

中国房地产

市场泡沫

与房地产信贷风险管理研究

ZhongGuo FangDiChan ShiChang PaoMo

Yu FangDiChan XinDai FengXian GuanLi YanJiu

袁平 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国房地产市场泡沫与 房地产信贷风险 管理研究

袁 平 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国房地产市场泡沫与房地产信贷风险管理研究/袁平著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 6
ISBN 978 - 7 - 5141 - 4668 - 4

I. ①中… II. ①袁… III. ①房地产市场 - 泡沫经济 -
研究 - 中国②房地产 - 贷款风险 - 研究 - 中国
IV. ①F299. 233. 5②F832. 45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 106184 号

责任编辑: 黄双蓉 黎子民

责任校对: 王肖楠

版式设计: 齐 杰

责任印制: 邱 天

中国房地产市场泡沫与房地产信贷风险管理研究

袁 平 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京中科印刷有限公司印刷

三河华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 14. 5 印张 210000 字

2014 年 9 月第 1 版 2014 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 4668 - 4 定价: 30. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

中国房地产泡沫演变过程中的信贷 风险管理：一个现实的课题

——袁平博士《中国房地产市场泡沫与房地产信
贷风险管理研究》序言

巴曙松

在中国城镇化快速推进、房地产市场迅速发展的过程中，关于房地产泡沫的争议、关于房地产市场调整会在多大程度上影响和冲击以银行为代表的金融业等问题，可以说始终贯穿着中国房地产行业和金融业的决策分析过程。2014年以来，我们看到十分明显的房地产市场调整趋势已经形成，以银行为代表的金融行业如何应对，就成为一个十分重要的课题。

站在银行的角度看，房地产市场的大幅调整，是否就一定会显著冲击银行业的资产质量并且带来居高不下的不良资产呢？在我本人的工作和研究过程中，这也是一个一直引起持续关注和思考的重要课题之一。通过对比许多金融市场在房地产调整时期的表现，可以发现，金融体系受到房地产市场冲击程度的大小，主要取决于金融业对于房地产市场运行规律的把握能力，以及金融机构自身的风险管理能力。以我曾经工作过的中国香港市场为例，中国香港市场上与房地产相关的贷款占整个贷款的比重明显高于许多金融市场，中国香港几次大的房地产市场调整，幅度也相当大，但是在这些大幅调整时期，整个中国香港银行体系的不良资产保持着相当低的水平。最为典型的是1997年的亚洲金融危机，整个中国香港的平均房价跌幅过半，但是中国香港银行业的不良资产比率平均始终保持在个位数。房地产市场的大幅调整，从特定的角度看，是对金融体系风险管理能力的一次压力测试和体检。

从全球范围内来看，无论是中国这样的发展中经济体，还是美国这样

的发达经济体，房地产市场始终是经济运行中的一个关联度高、影响广泛的重要产业。以中国为例，2013 年中国国内生产总值 56.88 万亿元，不计钢铁、水泥等相关行业，仅仅房地产业增加值和建筑业增加值就分别占 5.85% 和 6.86%；社会固定资产投资（不含农户）43.65 万亿元，房地产业占 25.53%。另外，对于绝大部分居民来说，住房可以说是最为重要的支出之一。

房地产行业的一个基本特性，可以说就是资金密集型的产业，因此从一开始，房地产就与金融业密切相关；而在中国这样银行业占据主导的金融结构下，房地产行业与银行业的联系就自然更为紧密。2014 年一季度中国的房地产开发企业 2.87 万亿元到位资金中，国内贷款占 21.67%。除银行直接贷款外，房地产企业自筹资金和应付款中也有相当一部分是银行贷款。尽管近几年房地产信托、债券等其他渠道资金来源逐渐增加，但是目前看来，房地产企业对银行资金的依赖仍然十分显著。个人住房贷款更是以 20% 以上的速度大幅增长，到 2014 年一季度末，余额达到 10.29 万亿元。

这也同时意味着，房地产信贷业务是银行的重要业务领域。2014 年一季度末中国的金融机构人民币各项贷款余额 74.91 万亿元，其中主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额占比达 20.58%。如果算上以房地产作为抵押品的涉房贷款，房地产信贷业务的份额会更大。因此，房地产市场的走势对银行资产质量有着直接的影响。

因此，在房地产市场快速发展的特定阶段、在间接融资占据主导的金融结构下，房地产市场和银行信贷相互关系紧密。在一定程度上可以说，商业银行对房地产信贷业务是风险收益不断权衡的过程，一方面出于防范风险的需要对房地产贷款要特别关注其风险管理，另一方面由于房地产行业的巨大市场和投资回报，银行又在客观上需要关注房地产信贷业务。

袁平同志在商业银行工作多年，对房地产信贷业务有着持续的跟踪和关注，在博士论文选题时选择了《中国房地产市场泡沫与房地产信贷风险管理研究》这一有着重要理论和现实研究价值的领域。本书的研究结论也体现了作者的长期思考。在本书中，袁平博士一是系统分析中国房地产市

场泡沫状况，探讨房地产市场泡沫、房地产信贷风险的形成机制及其衡量方法，通过定性研究与定量研究相结合回答房地产市场泡沫的判断、测量、传导、控制等问题。二是根据对中国房地产市场泡沫的分析和计量，进一步分析银行信贷在房地产市场泡沫形成、传导、调整过程中的作用机制，同时深入探讨房地产市场泡沫对银行信贷的影响，着重分析银行房地产信贷风险与房地产市场的相互关系。三是结合中国房地产市场、房地产信贷现状，提出控制房地产市场泡沫和防范房地产信贷风险的建议。作为袁平博士的导师，我很乐意看到他的博士论文能够出版，并且期待能够引发更多的深入研究。

总体看来，本书注意结合当前实际，理论分析和实证研究并重。相信本书的出版会对房地产从业人员、银行风险管理人员，以及相关研究人员提供思考和借鉴。希望此书的出版能够吸引更多的专家、学者、社会人士进一步深入研究房地产市场泡沫、房地产信贷风险管理及其相关问题，特别是在房地产市场需求和银行服务需求的多样化、房地产市场资金来源的多元化、整个房地产市场发展面临重大转型的背景下，这种专业和持续的分析与探索就越发重要。

是为序。

2014年5月于哥伦比亚大学

（作序人为国务院发展研究中心金融研究所副所长、研究员、博士生导师、中国银行业协会首席经济学家、哥伦比亚大学高级访问学者）

摘 要

本书基于房地产行业对宏观经济的重要影响、房地产行业对银行信贷的依赖，以及中国房地产价格飞速上涨的现状和市场管理隐忧，提出本书的研究方向，即从房地产泡沫和房地产信贷关系的角度，研究房地产泡沫的控制和房地产信贷风险的管理。

本书先从房地产泡沫和房地产信贷两个维度，分别探讨各自的形成机制、衡量方法及现状，接着研究二者的相互关系，并对其进行了实证研究。根据实证研究结论，对市场预警机制进行了探讨，提出适时调整宏观政策、加强市场监管、建立相关配套制度、完善商业银行内部管理机制等建议。

本书研究的主要结论如下：

(1) 房地产市场泡沫的产生受汇率、利率、市场制度等宏观经济和制度因素，以及微观参与主体行为的影响；泡沫的破灭则与投资组合收益的变动、投机者预期逆转和政府干预有关；投资者的乐观主义、动量行为等心理行为会对泡沫产生推动作用。衡量房地产市场泡沫有多种方法，需要根据具体情况恰当选用，目前中国多使用指标评价法。

(2) 中国房地产市场起步晚、发展迅速，价格上涨快，房产企业多而良莠不齐。房地产价格快速上涨的主要原因在于消费需求增加、投资需求旺盛、土地供应稀缺、货币政策宽松、税收

配套政策及产业制度不完善。实证分析显示，中国房地产市场存在一定程度的泡沫；中国房地产泡沫产生的主要原因在于货币供给过多、投资需求的大幅增加等，需要根据不同原因采取相应的措施。

(3) 房地产信贷风险存在于房地产业务各阶段，对其度量的方法很多，目前中国多运用内部评级法，CPV 模型也可适用。当前中国房地产开发贷款与住房按揭贷款风险分化明显，商业银行面临紧缩政策下借款人还款能力弱化、市场和监管双重挤压、风险信息采集难等挑战。

(4) 信贷资金大量流入催生房地产市场泡沫，泡沫的破灭则可能导致违约率增加，抵押物价值下降，威胁银行资产质量。实证分析显示，中国东、中、西部房地产市场需求差异较大，房地产开发信贷的敏感度也有不同；房地产价格与利率、房地产开发贷款之间，利率与房地产开发贷款、GDP 之间都存在长期的因果关系；而房地产价格对 GDP 是单向促进。

(5) 控制房地产泡沫、防范房地产信贷风险的主要措施在于分别建立房地产市场泡沫和房地产信贷风险预警机制；继续适用调整货币供应量和利率的政策，实施差异化调控政策，引导理性预期和合理需求，加强房地产市场运行和房地产金融业务监管；建立和完善房地产税收、房地产投融资和房地产信贷风险转移等制度；商业银行要完善内部房地产信贷监管机制。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 选题的背景与意义	1
第二节 文献综述	3
第三节 研究目的、方法和创新点	19
第四节 本章小结	20
第二章 房地产市场泡沫的形成机制及其衡量方法	22
第一节 房地产市场泡沫的界定	22
第二节 房地产市场泡沫形成及破灭机制分析	27
第三节 行为金融学对房地产泡沫的理论分析	35
第四节 房地产市场泡沫的衡量方法	44
第五节 本章小结	60
第三章 中国房地产市场分析及国际比较	61
第一节 美日房地产市场泡沫的教训	61
第二节 中国房地产市场分析	69
第三节 中国房地产市场泡沫测度	80
第四节 本章小结	95
第四章 商业银行房地产信贷风险管理	96
第一节 商业银行房地产信贷风险类型	96

第二节	商业银行房地产信贷风险的形成与传导机制	104
第三节	房地产信贷风险测度方法	113
第四节	中国商业银行房地产信贷风险及管理现状分析	118
第五节	本章小结	124
第五章	商业银行信贷与房地产市场泡沫的相关性	126
第一节	商业银行信贷对房地产市场泡沫的催生机理分析	128
第二节	房地产价格波动影响商业银行信贷的机制分析	137
第三节	商业银行信贷与房地产市场泡沫相互关系实证分析	141
第四节	本章小结	153
第六章	中国房地产市场泡沫控制与房地产信贷风险管理建议	155
第一节	建立房地产市场泡沫和房地产信贷风险的预警机制	155
第二节	政府适时调整宏观政策并加强市场监管	162
第三节	政府建立相关的配套制度	179
第四节	商业银行完善内部房地产信贷管理机制	187
第五节	本章小结	194
第七章	总结	196
第一节	主要结论	196
第二节	研究展望	199
参考文献		201
后记		217

第一章

绪 论

第一节 选题的背景与意义

在城市化过程中，随着大量人口向城市聚集，城市的土地供给面临挑战，许多国家房地产价格都出现了不同程度的上涨。尤其是 20 世纪 80 年代以来，随着发展中国家城市化的快速推进、人均财富的增长以及资本在全球范围内的流动，不仅发展中国家甚至发达国家也出现了房地产价格的普遍上涨。当房地产价格上涨到一定程度时便开始产生资产泡沫，一旦泡沫超出了宏观经济的承受能力或者受到外来扰动的冲击，泡沫便会破裂，随之影响房地产贷款质量，带来银行信贷损失，甚至引发经济危机。

一、房地产市场泡沫对宏观经济运行有着重要影响

从历史上来看，每次大的金融危机之前总是不可避免地伴随着对各种类型资产的投机和由此带来的资产及其泡沫，而泡沫的破灭随之产生了区域或全球性的金融和经济危机。观察美国的房地产市场和金融市场，1896 ~ 2008 年至少出现过 5 次较大的资产泡沫。2008 年的危机即是由局部的房地产市场和次贷抵押证券市场向整个全球金融市场与实体经济不断蔓延，其波及范围和影响程度不亚于历史上的任何一次，其影响至今尚未消除。IMF 对

过去 30~40 年中 21 个工业化国家的房地产市场及股票市场的研究显示，房地产价格泡沫破灭造成的损害比股市泡沫要大出一倍，这是因为房地产市场泡沫的破灭对该国消费的增长造成很大阻碍，而且由于该行业对银行资金的强依赖性，导致银行系统面临着资金链崩断的危险，严重者将引发金融危机。日本、东南亚房地产市场泡沫等都是如此。

二、房地产市场泡沫与银行信贷直接联系

克鲁格曼认为：“在地产市场中，所有的泡沫都有一个共同点，即都是由银行融资引发的。”房地产市场泡沫与银行信贷密切相关。一是房地产业发展过分依赖银行信贷资金的现象十分突出。房地产行业具有投资规模大、开发周期长、消费周期长、资本占用量大且回收时间长等特点，因此房地产市场的发展离不开商业银行的支持。中国房地产开发、建设和流通更是依靠商业银行发挥重要作用。目前中国房地产开发资金主要由房地产商自有资金、银行信贷和销售回款三部分组成。自有资金中有 30%~40% 为银行信贷资金，销售回款中主要是购房者的个人住房抵押贷款，有专家认为中国房地产企业来自银行资金的比重多达 70%，甚至更多。二是房地产贷款业务是中国商业银行的重要业务领域。截至 2014 年 3 月末，主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额 15.42 万亿元，同比增长 18.8%，占同期全部金融机构人民币各项贷款余额的 20.58%；其中，地产开发贷款余额 1.12 万亿元、房产开发贷款余额 3.78 万亿元、个人购房贷款余额 10.29 万亿元。房地产行业资金过分依赖银行，事实上是房地产行业把相当部分的市场风险和信用风险转嫁给银行，使银行承担了房地产业发展的风险；而作为商业银行重要业务领域的房地产市场波动必将对银行信贷业务发展产生很大冲击。

三、中国房地产市场和房地产信贷管理的隐忧

改革开放以来，中国房地产市场发展迅速，特别是 1998 年 7 月 3 日

国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》后,房地产市场发展突飞猛进,但是随之而来的是各城市房地产价格快速上涨。这不仅影响了普通居民的福利水平,更重要的是房地产价格过快上涨以及由此引发的投资热潮潜伏着巨大的金融风险。

而商业银行由于业务发展的需要和利益的驱动,在房地产信贷管理上往往处于进退两难的尴尬境地。一方面出于风险管理的需要对房地产贷款要加以控制,另一方面由于房地产的巨大市场和投资回报,银行又不可能放弃房地产信贷业务,而难处在于银行往往难免顾此失彼,没有恰当的措施平衡房地产信贷业务发展和防范风险的关系。

因此,在全球经历百年一遇金融危机的背景下,研究房地产市场泡沫与商业银行房地产信贷风险管理具有重要的理论意义和现实意义。本书拟在借鉴已有的理论和分析框架的基础上重点分析房地产市场泡沫形成的机制和规律,分析商业银行在房地产市场泡沫的形成、传导和破灭过程中所起的作用,以及房地产市场泡沫对商业银行信贷风险的影响,进而研究依据房地产市场泡沫的影响银行应采取的风险管理措施。这对商业银行全面把握当前房地产市场和金融市场发展的新特征,防范和化解金融风险,保持金融和经济的平稳有序运行都有着十分重要的意义。

本书拟首先利用理论分析回答什么是房地产市场泡沫、为什么会产生房地产市场泡沫等理论问题。通过实证研究检验各类房地产市场泡沫模型在中国的适用性,并进一步分析商业银行信贷与房地产市场泡沫形成及演化的定量和定性关系,在此基础上全面考察房地产市场泡沫对银行风险的影响。最后结合中国房地产市场和商业银行的现状,提出抑制房地产市场泡沫和控制房地产信贷风险的措施和建议。

第二节 文献综述

将“泡沫”(bubble)一词首次用于描述经济现象是在18世纪初期,即描述英国著名的“南海泡沫事件”,体现出大众过度投机的心理必然引

起资产价格的巨大波动。1926 年版《帕尔格雷夫经济学大辞典》将泡沫定义为“任何高度投机的不良商业行为”。著名经济学家金德尔伯格在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中对泡沫作了比较完整的描述：泡沫就是一种或一系列资产在连续过程中陡然涨价，最初的价格上升会使人们有涨价的预期，于是会吸引新买主，这些人一般只是想通过买卖牟取利润，而不是关注于这些资产本身的使用和盈利能力。20 世纪以来，全球经济泡沫事件层出不穷，如 1929 年的美国股市泡沫、1990 年的日本经济泡沫、1997 年的东南亚金融泡沫等，理论界和实务界都对此进行了相关研究。本书重点关注房地产市场泡沫与银行房地产信贷风险管理。

一、房地产市场泡沫研究

（一）泡沫理论研究

对经济泡沫进行系统研究始于 20 世纪 70 年代。依据泡沫产生的不同原因，可将泡沫理论分为理性泡沫理论、非理论泡沫理论和信息泡沫理论三类。

理性泡沫理论是在给定的理性预期框架内分析资产价格中的泡沫成分，以及相对于资产未来各期收益现金流市场价格可能产生的偏离，探讨人们从可以观测的过度波动中寻求解释，从理性预期的角度解释背离经济状况的泡沫现象。布兰卡德和费舍尔（Blanchard and Fischer, 1989）对理性泡沫给出了明确定义，同时也得出了在局部均衡条件下不会存在泡沫的一般结论，而在时期永久、市场参与者数量有限的情况下不可能存在泡沫（Tirole, 1982）；泡沫不可能存在于时期有限、经济动态有效而市场参与者无限的情况下；但是在经济动态无效时，不仅仅会出现稳定的泡沫，而且经济整体会因为这些泡沫的出现而得到帕累托改进（Tirole, 1985）。韦伊（Weil, 1989）对泰勒尔（Tirole, 1985）和韦伊（1987）的科研成果进行了补充完善，开始研究市场参与者的后代延续问题，如果市场参与者考虑其后代的继承，就可以将市场参与者的时期有限转变为无限时期，当

个体的预期生命是无限时，理性泡沫是可能存在的。

非理性泡沫理论是理性泡沫理论的补充，用于解释由于非理性因素导致的泡沫现象，其产生的主要原因是理性泡沫理论难以解释近几十年资本市场中出现的价格频繁波动和泡沫现象，而非理性泡沫理论正是解释这一现象的有力工具。该理论认为，市场基本面对于资产价格的影响并没有像人们原先所预料的那样大，相反，群体心理、狂热等外来因素所导致的投机行为也会对价格产生巨大的冲击。正如一些投资者会因为不同的主观信念而产生投机行为引发泡沫现象一样，当个别投资者明明知道其实际价值要低于其价格，但如果他对未来收益持乐观态度，他同样会以高价来持有该资产（Hirshleifer, 1975; Feiger, 1976）。哈里森和克雷普斯（Harrison and Kreps, 1978）也持有相同观点：只要投资者可以随时出售自己的资产并且也有可能出售该资产时，他们更倾向于支付较高价格，而不是长期持有。金德勒贝格尔（Kindleberger, 1989）通过与历史上曾经出现的泡沫与投机现象相比，得出了这样一个结论：由于市场并未处于在一个有效状态并且一些投资者是受心理因素的支配，才导致了非理性泡沫现象，并不是仅仅因为投资者获取处理信息能力的差别。德朗等人（Delong et al., 1990b）认为正反馈交易策略和套利交易策略之间的相互作用并没有像人们预计的那样使理性投资者消除泡沫，反而会使投机泡沫愈演愈烈，这一观点已经得到了模型的论证。施莱弗和维什尼（Shleifer and Vishny, 1997）也有更进一步的发现，专业基金的管理层人员在得知不完全套利会导致泡沫，他们会在其任职期间选择放弃长期套利的机会，这种行为会使价格与其基本价值产生更大的偏离。

在房地产泡沫理论研究中，不乏有学者在研究中引入非理性行为理论。凯里（Carey, 1990）通过对地价变化、银行发放贷款数量以及购买者数量三者之间的联系进行分析，归纳总结出了一个以信息不对称为背景的土地价格模型。伯特兰（Bertrand, 1996）根据1986~1994年全球房地产周期的数据，发现了房地产泡沫的形成与破裂以及房地产周期波动幅度的真正原因——金融机构在金融自由化以及政府放松金融管制的背景下，违规借贷资金，再加上金融风险不断累积，才会导致这一后果。汪

(Wong, 1998) 以泰国地产泡沫为背景, 建立动态模型, 研究在经济过热、国际资本大量流入的情况下, 地产商对市场过度乐观的预期和普通国民预期之间的相互作用所产生的“羊群效应”, 由此引发地产泡沫产生和通货膨胀过程中的作用机制。H. 斋藤 (H. Saito, 2003) 对日本房地产泡沫的破裂给出了三种理由: 首先, 由于日本国民普遍盲目认为地价会持续上涨, 使得日本的房地产业一直处于供不应求的状态, 房价更是一路高涨。其次, 日本货币政策的失误。日元对美元大幅升值, 使得日本制造业面临极大的危机, 而在同一时期, 日本央行降低利率, 旨在鼓励投资, 推动经济发展的措施, 反而使银行资金大量地涌入了房地产市场。再次, 由于大量银行及非银行金融机构的加入, 日本房地产业融资条件得到放宽, 这一行为为日后经济发展埋下了祸根。盖里诺和萨诺 (Garino and Sarno, 2004) 建立了一个三期代际交叠模型, 说明房地产的购买者对未来价格的预期为何会导致房地产价格泡沫。

20 世纪 80 年代末以来, 研究者在泡沫理论研究中引入了信息不对称理论, 从而形成了新的理论——信息泡沫理论。坎贝尔和凯尔 (Campbell and Kyle, 1988) 最早创建股票市场的“噪声交易”模型, 认为噪声交易者理念的不可预期对资产价格有一定风险, 与此同时, 由于套利者的投资态度和风险规避目的的存在, 又使泡沫持续产生并扩大。德朗 (1990) 在资产定价模型中引入了一个行为人的正反馈交易, 使这一模型得到了更好扩充。艾伦和戈顿 (Allen and Gorton, 1991) 认为, 即使所有市场参与者都是理性的, 但因为市场中信息不对称的问题, 泡沫仍旧可能产生, 因为投资者和资产管理之间所存在的代理问题还是不能得到有效解决。由艾伦等人 (1993) 所建立的模型表明在资本市场中的信息不对称问题很可能使价格遭到操控, 投资者和资产管理之间的代理问题同样也会导致泡沫的产生。艾伦和盖尔 (Allen and Gale, 2000) 建立信贷扩张与泡沫关系模型, 他们认为投资者与银行之间也存在信息不对称问题, 金融机构的中介作用产生的风险转移最终会引发资产价格泡沫。

综上所述, 我们可以发现, 泡沫的产生是一个复杂的现象, 大部分泡沫产生的原因都不是单一的, 而是由理性预期、有限理性行为和信息不对

称等多种因素共同作用所产生的。因此,仅仅使用三大泡沫理论中的某一个理论来分析泡沫的形成过程都有失偏颇、不够准确,不能够全面阐述这一现象的原因。我们需要对行为金融理论、资产定价理论、理性预期理论、博弈论、信息经济学等多个理论有足够深入的了解,将这些理论在实际问题中进行熟练地运用,才能够真正研究清楚泡沫的生成原理及其演绎过程。

国内也有很多学者对房地产泡沫形成的原因进行了深入的研究。曹振良等(2000)认为,房地产泡沫的产生是受房地产价格上涨的预期、非理性投资、投机心理和土地的虚拟资本性质这些问题的影响,房产供给弹性大于需求弹性时会加速房地产泡沫的产生。刘琳等(2003)认为,泡沫产生的成因是过度的投机需求和房地产市场的信贷支持。袁志刚(2004)构建了房地产市场的局部均衡模型,给出房地产均衡价格中理性泡沫产生并存在的条件,以及导致泡沫破裂的相关原因,为分析投资者预期、银行信贷以及政府政策在地产泡沫形成过程中的作用构建了统一的分析框架。向阳和夏成彬(2005)指出房地产市场泡沫形成的原因是土地价格的大幅度上涨,当然还有其他原因,包括:目前的土地稀缺特性和土地所具有的虚拟资本特性、房地产市场需求方的非理性行为、投资者可能对房价上涨所持有的乐观期望、金融行业与房地产行业的密切联系以及投资者的投机需求,等等。何孝星和于宏凯(2006)则认为我国出现房地产泡沫的原因是:土地的一级市场体系不够发达、地方政府收入对房地产行业的过度依赖、银行信贷对房地产业的信用偏好以及金融自由化等。

国内研究者依据我国特定环境、文化和习惯等,从不同层面对国外已有的房地产泡沫理论模型进行了修改及扩充。谢经荣等(2002)在艾伦等研究的基础上,构建房地产商和银行都参与的资本市场局部均衡模型,证明房地产价格与银行信贷数量之间存在相关性,而资产回报的不确定性将引发房地产泡沫,人们对未来信贷规模扩张的预期以及信贷规模扩张程度的不确定性会使房地产泡沫更加严重。陆磊和李世宏(2004)借鉴泰勒尔(1985)提出的世代交替模型来分析泡沫产生、破裂的过程与居民房地产投资决策之间的联系。周京奎(2004)借用房地产市场局部均衡的框架,