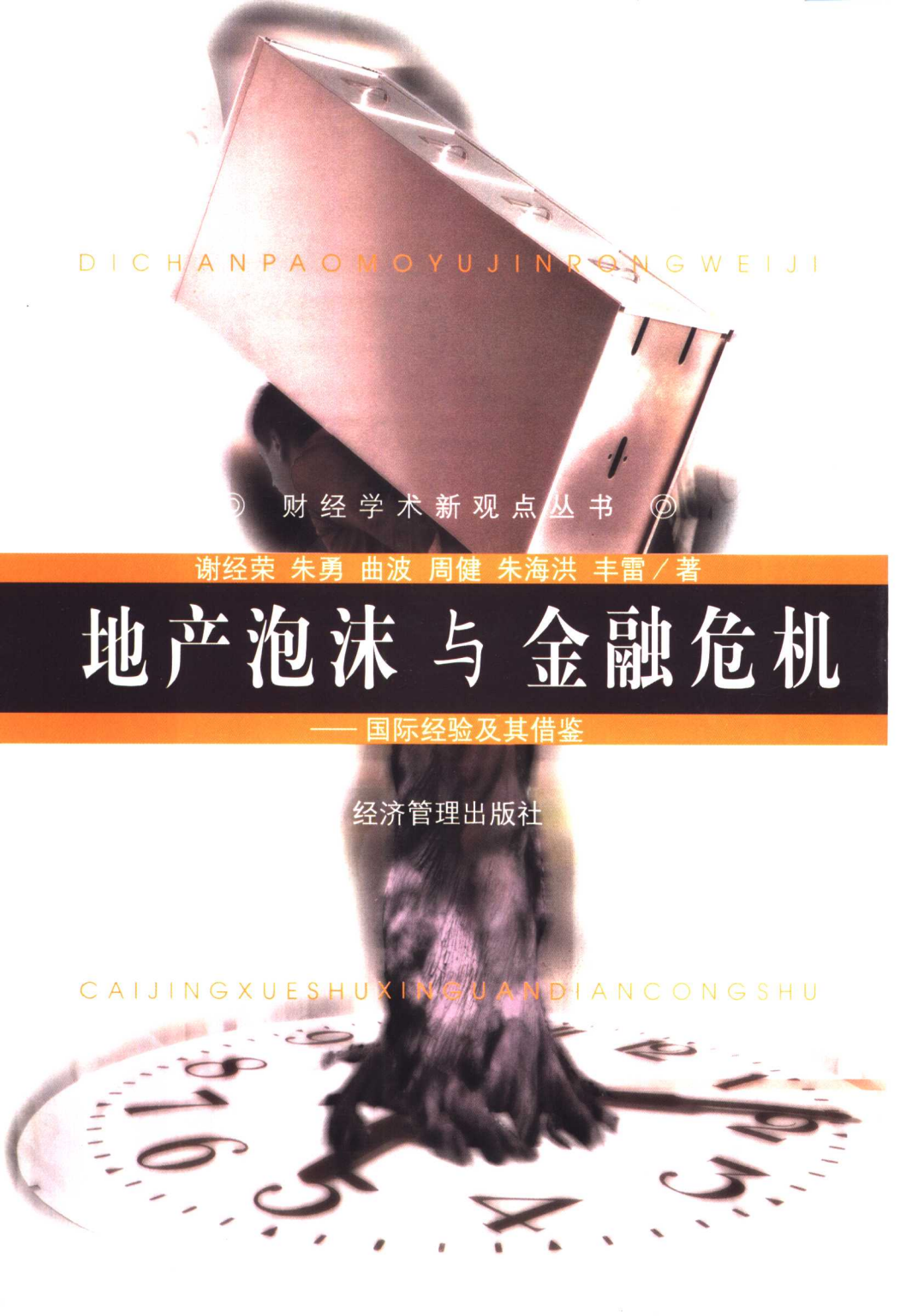




DICHANPAOMOYUJINRONGWEIJI

◎ 财经学术新观点丛书 ◎

谢经荣 朱勇 曲波 周健 朱海洪 丰雷 / 著

地产泡沫与金融危机

—— 国际经验及其借鉴

经济管理出版社

CAIJINGXUESHUXINGGUANDIANCONGSHU

国家社科基金资助课题

国家自然科学基金重点课题

地产泡沫与金融危机

——国际经验及其借鉴

谢经荣 朱 勇 曲 波 著
周 健 朱海洪 丰 雷

经济 管 理 出 版 社

责任编辑 谭 伟
版式设计 王 超
责任校对 文 章

图书在版编目 (CIP) 数据

地产泡沫与金融危机: 国际经验及其借鉴/谢经荣等著.
—北京: 经济管理出版社, 2001
ISBN 7-80162-288-X
I. 地... II. 谢... III. 住宅经济—关系—金融危机—研究—世界 IV. F293.35
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 070338 号

地产泡沫与金融危机

——国际经验及其借鉴

谢经荣 朱 勇 曲 波 著
周 健 朱海洪 丰 雷

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京地质印刷厂

850×1168 毫米 1/32 12.5 印张 270 千字

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1—4000 册

ISBN 7-80162-288-X/F·274

定价: 27.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

通讯地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836

联系电话: (010) 68022974



课题主持人：谢经荣（教授、博士生导师）

参 加 人：朱 勇（博士）

丰 雷（博士）

曲 波（博士研究生）

周 健（硕士）

朱海洪（硕士研究生）

各章节分工：

第1~3章 朱 勇

第4、6章 周 健

第5章 曲 波

第7~10章 朱海洪

第11章 丰 雷

第12章 谢经荣、曲 波

第13章 曲 波、谢经荣

前言

前言

亚洲金融危机在东南亚发生的时间有先后，造成的影响有大小，表现的形式也有不同；但都有一个共同特征：房地产市场价格在经过一段异常膨胀后，开始下跌、破灭；由于房地产价格陡降，造成有房地产金融业务的银行出现呆、坏账，银行体系运转失灵；最后，汇率机制被破坏，整个国民经济陷入困境。在这个过程中前一时期过量的房地产投资（投机）给以后的金融危机埋下了定时炸弹。以泰国为例，自1988年始泰国曼谷地价一直呈直线上升，其中1988～1992年期间，年均增长20%～30%，1992～1997年7月地价膨胀速度加快，年均提高40%；金融危机爆发前的1996年房地产市场已出现增长乏力和萎缩的迹象。1992～1996年在曼谷市中心新建住宅76万套，空房率开始上升，达20%，而办公楼的空置率在60%，因房地产滞销



而产生的银行呆、坏账达 400 亿美元；外资在 1997 年开始炒作和接下来撤资是这次金融危机的导火索，多年泡沫经济和地产泡沫破灭。不少银行经营不善、倒闭并引发了亚洲金融危机。由此可以看出，前期的土地投机、盲目的房地产投资以及产生的房地产价格的异常膨胀是亚洲金融危机的前奏。东南亚各国因房地产炒作的程度、炒作资金的来源不同，而造成的影响不同。

日本首相田中角荣在 70 年代初为扩大内需，提出了以大办公用事业，大规模推行国土开发和建设新市镇为重点的《日本列岛改造计划》，这一计划的实行掀起了战后日本第二轮土地投机高潮。1975 年起，日本开始大量发行国债，债券市场急速发展；金融自由化逐渐形成，为了在市场中占有更大份额，各银行纷纷发放贷款数额较大的不动产贷款，有的银行盲目提高贷款比例，甚至超过资产价值量，掀开了金融支持房地产活动的序幕。1985 年“广场协议”签订后，日元升值，出口压力增大，为保持国民经济的增长，日本主要采取扩大内需的方式，使经济向内需主导型发展。由于利率长期偏低，特别是 1987 年 2 月日本下调贴现率后，货币供应量增长率超过 10%，大量的货币不是投入到生产领域，而是成为不动产投资、炒作的动力。不动产抵押贷款占全国银行贷款总额的比例也由 1984 年的 17%，上升到 1987 年的 20% 和 1992 年的 35.5%。不动产价值占全部财富总额的比例，也由 1976 年的 50%，上升到 1985 年的 55%，1987 年的 65% 和 1990 年的 69%；也就是说，其他设备、流动资产等的比例由 1976 年的 50%，下降到 1990 年的 31%。因为大量资产由过去的生产、经营性资产转变为固定资产，结果导

前言

致生产下降，经济长期徘徊。今天日本经济的低迷不振是自 70 年代中期以来长期土地投机形成地产泡沫后的调整过程。实践证明，前期地产泡沫越严重、时间越长对国民经济的扭曲也就越严重、危害也就越大，调整的时间也就越长。

由此可以看出，无论是泰国金融危机还是日本自 1991 年以来经济长期的徘徊都同前期房地产投机产生的地产泡沫有关。所以，研究地产泡沫的产生、发展以及对金融危机、国民经济发展的影响，对保障国民经济长期持续发展是十分重要的。

二

我国 1992~1993 年在全国出现了房地产热，在房地产市场发展的初期有其必然性，但海南、北海、惠州等地出现的房地产投机现象，产生的房地产虚热（实际上就是地产泡沫），对当地经济也产生了长期、严重的影响。一些城市直到今天还没有抹去这一阴影，市中心的“半拉子”工程矗立已有 8~9 年，“千疮百孔”，“龇牙咧嘴”，破坏市容，影响城市形象和投资环境，还造成上千亿的呆、坏账，对国民经济造成极坏的影响。如果我国政府不及时地采取宏观调控政策，收紧银根，席卷全国的房地产泡沫就有可能发生。如果真是这样，虽然我们还没有完全开放外汇、金融市场，但亚洲金融危机对我国的影响也将比现在严重得多，地产泡沫产生的呆、坏账也要大的多，就不可能出现我们今天这样连续 10 年的经济繁荣。

我国自 80 年代以来经济已进入起飞阶段，目前全国人均 GDP 已达 800 美元，在一些地区或城市人均 GDP 已达 3000~4000 美元，房地产业将逐渐成为支柱产业。许多发达国家发展的历史也证明这一时期是房地产快速发展



地产泡沫与金融危机——国际经验及其借鉴

时期。资料显示，英国 19 世纪经济起飞时房地产与其相关投资占全国投资的 42%，德国 19 世纪 40 年代经济起飞时非农业房屋投资占总投资的 31.1%，日本战后经济恢复的几十年住宅投资占固定资产形成价值总额的 20.7%~26.7%。住宅和房地产将成为我国未来发展速度快、影响面广的一组产业。日本和东南亚的经验也证明，我们目前所处的阶段在很多方面类似于日本的 70 年代末和东南亚的 90 年代初，是经济发展速度快、产业扩展迅速、对土地需求大的时期；也是地价快速上升的时期，最容易形成土地投机、产生地产泡沫的阶段。所以，在制定产业政策、金融政策及国民经济发展计划时应给予足够的重视；同时，又要注意住宅业、房地产业的发展保持在一定速度范围内，适度、健康发展。

我国已将住宅业作为新的经济增长点和消费热点。地方各级政府也都把改善人民住房条件作为头等大事，人民群众在吃、穿等消费满足的基础上，对住房也提出了新要求。首先富起来的人也将资金投资在住宅或购置用于经营的住房，以期未来房屋的增值。不管国家，还是地方政府、企业或家庭，大家普遍对住宅业看好，对住宅等房地产的增值看好。

2001 年 5 月 22 日《中国国土资源报》报道在海口西部海岸 7 公里长的范围内在建和拟建的别墅竟多达 2000 多幢，以目前每幢售价 250 万元计，价值在 50 亿人民币。在 700 多万平方米空置房待处理或被炸毁的情况下，这种热潮令人担忧。根据国家统计局资料，2001 年 6 月份全国商品房售价比上年同期增长 11%。9 年后的今天，房地产又成为人们议论最多的话题之一。房地产热有蓄势待发

前言

的迹象。

房地产热或地产泡沫是人多地少的国家处在经济快速发展阶段容易出现的一种社会经济现象；而且在进入经济发达国家前，房地产在国民经济中占的比例仍然较高，所以这种经济现象一旦条件具备就很容易复发。目前，我国房地产业的发展总的来看还属正常，但不能忽视在一些地区、城市已有虚热的迹象，应引起重视，不要让房地产业的不良发展破坏我国整个国民经济发展的总体目标。

三

本书的主要研究内容包括：①“地产泡沫”在亚洲各国（地区）经济波动中的表现特征；②“地产泡沫”产生的原因、时代背景和对社会经济发展的负作用；③各国对“地产泡沫”的防范措施、政策；④判别和预测“地产泡沫”的指标和方法。

其中研究各国“地产泡沫”产生的原因、背景，制定预测“地产泡沫”的指标，总结我国可借鉴的经验是该研究的重点。全面系统地分析经济波动期各国多种社会经济、金融、房地产数据及各种政策是研究的难点。

研究采用理论分析、定量分析、实证研究、历史研究相结合的方法，研究、分析地产泡沫的形成、影响、同国民经济的关系以及指示指标。

研究首先得到国家社科基金的资助（98BJY58），自1998年5月，我们开始了“‘地产泡沫’对亚洲金融风波的影响及对我国的借鉴意义研究”。自2000年1月，我们又得到国家自然科学基金重点项目“房地产业同社会经济协调发展理论与政策研究”的资助。除按原计划进行外，我们又增加了对美国房地产市场的研究。该研究将重点放在地



产泡沫的形成、影响及各国采用的政策措施，而地产泡沫的指示指标仅做一般性研究，更深入的研究将在自然科学基金重点项目中完成。

朱勇、丰雷、曲波、周健、朱海洪和我形成一个团结、合作和有创新精神的课题组。在两年多的研究中，大家齐心协力，从收集资料到研讨和资料共享，都表现出很好的合作和探讨精神。在 10 多次的研讨会上，大家各抒己见、相互启发，直到意见统一、形成共识。研究六七十个国家的房地产周期现象和地产泡沫问题，并在理论上进行归纳，寻找统一的判断地产泡沫的指示指标，如果没有这种合作是很难完成的。我的几个成员是近几年刚毕业或将要毕业的博士和硕士研究生，富有创新精神，勇于探索，能吃苦、思想活，是完成该课题的主力军。

在课题研究过程，得到过很多单位、朋友的帮助：戚名琛先生无私地提供了最新的日本地价、朱青提供了有关日本的土地政策材料，刘维新先生在研究中也给予多方面帮助。中国人民大学郭桂英老师在资料收集、组织方面给予帮助。另外，国家哲学社会科学规划办公室、国家自然科学基金委员会、中国人民大学商学院和科研处等单位在研究中曾多方面给予指导。对以上单位、个人在研究方面给予的帮助、指导表示衷心的感谢。

由于我们在研究经验、能力等方面的局限，再加上收集国外系统资料的困难，研究还有待深入，文中定有不少缺点、错误，请广大读者，同仁给予批评、指正！

谢经荣

2001.8.21

目 录

目 录

第一章 泡沫经济与金融危机	(1)
第一节 泡沫经济的定义、分类与载体	(2)
一、泡沫经济的定义	(2)
二、泡沫经济的分类	(3)
三、载体	(5)
第二节 泡沫经济形成的微观机理	(5)
一、“经济人”是泡沫经济产生和形成的 基本前提	(6)
二、泡沫经济的形成与银行系统或金融系统 有着千丝万缕的联系	(10)
第三节 泡沫经济的宏观背景	(13)
一、金融自由化提供了泡沫经济的制度基础 ..	(13)
二、宏观经济政策的变动是加速泡沫经济 破灭的导火索	(21)
第二章 泡沫经济的数理分析	(31)
第一节 关于泡沫经济数理分析的评述	(31)
第二节 实际部门不确定性条件下的资产 定价与资产泡沫	(36)
第三节 由金融部门引起的不确定性条件下的 资产定价	(46)



第四节	金融脆弱性与资产泡沫的破灭	(51)
第五节	结论	(53)

第三章 房地产泡沫与东南亚金融危机 (59)

第一节	房地产价格决定的一个模型与房地产 周期的形成	(62)
第二节	非金融变量在房地产价格波动中的 作用	(65)
第三节	银行在房地产价格泡沫与崩溃中的 作用	(67)
一、	对危机的短视与房地产价格的崩溃	(70)
二、	数据不充分与缺乏分析在房地产价格 泡沫形成与崩溃中的作用	(76)
三、	不正当激励与房地产价格崩溃	(80)

第四章 日本 80 年代中后期地产泡沫 (89)

第一节	日本 80 年代中后期地产泡沫的成因.....	(90)
一、	战后日本地价的变迁	(90)
二、	80 年代中后期日本面临的宏观 经济形势	(93)
三、	日本地产泡沫的成因分析	(95)
第二节	日本 80 年代中后期地产泡沫的 运行分析.....	(108)
一、	泡沫运行的一般理论.....	(108)
二、	日本 80 年代中后期地产泡沫的 运行过程.....	(110)
第三节	日本地产泡沫的破灭对社会经济的	

影响·····	(116)
一、生产过剩危机·····	(116)
二、消费危机·····	(120)
三、金融危机·····	(121)
四、地产泡沫导致资源配置失衡 扩大了 社会贫富差距·····	(125)
第四节 日本地产泡沫的政策失败	
教训及借鉴·····	(126)
一、此次泡沫经济的产生及其造成的严重后果 与日本政府对虚拟经济发展的误导有直接 关系·····	(126)
二、日本政府在处理物价稳定和资产价格 上涨时出现严重失误·····	(128)
三、日本政府在处理经济结构失衡上 举措不当·····	(128)
四、日本土地税制上的偏差给土地交易和土地 利用形式造成很大的影响·····	(129)
五、结论和建议·····	(130)
 第五章 战后美国的经济危机、金融危机与 房地产波动 ·····	(139)
第一节 美国经济危机与房地产波动概况·····	(139)
一、1948~1949 年经济危机 ·····	(139)
二、1953~1954 年经济危机 ·····	(140)
三、1957~1958 年经济危机 ·····	(141)
四、1960~1961 年经济危机 ·····	(142)
五、1969~1970 年经济危机 ·····	(145)

地产泡沫与金融危机——国际经验及其借鉴

六、1973~1975 年经济危机	(147)
七、1980 年和 1981~1982 年经济危机	(149)
八、1990~1991 年经济危机	(150)
九、小结	(153)
第二节 80 年代的金融危机与房地产波动	(159)
一、金融自由化	(159)
二、储蓄机构的倒闭	(161)
三、商业银行危机	(168)
第三节 经济周期、金融危机与房地产波动的 传动机制	(182)
一、金融危机与房地产波动的 传动机制	(182)
二、经济危机与房地产波动的 传动机制	(183)

第六章 泰国 90 年代地产泡沫的 机理研究	(189)
第一节 地产泡沫的破灭是导致泰国金融危机的 主要原因之一	(189)
第二节 泰国地产泡沫的成因	(191)
一、经济增长和信用膨胀的盲目性	(192)
二、引资结构和使用的失衡	(195)
三、银行监管不力	(196)
四、区域经济形势判断失误	(197)
五、政府对银行的过分干预	(198)
第三节 泰国地产泡沫的发展过程	(198)
第四节 泰国地产泡沫的破灭对社会	

目 录

经济的影响·····	(200)
一、地产泡沫的长期存在和发展抑制了 实质产业的发展·····	(200)
二、泰国地产泡沫破灭的直接后果就是大量 银行呆账坏账的产生·····	(201)
三、泰国地产泡沫的破灭引发全面的 经济危机·····	(201)
四、泡沫经济的破灭还引发了政治和 社会危机·····	(202)
第五节 泰国地产泡沫的警示意义·····	(202)
一、要处理好实体经济和虚拟经济的关系·····	(202)
二、控制外资规模 提高外资利用率·····	(203)
三、开放资本市场要有配套防范措施·····	(203)
四、提高银行抵御风险的能力·····	(204)
第七章 房地产泡沫对印尼金融危机的 影响及防范措施 ·····	(207)
第一节 危机前印尼的宏观经济形势·····	(207)
一、经济结构发生变化 外向型经济 迅速发展·····	(207)
二、投资和信用膨胀·····	(209)
三、经济自由化和金融市场开放·····	(209)
第二节 90年代房地产泡沫的表现特征·····	(210)
一、危机前房地产市场过热 危机后 大幅降温·····	(210)
二、泡沫破灭前经济形势良好 破灭后经济 形势恶化·····	(211)

三、大量贷款进入房地产业·····	(211)
四、伴随建筑业的起伏·····	(213)
第三节 房地产泡沫产生的原因·····	(214)
一、宏观经济调控不力 造成对房地产业的 投资过度·····	(214)
二、金融监管制度不健全 银行体系薄弱·····	(215)
三、政府腐败·····	(216)
第四节 房地产泡沫对国民经济的影响·····	(217)
一、危机爆发后房地产泡沫破灭 股市 汇市双双暴跌·····	(217)
二、货币贬值 通货膨胀加剧·····	(217)
三、经济濒临瘫痪 国际竞争力下降·····	(218)
四、企业纷纷倒闭 失业人数剧增·····	(218)
五、银行大量房地产贷款成为呆坏账·····	(219)
六、引发了社会危机·····	(219)
第五节 政府克服房地产泡沫的措施和政策·····	(219)
一、停建缓建一批项目·····	(219)
二、采取措施防止土地投机·····	(220)
三、对银行进行整顿·····	(220)

第八章 房地产泡沫对新加坡金融危机的

影响及防范措施····· (223)

第一节 危机前新加坡的宏观经济形势·····	(223)
一、经济持续发展·····	(223)
二、经济结构相对稳定·····	(224)
三、加大国内投资 合理吸收外资·····	(225)
第二节 90年代房地产泡沫的表现特征·····	(226)

目 录

一、危机前房地产市场的供应和需求量大	
危机后严重供过于求·····	(226)
二、危机前房地产价格上涨迅速 危机后	
暴跌·····	(227)
三、大量银行贷款进入房地产业·····	(229)
第三节 房地产泡沫对国民经济的影响·····	(229)
第四节 房地产泡沫破灭后新加坡负面	
影响较小的原因·····	(230)
一、新加坡政府严格的土地批租制度·····	(230)
二、新加坡政府对房地产业的高度重视·····	(230)
三、注重法治 金融系统有严格的监管	
机制·····	(232)
第五节 政府克服房地产泡沫的	
措施和政策·····	(232)
一、提高土地开发费用 降低房屋租金和	
售价·····	(233)
二、增加土地的供应量 防止土地投机·····	(233)
三、控制房地产的价格·····	(233)



第九章 房地产泡沫对马来西亚金融危机的

影响及防范措施····· (235)

第一节 危机前马来西亚的宏观经济形势····· (235)

一、经济结构····· (235)

二、投资膨胀和信用膨胀····· (237)

三、经济自由化和金融市场开放····· (237)

第二节 90年代房地产泡沫的表现特征····· (238)

一、危机前价格上涨 危机后价格下跌且