

# 房地产价格泡沫与拐点研究 ——基于日本东京和中国上海的对比分析

于雪<sup>1,2</sup>

(1. 中国科学院大学, 北京 100049;

2. 中国科学院数学与系统科学研究院, 北京 100190)

**摘要:** 本文从供需角度在分析房地产价格影响因素的基础上, 构建时变参数状态空间模型, 测度和实证分析了日本东京和中国上海的房价泡沫。测算结果表明: 2004—2018年一季度的上海市房价泡沫平均值为9.38%。2009—2011年和2015—2017年是两轮泡沫较大的时期, 期间泡沫峰值分别达到18.29%和18.59%。并通过脉冲响应函数分析了上海市房价泡沫拐点情况, 结果发现: 金融政策是影响房价泡沫拐点的短期因素, 土地供给和房地产开发投资是影响房价泡沫拐点的中期因素, 收入增长和人口增长的可持续性是影响房价泡沫拐点的长期因素。泡沫测算方法为政府部门判断房价泡沫提供了政策参考依据, 房价泡沫拐点的研究可以为稳定房价走势提供简明的政策框架, 即金融政策是标, 土地政策和经济、人口政策是本, 要在稳金融的前提下, 通过土地、人口以及经济等政策综合施策, 才能保证房价行稳致远。

**关键词:** 房价; 泡沫; 拐点; 状态空间; 脉冲响应

## 引言

自1998年住房货币化改革以来, 我国的房地产市场基本处于单边上扬的态势, 其间偶有调整, 但并未形成真正的拐点。随着我国房地产市场的快速发展, 部分城市房价过高、上涨过快矛盾日益突出, 带来诸多问题, 一方面, 房价过高使大量城市新居民买不起房, 房价持续上涨进一步加剧与有房人群之间的贫富分化, 危及社会稳定根基; 另一方面, 房价持续较快上涨引发资源配置扭曲, 挤压居民消费支出, 抬升资金和人力成本, 不利于创新创业潜力释放, 严重影响实体经济的正常发展; 再一方面, 房价上涨预期吸引大量金融资源和社会资本流入房地产领域, 极易引发系统性风险, 威胁国家金融安全。习近平总书记在党的十九大报告中提出, 坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位, 因此保持房地产市场平稳健康发展是维护社会稳定、促进实体经济发展和保障国家金融安全的必然要求。房价泡沫研究作为解决上述问题的一项基础工作, 对于准确分析判断中国房地产市场所处的发展阶段、进一步完善和改进我国房地产调控政策、促进我国房地产市场平稳健康发展具有重要的现实意义。

## 文献回顾

### 1、房地产价格影响因素的文献回顾

国外有关房地产市场和房地产价格的研究已相对成熟, 文献较多。Pollakowski和Wachte<sup>[1]</sup>认为, 在土地被限制利用的情况下, 房价和地价均会上升, 土地供给受限对土地价格和住宅价格的影响是正向的。Bernanke和Gertler<sup>[2]</sup>发现短期内利率变动对房地产投资有正向影响, 对房地产消费市场也有显著影响, 是影响房地产的主要因素。Detragiache和Vogel<sup>[3]</sup>利用中欧、东欧和东南欧16个国家季度频率的相关数据研究了审慎政策工具对房价的影响, 结果表明: 资本措施(最低资本充足率、贷款与家庭共同资本的最大比率)和非标准流动性措施(外国资金的边际准备金要求、与信贷增长相关的边际准备金要求)对房价有较大影响。Kuttner和Shim<sup>[4]</sup>利用57个国家的时序数据, 研究了9种非利率政策工具(包括宏观审慎措施)在稳定房价和

收稿日期: 2018-07-23

基金项目: 国家自然科学基金项目(71431008; 71850008)。

作者简介: 于雪, 中国科学院数学与系统科学研究院博士研究生。