性，因此上述估算结果仅作参考。随着均衡房价迅速攀升，这些城市的房价高估现象将逐步得以消除，并且不大可能出现硬着陆的情况。

5. 中期展望

预期中期中国房地产业将继续表现出强劲增长势头。我们预期实际收入、城镇化和建设将继续保持增长趋势。如果确实如此，那么均衡房价将随着强劲的需求支持得以继续稳步增长。

使用我们的模型来预测中期均衡房价…

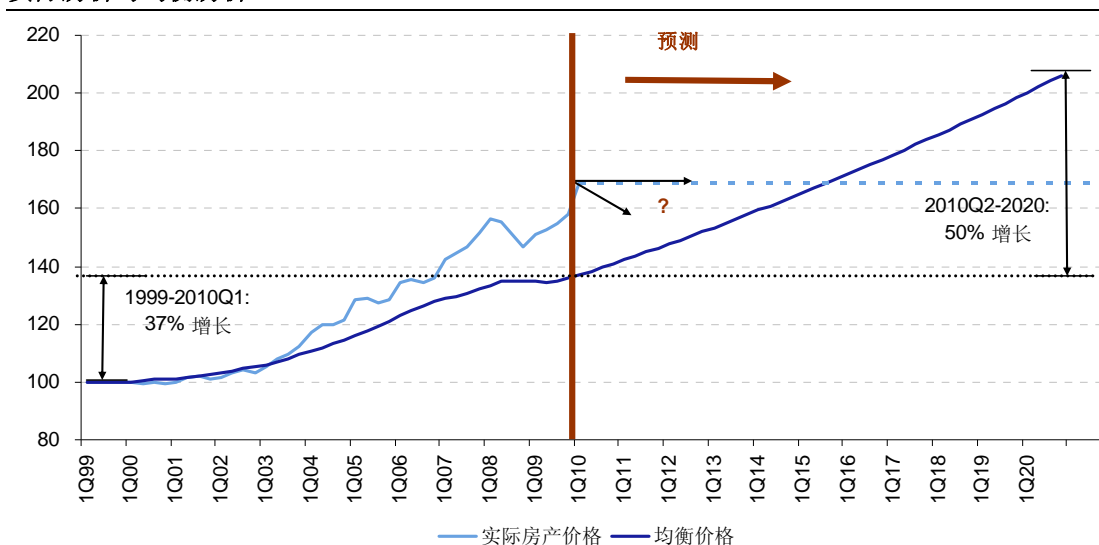
我们能够预测中期均衡房价的变化趋势（图 27）。再次说明，鉴于模型局限性以及中期预测通常存在的不确定性因素，因此我们的估算结果仅供参考。我们通过假设实际收入每年增幅达 10%、城镇化增幅（通过城镇人口增幅衡量）每年达 2%、住房供应每年增幅达 7%，对 2020 年进行基准线预测。根据对中国中期增长前景、投资率和人口分布的最近趋势以及估算结果，上述假设条件经由公开讨论具有合理性（参见 2010 年 6 月的世界银行在线数据库）。

我们的估算表明：在未来十年中，均衡房价将增长 50%；相当于目前（实际）房价提高 22%。结果表明：近期内，目前房价将调整下跌，从而接近均衡房价水平；或者增幅将趋缓，以便目前房价和均衡房价在未来几年内趋同。

上述假设条件变化显然会影响我们的估算结果。特别是，假设收入或者城镇化率增幅的额外增长并在其它条件相同的情况下，将产生更高的均衡房价。另一方面，住房存量增幅提高将导致较低的均衡房价。我们的模型结果与假设收入增幅（具有最高说明力）最为密切相关。事实上，最新消息表明：中期工资不断上涨可以导致收入增幅高于潜在 GDP 增幅（我们估算为 8-9%）。

图 27

实际房价与均衡房价



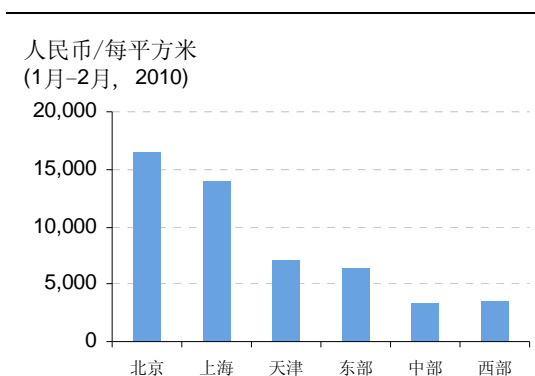
资料来源：香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部

说明：中国六大城市的平均住宅房价

有可能向较小城市转移…

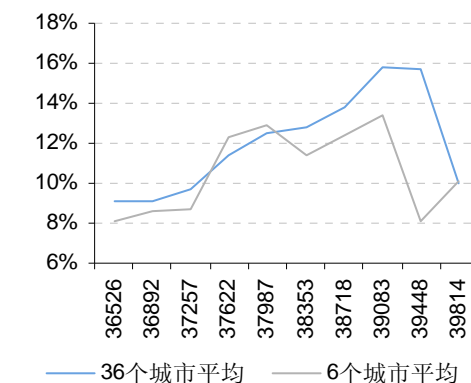
一线城市房价很有可能保持居高不下。随着家庭收入快速提高，市场可能逐渐将其侧重点由一线城市转移至二线城市，甚至三线城市。因此，一线城市房价明显被高估。迄今为止，在其它更小的二线城市和三线城市的房地产市场并未面临严重的房价被高估问题（图 28）。但是，中期，他们很有可能面临同样的挑战——应对该等挑战进行密切监控。此外，更有可能假定中国二线城市收入增长率表现出超过一线城市收入增长率的迹象（图 29）。

图 28
住宅房价



资料来源：国家统计局、香港环亚经济数据有限公司和西班牙对外银行研究部
说明：数据仅适用于各省。

图 29
六大一线城市人均收入增长与二线城市比较



资料来源：国家统计局和西班牙对外银行研究部

中期，将继续面临政策挑战...

中期，政府将因此继续面临寻求房地产业平稳波动的挑战。在我们看来，政府工作重点即执行正如目前所讨论的有效金融激励政策和税收政策。此外，地方政府财政改革将有助于消除地方官员看到房价迅速攀升的激励机制。其中，房价迅速攀升有利于形成通过专车借款为地方政府工程融资的过度膨胀抵押品。更为重要的是，政府必须作出努力，确保对低成本、普及型住房投资充分（参见方框 2 中第 3 条）。

参考文献

1. BBVA Research, 2009, "China Real Estate Watch," May.
2. 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*.
3. 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.
4. International Monetary Fund, 2003 *World Economic Outlook*, Spring.
5. 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.
6. Liao, Qun, 2009, "House Price/Income Ratio and Housing Affordability in China", *CITIC Bank, China Property Market Report*.
7. McCarthy, Jonathan and Richard W. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?", *Federal Reserve Board of New York, Economic Policy Review*.
8. Ozeki, Koyo, 2009, "The Chinese Real Estate Market", *Asian Perspectives*, PIMCO; and 2008, "Responding to the Financial Crisis", *Japan Credit Perspectives*, PIMCO.
9. White, Lawrence H., 2009, "Federal Reserve Policy and the Housing Bubble", *Cato Journal*, Vol. 29, No.1, pp 115-125.
10. World Bank, 2010, "China Quarterly Update," June.

附录

估算均衡房价之实证模型简介

为了估算均衡房价，我们采用包含基本房价在内的供需框架。⁸ 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：

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

在长期需求方程式中，决定性元素包括：住房存量（s）、家庭人均收入（y）、实际使用者的居民投资成本（根据实际利率进行计算；rr）和人口密度（dens）。为了求得长期需求价格 p_t^* ，我们采用如下方向住房需求函数：

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

收入与人口密度的系数均为正（ $\alpha_2, \alpha_4 > 0$ ），但设定住房存量与用户成本的系数均为负（ $\alpha_1, \alpha_3 < 0$ ）。

对于供应而言，假设市场准入与退出确保房地产开发商长期利润为零。因此，假设建筑成本（c）、长期供应价格 p_t^{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。上述元素之间关系明确表示如下。

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

其中， i/s 系指投资率； i 系指实际居民投资，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 系指实际建筑成本。由于更高房价鼓励更多投资，因此投资率系数为正（ $\alpha_5 > 0$ ）。另外，房价与建筑成本正相关（ $\alpha_6 > 0$ ）。

通过适用互协关系检验确认长期关系存在之后，我们通过采用误差修正机制估算短期价格动态情况。

短期需求方程式如下：

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

其中， w 系指实际家庭财富，代表经由消费物价指数平减的上海证券交易所综合股， $rent$ 系指经由消费物价指数平减的实际租金指数。

短期需求方程式如下：

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

其中， $ygap$ 系指住房供应缺口； q 系指新竣工住宅楼宇的占地面积。

经观察，房价 p 与 $p_t^* = p_t^{s*}$ 的偏离幅度将向我们说明：与长期均衡房价相比，实际房价被高估或低估的金额。

⁸ 请见 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。另外请见 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。

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。”“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：[www.bbva.com/Corporate Governance](http://www.bbva.com/Corporate%20Governance)，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”

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

Asia Chief Economist

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China CITIC Bank

Shulin Li

lishulin@citicbank.com

Senior Economist

Fielding Chen

fielding.chen@bbva.com.hk

Senior Economist

Bingjie Hu

bingjie.hu@bbva.com.hk

Economist

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

Economist

Serena Zhou

serena.zhou@bbva.com.hk

BBVA Research

Group Chief Economist

José Luis Escrivá

Chief Economists & Chief Strategists:

Regulatory Affairs, Financial and Economic Scenarios:

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

Financial Scenarios

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulatory Affairs

Economic Scenarios

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

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

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.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

United States and Mexico:

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

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. +852-2582-3272

Fax. +852-2587-9717

researchasia@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese