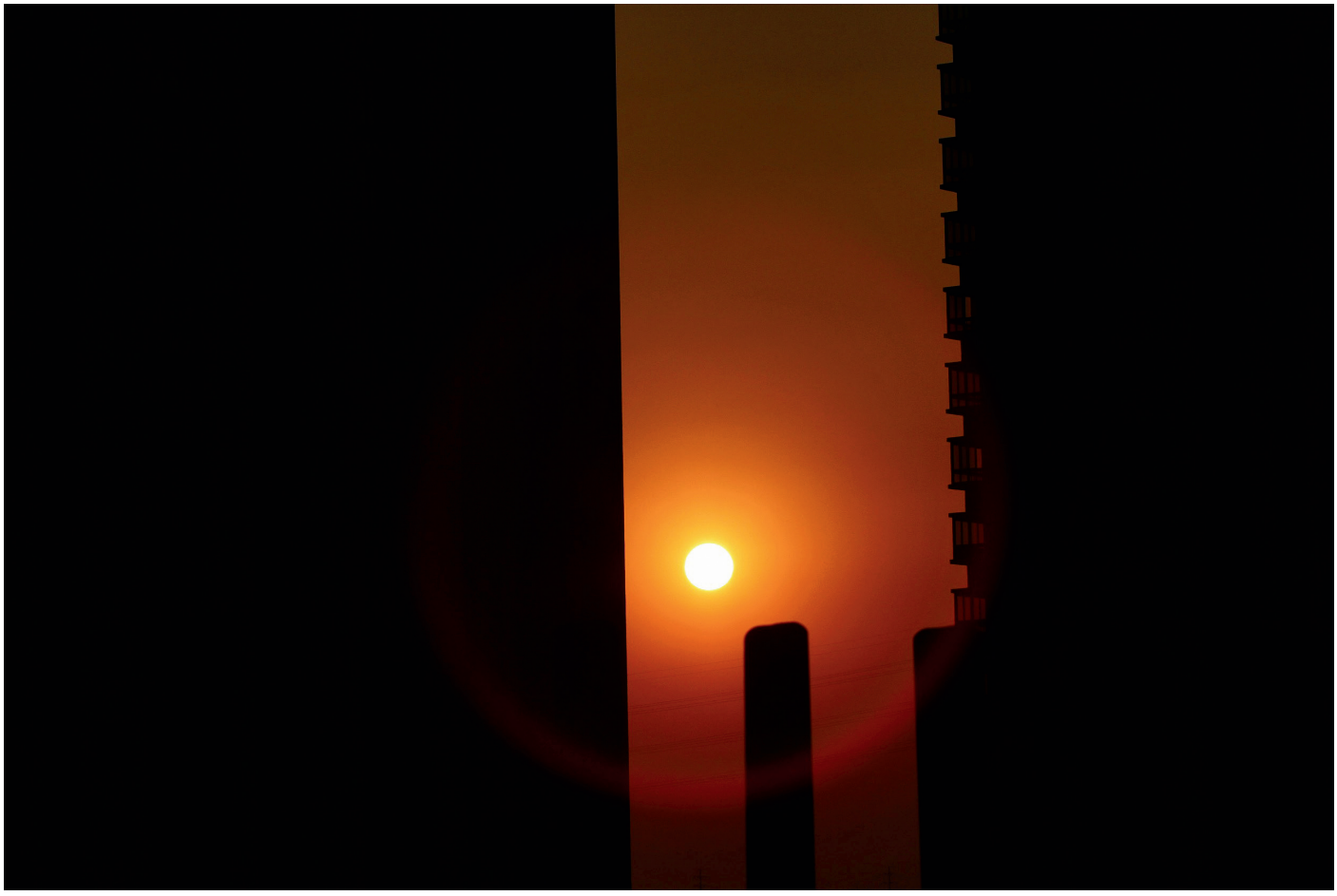


应重视房地产市场长期因素

为了纠正市场的扭曲，房地产政策意图减少人口的持续流入，或者有效扩大土地和新屋的供应，但其长期效果可能是存疑的。

文 | 高善文

今年以来，一大波地方楼市调控政策出台，这轮调控也被视作 2016 年“930”政策后的第五轮楼市调控。近一年多来，在“房住不炒”的主基调下，各地楼市调控政策密集出台，全国房价正在逐渐冷却。但要让房价真正回归理性，不能仅凭一轮接一轮的短期调控，建立房地产调控长效机制才是解决问题的根本之道。

事实上，中国房地产市场在地区和城市之间差异和分化巨大，建立长效机制需要立足供需平衡，因城施策，不宜一刀切，而且需要关注人口等长期因素。

供求层面的扭曲

对于房地产是否存在泡沫的讨论一直存在，在搞不清楚的情况下必须研究基本面，研究市场是否在供求层面上存在严重扭曲，从中也会发现

所谓的泡沫从何而来。

中国在 2011~2012 年之间城市化开始转向都市化，是一个关键因素。这意味着此前城市常住人口的增长在城市横断面上是随机的，人口进入城市的过程是没有选择性的，我们把城市随机做切分，会发现城市群之间人口增长速度在统计上没有差异。但是 2011~2012 年是一个极其重要的转折点，这一转折点的标志是中国人口，特别是青壮年人口开始加速向沿海地区流动，加速向 10~15 个大都市圈移动。

这 10~15 个特大城市圈，在中国淮河和秦岭以北的有北京和郑州，在珠江流域有厦门、深圳和广州，其他绝大部分城市集中在长江中下游流域，即长沙、武汉、合肥、杭州、南京、上海等，西南地区还有成都，这可以概括为中国长江中下游城市群的兴起。

这一陡然的变化对房地产市场产生的影响是，给定所有其他因素都不变，在人口集中流入的城市，因为需求在很短的时间之内极其快速地增长，这些地区的房地产供应来不及调整，从而导致存货加快消化，房价先后出现了极其快速的增长。而相对人口流入比较慢的城市，迄今为止房价的上涨都是比较温和的。

所以，对中国房地产是否存在泡沫作整体性的判断是比较困难的。中国房地产市场在人口流动的层面上存在极其严重的分化，这一分化突出表现为中国前 10~15 大城市人口极其快速流入，其他所有城市总体来看流入相对缓慢，这从需求层面很大程度上解释了这些地区房价快速上涨的原因。

另一个关键因素是土地。在土地供给层面，通过研究中国的住宅土地供应数据，我们会发现，现实情况比“土地招拍挂、政府依赖卖地收入、政府坐庄供地”等简单化的描述要丰富、复杂得多。例如武汉、石家庄、青岛这一类城市，整体城市条件都很不错，近年来他们的住宅用地及土地供应的增长都是非常快的。广州的情况也是类似的，它的房价比深圳要低，房价收入比要合理得多，关键的原因是广州住宅供地增长很快。

我们认为可以用以下逻辑来简单理解土地供应问题：对于地方政府来讲，垄断和限制土地供应获得的最大好处是可以获得更多的土地出让收入；由此而来的负面效应在于，土地价格推高了居住成本和工商业的成本，居住成本和工商业成本的推高使得人不愿意向这个地区流入，这会导致当地政府在工商税收层面上有很大的损失，因此地方政府必须在这两种竞争性利益之间寻求平衡。

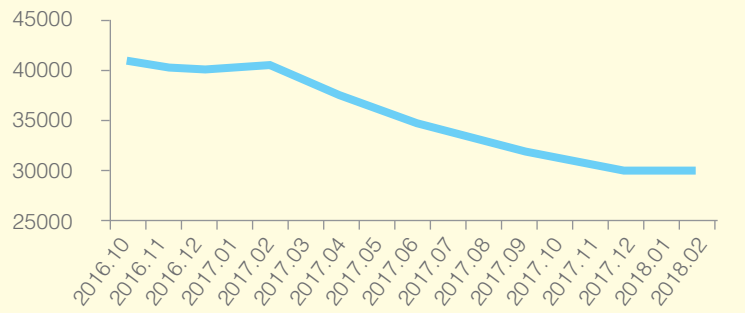
对中国大量中小城市来讲，为了争夺人口流入及工商业发展机会，城市和城市之间存在激烈的竞争。举例而言，如果青岛把土地供应卡得紧，而济南把土地供应放得很松，大量的工商企业和人口就会流入济南，从而迫使青岛增加土地供应，因此虽然政府垄断了中国土地市场，我们在中国绝大多数城市、特别是三线以下城市的房地产市场其实看不到非常严重的土地租金情况，这些地区的房价收入比也并不离谱，这主要是因为地方政府在不同利益之间要寻求平衡，导致不同的城市之间存在激烈的竞争。

为什么在北京、上海以及非常少数的大城市之间这种竞争机制几乎不存在呢？主要是因为北京、上海等少数大城市有其他城市难以复制的优势，尽管土地成本很高，人口仍然愿意向这里流动，工商企业仍然愿意向这里靠拢。北京是中国的行政中心，自明清以来最重要的功能就是审批，这是其他的城市无法复制的，在这一巨大优势条件之下无需担心工商企业与人口不向北京聚拢。上海的港口、金融、物流、教育以及高效的政府等优势也是不容易复制的。

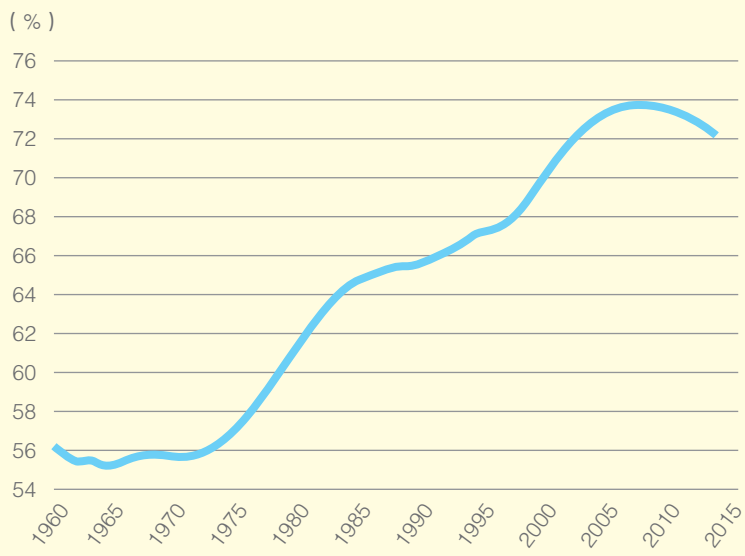
大多数城市并不具备上述这些大城市独特的优势，因此在土地市场存在激烈的竞争，这种竞争就大大限制了地方政府在土地市场做庄的能

中国房地产市场在地区和城市之间差异和分化巨大，建立长效机制需要立足供需平衡，因城施策，不宜一刀切，而且需要关注人口等长期因素。

房地产库存持续下跌　商品房待售面积：住宅累计值　（万平方米）



中国 1960~2015 年 15~64 岁人口比例



资料来源：根据公开资料整理

力。通过对城市供地的数据研究，可以对供地行为有更深入的理解，把供地行为在这个层面上理解清楚之后，将中国人口流动和土地供应联系在一起，我们就能发现，严重的扭曲主要局限于中国前十大城市，特别是前三大城市。

从全国来看，2012 年以来这些城市的人口流入是最快的，从一些衡量人口流动增速指标来看，其速度至少数倍于全国平均水平，与此同时由于这些城市存在着难以复制的优势，其土地供应速度极低，因而在这些城市产生了异常高的房价。而在这些城市之后排名 10 到 20 的城市土地供应相对充分，虽然房价增速较快，这主要是由于面对人口突然加速流入，供应没有来得及响应导致的。

需要因城施策

建立于上述分析基础之上，我们可以说，对中国排名二十以后的城市来讲，其供求层面的扭曲并不显著，市场机制完全可以正常工作，只要不人为制造更多的扭曲，面对目前短暂的供求失衡，三年以后市场自身就能够调整过来。这些城市可能居住了中国城市人口的八成多。

真正存在问题的是中国前五或者是前十大城市，这些城市所面临的严重问题在于大量人口流入和土地供应稀缺之间的矛盾。由于土地供应无法有效扩大，市场机制在这里不能正常工作，政府必须对房地产市场进行必要和系统性的干预。但这些城市居住的人口应该不足中国城市人口的两成。

现在的长效机制考虑了租售同权、房产税、共有产权等政策。如果从稳定房价的角度看，这些政策对于大量的二线以下城市是否必要，是值得讨论的。

即使对于少数特大城市而言，以前述分析为

基础，我们要讨论这些政策是否能够纠正市场的扭曲，例如它能否减少人口的持续流入、或者有效扩大土地和新屋的供应。

在这些具体的问题上，目前政策的长期效果可能是存疑的。例如房产税能够阻止人口的流入吗？能够扩大土地的供应吗？结果也许很不确定。

在这些特大城市，在承认市场失灵的基础上，政府的长期政策应该立足于对市场进行分层：对于低收入群体和社会重要人群，政府应该通过财政补贴和限制产权等手段定向供房，保障其居住权；其余的社会人群，继续立足于市场化的机制来解决。

我们对房地产市场长期的忧虑在于：大约2025年前后，中国的城市化浪潮会基本结束，然后中国会很快进入到另外一个浪潮，即老龄化。由于计划生育政策等影响，中国的青壮年人口，即20~40岁年龄段的人口可能在2030年以后加速下滑，并持续很长时间。

这意味着，从那以后，我们所面临的房地产市场基本的供求趋势，特别是需求趋势会发生根本性的逆转，即人口流入基本枯竭，城市人口逐步转向负增长。

很多人把东京房价长期下跌归于泡沫破灭，这种观点部分是正确的，但是还有更为重要的原因，就是日本的老龄化。1995年以后日本适龄劳动人口开始下降，2005年以后老龄化速度加快，青壮年向城市迁入开始负增长，在这一趋势之下，市场只有供应而新增需求都是负的，这在很大程度上解释了日本房价为何长期下跌。

另外一个极其鲜明的对比是香港，香港在1998年的时候房价非常高，亚洲金融危机以后大幅下跌，到2003年高端住房甚至可能下降了50%~70%。后来香港的房价能够很快逆转，主要原因在于大量大陆富豪于2003年以后持续涌入香港，其中少部分人去了四季酒店，大部分人去了半山豪宅。这使得当地房市基本面得到扭转，房价很快恢复上涨，并在最近数年连创新高。与之相对应的东京则由于没有类似的人口流入，房价下跌差不多持续到现在。

对比上述两个地区不难发现，人口增长趋势对于房价是极其重要的。一旦中国沿海地区、一线城市等到老龄化开始，青壮年人口快速下降的时候，从哪里涌出那么多的富豪呢？

2025~2030年之后我们很可能会面临完全相反的情形，在一线城市人口停止流入的背景下，会发现房价面临的下跌压力是不可阻挡的，到那时候政府会不断出台种种鼓励购房政策，包括降低利率等，仍会发现房价的下跌难以抑制，正如东京后来把贷款利率降到0，又鼓励外国人购房，但是收效甚微。

我们对房地产市场的分析需要着眼于长期。老龄化和青壮年人口减少的压力首先会在中国城市群的边缘地带显现出来，然后会逐步从边缘地带向中心城市渗透，最后一直渗透到北京、上海这样的特大城市。目前中国的边远城市和大的村镇由于人口老龄化以及都市化等带来的压力，已经能够看到人口减少和供给过剩的问题，这在农村地区已经十分明显。由于人口的未来趋势，这一现象逐步向其他城市蔓延和渗透，几乎是不可避免的。

特大城市不供地导致的结果就是这些城市的房屋供应曲线是垂直的，需求增加的时候房价会剧烈上升，而需求消失的时候房价剧烈下跌，这在长期内应当引起我们足够的重视。

（作者系安信证券首席经济学家，本文根据作者在中国金融四十人论坛第206期双周内部研讨会上的点评整理，有删节）

社会老龄化开始后，我们所面临的房地产市场基本的供求趋势，特别是需求趋势会发生根本性的逆转，即人口流入基本枯竭，城市人口逐步转向负增长。