

中国房产泡沫的经济学悖论

虽然 Robert Shiller 教授去年拿了诺贝尔奖，判断房产价格是否存在泡沫依然是世界级的学术难题。不过，中国好像是个例外。不知何时起，中国房产存在泡沫似乎已经板上钉钉，只是尺寸大小尚存争议。哪怕弱弱地在媒体表示一下异议，无一例外被认为是高级“房托”或“五毛”。

大家如此自信，大概是因为可以找到诺奖级理论的支撑，即房产泡沫的出现往往伴随着房价收入比（住房价格与当地家庭收入的比值）或房价租金比（单位住房价格与单位住房租金的比值）的快速上升。看看中国各大城市的房价收入比，10倍以上的是小弟弟（比如上海），20倍以上的才是老大哥（比如北京）。对比欧美国家三到五倍的数字，中国岂能没有泡沫？

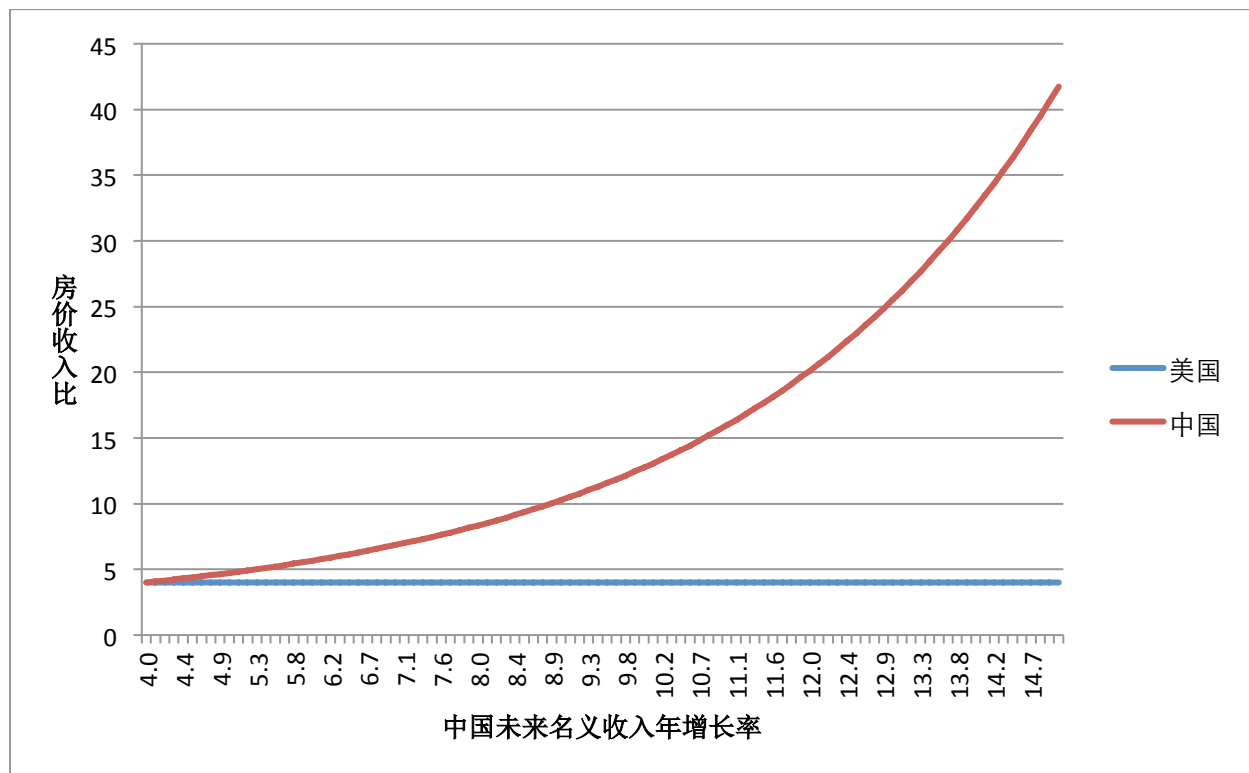
且慢，理论说的是房价收入比的上升可能是泡沫的预兆，理论可没有说房价收入比的水准是泡沫的证据。不少人欣赏活学活用，不求甚解。反正都是房价收入比，纵向（时间）比较应该和横向（跨国）比较相差不远。殊不知差之毫厘，失之千里。且容我们细细道来。

先看理论究竟是怎么说的。房价是预期未来租金收入的贴现总和（discounted sum）。租金大致是收入的一个固定比例。因此，在贴现值（比如利率）不变的情况下，房价可以看作反映未来收入预期的晴雨表。如果房价上升而收入不变，说明大家对未来收入变得乐观。更进一步，如果预期的调整缺乏基本面的支撑，房价就会虚高，产生泡沫。此次危机前的美国是一个很好的例子。在房价上升的同时，不仅当期收入变化不大，未来收入也看不到加速增长的可能。

现在可以讨论为什么不能跨国比较房价收入比了。不同国家的未来收入增长可能大相径庭。根据过去几十年的经验，美国人均收入年均增长率大概是4%（实际增长2%加通货膨胀2%）。我们因此假设美国家庭预期未来名义收入以4%的速度增长。再来看中国。虽然中国家庭名义收入不可能以过去二十年间两位数的速度持续增长，但假设未来四十年有8%的年均平均增长率（实际增长5%加通货膨胀3%）应该还算保守。如果房价是未来四十年租金的贴现总和，假设中美两国的贴现率一样，再假设中美两国租金收入比一样，按照与泡沫论背后完全相同的理论，中国的房价收入比应当是美国的2倍以上。再夸张一些，根据中国过去几年乃至其他发展中国家的经验，中国未来有6%的通货膨胀并非异想天开。根据完全相同的计算方法，仅仅是预期通货膨胀率的调整，导致中国的房价收入比是美国的4倍。

让我们看得更加仔细些。假设贴现率是6%，假设租金收入比是16.6%。由此可知美国的房价收入比为4。这些数字都有各自的道理。贴现率相当于美国过去几十年的平均名义利率，租金收入比和房价收入比也都接近实际情况（果然是诺奖级的理论）。再假设中国有一样的贴现率和租金收入比。这两个假设也算合理。中国的名义贷款利率大致是6%，统计局公布的租金收入比在15%左右。根据这些数字，如果中国未来四十年的名义收入增长率是8%，中国房价收入比应当在8.3倍。如果名义增长率上升到10%，中国房价收入比会达到16倍。从图中可以更加直观地看到未来名义收入增长对房价收入比的影响。特别值得注意的是名义收入增长越高，它对房价收入比的影响也越大。做一个非常夸张的假设，如果中国未来四十年的名义收入增长和过去几年一样，都是15%，中国房价收入比会高达42倍。最后，再来个宏观经济学家常做的数字游戏，要解释10倍的房价

收入比，原来只需要 8.9% 的名义增长率。这个数字不算非常过分啊，只要大家预期 3.9% 的通货膨胀就可以了。



终于清楚了。著名的两分法悖论 (The Dichotomy Paradox) 之所以误导了大家的逻辑是因为掩盖了时间维度。房价收入比的跨国比较之所以得到了泡沫的结论是因为忽略了各国未来名义收入增长可能存在的巨大差异。想一想，中国毕竟是一个发展中国家。即使用实际购买力计算，人均 GDP 也只有美国的五分之一左右。看看日本，再看看韩国和台湾，在人均 GDP 达到美国五分之一之后的几十年里依然有强劲增长。根据我们实际收入年均增长 5% (中国) 和 2% (美国) 的假设，40 年后中国的人均 GDP 也只有美国三分之二不到，还低于现在韩国和台湾的水平。再想一想，还是因为发展中国家，通货膨胀高一些并不奇怪，中国未来四十年能保持和美国一样的通货膨胀才是小概率事件。

再谈三个相关的问题。第一，为什么可以纵向比较？考虑时间维度上的变化其实已经控制住了国与国之间的差异，因此也就不存在上述顾虑了。第二，90 年代末乃至本世纪初的几年时间，中国房价收入比出现过较快的上升，这算不算泡沫的证据？当时的房价上升更像是中国房地产市场逐步成熟、接近均衡的表现。90 年代中期之前的中国还不存在严格意义上的房地产市场。最后，房价租金比呢？与房价收入比同理。

最后还得自我洗白一下，我们自然不是什么房托或五毛，也并非试图论证中国房产不存在泡沫。还是这句话，这是个世界级的学术问题，或许要等很多年后才能盖棺定论。但我们确信的是，即使没有泡沫，中国房价收入比或房价租金比也可以很高，至少比美国高很多。