

京沪深住房市场泡沫比较研究——基于长期投资的视角

柳德荣

摘要: 本文将住房购买视作解决居住问题的长期投资,通过现金流净现值、溢价率、内部收益率等指标的计算来考察一个地区住房市场是否存在泡沫及其程度。以2009年3~10月易居网上发布的二手住房出售、出租数据为基础,应用上述方法对北京市、上海市、深圳市各城(地)区住房市场研究表明,这3个城市的住房市场不同程度地存在泡沫。

关键词: 北京、上海、深圳住房市场 价格泡沫

(一)引言

近年来,我国城市住房价格迅速上涨,市场泡沫成为广为关注的焦点。但住房市场具有明显的区域差异性,对不同地区的住房市场泡沫进行比较研究有利于从总体上把握我国住房市场的状况,为政府的宏观调控提供依据。北京是我国政治、文化的中心,上海是我国经济最为发达的城市,深圳是我国第一个经济特区、空间上又毗邻香港,这3个城市近年来均居我国住房价格最高、涨幅最大的城市之列。因此,对北京、上海、深圳三市的住房市场泡沫进行比较研究具有重要的现实意义。

本文以2009年3~10月易居网发布的二手住房租售数据为基础,将购房视作解决居住问题的一项长期投资,通过现金流净现值、溢价率、内部收益率等指标的计算对北京、上海、深圳三市的住房价格泡沫进行了研究。通过研究,首次提出北京、上海、深圳三市住房市场均不同程度地存在泡沫,其中以上海市程度最高,北京市次之,深圳市再次之。

(二)研究方法、数据和假设

1.研究方法。将购买住房视作解决居住问题的一项长期投资,节约租用“同样”住房所需的租金可视为购房居住获得的收益,购房居住的现金流出包括购房时的现金结算费用、首付、住房贷款的偿还、住房的维护成本等。估计上述各项现金流后,再按照预期的购房者要求的回报率进行贴现,进而可计算出购房居住现金流的净现值(Net Present Value,简称为NPV)。具体来说,整个现金流的净现值可以按照以下公式计算:

$$NPV = X_0 + X_1/(1+R) + X_2/(1+R)^2 + \dots + X_n/(1+R)^n \quad (1)$$

其中, X_0 为负数,代表首付和现金结算费用(Out-of-pocket Closing Costs); $X_i(i \neq 0)$ 代表第*i*年度的现金流,为购房者如不购房租住“同样”的住房所需支付的租金减去住房贷款偿还和住房的维护费用,第*n*年的收入尚包含住房使用*n*年后的残值;*n*为购买后住房剩余的可使用年限。*R*为购房者要求的年度回报率,取决于进行其他投资的回报率,也取决于利率高低、杠杆水平及预期现金流的风险性。Smith等(2006)认为,购买和拥有住房的现金流较高级别的债券风险性要大,但比多元化的股票组合的风险要小。公式(1)可进一步演变为基于月现金流的形式。

确定一个普遍认可的回报率后,根据方程(1)或基于月现金流的衍生方程可以计算出净现值等于零时的住房价格,该价格可以解释为住房的基础价值(Fundamental Value)。市场价格大于基础价值,说明住房定价偏高;市场

价格小于基础价值,说明住房定价偏低。市场价格*P*和基础价值*P₀*之间的差与基本价值*P₀*之比被称作溢价率(Premium)。在住房市场价格已知的情况下,计算净现值等于零时的回报率即为购房居住的内部收益率(Internal Rate of Revenue,简称为IRR)。

如果购买某一处住房用来居住,其现金流的净现值>0、溢价率<0、内部收益率高于投资者要求的回报率,则说明住房的定价偏低、通过购买住房解决居住问题在经济上更为合算。相反,如果购买一处住房用来居住,其现金流的净现值<0、溢价率>0、内部收益率低于购房者要求的回报率,则说明该住房的定价偏高、通过租赁解决居住问题在经济上更为合算。将范围从个体拓展到一个地区,设购买住房的目的为自住,如果大多数的住房购买,其现金流的净现值<0、溢价率>0、内部收益率低于投资者要求的回报率,则说明该地区的住房定价普遍偏高,通过购房解决居住问题总体不如租房,该地区住房市场存在泡沫。

2.研究数据。购房居住的现金流净现值、内部收益率、溢价率等指标的计算以供出租、出售的“同样”住房的相关数据为基础。由于我国的一手房多数为毛坯房,必须经过装修后才能居住,要在一手住房中匹配“同样”的供出租、出售的住房难度较大。因此,本次研究主要以二手住房为研究对象。在确定供出售、出租的“同样”的住房时,要求出租房和出售房:(1)属于同一开发商开发的同一小区;(2)属于同一开发期次,建成时间相同;(3)建筑面积相同、结构相近;(4)楼高以及所处楼层相同或相近;(5)装修的档次相近。

根据上述原则,作者从2009年3~10月期间易居网发布的二手房出售、出租信息中,收集了1033对“同样”的供出售、出租住房(面积主要为70~120m²)的信息。其中北京271对,分布在朝阳、崇文、东城、丰台、海淀、石景山、西城、宣武等8个城区,住房面积的中间值为99.96m²,月租金的中间值为3850元,出售价格中间值为158.62万元;上海437对,分布在长宁、虹口、黄浦、静安、卢湾、普陀、徐汇、杨浦、闸北等9个城区,住房面积的中间值为102m²,月租金的中间值为4112元,出售价格中间值为219.86万元;深圳325对,分布在宝安、福田、龙岗、罗湖、南山、盐田等6个地区,住房面积的中间值为100.3m²,月租金的中间值为2453元,出售价格中间值为94.29万元。

3.研究假设。根据历年来的住房抵押贷款利率情况和研究期内国家对住房贷款首付比例、偿还年限和利率优惠的规定,假设本文涉及的住房购买首付为30%,住房抵押贷款的偿还期限为30年,年利率为5%(含与住房抵押贷款有关的合同公证、评估、保险、担保等费用;美国1975~2005年期间30年固定抵押贷款年利率为5.7%),采用每年等额偿还的方式。购房者的现金结算费用(购房时的各种税费,不含与住房抵押贷款有关的合同公证、评估、保险、担保等费用)等于销售价格的2.5%。年度维护费用为销售价格的1%。

按照我国现行法律规定,住房的土地使用权为70年。获得使用权后、建房前土地被搁置一段时间的现象广

短论

泛存在,住房的建设本身需要耗费2~3年时间。本文假设,住房建成后剩余的土地使用权为66年。2007年实施的《物权法》规定,“住宅建设用地使用权期间届满的,自动续期”。也就是说,续期需要支付成本。如果续期成本过高,续期在经济上就没有意义。可以预见,目前已建成使用的住房在其建成66年之后绝大多数没有进一步存在的价值。但如果因为各种原因住房被提前终止使用、土地使用权归还给政府,政府将依据提前收回的时间长短对住户予以补偿,相当于为租用“同样”的住房提供了资金、同时弥补了住房使用权终止减少的现金流。基于上述考虑,假设本文涉及的住房建成后可使用年限为66年,土地使用权届满后住房的残值为0,购房后住房剩余的可用年限为66年减去建成后已使用过的年限。

房租增长幅度和购房者要求的年度回报率分两种情况(上限和下限)设定。其一,随着宏观调控水平的提高,我国年均通货膨胀率大幅下降,设房租以每年3%(预期的年均通货膨胀率)的幅度增长,略高于美国近20年的年均通货膨胀率。美国是一个通货膨胀率较低的国家,过去20年(1989~2008)期间的年均通胀率为2.86%。设购买者认可的回报率为6%(扣除通货膨胀因素后为3%,与Smith和Smith(2006)设定的相同)。其二,设房租以每年5.73%(预期的年均通货膨胀率)的幅度增长。1980~2008年期间我国的年均通货膨胀率为5.73%,今后继续维持这一水平。设要求的回报率设为8.73%(扣除通货膨胀因素后为3%)。未来房租的年均增长幅度(预期的年均通货膨胀率)将介于上述两者之间,如房租以年均3%和5.73%幅度上涨假设下某地区住房价格均存在泡沫,则认为该地区住房市场肯定存在泡沫。

(三) 研究结果及分析

1. 住房租金年增幅为3%(预期的年均通货膨胀率)、要求回报率为6%假设下购房自住的现金流净现值、溢价率。北京市8个城区住房购买的现金流净现值(NPV)为负的比重为78.8%~97.5%,说明北京市各城区大多数住房的购买现金流净现值为负值,各区住房定价普遍过高;溢价率(中间值,下同)均为正值,变动范围为25.61%~55.09%,说明各城区住房价格总体均明显高于其基础价值,住房市场存在泡沫。上海市9个城区住房购买的现金流净现值为负的比重为97.2%~100%,说明上海市各城区只有极个别住房的购买现金流净现值为正,各区住房定价全面过高;溢价率均为正值,变动范围为53.12%~82.00%,各城区住房价格总体显著地高于其基础价值,住房市场存在泡沫。深圳市6个地区住房购买的现金流净现值为负的比重为64.8%~95.6%,均明显大于50%,除罗湖区以外其他各区购买现金流净现值为负的比重均高于75%,住房定价普遍过高;溢价率变动范围为7.82%~34.90%,均为正值,除罗湖区以外其他各区均大于20%,说明各地区住房的价格总体明显高于其基础价值,住房市场存在泡沫。从整体来看,北京市住房购买的现金流净现值为负的比重为92.3%,溢价率为36.83%;上海市住房购买的现金流净现值为负的比重为99.5%,溢价率为66.33%;深圳市住房购买的现金流净现值为负的比重为85.5%,溢价率为26.68%。通过比较可以看出,上海市住房市场的泡沫程度最高,北京市次之,深圳再次之。

2. 住房租金年增幅为5.73%(预期年均通货膨胀率)、

要求回报率为8.73%假设下购房自住的现金流净现值、溢价率。北京市8个城区住房购买的现金流净现值(NPV)为负的比重为60.0%~87.5%,说明北京市各城区多数住房的购买现金流净现值为负值,各区住房定价偏高;溢价率均为正值,变动范围为4.74%~26.53%,说明各城区住房价格总体高于其基础价值,住房市场存在泡沫。上海市9个城区住房购买的现金流净现值为负的比重为89.8%~100%,说明上海市各城区只有极少数住房的购买现金流净现值为正,各区住房定价全面过高;溢价率均为正值,变动范围为25.26%~48.54%,各城区住房价格总体显著地高于其基础价值,住房市场存在泡沫。深圳市6个地区住房购买的现金流净现值为负的比重为22.2%~82.4%,宝安、龙岗、南山明显大于50%,福田、罗湖、盐田则小于50%;溢价率变动范围为-11.90%~10.18%,宝安、龙岗、南山大于0,福田、罗湖、盐田则小于0,说明深圳市住房市场局部价格偏高,存在一定的泡沫。从整体来看,北京市住房购买的现金流净现值为负的比重为72.3%,溢价率为11.67%;上海市住房购买的现金流净现值为负的比重为96.6%,溢价率为35.71%;深圳市住房购买的现金流净现值为负的比重为56.3%,溢价率为3.40%。通过比较可以看出,上海市住房市场的泡沫程度最高,北京市次之,深圳再次之。

3. 房租年增幅为3%、5.73%(预期年均通货膨胀率)假设下购房自住的年度内部收益率。当预期房租年增幅为3%时,北京市住房购买的年度内部收益率中间值为3.90%,各城区住房购买的年度内部收益率分布区间为3.05%~4.12%,明显低于购买者要求的6%的回报率;上海市住房购买的年度内部收益率中间值为2.56%,各城区住房购买的年度内部收益率分布区间为2.06%~3.03%,城市整体和大部分城区低于3%的预期通货膨胀率;深圳市住房购买的年度内部收益率中间值为4.25%,各地区住房购买的年度内部收益率分布区间为3.74%~5.29%,均低于购买者要求的6%的回报率。当预期房租年增幅为5.73%时,北京市住房购买的年度内部收益率中间值为8.00%,各城区住房购买的年度内部收益率分布区间为7.07%~8.27%,均低于8.73%的要求回报率;上海市住房购买的年度内部收益率中间值为6.58%,各城区住房购买的年度内部收益率分布区间为6.12%~7.10%,明显低于购买者要求的8.73%的回报率;深圳市住房购买的年度内部收益率中间值为8.39%,低于购买者要求8.73%的回报率。由此可见,北京、上海、深圳住房市场均不同程度地存在泡沫。通过对3个城市住房购买内部收益率的大小比较可以看出,上海市住房市场的泡沫程度最高,北京市次之,深圳再次之。

(四) 结语

2009年3~10月期间,北京市、上海市、深圳市住房市场多数住房的定价过高、不同程度地存在泡沫,其中以上海市程度最高,北京市次之,深圳市再次之。住房泡沫主要由消费者对通过购房解决居住问题的过度偏好和炒房行为引起,两者在京、沪、深住房市场泡沫形成中各起到了什么样的作用有待进一步研究。

(作者单位:湖南商学院经贸学院)

参考文献

(1) Smith M H and Smith G, 2006, "Bubble, bubble, where's the housing bubble?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.1~67.