

# 解“U”

## 中国楼市拐点已现？之观察



资料考究

### 何谓“跷跷板理论”

股市和楼市一直以来都被放在“跷跷板”的两端。房地产是一种流动性最差但保值性较强的投资载体,而股市则相反,流动性最好但保值性较差。这种功能鲜明的投资特性,使二者在吸引资金时,表现出强烈的“跷跷板”效应。

耶鲁大学商学院知名教授罗伯特·席勒(Robert Shiller)曾做过大量股票市场和房地产市场的比较研究,他写过一本书,专门讨论股市泡沫和房地产泡沫的异同。他首先认为这两个市场都不可避免地会发生泡沫,从其市场本质上就很难抑制泡沫。并且两个市场上的泡沫往往是交替出现,很少同时发生,虽然也有重叠的时候,但各自的波谷——波峰——波谷的周期是很不一样的。应该说股市周期和房地产周期,虽然都受基本经济周期作用,但同时也受不同的经济因素和政策调整的影响,一般是不同步的。股市受投资、生产率和就业的影响更大,房地产对利率更为敏感。利率高涨时候,往往意味着当时投资过热,经济发烫,这时候股市会很活跃,但房地产市场会被严重打击。多数情况下,政府抬高利率的主要目的还是为了打击投资过热,一般不会只针对房地产市场,而利率调整却会影响到全部经济,这时房地产市场就成了牺牲品。

(韩冬 综合整理)

### 拐点前的典型特征

世界各国历次金融危机发生前的一些典型特征,能为我们提供重要的借鉴和警示。

#### 经济快速持续增长

以危机前的东南亚各国为例,泰国、韩国和菲律宾三国国民经济在1997年以前,已连续15年保持6%—8%的增长,其中1990—1995年,泰国GDP的平均增长率高达9.04%。考究这些国家的情况可以发现,正是在这些国家持续繁荣的吸引下,才发生了以下一系列现象,使得金融体系的脆弱性不断累积,并且被表面上的经济持续繁荣所掩盖。

#### 国外游资大量流入

经济的持续高增长以及相应的政策因素吸引了外部资金的大量流入。然而,外部资金在为一国经济发展融资、进一步推动经济继续高速增长的同时,也使这些国家更容易受到反向资本流动的影响,尤其是在外部资金以流动性极强的短期债务和热钱为主的情况下更是如此。

#### 普遍的过度投资

危机前各国普遍出现过度投资的现象,不但进一步吸引了外部资金的流入,而且,更为严重的是快速增长的对金融资产等虚拟经济的投资迅速推高了资产价格。

#### 楼市股市快速上涨

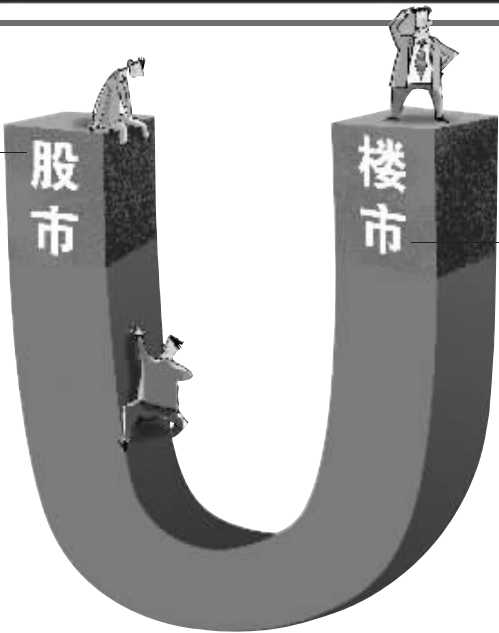
尽管危机前各国宏观经济都呈现出良好的发展势头,如高速增长、低通胀,但实际上,由于过于乐观的预期导致实际资本过度积聚,特别是大量资金转向投机性强的证券市场、房地产市场,形成金融、房地产泡沫。

#### 货币普遍被高估

此外,危机前各国还有一个最大的共同点,就是货币普遍被高估,维持了相对较高的汇率。

(郝玮刚 综合整理)

10月16日,上证指数收6091点,上涨0.94%,深证成指收19330点,上涨1.35%。沪市继15日站上6000点后继续强劲上扬。



2007年,全国一线城市楼价一直在高位运行。上海10月16日住宅成交均价13412元/平方米;深圳16日住宅成交均价14118元/平方米;北京第三季度二手房成交均价已突破10000元/平方米;广州9月15日—21日住宅成交均价11842元/平方米。

# U型经济到达顶点?

□本报地产评论员 韩冬

高处不胜寒。

几乎是同时,股市楼市这两驾马车都好像有些力不从心了。在经历了大半年的狂奔后,9月底10月初,两市疲惫、处于拐点的论调已不绝于耳,而市场上的反应也似乎对此进行了预警。

### 迹象:两市尽显疲态

9月27日深夜,央行银监会以359号文正式确认了流传了多月的第二套房贷首付提高的传闻,而选择在“金九银十”这一传统销售旺季前启动房贷新政,国家有关部门给楼市降温的决心十分明显。

面对新药,持续高烧的楼市反应明显。

屡次登上国家发改委公布的房价涨幅前列的深圳,陷入了“冰河期”,“十一”七天全市新房成交量仅为82套,其中10月3日全市一手房成交仅6套,成交面积只有区区298平方米。

房贷新政出台前后,北京楼市逐渐呈现交易清淡的局面,一些楼盘的售楼处甚至出现退房情况。

上海“网上房地产”的纪录表明,10月4至6日三天分别成交了437、409和303套商品房,3天的交易量只相当于节前周末一天的水平。

黄金周的前四天,重庆主城区商品房的日均销售量仅为平时的十分之一左右。

不少业内人士认为,二次房贷首付提高的本身的威力并不是特别巨大,影响人群有限,但对于一直处于山雨欲来中的楼市而言,首个宏观调控传言兑现所传递的信号,使得人们对于后市宏观调控趋紧达成更多的共识。

动向越来越清晰。10月12日,国家税务总局再次对物业税出台进行吹风,次日,央行再次宣布提高存

款准备金率。

专家分析,目前楼市积累的问题,势必会对置业者产生直接扭转其心理预期的效果,那时,一部分人最不希望看到,而大部分最希望看到的拐点或会真的到来。

另外一个资金拉动型的市场,情况同样不容乐观。在奔向6000点的时候,股市10月12日出现了宽幅震荡,盘中突然跳水,一度跌去300点,恐慌性抛盘一度汹涌而出,10月15日,大盘虽然突破6000点,但多空争战已非常激烈。

专家认为,从9月初起,大盘一直处于要调未调的状态,中期调整迟迟未能来到,随着时间的推移,机构对后市看法已经出现重大分歧,部分机构认为,10月底至11月,将有一批利空消息集中出台。一度传言将于四季度推出的股指期货,对机构也形成了一定的心理压力。

数据显示,10月8日至11日,上证综合指数累计上涨6.50%,但沪深两市超过这一涨幅的仅有173只股票。“二八现象重现,说明市场风险很大,因为这种情况不是可持续的。之前两个交易日,银行地产股的回调整理,就是一种警示。”某券商人士表示。

### 学界:“U”型走势面临风险?

就像股市、楼市齐旺这一特殊的“U”型走势引起了国内经济学界的关注一样,如今两市同时出现拐点迹象的格局再次抛出了问号。

2006年下半年以来,内地股市、楼市的发展一改以往“跷跷板”此消彼涨的态势,共同阔步向前。

对此,专家并不是很意外,“跷跷板”效应之所以未发生作用,是因为目前内地经济环境与“跷跷板”效应所依存的经济条件完全不同。“跷跷板”效应依存于两个条件:一是投

入到股市、楼市的资金总量相对稳定或者增速稳定;二是投资人认为股市、楼市相互排斥。

而从内地的现状来看,这两个因素都不存在。一方面,由于居民消费价值观改变释放的财富、国际资本共同作用,进入股市、楼市的资金总量增速迅猛,另一方面,投资行为依据的是对经济数据的实证总结,而当内地去年下半年以来的短期经济数据——股市、楼市齐涨,已经不支持“跷跷板”理论时,这种对投资回报的感知反过来又进一步影响了投资者的决策,加剧了两市共同繁荣。

在采访中,专家没有对这种股市、楼市齐旺的“美景”还能走多远作出预测,一些专家还提出,高速运行的火车势头太猛,不太可能一下子停下来,但他们都着重向投资者提醒,虽然尚难以说清什么时候停,以何种方式停,但毫无疑问,这两列高速奔行的火车肯定会停的,因为从基本面角度分析,目前两市已渐渐偏离基本价值,出现了不合理、不理性的地方,而一旦势头逆转,经济将可能面临崩溃风险。

但事实的另一方面是不少人仍持续看好楼市的动力,这种观点认为,即使政府高层认识到要给房地产降温,但房地产已经成为当今的重要经济支柱,因此不会让它步入熊市。

但其实忽略了房地产一旦形成泡沫后再破裂,对经济的影响将是巨大的。日本和香港的房地产市场波动就是活生生的例子。

专家分析,这是市场运行规律决定的,当市场经过长时间的牛市之后,如果投资者预期未来的价格不会涨,他们就会选择从市场中撤出,于是价格会雪崩,想让市场的价格维持在高位平稳运行的想法是不现实的。

他山之石

### 日本两市暴涨终致崩溃

从历史上观察,大多时候股市和楼市存在“跷跷板”效应:即股市涨时楼市跌,楼市牛时股市熊,比如中国2001—2005年楼市繁荣时,正值股市低靡不振。其原因在于,有限的资金在一定时间内会集聚于一个投资市场,相较而言,另外一个市场显得冷清。从投资者的心理分析,一般人都有从众心理,很容易形成“羊群效应”,越来是这样,越是形成火者更火,冷者会愈冷。但在特殊历史时期,股市和楼市也会同进退,比如1929年美国发生经济危机时两市皆崩;再如1985年之后,日本股市和楼市的资产价格同步飙升。

1985年9月22日,美、日等五国签署了联合干预外汇市场,诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值,以解决美国巨额贸易赤字问题的“广场协议”。“广场协议”后日元币值不断上升,无异于给国际资本投资日本的股市和房市一个稳赚不赔的理由:即使投资的资产日元价格没有升值,也可以通过汇率变动获得5%以上的收益。而实际上日本国内由于低利率政策刺激了股市和房市价格的快速上涨,因此国际资本投资日本股市和房市可以获得双重收益——资产价格的升值和日元的升值。在双重收益的刺激下,国际资本进入日本大量从事于股市和房市的投机,刺激泡沫进一步膨胀。

自1985年至1990年间,日本企业单单从股市便募集到185兆日元,股市犹如免费的融资管道。1980年代下半期,日本政府所释出的日本电话会社的股票,其市盈率高达250倍。而且,日本企业普遍相互持股,这既是泡沫经济火上加油的帮凶,又是泡沫经济破天下的最大受害者。

日本土地价格暴涨也始自1985年,到1990年泡沫经济崩溃之前夕,日本房地产总值为2000兆日元,约等于其国民生产总值的五倍,为美国全国房地产的四倍(以土地面积而言,美国是日本的25倍强)。当时,日本只要将东京都会区卖掉,就足以把整个美国买下来。

据统计,“广场协议”后近5年时间里,日本股价每年以30%、地价每年以15%的幅度增长,而同期日本名义GDP的年增幅只有5%左右。泡沫经济离实体经济越来越远,虽然当时日本人均GNP超过美国,但国内高昂的房价使得拥有自己的住房变成普通日本国民遥不可及的事情,日本国民的真实生活水平要比美国等其他西方国家低很多。

1989年,日本政府开始意识到土地价格严重脱离实际价值,经济中的泡沫问题已经非常严重,便施行紧缩的货币政策。

然而为时已晚,紧缩政策虽然戳破了泡沫经济,但累积的泡沫已经给日本经济带来巨大的损害,股价和地价短期内下跌50%左右,银行形成大量坏账,日本经济进入十几年的衰退期。

(龚玺 综合整理)