

人民的住房市场

中国主要城市住房市场的宜居性及可持续性评析

邓永恒教授

Wisconsin School of Business
University of Wisconsin, Madison

中国房地产市场及经济与金融稳定会议
香港金融管理局，2018年1月18-19日



2017中国主要城市的住宅均价比较

排名	城市	均价
1	北京	53,087元/平米
2	上海	47,549元/平米
3	深圳	43,332元/平米
4	厦门	37,818元/平米
5	南京	23,989元/平米
6	天津	22,584元/平米
7	广州	22,051元/平米
8	杭州	21,212元/平米
9	三亚	20,478元/平米
10	珠海	20,375元/平米
11	福州	18,640元/平米
12	廊坊	18,044元/平米
13	温州	17,075元/平米
14	陵水	15,273元/平米
15	苏州	14,972元/平米

坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。让全体人民住有所居。

——摘自习近平十九大发言

中国住宅土地价格指数 (新国大-沃顿-清华指数)

2004q1=100

800

全国实际地价自2004起上涨了736%

700

平均复合年增长率高达16.6%，同官方数据公布的平均
年增长率只有4.4%相比，两者间存有显著的差别。

600

北京实际低价自2004起飙升了1,638%，平均复合年增
长率高达26%

500

400

300

200

100

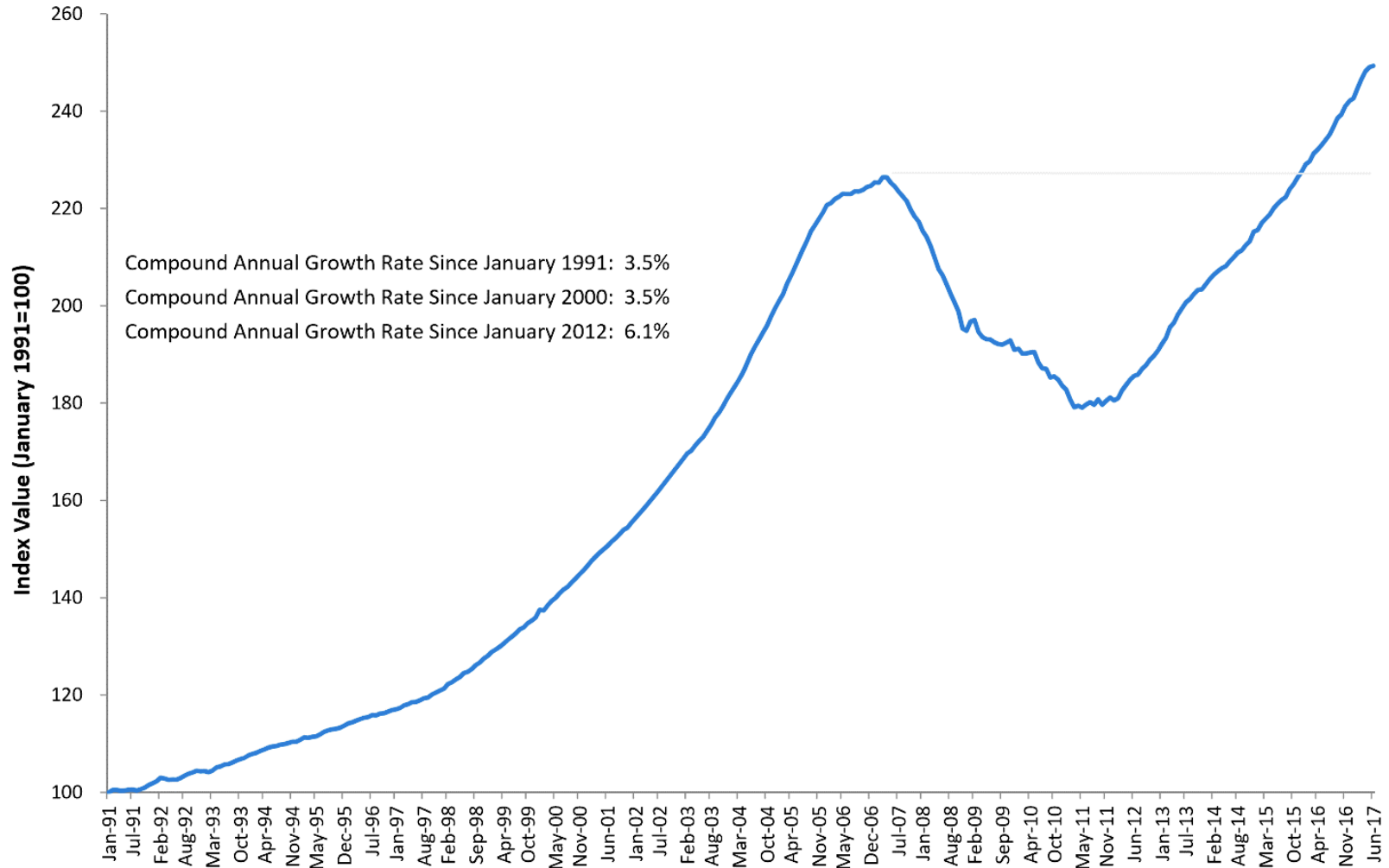
0

2004q1 2004q3 2005q1 2005q3 2006q1 2006q3 2007q1 2007q3 2008q1 2008q3 2009q1 2009q3 2010q1 2010q3 2011q1 2011q3 2012q1 2012q3 2013q1 2013q3 2014q1 2014q3 2015q1 2015q3 2016q1 2016q3 2017q1

美国联邦住房金融监管委(FHFA)房价指数

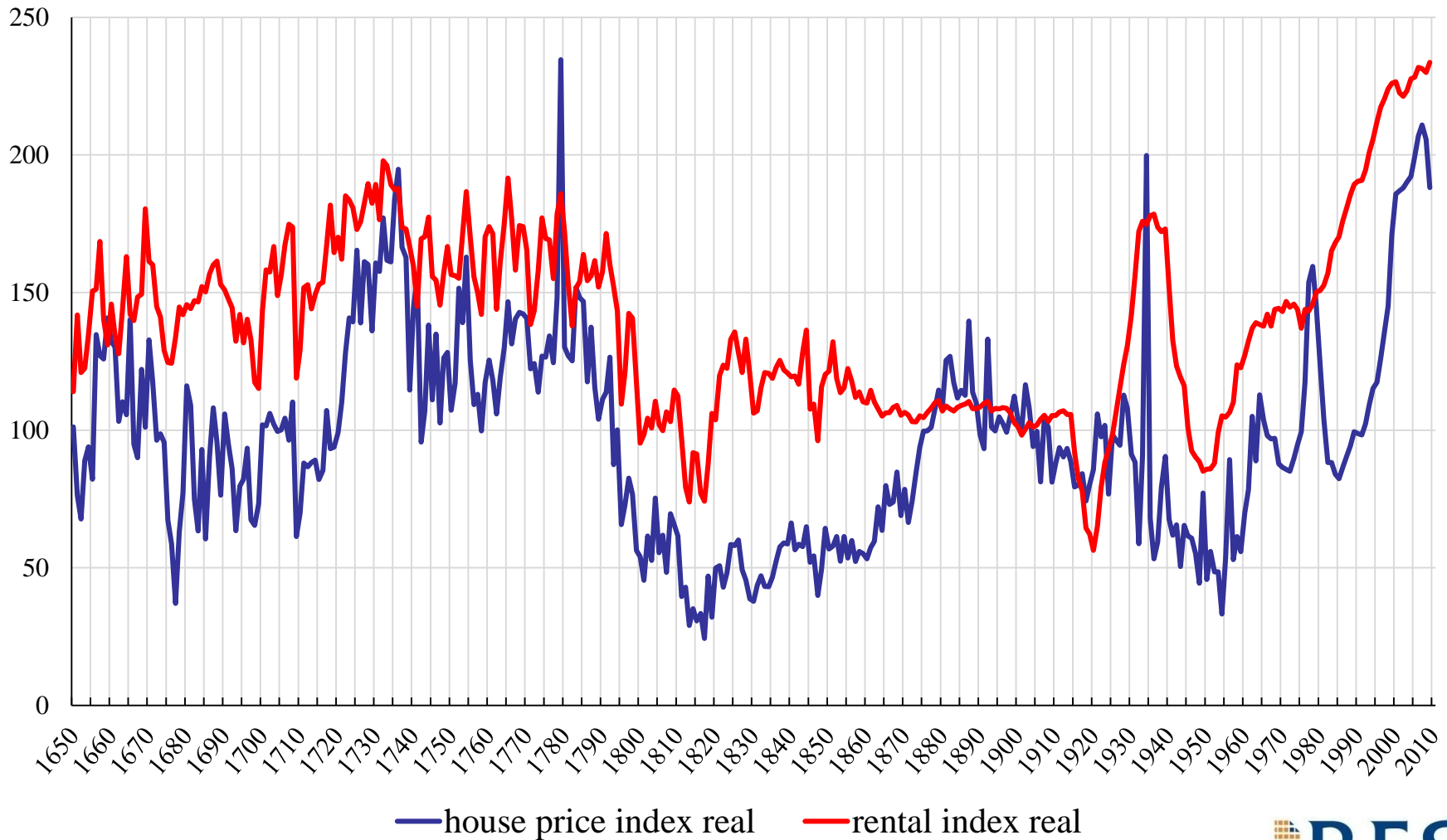
Monthly House Price Index for U.S.

Purchase-Only, Seasonally Adjusted Index, January 1991 - Present



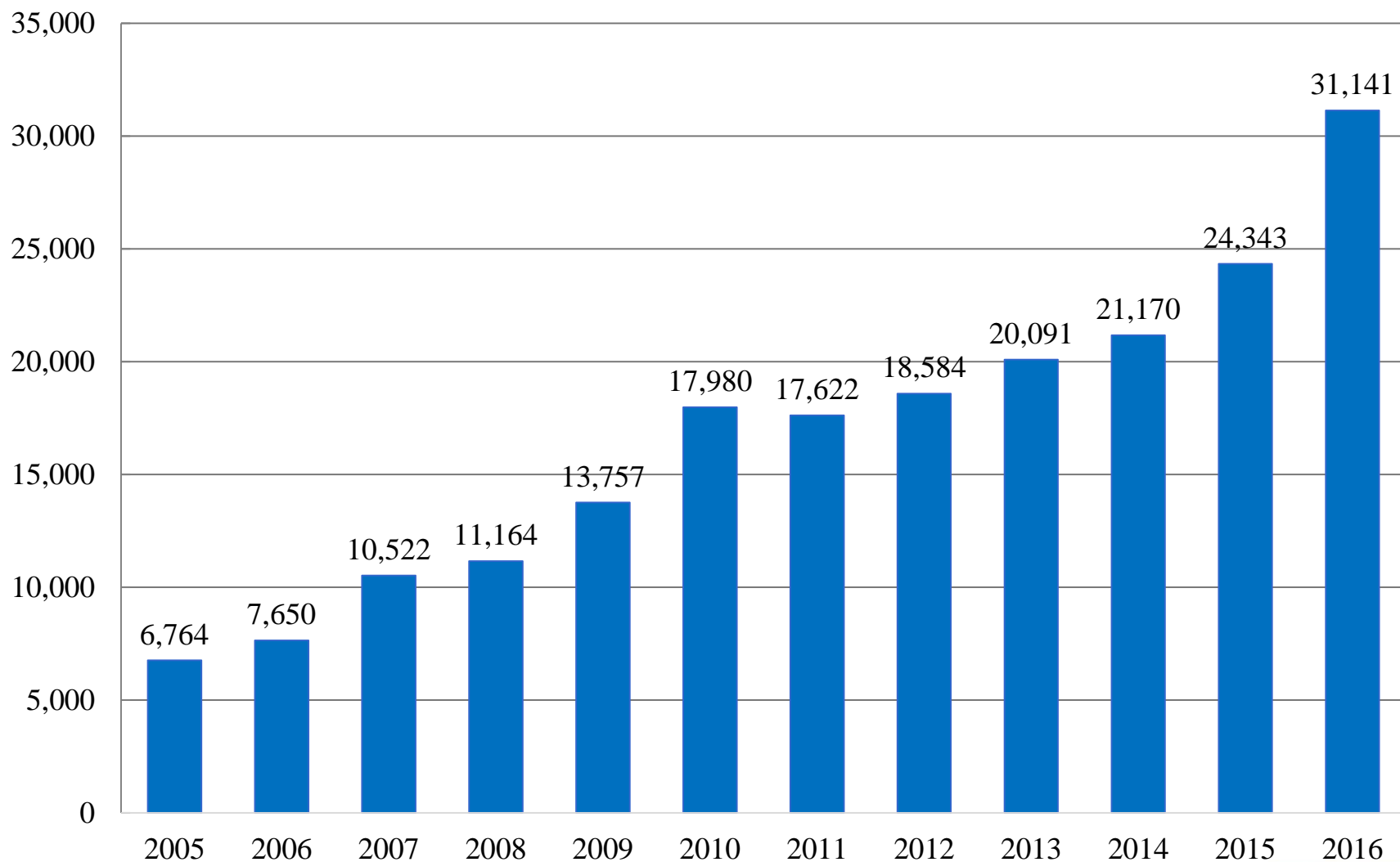
Sources: Federal Housing Finance Agency (FHFA), U.S.A..

阿姆斯特丹360年房价指数(1649-2009)

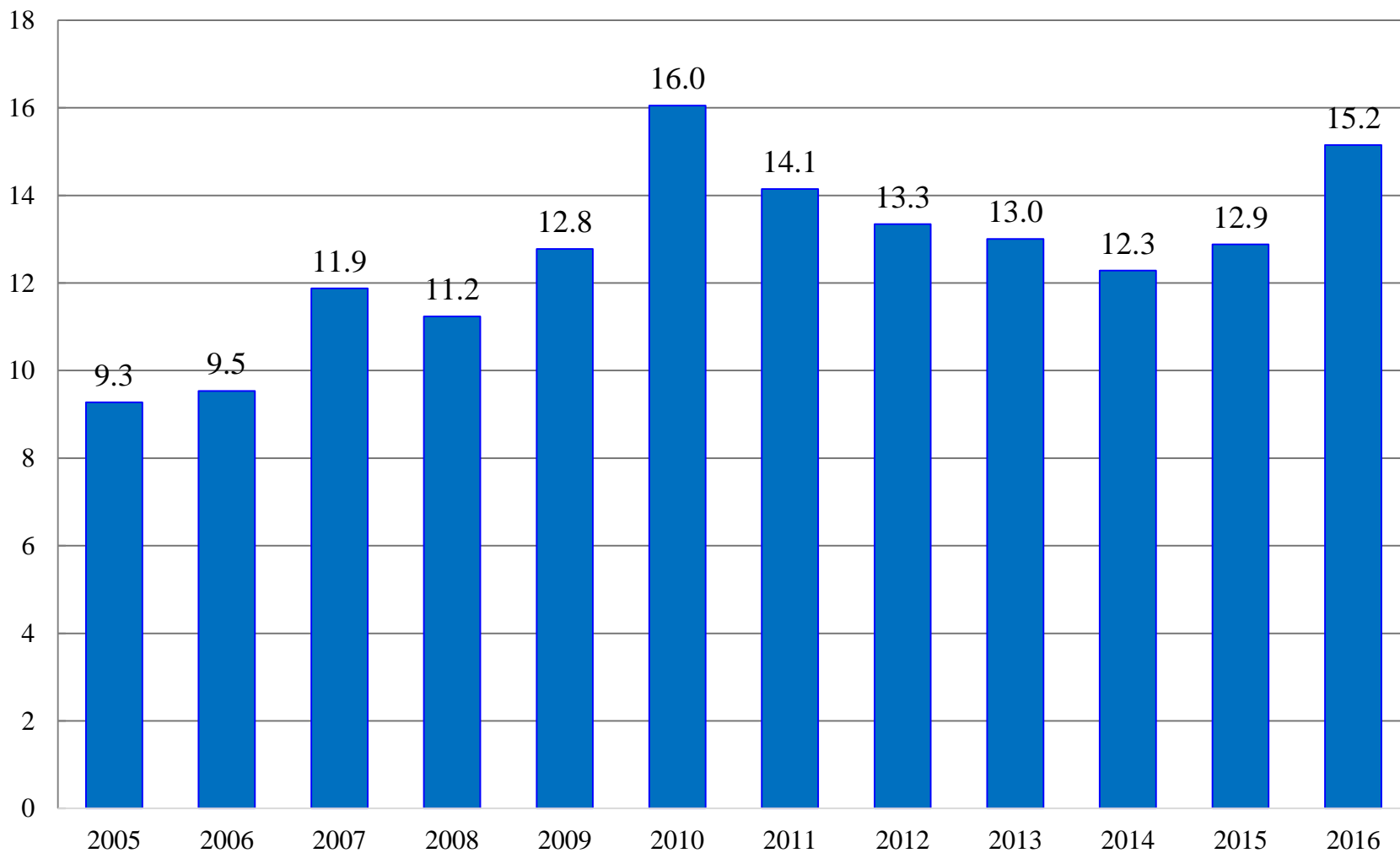


北京新建住宅均价 2005-2016年

元/平方米



北京市平均房价收入比 (90平米, 2005--2016)



中国主要城市房贷收入比

方法：折算为月还款额占月收入比重 在5.05%的住房抵押贷款年利率（8.5折后）、20%首付款比例和30年贷款条件下，三口之家要购买90平方米住房，每月偿还贷款本息额度将占到家庭月总收入的：

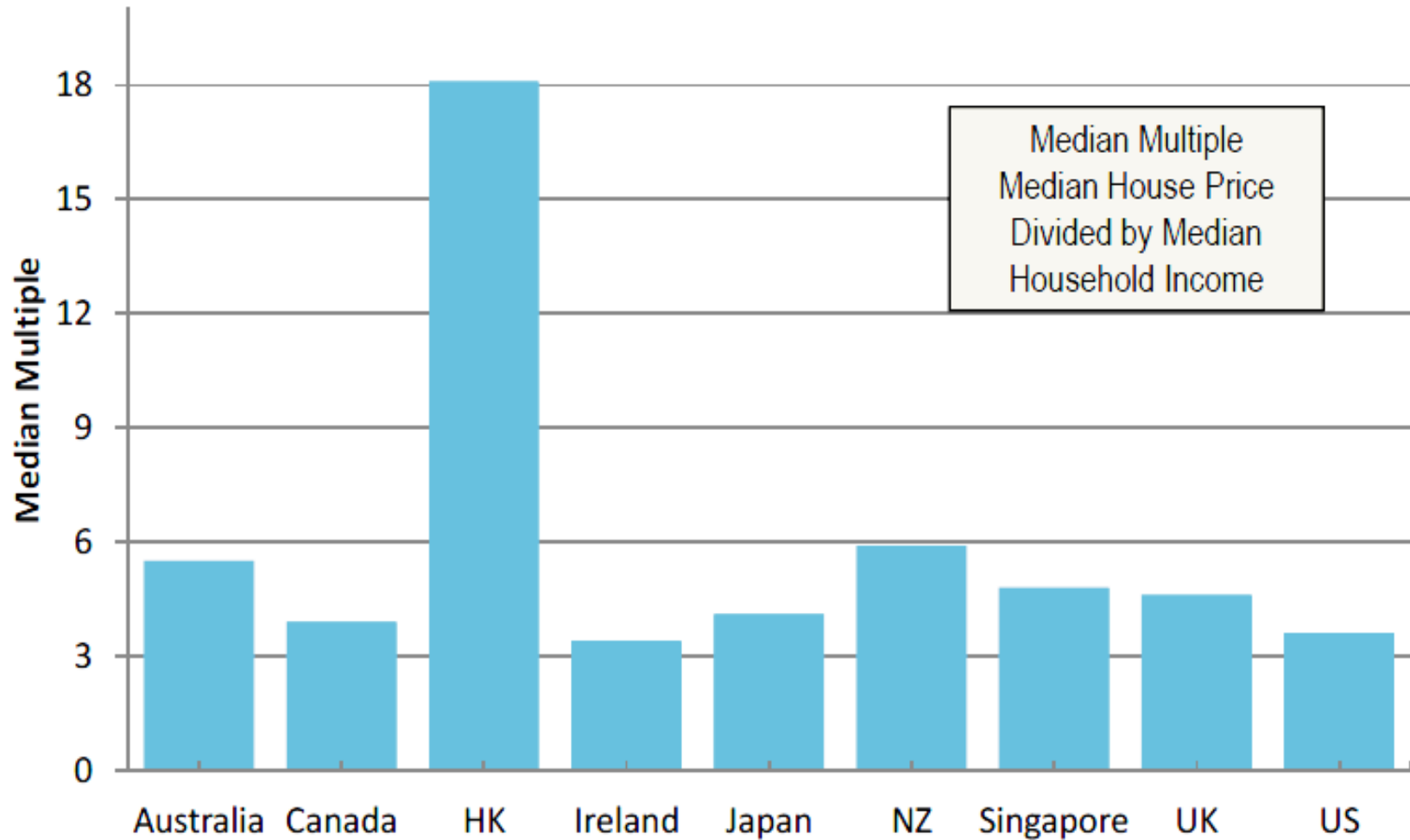
北京	95.9%	武汉	40.3%
天津	48.0%	深圳	111.7%
上海	66.3%	成都	31.8%
杭州	60.3%	西安	41.4%

香港住宅均价

HK\$ / 平方米, 70平方米 ~ 99.9平方米, 2001-2016

年	港岛	九龙	新界
2001	49 358	33 792	32 685
2002	42 116	30 654	29 522
2003	40 375	28 143	26 743
2004	56 808	46 837	35 698
2005	66 634	56 516	41 584
2006	69 332	57 104	41 549
2007	83 239	76 450	44 721
2008	96 537	83 318	48 727
2009	95 288	85 613	49 189
2010	113 073	107 486	59 190
2011	135 355	123 511	68 022
2012	142 070	128 259	75 416
2013	159 480	138 823	85 640
2014	153 720	138 586	89 607
2015	171 848	148 980	101 364
2016	162 731	149 335	97 811

2016年世界各国住房的可支付性比较



Source: 13th Annual Demographia International housing Affordability Survey (2016: 3rd Quarter)

金融危机后底特律的房价： 这栋屋子在eBay上报价5,000美元 (2010年9月9日)



House At 14% of Market Value - \$5000 Or Best Offer

Real Estate Investors Cash Cow

Item number: 120595272745

Classified ad price: **US \$5,000.00**

This is a classified ad listing. There is no bidding on this item, so contact the seller for more information.

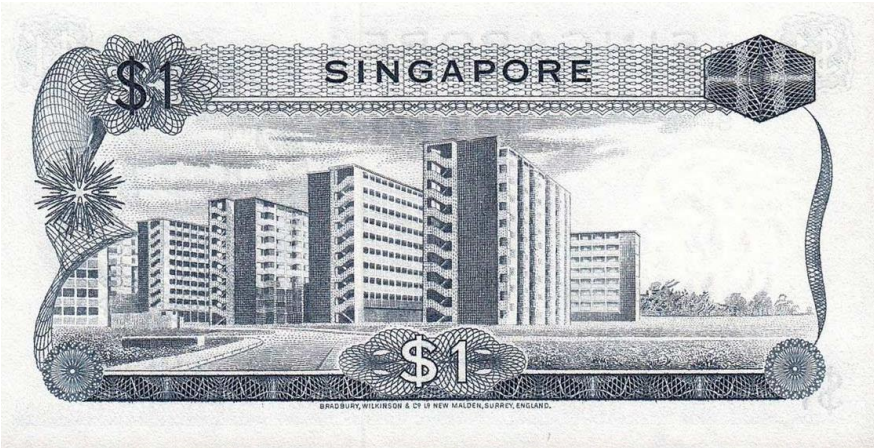
Coverage: Read item description or contact seller for details. See all details
(Not eligible for eBay purchase protection programs)

Item specifics - Residential Real Estate

Sq Footage (Sq. ft.):	1109.00	Setting:	Urban/City
Property Type:	House	Number of Bedrooms:	3
Property Address:	4375 Freer	Number of Bathrooms:	2
City:	Detroit	Year Built:	1918
State/Province:	Michigan	Lot Size (acres):	6000.00
Zip/Postal Code:	48210	Sale Type:	Foreclosed Homes
For Sale by:	Owner		
	Neighborhood Profile		

新加坡住房市场50年的演变

新加坡公共住房(政府组屋)



- 1. Rainbow HDB flats (80's)
- 2. Singapore one dollar
- 3. Tiong Bahru SIT flats (60's)



新加坡私人开发商住宅市场



1 | 2
—|—
3

1. Keppel Bay
2. OMA Interlace
3. Marina Bay Sands

新加坡公共住房(政府组屋)



The Pinnacle @ Duxton

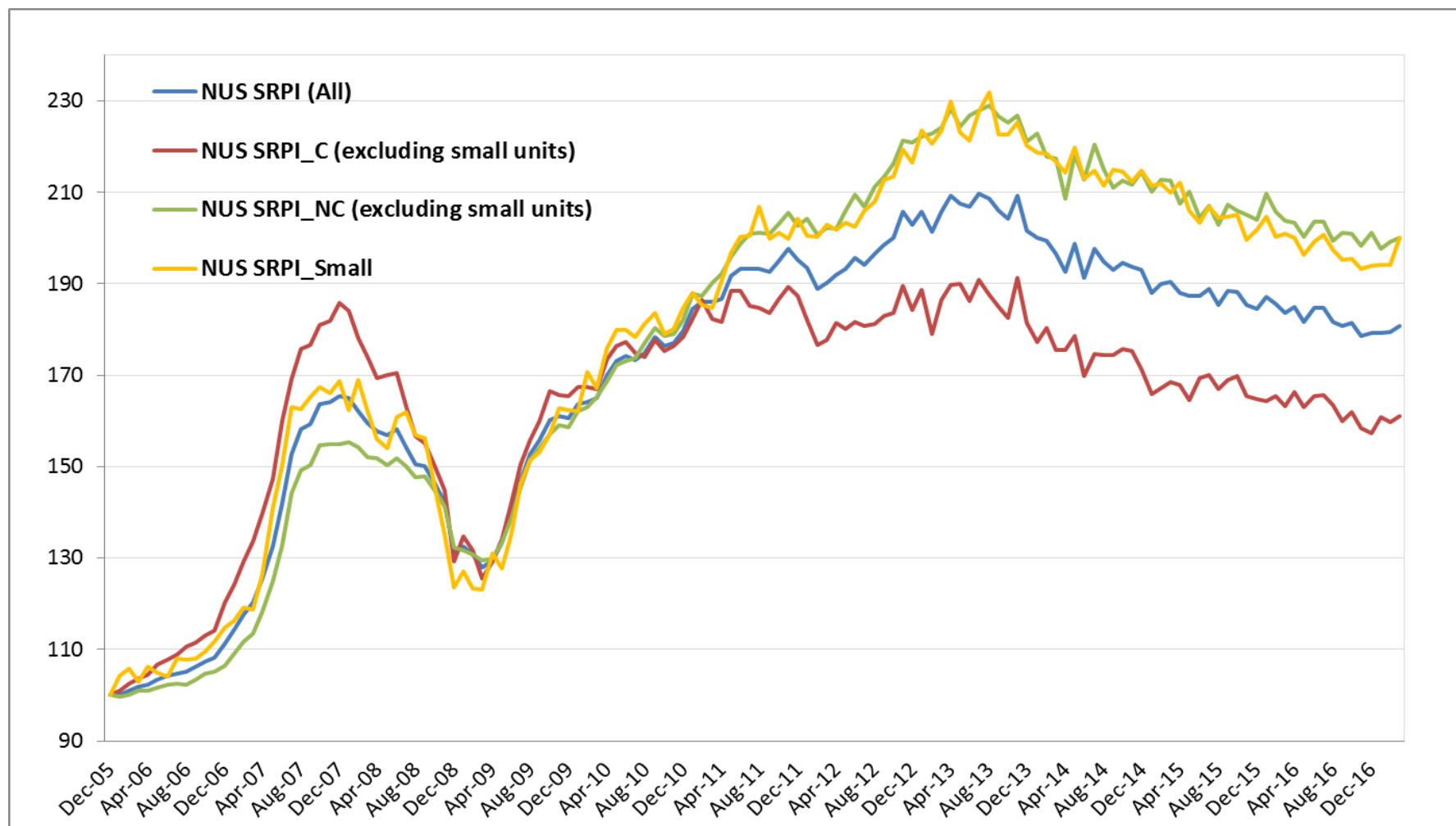


Sky Terrace @ Dawson



新国大房地产研究院新加坡房价指数

(2005.12 -- 2016.12; 2005.12=100)

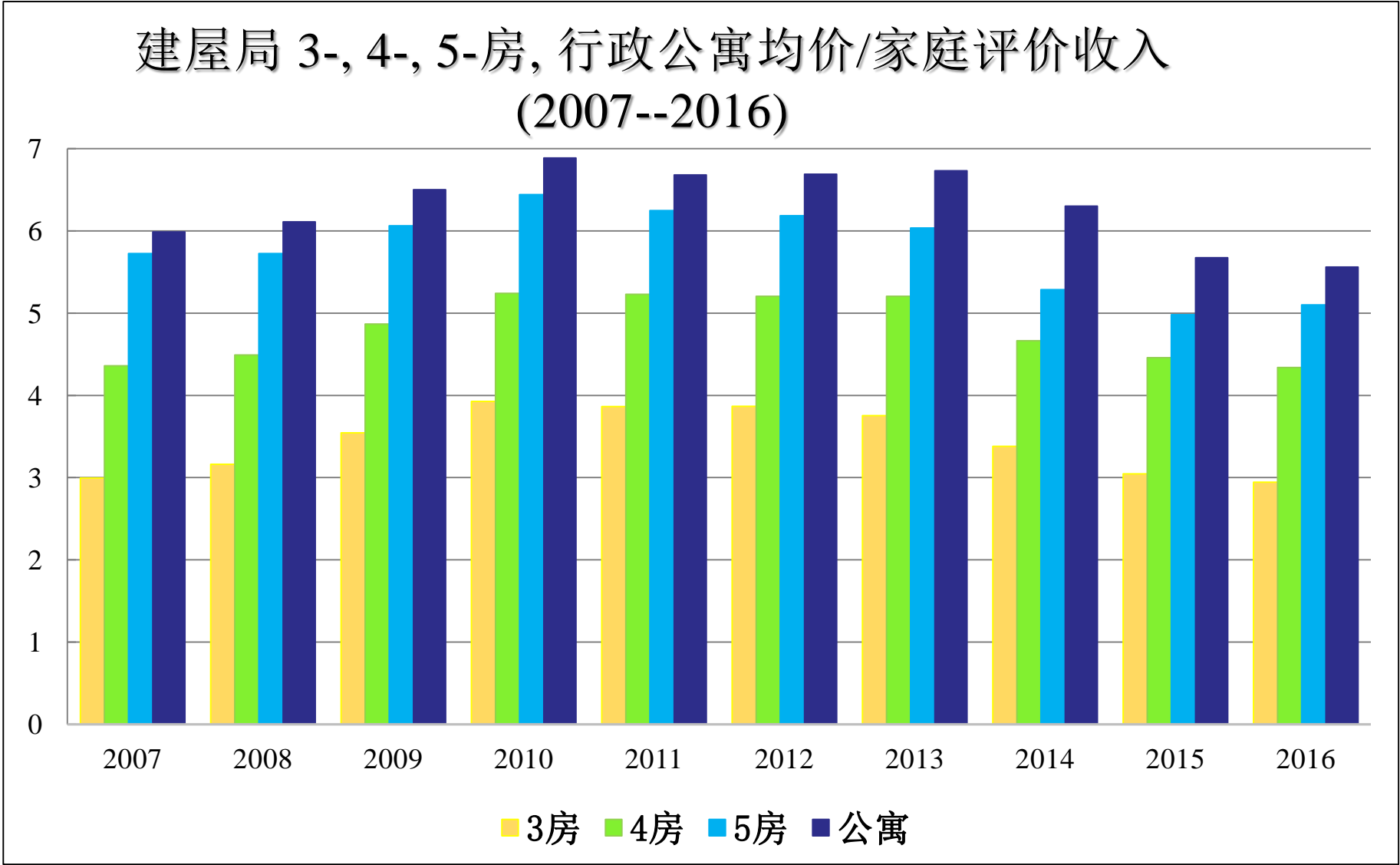


2016年新加坡组屋转售均价、中位数价

	3房(2卧)	4房(3卧)	5房(4卧)
均价	S\$322,467	S\$434,469	S\$522,642
中位数价	S\$308,000	S\$405,000	S\$475,000
平均收入	2.3年	3年	3.75年
低收入<10%	14年		
10%<低收入<20%	7年		
20%<低收入<30%	4.7年		
高收入>90%			1.5年

新加坡平均房价收入比

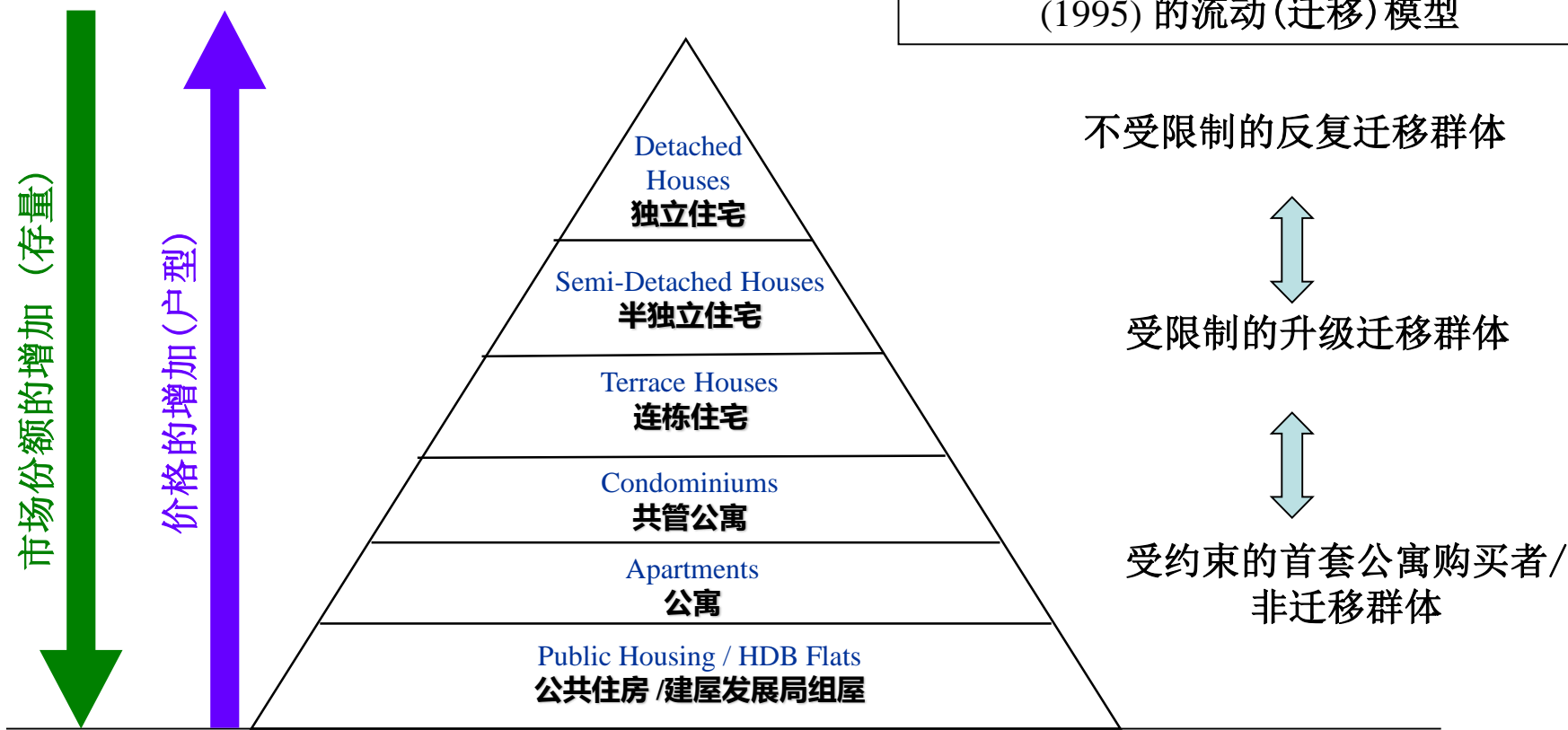
建屋局 3-, 4-, 5-房, 行政公寓均价/家庭评价收入
(2007--2016)



新加坡人的住房梦

住房市场的阶梯结构促进了住宅消费的升级流动

住宅阶梯与流动(迁移)决策:
Ortalo-Magne and Rady (2005) 和 Stein
(1995) 的流动(迁移)模型



基本面要素能够解释中国房地产 与土地市场价格的增长吗？

12个城市土地价格与房屋价格增长的比较

	中国住宅土地价格		新建房屋价格		土地相对 房价涨幅
City	Aggregate Growth	Per Annum Rate	Aggregate Growth	Per Annum Rate	Aggregate
Beijing	1036%	27.5%	226%	11.6%	4.6
Changsha	248%	13.3%	93%	6.3%	2.7
Chengdu	201%	11.6%	144%	8.6%	1.4
Chongqing	449%	18.6%	157%	9.2%	2.9
Dalian	101%	7.2%	116%	7.4%	0.9
Guangzhou ¹	169%	15.2%	75%	7.5%	2.3
Hangzhou	273%	14.1%	197%	10.6%	1.4
Nanjing	348%	13.3%	149%	8.9%	2.3
Shanghai ²	342%	20.4%	101%	8.3%	3.4
Tianjin	332%	15.7%	141%	8.5%	2.4
Wuhan	102%	7.3%	158%	9.2%	0.6
Xian ¹	78%	8.6%	50%	5.4%	1.6

长期供求均衡分析

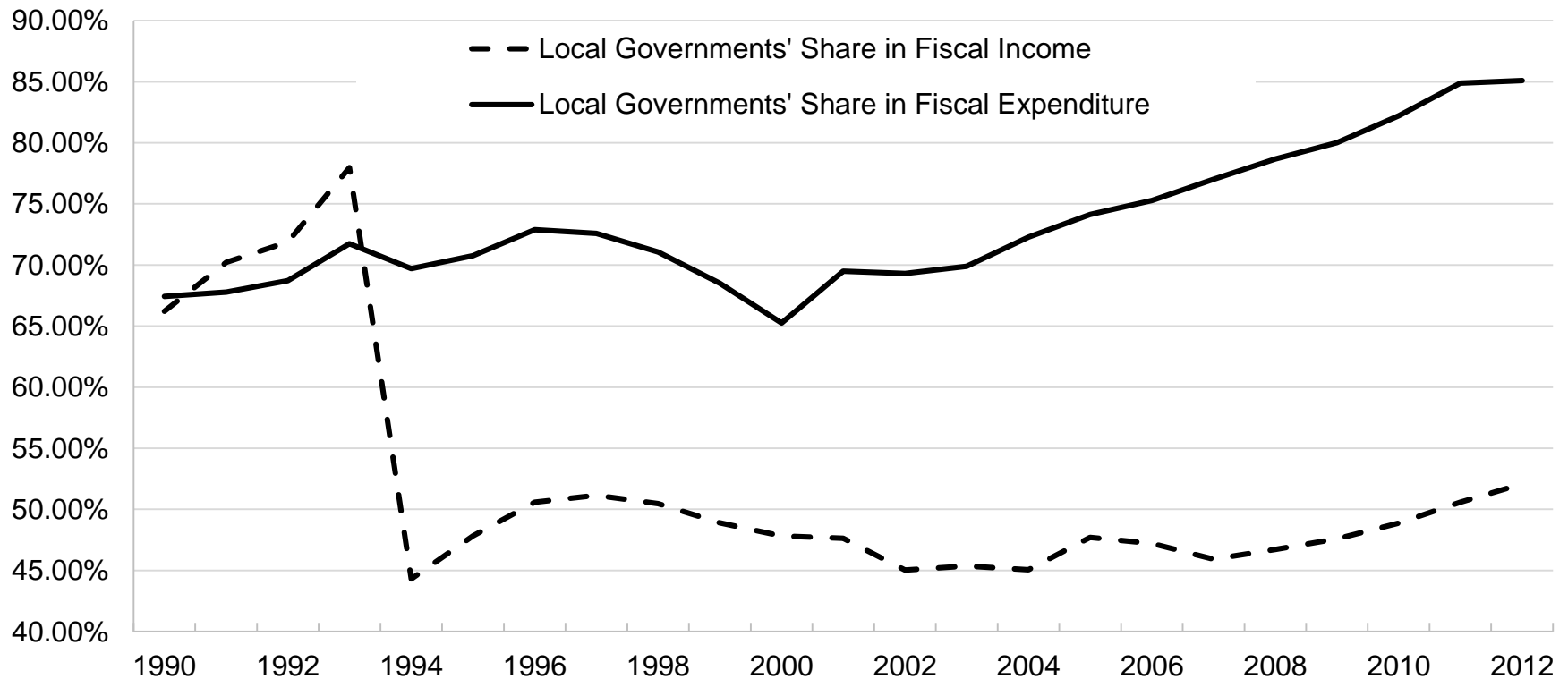
总体来说，房屋供给需求基本平衡

- 2001-2010期间供给少于需求，但近年来有过度供给的趋势
- 城市间存在很大的供求比上的差别

	Annual Average Supply (thousand units)			Annual Average Demand (thousand units)			Supply-Demand Ratio		
	2001-10 年平均供给	2011-14	2001-14	2001-10	2011-14 年平均需求	2001-14	2001-10	2011-14 供求比例	2001-14
Nation	6739.32	10305.54	7758.24	7768.63	8170.90	7883.56	86.75%	126.12%	98.41%
Beijing	243.28	194.81	229.43	281.44	216.48	262.88	86.44%	89.99%	87.27%
Changsha	50.93	92.46	62.79	50.34	59.39	52.93	101.16%	155.68%	118.64%
Chengdu	100.11	210.19	133.32	51.7	73.26	57.86	193.63%	286.90%	230.41%
Chongqing	223.99	398.85	273.95	128.81	175.32	142.1	173.88%	227.50%	192.78%
Dalian	56.46	95.13	67.51	60.04	54.66	58.51	94.04%	174.04%	115.39%
Guangzhou	138.91	135.43	137.92	148.19	150.01	148.71	93.74%	90.28%	92.74%
Hangzhou	72.83	116.89	85.42	96.57	136.59	108.01	75.42%	85.58%	79.09%
Shanghai	258.93	178.53	235.96	304.68	417.46	336.9	84.98%	42.76%	70.04%
Shenzhen	181.08	63.87	147.59	235.25	105.6	202.82	76.97%	60.48%	72.77%
Tianjin	114.45	196.78	137.98	92.72	135.43	104.92	123.44%	145.30%	131.51%
Wuhan	68.82	66.03	68.02	46.32	68.72	52.72	148.57%	89.77%	129.02%
Xian	59.23	116.55	75.61	58.1	58.75	58.29	101.95%	198.37%	129.72%

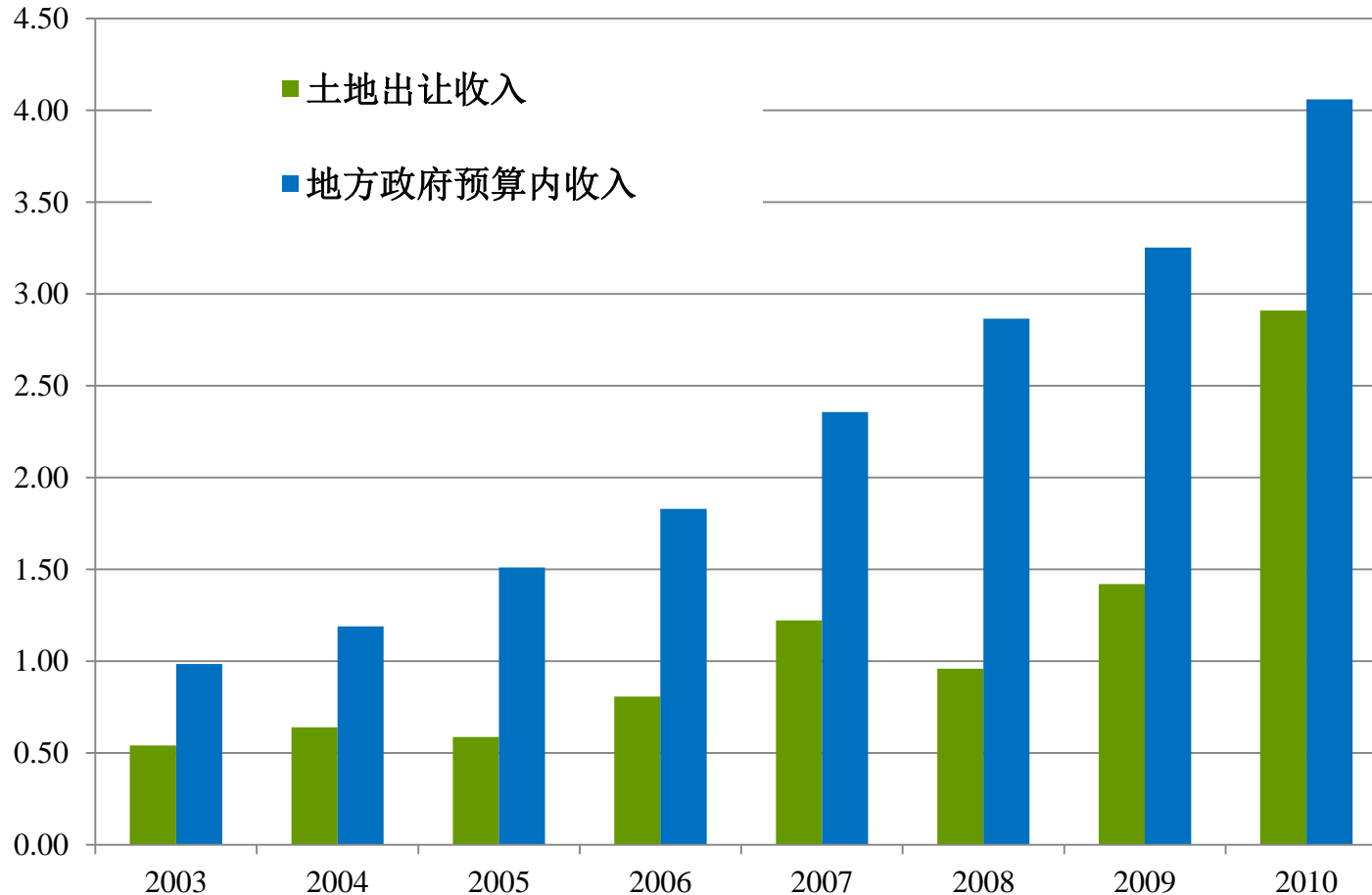
其他因素对中国楼市价格的影响

1994年实行分税制后地方政府财政收支状况



地方政府对土地财政收入的依赖逐年增长

Trillion Yuan RMB



英国每日电讯报报导：在中国绿色官员升官难

The Telegraph 1:45PM GMT 26 Feb 2013

Green politicians less likely to be promoted in China

Chinese politicians who try to tackle pollution are less likely to be promoted, a new report has found, offering one explanation for the country's blighted environment.



Around 8,600 people in Beijing, Shanghai, Guangzhou and Xi'an died prematurely this year because of PM2.5 pollution Photo: EPA/AFP/Getty Images

吴璟，邓永恒等教授的研究发现“致力于环境治理的官员却不容易获得晋升，环境治理的投入和市长市委书记的晋升的机会呈负相关。”

2014年底上海等地房价租金比

上海	44.54
南京	43.67
苏州	34.20
江苏省13城市平均	33.56
全国287城市平均	28.70

房价租金比

根据Poterba的住房使用成本与资产定价模型推断出的
房价期望涨幅

	Expected Capital Gain Equalizing User Cost and Rent	Per Annum Compound Growth Rate between 2006 and 2014
Beijing	7.30%	19.80%
Chengdu	5.90%	5.20%
Chongqing	5.50%	8.50%
Dalian	5.80%	4.60%
Guangzhou	6.60%	12.10%
Hangzhou	6.50%	6.40%
Hohhot	5.20%	9.70%
Shanghai	7.00%	11.80%
Shenzhen	6.90%	8.90%

过高的市场预期意味着更大的潜在风险

如以北京为例，北京房价预期从7.3%降到6.3%，也就意味着房价将下跌**35%**。

政策干预对北京地方住房市场的影响

- 分析2005年以来的18项刺激政策和49项降温措施的效果

	18项刺激政策的效果			49项降温措施的效果		
	今后6个月内至少有1个月有效	今后6个月内至少有3个月有效	1年内价格反弹	今后6个月内至少有1个月有效	今后6个月内至少有3个月有效	1年内价格反弹
统计局指数	17	5	5	33	25	14
新国大指数	16	16	0	39	1	15

中国迫切需要一个能促进房地产市场稳定发展的长效机制，和相应的投资金融市场

- 老百姓 (人民) 目前别无选择，只能将所有的积蓄押在长效性差、稳定性不能保证、风险较高的房地产市场。
- 地方政府、国企、私企融资渠道单一。地方经济发展过度依赖地方政府土地财政。
- 国内的投资环境、市场指标、信誉指标、风险指标、透明度、标准化与常态化程度尚未完善，不易吸引境外的机构投资者。

房地产信托基金(REIT)

- 房地产不再是单纯的“砖块和混凝土”的业务
- 房地产资本市场为投资收益的持续增长创造了机会，也为开发商带来了风险
- 新的房地产商业模式 – 开发、资产管理结合综合性金融服务，资本的有效利用
- 随着中国房地产市场调整，房地产企业逐渐向经营型转型，通过REITs拓宽融资渠道，盘活存量房产，提高营运收益率，向轻资产经营模式转型
- 地方政府也可利用REITs盘活存量廉租房，为保障房建设提供持续的资金支持
- 市场融资成本降低，投资产品收益率下降，使得REITs的市场基础和投资需求进一步扩大
- 有利于建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

中国版REITs发展进程

- 过去的两年以来，随着房地产业的形势发展市场对REITs的需求日见增长，创新推出一些类REITs产品
- 但是由于缺乏统一的REITs管理框架和税收政策，这些类REITs产品大都采取个性化设计，不利于产品推广，缺乏统一的标准
- 采用私募方式发行，发行后很少交易，产品流动性低，估值难

时间	事件
2015. 6. 8	鹏华前海万科 REITs 获批
2015. 1. 14	住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，其中指出积极推进房地产投资信托基金(REITs)试点
2014. 9. 30	央行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中便提出了将积极稳妥开展 REITs 试点工作
2014 年	中信启航和中信苏宁两款类 REITs 产品推出
2010 年	国务院批准北京、上海、天津三城市为房地产信托投资基金(REITs)试点城市
2009 年	央行、银监会分别制定 REITs 试点管理办法及方案
2008 年	温总理于国务院常务会议提出要创新融资方式，通过并购贷款、REITs、股权投资基金和规范发展民间融资等多种形式，拓宽企业融资渠道

数据来源：CEIC，兴业证券研究所

中国REITs市场发展前景

- 近期在中国推出REITs会不会加剧楼市泡沫？
- REITs有助于构建房地产发展长效机制，对于化解房地产行业和金融风险，维护社会稳定能起到明显的积极作用。
 - 开拓REITs有助于促使房价理性回归。
 - 拓宽融资渠道，为房地产行业提供长期稳定的资金支持。
 - 促使房地产企业向轻资产经营模式转型，提升经营水平和发展质量。
 - 优化房地产业的融资结构，降低银行体系风险

中国房地产金融、资本市场面临的挑战

- 诚信度、透明度是关键
- 相关的法规制度、税收政策
- 各监管部门间的协同合作监管
- 关键市场指标(价格租金比、租金收益率等)同国际市场严重脱轨
- 市场和老百姓对新的房地产金融创新产品缺乏了解
- 及时推出必要的支持政策、明确化、常态化

健全的法规制度、透明的市场是资产证券化、REIT市场成功发展的先决条件

刘明康在亚布力中国企业家论坛2014上谈 传统留痕，治理寻踪：

一、诚信与善治

- 子贡问政（论语）中，“子曰：民不信不立”（得不到百姓信任，整个国家就垮了）。
- 韩非子说：“小信诚则大信立”。
- 无论是遇到一些难事、丑事、败事，还是向公众承诺，或是在兑现的每个环节，都必须讲究诚信。

二、兑现与善治

- 凡事言必信，行必果。高质效兑现是国家治理现代化的一大标准
- 商鞅“辕门立木”

商鞅宣告用五十斤黄金赏给能把千斤旗杆从南门搬去北门的人。居然有一人成功，即以兑现。

住房市场稳定发展的长效机制，并保证参与住房投资所得的财富积累

- 邓永恒-魏向东房价调控提议（香港《紫荆》杂志）：
力求短期内能即时抑制其非理性上扬，长期则让其达至稳定增长，同时老百姓亦能得益于参与住房投资的财富积累。
- 建议首先确定基线楼价，在此基础上制定一个每年楼价的最高升幅，即为通胀加某一个百分点，此最高升幅可称为合理回报（类似于经济学中监管自然垄断(natural monopoly)企业所规定的合理回报）
- 当楼市成交出现高于最高价的情况时，超出部分百分之百征税。
- 在此政策之下，楼市当不会出现涨幅高于正常回报的情况，这样使得想获取暴利的炒家对楼市失去兴趣而退市。

住房市场稳定发展的长效机制，并保证参与住房投资所得的财富积累

- 另一方面，为了防止楼价急速下滑而带来的经济危机风险，政府同时也给楼价设定按基线价格为准的最低价。当市场的价格跌破此最低价时，卖家可将楼宇抵押给政府以获取不限期和有固定回报的楼市债券，此固定回报和以上拟定的合理回报相同。
- 举例来讲，如果一个单元的最低价为一百万元，当市场价出现低于一百万元的情况，卖家可将此单元抵押给政府以获取一百万的住房抵押债券，该债券的年收益率可定在合理回报水平。
- 如卖家急需获取现金，可将债券在市场出售套现，这样的话，任何现有的楼宇持有者都不会蒙受因炒家退市而可能引致的楼价下滑影响。
- 对政府来讲，可将抵押楼宇出租以抵消支付债券利息成本，并可将房租的现金流打包成租房证券基金或租赁房REITs上市，也可在楼市出现供应短缺的情况下出售来平衡供需。
- 长期来看，因为炒家离市，楼市将以住家主导，楼价升幅也易稳定在接近合理回报的水平。

安得广厦千万间，
大庇天下寒士尽欢颜！

——杜甫《茅屋为秋风所破歌》