

房地产展望

中国

2012

经济分析

- 本报告是我们的年度报告，更新了住宅房地产行业的近期发展、政策和前景。
- 据我们估计，由于自 2011 年初以来价格缓和，平均而言，全国住房价格水平现在大致符合基本面因素，尽管仍然存在估价过高的情况。
- 虽然政府降温措施仍在实施当中，由于存在宽松的信贷政策和强劲发展的经济前景，自 2012 年中期以来市场活动和价格已经回升。
- 因此，近期前景有所改善，但出现大幅反弹不太可能，因为当局决心遏制市场，并防止价格泡沫的出现。

目录

1. 介绍与概述.....	3
2. 房地产市场近期发展和展望.....	4
专栏1: 房地产市场方面的措施和政策立场	7
专栏2: 房地产行业在中国经济中的作用	9
专栏3: 社会住房项目的进展	12
专栏4: 基于调查对象的观点	14
3. 对房价错位程度缩小的更新.....	15
4. 中期展望.....	18
5. 住房金融和国际经验.....	19
6. 参考文献.....	21
7. 附录.....	22
中国房价数据	24
评估均衡房价的数据和方法	25

出版日期: 2012年12月21日

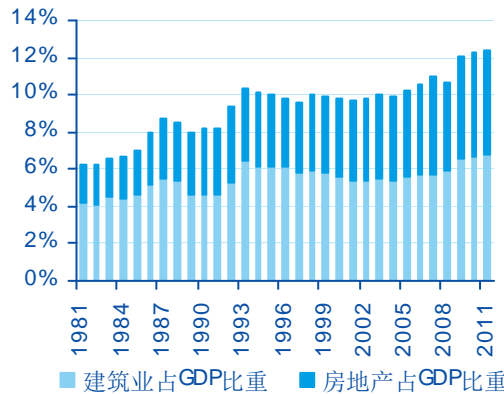
1. 介绍与概述¹

中国房地产行业仍然是强烈兴趣的焦点所在，鉴于其对投资和增长方面的重大贡献（图 1），作为一种资产类别对投资者的重要性，以及对社会福祉的影响。在中央政府于 2010-2011 年度实施市场降温措施之后，自从我们于 2011 年发表的最后一次年度房地产展望以来，市场的焦点已经从对价格迅速上涨和资产泡沫风险的担忧转移到价格下跌和需求减弱。曾有一段时间，经济下滑加剧了人们对经济硬着陆的担心。

然而，最近有迹象表明，在房地产市场和经济方面有相辅相成的回升。特别是，房价下跌于 2012 年中期开始稳定，自那时起价格持续上升，同时销售交易和投资也有回升。房地产市场已经出现回升，即使政府的降温措施仍在坚定实施当中。

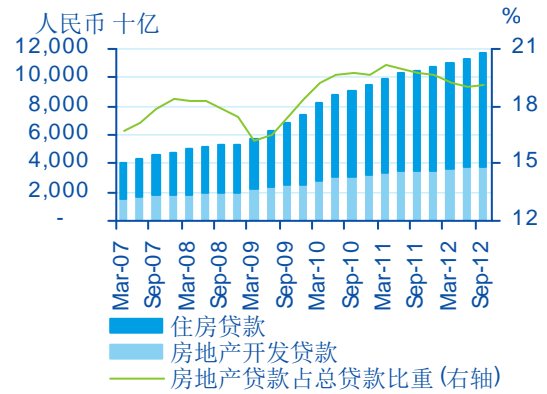
这种转变是由于融资可用性的增强（图 2）和市场情绪的改善。后者受到中国新领导层微妙变化信号的影响，在继续通过现有措施防止投机性价格上涨的同时，可能不再有必要实施新的降温措施。这种信号可能意味着政府可以容忍该行业的回升，只要价格上涨仍然符合基本面因素。与此同时，政府的经济适用房项目继续取得进展。

图 1
房地产行业在中国经济中所占份额日益增长



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 2
房地产贷款和结构



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

报告的其余部分安排如下：第 2 节更新了住宅房地产市场的近期政策并评估了其对于近期前景的影响利用住宅房地产市场供给和需求方面我们的计量经济模型，第 3 节更新了相对于潜在基本面因素房价错位的程度。第 4 节扩展了中期模型。最后，第 5 节概述了拉丁美洲在住房融资方面的经验，并对中国做出了一些结论。

连续第二年我们发现房价高估的程度已经缩小。虽然在某些较大的城市房价仍然居高不下，但由于过去一年房价下调以及提高潜在均衡价格的强劲基本面因素，在全国范围内所观察到的价格现在大致符合我们的均衡估计。这预示着在近期内价格会有适度增加。在较长的时期内，我们仍然认为，中国强劲的经济基本面因素，包括预期收入快速增长和城市化应该会支持更高的房价。

1: 对于在编制本报告许多部分期间 BBVA 在香港研究团队成员 Zhigang Li 的重大贡献，特此表示感谢。

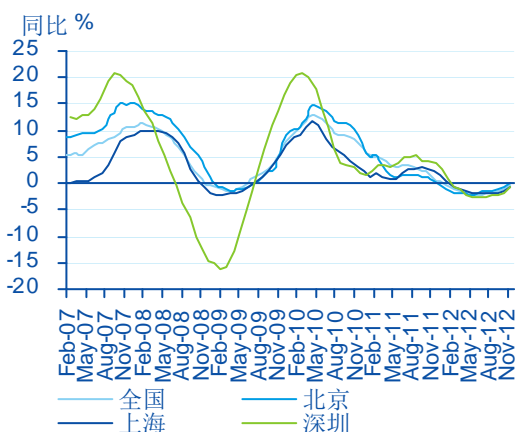
2. 房地产市场近期发展和展望

由于政府的紧缩措施，自 2011 年中期起中国房地产市场萎缩一年之后，出现回升的迹象。根据官方和私人部门的数据来源，房价和销售量已经出现回升。反弹对当前整体经济增长的回升是一个重要因素。

近期全国范围内住房价格上涨的步伐增长，这是以年同比衡量的，2011 年 7 月曾达到峰值，即年同比 3.6%（图 3）。按照覆盖 70 个主要城市的国家统计局（NBS）数据，² 2011 年 7 月房价开始持续下跌，截止到 2012 年 5 月累计跌幅为-1.8%（包括新房和二手房）。温州等城市去年在当地民间借贷市场遭受动荡，在房价下跌中居于首位，其次是杭州。与此同时，利用不同的来源（国家发展和改革委员会），我们看到了类似的趋势，虽然累计跌幅略大一些（关于数据来源的说明，见附录）。

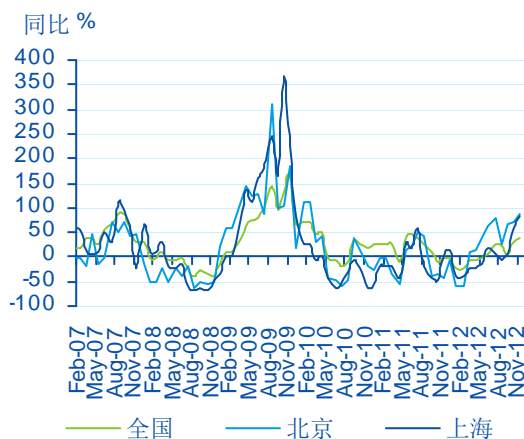
随后，由于受到政府经济刺激措施的影响 - 6 月/7 月连续下调利率及自 2011 年 11 月起存款准备金率（RRR）一系列降低 - 2012 年 6 月住宅房地产价格开始回升，信贷状况开始缓解，到 2012 年 11 月房价累计上涨 0.7%，尽管年同比仍然稍为负数（11 月年同比-0.2%）。与此同时，住房交易量也有所回升（图 4）。

图 3
住房价格开始再次出现回升



来源：统计局、CEIC 和 BBVA 研究部

图 4
销售价值增长也开始回升



来源：统计局、CEIC 和 BBVA 研究部

2.1 抑制市场的措施仍在实施当中

即使行政性限制措施仍然在实施当中，还是出现了房价和销售交易量的回升（见专栏 1）。这些措施反映了政府决心维持住房负担能力和防止投机，这反映在多次官方声明中，最显著的是 2011 年 12 月召开的中央经济工作会议以及 2012 年 3 月召开的全国人民代表大会，当时温家宝总理强调指出“房价还远没有恢复到合理的水平。”

在抑制市场投机活动的同时，当局还实施了微调措施，以保护首次购房者。在这方面，2011 年 12 月国家发改委宣布了首次购房的优惠政策，随后在 2012 年 3 月规定了首次购房的优惠信贷条件和利率。

解决与紧缩措施不一致之处，自去年以来采取了逐渐宽松的货币政策，包括在 2011 年 12 月至 2012 年 5 月期间存款准备金率（RRR）累计下降 150 个基点以及 2012 年 6 月和 7 月连续降息，相当于共计 50 个基点。此项宽松的货币政策导致按揭利率下降。

²从 2011 年 1 月开始，国家统计局不再发布房价综合指数，而是分别对新房和现房销售提供各个城市的数据。我们将这些数据汇总成与 2011 年以前的数据保持连续性的住房价格指数。

与此同时，在 2012 年上半年经济放缓期间，越来越多的地方政府开始采取更“积极的”微调措施，来刺激当地住房销售，其财政收入严重依赖于住房销售。然而，这样的努力通常是被中央政府制止的（见附录表 3）。

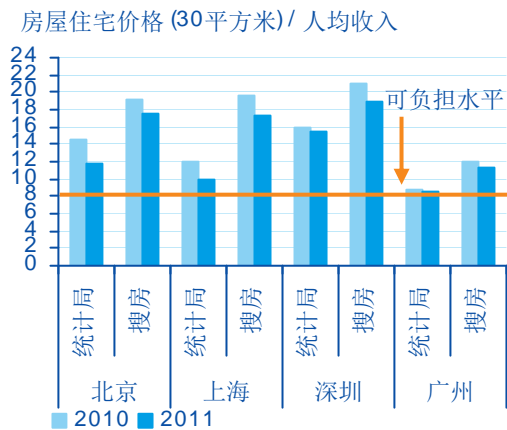
更普遍的是，当局一方面努力防止房地产市场过热，另一方面实施刺激经济增长的支持性政策。在这方面，他们抑制采取进一步的紧缩措施（见下文），而宁愿继续实施现有措施。与此同时，普遍预期房产税试点计划的扩大。目前，该计划仅包括上海和重庆，鉴于仅对新交易和现有高端房地产征税，相关的税收相对有限。

随着收入的持续上升和随着价格下行发展，这些努力在一定程度上提高了住房负担能力比率（图 5）。

2.2 自 2012 年中期以来走出低谷

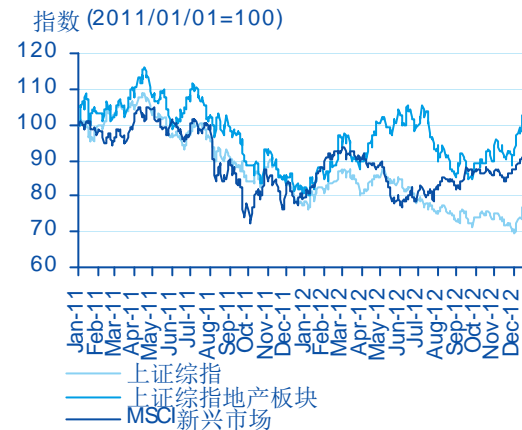
如上所述，由于实施货币宽松政策和市场信心逐步提高，2012 年 6 月住房价格下跌似乎已经走出低谷，随后开始回升（图 6）。报告新房价格增长的城市数近几个月来急剧上升（图 7）。经济增长前景改善的预期以及新领导层发出的信号 - 最近于 2012 年 12 月召开的中央经济工作会议 - 支持性经济政策将会继续实施下去，似乎推进了市场信心的提高。重要的是，似乎他们可以通过抑制实施除现有措施以外的房地产新紧缩措施，可以默许最近房价的上涨趋势。

图 5
负担能力比率仍然成问题，但有改善的迹象。



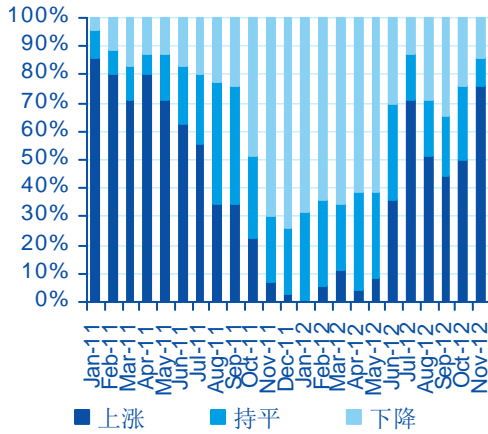
来源: 统计局, Wind 和 BBVA 研究部

图 6
2012 年晚期房地产股推动了市场好转



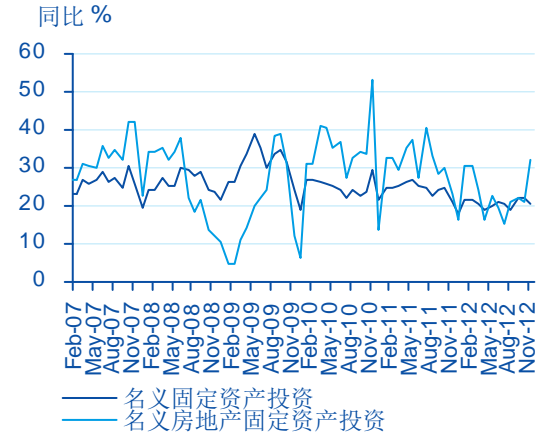
来源: Bloomberg 和 BBVA 研究部

图7
新建住宅价格的上涨扩大到更多城市



来源: 统计局 和 BBVA 研究部

图8
房地产行业的投资再次上升

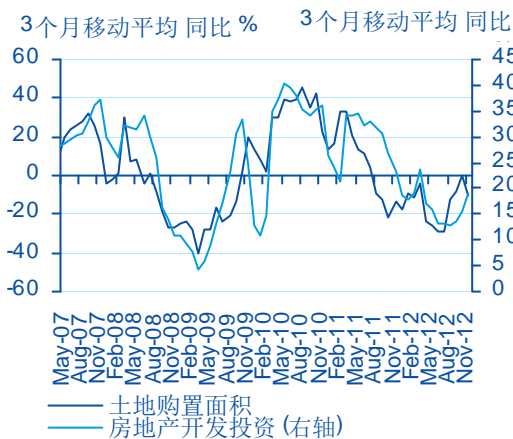


来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

交易量回升, 住房库存量已下降...

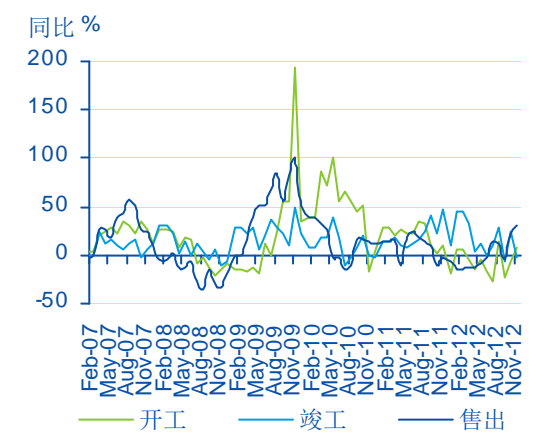
到 2012 年中期放缓之后, 房地产投资似乎出现回升态势 (图 8 和 9)。这种回升是在经济活动和投资方面更广泛加速增长的一个部分, 在很大程度上是由于政府的经济刺激措施, 包括宽松的融资条件。今年 6 月和 7 月中国人民银行下调利率导致按揭利率的下降, 进一步促进了销售。然而, 由于房地产降温措施仍在实施当中, 建筑面积销售增长以及新项目的开始仍然受到抑制, 反映出开发商在启动新建设项目方面仍然持谨慎态度 (图 10)。

图9
土地销售 (数量) 和投资再次回升...



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图10
...尽管建筑面积开始增长, 完工量依然受到抑制



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

专题 1: 政府对房地产市场的政策态势

表 1

2010 年 4 月至 2012 年 12 月房地产政策措施和态势大事记

日期	政策描述
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。当前抵押贷款人被要求遵守下列条款: 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) 即使清偿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。

下页继续

表 1
2010 年 4 月至 2012 年 12 月房地产政策措施和态势大事记 (接上页)

日期	政策描述
2011 7 月	国务院颁布“国五条”：1) 地方政府应继续严格执行限购政策，进一步贯彻落实国务院确定的各项调控政策。2) 地方政府加大投入确保今年 1000 万套保障性住房在 11 月底前全部开工建设。3) 继续遏制投机投资性购房，房价上涨过快的二三线城市需采取必要限购措施。4) 落实今年的住房用地供应计划。5) 防止租金过快上涨。
2011 8 月	住房和城乡建设部正式公布新增限购城市五项标准。
2011 10 月	佛山市放宽楼市限购令被中央紧急叫停。
2011 12 月	政府在中央经济工作会议上首次明确要求房价合理回归。
2012 1 月	国务院总理温家宝在国务院第六次全体会议上再次提及政府将继续抑制投机投资性需求，促进房价合理回归。
2012 2 月	中央政府两度叫停地方政府楼市微调措施 (芜湖市的减免购房税费和上海市的放松限购令政策)。
2012 3 月	国务院总理温家宝在十一届全国人大五次会议上提及“房价还远远没有回到合理价位”，并强调政府不会放松调控。
2012 4 月	国务院总理温家宝在国务院常务会议上指出要继续巩固房地产市场调控成果，坚持房地产调控政策不动摇，决不让调控出现反复。
2012 5 月	国务院总理温家宝在湖北考察并召开六省经济形势座谈会时指出要稳定房地产市场调控政策，严格实施差别化住房信贷、税收政策和限购政策。“把稳增长放在更加重要的位置。”
2012 6 月	住建部，发改委，人民银行和银监会纷纷出面辟谣，强调房地产政策不会松动。
2012 7 月	国务院总理温家宝在江苏省调研时强调，要继续做好调控工作，把抑制房地产投机投资性需求作为一项长期政策。
2012 7 月	国务院从 7 月开始派出八个房地产调控督察组，奔赴 16 个省市进行对楼市调控政策落实情况的巡查。
2012 7 月	中共中央政治局会议上，政府强调稳中求进，把稳增长放在更加重要的位置，同时坚定不移地贯彻执行房地产市场调控政策，坚决抑制投机投资性需求，切实防止房价反弹。
2012 8 月	国务院总理温家宝考察天津市保障房项目建设，指出房地产市场调控仍处于关键时期，巩固房地产市场调控成果。
2012 11 月	住房和城乡建设部部长姜伟新在十八大回答记者提问时表示，房地产市场调控政策目前还不想放松。
2012 12 月	新一届中央政治局会议指出，房地产调控措施不会有所松懈。
2012 12 月	新一届政府在中央经济工作会议上提出，继续坚持房地产市场调控政策不动摇，但未提及去年的“要求房价合理回归”。

来源: 媒体报道和政府网站

专栏 2: 房地产行业在中国经济中的作用

自从 20 世纪 90 年代后期房地产市场改革以来, 房地产一直是中国经济增长的一个主要推动力。从房屋所有权率(2011 年达到 90%)来看³, 房地产行业的政策取得了巨大成功。然而, 市场的增长伴随着导致购买力下降的房价快速上涨。政府的政策响应是使用宏观审慎工具来平息市场上的投机行为, 并通过大规模项目扩大经济适用房建设, 这在第十二个五年计划中做出了概述。

房地产行业在 GDP 中所占份额

2011 年房地产行业(包括相关的建设)在总产量中占 12.4%, 大约为 20 世纪 80 年代初期水平的两倍(见图 1)。此外, 在政府 4 万亿元人民币的经济刺激一揽子计划出台之后, 自 2009 年以来, 房地产和建筑业产出在 GDP 中所占份额上升了两个百分点, 即从 2001-2008 年平均 10% 增长到 2009-2011 年的 12%。与此同时, 房地产投资在固定资产总投资中所占比重从 2001-2008 年期间的 23.6% 上升至 2009 - 2012 年期间的 24.2%。然而, 值得注意的是, 截止到 2012 年 8 月今年住宅建设投资从去年同期的 37% 减缓至 11%, 使得固定资产总投资的增长减少了 4 个百分点, 这又使得在各自时期从去年的 28% 下降到 21%。

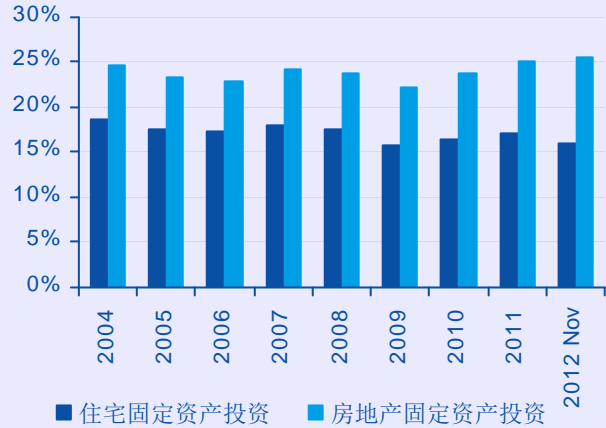
房地产行业的就业

2011 年房地产建筑行业雇佣了 1.447 亿城市职工总数的约 12%, 另外还有 2% 受雇于房地产管理部门。与 2005 年相比, 当时雇佣的有 9%。据劳动和社会保障部编制的城市劳动力供给和需求调查, 建筑和房地产行业在过去几年中创造的新就业机会约占 7%。由于实施了政府的住房政策, 这两个行业的城市就业人数从 2011 年年底至 2012 年第二季度下降了 560,000。

向房地产行业提供的银行信贷

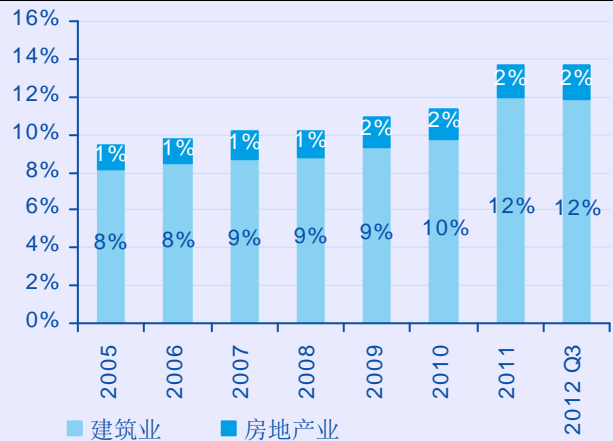
截至 2012 年第二季度, 房地产贷款总额(按揭加上向开发商提供的信贷)达到 11.3 万亿元人民币, 即从 2005 年银行信贷总量的 13% 上升到 2012 年第二季度银行信贷总量(63.3 万亿元人民币)的 18%。在这些房地产贷款中, 约三分之一是提供给房地产开发商的, 其余为按揭贷款。自 2010 年下半年以来, 房地产贷款减速拖累了银行贷款总额(图 13)。然而, 随着交易量和投资的恢复, 第三季度房地产贷款开始稳定。

图 11
房地产投资在固定资产投资总额中所占%



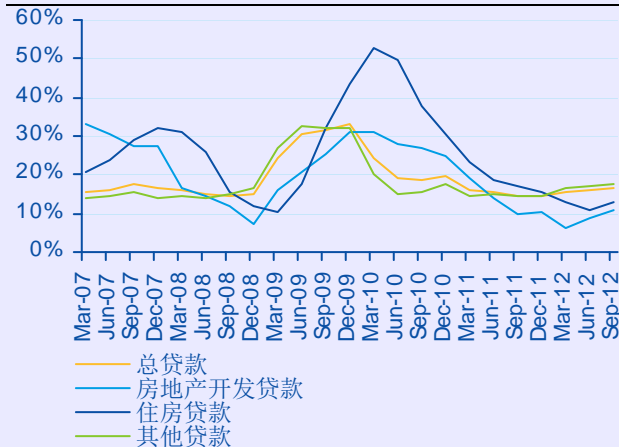
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 12
房地产行业就业在城市就业总量中所占百分比



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 13
房地产贷款拖累了贷款总额的增长



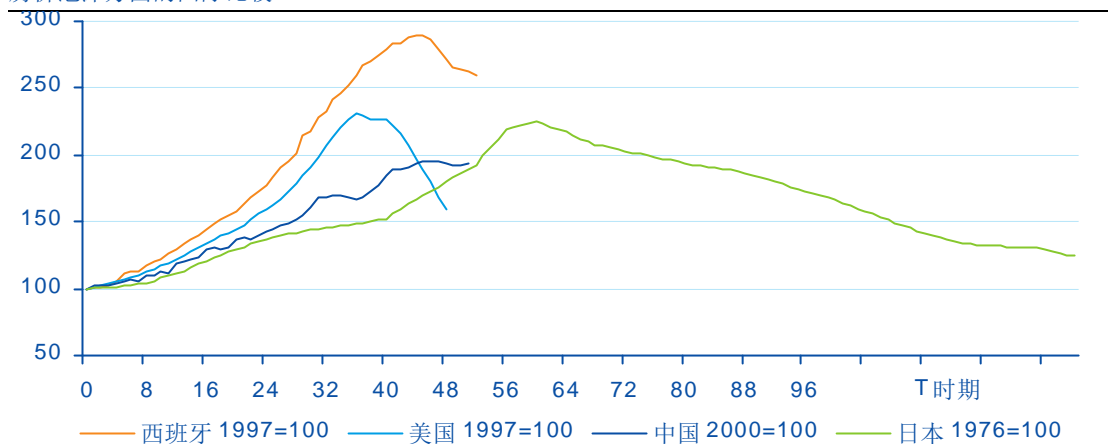
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

³中国西南财经大学所做的中国家庭财务调查(2012 年)。

住房价格上涨看起来不像是一个泡沫

图 14 是我们对近期价格走势分析的更新，其中与住房价格泡沫的国际经验进行了比较。如上所述，在 2011 年 7 月达到峰值之后，整体住房价格已经缓和。因此，与在西班牙、美国和日本先前所观察到的价格上涨相比，中国的房价上涨模式看起来不像是一个泡沫。尤其是，虽然房价上涨的步伐类似于以往的泡沫情况，尤其类似于日本的情况，但近期房价趋于稳定使得中国的情况看上去不那么相似。这提供了证据，表明政府对市场降温所做出的努力已经起到作用，防止了房地产市场成为一个泡沫。

图 14
房价泡沫方面的国际比较

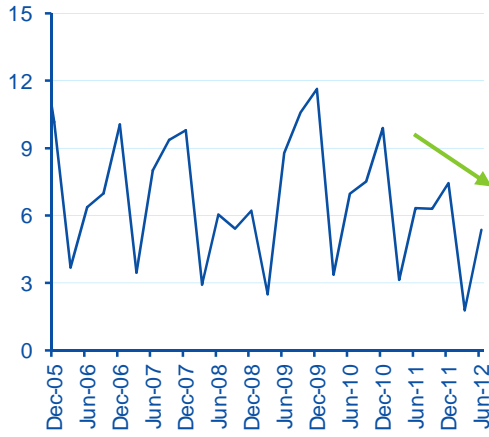


来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

2012 年初增加之后，金融紧张情况正在缓解

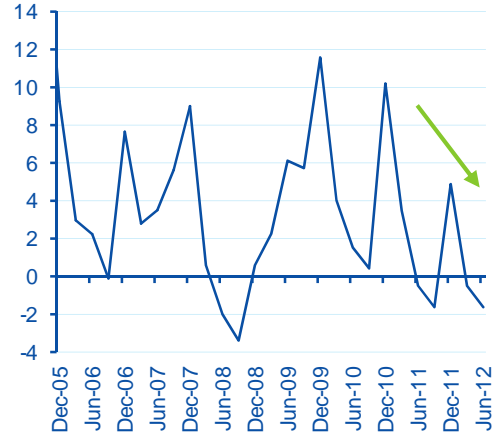
鉴于 2012 年上半年销售交易减速，与去年未偿还贷款相比，开发商的收入（营运现金流量）下降，表明财务压力更高。同样，利息覆盖率（即扣除投资的销售额除以利息支出）也呈下降趋势（图 16）。然而，由于最近销售回升，这些趋势可能会逆转，这应该有助于缓解流动性状况并减少库存积压。此外，今年 6 月和 7 月中国人民银行下调利率也应有助于降低高举债经营开发商的融资成本。此外，轶事证据表明，一些开发商正在通过非银行（“影子银行”）市场获得资金。

图 15
房地产开发商的运营现金流比率



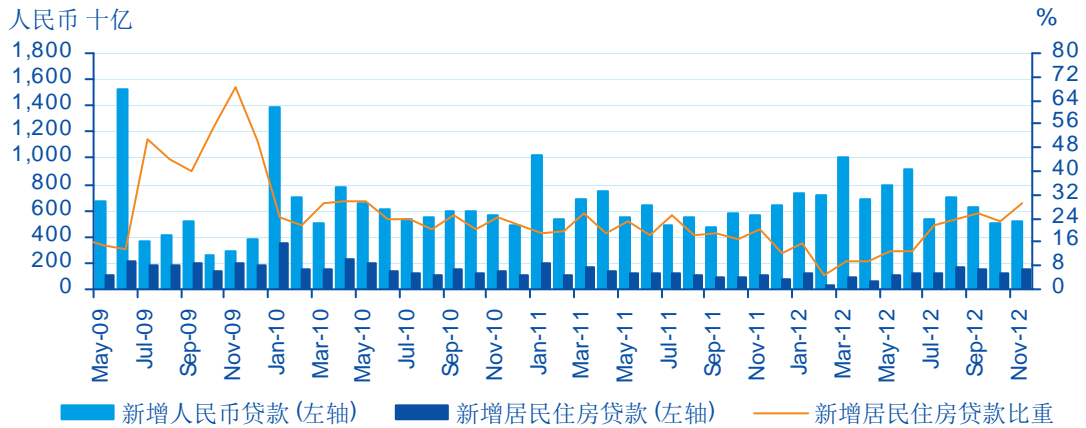
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部
备注: 该比率为住宅销售收入除以未偿还贷款, 基于统计局和人民银行数据。

图 16
房地产开发商的利息覆盖率



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部
备注: 该比率比例表示净销售额 (除去投资) 除以利息, 这里通过假定房地产业未偿还贷款 8% 的利率。

图 17
按揭贷款作为新贷款已经上升



来源: 人民银行, CEIC 和 BBVA 研究部

专栏 3：社会住房项目的进展

最新五年发展规划中更高远目标之一是建设 3600 万套公共住房。其目的是帮助确保住房负担能力。该计划也是政府支持经济增长财政刺激措施的一个关键因素。

去年曾担心项目进度滞后于计划，但达到目标的近期进展是令人鼓舞的。基于政府报告（住房和城乡建设部）³，全年住房新开工目标和竣工目标在 10 月底均已达到⁴（图 18）。

政府还制定了 2013 年 600 万套住房开工目标，低于 2012 年的目标，这应该有助于减少地方政府的财政负担。这一减少的目标反映重点转移到建设进度，而不是仅仅启动项目。

2011 年中央政府在住房方面的实际支出超过 1720 亿元人民币，比原计划高出 33%。2012 年中央政府进一步增加了 23% 的预算（2120 亿元人民币），基于以往经验，实际将会超过这一数目。

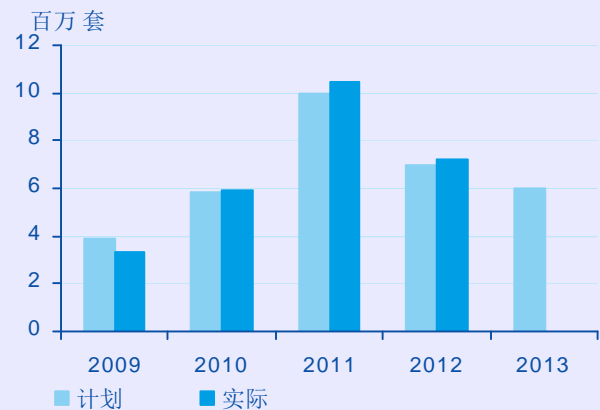
除中央政府资金外，社会住房其他潜在资金来源包括：

- 土地销售：财政部及住房和城乡建设部规定，地方政府 10% 的销售量是用于社会住房项目。
- 地方政府债券：财政部对地方政府债券发行量增加了 25% 的限量，增加的收益用于社会住房项目。2011 年北京市政府发行了特殊私募债券，最近西部青海省也发行了特殊私募债券。

- 银行贷款：当局鼓励银行及其他金融机构增加社会住房项目贷款。2012 年前三个季度这些项目的未偿还贷款总额年同比增长超过 60%，远远超过房地产开发贷款的总体增长（年同比 11%）。
- 其他潜在资金来源，包括企业债券、住房公积金贷款以及社会保障和保险基金。

据住房和城乡建设部，在 2012 年前 10 个月中投入社会住房计划的资金超过 1 万亿元人民币，占该期房地产投资总额的 18.7%。

图 18
可负担住房开工率已经达到全年目标



来源：Wind 和 BBVA 研究部
备注：开工数据截至 2012 年 10 月

3: 中华人民共和国住房和城乡建设部。

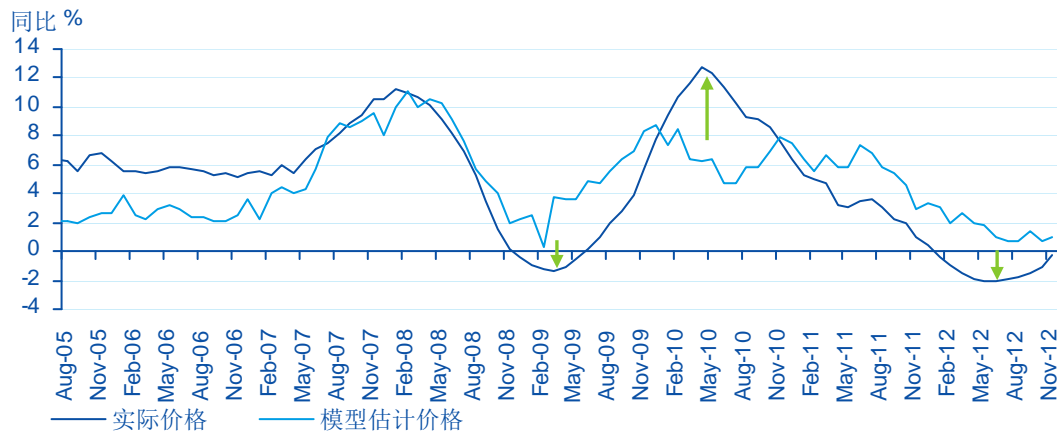
4: 与 700 万套的目标相比，到 2012 年 10 月底已经启动 722 万套经济适用房的建设，与 500 万套竣工目标相比，已经竣工 505 万套。

2.3 近期价格动态的宏观经济推动因素

在本节中，我们更新了短期价格动态模型，以确定货币因素（尤其是货币供应和增长及通货膨胀）对近期住房价格走势的影响。为此，我们更新了数据截止到 2012 年 11 月的时间序列模型（关于方法详细信息，请参阅附录）。

我们的研究结果证实了这些因素在确定近期价格波动方面的作用。特别是，自 2010 年以来实施的限制性住房政策已经导致住房价格增长低于我们模型的预测。从图 19 中可以看出，2012 年（到 11 月）限制性住房政策抑制价格增长的幅度平均超过 3 个百分点。最近，自 2012 年中期以来，实际和模型预测的价格增长之间的差距已经缩小，很有可能是由于政府刺激措施以及市场对增长前景信心增长的影响。

图 19
实际与预测房价增长



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

2.4 调查对象的观点

为了评估当局在房地产市场方面的政策，我们对市场参与者做了一项调查，其中包括购房者、开发商、银行和经纪商。这项调查是于 2012 年 6 月在上海与中国中欧国际工商学院的 MBA 学生合作开展的（有关详细信息，请参阅专栏 4）。

在不同类型参与者当中，调查反应普遍一致，尤其是关于这种看法，即当局的降温措施在降低房价（5-20%）和交易量（20-60%）方面是有效的。开发商报告说，他们在这段时间内停止收购土地，给银行带来的风险增加了。然而，尽管紧缩措施，调查对象表示，潜在需求依然强劲，尤其是来自家庭生活改善和婚姻的需要。在前景方面，参与者认为，市场正在走出低谷，尤其是预期在未来一年紧缩措施将会有所缓和。事实上，自调查开始进行时，市场已经开始改善了，信号表明当局可能会减轻其防止价格适度上涨的行为。

专栏 4：基于调查对象的观点

为了收集房地产市场参与者的看法，2012年6月我们与中欧国际工商学院的学生研究团队合作在上海进行了市场调查。该调查涉及5个细分市场的69名参与者，其中包括房地产开发商、银行、投资公司、经纪人和随机购买者（关于调查的详细情况，请参阅附录）。

参与者的主要观点可以概括如下：（1）当局降低住房价格的努力是有效的；（2）住房控制显著影响了开发商、银行和机构投资者的经营活动；（3）对住房市场的影响增加了金融风险，虽然它们仍在可控范围；（4）对住房的潜在需求依然强劲，特别是由于家庭生活改善和婚姻的需要；（5）由于预计政策限制会放松，市场正在走出低谷。

不同市场参与者的反应表明，当局降低房价的努力是有效的。据经纪人表示，自2010年中期以来政策将二手房地产交易价格降低了5-20%，将交易量减少了20-60%。此外，对高档住宅和别墅的影响更大。选定样板区的更多买家（41.7%）认为在未来一年内上海的房价会上涨，20.8%的人认为房价会保持平稳，20.8%的人认为房价会下跌。总体而言，被调查的投资者认为，2012年房地产市场的价格水平将下降约5%。

由于相对于仍然很高的土地成本而言房价下降，所有受访的房地产开发商在去年均停止收购土地。在银行方面，他们对开发商上调了贷款利率，使其高于央行的基准贷款利率，达到110% - 130%，具体取决于贷款申请者的资格。由于对住宅市场的限制，投资者已经将其投资重点从住宅房地产转移到商业地产。此外，投资者还采用间接投资渠道，其中最受欢迎的是房地产投资信托基金、房地产股票、债券和私募基金。

对住房市场产生的较大影响增加了金融风险，虽然这些风险被认为在可控范围。当地受访银行表示，如果政府继续实施其限制性的住房政策，在不久的将来违约率存在不确定性。

尽管在过去几年里采取了紧缩措施，潜在住房需求仍然强健。尤其是，据房地产开发商所说，近年来年轻消费者在住房购买者中所占份额最大，主要是由于与婚姻有关的动机。这符合对购买者的调查结果：约24%的买家买房动机是将其作为一种投资，而30%的买家买房目的是为了婚姻。据报道，另一个主要住房需求（41%）是为了改善当前的生活条件。

在市场前景方面，普遍达成的共识是，由于在未来政策会放松，房价正在走出低谷。开发商对房地产市场动向仍持乐观态度，尽管对暂时性放缓有一些顾虑。他们认为硬着陆不太可能，因为住房价格在缓慢上升之前会在一段时间内保持稳定。预计现有住房限制将会继续实施一年。与此同时，地方政府被认为有可能改善流动性环境，以避免房地产企业破产。

该调查还包括对经济适用房计划的看法。据房地产开发商所说，现有政策的确对开发经济适用房项目提供了有用的激励措施。尤其是，激励措施包括优惠的土地价格、税收减免和利息益处。

3. 对房价错位程度缩小的更新

我们先前房地产展望主要产出之一是相对于基本面因素评估住房价格错位程度。在本节中，我们通过按最近数据应用我们的均衡房价模型更新了我们的评估。连续第二年，我们发现价格错位程度已有所缓和，尤其是在一线城市，严格住房控制的影响最大。因此，我们认为，总体房价大致符合平衡值。

均衡房价模型

我们的房价经验模型基于供求框架估计出实际（名义）和均衡房价之间错位程度。该模型包含了自 1995 年以来的追踪数据，涉及 35 个主要城市（详情见附录中的说明）。该模型的基本因素包括目前收入增长、人口密度和建筑成本。这些因素通过影响住房需求和供给决定了均衡价格。在一般情况下，较高的收入增长和较高的人口密度将会增加住房需求，并导致更高的均衡价格，所有其他条件相同。另一方面，较高的建筑成本和较高的房地产贷款利率将会减少住房供应量，也会推动均衡价格上升。

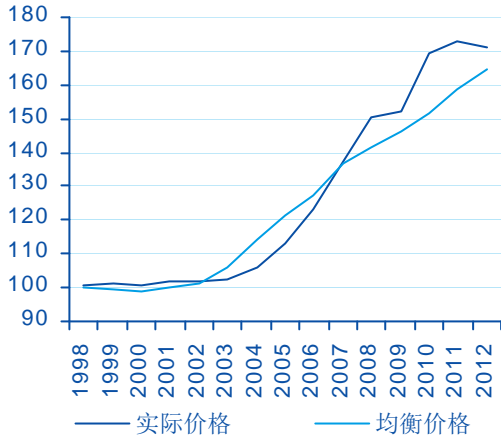
与任何模型一样，我们的模型也有局限性。由于数据质量存在不确定性，结果仅可视为提示性结果，而不能作为近期价格水平的预测。

价格错位已进一步缩小

连续第二年，我们发现，相对于基本面因素，房价上涨放缓已经导致房价估价过高度减小。特别是，我们发现错位程度 2012 年已经降低到仅仅 1 - 2%，远远低于我们估计 2011 年 7% 的错位。错位程度减小是由于潜在均衡价格的增加以及去年所观察价格的下降。

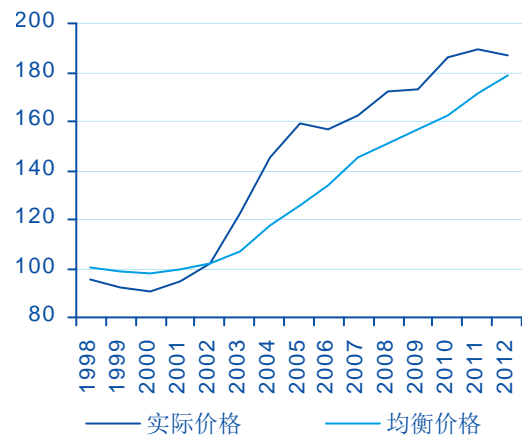
2012 年在中国 6 个最大城市（北京、上海、深圳、广州、重庆和天津）房价均已缓和（见图 20-25 和表 2）。对于北京来说，价格高估的程度已经降低到 4%（2011 年初估计为 13%），而在上海和重庆，2012 年价格高估的程度已经分别降低到 4½% 和 3%。在天津和深圳，在样本期大部分时间内所观察到的房地产价格并没有偏离估计的均衡价格很远，错位几乎被排除（分别为 1.3% 和 0.1%）。广州仍然是一个例外，我们的估计显示房地产市场估价过低，自 2011 年年初以来差距翻了一番，达到-6%。

图 20
北京



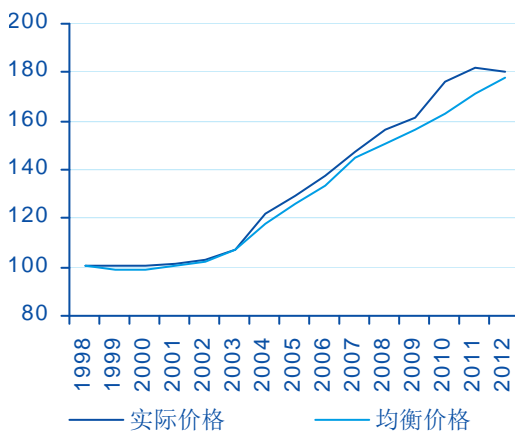
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 21
上海



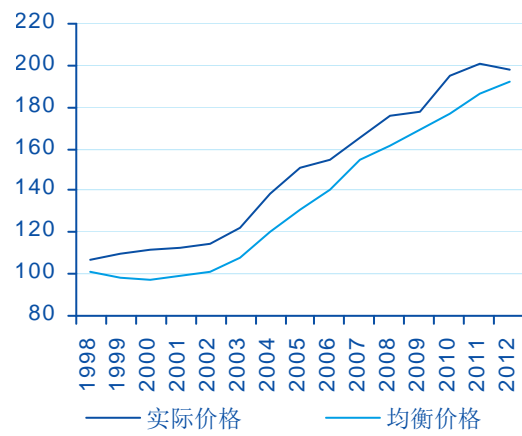
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 22
天津



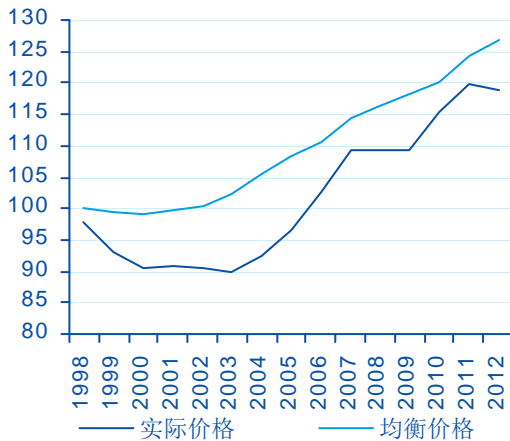
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 23
重庆



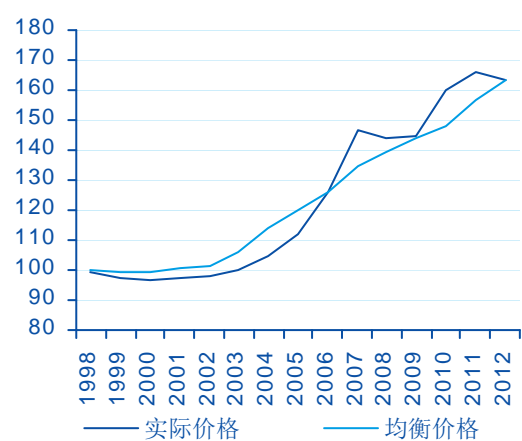
来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 24
广州



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

图 25
深圳



来源: 统计局, CEIC 和 BBVA 研究部

关于我们的样本中其他 29 个城市，我们发现，长江三角洲地区的住房市场仍然呈现出显著的高估情况，尽管价格已急剧下调，包括南京、杭州和宁波。其余二线城市中大部分城市房价或者保持不变，或者被低估。值得注意的是，许多有强劲增长潜力的城市房价落后于估计的均衡值，包括东北的一些城市（尤其是长春和哈尔滨）以及西南地区（包括昆明和南宁）。我们的模型表明，这些后面的市场可能代表着最有希望的投资机遇。

总之，目前高估的程度相对较小，这表明，从总体水平上看，房价泡沫目前并非是一个广泛的问题，虽然这个问题在某些细分市场或在某些城市仍然是一个令人担心的问题。我们要强调的是，鉴于模型的局限性，这些估计仅是提示性的。由于房价上涨保持缓和，使硬着陆情景不大可能出现，这些城市的房地产价格的高估会逐渐被消除。另一个需要注意的是，缩小的错位主要是由于政府的住房政策，目前似乎可能性不是很大的任何宽松政策均可能会导致房价更为显著的反弹。在这方面，当局有意维持对购房的控制似乎是合适的。

表 2
按城市分的住房基本面因素和价格水平

%	1999-2011 年平均增长					估计的高估值 (2012)
	实际收入	建筑成本	人口密度	实际价格	均衡价格	
北京	10.3	0.4	3.0	5.4	4.6	+4.1
上海	10.4	0.3	2.6	8.1	5.7	+4.5
深圳	3.8	0.6	9.8	5.4	4.4	+0.1
广州	8.0	1.2	2.8	2.2	1.9	-6.3
重庆	9.8	1.4	-0.5	6.3	6.9	+2.8
天津	9.5	2.1	1.7	6.2	5.6	+1.3
平均	8.6	1.0	3.3	5.6	4.9	+1.1

来源：BBVA 研究部

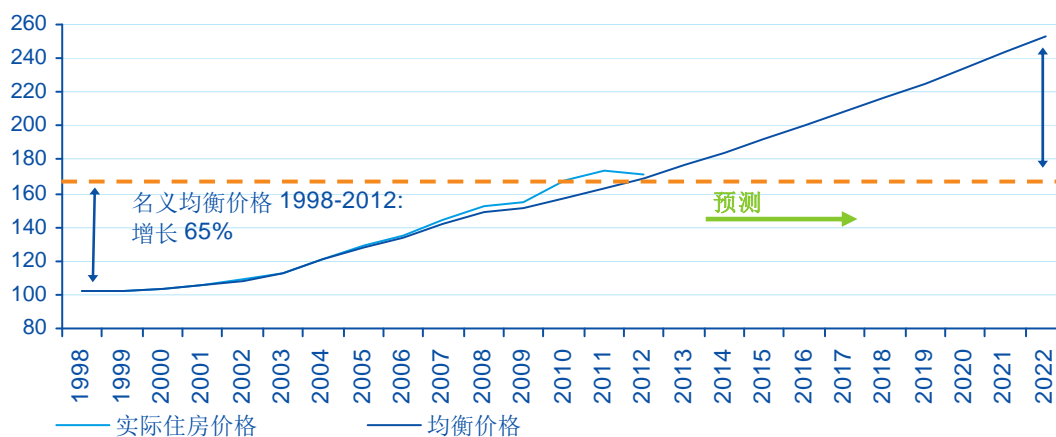
4. 中期展望

我们对中国房地产行业的中期展望仍然持乐观态度，预计潜在增长持续强劲。这是基于我们对实际收入增长、城市化和建筑开支方面持续强劲发展趋势的预测。

我们更新了我们的供应和需求框架，以便预测中期名义均衡房价（图 26）。正如在我们先前的展望中，我们到 2022 年的基线预测假定每年实际收入增长 10%，城市化（以城市人口增长来衡量）每年增长 2%，住房供应量每年增长 7%。这些预测还假设未来平均通胀率为 3-4%。由此做出的预测是，到 2022 年名义房价增长 50%，相当于实际增长 15%。然而，这些结果应当被看作是提示性的，鉴于模型的局限性以及这种预测通常存在的不确定性。

如在以上第 3 节所指出的那样，当前房价大体符合基本面因素（根据我们的模型，仅高出均衡值价格的 1-2%）。因此，当局已经基本上成功地防止价格急剧增长，没有偏离均衡价格太远和太久。虽然个别市场有不一致情况，总体而言，我们预计房价将会按照潜在的上升趋势而上升。

图 26
实际和均衡住房价格



备注：中国 35 个大中城市平均住房价格。
来源：统计局，CEIC 和 BBVA 研究部

中期政策挑战

从中期来看，在培育健康房地产市场方面政府将会继续面临挑战。虽然我们估计房价错位目前相当缓和，但未来的可负担能力仍将是一个迫切的社会问题。

此外，为了防止房地产市场的扭曲发展和投机活动，健康的财政刺激措施和税收政策，包括更广泛的开始征收房地产税，将是有益的。同时，地方政府财政改革将有助于消除地方官员使用土地销售作为一种主要收入来源的诱因，那种做法不可避免地会提高土地价格和住房价格。在我们的中期展望中没有充分说明的一个因素是当局社会住房投资计划的潜在市场影响。第十二个五年计划包含了一个建设 3600 万套住房的高远目标，这么大规模的这种住房供应增加可能会影响到房地产市场和住房价格。

5. 住宅金融和国际经验

资金可获得性是政府保障住房负担能力和增加住房拥有率的一个重要因素。在这方面，全世界各国政府采取了各种各样的措施，以鼓励住宅金融的发展。在本节中，我们介绍了中国住宅金融的地位，并与拉丁美洲做了比较，拉丁美洲经济体有相似的发展水平，目的是吸取可能的经验教训，用于制定中国的政策。

中国住宅金融相对发展较好

中国的商业银行在初级抵押市场占据支配地位。于 1990 年建立起来的住房公积金也提供了重要的融资支持，占未偿还抵押贷款总额的 10% 左右。住房公积金计划，类似于新加坡的此类计划，要求雇主和员工均出资金。前者在购买、建造、翻新和修复住宅作为自我居所时，有权使用其住房公积金以及优惠利率住房贷款。

总体而言，2011 年年底中国的银行抵押贷款总额达到 7.24 万亿元，占银行贷款总额的 13% 左右，占 GDP 的 15% 以上（图 27）。相比之下，经合组织国家分别为 35% 以上和 50%，东亚和太平洋地区国家这两个比率均为 15% 左右，拉丁美洲分别为 20% 和 10% 左右。因此，与其他地区相比较，中国的住宅金融较为有利，这可能是中国住房拥有率高达 90% 的一个因素（图 28）。

与发展水平相似的拉丁美洲国家相比较，截止到 2011 年中国的银行抵押贷款在 GDP 在所占比率落后于智利，但领先于拉丁美洲其他一些主要国家（图 27），虽然这个比率在银行贷款总额的份额对拉丁美洲国家来说相对较小，这是由于中国的银行贷款总额大得多。

拉丁美洲的住宅金融

拉丁美洲国家取得了相对较高的住房拥有率，但抵押贷款市场相对弱一些。他们通过许多方法推动住宅金融的发展，从而取得了这样的结果（关于详细情况，请见附录）。

这些方法之一就是建立政府机构或制定方案，以促进住宅金融发展，在与宏观经济不稳定、通货膨胀或货币风险相关的市场填补银行空白。在某些情况下，这些机构已成为住房信贷的主要提供者，例如，墨西哥的两个公共机构（INFONAVIT 和 FOVISSSTE）占抵押贷款总额的 80%。

其次是从需求和供给两方面促进信贷，包括利率补贴、补助金、现金券、买家和建筑商税收减免以及信贷担保。例如，在哥伦比亚，2009 年政府向新住宅按揭贷款提供了利率补贴，以应对 2008-2009 年全球金融危机的影响。在智利，政府向低收入和中等收入的家庭提供补贴和税收优惠，以鼓励建造和购买新住宅。

第三是依靠各种融资渠道，向房地产行业提供贷款。在墨西哥，法律规定，雇主应将工资额的 5% 提交给 INFONAVIT，后者从雇主收取强制性费用，发放新的抵押贷款，并从雇主收取偿还金额。

还为低收入家庭制定了许多方案。再以墨西哥为例，CONAVI 和 FONHAPO 这些方案是向购房者以及低收入工人和家庭提供补贴或补助金。在智利，政府向低收入和中等收入家庭提供代金券，代金券可以用作预付金，甚至可以用来支付全部房款。

中国可以借鉴的经验

拉丁美洲国家有较强的自置居所传统，这一点同中国一样，即使这种住房的质量是参差不齐的。中国已经建立了一个大型的商业银行体系，这个体系在提供住房信贷方面领先于拉丁美洲。然而，中国在住宅市场方面面临许多挑战，包括房价飙升的趋势和负担能力低。

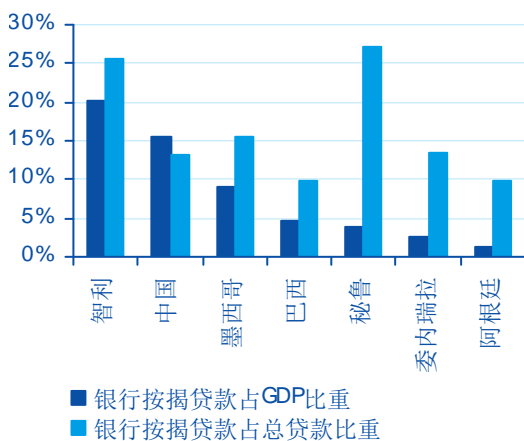
为了解决负担能力的问题，中国可以吸取拉丁美洲的经验，正如我们在去年《[房地产展望](#)》中关于融资作用以及社会住房土地利用方面所说明的那样。当局还希望对各种融资来源的利用进行评估，包括政府预算和雇主/雇员的出资计划，以期扩大资金来源和实现成本效益。同样，参照拉丁美洲国家的许多做法，如补贴、补助金、代金券和税收减免，有多种办法来促

进住宅金融的发展。这些措施的采用方式应努力实现利益最大化，同时最大限度地减少扭曲发展。

在向低收入和中等收入家庭提供住房贷款方面，拉丁美洲做出了努力。这方面可能与中国有关，即中国在保证低收入阶层人口的住房负担能力方面可以借鉴拉丁美洲的经验，作为政府公共住房计划的补充。

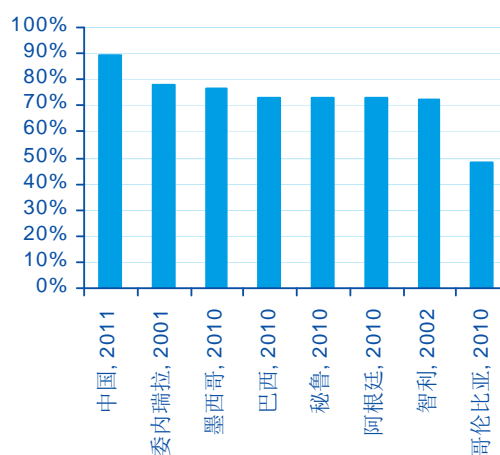
最后，中国为缓解金融抑制作用和刺激经济发展的金融自由化计划可以提高银行向房地产行业贷款的效率和数量。国内资本市场的发展也有帮助。在所有这些领域中，中国均可以借鉴拉丁美洲的经验（见《[银行业观察](#)》）。

图 27
相对于拉丁美洲国家经济规模的抵押贷款（2011）



来源: BBVA 研究部按各国银行统计数据收集

图 28
拉丁美洲国家住房拥有率



备注: 委内瑞拉为 2011 年数据, 智利为 2002 年数据
来源: BBVA 研究部收集各国人口普查数据

6. 参考文献

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).

BBVA Research, 2009, 2010, 2011 "China Real Estate Outlook".

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.

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.

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.

McCarthy, Jonathan and Richard W. Peach, 2004, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?", Federal Reserve Board of New York, Economic Policy Review.

Ozeki, Koyo, 2009, "The Chinese Real Estate Market", Asian Perspectives, PIMCO; and 2008, "Responding to the Financial Crisis", Japan Credit Perspectives, PIMCO.

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.

UN-Habitat, 2005, "Financing Urban Shelter", UN-Habitat, Nairobi, Kenya.

White, Lawrence H., 2009, "Federal Reserve Policy and the Housing Bubble", Cato Journal, Vol. 29, No.1, pp 115-125.

Wu, J., Gyourko, J. and Deng, Y. (2011). Evaluating conditions in major Chinese housing markets. Regional Science and Urban Economics.

Yao, S., Luo, D. and Loh, L. (2011). On China's Monetary Policy and Asset Prices. Discussion Paper, 71.

7. 附录

表 3
地方政府 2012 年房地产市场微调措施

日期	地方政府	政策	内容
2012 1 月	厦门	调整普通住房标准	享受优惠政策普通住房标准从原来单套建筑面积在 144 平方米（含）以下，成交价格低于全市商品住房平均交易价格 1.44 倍（含）以下变为仅看房屋总价，岛内住房每套在 250 万元（含）以下，岛外住房每套在 180 万元（含）以下。
		放松公积金政策	双职工住房公积金贷款额度由 60 万元提高至 80 万元。
2012 1 月	中山	上调住房限价标准	商品房限价从 5800 元/平方米上调至 6590 元/平方米。
2012 1 月	重庆	上调房产税起征点	重庆主城区个人住房房产税起征点从 9941 元/平方米上调至 12152 元/平方米。
2012 2 月	沈阳	放松公积金政策	符合条件的夫妻住房公积金合贷最高限额从 40 万元上调至 50 万元。
2012 2 月	天津	调整普通住房标准	普通住房价格标准平均每平方米上调超过 30%（中心城区 35.2%，环城四区 33.6%，滨海新区 33.5%）。
2012 2 月	芜湖***	税费优惠或补贴	自住房给予所纳契税 100% 补助。对购买 90 平方米以下住房的给予 50 元/平方米至 150 元/平方米不等的购房补贴。
2012 2 月	上海***	放松限购政策	传言外地户籍居民持长期居住证满三年，可以购买第二套房。
2012 3 月	上海	调整普通住房标准	普通住房标准放宽，按总价看，内环线以内低于 330 万元/套，外环线以外低于 160 万元/套，内外环线之间低于 200 万元/套。
2012 4 月	滨州	放松住房抵押贷款政策	住房抵押贷款额度和期限由 25 万 15 年上调至 30 万 20 年。
2012 4 月	南昌	放松公积金和住房抵押贷款政策	上调住房公积金贷款限额 10 万元。对符合条件的夫妻缴存户，放宽贷款最高限额，城区提高 10 万元，南昌县等其他五个县提高 5 万元。
2012 4 月	克拉玛依	放松公积金政策	个人公积金贷款最高限额由 50 万元上调至 70 万元，并放宽一定的申请限制。
2012 4 月	蚌埠	放松公积金政策	对符合条件的夫妻缴存户，在市区内购买新建住房的公积金贷款最高限额由 30 万元上调至 35 万元，在市区购买二手住房或在市辖三县购买住房的公积金贷款最高限额由 25 万元上调至 30 万元。
2012 4 月	北京	税费优惠或补贴	个人将购买五年或以上住房售出，免征营业税。对个人首套房购买者，减半征收契税。
2012 4 月	信阳	放松公积金政策	符合条件的个人住房公积金贷款限额由 16 万元上调至 26 万元。符合条件的夫妻住房公积金合贷最高限额由 28 万元上调至 38 万元。
2012 4 月	呼和浩特	放松公积金政策	符合条件的个人住房公积金贷款限额由 30 万元上调至 40 万元。符合条件的夫妻住房公积金合贷最高限额由 40 万元上调至 50 万元。
2012 4 月	郑州	放松公积金政策	符合条件的个人住房公积金贷款限额由 30 万元上调至 35 万元。符合条件的夫妻住房公积金合贷最高限额由 40 万元上调至 45 万元。

下页继续

表 3

地方政府 2012 年房地产市场微调措施 (接上页)

日期	地方政府	政策	内容
2012 4 月	武汉 副省级城市	放松公积金政策	符合资格的个人住房(90 平方米及以下)公积金贷款限额上调至 60 万元, 和夫妻合贷限额相同。贷款限额上调至 80%。
2012 5 月	重庆 直辖市	放松公积金政策	符合资格的个人住房公积金贷款限额由 20 万元上调至 40 万元。符合资格的家庭住房公积金贷款限额由 40 万元上调至 80 万元。
2012 5 月	湖南 省	税费优惠或补贴	首套房购买者的首付比例下调, 同时推出利率优惠和税费减免措施。
2012 6 月	石家庄 *** 地级市	放松限购政策	对人均住房面积低于 30.6 平方米的家庭放宽第三套房的限购政策。
2012 6 月	河南 *** 省	放松限购政策	首套房认房不认贷, 家庭名下无房产登记购房的均视为首套房, 不再要求有无贷款买房记录。对符合资格的首套房购买者给予基准利率下浮 30% 的优惠。
2012 6 月	扬州 地级市	税费优惠或补贴	对个人购买面积低于 144 平方米或以下的成品住房, 给予所购房价 0.6% 的奖励。
2012 6 月	西安 副省级城市	放松公积金政策	符合资格的个人住房公积金贷款限额由 50 万元上调至 60 万元, 特殊情况审批可提高至 70 万元。
2012 7 月	珠海 *** 地级市	放松限购政策	对自 2011 年 11 月起实施的新楼盘限价(11285 元/平方米)政策进行放松。
2012 8 月	宁波 副省级城市	放松公积金政策	符合资格的每户个人住房公积金贷款限额由 60 万元上调至 80 万元。
2012 8 月	南充 地级市	放松公积金政策	符合资格的个人住房公积金贷款限额由 18 万元上调至 28 万元。符合资格的夫妻住房公积金合贷最高限额由 25 万元上调至 35 万元。贷款最长期限由 25 年上调至 30 年。首套房首付款比例由 30% 下调至 20%。
2012 9 月	成都 副省级城市	放松公积金政策	住房公积金贷款范围扩大至现房, 贷款限额为 40 万元 30 年。首付款比例应不低于 30%。
2012 9 月	贵阳 地级市	税费优惠或补贴	非本地首套房购买者可享受本地永久居民的就业、入学和就医等待遇。
2012 10 月	上海 直辖市	放松经济适用房限购政策	两人家庭可以购买一套两居室的经济适用房, 此前只允许购买一套一居室经济适用房。
2012 10 月	武汉 副省级城市	放松公积金政策	公积金贷款购买二手房(首套)最高限额由 40 万元上调至 60 万元。符合资格的本地居民在异地购房也可使用在武汉缴纳的公积金购房贷款。
2012 11 月	株洲 地级市	放松公积金政策	符合资格的个人住房公积金贷款限额由 40 万元上调至 45 万元。

媒体报道和 BBVA 研究部

备注: *** 表示该微调政策最终被叫停

中国房价数据

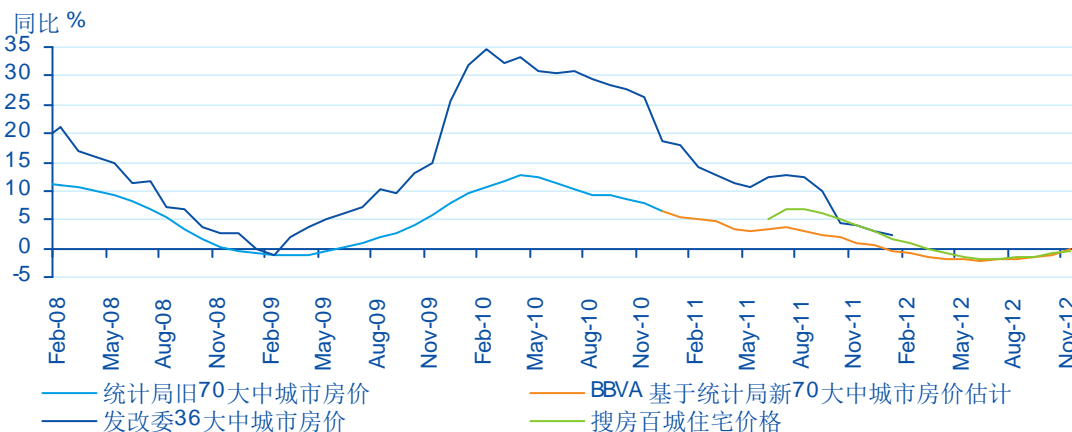
中国有三种主要的房价数据。国家统计局（NBS）发布的 70 个城市的房价是官方统计，自 2011 年 1 月以来改革和完善了这种统计方法。与 2010 年结束的先前的统计方法相比较，这种新的经完善后的统计方法更为可靠。国家发展和改革委员会（NDRC）发布的 36 个城市的房价是由不同政府机构提供的另一个房价官方来源，搜房网发布的 100 个城市的房价是由中国指数研究院提供的，该研究院是中国一个公认的私营房地产研究机构。关于中国不同房价的更多细节情况，见下面的表 4。由于国家统计局不再在新的 70 个城市系列中提供全国性的房价数据，我们是依据个别城市的房价对增长变化做出的估计（图 29）。虽然这些房价通常在价值方面有些差异，由于样本来源和数据收集方法不同，但其总体增长趋势是相似的，特别是在近期。

表 4
中国不同房价数据

	时间	来源	发布日期	样本收集方法
旧 NBS 70 个城市	2005.07 - 2010.12	国家统计局	次月 10 日	数据是通过抽样调查的方式从房地产开发商和销售商收集的。
新 NBS 70 个城市	2011.01 - 现在	国家统计局	次月 18 日	新住宅销售数据是基于网络交易记录从市级住房管理部门收集的。
NDRC 36 个城市	2007.01 - 2012.01	国家发改委		交易价格数据是通过抽样调查收集的
搜房网 100 个城市	2010.06 - 现在	中国指数研究院	次月第一个工作日	数据是从实地调查、房地产开发商、销售商和代理商以及政府公开的信息等渠道收集的。

来源: 统计局, 媒体报道和 BBVA 研究部

图 29
中国各种房价指数



来源: CEIC, Wind 和 BBVA 研究部

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 5
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-2012 年 11 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-2012 年 11 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-2012 年 11 月， 每季度一次		亚洲经济数据库（CEIC）
通货膨胀	1998 年 1 月-2012 年 11 月， 每季度一次		亚洲经济数据库（CEIC）
人均收入	1998 年-2011 年，每年一次		亚洲经济数据库（CEIC）
贷款利率	1998 年 1 月-2012 年 11 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-2011 年，每年一次	人口/地域	亚洲经济数据库（CEIC）

来源：统计局，CEIC 和 BBVA 研究部

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。⁹ 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 P_{it}^* ，我们使用如下住房需求逆函数：

$$P_{it}^{d*} = \alpha_1 s_{it} + \alpha_2 y_{it} + \alpha_3 y_{i,t+1} + \alpha_4 y_{i,t+2} + \alpha_5 rr_t + \alpha_6 dens_{it} + \alpha_7 \quad (\text{A2.2})$$

⁹ 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。

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}^* 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：

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

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/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 Economies

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Chief Economist for Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk

Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

George Xu
George.xu@bbva.com.hk

With the contribution of China CITIC Bank

Yifeng Tu
tuyifeng@citicbank.com

BBVA Research

Group Chief Economist

Jorge Sicilia

Emerging Markets:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Cross-Country Emerging Markets Analysis

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Latam Coordination

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Peru

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

Mexico

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Macroeconomic Analysis Mexico

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Developed Economies:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Spain

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europe

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

United States

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Financial Systems & Regulation:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Financial Systems

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensions

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulation and Public Policy

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Global Areas:

Financial Scenarios

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Economic Scenarios

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovation & Processes

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Global Credit

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Global Interest Rates, FX
and Commodities

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Contact details

BBVA Research

10/F, Two International Finance Centre
8 Finance Street
Central, Hong Kong
Tel. + 852-2582-3111; Fax. +852-2587-9717
research.emergingmarkets@bbva.com.hk

BBVA Research reports are available in English, Spanish and Chinese