

房价、土地收益与宏观经济运行

——中外比较的视角

袁扬舟 袁志刚

摘要 基于国外房价快速上涨的最新研究文献，通过对美国与欧洲等十余个发达国家自 1880—2010 年间房价变动规律的描述，从供给和需求角度讨论房价变动与建筑成本变动、土地价格变动之间的关系，可得出结论：房价快速上升并不存在于工业化和城市化的全过程，而是出现在 20 世纪 50 年代之后的现象。房价快速上升的背后是产业和人口在少数明星城市集聚的结果，体现了现代高科技产业、互联网通信产业以及金融等现代服务产业在大都市集聚能够带来更大效率提升的特征。住房不仅具有满足人们消费需求的功能，还具有满足人们长期投资和短期投机需求的功能。结合中国自 1998 年住房制度改革以来一、二、三、四线城市房价波动的数据，以及中外城市房价上涨与土地收益之间的关系，可揭示出中国房价上涨的内在机制：房价上涨导致的土地收益增加影响中国经济的结构效应和收入分配效应，同时房价上涨对中国实体经济增长带来了“挤出”“挤出”效应和金融风险的集聚。必须在短期和长期两个维度上实施房地产市场理性发展的对策。

关键词 房价波动 土地收益 宏观经济 房地产市场

作者袁扬舟，斯德哥尔摩大学经济系博士研究生；袁志刚，复旦大学经济学院教授（上海 200433）。

中图分类号 F12

文献标识码 A

文章编号 0439-8041(2019)07-0031-12

一、引言

住房价格快速上升是 20 世纪中叶以来发达国家的共同现象，也是中国 1998 年城市居民住房制度改革及住房商品化交易后出现的现象，而且中国房价上涨幅度要高于发达国家。迄今为止，中国一线城市房地产市场尚未经历过大起大落的房地产周期。房价快速上涨背后的因素是什么？是需求太旺，还是供给不足？如何从供给力量和需求力量的交互博弈中理出其背后基本逻辑，是我们这篇文章需要做的工作。根据大量文献和历史数据梳理，大多数经济学家认为^①，20 世纪中叶以来，城市新兴科技产业、数字化产业、金融等高端服务业与人口向中心城市的空间集聚导致了人们对特大型城市，尤其是特大型城市中心区域的住房需求不断强化，受制于地理限制，土地供给相对于需求而言十分短缺，地价快速上升是房价上涨的主因。在现代金融环境之下，这一类相对稀缺的土地和房产就迅速演变为能够带丰厚预期收益的投资和投机的金融产品。因此，房价为何上升如此之快，土地供求是否均衡是其中的关键问题。一个城市相对于需求

^① Knoll, Katharina, M. Schularick, and T. Steger. "No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012," *American Economic Review*, 107(2), 2017, pp. 331-353; Öscar Jordà, Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M., and Taylor, A. M. "The Rate of Return on Everything, 1870-2015," *NBER Working Papers*, 2017.

而言,土地供应十分充裕,房价不可能过快上涨;土地供应受限,房价就有可能过快上涨。此为必要条件。高端产业和高收入人群的集聚、住房投资和投机活动的旺盛,则构成了房价上涨乃至泡沫化发展的充分条件。

工业革命之后,对城市土地的需求大幅上升,李嘉图提出绝对地租和级差地租理论,认为随着城市人口的增加,土地需求不断增加,处于城市边际劣等状态的土地也被开发利用,支付绝对地租,并推动优等土地的级差地租上升。地租不断上升,工业利润将被土地所有者侵吞,最后导致资本主义经济危机。但是,在经济结构主要以制造业为主的年代,制造业分布在地理上可以做到一定程度的分散,同时由于铁路、汽车等交通革命的发生,交通成本大幅下降,大城市扩张和卫星城市群出现,使得 18—20 世纪上半叶西方发达国家尽管出现人口大规模向城市集聚,但是房价并没有出现过快上涨,两次大战时期甚至有所下降。但是自 20 世纪 50 年代以来,发达国家的房价开始快速上升。背后的原因,一是跟产业结构演变有关,科技创新性产业和金融等高端服务业兴起,产业集聚现象日益明显,产业和人口集聚的外部性也日益重要。二是跟人口增长与人口偏好转变有关,高收入阶层对文化、教育等公共产品的偏好自 20 世纪中叶以来不断强化。世界上出现的几个明星城市(美国加州的湾区、纽约、英国伦敦、日本东京、中国的北上广深)的宜居性是小城市无法企及的。研究文献^①将超级明星大都市(Super Star Cities)提供的文化、教育、环境等公共产品所带来的便捷与舒适,用“amenities”一词来体现。三是跟全球化快速推进有关,制造业通过跨国公司全球产业链布局被大规模转移出去,但是跨国公司的总部、金融等生产性服务业被集中在纽约、伦敦等全球城市(Global Cities)。另外,全球预期人口老龄化加速,居民储蓄率上升,资产供应增加,财富管理产业发展迅速,但是实体投资回报率下降,全球缺乏可长期投资的安全资产。房价上升到一定程度,金融机构进入,投机行为泛滥。因此,区域性土地供给的相对有限性,加上金融投机助推需求,是房地产价格泡沫化的原因。房地产价格上升,谁是最大的收益者?土地所有者还是投机者?带来的结果是什么?对经济增长的影响如何?对一个经济与社会的结构演变产生何种影响?李嘉图担心绝对地租和级差地租持续上升侵吞工业利润;皮凯蒂^②担心贫富差距拉大,社会流动性下降;梯洛尔^③讨论房价泡沫对实体经济的“挤入”与“挤出”效应,当“挤出效应”过大时,最终将扭曲经济结构;斯蒂格利茨^④担心过多的利益被土地所有者或者炒房者获取,导致中产阶级萎缩,宏观经济长期低迷。在中国,土地是国家的,地方政府获取极大部分的土地红利,又会产生何种结果呢?数据显示,在中国,房价上升的结果是地方政府收益最大。分税制之后,土地财政带动基础设施建设,以及后面的重化工业的发展,在推动 GDP 增长中起了重要作用。但是,2009 年 4 万亿刺激政策之后,房地产和基础设施投资的快速增长替代制造业投资的增长,带来很多负面效应:政商关系复杂、资产负债扩张较快,经济结构扭曲等。联系李嘉图、皮凯蒂和斯蒂格利茨的论述,有几个公式对我们理解问题的实质是很重要的:土地收益大于工业利润;资本所得的增长大于工资所得的增长;房地产价格上升大于资本利润增长,而后者又大于劳动收入增长。在中国,当民营企业投资收益大于房地产投资收益,而房地产投资收益大于国企投资收益,可能是改进经济效率的,房地产泡沫具有“挤入”实体经济的意义。但是,当房地产投资收益大于实体经济收益时,是“挤出”实体经济的,并使金融风险不断积累。

二、房价快速上涨背后的供求机制分析

我们先从住房的供给曲线着手分析。房价由两部分组成:土地价格和建筑成本,住房是非同质产品,有地段、结构、质量、文化含量等多种因素对其进行分类,但基本要素由两方面构成:地段与住房质量

① Metcalf, G. “Sand Castles Before the Tide? Affordable Housing in Expensive Cities,” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, no. 1, 2018, pp. 59-80.

② Piketty, T. *Capital in the Twenty-First Century*. The Belknap Press of Harvard University Press, 2013.

③ Tirole, J. “Asset Bubble and Overlapping Generations,” *Econometrica*, vol. 53, no. 6, 1985, pp. 1499-1528.

④ Arnott, Richard J., and J. E. Stiglitz. “Aggregate Land Rents, Expenditure on Public Goods, and Optimal City Size,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 93, no. 4, 1979, pp. 471-500.

(假设可以根据建设成本分类)。房地产价格与所有商品的价格一样,由市场供给曲线和需求曲线共同决定。从长期历史演变中可以看出,建筑材料和人工的成本相对十分稳定,同时,建筑业是一个相对进入门槛低和竞争度充分的产业领域,短期可能有垄断利润,但长期享受平均利润。因此,土地成本上升是房价上升的主要原因。我们在前文指出,房地产的区域特征导致土地的供给曲线弹性比较小。影响土地供给弹性的因素很多,其中最重要是土地的垄断制度;其次是关于土地使用的各类规划和行政调控制度,在西方文献中被统称为“zone code”。既得利益集团(土地所有者和已经购房的住房所有者)通过政治干预影响这些城市规划,比如,通过各种投票机制与一票否决权机制的使用,尽量减少土地供给弹性。因此,一个地区土地供给曲线的价格弹性,首先取决于城市边界的扩张能力,扩张能力越小,弹性就越小。其次,在城市规划方面,取决于各类政治力量的对比,既得利益者力量越大,土地供给弹性就越小。反过来讲,所有使土地供给弹性变大的因素,都可能导致房价的下降和平稳。例如,地理上扩大居住空间(交通便捷带来的城市半径扩大,大城市周围卫星城的出现,建筑密度的提高,港口城市通过填海政策扩大土地供应,等等),这些措施是平稳一个地区房价的主要手段。另外,减少城市规划对土地利用的限制,包括城市居住密度提高、取消住房高度的限制、取消光照要求以及其他环境保护限制等,都可以提高住房供给曲线的弹性,起到平抑房价的作用。

然后我们再来看住房需求方面的情况。在住房供给曲线形状确定之后,房地产价格就完全取决于需求曲线的价格弹性及其移动方向。住房的需求曲线可以通过一个家庭在收入等制约条件下最大化其效用函数求得,在居民收入等其他因素不变情况下,从居住的角度看,决定住房需求的有住房价格与其他消费品价格的比较,从投资的角度看,决定家庭投资性需求的,有住房收益(房价上涨空间和住房出租租金收益)与银行利率的比较。另外,如果既定要素发生变化,包括居民收入增长、区域人口快速集聚与增长、该住房所在地区公共产品的供应改善、家庭对公共产品的偏好(如对教育资源的偏好)增强、住房的金融投资属性增强、对未来各种经济状况的预期变化等等,这些因素会导致需求曲线移动。其中任何一个因素发生变动,都会引起需求曲线上下移动。因此,在房地产市场,需求曲线的移动决定了它与供给曲线相交的位置,假定完全竞争的市场让房地产开发商只能获得平均利润,房价中的建设成本是由企业竞争决定,那么房价过快上涨部分除正常成本支出之外的余额成为土地所有者的地价收入。一个城市或区域的住房需求冲击首先来自人口的集聚。这是城市地理学或者说空间经济学研究的问题。人类在历史长河中为何需要集中居住并发展成不同规模的城市结构与形态,有很多机制和影响因素:政治、商业贸易、海陆空运输的兴起、工业化的推进、矿产资源的发掘、产业融入全球化的影响、财富效应下的消费型人口集聚,等等。产业和人口集聚导致许多外部性,如生产和消费的外部性。效率的提高带来城市的扩张,但同时也带来城市的拥挤,增加成本和降低生产和消费的效率。城市规模往往是城市扩张所带来的收益和成本的一种比较均衡的结果。20世纪50年代以来,某些超级明星城市的产业和人口集聚的外部性正在不断提高,这背后需要从目前产业的发展新趋势去理解^①。

其次,从家庭微观决策的角度看住房需求函数,决定住房需求的逻辑首先是居住需求,这个需求主要由家庭的收入水平、住房价格水平、其他消费品的价格水平及其区域性差异共同决定。在一些最新的研究文献中,高收入阶层尤其钟情于居住在特大型中心城市,因为这些中心城市能够带来中小城市无法提供的特殊效用:交通便捷、各类高质量公共产品和文化产品(高质量的学校、音乐会、图书馆、博物馆等)的享受。

住房的第二类需求是投资和投机的需求,是一种家庭对金融产品的需求。从长期投资的需求来讲,如果家庭在超级明星城市购买一套房子,将来可以长期出租给高端人才。根据国际大都市,如纽约、伦敦、巴黎等城市的经验,一个100平方米左右的住房租金,等同于一位高级白领职员的30%的工资。这样的住房投资相当于长期分享高级人才的三分之一左右的工资。在中国独生子女的情况下,父母投资于北京、上

^① Desmet, Klaus, and J. V. Henderson, “The Geography of Development Within Countries,” *Handbook of Regional and Urban Economics*, vol. 5, 2015.

海中心地段的住房，相当于多出生一个非常有成就的白领子女，每个月将其收入的三分之一交到你的手中。在缺乏长期安全可靠的金融产品的情况下，住房投资无疑是首选的金融投资。同时，当房价上涨速度很快时，家庭及其财富管理基金，在住房上面不仅有长期投资的需求，更有短期投机的需求，即购房的目的，一不是为了自己居住，二也不是为了长期出租获取租金收入，而是等待房价进一步上升之后抛出，获取价差。这完全是投机性活动了，背后是投机性金融资产的逻辑左右着这一类住房需求。如果一个城市投机性住房需求比例过大（如超过 30%），该城市的房地产市场就处于十分危险的境地了。

三、中外房价上涨的特征事实

（一）全球住房市场房价上升的历史演变

根据前面分析的住房供给与需求逻辑，我们来看看中外住房市场房价上升的历史演变，是否符合上述逻辑。

尽管工业革命带来快速的城市化进程，人口空间布局发生了巨大变化，西方发达国家人口大量积聚在城市，但是当时并没有带来城市房价的大幅波动，房价快速上涨始于 20 世纪中叶。根据 K.Knoll et al^① 中的房地产数据，我们可以看到美国与欧洲 11 个国家^② 从 1880—2010 年房价综合指数演变的情况。

图 1 显示，尽管在 1880—1914 年第一次世界大战之前这些发达国家工业化和城市化如火如荼，但是 11 国的平均房价指数相当平稳，两次大战时期甚至有所下降。房价的较快上升始于 1950 年，2000 年之后经历了快速上涨的过程，一直到 2008 年金融危机略微逆转。但在 2008 年之后美国和欧洲国家采用多重量化宽松货币政策之后，房价很快企稳并复苏。

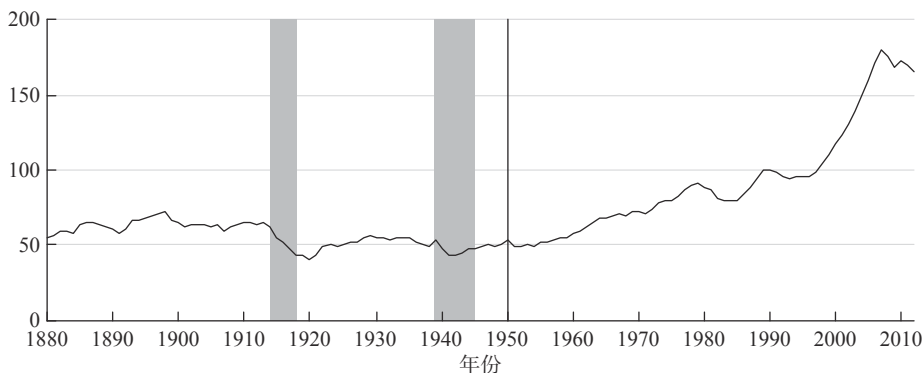


图 1 美国与欧洲 11 国平均房价指数变化 (1900=100) (1880—2010)

数据来源：Knoll et al, 2017.

同时我们也根据 Knoll 等人的论文^③ 将西方 12 个发达国家从 1950—2012 年的房价演变全貌综合在图 2 中。

从图 2 我们可以看到，12 个国家的房价在 20 世纪 50 年代之前都是相当平稳的，两次大战时期，房价都有不同程度的下降，普遍上涨起步于 1950 年代。其中欧洲主要发达国家，如法国自 1950 年代和英国自 1960 年代起都呈现房价的快速上涨，中间尽管都经历了周期波动，但总体一路上涨的趋势没有改变。美国由于国土面积大，区域丰富，总体房价上涨没有欧洲国家明显，但是极少数超级明星城市，如纽约、波士顿和加州旧金山湾区等地的房价上涨幅度也是十分惊人的。

① Knoll, Katharina, M. Schularick, and T. Steger, "No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012," *American Economic Review*, 107(2), 2017, pp. 331-353.

② 这 11 个数据完整的国家包括：比利时、加拿大、丹麦、芬兰、德国、日本、荷兰、挪威、瑞士、英国和美国。

③ Knoll, Katharina, M. Schularick, and T. Steger, "No Price Like Home: Global House Prices, 1870–2012," *American Economic Review*, 107(2), 2017, pp. 331-353.

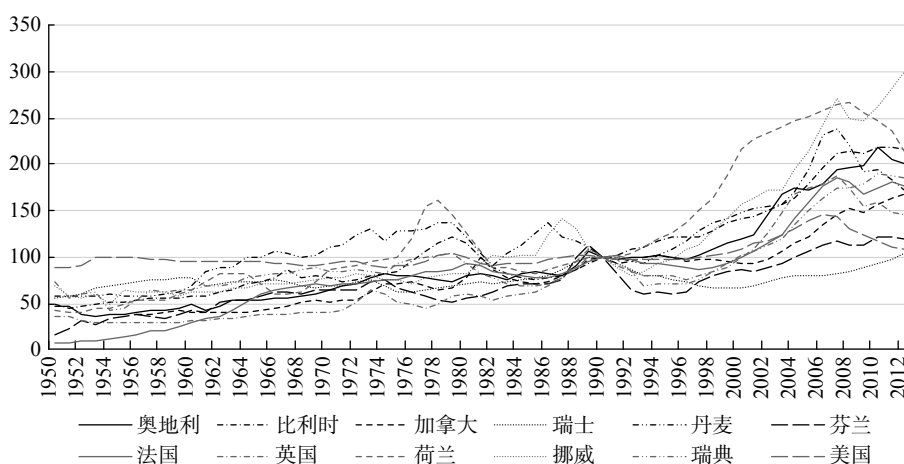


图2 西方12国房价指数的演变(1900=100)(1950—2012)

数据来源: Knoll. et al, 2017.

下面我们再来看一下房价上涨背后土地价格上涨和建筑成本变化之间的关系。

图3显示,如果以1990年为基年,房价指数和建筑成本指数为100,1990年之前,房价和建筑成本的波动各有千秋,在1880—1915年一段时间内,土地成本上升最快,房价上升次之,建筑成本上升最慢。1915—1980年,建筑成本增长快于房价上升,土地成本上涨最慢,两次大战时期土地成本大幅下降。但是1990年之后,土地成本上升再一次领先,同时房价上升幅度也快于建筑成本的增长。2000年之后这个现象更为明显,土地成本上升一马当先,其次房价快速上涨,超过建筑成本的上升,而且超过的幅度很大。由此可见,房价过快上涨的背后,土地成本上升是主要推手,其结果是土地所有者拿走了房价上涨的绝大部分好处。对存量住房来讲,水涨船高,他们的住房价格一起快速上涨,如果他们只有唯一的一套住房,不出售,房价上涨只给他们带来财富效应(也可以用作金融借贷的抵押品)。

(二) 房价上涨的区域分化趋势及其背后的原因

全球房价快速上涨还有一个特征事实是:并不是一个国家所有城市的房价都普遍上涨,而是带有强烈的区域性特征。

笔者根据 Metcalf^①,将美国一些主要城市1996年房价中位数和2016年房价中位数重新用横坐标与纵坐标表达,获得图4。

图4反映了美国一些城市与区域自1996—2016年的房价指数变化的情况。其中,旧金山、洛杉矶等城市二十年间的房价涨幅为150%以上,而圣路易等城市二十年间的涨幅却只有16%。其中的区域差距可见一斑。房价快速上涨的区域分化日益明显。根据 Metcalf^②,他将美国城市分为三个种类:(1)超级明星城市,如纽约、旧金山湾区、波士顿、华盛顿、洛杉矶、西雅图和多佛等,这些城市房价涨幅最高。(2)阳光带城市,亚特兰大、休士顿等,这些城市房价有所上涨。(3)生锈带城市,如罗切斯特、底特律和圣路易,传统产业消亡,人口流出等,住房供给大量过剩,房价下降。Desmet 和 Henderson(2015)分析了制造业、高科技制造业(尤其是新兴电子产业)和服务业对城市布局、人口集聚及其外部性的影响。

要理解不同城市房价上涨的分化,我们必须从产业和产业组织演变角度去分析。早期的工业化使得人口向大城市集聚,从而推高土地价格,形成了绝对地租和极差地租,这是当年李嘉图所观测到的现象。对工业企业来说,土地价格影响企业成本的上涨。一是工厂本身的土地租金费用上升,二是高房价带来的工资压力。在这种形势下,工业企业开始迁移到郊区或者其他小城市以降低其成本。在欧美,很多小城市早期就是依托少数大型工业企业发展起来的,成本提升会迫使企业不断优化配置其资源以达到相同的边际回

① Metcalf,G. "Sand Castles Before the Tide? Affordable Housing in Expensive Cities," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, no.1, 2018, pp. 59-80.

② Metcalf,G. "Sand Castles Before the Tide? Affordable Housing in Expensive Cities," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, no.1, 2018, pp. 59-80.

报率。然而，这一定律似乎在 20 世纪中叶起失效了。人口重新向大城市不断集聚，而高企的房价却无法阻止某些产业和人口集聚趋势。新经济地理学将其解释为边际报酬递增的聚拢效应。然而，要具体了解其内部机制，就要理解这些大型城市中的超级明星企业的组织结构的变化。另外，20 世纪 80 年代以来，世界经济格局发生了一些重大变化。

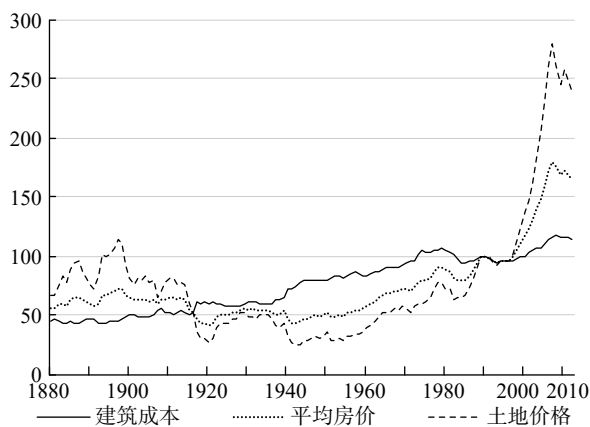


图 3 美国与欧洲 11 国平均房价指数分解 (1900=100) (1880-2010)

数据来源: Knoll. et al, 2017.

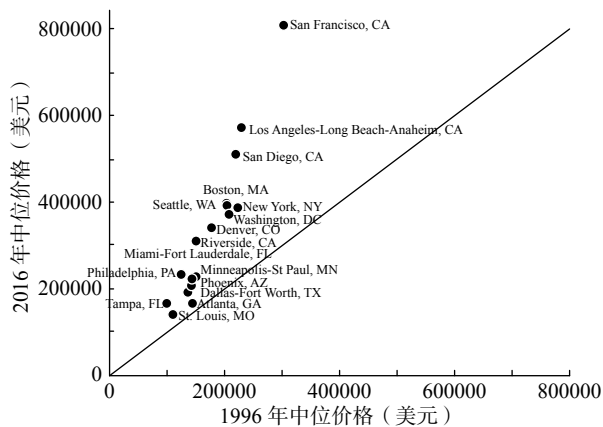


图 4 美国各地区 1996 年与 2016 年房产中位价格比较

数据来源: Metcalf 2018.

中国作为世界第一人口大国加入全球产业链，推动新一轮全球化与生产要素的全球配置，制造业纷纷从发达国家转移到中国等发展中国家。发达国家不具备比较优势的低端劳动力回报下降。随着大量产业转移到发展中国家和地区，以美国产业工人为代表的群体面临很大的生存危机。目前盛行的反全球化浪潮，其实就是这个阶层的政治意志体现。然而，随着全球分工的进一步发展，新的现象出现了。全球的工业产能大规模地膨胀，已经远远超过了全球的总需求，这使得工业生产活动基本达到接近零利润的状态。当生产本身变得无利可图时，新产品新技术的边际价值却空前提高。因为当一个新的概念被设计出来后，全球产业链的生产、物流和销售系统就可以迅速地将成品推向庞大的全球市场，获得巨额利润。苹果公司就是很好的例子，其在新产品的研发方面投入非常大，而在营销和推广方面的投入相对较小，生产则外包给了中国等发展中国家的制造业工人。这些超级明星企业所在的城市就可以得到巨大的发展机会。可以说，正是全球产业链分工的成熟抬高了高端设计和研发的价值。这里所说的新产品不仅仅是具象的产品或者生产技术，还包括新的概念和经营模式，如阿里巴巴的支付平台和优步租车平台等。由此，国际贸易增加了生产工作的替代弹性，互联网则增加了营销工作的替代弹性，而两者都同时推高了创新工作和创新企业的边际价值。

在新的企业组织和全球产业链环境下，高端创新人才与低端劳动力的收入差距扩大。然而，新的生产组织关系又是如何影响房地产价格的呢？首先是这些超级明星企业对高端人力资本的需求大增，推动工资大幅上升，这些人才又偏好于居住在城市的中心区域，具有支付能力的居住需求是房价上涨的基础性力量。其次，金融要素助推了房价的快速上涨。在全球化与生产智能化的背景下，金融市场的供给上升。全球化背景下中国居民的大量储蓄进入资本市场。中国高储蓄率背后的原因很多，有人口政策带来的抚养比变化，有市场缺乏完备性带来的抗风险储蓄动机增强等等。中国的贸易顺差本质上就是一种跨国的借贷行为，大量美元储备都通过债券等形式进入华尔街。而与此同时，智能化发展模式对实物资本投资的需求减弱，制造业投资减少。更重要的是，投资更多地进入了研发活动 (R&D)，成为高端人才的工资收入。反之，基础设施与机器设备则需要大量低端劳动力。综上所述，在新的生产组织背景下，资本也不再是稀缺资源，而资本市场服务被金融寡头垄断，数字经济和高科技项目往往会被风险投资等机构投资者哄抢。与此相对的是，普通居民则缺乏跨期分配财富的安全资产。虽然大型科技企业都公开上市，但其股价都偏

高，普通投资者很难获得高回报率。而这种投资机会的不平等进一步提高了财富的分布不均，从而进一步扭曲金融市场。这时，随着房地产价格的不断上升，房产投资成为相对安全的金融资产投资，吸引了大量的财富管理基金的进入，进一步强化了住房需求。

综上所述，从美国等地超级明星城市的房价上涨背后，可以看见一条十分明显的产业与产业组织演变的线索：微软、苹果等优秀互联网巨星公司总部，现代制造与服务结合，全球配置生产资源的核心竞争力，全球金融资源的集聚及其配置，房地产既作为高端人才的首要需求品，又作为全球储蓄者和投资者的安全资产载体，其价格得到一轮又一轮的推动。

（三）中国房价快速上涨与区域分化特征

中国 1998 年启动城市住房制度改革，居民住房由原来国家或者工作单位福利分配转型到市场购买，房地产市场开始发育。2003 年后，房地产市场价格快速上涨成为全国性现象，但是在 2005 年之前城市分化尚不明显。如图 5 所示，除一线城市以外的其他城市的房地产价格差异是从 2003 年前后开始拉开的。

与发达国家不同城市房价差异性很大相类似，中国的一线城市房价上涨幅度最大，二线城市次之，以此类推，小城市房价涨幅最低。由于 2013 年之后上述数据缺失，我们用 2011—2017 年不同城市的房价增长速度来反映一线、二线与三线城市房价涨幅的不同（图 6）。自 2016 年起，由于一、二线城市推出史上最严格的房地产调控政策；“限购”“限贷”“限价”等措施竞相出台，一、二线城市房价涨幅首先回落。

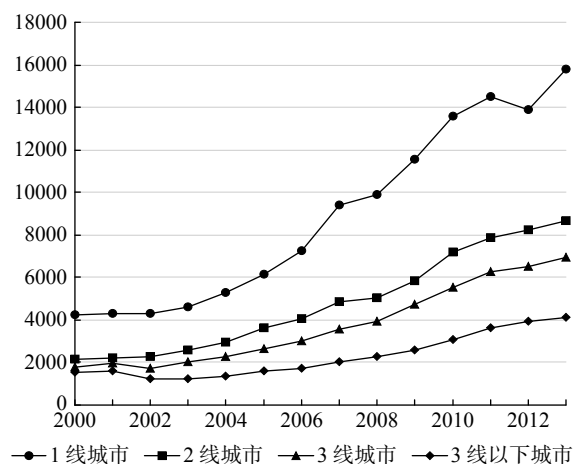


图 5 2000—2013 年中国四类城市商品房价格
(元/每平方米)①

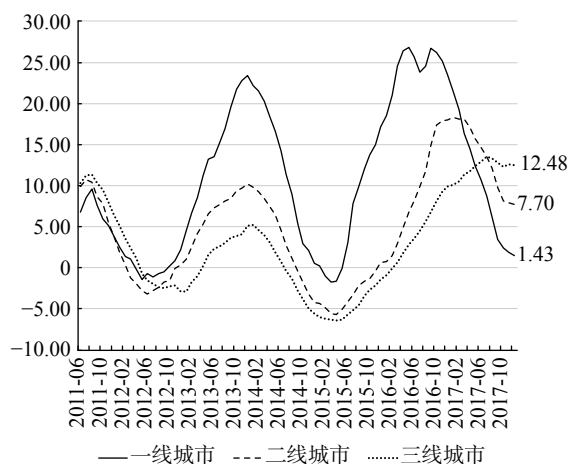


图 6 2011—2017 年中国三类城市房价
同比增速 (%)

数据来源：国家统计局，Wind。

中国城市空间结构演变是在历史长河中形成的，其政治、经济、社会发展与地理环境的因素错综复杂。1949 年建国之后，计划经济的战略布局、行政层级（直辖市、省级市、计划单列市、地级市和县级市）对城市的空间分布产生了一定的改变和影响，许多新的省级城市崛起，如郑州、合肥等。重化工优先发展背景下的东北三省大城市的布局，矿产资源类城市的布局和战争思维下三线城市的布局等，都对中国各地区的城市结构与形态产生重要的影响。1978 年改革开放之后，对中国城市空间布局产生重要影响的主要有以下一些因素：（1）改革开放在沿海的试点城市以及对外开放的次序安排，从吸引华侨资本为主的广东、福建沿海，到以吸引全球跨国公司资本为主的上海浦东开发开放。（2）乡镇企业和民营企业的兴起，

① 一线城市包括北京、天津、上海、广州、深圳；二线城市包括沈阳、大连、南京、无锡、苏州、杭州、宁波、合肥、厦门、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、东莞、重庆、成都、西安，共 18 个城市；三线城市包括石家庄、唐山、太原、呼和浩特、长春、吉林、哈尔滨、徐州、常州、南通、温州、嘉兴、绍兴、金华、福州、泉州、南昌、淄博、烟台、潍坊、洛阳、襄阳、珠海、汕头、佛山、中山、南宁、海口、贵阳、昆明、兰州、乌鲁木齐，共 32 个城市；其余 231 个地级市为三线以下城市。后文对一二三线城市的定义与此相同。

农村剩余劳动力大规模（2.7 亿）进入城市就业，使市场发育较早、民营企业活动频繁的地区迅速形成一批发展迅速的城市。（3）各地方政府的招商引资竞争与全球化趋势之下的 FDI 进入中国，中国制造业彻底融入全球产业链，中国加入 WTO 之后外贸与外资进一步快速发展等。这些因素综合地发挥作用，极大地促进了中国城市布局的发展和城市化的进程。1998 年之后，与制造业发展的同时，各地房地产业迅速跟进，住房消费成为中国经济增长的新动力。2008 年全球金融危机之后，为了应对快速下降的外部需求，中国政府迅速启动 4 万亿的基础设施投资，引发地方融资平台的兴起，城市化建设高潮的到来，以及国家层面的西部大开发、中部崛起、东北振兴等战略的实施，对中西部城市的迅速崛起和发展产生了重要影响。高科技和互联网产业在中国的兴起，服务业比重开始上升并超过制造业比重等趋势，同样对中国城市的产业集聚和人口集聚以及由此产生的外部性带来重要影响。中国的一、二、三、四线城市的分类有些与行政层级有关，有些与对外开放次序有关（如深圳、珠海等邻近香港的城市），有些与产业和经济发展水平有关，有些与人口流出和流入的变动有关。与美国的城市分类既有类似的原因，中国也有自己的超级明星城市，外资的引进和跨国公司的进入，人口流动及其集聚，居民收入的提高所带来的居住需求是推动房价上涨的基础性力量。同样地，近年来金融投资和投机的兴起，对中国一、二线城市的房价进一步推升，以及泡沫化发展都起到了重要的作用。人口导出的三、四线城市的房价尽管在前些年去库存之下有所上涨，但如果没有人口流入和集聚的支持，将面临一定的下降压力。

四、中国房地产业发展与经济增长的关系

从前面的分析中我们看到，20 世纪 50 年代以来房价的上涨是全球发达国家的普遍现象，尤其是在发达国家少数超级明星城市，房价快速上涨趋势十分明显。其内在机制与结果体现在以下几方面。

第一，产业集聚、人口集聚导致对某些城市和区域的住房需求增加，相对于不断扩张的需求来讲，土地供给弹性变小。这时住房价格由需求强度决定，结果住房价格会大大高于住房的建筑成本，形成丰厚的垄断租金。这个垄断租金由谁分享，取决于土地所有制及土地垄断程度和房地产开发商的垄断程度。假定房地产业是一个进入门槛很低的完全竞争的行业，这个垄断租金便由土地所有者单独拥有。如果房地产业不是完全竞争的产业，房地产开发商具有一定的垄断程度，那么这个垄断租金就由土地所有者和房地产开发商一起分享。如果土地具有国有性质，土地所得为国家拥有。但是，如果所有者缺位，委托代理机制不顺，就有可能出现房地产领域的腐败。

第二，不管土地所有制的形式如何，政府一般可以在房价上涨中获取一部分收入（比如各类税收），并将政府收入投入到城市基础设施建设和公共产品的供应。因此，房价上涨明显的城市，教育、医疗等公共产品和文化服务市场发达，交通网络设施便捷，这些要素是高收入人群所追求的。因此，房价上涨与高收入人群集聚、高端产业集聚互为因果，进一步拉大各区域房价的差距。

第三，房价的过快上涨，使家庭的购房行为从单纯的居住需求发展到投资需求和投机需求，大量投资和投机资金进入房地产市场，导致房地产价格泡沫化发展。2008 年美国的次贷危机就是一场房地产价格下降所带来的全球金融危机。危机导致一个国家甚至全球经济增长速度下跌。房地产泡沫化发展导致社会阶层之间的收入和财富差距拉大，对低收入家庭造成巨大生活压力。面对中下阶层的住居压力及其困境，政府必须考虑各类公共住房政策，如社会住房政策、租金补贴、限制租金上涨、改变住房产品结构，等等。但是这些政策长期实施的效果并不理想。

上述是房地产价格上涨及其后果的共性，美国如此，欧洲国家如此，中国也不例外。但是，始于改革开放以来的中国房地产市场的发展除了上述机制及其后果之外，仔细分析我们就会发现，中国房地产业发展与实体经济增长的关系太过密切，尤其在 2008 年全球金融危机之后，房地产投资与城市基础设施投资成为稳定经济增长的关键动力。由于中国的房地产市场与实体经济之间的关系太过密切，使得我们今天无法做到快速去泡沫和去杠杆，而不危及经济增长和金融稳定。

中国房地产发展历史短，从 1978 年改革开放到现在短短四十年。1978—1992 年，是房地产市场的探索阶段，房地产业从无到有，但在中国比重非常低，还不是一个重要的产业。1992 年邓小平南方谈话之后，出现海南等地房地产开发热潮，但当时居民购房的支付能力有限，大量房产过剩。1998 年以城市居民住房制度改革为标志，中国真正迎来了房地产业大发展的时期。这一期间，房价一路上扬，但还没有到明显泡沫化的程度。中国房地产业为经济增长做出了重要贡献。自改革开放以来，中国经济发展首先发轫于农村和农业改革的成功，解决了居民的食品消费问题；接着剩余劳动力流向工业（乡镇企业）和城市，与地方政府招商引资下进入中国的 FDI 对接，中国经济融入全球产业链，使中国成为世界工厂，向充分就业和快速工业化推进。如果我们不谈户籍人口城市化，居住人口城市化速度在改革开放过程中异常得快，和平时期我们转移了 2.7 亿劳动力。如果不统计户籍，1998 年城市居住人口比重已接近总人口的 50%。但是由于住房制度和住房金融制度改革的滞后，房地产业在中国难以得到实质性的发展。与此同时，居民消费在满足食品、轻工业产品、家用电器之后，1990 年代中后叶出现疲软，大量家用电器企业产能过剩，纷纷倒闭或者被并购，中国经济增长速度也进入低迷状态。1998 年的住房制度改革是中国经济增长突然发力的转折点。中国城市居民的消费从食品、轻工业品（包括家用电器）升级进入到住房和汽车时代，房地产业迎来黄金十年。首先，那个时期中国城市房地产业的发展是以改革开放之后二十年制造业发展为基础的，中国成为“世界工厂”，城市居民的收入增长来自就业的增长和劳动生产率的提高。其次，由于中国在计划经济年代住房建设滞后，这一时期的房地产市场化发展方向正确，并且带有还欠账的任务，一定程度的超速发展是合理的。第三，住房金融改革助力房地产业的快速发展，住房按揭贷款制度的广泛推行，使广大城市居民突破现有收入制约，以未来一辈子的收入做承诺，提前实现住房梦。第四，中国经济积极融入全球经济，2001 年中国加入 WTO，多年的贸易顺差和强制结汇制度使中国人民银行很快积累起 4 万亿美元的外汇储备，成为央行最优质的资产，为日后基础货币增发和信用货币创造打下坚实基础。第五，房价上涨带动土地价格上升，土地财政收入迅速上升。1994 年中央与地方财政实行分税制之后，地方财政收支曾经一度出现困难。房地产业的发展，使地方政府的土地财政收入迅速上升，补充了地方政府基础设施建设和公共产品提供的收入缺口。同时，房地产业的发展与中国城市化、基础设施建设形成互为因果的循环，将中国经济推向重化工业大发展的阶段。第六，从金融的角度看，由于中国居民储蓄率很高，金融资源配置效率较低，宏观经济经常处于动态无效的状态^①，其标志为居民储蓄的回报即实际利率长期处于低位，通胀年份甚至为负。金融资源被过度配置于低效的国有企业，成长性较好的民营企业缺乏融资渠道。房价一定程度的上涨，有助于吸收过度储蓄，平衡对外贸易的过度顺差。尤其重要的是，民营企业随着房价上涨与土地价格上涨，可以将其所拥有的住房、厂房、土地作为抵押，从银行获得更多融资为实体经济服务。因此，根据 Farhi 和 Tirole^②，住房价格上涨，甚至一定程度的房价泡沫化发展对实体经济具有“挤入”作用，更何况我们在上面分析中已经提出，住房价格上涨与中国城市化建设之间在初始阶段形成了很好的良性互动。因此，1998 年的住房制度改革以及由此开启对中国经济增长的推动，使得房地产业在一定时期内成为中国经济的支柱产业，也是十分合理的。图 7 是房地产业增长与中国 GDP 增长之间的关系。

图 7 描述了 1980 年以来房地产业增加值的增速与 GDP 增速之间的关系，始于 1998 年的住房制度改革到 2008 年全球金融危机是中国房地产业发展的黄金时期，房地产业与 GDP 增长同步，内在的逻辑如前面所述，而且是比较健康的。2008 年全球金融危机是一个转折点：中国过度储蓄，外汇储备不断积累的发展模式遇到全球经济非均衡的冲击，表明这样的发展模式不可持续。此后，由于国内居民消费难以迅速上升，为抵消外需下降对国内经济增长的影响，我们出台 4 万亿的财政刺激政策，目的是稳增长。在出口受阻和制造业投资下降的情况下，房地产投资和基础设施投资在短期内确实能够迅速弥补出口和制造业投资下降所带来的产出缺口，经济增长和就业水平得到很快的维持。另外自 2008 年起，中国在其他方面也面临

① 袁志刚、何樟勇：《20 世纪 90 年代以来中国经济的动态效率》，《经济研究》2003 年第 7 期。

② Farhi, E. and Tirole, J., “Bubbly Liquidity,” *Review of Economic Studies*, vol.79, 2012, pp. 678-706.

很多挑战：劳动力短缺导致工资过快上升；沿海城市房价过快上涨导致企业用地成本上涨。与此同时，企业的其他成本也大幅上升（能源成本、环境治理成本、融资成本和税收成本，等等）。随着西部大开发，中部崛起，东北振兴等国家战略的实施，房地产业与城市化建设在中国大地开始全面铺开。这里需要特别注意的是：东部地区的城市化建设与房地产业发展之前，有一段时期地方政府的大力招商引资和全球跨国公司 FDI 进入，制造业大发展作为基础。从全国金融层面看，在制造业成为世界工厂和外贸顺差年年增加的情况下，我们有 4 万亿美元的外汇储备积累。换句话说，有 4 万亿美元的外汇储备在央行，一定程度的货币创造及其信贷扩张是有实体经济的健康运行作为物质基础的。但很多中西部城市，特别是三、四线城市，没有制造业作为基础，直接进入房地产业的发展并由土地财政与土地金融推动的城市化建设。房地产与政府土地财政互为依托，通过地方融资平台获得金融支持。在中国目前的财税制度与土地制度下，房地产业的快速发展带动了地方政府财政收入的增长。政府一方面通过土地市场化出让以及房地产相关税收获取城市建设资金，另一方面凭借高估值的土地储备以地方融资平台的形式获得大量融资。与此同时，房地产业的快速发展深刻影响了中国城市的发展路径。在地方官员任期短期化的背景下，以土地储备为抵押、通过地方融资平台获得大量债务融资成为城市发展的普遍模式。城市融资能力增强导致的最直观的改变是城市在空间范围内的快速扩张。在实体经济不振的情况下，地方政府期望以“造城”的手段更新城市基础设施，期望能够“筑巢引凤”，推动城市经济快速发展。新城的建造强化了投资者对房地产市场的预期，进一步推高房价，这一过程不断循环，导致部分欠缺发展基础的城市累积了一定的金融风险。

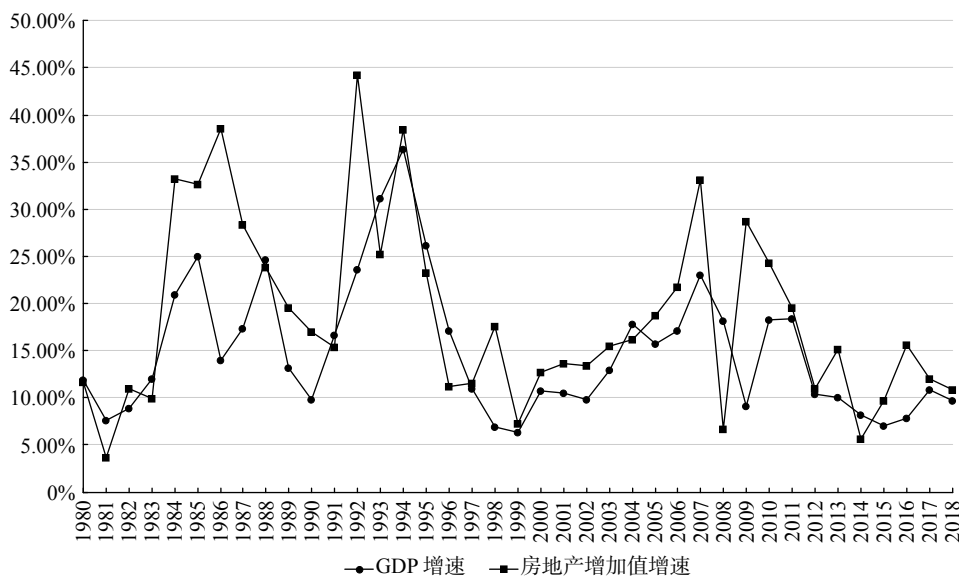


图 7 GDP 增速与房地产业增加值增速的关系

数据来源：中国统计年鉴。

据有关中国国土资源统计年鉴、中国统计局数据显示，1999—2015 年，地方政府土地出让收入上涨了 60 倍，占地方预算内财政收入的比重从 9% 上升到 36%；城镇土地增值税、耕地占用税、土地增值税、契税和房产税五类房地产税收收入占地方预算内财政收入比重由 1999 年的 7% 上升至 2015 年的 17%^①。土地税收和房地产税收收入为地方政府筹集了大量城市建设资金。房地产泡沫的膨胀通过放大政府土地储备的价格而提高了地方政府的融资能力。

中国的房地产业不仅与地方政府的土地财政结合，通过城市化的基础设施投资成为中国经济增长的重要动力。另外，由于中国的金融市场发展滞后，缺乏安全的金融产品，中国居民在老龄化日益严重，养老

① 袁志刚、李宛聪、樊潇彦：《资产负债扩张与实体经济增长》，北京：中信出版社，2018 年。

保险帐户面临危机的情况下，住房投机成为家庭财富管理的重要手段。由于中国主要城市房价一路单边上涨的周期特征，吸引大量的居民储蓄资金进入房地产市场。更有甚者，当制造业企业的运行面临越来越困难的情况下，这些企业也将资金投向房地产泡沫投资，获取泡沫利润。根据理性泡沫的相关理论，在经济动态无效的情况下，一定程度的资产泡沫对实体经济会产生有利的效应；然而，资产泡沫的过快膨胀可能导致金融资源的配置扭曲：由于泡沫膨胀带来的资产回报率提高，过多的资本将投入到泡沫资产，抬高了利率，从而对实体经济产生“挤出效应”，最终导致整体经济的泡沫化（Tirole, J. 1985）。Gan（2007）和 Chaney 等（2012）理论研究指出，资产泡沫导致某部门投资回报率处于较高水平，可能挤出实体经济投资。从更宏观的视角来看，如果存在低进入门槛的高盈利行业，则可以观察到社会各行业偏离主营业务而出现社会投资结构单一化的倾向。在房地产行业投资回报率快速上升的情况下，实体企业将更多的资本配置到房地产投资，而减少了主营业务生产投资，造成企业创新能力和实体经济活力整体下降，可称为房地产泡沫对实体投资的“挤出效应”。在房地产泡沫化发展情况下，整个国家的资产负债发展迅速。房地产和土地是一部分人的资产，它们的价值上升，带来交易时银行抵押贷款的扩张，购买者因为抵押物的价值上升，负债的水平也迅速上升。对于地方政府来说，不仅是土地财政大幅上升，更是土地抵押下的“土地金融”创造了巨量负债，投入到地方基础设施中。因此，资产与负债是根据住房价格和土地价格的上涨同步发展的。在房地产大发展的背景下，中国 M2 供应量由 2000 年的 13.46 万亿上涨到 2015 年的 139 万亿，增长了 9 倍；而同期 GDP 上涨了 6 倍。早期 M2 供应量的迅速上升由加入 WTO 后的巨大贸易顺差所形成的外汇储备作为优质资产的基础。但是，在 2008 年之后情况发生了很大的变化，没有了制造业作为基础，没有了外汇储备的增加作为资产端的扩张，资金流入越来越多的泡沫资产领域，投资的回报越来越依赖资产泡沫与金融信贷的继续扩张，与实体经济的联系越来越弱，金融风险积聚也就变得明显。

五、抑制中国房价快速上涨的对策

根据前面的分析，很显然房地产是一个重要的产业，房价上升带来土地收益的增加，在土地国有的情况下，土地收益成为一个地区基础设施改善和公共产品供应增加的前提条件。同时在中国，房地产和基础设施投资带动了重化工业高速发展，是挤入实体经济的。但是，如果房价过快上涨，脱离了“房子是用来住的”这一基本面，金融因素进入太多，尤其是泡沫化发展太快，就会挤出实体经济，带来金融风险的集聚和社会流动性的下降，长期不利于宏观经济的健康运行。如何使房地产市场的运行处于理性和健康的状态呢？我们可以将治理房地产价格快速上涨的对策分为短期对策和长期对策。

就短期来讲，中国房地产业发展的使命和中国经济对房地产的依赖程度相当复杂，涉及中国经济增长的动力转型、金融去杠杆与风险处置能否成功等重要问题，陷入过快上涨不得，过快下降也不得的矛盾境地。短期看，使用各种金融、税收乃至行政手段，千方百计抑制住房的投资和投机需求，使居高不下的房价有一定程度的涨幅趋缓。等到宏观经济动力转换相对成功，新的经济增长动能形成，金融去杠杆与金融风险化解取得一定成就时，最终我们还是需要放开房地产市场的行政管制。目前过多的行政管制，短期不利于居民真实住房需求的实现，长期不利于房地产市场的真正的均衡发展。我们可以预见，目前一线城市房价在将来行政管制放开后会有一定程度的补涨，当然也会有一些城市经历房价下降。涨幅与跌幅都取决于前期我们施行了多少违反市场规律和市场机制的做法，违背市场规律和市场机制越多越久，价格受到的反弹也会越猛。同时，也取决于宏观经济增长及其居民收入的增长。但是长期将呈现上涨趋势。

就长期来讲，我们必须放弃非市场机制的调控，如限购、限价、限售、限贷等非市场手段，而是借助于长期均衡的手段。根据前面我们对房价上涨的供求机理分析，下述几方面工作可以有效抑制房价的过快上涨。

第一，增加住房的供给弹性。住房供给弹性的关键是土地供给弹性，当产业和人口在城市的集聚动力明显时，我们只有千方百计地扩大城市空间，增加土地供给。具体措施有，构建快速交通，扩大城市半径；在更大的空间范围内转移和配置产业，大力发展特大都市圈。在中国，产业与人口的合理空间布局，

可能还涉及到地方政府的行政区划, 地方官员的业绩考核, 地方政府的税收制度, 户籍制度改革等配套制度的改革。中国的长三角地区、粤港澳大湾区、环渤海地区等都有可能进一步发展形成如同日本东京都一样的特大都市圈, 在上海附近、北京附近、广州和深圳附近, 迅速崛起一批卫星城市。快速的交通、便捷的通信、同城效应的充分释放, 住房供给弹性就会大大提高, 从源头上形成抑制房价上升的基础。其次, 改革不合时宜的土地使用规划, 比如, 各个城市对住房用地的过度限制、人口居住密度和住房高度的过度限制、住房光照的最低要求, 等等。从西方发达国家的大量研究文献看, 所谓的“Zone code”(区域规划) 大多情况下代表了土地所有者和既有房主的利益, 是严重影响住房土地供给弹性的制度, 需要大刀阔斧的改革。当然, 对于房地产开发商实行一定程度的住房结构规定, 如提高小面积住房的比例, 限制大面积住房的供给, 同样具有提高住房供给弹性的功效, 这一类规划还是需要的。总而言之, 对于快速上涨的房价而言, 最基本的措施是住房土地供给弹性的提高。

第二, 降低对住房的非居住需求。在中国这样一个人口众多、城市化过程还有漫长的道路要走的国家, 房价的快速上涨, 房地产的过多投资和投机活动, 房价过度泡沫化对实体经济和社会阶层的收入和财富流动性都是十分有害的。我们必须加以控制。长期来讲, 在法理许可的情况下, 开征房产税, 对居民第二套住宅增加持有成本, 提高住房投资所得税等措施, 对于抑制非住房需求是重要的。与此同时, 金融市场的完善和对外开放, 丰富金融产品和家庭金融投资渠道, 将居民财富管理与实体经济发展相结合, 提高投资回报, 也是十分重要的。但是, 在经济转型时期, 新旧经济增长动能转换没有完成时, 这些措施的推出必须十分慎重。

第三, 在上述这些针对供给和需求的政策之后, 根据全球城市产业和人口集聚的基本趋势, 住房价格对于中低收入群体来讲, 还是一个负担很重的支出, 严重影响他们的其他消费支出, 特别是贫困家庭的教育支出, 影响社会流动性。因此, 从更加公平的角度看, 我们一方面可以做一些转移支付的工作: 将房价上涨而导致过多土地租金收入用于更多公共产品的提供, 尤其是在教育资源配置上, 做到全国平等。同时, 利用这些租金收入, 实行一系列住房政策: 公共住房的建设; 低收入群体租金的补助; 交通费用的补助。纽约实行地铁一票制, 即不管你的居住地跟曼哈顿中心的距离多少, 地铁票价格一样, 实际上是用富人的票价弥补穷人的票价(因为富人大多住在城市中心区域, 穷人住在郊区), 巴黎 2017 年起也实行了同样的政策。过去巴黎的地铁票分为 2 圈、3 圈、4 圈和 5 圈不同的价格, 现在月票是统一价格, 零星购买的票价还是有差异的, 降低了居住离城市中心较远地区居民的交通成本。

(本文为教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“积极应对人口老龄化战略行动研究”(17JZD028) 的阶段性成果)

(责任编辑: 沈敏)

House Prices, Land Revenue and Macroeconomic Performance

—— Base on Comparison between China and Foreign Countries

YUAN Yangzhou, YUAN Zhigang

Abstract: This paper investigates the relationship between housing prices and land revenues by comparing empirical facts from dozens of industrialized countries during 1880–2010 and Chinese housing markets across different tiers of cities since the housing system reform in 1998, and analyzes the inherent mechanism of real estate price appreciation. Moreover, we discuss the implications of housing and land price boom on economic growth, structure change and income inequality, with extensive focuses on crowding out real sectors and accumulating aggregate risks. Finally, we study the policy implications of developing a rational housing market, meeting targets in the short term as well as in the long term.

Key words: housing price, land revenues, macroeconomic, real estate market