

中国住房市场波动的影响因素研究^{*}

——基于租金收益率的方差分解

陈思翀 陈英楠

自2003年以来，中国主要城市住房价格快速上涨，引起社会广泛关注。在观察与讨论住房市场波动时，相对于直接研究住房价格的波动，通常更关注住房的估值比率。类似于股票市场红利收益率，住房市场的一个常用估值指标是租金收益率。在住房价格膨胀的背景下，近年来国内主要城市的租金收益率指标呈现出持续走低的现象，被各界认为是住房价格被高估甚至出现泡沫的主要依据之一。值得注意的是，近年来以“北、上、广、深”等为代表的一线城市出现了租金大幅上涨的现象，引发了对住房市场租金收益率的广泛讨论。那么，究竟什么因素可以解释国内主要城市住房市场租金收益率的变动？

在现有的研究住房市场的文献中，一方面，基于金融学资产定价的视角，通常使用动态戈登增长模型来解释住房市场波动，得到租金收益率与未来住房回报率及租金增长率之间的线性关系。另一方面，在房地产经济学中，也经常使用与租金收益率相关的静态住房使用成本模型。租金收益率又可以解释为反映居民购房的单位使用成本（User Cost），主要由资金成本（通常是无风险利率或按揭贷款利率）、折旧率、购房

* 原文刊载于《金融研究》2019年第2期。

作者简介：孙思翀，商学（金融）博士，副教授，中南财经政法大学金融学院；陈英楠，经济学博士，讲师，暨南大学金融系。

相对于租房的风险溢价以及未来出售住房的资本利得率等因素构成。

本文将标准的动态戈登增长模型和传统的住房市场使用成本模型结合起来，构建一个关于租金收益率的动态住房使用成本模型，即将住房使用成本模型作为约束条件，施加到租金收益率的动态戈登增长模型中，从而将租金收益率的波动进一步分解为预期未来租金增长率、购房的预期资金成本和预期购房相对于租房的风险溢价三个部分。该模型相对于动态戈登增长模型的优势在于，可以观察住房特性因素——预期购房资金成本，以及预期购房相对于租房的风险溢价是如何影响预期未来回报率的变化，进而驱动租金收益率变动的。

接下来，将该模型应用于北京、上海、广州与深圳四个城市的季度数据中。其中，租金与房价指数来自戴德梁行公司(DTZ)，基期租金收益率来自中国国际金融公司研究报告，资金成本数据来源于人民银行官网。首先，使用向量自回归(VaR)预测系统并结合理论模型，构造上述城市的预期未来租金增长率、回报率、资金成本以及购房相对于租房的风险溢价等各项的估计值。其次，通过计算租金收益率模型各分解部分的方差，量化考察各因素对于租金收益率动态波动的相对重要性。

本文的主要结果是：购房资金成本是四大城市租金收益率波动的主导因素，而租金在上述城市住房市场波动中虽然起到一定影响，但作用不如资金成本显著。此外，通过理论模型考察无法直接观测到的购房和租房的相对风险对国内住房市场的影响，发现购房相对于租房的风险溢价也是影响住房市场的一个不可忽视的重要因素。值得注意的是，近年来四大城市居民租房面临的风险相对于购房正日益上升。

本文的贡献主要体现在以下三个方面。首先，基于资产定价的视角，将动态戈登增长模型应用于“北、上、广、深”四大城市，研究国内城市住房价格波动的影响因素，拓展了国内关于住房市场波动的研究视角和分析框架。其次，将标准的动态戈登增长模型和传统的住房市场使用

成本模型结合起来，建立一个关于租金收益率的动态住房使用成本模型，以考察时变（time-variant）的住房市场因素如何影响中国住房市场租金收益率的波动。最后，基于理论模型构建了一个购房相对于租房的风险溢价的衡量指标，并考察其对国内住房市场的影响，而这一风险因素并不能直接观测到。

本文的结论可以为理解中国住房市场波动提供以下启示：首先，资金成本是影响居民购房和租房的首要因素，因此相应的货币和信贷政策可能会对居民的租购房行为产生重要影响。其次，购房与租房的相对风险反映了国内房价与租金的变动趋势，当房价处于上涨期，意味着租房相对于购房的风险增大，这在某种程度上可以为近年来国内房价持续上涨但居民仍然选择购房提供一种解释。最后，大力发展住房租赁市场，可通过降低租金波动风险提高购房相对于租房的风险溢价，促使租金收益率实现合理回调。

虽然本文结合动态戈登增长模型和静态住房使用成本模型将影响中国住房市场波动的因素分解为租金增长率、资金成本及购房相对于租房的风险溢价三个部分，但并未将这三个影响因素与货币政策、实体经济的变化以及投资者行为等直接联系起来。在动态现值模型的框架下，探讨货币政策、实体经济表现及投资者行为等对以上分解因素的影响机制，可作为下一步的研究方向。