

德国住房价格影响因素研究*

陈洪波 蔡喜洋

[摘要]本文基于供给需求分析框架研究了德国住房价格的影响因素。在第二次世界大战后德国也经历过住房短缺的短暂时期,但在 1975~2011 年期内,城镇化已经完成,人口增长基本停滞,整体住房市场供需关系平衡,套户比率长期稳定在 1 以上,尽管经济增长、土地价格变动对房价有一定的影响,但人口的变动(包括自然生育和移民)却是最关键的因素;同时住房制度安排与法律体系在引导住房供需关系中发挥了积极作用。当前中国仍处于人口规模持续扩张和人口快速城镇化的进程当中,因此其隐含的政策含义是:一是持续增强住房供给支持力度;二是大力推动租房市场规范发展;三是进一步加强城镇化建设,培育相对均衡化的城市群,使城市群中的每一个城市都具有更多的人口居住的吸引力和吸纳力;四是保持稳定的货币政策和较低的通胀预期可有效降低房地产等资产名义价格的波动性;五是建立与时俱进的房地产政策,顺利实现由“政府干预”到“市场调节”的住房市场经济。

关键词:住房价格 人口结构 住房政策

JEL 分类号:E20 R21 R31

一、引言:德国房价波动特质

1975~2011 年,德国新建住房名义价格指数^①累计上涨 90%,扣除通胀因素影响,实际价格下跌 10.2%,实际房价收入比指数下跌了 53%。分阶段考察,1975~1982 年期间,德国实际住房价格快速上升,房价收入比较为均衡,但 1982 年之后持续下行,直到 2008 年以来实际住房价格有所上涨(见图 1)。

这是德国特有现象还是全球经验? 我们进行简要的国际房价波动比较。

首先德国住房价格实际负增长,实际房价收入比持续走低。1990 年代以来,欧美主要国家均经历不同程度的住房价格上涨,直到 2007 年美国“次贷危机”终结了全球房地产市场泡沫。2000~2007 年,美国标准普尔-凯斯席勒 20 个大中城市房价指数上涨了 100%,2007~2012 年下跌 30%。1983~2007 年,英国 Halifax 房价指数累计上涨 500%,2007~2012 年下跌超 20%。1975~2011 年,扣除通胀影响,法国和意大利的实际房价分别上涨了

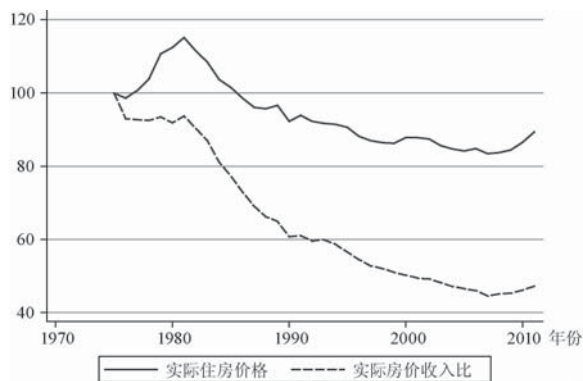


图 1 德国实际住房价格与实际房价收入比
(1975~2011 年; 1975=100)

数据来源:欧盟统计局。

* 陈洪波,蒙特利尔银行(中国)有限公司,经济学博士;蔡喜洋,中国银行总行,金融学硕士。

① 该指数样本 1989 年之前为联邦德国 50 个城市,1990 年两德统一后增加至 100 个城市。由于存量房价价格指数和新房价格指数的差异极小,我们取新房价格指数作为考察指标,以代表德国整体房价发展情况。

123%和 50%,而同期的德国实际住房价格累计下跌 10%,实际住房收入比下跌 52.7%(见图 2、图3)。

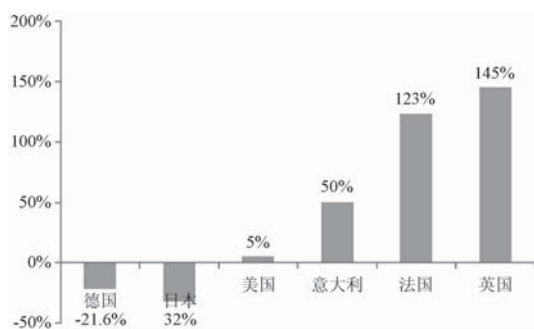


图 2 实际房价累计变化率

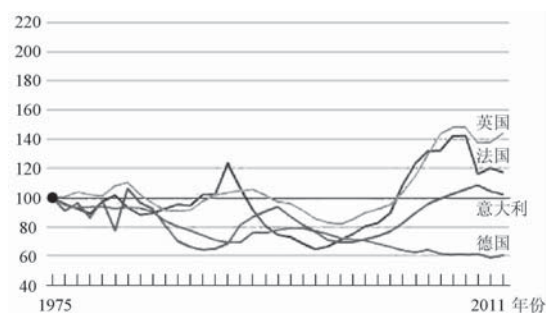


图 3 实际房价收入比指数

Shiller(2007a,b)认为,1990 年代后期兴起的全球性地产繁荣可能存在泡沫。以美国住房市场为例,美国居民收入、实际房租及建造成本增速都比较平稳,不可能持续支持如此快速的房价上涨,房价存在严重泡沫。泡沫的根源,在于美联储持续放松基准利率,助推了地产的投机行为,而随着基准利率被逐步调高,房产价值下降,抵押贷款无力偿还,次级贷款危机开始蔓延并演变为一场全球金融危机。

显然,德国房价没有与世界主要发达国家的表现同步并表现出长期稳定性,得益于此,2008 年以来德国住房市场逐步获得国际投资者青睐。

其次德国住房平均价格和家庭住房自有率均远低于可比经济体。根据环球地产指南网^①提供的最新调查数据,2012 年二季度,柏林市公寓每平方米均价在 3100 欧元左右,而伦敦、巴黎、布鲁塞尔、圣彼得堡均价都在 10000 欧元以上。德国住房自有率仅为 44%,欧盟平均水平在 63%,56%的德国家庭通过租房市场解决居住需求(见图 4、图 5)。



图 4 2012 年平均住房价格(单位:欧元)



图 5 2006 年德国住房自有率较低

数据来源:欧盟统计局、GPG、The Economists。

德国住房市场的独特现象引起了部分专家学者的关注,德国住房市场不同于全球市场的深层逻辑是什么?哪些因素决定了住房价格长期发展趋势?

二、文献综述

对于住房价格波动研究,国外文献一般遵循价格由供给曲线和需求曲线决定的分析框架,重

^① 详见 www.globalpropertyguide.com。

点关注决定供需基本面因素,如 Girouard (2006), Tsatsaronis and Zhu(2004)。这些文献对房价决定因素进行跨国比较研究,主要考察实际住房价格对基础经济指标的弹性,由于国别样本、数据时段以及采用方法的差异,不同文献测算的弹性不尽相同。这些文献的共同点是,普遍将实际居民可支配收入和人口结构两大基本面因素作为解释变量。

第一,经济增长变化。经济增长提升居民可支配收入并形成家庭住房购买力。Collyns and Senhadji(2002)证实,在美国,人均 GDP 是影响地产价格的主要因素。Englund and Ioannides(1997)研究了 15 个 OECD 国家的房价变化,发现 GDP 增长对房价有正面作用。Case,Goetzmann and Rouwenhorst(1999)研究了 60 个国家的样本数据,基本都支持经济增长对房价的正向影响,但在不同国家房价对收入增长的弹性不一,主要受其他因素如土地供给、市场结构等因素的影响。

第二,人口结构转变。人口是住房的最终消费者,其发展变化对住房市场的影响举足轻重。Mankiw and Weil(1989)指出,1970 年代的美国住房价格与“婴儿潮”存在强正相关,如果这种关系持续稳定,那么在接下来的 20 年当中,由于人口年龄结构的转变,适龄购房人口的急剧下降将对住房需求形成不可逆转的打击,该文预测 1987~2007 年,美国住房价格将会下滑 47%。Feinstein and McFadden(1989)和 McFadden(1994)将住房视为家庭财富的核心组成部分,住房价格的波动将影响家庭的储蓄和消费,美国人口老龄化的到来会显著降低住房需求并对住房市场形成下行压力,基于理性预期,美国家庭应降低对住房的权益投资。

实际上,美国住房市场发展并没有理会 Mankiw and Weil(1989),Feinstein and McFadden(1989)和 McFadden(1994)的担忧,他们预测失败的一个重要原因在于低估了美国移民人口增长对人口老龄化的减速作用。Poterba(1991)认为人口结构对住房市场确实有重大影响,美国是一个开放的移民国家,应考虑移民人口对房价的影响。Patrick, Berkard and Krainer(2005)认为人口因素是长期房价变化的重要因素之一,婴儿潮一代的老龄化对住房需求形成负面冲击,但是 1990 年代以来,外来青壮年人口移民的增加以及移民人口的高生育率,显著放缓了美国的人口老龄化速度;另一方面,互联网新经济对生产率的促进,抬高了年轻一代对持久收入期望,并在住房金融条件放松的条件下,推动美国房价快速上涨。

第三,住房政策转变。住房政策体系形成于经济、人口发展和住房市场的发展过程,与上述两个要素息息相关。国内文献对德国住房政策体系有较多介绍。许兵、孟学礼和孔伟(2011)介绍了德国房地产市场保持平衡的经验,认为城市发展规模分散化、租房市场发达、供求关系平衡、具有独立的房地产价格评估体系和严格住房法律体系、税收方面鼓励住房供应是市场保持平衡的重要因素。陈怡芳、骆晓强和高峰(2012)认为这两国房地产市场稳定健康发展的基础在于:住房法律框架完善、鼓励市场加大住房供给、加强对租房市场的监管、合理设置税种、建立住房保障体系。类似的观点还有薛德升等(2012),刘应杰(2012),梁小青和王永慧(2012)等。

上述文献介绍了德国当前的住房政策体系,但为什么要制定这些政策?在怎样的经济发展和人口增长背景下制定的?以上文献均未作进一步分析。埃格纳(2011)较为全面地分析了德国住房政策的转变及其原因。他认为,第二次世界大战之后德国住房紧缺,住房被当作一种“社会物品”,强调其社会保障性;而随着政府资助和鼓励社会大规模建房,至 1970 年代中期德国住房的供需矛盾得到缓解,住房作为“经济物品”的属性日益突显,住房的调控主体也逐步由政府转向市场。但没有对人口和经济发展因素作出细致的考察。

基于此,本文认为经济因素、人口因素和制度因素,对住房市场和住房价格都有显著作用,但是这些因素并非独立外生变量,而是相互影响、共同作用,共同决定了住房价格的长期发展趋势,在不同发展时期,各个变量的相对影响力也是动态变化的。

本文从供给需求的理论框架推演,对主要解释变量:经济因素(人均实际 GDP)、人口因素(规

模、年龄结构、家庭结构、人口流动)、制度因素(建设社会保障房、引入住房补贴、保障租房权、促进自有住房等措施及其配套法律体系),进行了直观的数据展示和分析。

三、德国住房市场供需分析

基于德国住房价格迥异的波动特质,我们重点考察 1975 年以来的供需关系如何平衡及其演变路径。

(一)需求分析

决定住房需求的因素有:经济因素(人均实际 GDP)、人口因素(规模、年龄结构、家庭结构、人口流动)。其中,人口因素是决定住房需求的核心变量。

1.经济因素

德国是欧洲第一大经济体、世界第四大经济体,人均收入水平位居欧盟前列。世界银行数据显示,2011 年德国人均 GDP 达到 43689 美元,相当于月人均 3640 美元(见图 6)。

人均收入增长一定推动房价上涨吗?德国的数据看起来并不支持这个结论。1975~1982 年,德国实际房价与实际人均 GDP 保持同步变动,房价收入比基本保持一定的水平。1983 年开始,实际住房价格持续下行,而实际人均 GDP 随着经济发展稳步向上,直接导致实际房价收入比的走低。在长期内,实际住房价格与实际收入向两个方向发展,直觉上有悖于传统经济学逻辑(见图 7)。什么因素导致了这种长期背离趋势?

2.人口因素

人口因素对住房市场的影响举足轻重。

一是,人口规模和人口增长变化。住房需求取决于人口自然增长率和外来净移民速率的变化,新增人口自然引致新增的住房需求。

二是,人口流动和居住地区选择。人口流动是指居民对其居住地理位置和居住方式的选择,本质上体现为向就业质量、工资收入、居住或生活体验更好的目标地区流动,表现为城市化水平(农村流向城市)和城市化选择(小城流向大城、城郊流向城区)。由于德国已经完成城镇化进程,人口的流动不再体现为大规模的农村流往城市,而是从小城镇向大城镇流动、从城郊区向核心城区流动。

1975 年以来,德国人口规模增长和人口城镇化转移(包括移民)基本停滞,比如城市化率由 1960 年的 71% 上升至 2011 年的 73.8%;人口规模从 1975 年的 7900 万增长至 2011 年的 8200 万。

三是,人口年龄结构和家庭结构。住房需求取决于与家庭结构和年龄结构变化,不同年龄阶段对住房的边际需求增量贡献相差甚巨,德国

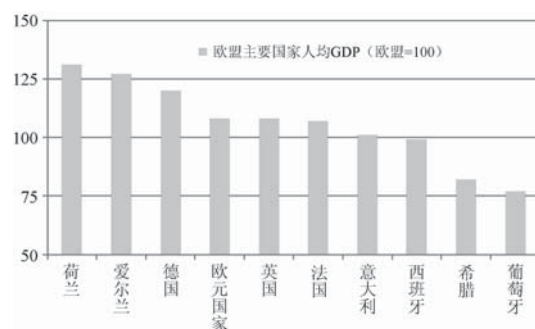


图 6 德国人均 GDP 在欧盟国家排前列 (2011 年)

资料来源：欧盟统计局、《Eurostat News Release 97/2012》。

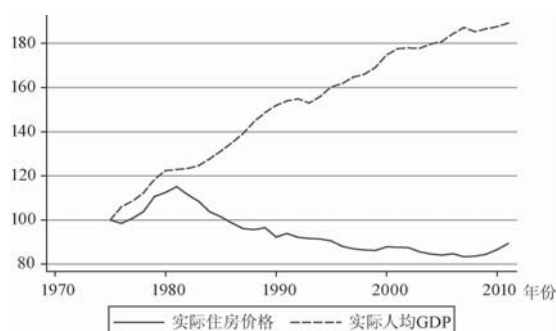


图 7 德国实际住房价格与实际人均 GDP (1975~2011 年; 1975=100)

数据来源：限于数据可得性，我们的数据样本区间为 1975~2011 年。联邦德国住房价格指数和土地价格指数均来自国际清算银行(BIS)房地产数据库,并根据 GDP 价格平减指数调整成实际价格变量;实际人均 GDP 来自 Maddison 数据库,货币单位为 1990 年国际美元;人口数据来自欧盟统计局和德国统计局。

65 岁以上老龄人口占比在欧盟国家最高,而 0~14 岁新增幼年人口的比重逐年递减。这两个因素都对住房需求产生深远影响。

是否育有孩子是德国家庭是否购房的一个重要参考因素。“婴儿潮”普遍诞生于 1945~1968 年期间,在整个 1960~1980 年时期,德国住房价格上升较快,直接原因是幼年人口与中年人口的比重快速上升。1982 年之后,随着“婴儿潮”一代本身进入婚育年龄,他们的“婚”“育”行为大大延迟。0~14 岁人口、15~64 岁^①人口比重反应了幼年人口与成年人口比重的相对变化。

(1)人口规模和人口增长

总和生育率^②下降导致人口自然增长率^③持续负增长。德国战后婴儿潮一直持续到 1968 年,该年总生育率达到 5.6 的顶峰,此后迅速滑落到 1973 年的 1.4,并长期维持在该均衡水平,直接后果就是人口的出生率快速下降且远低于人口死亡率,德国在 1972 年自然人口出生率开始转为负增长并持续至今(见图 9、图 10)。

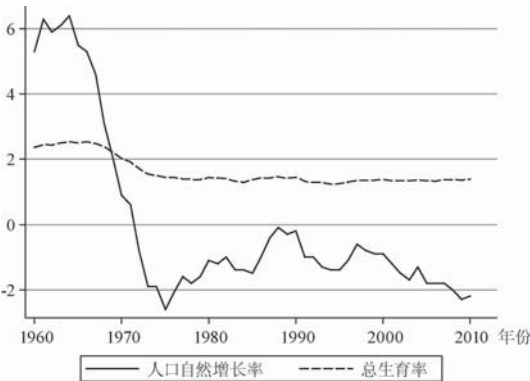


图 9 生育率与自然增长率

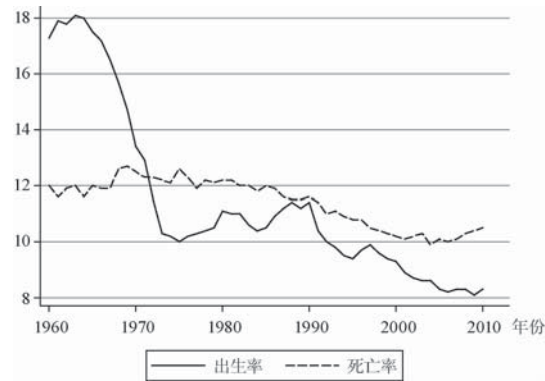


图 10 出生率与死亡率

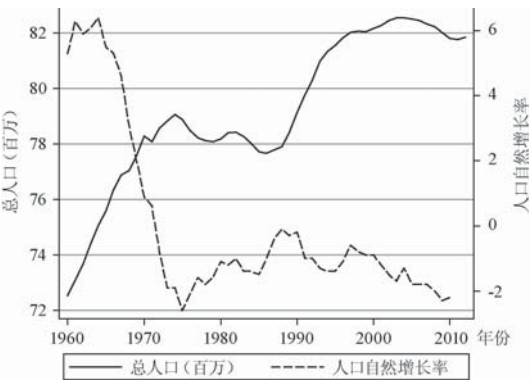


图 11 自然增长率与总人口

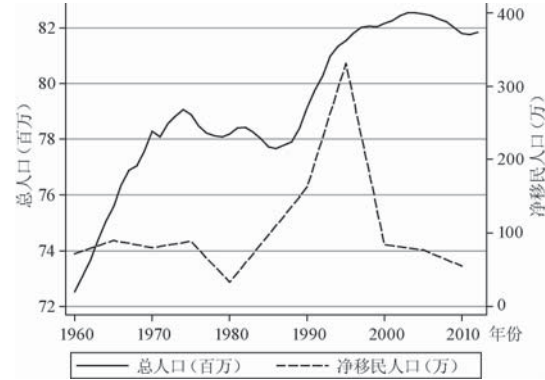


图 12 净移民与人口规模增长

数据来源:世界银行、德国统计局。

① 0~14 岁人口规模与 15~64 岁人口规模的比值(1975=100),反应了德国人口年龄结构的变化和家庭结构的变化。

② 每名妇女繁殖率孩子数。

③ 自然增长率=粗出生率-粗死亡率。

人口增长的另一个动力是外来净移民。欧美主要发达国家都是移民的重要目标国家,如美国年均净移民人口近百万。与其他可比国家相比,德国移民进展缓慢。1990~1995 年之间因两德统一放松了移民的限制,人口增长迅速,此后受制于移民政策、语言及文化环境,年均移民规模远小于美国、英国等英语体系国家。

表 1 主要发达国家净移民人口(单位:万人)

年份	美国	意大利	澳大利亚	英国	法国	德国	日本
1960	190.25	-55.98	40.55	7.00	81.04	72.11	-46.85
1965	122.69	-23.17	36.14	14.26	139.25	89.85	20.92
1970	166.54	-23.18	71.22	-8.49	48.46	80.30	87.83
1975	268.34	1.94	42.80	10.64	54.32	88.85	45.68
1980	352.70	16.49	22.89	3.91	25.41	32.92	4.50
1985	330.30	26.64	48.94	-9.75	28.94	-10.85	21.20
1990	378.62	-1.02	66.65	9.88	27.82	162.10	-62.84
1995	445.81	15.26	37.11	20.54	12.29	330.63	45.06
2000	852.15	22.53	46.57	42.94	18.78	83.92	1.76
2005	619.52	185.37	66.16	96.84	76.58	76.90	5.24
2010	495.49	199.89	112.46	102.02	50.00	55.00	27.00

数据来源:世界银行。

注:该数据值为 5 年一统计,即统计过去 5 年每年净移民流入人口。

德国人口在 1973~1990 年间基本保持在 7800~7900 万的狭窄区间,1988~2010 年间的人口增长的主要推动力是外来移民以及移民人口的高出生率。1988~1996 年期间,外来净移民迅速扩张,总计净移民流入近 492 万人。

移民人口在德国的地区分布存在较大差异,主要集中于联邦德国地区和若干大型城市。例如,各城市(移民人口所占百分比):法兰克福(25%)、慕尼黑(23%)、斯图加特(21%)、奥芬巴赫(31%)。

(2) 年龄结构和家庭结构

德国老龄化程度居欧盟首位。1960 年,德国老龄化水平(65 岁以上人口占比)为 11.53%,2000 年该比率上升至 16.31%,40 年累计上升 4.78%;至 2010 年,已经迅速上升至 20.38%,10 年累计上升 4.07%,老龄化速率提高了数倍。

根据联合国人口研究报告预测,由于德国严重的低生育率,将使得人口持续负增长,且老龄化速度将会加快。至 2030 年,德国老龄人口(65 岁及以上)占比将达到 29%,高龄人口(85 岁及以上)达到 4%,将成为严重的老龄化社会(见表 2、表 3)。

表 2 德国低生育率、低人口增长率和加速的人口老龄化

国家	2005~2010 年总和生育率	2010~2050 年人口增长率, %	2010~2050 年 80 岁以上人口增长率, %
法国	1.89	8.03	122.05
英国	1.84	16.91	114.85
欧盟	1.50	-5.69	113.90
西班牙	1.43	13.11	156.12
俄国	1.37	-17.29	67.60
德国	1.32	-14.08	135.88

数据来源:联合国(2009)。

注:总和生育率为平均每名妇女生育孩子个数。

表 3 欧盟主要国家 65 岁及以上老龄人口占比

德国	意大利	希腊	瑞士	葡萄牙
20.7%	20.2%	19.0%	18.5%	17.8%
法国	英国	爱尔兰	欧盟	
17.10%	17.00%	11.30%	17.40%	

数据来源：欧盟统计局。

德国家庭扩张的速度远快于人口扩张速度。1961 年,德国总人口 7315 万,家庭数 1946 万户,家庭平均人口数为 3.76 人。到 2011 年,人口总数 8180 万,家庭数 4030 万,家庭平均人数为 2.03 人。50 年间,家庭数量扩张了 107.09%,而人口规模仅上升 11.76%,家庭数扩张的主要原因在于家庭规模的小型化发展。2011 年德国 1 人家庭和 2 人家庭数合计 3000 万,占全部家庭数的 74.5%;而 3 人家庭、4 人家庭和 5 人及以上的家庭数量自 1975 年以来均保持绝对数的稳定(见表 4)。

表 4 德国人口与家庭数量变化

年份	总人口(百万)	家庭数(百万)	家庭规模(人)
1960	73.15	19.46	3.76
1970	78.07	21.99	3.55
1980	78.40	24.81	3.16
1990	19.75	28.18	2.83
2000	82.56	38.18	2.16
2010	81.75	40.30	2.03

数据来源：欧盟统计局。

家庭小型化的主要原因有：一是战后婴儿潮的下一代(80 后、90 后)开始独立生活,由于受教育年限普遍延长,以及结婚年龄延后,使得年轻单身家庭迅猛增长;二是离异家庭增多,导致一个家庭裂变为两个家庭;三是随着医疗水平的进步,人口预期寿命延长,单身老龄人口增多。

家庭小型化发展对住房需求产生什么影响?

从统计数据来看,家庭规模影响购房和租房选择。

一是,家庭规模结构。单身家庭中的 72.3%会选择租房,而 2 人及 3 人家庭住房拥有率在 50% 以上。2010 年单身家庭占总家庭数的比重已经上升到 39.74%。所以,尽管家庭数量的急剧扩张,但并未形成实际有效的住房购买需求。

二是,家庭成员年龄结构。30 岁之前的家庭住房自有率不足 10%。大多数家庭均是 30 岁之后开始考虑购房。老龄人口的住房拥有率最高。

结合以上两点:一个是进入 30~60 岁之间的人口比重,二是家庭规模因素,而两人和三人家庭的住房需求会迅速上升。

第三,家庭收入结构。月净收入低于 1300 欧元的家庭,其购房支付能力不足,住房自有率较低。由于德国居民收入的差距很大,中低收入家庭占比不低,依靠自身收入难以负担购房以及相关

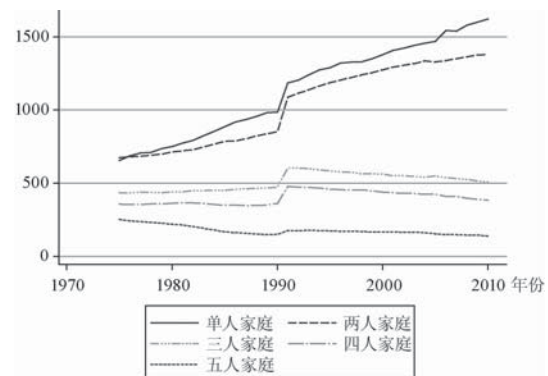


图 13 德国各规模家庭数量(万户)

资料来源：《德国统计年鉴 2011 年》。

的费税物业支出,需要申请相关的住房补贴(见表 5)。

综合来看,家庭规模、年龄以及净收入水平与住房拥有率正相关。

表 5 各类型人群的住房拥有率

类型分组	家庭数(千)	住房拥有率(%)	主承租率(%)	次承租率(%)
按家庭规模分组				
全部家庭	38456	44.20	53.40	2.40
1 人家庭	15281	27.70	67.60	4.70
2 人家庭	13301	51.90	47.20	1.00
3 人家庭	9872	59.40	40.00	0.60
按家庭主成员年龄分组				
小于 30 岁	4457	9.30	82.10	8.60
30~59 岁	20533	44.70	53.60	1.70
60 岁以上	13466	55.00	43.70	1.30
家庭月净收入分组				
低于 500 欧元	715	15.40	69.20	15.40
500~1300 欧元	9291	23.00	72.30	4.70
1300~3200 欧元	18342	44.20	54.30	1.50
高于 3200 欧元	7312	69.80	29.80	0.40

数据来源:《德国统计年鉴 2011》。

注:主承租是指直接向房东租房,次承租是指向承租人租住或共租。

(3)人口流动

①1960 年代就已经实现高水平城镇化

历经 1864 年普丹战争、1866 年普奥战争和 1870 年普法战争后,德国于 1871 年实现了民族统一。统一后的德国,伴随第一次工业革命,直接步入工业化和城市化发展的快车道,城市化水平迅速提高,由 1871 年的 36.1%上升到 1910 年的 60%。在第一次世界大战之前,德国就已经成为高水平的工业化和城镇化国家。1871~1910 年这 40 年的快速城镇化过程中,大量农村人口向附近城市流动,造成城市住宅供应不足,刚刚进入城市的流动人口购买力不足,很少有人能购买固定住房,大部分人只能依靠租赁房屋生活,使得租房市场也出现供需失衡。

1960 年以来,德国乡村居住人口始终稳定在 2080~2200 万之间的狭窄区间,但农业就业人口占总就业人口的比重不足 2%,体现为“居住乡村化、就业非农化”的特征(见表 6)。

表 6 德国城市化的历史进程(单位:万人)

年代	总人口	农村人口	城镇人口	城镇化率(%)
1871	4105.9	2623.7	1482.2	36.1
1880	4523.4	2650.7	1872.7	41.4
1890	4942.8	2842.1	2100.7	42.5
1900	5636.7	2570.3	3066.4	54.4
1910	6492.6	2597.0	3895.6	60.0
1960	7254.3	2076.2	5178.1	71.4
2010	8180.2	2141.6	6038.6	73.8

资料来源:科佩尔·平森(1987),陈丙欣,叶裕民(2007),《德国统计年鉴 2011》。

②城市发展均衡

德国人口密度为 235 人/平方公里,远高于意大利和法国的 205 人/平方公里和 114 人/平方公里。工业水平和经济实力要远强于意大利和法国,但为什么德国房价相对这两个国家更便宜呢?

城市发展是否均衡是一个重要因素。德国城市化的最大特点是城市发展的分散化和均衡化。德国第一大城市柏林城区人口约 200 万,都会区或大区 426 万人,仅占全国总人口的 5.2%,远低于其他欧洲大国。在 50 万人口及以上的大中城市个数这一数据上,德国与意大利分别为 18 个和 17 个,而英国与法国仅 4 和 5 个。这主要源于德国历史长期以来的城邦制格局,此外,德国统一时间发生在第一次工业革命开始之后,城邦之间经济竞争就已经自发地形成了差异化的工业产业格局。城镇体系相对分散,各个城市对居民的就业和居住都起到分散化的作用(见表 7、表 8 及图 14)。

表 7 德国第一大城市人口比重(单位:万人)

国别	总人口	第一大城市	都会区或大区人口	占全国人口比重(%)
法国	6500	巴黎	1206.70	18.56
英国	6226	伦敦	827.83	13.30
意大利	6081	米兰	755.00	12.42
西班牙	4719	马德里	560.30	11.87
德国	8200	柏林	426.20	5.20

数据来源:各国统计资料。

表 8 德国城镇布局分散化

国别	总人口(万)	大中城市个数	国家统一时间	第一次工业革命开始
德国	8200	18	1871 年	19 世纪 30 年代
意大利	6081	17	1861 年	19 世纪中期
法国	6500	5	8 世纪初	19 世纪 30 年代
英国	6226	4	1700 年左右	18 世纪 60 年代

数据来源:根据维基百科资料整理。

注:大中型城市定义为 50 万人口及以上规模城市。

③人口流动的结构变化

德国人口发展的总趋势:西部城市在增长,东部城市在萎缩;大城市在低速增长,中小城市在萎缩;老工业城市人口在萎缩,服务业城市人口在增长。根据联邦建设部 2011 年对 85 个城市人口的调查报告,有 48 个城市人口增长,37 个城市人口在减少。受经济全球化影响,大型传统企业和工厂纷纷转移到成本更低的发展中国家,使得德国传统工业城市面临去工业化过程,人口流出压力加大。此外,外国人和弱势群体习惯性的向大城市集中。

由于德国城镇化已经高水平均衡,因此,人口的流动更多地表现为人口由中小城镇向大城市群流动、由城郊区向中心城区流动,

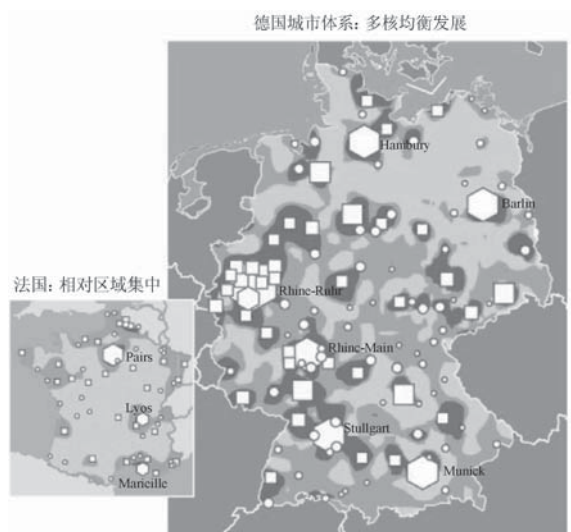


图 14 德国城镇发展相对均衡

资料来源:《Spatial Development and Spatial Planning in Germany》。

这主要与新兴年轻人群向大城市寻求更好的就业机会和工资收入有关,也与德国大城市中心区代表传统贵族的阶级优越感有关,与美国中产阶级和上层阶级人口向郊区流动的模式存在很大差异。

德国人口自然增长率持续为负数,人口流动成为城市之间人口分布和增长不均的直接原因,使得人口流入地区住房需求上升,人口流出地区住房需求下降。就城区内部结构而言,德国人口流动表现为由乡村或较低密度城市区域向大都市圈核心城区以及大城市核心城区流动。从城市内部结构来看,核心城区要比郊区的房价上涨更快。从城市类型来看,以慕尼黑、德累斯顿、柏林、斯图加特、科隆、汉堡、法兰克福、杜塞尔多夫为代表的一线大城市持续吸引人口流入,住房需求提升较快(见图 15)。

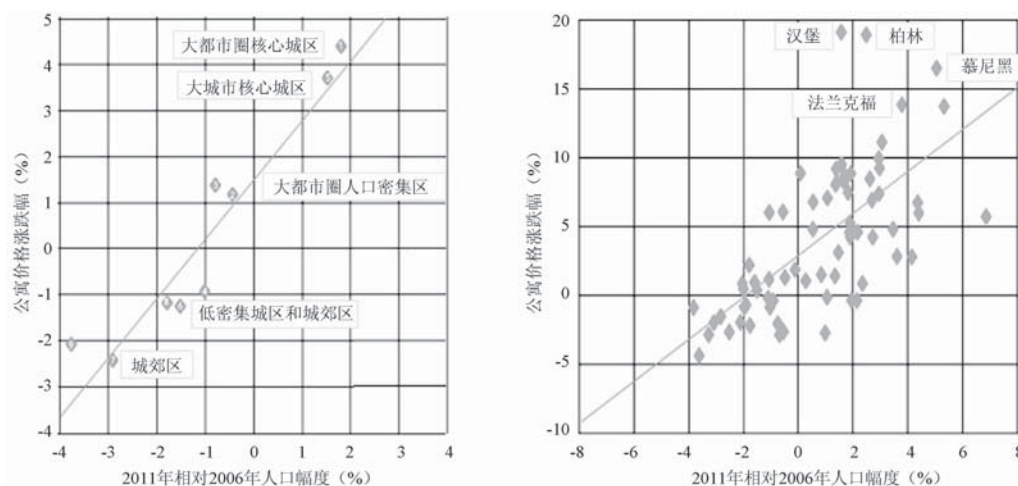


图 15 人口流入推动当地住房价格

资料来源:VDP 研究所,BSSR,德国联邦统计局。

以 2006~2011 年区间考察,大都市群的核心城区和大城市核心城区的累计人口增长 1.8%和 1.52%;其他的中小城市和非核心城区均出现人口负增长。在这些人口正增长的城市和区域,住房价格需求持续上扬,住房价格上涨较快。

3.预期回报

德国住房市场具备非常稳定的住房投资回报水平,其年租金回报率长期稳定在 4%~5%,而德国金融市场的长期国债提供的收益率仅在 2%~3%,对于追求长期稳定投资回报的机构和个人投资者都具有相对吸引力(见图 16)。

(二)供给分析

从供给层面看,我们考察 1975 年以来,德国的开发商行为、居民家庭结构变化,住房存量总体平衡状态,以及政府政策对供需关系的影响。

1.开发成本

地价上涨一定推动住房价格上涨吗?从德国的数据看并不支持这个结论。1975~2011 年,德国实际住宅用地价格累计上涨了 60%,但实际住房价格却下降了 10%。在德国的住宅开发建设过程中,

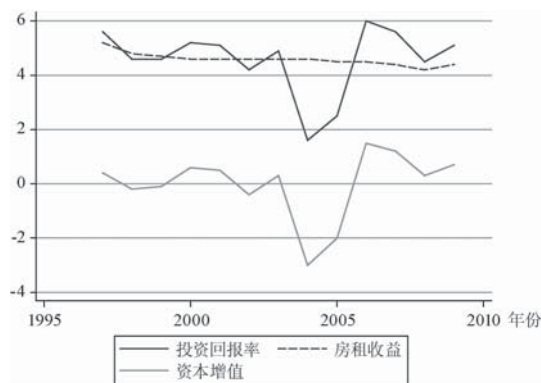


图 16 德国住房年投资回报率以房租收益为主(%)

数据来源:Lisa and Wolfgang(2012)。

土地价格占住房价格的 25%~30%左右,而人工成本、原材料成本与通胀的速度基本一致(见图 17)。

2.供需状态

经济变量、人口变量、投资回报和土地成本,都会影响供应或者需求的一方。在考察住房价格时,整体住房市场的供求状态对价格的影响十分关键。

“二战”结束后,德国住房市场出现严重的供求不平衡,1460 万户家庭只有 940 万套房屋可供居住^①。战后德国在 1949~1978 年间年均建成 61 万套住房,使得存量得以迅速增加。1978 年住房套数与居民家庭的比例达到 1.21,即平均每户家庭拥有 1.21 套住房,彻底改变了德国长期持续的住房紧缺状态(见图 18)。



图 17 实际住房价格与住宅用地价格

数据来源：国际清算银行(BIS)。

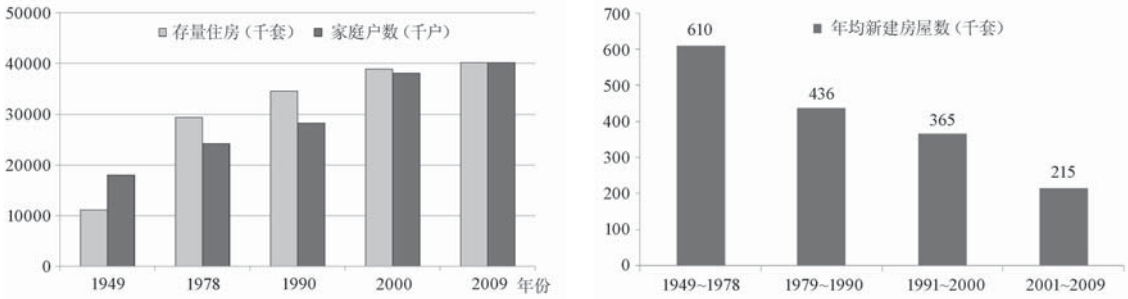


图 18 德国存量住房、家庭户数与增量住房建设

资料来源：德国统计年鉴(2011)。

德国政府一直重视和支持住房供应。截至 2011 年,德国 46%的存量住房(约合 1840 万套)是 1949~1978 年间建成的,套户比率在 1978 年达到 1.21。1979 至 2011 年新建了 1080 万套住房,而同期,德国人口规模仅仅增长了 300 万人(见图 19)。

从德国存量住房的拥有者结构来看:41.84%的住房是家庭自有自住;45.88%的住房为居民家庭、小型物业企业以及专业的住房物业供应商持有并向社会出租;5.36%的住房是住房合作社(housing cooperative)持有并向社员出租;此外还有 6.81%的住房由市政及教堂所有,面向社会底层人群廉价甚至免费提供。

3.住房政策

德国住房政策历经住房统制经济、国家大规模供给、市场需求调节和市场化规范四个阶段。体现了“从住房政策到住房市场政策”的转变过程。

“二战”之后盟军政府实行住房管制的办法,该办法持续到 1960 年。联邦德国政府成立后,陆续实施了《住房建设法》(1950、1956)、《住房补助金法》(1965、1970)、《住房租赁法》(1971、1974)和

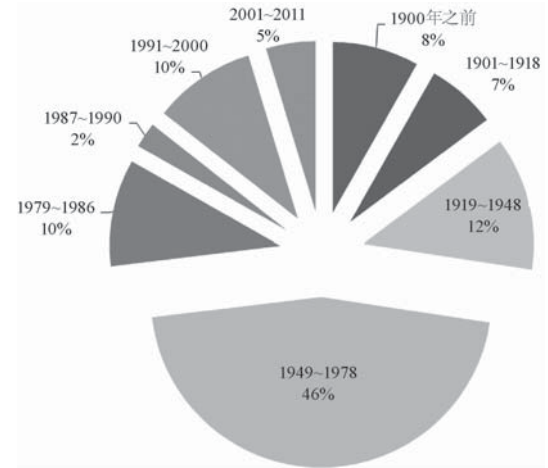


图 19 德国存量住房建成年份的比例分布

资料来源：德国统计年鉴(2011)。

^① 见埃格纳(2011)。

表 9 各类型住房的所有者结构(2010 年)

分所有者	存量 (万套)	占比 (%)	分机构	存量 (万套)	分住房类型	存量 (万套)
家庭自有自住	1679.2	41.84	居民家庭	1679.2	单户和双户住宅 ^d	1328.8
					公寓	350.4
私营小型机构	1841.5	45.88	居民家庭	900.0	公寓	892.0
			小型物业企业	517.7	单户和双户住宅	525.7
住房合作社 ^a	215.1	5.36	专业供应商 ^b	423.8		
			住房合作社	215.1		
市政及教堂	273.30	6.81	市政辖属住房公司	245.8		
			公共住房公司 ^c	11.8		
存量住房合计	4013.6	100.00	教堂教会	15.7		
			合计	4013.6		

数据来源：德国房地产企业协会（The Federal Association of German Housing and Real Estate Enterprise Registered Associations）。

注：a.住房合作社(housing cooperatives)。b.专业供应商(professional-commercial suppliers),主要包括私人住房公司、保险公司、信用机构(credit institution)、房地产信托基金(REITs)及其他住房物业机构。c.公共住房公司(public housing companies),指由联邦政府出资设立的住房公司,主要向符合条件的最低收入阶层免费提供;市政辖属住房公司(municipal housing companies)由地区市政出资设立,以廉租价或成本价向符合条件的申请人提供。d.单户和双户住宅(one- and two-family houses)。

《私有住房补贴法》(1995)四部联邦法律,分别为社会保障住房供给、中低收入阶层的房租补助、市场租赁行为规范和私有住房促进提供法律框架,成为德国住房政策的“四大支柱”^①。

从“四大支柱”的演变进程来看,《住房建设法》由于历史使命的完成,于 2001 年废止,由《社会居住空间法》替代。《私有住房补贴法》旨在鼓励和促进私人购买和自建房屋,其出台本身具有一定争议性,后经 2003 年修订,降低了对受资助的最高收入上限的规定,但最终于 2006 年被废止。《住房补助金法》和《住房租赁法》经过不断修订和完善,继续成为德国住房市场政策的基石(见表 10、表 11)。

(1)《住房建设法》

1950 年颁布《住房建设法》(第一部),新成立的联邦德国政府决定在住房领域加大国家供给政策力度进行市场干预。1950~1959 年底,在财政资金的支持下,累计建成住房 330 万套。此外,还有 270 万套住房在没有国家资助的情况下竣工。由此,基本缓解了第二次世界大战后住房短缺 550 万套的问题。1960 年之后,接受国家资助的住房建设申请量也开始下降,至 1990 年两德统一时期,人口流动加剧,住房相对短缺,又进行了一次供给支持。1996 年之后,受政府资助的住房供给行为越来越少,直至 2001 年,德国政府取消了该法律,不再由财政直接补贴住房的供应。

(2)《住房补助金法》

该法于 1960 年初颁布,主要目标就是完成从支持住房供应向支持住房需求的转变,即向“社会竞争力较弱的家庭(socially disadvantaged)”提供货币补贴,以资助他们能够支付完房租外还可以维持基本生活。这一政策成为现代住房补贴制度的典范,并且在德国一直得到很好的执行。

2009 年,450 万户租房家庭(占 2150 万租房家庭的 21%)获得了不同形式的政府住房补助金,合计金额 166.20 亿欧元,补助金的 83%发放给了失业家庭(见表 12)。

(3)《住房租赁法》

1971 年颁布的《住房租赁法》具有强烈的保护承租人权益的特征。该法出台的背景是,1960 年

① 参考中国建工出版社《德国住房政策》。

表 10 联邦德国住房政策发展历程

政策、年代与性质	政策内容	修订内容或废止原因
《住房统制经济》(1945)。管制政策	政府规定租金数额、事实上禁止现有租赁合同的解除、国家机构分配住房给贫困者。	1960 年废止。住房缺口基本得到缓解,逐步开始实施住房市场经济
《住房建设法》(1950、1956 出台)。国家供给政策	国家财政优惠或补贴大型住房企业承担住房建设,适用“成本价房租”,与政府约定 20 至 30 年期限,期满后,房租可以市场化。	2001 年废止。受资助的保障房基本到期转为市场房,且政府无需再新建保障房。并改由《社会居住空间法》来规范。
《住房补助金法》(1965、1970 出台)。需求政策	帮助那些不能独立获得合适的、与家庭情况相宜住房的家庭。补贴经济学意义的“无市场能力的家庭”(socially disadvantaged family)。	2001 年修订。使住房补助金数额与上涨的房租和消费价格相适应。
《住房租赁法》(1971、1974 出台)。市场政策	因 1960 年代婴儿潮导致德国人口扩张,住房需求增加。出台该法为房东和承租人签订住房租赁合同确立法律框架。具有强烈的承租人权益保护导向。	租赁法改革案(2001 年),将已签约住房的房租限涨上限从 3 年累计涨幅不得超过 30%下调为不得超过 20%。
《私有住房补贴法》(1995 颁布)。需求政策	一是宣布原先个人所得税法案中的住房购置税扣减模式适用至 1995 年底结束,二是 1997 起采用补贴申请模式,国家按照特定的标准给予补贴,只有收入低于某个特定界限以下的人才能享受补贴。	2006 年废止。私有住房促进具有广泛争议性。

注:两德统一后,民主德国自动适用联邦德国法律体系。

表 11 德国住房政策体系

住房层次	项目	德国	美国	日本	中国
购房市场	对购房者的补贴	房屋折旧和小部分按揭利息可从收入税中扣除,有子女的家庭可获得额外的税收优惠	按揭利息和房产税可从收入税中扣除	按揭利息补贴,小额税收优惠	部分城市限购、限贷,抑制投机需求
	对房东的补贴	加速折旧,资本利得免税,税务损失可完全转移	非加速折旧,资本利得课税,有限的税收损失转移	无	无
租户市场	对房客的补贴	对符合条件的社会弱势群体发放住房补助	类现金补贴	无	无
	房租的法律控制	联邦法律管辖,对签约租客的房租只能在限额以内上涨	地方法律管辖	法律	无
社会住房	公共与社会住房	非盈利机构提供,廉租	政府提供 廉租	政府提供 廉租	政府提供 廉租

资料来源:Borsch-Supan(1994)、作者整理。

住房统制经济被废除,居民可以在市场上自由租赁住房。针对收入水平较低的家庭制定了《住房补助金法》以支持他们能够租到适宜的住房。但是,德国在1960年代出现生育高峰,人口每年以1%的速度增长,使得住房需求快速上升。在没有法律约束的条件下,承租人普遍受到房东随意解除合同、随意收取高租金的困扰。因此,该法律的适时出台,对租房市场进行了严格的规范,就租房合同订立、履行、租金水平确定及涨幅约定,以及解约程序等进行了严格规范。

“二战”后至1960年代初,德国住房市场已经基本恢复,政策部门开始考虑逐步制定住房市场

政策以向市场化方向发展。但政策制定部门的担心是：一方面，经济增长、货币政策和住房市场之间存在紧密联系。要使住房市场成为供需关系决定的自由市场而且正常运转的一大前提是：必须保证市场上有足够的住房供应，使得房东不能形成“卡特尔”以操控市场价格。但私人部门能够形成足够的住房供给的前提是有足够的投资回报率，而高房租是获得高回报的必然手段。另一方面，政策制定者们又需要有足够的住房供应以保障居民的住房条件，特



图 20 在社会保障住房建设中受资助的住房套数
资料来源：埃格纳(2011)。

表 12 租房家庭获得的住房补助金(2009 年)

租房家庭类型	家庭(万户)	家庭占比(%)	补助金额(亿欧元)
(1)未获任何政府资助	1700.0	79.04	0
(2)失业者住房补助金(SGB2)	326.0	15.16	136.6
(3)老年及伤残住房补助金(SGB3)	39.6	1.84	12
(4)社会福利住房(SGB4)	7.6	0.35	0.19
(5)津贴(housing allowance) allowance)	77.6	3.61	15.6
合计	2150.8	100.00	164.39

资料来源：德国住房企业协会(GDW)。
注：第 2 项(SGB2)指正在寻找工作的人群(Jobseeker)。

别是那些社会弱势群体。因此，从 1960 年代起，德国一方面用财政资金鼓励私人住房建设，进一步对房租管制有所放松；另一方面，持续加强对承租人的权益保护，比如房东不得随意将房租上涨到超过其可比区域的价格水平。

该法律成为确保德国庞大的租房市场运转良好的制度保证。

2001 年《住房租赁法》改革法案的出台背景在于深受德国宪法的影响：一是房东的知情权，比如未经房东允许，不得随意改装房屋；二是房东的平等待遇权，对房租的收取可以向不同人群收取不一样的房租；三是对婚姻和家庭保护力度有所下降，比如配偶已经过逝，另一半不再享有房屋的续租权等等。

“从住房政策向住房市场政策”的转变过程中，德国政府 2001 年通过了《住房租赁法》改革法，引入非对称的解约通知期限，对租赁法做出调整，对出租人权益有了一定程度的改善，以利于进一步增加出租房屋的供给，及赋予房东适当的物业处置权利。

针对租金的规定：一是已签约情况。房租标准由当地“房管局”根据建筑年份、现代化水平，联合当地市政部门、承租人协会、房地产企业制定并定期更新。根据该可比标准，房东可在三年内累计租金涨价不超过 20%(1974 年租房法颁布时为 30%，2011 年修改为 20%)。但如果签约租金已经高于指导租金标准，则不允许涨价。二是新签约情况。房租可自由协商，房东与新承租人签约的租金水平可以高于指导租金标准，但如果在合约存续期内再上涨，则适用可比价原则。实际上，房租连续上涨且三年上涨幅度超过 20%的情况几乎没有，因此，该法则是一个上限法则，实际房租还是根据市场供需原则来定价。

德国拥有欧洲最大的住房租赁市场，2010 年德国超过 55%的家庭依然选择租房住，其中，90%租房家庭在自由市场上租房，其租房行为受《住房租赁法》的保护；另外 10%的租房家庭是租用社会住房或廉租房，主要受政策性住房相关法律法规的调节。可见，《住房租赁法》对德国居民家庭影

响的重要性。过去 30 年当中,德国经济和居民收入水平已经大幅增长,居民对住房购买的支付能力已经大大提升,但其住房拥有率依然远低于欧盟平均水平,可能的原因在于:一是,普通居民家庭在租房和购房的选择上倾向于选择租房;二是,尽管房租上涨存在一定约束和对承租人有明显的保护政策,私人在住房上的投资回报还是比较可观的,使供给相对充裕;三是,私人在租赁住房的投资受到税收减免和优惠的刺激措施,在一定程序上明显加大了住房供应。因此,整体上德国租户市场是一个供求平衡的市场。承租人可以负得起房租,而且相对购房更划算,而出租人在租房市场的投资也可以获得正常的回报。

(4)《私有住房补贴法》

1995 年底《私有住房补贴法》的颁布,标志德国政府对私有住房补贴政策的模式转变,即原先的税收扣减模式不再延用,1997 年开始采用直接补贴模式,由私有住房购置人或自建人向政府申领退税及相关的补贴。如果还原税收扣减模式,1995 年之前的实际补贴总计之和也在 2% 左右。从政府的支出结构上也可以看出,财政对住房及社区设施支出占比显著提升,从 1995 年支出 154 亿欧元,占财政支出比重的 1.52%,持续升至 2004 年支出 238 亿欧元,占财政支出比重的 2.30%。此后,由于市场住宅需求回落,财政支出金额和比重都有所下降。

从历史看,德国政府的法律制度务实而有效,及时解决了历史时期上最为紧要的住房供需矛盾问题,并成功实现了从住房政策向住房市场政策的转型。从发展阶段看,一是,1945~1960 年的住房短缺时期,通过实施管制措施并持续进行大规模住房供给,以解决整个社会的住房短缺问题;二是,1960 年至整个 1970 年代,通过向市场经济方向过渡,实施住房补助金制度和租赁法制度,规范市场行为并解决中低收入阶层的居住需求问题,该制度成为现在住房市场制度的典范;三是 1995~2006 年,通过实施私有住房促进法,以补贴形式鼓励私人自建或购买自有住房。整体而言,德国政策在住房市场的供需治理上,强调对供给的持续支持。

四、结论及政策含义

从德国住房价格的长期变动趋势来看,在控制了人口规模扩张和人口城市化转移两个变量之后,如果住房市场总体供求关系均衡,实际住房价格对实际收入和实际开发成本(如住宅用地价格)的变化并不敏感,但受人口结构转变的影响较为显著。

市场经济中,住房市场价格的稳定性取决于供需关系的合理平衡。从联邦德国市场来看,1961 年废止了“二战”盟军政府所推行的住房统制经济,改由政府促进供给、补贴社会弱势群体与自由市场调节并行的住房市场政策。1970 年代以来,随着住房市场供需关系的持续改善(1978 年套户比率达到 1.28:1),德国政府积极推进住房市场化政策,开创性的建立和完善租房市场的法律规范,使住房市场在动态平衡中不断向前发展。

从需求层面看,总量需求放缓、区域结构分化。其中,总量需求由人口增速决定,而区域结构发展取决于人口流动方向。(1)人口规模扩张受限:一是人口自然出生率持续负增长,二是移民进展缓慢,使得德国人口长期稳定在 8000 万左右。(2)人口老龄化与家庭小型化发展,2010 年 65 岁及以上老龄人口已经超过 20%,单身家庭占比达到 40%,老龄化与单身化使得购房需求不旺。(3)城镇化进程基本结束,农村人口向城镇迁移速率极为缓慢,40 年间,城镇化水平仅提升了 2.23%。(4)人口流动新特点,受经济发展水平影响,人口流动的特点为:东部流往西部、小城市流往大城市、传统工业城市流往新兴服务业城市、城市郊区流往城市核心区。人口流入区的房价需求提升,推动住房价格上涨;而流出地区的住房需求下降,房价存在下跌压力。

从供给层面看,总量供给充足、市场发展规范。(1)存量供给充足,1978 年套户比率已经达到 1.28,此后该比值持续稳定在 1 以上。(2)规模化的社会住房供给,社会住房存量达到 200 多万套,

可以解决德国 5%家庭的居住问题。(3)具有规范和发达的住房租赁市场,得益于法律充分保障承租人的居住权益,55%的德国家庭都选择租房居住,即使收入水平已经取得了显著增长,购房比例依然不高。(4)住房投资回报合理且稳定,回报率约在 5%左右,较存款和国债的收益相对要高,可以持续吸引私人及机构投资者的住房投资。(5)政策对住房供给的持续支持,实施不同程度的税收优惠、减免、退税和补贴等。

从住房政策层面看,德国实现了“从住房政策到住房市场政策”成功转变。“二战”以来,德国住房政策历经“住房统制经济”、“国家大规模供给支持”、“市场需求调节”和“市场行为规范”四大阶段,并在各个阶段制定了严格与可执行的法律配套体系,顺利实现了由“政府干预”到“市场调节”的住房市场经济。可以说,德国住房政策的适时性和务实性,值得我国借鉴。

从货币政策层面看,德国历来实行稳健的货币政策,通胀水平持续稳定在较低水平,稳定的货币政策和较低的通胀预期有效降低了资产价格的波动性。

近十年来,中国住房市场供需不平衡导致住房价格快速上涨,其根本驱动力在于中国仍处于人口规模持续扩张和人口快速城镇化的进程当中。我国人口自然增长率已经大幅下降,但依然稳定于在 0.47%的水平,每年人口增量仍然维持在 600 万的较高增量。2011 年中国城镇人口 6.9 亿,城镇化水平(常住 6 个月人口口径)达到 51.27%,而 1996 中国城镇化水平仅 29.04%,16 年累计升幅 22.23%,年均升幅 1.39%。城镇人口累计新增 3.39 亿人,年均净增加 2119 万人。城镇住房市场的供需矛盾长期存在,特别是在流动人口集中的东部沿海地区和中西部重点城市区域表现更为突出。在这一历史进程当中,由于中国住房法律体系和政策约束相对不完善,缺乏应对如此大规模人口持续迁往城市的应对措施,住房市场的供需关系持续失衡(见图 21)。

从德国住房市场的表现和住房政策的制定经验来看,中国的住房政策制定应在以下几方面展开:

一是持续增强住房供给支持力度。基于中国人口规模增长和人口城市化转移、国民收入保持较快增长,使得我国居民住房需求相对强劲,应制定面向各收入阶层的住房需求解决方案及相关的配套政策措施。特别是针对人口流入较为集中的一二线大城市住房相对供应不足的特点,应始终围绕加大住房供应为核心,增加住宅用地供应,以加快商品房建设;同时加快“公租房”建设,着力解决中低收入群体中无力支付合理房租人群的居住问题。

二是大力推动租房市场规范发展。从制度上严格约束承租双方的权利义务并适当偏向承租人权益保障,建立有利于执行的配套措施,如根据区域地段、物业品质等参数建立区域房租指导价并定期更新,解决“房租”和“租房契约”以及“承租人权益增强”这一核心争议问题,使得“租房”成为解决居住问题的主要途径。转变传统社会观念,提倡“租房”文化的必须条件是提高承租人的安全感,从法律层面约束和惩处随意解约和驱逐、随意涨价等损害承租人权益的现象。

三是进一步加强城镇化建设,培育相对均衡化的城市群。2011 年,以“北上广深”为代表的“环渤海湾”、“长三角”和“珠三角”城市 and 地区,所吸引的外来流动人口占全部流动人口比重超过 50%^①。从德国经验来看,还是需要走城市均衡化的发展之路,仅依靠“北上广深”一线城市及核心都市圈

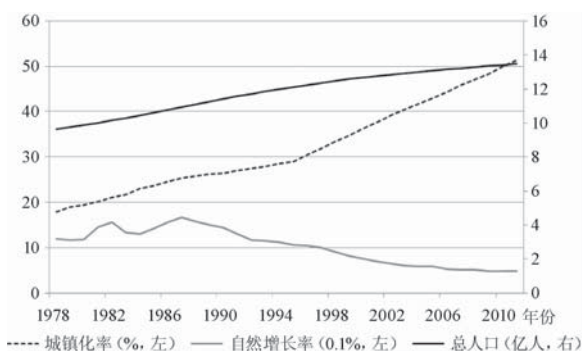


图 21 中国仍处于人口规模扩张和快速城镇化进程中
数据来源:国家统计局。

^① 从 1982~2005 年,流动人口的分布中,广东省占比 22.37%、长三角区域的上海、江苏和浙江合计占比 20.58%;北京、天津、山东、辽宁合计占比 12.42%;三大经济圈合计吸引流动人口 55.37%。

不能解决2亿流动人口与住房需求的矛盾。唯一的出路是,进一步培育一大批产业布局合理、人口就业吸收能力强的工业城镇群。增强城镇就业吸纳能力、居住承载能力,大力振兴相关产业和服务业,培育更多、更分散的可吸纳流动人口就业的城市群,改变当前人群向“北上广深”等核心城市流动的单一形式,使城市群的每一个城市都具有更多的人口居住的吸引力和吸纳力。

四是联邦德国历来重视稳健的货币政策,且严格的实施通胀目标制。从数据与历史经验来看,1975~2011年,德国GDP平减指数年均增速仅为2.62%。因此,受益于稳健的货币政策与通胀水平,稳定的货币政策和较低的通胀预期有效降低了资产价格的波动性。德国地产等资产价格的波动基本取决市场的供求关系。因此保持我国货币政策的稳健,控制货币发行量的过快增长是控制房地产名义资产价格单边上涨的基本条件。

五是建立与时俱进的房地产政策。从住房政策层面看,德国实现了“从住房政策到住房市场政策”成功转变。“二战”以来,德国住房政策历经“住房统制经济”、“国家大规模供给支持”、“市场需求调节”和“市场行为规范”四大阶段,并在各个阶段制定了严格与可执行的法律配套体系,顺利实现了由“政府干预”到“市场调节”的住房市场经济。可以说,德国住房政策的适时性和务实性,值得我国借鉴。

参考文献

- 埃格纳,比约恩(2011):“德国住房政策:延续与转变”,《德国研究》,第3期。
- 陈炳欣、叶裕民(2007):“德国政府在城市化推进过程中的作用及启示”,《重庆工商大学学报》社会科学版,第三期。
- 陈怡芳、骆晓强、高峰(2012):“德国、瑞士住房制度管理及对我国的启示”,《中国财政》,第9期。
- 梁小青、王永慧(2012):“德国住房建设和房地产市场管理的经验及启示”,《住宅产业》,第11期。
- 李乐增、郑春荣(2012):《德国发展报告(2012)》,社会科学文献出版社。
- 刘应杰(2012):“德国房价不涨的调控经验”,《人民论坛》,第18期。
- 平森,科佩尔(1987):《德国近现代史》,范德一译,商务印书馆。
- 许兵、孟学礼、孔伟(2011):“德国房地产市场保持平稳的经验”,《中国货币市场》,第4期。
- 薛德升、苏迪德、李俊夫、李志刚(2012):“德国住房保障体系对我国的启示”,《国际城市规划》,第4期。
- 约翰,艾克豪卡(2012):《德国住房政策》,中国建筑工业出版社。
- Borsch-Supan, A. (1994): “Housing Market Regulations and Housing Market Performance in the United States, Germany, and Japan”, In: Blank, R., *Social Protection Versus Economic Flexibility: Is There a Trade-Off?* Chicago: University of Chicago Press.
- Case, B., W. Goetzmann and K. Rouwenhorst(1999): “Global Real Estate Markets—Cycles and Fundamentals”, Yale, ICF, Working Paper, No.99-03.
- Collyns, C. and A. Senhadji(2002): “Lending Booms, Real Estate Bubbles and The Asian Crisis”, IMF Working Paper, No. WP/02/20.
- Englund, P. and Y. Ioannides (1997): “House Price Dynamics: an International Empirical Perspective”, *Journal of Housing Economics*, 6, 119-136.
- Feinstein, J. and D. McFadden (1989): “The Dynamics of Housing Demand by the Elderly: Wealth, Cash flow, and Demographic Effects”, In: Wise, D., *The Economics of Aging*. Chicago: University of Chicago Press.
- Girouard, N., M. Kennedy, P. Van den Noord and C. André (2006): “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals”, OECD Economics Department Working Paper, No. 475.
- Lisa, D. and M. Wolfgang (2008): “Shrinking and Growing Metropolitan Areas—Asymmetric Real Estate Price Reactions? the Case of German Single-Family Houses”, *Regional Science and Urban Economics*, 38, 63-69.
- Mankiw, N. and D. Weil(1989): “The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market”, *Regional Science and Urban Economics*, 19, 235-258.
- McFadden, D. (1994): “Demographics, the Housing Market, and the Welfare of the Elderly”, In: Wise, D. *Studies in the Economics of Aging*, Chicago: University of Chicago Press.
- Patrick, B., B. Lanier and K. John (2005): “House Prices and Consumer Welfare”, *Journal of Urban Economics*, 58, 474-487.
- Poterba, J. (1991): “House Price Dynamics: The Role of Tax Policy and Demography”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 143-203.
- Shiller, R. (2007a): “Low Real Interest Rate and High Asset Prices”, Cowles Foundation Discussion Paper, No. 1632.
- Shiller, R. (2007b): “Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership”, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1630.
- Tsatsaronis, K. and H. Zhu (2004): “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence”, *BIS Quarterly Review*, March 1.

(责任编辑:赵一新 马 辰)