

■ 剑桥经济文库 ■

房地产 泡沫和金融 不安全研究

王雪峰 著

A Research on Real Estate Bubble and
Financial Insecurity



中国财政经济出版社

蛟桥经济文库

房地产泡沫和金融 不安全研究

A Research on Real Estate Bubble and Financial Insecurity

王雪峰 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产泡沫和金融不安全研究/王雪峰著. —北京: 中国财政经济出版社, 2008. 12

(蛟桥经济文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1197 - 8

I. 房… II. 王… III. ①房地产业 - 研究 - 世界②金融 - 风险管理 - 研究 - 世界 IV. F299.1 F831.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 213602 号

责任编辑: 梁 飞

责任校对: 李 丽

封面设计: 邹海东

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 7.375 印张 178 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1197 - 8/F · 1011

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

《蛟桥经济文库》编委会

主办单位：江西财经大学经济学院

顾问：伍世安 廖进球

主编：王秋石

副主编：陈富良 许统生

编委：（以姓氏笔画为序）

王文群 江建强 毕正华 李新建 陆长平

但承龙 张进铭 袁庆明 康静萍 龚立新

熊俊 廖卫东

序 言

江西财经大学所在地南昌昌北经济技术开发区蛟桥镇因相传蛟龙窟于下罗西溪桥下而得名，意含蛟龙得水、腾飞长空之义，比喻有才华的人抓住机会即可大展宏图，成就卓越。

江西财经大学经济学院拟通过“蛟桥经济论坛”、“蛟桥经济评论”、“蛟桥经济文库”、“蛟桥经济沙龙”等学术平台打造“蛟桥经济”品牌，探讨欠发达地区经济发展问题，并期望能形成稳定的以研究欠发达地区经济发展规律为特色的“蛟桥经济”学者群和流派。“蛟桥经济论坛”是我院一年一度专题性的、多位专家与学生互动式的大型学术研讨会；“蛟桥经济评论”是我院主办的学术作品，也是“蛟桥经济论坛”研讨会论文的汇集；“蛟桥经济文库”是我院各学科点经济学研究性专著和课题报告的文汇；“蛟桥经济沙龙”是我院日常开展的学术探讨和交流的平台。现已举办了三届“蛟桥经济论坛”、出版了两期“蛟桥经济评论”、第一辑“蛟桥经济文库”的四本专著已交印出版，第二辑文库的专著也在编审之中。

“蛟桥经济文库”的作者，都是学有专长的中青年学者，或者是苦读十多年获得博士学位的青年学人。“蛟桥经济文库”的选题，主要含有宏观经济、微观经济、产权制度与经济发展等学科领域，但特别关注“制度与发展”问题。我国是世界上最大的发展中国家，也是国内地区发展很不平衡的国家之一。20世纪90年代以来，我国地区经济发展差距的扩大引起人们的普遍关注，江西作为经济欠发达地区的经济、社会发展问题已凸显重要。

“蛟桥经济文库”的最终宗旨，主要拟探讨欠发达地区具有的优势及存在的劣势，探寻欠发达地区经济发展过程中的规律和轨迹，探索改善欠发达地区资源配置效率及优化经济结构的有效途径，为欠发达地区新经济增长点培育及发展模式的选择提供新的思路和视角，为欠发达地区缩短差距、实现赶超战略提供有力的智力支持。但在建库初期，涉猎广泛，难以避免，衷心希望该文库的出版能得到学术界同行与广大读者的批评、支持和认可。

王秋石

前言

本书是在我的博士论文基础上修改完成的。

全书共分六章，以房地产泡沫和金融不安全的相互关系为主线，沿着“房地产泡沫和金融不安全之间存在怎样的关系→形成这种关系的机制是什么→如何应对”的逻辑线索，运用比较分析、案例分析和计量经济分析等相结合的方法，研究并揭示了房地产泡沫和金融不安全之间的传递机制，提出了我国防治房地产泡沫和金融不安全的对策建议。

第一章导论主要论述了选题背景、理论和现实意义，研究思路、范围、难点、方法和创新等内容。

第二章梳理了有关泡沫、房地产泡沫和金融不安全的基本理论，特别是关于泡沫的形成机理、检验和测度理论、房地产价格决定模型和房地产泡沫下的金融不安全模型，为后面的研究奠定了理论基础。它包括了以下三方面的内容：

1. 泡沫的基本理论。通过对国内外文献的梳理，对泡沫的内涵、形成机理以及检验和测度等理论进行了比较、

归纳和总结，在此基础上对泡沫的内涵进行了界定，并将本书所研究的房地产泡沫限定为正泡沫（膨胀性泡沫）。

2. 房地产泡沫的基本理论。它包括房地产泡沫内涵和房地产价格决定模型等内容。本书认为房地产泡沫与股票等证券资产泡沫在本质上都是其市场价格相对于基础价值的非平稳偏离，同时指出了两者在泡沫载体和运行市场上存在的差异。同时，对 Carey 模型、Davis - Zhu 模型等房地产价格决定模型进行了分析，探讨了它们在研究房地产泡沫中的作用。

3. 金融不安全的基本理论。它包括金融不安全内涵、金融不安全的形成机理和房地产泡沫下金融不安全模型三方面的内容。本书在梳理国内外有关金融安全内涵文献的基础上，认为金融不安全是个与金融安全相对的概念，涵盖了但不等同于金融危机。并从宏观和微观两个层面分析了国内外有关金融不安全形成机理的相关文献。本书还对 Herring - Wachter 和 Allen - Gale 这两个关于房地产泡沫与金融不安全相互关系的模型进行了深入探讨。前者揭示了房地产泡沫下银行贷款集中于房地产市场的原因，后者认为投资者对风险资产的偏好及其风险转移行为，导致了资产泡沫膨胀和金融风险积聚，当资产泡沫崩溃时将严重影响金融安全，甚至引发金融危机。

第三章是房地产泡沫和金融不安全相互关系的国际考察部分，选择了 20 世纪 80 年代末 90 年代初英国、瑞典的房地产泡沫、日本的房地产泡沫以及东南亚金融危机前后中国香港和泰国的房地产泡沫等典型案例为研究对象。

本章的基本结论是：尽管各国或地区房地产泡沫以及房地产泡沫期间金融不安全状况的严重程度各不相同，但房地产泡沫和金融不安全之间存在着相互联系相互促进的关系，金融运行的波动刺激了泡沫的形成、膨胀和破裂，而房地产泡沫反过来损害了该国的金融安全。而且对金融安全的影响并不仅仅是出现在房地产泡沫破裂后，而正是随着房地产泡沫的不断膨胀，其对一国金融安全的损害也在不断积累。

第四章对中国房地产泡沫和金融不安全的相互关系进行了实证考察。首先运用资本边际收益率法对1998年以来中国整体以及北京、上海两个城市的房地产泡沫进行了测度，并对近年来影响中国房地产价格和导致房地产泡沫产生的因素进行了分析，然后运用因子分析法构造了一个反映近年中国金融不安全状态的金融不安全指数，对房地产泡沫期间中国金融安全状态进行了度量，在此基础上对中国房地产泡沫和中国金融安全的关系进行了定性和定量（协整和误差修正模型等）分析。本章的基本结论是：中国整体以及北京和上海在考察期内的部分季度里出现了房地产正泡沫，其间，中国金融安全状况受到了损害，而且房地产泡沫和金融不安全之间同样存在相互推动和相互促进的关系。

第五章从理论上对房地产泡沫和金融不安全的传递机制进行了研究，以解决“房地产泡沫和金融不安全如何相互作用”这一核心问题。该章首先分析了传递机制发生作用的基础，提出房地产泡沫和金融不安全之间的传递基础

在国内和国外有所不同，其中国外的传递基础是新自由主义影响下的金融自由化，而国内则是宏观经济管理的弱化。该章进而论证了房地产泡沫和金融不安全的资金传递机制、土地传递机制和税收传递机制，揭示了房地产泡沫和金融不安全之间的如下内在联系：

1. 资金传递机制主要是通过信贷供给效应和资产负债效应来实现房地产泡沫和金融不安全的传递。从信贷供给效应来看，在短期，房地产信贷供给主要由房地产抵押品市场价格、房地产抵押品的流动性和金融机构贷款态度三个变量决定，并与这三个变量呈正相关关系。当房地产市场存在泡沫时，因房地产抵押品价格、房地产流动性的提高和金融机构贷款态度的趋好，金融机构房地产贷款比重不断上升，其流动性风险、市场风险和信用风险不断增大。当房地产泡沫破裂时，随着这三个变量的下降，信贷供求和房地产价格持续下跌，从而导致金融机构房地产信贷质量不断下降、金融风险日益显性化和金融不安全加剧。资产负债效应的传递作用主要表现为：当房地产泡沫膨胀时，企业和家庭对金融机构的房地产负债不断增加，金融机构资产组合中的房地产贷款比重也不断上升；当房地产泡沫破裂时，家庭、企业房地产负债质量下降，违约率上升，进而恶化金融机构的房地产贷款质量，使其出现流动性困难，从而导致金融安全的恶化。

2. 由于各国土地所有形式不同，土地传递机制存在着竞争性市场土地供求机制和政府垄断土地一级市场供给的

供求机制这两种不同的表现形式。(1) 在竞争性市场的土地供求机制下,当市场存在泡沫时,投机需求推动房地产市场对金融机构的贷款需求迅速增加,金融资源不断集聚于房地产及其相关行业,从而使得金融体系抵抗房地产市场波动的能力逐渐脆弱;当房地产泡沫难以为继时,市场投机者因土地等房地产价格下跌而出现流动性困难,导致违约。(2) 在政府垄断土地一级市场供给的供求机制作用下,一方面,土地一级市场成为典型的卖方垄断市场,政府追求土地收益最大化的结果是更少的土地供给和更高的土地价格,从而加剧了房地产泡沫膨胀和风险向金融体系转移;另一方面,当土地管理制度不完善时,政府的卖方垄断会加重土地市场的寻租和投机,进而加剧房地产泡沫膨胀和放大金融风险。同时,在房地产泡沫的刺激下,政府下属的土地储备机构等利用政府信用和土地担保,大量向金融机构借贷资金进行土地开发和储备,这也加大了金融机构面临的违约风险。

3. 税收传递机制主要表现为:(1) 不当的税收政策扭曲了经济主体的房地产买卖、保有和信贷行为。例如过低的房地产税负刺激了房地产和房地产信贷需求,加重了市场的投机行为,推动了房地产泡沫和信贷的过度膨胀。(2) 房地产税收政策的变化改变了投资者承担风险的态度,使投资者在房地产泡沫期间倾向于过度持有风险较高的房地产资产,对房地产泡沫和金融不安全的传递发挥了助推作用。

第六章是对策研究。在前文实证和理论分析的基础

上,本章总结了国际上防治房地产泡沫和金融不安全的经验教训,并结合中国的国情,从加强宏观经济管理、大力发展房地产金融、完善房地产供应体系以及改革房地产税制四个方面,对我国防止房地产泡沫和由此产生的金融不安全提出了对策。

本书有积极的理论和实践意义。首先,将研究视野延伸到房地产泡沫运行以及金融不安全变化的整个过程,将研究重点紧紧扣住房地产泡沫和金融不安全的传递机制,这无疑对揭示房地产泡沫和金融不安全之间的内在联系具有较为重要的理论意义。其次,立足中国经济发展的现实,对中国近年来的房地产泡沫和由此造成的金融不安全进行全面分析,这无疑对治理房地产泡沫以及由此带来的金融不安全具有实际意义。

本书的创新主要表现在以下三点:

1. 选题较为新颖。以往的研究侧重于房地产泡沫崩溃和金融危机的关系,本书则不但研究房地产泡沫崩溃期对金融体系的冲击,而且还着力对房地产泡沫膨胀期对金融不安全的作用以及房地产泡沫和金融不安全之间的传递机制进行了研究。

2. 在房地产泡沫度量和金融不安全测度等方面较有新意。运用资本边际收益率法找出了中国近年房地产价格无泡沫区间,借助因子分析法对中国金融不安全指数进行了度量。

3. 提出了“无泡沫房地产市场转变为有泡沫房地产市场,是一般消费者退出市场或转变成投机者以及大量新

的投机者进入市场，进而使得房地产市场需求结构由一般消费者主导转变成由投机者主导的结果”的观点，并认为需求结构的这种变化是房地产泡沫产生、膨胀和破裂的重要原因。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 选题的背景、意义和难点	(1)
第二节 相关领域的研究状况	(4)
第三节 研究思路、结构安排、方法和创新	(9)
第二章 房地产泡沫和金融不安全的基本理论	(14)
第一节 泡沫的基本理论	(14)
第二节 房地产泡沫的基本理论	(21)
第三节 金融不安全的基本理论	(30)
第三章 房地产泡沫和金融不安全的国际考察	(48)
第一节 英国房地产泡沫：1986—1994	(48)
第二节 瑞典房地产泡沫：1987—1993	(55)
第三节 日本泡沫经济	(60)
第四节 亚洲金融危机前后的房地产泡沫	(67)
第五节 小结	(81)
第四章 中国房地产泡沫和金融不安全的实证	(83)
第一节 引言	(83)

第二节	中国房地产泡沫的测度	(85)
第三节	中国房地产泡沫的决定因素	(100)
第四节	中国房地产泡沫和金融不安全的关系	(108)
第五节	小结	(136)
第五章	房地产泡沫和金融不安全的传递机制	(139)
第一节	房地产泡沫和金融不安全传递的基础	(139)
第二节	资金传递机制	(153)
第三节	土地供求机制	(162)
第四节	税收传递机制	(170)
第五节	小结	(178)
第六章	房地产泡沫和金融不安全的防与治	(179)
第一节	防治房地产泡沫和金融不安全的国际 经验和教训	(179)
第二节	对策建议	(183)
附 表		(190)
参考文献		(201)

第一章

导 论

第一节

选题的背景、意义和难点

一、选题的背景

自 20 世纪 80 年代以来,随着金融自由化和经济全球化的不断发展,相当一些发达国家和发展中国家经历了不同程度的金融危机,如 80 年代中期美国的 S&L 危机、80 年代末至 90 年代初北欧四国金融危机、日本的泡沫经济以及拉美的债务危机和 90 年代末发生的东亚金融危机等等。这些危机的发生对各国以及世界的经济稳定发展和金融安全构成了很大的威胁,日益引起了各国和世界各大经济组织的关注。尽管这些危机爆发的原因很多,如金融自由化速度过快、次序不当、宏观经济基本面恶化、金融危机传染和国际

资本投机攻击等等，但我们发现在其中相当一部分案例中，危机爆发之前都伴随有股票或房地产等资产泡沫，当这些资产价格发生逆转，随之而来的往往就是金融危机。这一现象已引起了学术界的广泛关注。但学者们更多关注的是资产价格的逆转同金融危机爆发的相关性特别是股票等有价值证券资产泡沫与金融危机的关系，研究房地产泡沫与金融不安全之间关系的较少。鉴于金融业在国民经济中的核心地位、金融效率和金融安全是金融运行的两大主题以及房地产业在经济发展的重要作用，因而，研究房地产泡沫和金融不安全之间的相互关系，对保持经济健康、稳定、协调发展是非常有益的。

二、选题的意义和难点

（一）选题的意义

本书的理论意义主要体现在：

（1）房地产泡沫的检验和测度既是核心问题也是理论难题，如果有科学的理论和方法做指导，那么就能对房地产市场的运行态势作出准确而合理的判断，进而引导房地产健康发展。本书将对房地产泡沫的测度进行有益的尝试。

（2）已有的文献更关注的是房地产泡沫崩溃对金融危机爆发的影响，然而房地产泡沫的崩溃以及金融危机的爆发并不是突如其来的，这是在此之前的房地产泡沫膨胀和金融不安全量的积累的必然结果，因此本书将研究视野延伸至房地产泡沫运行以及金融不安全变化的整个过程，而不局限于房地产泡沫的破裂和金融不安全的极端状况——金融危机，将研究重点紧紧扣住房地产泡沫对金融不安全的传递机制，这无疑对揭示房地产泡沫和金融不安全之间的内在联系具有较为重要的理论意义。