



房价：还有

Prakash Loungani

从历史上看，
房价最突出的
特征不是按照
一定的趋势发
展，而是表现
为波动往复

1625年，Pieter Frantz在阿姆斯特丹新形成的绅士运河社区建造了一栋住宅。17世纪20年代，随着荷兰共和国崛起为世界强国，阿姆斯特丹出现了世界上第一个大型股票市场以及商品和期货市场，房价在不到十年的时间里翻了一番。在接下来的三个世纪里，Frantz的住房价格在战争、经济衰退和金融危机的影响下起起落落（Shorto，2006年）。当这幢房屋在20世纪80年代易主时，其剔除通胀影响的实际价值在350年的时间里仅上涨了一倍——投资回报显然不太理想。

实际上，从长期的历史进程来看，绅士运河社区的房价所表现出来的显著特征并非是呈现出某种趋势，而是构成了一个个周期（见图1）：创新和繁荣有时会抬高价格并持续若干年，就在人们普遍认为这一轮上涨会与以往不同并将持续下去的时候，某种冲击又会出现，使房价再度回落。

从20世纪90年代末开

始，绅士运河社区以及整个阿姆斯特丹的房价在10年内都翻了一番，然后开始急剧下跌。阿姆斯特丹房价近期的上涨和修正是全球房价涨跌大局中一部分。在美国，住房金融创新推动了房价的急剧上涨。在爱尔兰，房价上涨与历史性的经济增长同步出现；在西班牙和澳大利亚，房价在移民的支撑下上浮；在冰岛，房价受该国金融业高速扩张的影响而水涨船高。2006年，房价开始下跌，

图1
房价长期走势

1628—2008年间，绅士运河社区的房价起起落落，但平均实际价格只增加了一倍。

(1628年 = 100)



资料来源：Eicholtz、Piet M.A., 1997年，“长期房价指数：绅士运河社区指数，1628—1973年”，《房地产经济学》，由Eicholtz更新至2008年。



Pieter Fransz的住宅位于阿姆斯特丹绅士运河社区。

下降空间?

先从美国开始，然后蔓延到了全世界（见图2）。

这一轮房价涨跌周期被很多人视为造成本次全球金融危机的重要原因，也被认为是自“大萧条”以来世界面临的最危险的经济威胁。为了在国家和全球层面上保持宏观经济稳定，了解造成房价周期的根源以及如何让这一周期趋向缓和具有重要意义。

我们对世界各国房价周期的发生频率和幅度（即价格从波峰到波谷或波谷到波峰的波动范围）了解多少？促成此类周期的背后推手有哪些？这种分析又能告诉我们关于未来房价的哪些内容？

房价周期

18个发达经济体¹的房价上涨始于20世纪90年代中期，并持续了十年，上涨期超过了以往的历次周期。三年前开始的下跌仍在继续。

周期	上涨		下跌	
	持续时间	价格波动 ²	持续时间	价格波动 ³
1970年至20世纪90年代中期	21个季度	+40%	18个季度	-22%
20世纪90年代中期至今	41个季度	+114%	13个季度	-15%

资料来源：Igan和Loungani（即将发布）。

¹18个国家为澳大利亚、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、韩国、荷兰、新西兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。

²实际价格，从波谷到波峰。

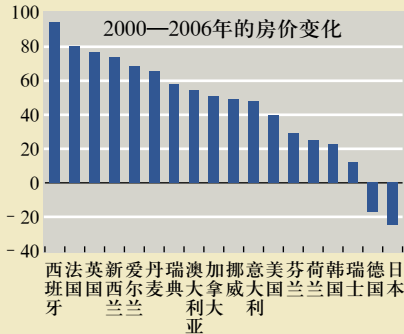
³实际价格，从波峰到波谷。

图2

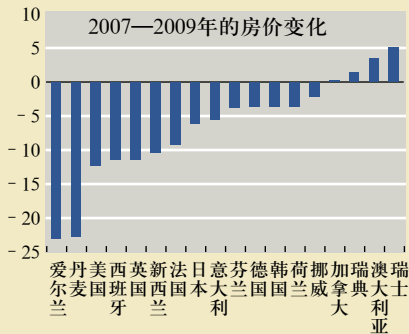
从上涨到下降

2000—2006年间，大多数发达经济体的房价都出现了上涨。自2007年又开始普遍出现下降。

(百分比)



(百分比)



资料来源：经济合作与发展组织。

关于房价周期的事实

确定一系列经济数据的拐点，即测定周期时，数据序列覆盖的时间越长，结果就越可靠。不过，像阿姆斯特丹绅士运河社区那样可以将房价追溯到17世纪初的情况是十分罕见的。对于经济合作与发展组织（OECD）的许多成员国来说，其国内房价可以回溯到1970年，而这个时间长度足以可靠地测定房价周期。

在1970年至20世纪90年代中期这段时间，18个OECD经济体的房价平均上升阶段只持续了五年多，在此期间，实际价

住房价格：是反映了基本面还是出现了泡沫？

罗伯特·席勒因准确预测了2000—2001年美国股市崩溃（见《金融与发展》2008年9月刊）而闻名。2003年，他发出警告称，美国的房价也含有“泡沫”成分，也就是说，房价的上涨已经远远超出了收入增长、利率、人口变化和建筑成本等基本面对推动力的支撑。席勒指出，住房租售比和房价收入比都达到了一个世纪以来的最高点。

席勒认为，房价泡沫的形成是因为人们对资产价格的预期通常是基于传闻、对现实情况的社会认知，以及对乐观结果的过度信任。某些人的腐败和反社会行为可能进一步吹大了泡沫。席勒指出，在美国住房市场，人们已经接纳了这样的观点，即房价永远不会下降，或者这次上涨会与以往不同。金融业向明显不具备偿还能力的人推销按揭贷款，然后将这些贷款重新打包成有价证券出售，进一步加剧了这些错误认知的后果。

与此相反，叶史瓦大学的经济学家詹姆斯·卡恩和纽

约联邦储备银行的合作者罗伯特·里奇在研究中指出，美国房价剧增的原因可以由经济基本面（尤其是对收入增长的预期）来解释。卡恩的研究表明，20世纪90年代中期到2007年间房价剧增的基础是人们相信生产力增长将会带来持续的收入增长。在2007年，这种上升态势发生了逆转，人们认识到生产力增长已经放慢，因此住房市场的繁荣受到了抑制，以房价持续上涨的预期为依据发放的按揭其正确性也受到质疑。卡恩称，虽然美国的生产力增长在2004年就已经开始减速，但直到2007年，人们才真正意识到这一点。

卡恩还提出，因为住房供应相对缺乏弹性，因此在经济增长超过平均水平的时期，房价增长速度可能会快于收入，但是当经济增长放缓的时候，房价就会急剧下降。这样，房价的变化比基本面决定因素的根本性变化更为剧烈，这种剧烈的价格反应与近期发生的房价“泡沫和破裂”的情况非常类似。

格（扣除通货膨胀因素）平均上涨了40%（见表）。接下来的价格下降阶段通常要持续四年半的时间，在此期间价格下降幅度是之前上升幅度的一半。

过去就像一面镜子，可以折射出本轮房价周期的情况。对于大多数国家来说，本轮周期始于20世纪90年代中期到21世纪初之间。本轮周期中价格上涨期的平均持续时间是上一轮周期的两倍（本轮为41个季度，上一轮为21个季度），同时上涨幅度也更为显著，价格上涨了近两倍。目前我们正处于周期中的价格下降阶段，已持续的时间接近上一轮下降的持续时间，迄今为止的房价下降幅度已经接近上一次下降时的降幅。但是由于本轮周期中价格上涨的剧烈程度要远高于已往，因此下降也可能会比过去更猛烈。

房价周期背后的推动力

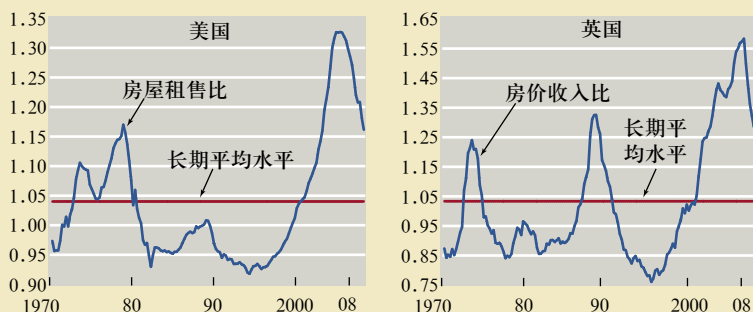
为什么房价会经历表中显示的各个周期？在这里，长期关联性和短期影响都在发挥作用。

长期关联性：经济理论指出，房价、租金和收入从长远来看应该是联动的。为什么？首先看一下房价和租金。购买和租赁是满足居住需求的两种可以相互替代的方案。因此，从长远来看，房价和租金不可能脱钩，如果房价和租金出现背离，人们就会在购买和租赁之间进行转换，形成对价格和租金的调整，最终使其重归一致。与此类似，从长远来看，房价不可能同人们的承受能力偏离太远，也就是说不能过多地偏离人们的收入。

以美国和英国的此类长期关联性为例（见图3），

图3
房价、租金和收入相互关联

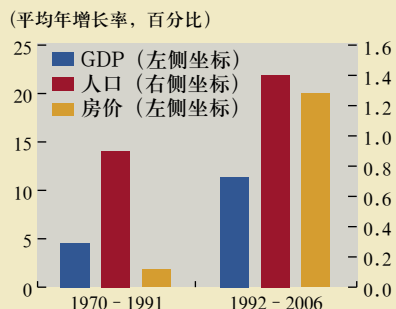
在美国和英国以及许多其他国家，租金和收入都随着房价的变动而变动。（比率）



资料来源：经济合作与发展组织。

图4
推动房价上涨

强劲的收入和人口增长可以大幅推高房价，爱尔兰自1992年之后的情况即为如此。

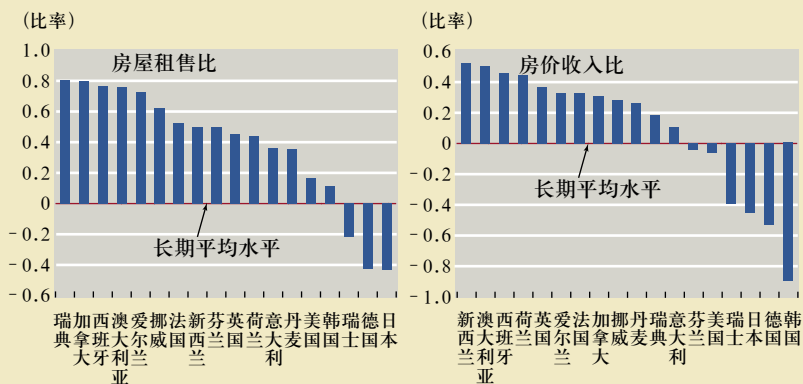


资料来源：作者依据IMF和经济合作与发展组织数据所做的计算。

图5

还有多少下降空间？

尽管下降幅度很大，但大多数发达经济体的房屋租售比和房价收入比仍保持在长期平均水平之上。



资料来源：经济合作与发展组织。

注：长期平均水平所指时期为1970—2000年。当前比率的计算截止到2009年底。

美国的房屋租售比在1970年至21世纪初之间四次回归到长期平均水平。在20世纪70年代，房价增长幅度远超租金，但是在1980至2000年间，房屋租售比下降到略低于长期平均水平。2000—2006年间，房屋租售比急剧上升到长期平均水平之上，之后则开始向平均水平回归。按照这种趋势，参照以往周期的幅度，未来房价将发生更多的修正。英国的情形与此类似。1970—2000年间，该国房屋租售比一直徘徊于长期平均水平上下，尽管曾经出现过几次严重偏离的情况。2006年以后，这一比率虽然始终位于平均水平之上，但现在已经开始逐步向长期平均水平的方向下降。

“房价飞速上涨的一个原因是因为住房供应无法实现快速调整。”

短期决定因素：虽然长期关联性起到锚定的作用，但在短期中，房价会发生偏离，而且经常势头很猛且持续时间很长。强大的需求会导致房价上涨，而且在很多情况下，这种上涨无法完全用基本推动力来解释。爱尔兰就是一个很好的例子（见图4）。在1992—2006年间，爱尔兰实现了强劲的收入增长，年增长率超过10%，是此前二十年平均增长率的两倍多。1992年之后，该国人口重新实现增长。而在此期间的房价上涨幅度却远远超过与这些因素相对应的水平，在1992—2006年间，每年房价的上涨幅度接近20%，是此前二十年的平均年增长率的十倍。

房价飞速上涨的一个原因是因为住房供应无法实现快速调整。另一个原因在于住房与金融市场的相互作用。由于住房可以充当抵押品，因此房价的上涨具有反馈效应：一旦抵押品价值增加，银行就会愿意向家庭发放更多贷款，从而为房价上涨提供更多动力。无论一开始导致房价上涨的原因是需求动力、降低利率等政府政策，还是提高按揭贷款可及性的制度变化，这种反馈效应都会发生。

另外，基本面驱动力并不能完全解释所有国家在任何时候的全部价格变化情况。耶鲁大学经济学家罗伯特·席勒等人指出，房价可能取决于心理和社会因素，这些因素

也可以放大房价对基本面因素的反应（见专栏）。

更多下降空间？

虽然房价表现出了某些企稳的迹象，但住房市场的全球性修正还是贯穿了整个2009年。在2007年第4季度到2009年第3季度之间，OECD经济体的房价在剔除物价因素后平均下降了约5%。

房价可以下降到什么水平？要回答这个问题，需要考虑多个因素。

首先，大多数国家的房价仍然保持在21世纪初房价上涨初期的价格水平之上。其次，房价仍然高于租金和收入，而正如前文中所探讨的那样，租金和收入通常在长期起到锚定价格的作用。图5显示了各个国家的房屋租售比和房价收入比还需要下降多少才能达到长期平均水平。再次，计量经济学模型显示，2000—2006年间的房价上涨幅度已经超出了短期驱动力或长期关联性可以解释的范畴，因此，到目前为止的价格修正还没有完全消除由房价上涨所产生的全部过剩。

这就可以得出一个令人不太舒服的结论：许多国家的房价仍有下降空间。■

Prakash Loungani是IMF研究部的顾问。

参考文献：

- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, "Global Housing Cycles," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," *The New York Times Magazine*, March 5.