

楼市面临持续回调风险

□方正富邦基金首席策略师 崔永

“浪越大、泡沫越大”的特点，刚性需求所引起的房价上升巨浪一旦消退，投机需求所带来的地价泡沫也将随着消退。

此外，按照WTO规则，中国将在加入WTO的15年后，自动获得完全市场经济地位，这就意味着中国将在2015年前后要基本实现资本项目可兑换。随着资本项目可兑换时代的来临，住房这种不可贸易商品便具有了可贸易性，最终会使得国内外住房价格趋于一致。由于国内房价明显高于国外房价，国内住房价格必然面临一个向下的压力，而且考虑到中国住房只有70年产权，产权的不完整性使得国内房价相较于OECD国家房价，估计还会存在一定程度折价。

房价一旦持续下跌不仅会抑制投机性需求，还会使得投机者所持有的存量住房集中投放市场，而且还可能会使得住房总值低于贷款总额，从而造成大量的“弃房断供”现象，商业银行不得不大量抛售住房变现，这都会造成房价加速下跌。

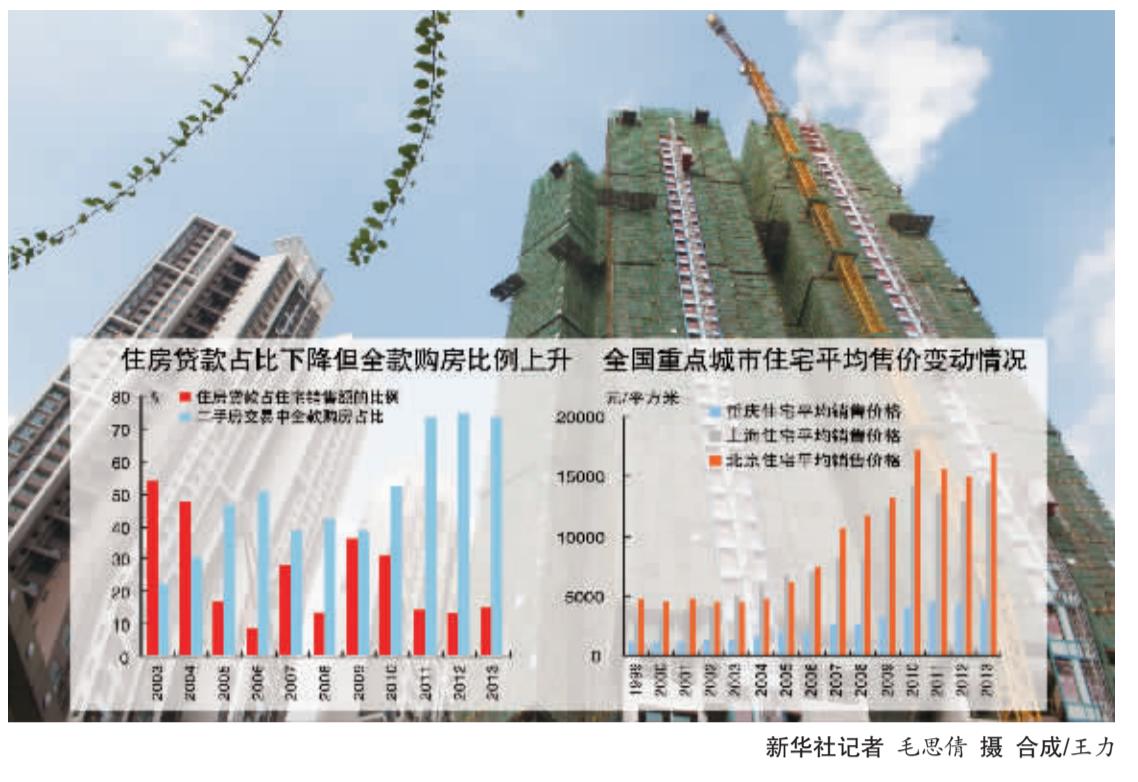
尽管2010年国务院颁布“新国十条”以来，住房抵押贷款占住房销售额的比重明显下降，由2009年的36.3%下降到2011年以来14%左右的水平，但2011年以来全款购房者的比重大幅上升。草根调研数据表明，二手房交易中全款购房者占全部购房者的比重由2009年的39.6%急剧上升到2011年以来的70%以上。据此测算，利用公积金贷款和商业贷款进行购房的样本中，贷款总额占住房总值的比重维持在50%以上，2009年和2010年更是在60%以上。根据国家统计局数据，由于2011年至2012年上半年住房价格的下跌，2013年住房价格基本上与2009年和2010年持平。这意味着一旦房价跌幅达到40%左右，贷款购房者的住房总值将普遍低于贷款总额，楼市违约也将成为普遍现象。更何况很多购房者的首付款也是通过民间借贷得来，楼市持续下跌会使得居民家庭资产负债表急剧恶化，这样一来，地产泡沫也可能会加速崩盘。

究其原因也很简单，如果土地开发面积持续高于土地购置面积，意味着经过一年半左右的住房开发周期后，地产商将无地可供开发，楼市推盘量必然大幅下降，房价随之就会逐渐升高；而随着楼价的逐步走高，住房销量上升，地产商拿地热情高涨，土地购置面积大规模增加，使得土地购置面积增速开始高于土地开发面积增速，这会导致经过一年半的住房开发周期之后，楼市推盘量大幅增加，房价必然会再次面临下跌的趋势。

由于上世纪70年代末期和80年代初期生育率高峰所带来的“婴儿潮”，到2005年至2015年正是成家立业的时候，所以在这一段时期住房市场存在较稳定的刚性需求，这些刚性需求助长了房价持续上涨的同时，也因为购房者的追涨杀跌心态，助长了房价的上下波动。年初以来房价的持续上涨引发购房者的抢购，从而助长房价上涨；但未来房价一旦下跌，购房者又将持币观望，进而加速房价下跌。

楼市回调具有持续性

明年将要出现的房价下跌，恰好赶上2015年前后所面临的人口老龄化阶段的来临，“婴儿潮”一代的年龄步入35岁以上，置业需求基本得到满足，这会使得住房市场上的刚性需求急剧下降。作为兼具商品属性和资产价格属性的房地产市场，具有



新华社记者 毛思倩 摄 合成/王力

是供应过剩 而非房地产泡沫

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

去年以来，关于房地产泡沫的讨论趋升级且复杂化。尤其是2011年下半年开始，鄂尔多斯和温州房价大跌，让看空派找到了渴盼已久的“铁证”。贵阳、海南、常州、营口、郑东新区等全国多个地区，都被认为存在严重的房地产泡沫。

持续不断的看空声音，积聚在一起，形成了一股非常强大的舆论力量，极大地影响、改变民众、企业、政府等对房地产市场形势与房价性质的判断。这些影响到底有几分为正面、几分属于负面，尚难精确定评。什么是房地产泡沫？高空置率是否等同于房价泡沫？贵阳这种大盘扎堆、供应量较大的城市，是否一定会导致房价崩盘？这些名词的概念、内涵、性质等都没能厘清，大家的思想与观点，就那么在一口大锅中被乱炖着。

首先，关于泡沫的概念。国际上比较权威的定义，是经济学家金德尔伯格1978年曾为一本经济学辞典中的“泡沫”词条做如此界定：泡沫可以不严格地定义为，一种或一系列资产价格在一个连续过程中的陡然上升。初始的价格上涨使人们产生价格会进一步上涨的预期，从而吸引新的买者——这些人一般是以买卖资产牟利的投机者，其中资产的使用或其盈利能力并不感兴趣。随着价格的上涨，常常是预期的逆转和价格的暴跌，由此通常导致金融危机。”

这就意味着，泡沫生成，需要具备两个条件。一个条件是，只发生在资产领域，与消费品无关。原因也简单，消费品市场中不可能出现大规模的投机行为，比如，在某些年份猪肉价格狂涨的过程中，也没什么投机者用以囤积。另一个条件是，投资投机性需求持续增加，甚至出现疯狂状况。最终形成泡沫，其表现是，经过持续的大涨后，价格远超较长时期的平均水平，或者说常态水平。

因此，房地产泡沫的形成，需要具备两个必要条件：一是房价连续大涨；二是投资投机性购房需求旺盛，或者说所占比例较高（比如超过50%）。前者，大家容易理解，后者略有费解。主要是因为，有某些特殊时点，自住性需求也可能大幅推高房价，而这类需求本质是合理需求，光靠他们难以产生泡沫。

所以，一定要加上投资投机需求的积极、甚至狂热入市，才可能形成泡沫。这类需求属“非理性”需求，在房价高涨时容易如潮水般扑来，但当预期改变、房价下跌时又如潮水般退去，从而加速房价下跌。

对照这两个必要条件，会发现鄂尔多斯和温州都符合。2011年之前的几年内，这两个地区房价上涨几倍，投资投机需求非常旺盛，占比明显超过50%。2011年初，鄂尔多斯很多楼盘单价超每平米2万元。而温州房价更高，市区均价与杭州差不多，位列全国前几名，最贵楼盘单价曾一度高达10万元左右。2011年，两地房价持续下跌，领跌全国，泡沫破灭。另外，1992-1994年海南的房价泡沫及崩盘，也符合这两个条件。

另一个概念是开发过度，或供应过剩和高空置率，三个说法相近。开发过度、供应过剩，是指大规模的在建或已经竣工的房屋，无法售出或租出，房屋市场存在严重的供大于求情况，并使开发商的经营活动受到明显负面影响，或者已出现开发商破产、老板跑路、楼盘停工，甚至楼盘烂尾等现象。

房地产泡沫与供应过剩之间，存在密切联系。在房价泡沫形成阶段，市场销售火爆，价格大涨，这使开发商热情高涨，扩大开发规模，扩张经营。但当泡沫破灭后，市场一落千丈，成交量萎缩，房价下跌，甚至是暴跌。由于房产开发周期较长，从购地到卖房，一般需要1-2年时间，近几年部分项目已缩短至半年至一年。泡沫破灭时，还有很多项目没有达到卖房条件，这些楼盘就成为滞销品，也是房价泡沫破灭的结果之一。

因此，房地产泡沫的形成，需要具备两个必要条件：一是房价连续大涨；二是投资投机性购房需求旺盛，或者说所占比例较高（比如超过50%）。前者，大家容易理解，后者略有费解。主要是因为，有某些特殊时点，自住性需求也可能大幅推高房价，而这类需求本质是合理需求，光靠他们难以产生泡沫。

所以，一定要加上投资投机需求的积极、甚至狂热入市，才可能形成泡沫。这类需求属“非理性”需求，在房价高涨时容易如潮水般扑来，但当预期改变、房价下跌时又如潮水般退去，从而加速房价下跌。

房地产泡沫的结局，可分为两种：一种是泡沫比较大，只能任其破灭，历史上日本、中国香港、美国、中国台湾、西班牙、爱尔兰等皆出现过。在主要城市中，房价累计下跌幅度，一般会超过三成，下跌和盘整时间，一般会超过三年；另一种是泡沫较小，如果政府政策得当，不会破灭，通过几年的房价波动、阴跌，就能完成调整。如果政策没什么作为，则也会出现房价明显下跌。房价泡沫及破灭，会对经济与金融形成负面影响。

商品房供应量略大于需求量，这是比较适宜的状态。供应过剩，则是供应明显大于需求，一方面会抑制房价上涨，另一方面也会导致社会资金沉淀和社会资源浪费，甚至部分区域如新城地区形成大量房屋空置，变成空城和“鬼城”，业主、企业、银行、政府都会受到利益损失。当然，房地产泡沫的负面影响，远超供应过剩。况且，有些情况下，供应过剩也是泡沫破灭的结果之一。

用自贸区倒逼内部三大改革

□中国社科院金融所 郑联盛

是海关特殊监管区域。运入保税区的货物享有“免证、免税、保税”政策，即实行所谓的“境内关外”模式，只要保税区内的货物不进入中国关内，就享受三大政策优惠。可以看出，保税区政策优惠的主体是货物，政策推动的目的是保税区内的货物贸易自由化。

在准入前国民待遇和负面清单原则下的自由贸易，更多将集中在服务贸易和投资。服务贸易和投资与货物贸易最大的区别在于，“区域”能否存在的问题。即货物贸易自由化可以限定在特定区域如保税区，但是，服务贸易和金融投资如何限定在区域内，是一个巨大的现实挑战。上海自贸区提出了28平方公里的区域概念，如果这个区域概念是真实“围墙”性质，那么上海自贸区就与一般的保税区没有实质区别，更多可能是政策上的再优惠。如果要在这个区域实现服务贸易和投资自由化，那么“围墙”就根本不会存在而且也不可能存在，大部分服务贸易和投资不可能存在“关税边境”之内。

美国主导的新规则与WTO规则具有迥然的差异。在WTO框架下，贸易自由化包括的公平贸易等七项原则可以归结为两个关键：最惠国待遇原则和国民待遇原则。最惠国待遇原则是要求缔约一方现在和将来给予任何第三方的一切特权、优惠和豁免，也同样给予缔约对方。这是公平贸易原则的最主要体现。国民待遇原则是要求在实现所有世贸组织成员等同待遇基础上，世贸组织成员的商品或服务进入另一成员领土后，也应该享受与该国的商品或服务相同的待遇，这是世贸组织非歧视贸易原则的主要体现。

美国主导的新规则与WTO规则中，最为核心的是准入前国民待遇原则和负面清单原则，这是在服务贸易和投资领域下对WTO规则的实际替代。WTO框架下的投资协定并非直接针对投资问题，而是与贸易有关的“投资协定”，即只包括与货物贸易有关的投资及服务贸易，这存在重大的制度缺陷。新规则表面上是否定WTO规则，而是以一个更高的标准和一个更大的范畴树立一个比WTO更为宽松的自由贸易规则。但是，新规则及新秩序的核心是，美国将从WTO“成员国代表”的角色中脱离，成为“自己的代表”，通过与各个经济体签订服务贸易和投资协定，构建以美国为核心、最大化美国利益的全球服务贸易和投资新框架。

从货物贸易为主到交易为主的转变，要求上海自贸区需要完成从边境开放到境内开放的转变。这种转变本质上意味着上海自贸区将更多体现为服务贸易和投资的开放，实际上是中国市场对自贸区、对外资的更大程度开放。

从事前审批到事后监管

上海自贸区如果全面实践负面清单原则，那将可能意味着上海自贸区以致中国经济金融管理当局将必须完成从重审批到重服务、从事前审批到事后监管的根本转型。

事后监管要求政府职能再定位。自贸区基于市场化进行运作，需要的是一个小政府，政府需从市场干预中退出，同时政府管理模式将由重审批转向重服务。服务的要义在于提供公平的法律体系、高效的行政程序和便利的商业环境。

负面清单原则要求强有力的事后监管，才能保证经济金融稳定。自贸区不大可能是一个区域概念，其风险一定程度上就是中国经济和金融体系的风险。因为负面清单要求事前审批的重要性大大淡化，那事后监管就更加重要，否则中国经济和金融体系的稳定与安全就会受到明显冲击。

比如，自贸区可能注册了上百家的银行，在国内监管法律可能部分失效的情况下，国内银行业务监管部门能否及时跟进，并确保银行业务不出现区域性和系统性风险，同时保证中资银行对经济的控制力，上述问题都存在不确定性。

同时，外资企业规避负面清单的方法将动态变化，监管的动态性和及时性要求更高。上海自由贸易试验区理论上并非是一个美国主导下双边或多边的自由贸易区概念，不可能与美国签订双边投资协定，但是，上海自贸区将根据美国主导的自由贸易区协议，或上述准入前国民待遇原则和负面清单原则来制定相应的政策框架和改革路径。这就要求上海自贸区需要从实践WTO规则到接受并适应美国新规则的转变。

从边境开放到境内开放

上海自贸区的基础是四个保税区，保税区的主要功能定位的货物贸易自由化，实际上

2013年9月30日 星期一

责编：卢峰 美编：王力 电话：010-63070427 E-mail:zzbtougao@sina.com

2013年9月30日 星期一

2013年9月30日 星期一