

房地产经济周期阶段分析

范俏燕

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 房地产泡沫破灭对金融稳定性有很大影响, 包括流动性风险、信用风险、抵押物法律风险及系统性风险等。本文通过对金融风险关注的重点——房地产经济周期的阶段及其表现进行探讨, 提出金融支持和房地产波动之间的关系, 并对今后国家如何制定合理的金融政策和产业发展防范风险提出一些有益的建议。

关键词: 房地产; 泡沫; 经济周期; 金融风险

引言

20世纪80年代末90年代初期经济合作与发展组织中的发达国家和新兴工业化国家, 经历了类似的房地产周期波动, 在房地产发展经历了繁荣阶段后, 又都出现了泡沫现象, 其中以日本泡沫经济、美国经济萧条和东南亚金融危机最为典型。

从实际上看, 20世纪80年代末90年代初日本出现房地产泡沫, 1992-1993年我国出现海南、北海房地产泡沫, 1997年开始的东南亚金融危机中, 房地产泡沫破灭是其形成的主要原因之一。这些经济事件极大地影响了本国、本地区甚至全球经济的发展。当前, 我国又出现房地产业发展过热现象, 房地产价格、房地产投资、商品房空置率持续上升, 政府及部分专家学者认为房地产泡沫已经出现, 并制定了挤压泡沫的相应措施。然而, 房地产业内人士及一些专家学者认为, 房地产业发展过热并不等于泡沫形成, 目前判断泡沫的指标还不是成熟、科学, 如果盲目采取一些所谓制止泡沫的措施, 将会严重影响今后房地产业乃至整个国民经济的发展。这也从一个方面说明认识和掌握房地产的经济周期和阶段, 为预测、识别房地产泡沫提供科学的技术手段, 也对维护国民经济健康运行有重大现实意义。

基于此, 本文通过对金融风险关注的重点——房地产经济周期的阶段及其表现进行探讨, 提出金融支持和房地产波动之间的关系。为考察房地产建设过分依赖金融支持导致房价上升的机理, 进一步细分有投资投机者和没有投资投机者两种情形, 构建模型对比研究。

一、房地产经济周期的阶段及其表现

与宏观经济一样, 房地产业在实际经济运行中也存在着较为明显的周期波动现象。20世纪80年代左右, 房地产周期作为一个相对独立的研究领域进入一个蓬勃发展的阶段。由Gottlieb(1976)较早地系统分析了不动产周期, Hen A. Phyr, Roulac, Bom(1999)等房地产经济学家分别从宏观(着重于国家、世界或区域范围内)和微观(着重于城市区域、次级市场或物业位置范围内)两个角度, 利用空置率、通货膨胀率、房地产价值、租金等指标, 采用系统动力学模型、租金增长率和租金分布模型等多种模型和方法, 探索房地产周期波动及其机理。虽然理论界对房地产经济周期的定义有各种各样不同表述, 但对房地产经济周期波动的表现形式还是相同的。一般认为: 房地产经济周期可以分为两个过程, 即扩张过程和收缩过程, 在这两个过程中又可分为四个阶段: 复苏与增长阶段、繁荣阶段、危机与衰退阶段和萧条阶段。前两个阶段构成了房地产扩张过程, 后两个阶段构成了房地产收缩过程。当扩张过程转为收缩过程时, 房地产经济达到繁荣阶段的最高点, 即波峰; 当收缩过程转为扩张阶段过程时, 房地产经济达到萧条阶段的最低点, 即波谷, 从而再进入新一轮的循环。

(一) 复苏与增长阶段

在房地产周期波动过程中, 承继萧条(波谷)而出现的复苏与增长阶段, 一般会经历较长的时间。这一阶段对应的主要特征为:

1. 复苏阶段初期

房地产供给仍大于需求, 购房者在满足自用的前提下进入市场, 总体上看交易量不大, 价格与租金水平处于较低位置, 房价已经明显止跌企稳并开始缓慢上行。这一时期房地产投

资金不大，房地产投机者也基本不存在。

2. 复苏阶段中期

经过一段时间的恢复，特别是在宏观经济复苏的影响下，房地产的需求开始上升，房地产供求关系开始逐步改善，现楼购房者逐渐增多，并带动期房的销售；房地产交易量有所增加，同时由于建筑成本的增加，房价有所上升，房地产开发投资逐渐增多。随后由于房地产需求趋旺，进一步刺激房价回升，建筑成本和楼价呈上升趋势，交易量的不断增加也推动房地产开发的上升，市场加速复苏，少数房地产投机者开始入市寻找机会。

3. 复苏阶段后期

在宏观经济加速复苏的刺激下，房地产市场进一步回升，房地产开发企业的开发项目与建设数量逐步增加，人们对日益好转的房地产市场形势充满乐观情绪，金融机构和房地产投资机构加大对房地产的投资，并带动其他行业投资机构进入房地产领域。随着房地产投资者特别是炒家进一步涌入，各类房地产物业，尤其住宅价格上涨，租金飘升，同时房地产空置率大幅下降，房地产市场交易量快速上升，土地市场和三级市场开始活跃，物业开发与建设等相关行业加速发展，房地产市场信贷需求增加。伴随着房地产快速增长，带资开发房地产项目的建筑企业数目明显增加，由此推动了房地产业的进一步扩张。

(二) 繁荣阶段

继复苏与增长阶段后，房地产周期波动便进入繁荣阶段并达到周期循环的波峰，该阶段持续时间相对较短，主要特征是：

1. 繁荣阶段初期

由于宏观经济进一步扩张，消费需求迅速增长，房地产开发企业对土地及物业的开发项目与建设数量进一步增大，房地产市场进入繁荣高涨阶段，市场交易量明显增加，空置率下降。其他行业的企业也因市场极度乐观和高额利润而进入房地产市场，且投资计划大多雄心勃勃。房地产价格愈涨愈高，先是楼花价格紧追现楼价，然后两者并驾齐驱，接着楼花价慢慢超过现楼价，最终明显拉开与现楼价格的差距，并在楼价上涨过程中起带头作用。

2. 繁荣阶段中期

房地产投机商大量介入，房地产市场的炒楼行为越来越多。房地产价格越涨越高，旧房（三级）市场价格直逼新房（二级）市场价格，在房价上升过程中起带头拉动作用。中国房地产信贷风险的度量与控制研究为严重，为市场所关注，政府开始出台一系列限制炒楼的政策措施，如提高银行利率、压缩投资规模、实行保值储蓄以及紧缩银根等。

3. 繁荣阶段顶峰

房地产投机者与自用者均大量增加，人人欢欣鼓舞，市场一片乐观情绪，迅速形成并不断加大房地产泡沫。楼价继续高涨，由于房地产投机者以更快速度增长，逐渐拉近与自用者人数的距离，并呈现出追赶后者的态势，结果导致房地产市场炒风日炽，炒楼行为越来越为市场所注目。自用购楼者开始退出市场，留下炒家的投机资金支撑整个旺市，形成了有价无市的局面，房地产空置率上升，股市上的房地产概念股达到顶峰，房地产市场达到繁荣阶段的顶点，房地产泡沫达到极限。在此压力下，社会关于限制炒楼行为的呼声也逐渐提高，政府开始出台一系列限制炒楼的政策措施，如提高银行利率、压缩投资规模、实行保值储蓄以及收紧银根等政策手段。

4. 繁荣阶段后期

政府的紧缩政策日见成效，新增房地产投资数量明显下降，房地产投资总量也开始回落。以住宅为代表的各类物业销售市场达到饱和和极限，销售难度明显加大，销售价格开始回调，房地产租赁市场交易量和租金水平也随之下降，房地产空置率进一步增加，房地产投资与交易过程中开始出现因利率提高、运营费用增加及财务压力加大等原因导致的各种违约现象。在这一时期，房地产市场的全面乐观情绪逐渐被悲观情绪取代，房地产泡沫面临萎缩甚至破

灭的危险。

（三）危机与衰退阶段

当房地产价格高涨到把真正的用家排斥在市场之外，而仅靠投机资金支撑时，房地产周期也由盛转衰，预示着危机与衰退阶段的到来。这一阶段主要特征为：

1. 衰退阶段初期

随着房地产紧缩政策效应的进一步显现，房地产市场在交易价格和交易数量两个方面都出现萎缩、衰退的趋势，房地产泡沫破灭的可能性增大。在房地产价格方面，虽然不同楼盘的楼价有升有降，但市场上房地产价格总体水平已经出现下调趋势，特别是现房价格基本停顿不前甚至有所回落，只有个别楼盘价格还在上涨，但上涨的速度明显放慢，大多数只比前一阶段微升。在交易数量方面，随着房地产交易价格停滞不前甚至有所下降，房地产交易数量明显减少，各类房地产物业的空置率进一步提高，房地产市场日渐停滞萎缩，房地产市场的悲观情绪进一步加强。在政策层面和投资回报率下降、投资风险加大的多种因素影响下，房地产投资额明显下降，特别是新开工的房地产项目数量急剧减少，已投资建设的房地产项目风险加大。

2. 衰退阶段中期

受一些突发性利空消息或事件影响，房地产价格开始急剧下挫，有价无市的现象被打破，房地产泡沫开始破灭。在购房自用者被高价排斥出市场、炒家因转手困难，而纷纷恐慌抛售的双重打击下，房地产价格出现暴跌。但暴跌的价格又势必阻止用家及炒家进入市场，从而加剧了房地产价格的下跌速度和深度，房地产投资量大幅缩减。仍然处于开发建设的房地产项目转手、停建等现象出现，房地产交易在大幅度回调的低价格水平和低交易数量的基础上维持。

3. 衰退阶段后期

在交易量和价格锐减的情况下，房地产企业利润也大幅度降低，一些实力较弱的企业宣告破产。同时，由于房地产投资项目减少，该行业的就业水平下降，失业人数增多，加剧了相关行业特别是建筑业的失业问题。在衰退阶段，房地产市场日渐停滞萎缩，市场的悲观情绪进一步加强，房地产投资量和交易数量大幅缩减，投资风险增加，为争夺市场而追加的营运费用上涨，结果一些实力较差、抗风险能力较弱的开发商因资金债务等问题而宣告破产，房地产企业破产率也逐渐增加，给银行贷款造成风险。

4. 萧条阶段

经过急速而痛苦的危机和衰退之后，房地产周期便进入了持续时间相对较长的萧条阶段。这一阶段主要特征是：

（1）萧条阶段初期，政府实施的宏观调控政策进一步发挥作用，整体经济规模萎缩。房地产价格呈现加速下降，个别楼价甚至跌破物业原值或建造成本，市易量减少；不动产信贷违约行为大幅增加，金融机构与投资者普遍“套牢”，房地产泡沫全面爆发。

（2）萧条阶段中期，在价格暴跌和成交萎缩的情况下，出现大量的房地产纠纷，一些实力雄厚的大公司濒临破产。

（3）萧条阶段后期，在房地产总体水平加剧下滑之后，房地产的泡沫被挤压出来，房地产开发成本与房地产正常需求恢复到正常水平，房地产波动开始走向平稳，此时，政府开始关注房地产市场对经济发展的约束作用，采取减税等措施来刺激房地产经济复苏。不过，房地产市场何时走出萧条阶段而开始复苏，取决于两个方面：一是有赖于产业内部对前期房地产开发项目的消化程度，以及房地产供求关系能否以及何时回到相对均衡状态；二是取决于产业外部的影响因素，如宏观经济周期波动趋势、宏观经济政策特别是货币与金融政策以及房地产政策的变化。

①房地产销售价格和租金水平继续维持沿着衰退期以来的跌势下降，大多只跌难升，个

别楼盘价格甚至跌破物业原值或建造成本，其跌幅触目惊心，房地产泡沫完全破灭。

②伴随房价的大幅下跌，房地产交易量进一步减少，空置率居高不下成为市场的普遍现象。

③在价格暴跌和交易数量萎缩的双重打击下，房地产泡沫破灭，房地产纠纷大量出现，房地产商破产现象更为普遍，由此慢慢达到波谷位置。

④在房地产业总体水平加剧下滑之后，特别是房地产泡沫成分被挤出后，由于受到房地产开发成本以及房地产正常需求水平的双重支持，房地产市场从急剧下降转变为波动相对平稳的阶段。同时政府也逐渐减少对房地产的限制性政策干预，部分放宽对房地产投资、交易等方面的限制，以期待房地产市场有所稳定或回升。

二、地产价格波动与银行体系稳定性之间的相互作用

房地产业是资金密集型产业，房地产开发所需资金主要由金融机构提供，金融支持过度会导致房地产进入持续的繁荣期，甚至出现价格泡沫。本部分选题正是立足于此背景，以金融支持过度为视角，对房地产泡沫进行全方位研究。

金融业与房地产业同属国民经济中的重要产业，两者具有十分紧密的相互联系。一方面，房地产经济运行需要金融业的大力支持，对金融具有很强依赖性。由于房地产对金融业较其他产业更具有依赖性，使得房地产波动在相当程度上受制于金融波动特别是货币波动，另一方面，随着金融业改革深化和金融创新不断推进，金融业对价值含量高、位置固定性和产品使用长期性以及兼具投资和消费双重性的房地产业的依赖性也日渐显现，房地产业不但成为银行吸纳更大资金量和筹集信贷资金的重要源泉，而且房地产业还是银行进一步优化资产负债结构的必要工具，有助于促进以银行为中心的金融业保障其资金运作的安全性、流通性和受益性。

作为外部因素对房地产经济运行产生波动影响的金融政策，主要是通过货币供应变动和利率变动等方式，对房地产经济运行过程形成外部干扰。一般来说，由于房地产所需投资额巨大，房地产企业投资开发活动在相当程度上是一种融资过程，因此金融政策的调整和变动对房地产经济运行的影响比其他产业更为明显。

在经济周期理论中，不论是早期的纯货币经济周期学派、货币投资过度经济周期学派还是以反凯恩斯主义自居的货币主义学派、理性预期学派，尽管在具体理论分析上有所区别，但都把经济周期看成是一种货币过程。同样，凯恩斯主义的经济周期理论也十分强调货币政策对宏观经济波动的意义。总之，正如卢卡斯在其建立的货币经济周期模型中强调的那样，货币对产量和其他经济变量具有极其重要的影响，货币因素是经济波动的初始根源，货币供给的冲击引起经济波动。

作为以偿还和付息为条件并体现一定债券关系的信贷行为，信用是调剂社会资金盈余和不足的一种方式，而信用规模是这种社会资金调剂方式的相对数量与绝对数量。由于受整个社会信用创造体系的金融制度、社会经济总体状况等条件的限制，特别是与货币供应量、银行存款与贷款金额等密切相关，因而一定时期的社会信用规模在不同产业之间的分布，主要受产业本身的发展前景、收益状况等因素影响。对房地产业而言，由于所需资金投入规模较大，仅靠自有资金难以完成产业循环。因此，信贷规模和信贷结构直接影响着房地产业的发展速度。对房地产经济运行过程来说，以货币供给量变动形成的货币政策冲击，可以用一个简明的模型来进行说明。当整体的经济体系处于均衡时，各种市场超额需求的总和为零，货币市场的超额供给最终将反映到产品市场、股票市场、房地产市场和其他市场上，使这些市场产生超额需求，从而推动各个市场价格上涨、产量也相应出现波动。

货币量的增减还会对金融市场供求、利息率和收益率等指标产生影响，在这些指标波动的影响下反过来又进一步导致货币支出量或需求量变化，并进而扩展到包括房地产经济在内

的宏观经济各个领域，结果引发房地产经济及宏观经济的波动。利率变动作为外部因素对资金投入巨大的房地产经济运行的影响也十分明显，由此对房地产业的发展产生较强的调节作用。一般来说，长期利率反映了社会的投资利润率，同时也反映了房地产投资的机会成本水平。如果长期利率越高(低)，表明房地产投资的机会成本越大(小)，因而房地产投资会受到抑制(刺激);利率水平的变动，会直接影响到房地产的投资成本、投资收益。这不但会调节房地产投资主体的投资行为与投资规模，而且还会决定社会资本是否流入或流出房地产投资领域，从而影响着房地产业的发展状态。

(一) 银行信贷影响房地产发展所需资金的可得性

房地产市场和银行信贷之间具有天然的联系。一方面，房地产市场的发展离不开银行信贷的支持。房地产是资金密集型产业，无论是土地的征购、住房的开发与建筑，还是建筑完工后的销售，都离不开大量资金的支持，而房地产开发商或购房者的自有资金远不及开发一个项目或购买一套稍大住宅所需的全部资金。因此，房地产的供给和需求都离不开金融，如果房地产供求者因缺乏资金而出现资金链断裂，那么势必造成房地产市场发展受阻。

1. 房地产建设过分依赖金融支持导致房价上升

为了考察房地产建设过分依赖金融支持导致房价上升的机理，我们构建模型，并将模型分成两种情况进行对比说明。

第一种情况假设房地产需求者和房地产开发商不从银行或其他金融机构获取金融支持，仅仅依靠自有资金购房和投资。第二种情形假设房地产需求者和房地产开发商均可以从银行贷款扩大当前需求和供给，这可以进一步细分成有投资投机者的情形和没有投资投机者的情形。

当房地产需求者和开发商仅用自有资金时房地产市场的均衡价格时：

(1) 房地产需求者的购房决策。房地产需求者仅用其可支配收入 Y 进行消费，这当中一部分收入用来购买房地产，设 P 为房地产价格， Q 为购买房地产的数量，则房地产消费总额为 PQ 。另一部分用于其他商品的消费，我们将其简化为一种产品，价格为标准单位，消费的数量为 N 。房地产需求者的效用水平主要与消费物用函数为柯布一道格拉斯效用函数形式 $u(Q, N) = Q^\rho N^{1-\rho}$ 。由于偏好不因为效用函数的单调变换而改变，我们可以对上述表达式取对数： $\ln u(Q, N) = \rho \ln Q + (1 - \rho) \ln N$ 。房地产需求者在可支配收入约束下选择消费数量以最大化自身效用水平，其面临问题可表示成：

$$\max \ln u(Q, N) = \rho \ln Q + (1 - \rho) \ln N \quad s.t. \quad PQ + N = Y$$

求上式一阶条件，可得： $PQ = \rho Y$

(2) 房地产开发商的投资决策。房地产开发商仅依靠自有资金投资开发房地产，其投资额用 I 代表，开发商收入主要为出售房地产产品所得，承担的成本主要有建房成本和自有资金的机会成本。设社会平均利润率 r ，这也是房地产开发商自有资金的机会成本。房地产开发商的建造成本随着规模的增加而增加，在规模量还没有达到一定水平时，规模经济效益比较明显。随着产量的逐步增加，边际成本在下降，但是当超出一定水平后，管理成本等一系列成本急剧增加，边际成本又呈上升趋势。因此，我们用开口向上的一元二次方程形式将

建造成本表示成单位成本 c 和房地产数量的函数 $C = c(Q^2 - mQ + n)$ ， $m > 0$ ， $n > \frac{m^2}{4}$ 。

房地产开发商决定提供产品的数量来最大化其利润，表示成下式：

$$\max \pi = PQ - c(Q^2 - mQ + n) - Ir \quad s.t. \quad c(Q^2 - mQ + n) = I$$

由于开发商占据市场主导地位，所以房地产产品数量主要由开发商来决定，对上式求一阶条件可得： $\partial \pi / \partial Q = P - 2cQ + cm - 2rcQ + rcm = 0$

$$\text{将两式联立，得到：} \frac{P^2}{2c(1+r)} + \frac{m}{2}P - \rho Y = 0$$

$$P^* = c(1+r) \left(-\frac{m}{2} + \sqrt{\frac{m^2}{4} + \frac{2\rho Y}{c(1+r)}} \right)$$

另一个负的解舍去，这个得到价格即为房地产开发商和需求者均只用自有资金时市场均衡价格。

当房地产开发商和需求者可以从金融市场借贷时房地产市场均衡价格时：

①房地产需求者可以借贷时的购房决策。可支配收入有限的房地产需求者可以通过向金融机构借贷的形式购买房地产来满足自身需求。设房地产需求者的借贷金额 $L = \phi PQ$ 。出于风险防范角度的考虑，银行需要购房者以房产作为抵押物而且不会全额发放，因此，有 $0 < \phi < 1$ 。这个时候，需求者的可支配收入扣除其他商品的消费外主要用于购房首期付款和贷款利息， $N + (1 - \phi)PQ + r_b L = Y$

r_b 为银行贷款利率。需求者通过借贷购房来获得效用最大化：

$$\max \ln(Q, P) = \rho \ln Q + (1 - \rho) \ln N \quad s.t. \quad N + (1 - \phi)PQ + r_b L = Y$$

求上式一阶条件，可得： $(1 - \phi + \phi r)PQ = \rho Y$ 。由此可知，由于可以从银行借贷，需求者用于房地产方面的支出增加

②房地产开发商可以借贷时的投资决策。由于可以从金融市场借入资金，房地产开发商将不受制于自有资金而从事更大规模的房地产开发以满足庞大的市场需求。假设房地产商从银行借贷用于项目开发的资金占总投资的比例为 λ ， $0 < \lambda < 1$ ，房地产开发商自有资金 I 所占比例则为 $1 - \lambda$ ，总的开发投资额为 $\frac{I}{1 - \lambda}$ ，银行贷款为 $\frac{\lambda I}{1 - \lambda}$ 。房地产开发商建造成本和开

发产品数量之间的关系还是用开口向上的一元二次方程形式表示 $C = c(Q^2 - mQ + n)$

各个变量的含义同上。房地产开发商对自有资金和银行贷款要求的回报率是不一样的，自有资金的回报率还是等同于一般投资回报率，但银行贷款部分的回报率要高于一般投资回报率，将这个回报率设为 r_l 。开发商通过选择提供产品的数量来获取更多的利润，这可以表示成以下形式：

$$\max \pi = PQ - c(Q^2 - mQ + n) - Ir - \frac{\lambda I}{1 - \lambda} r_l \quad s.t. \quad c(Q^2 - mQ + n) = \frac{I}{1 - \lambda}$$

房地产开发数量和价格主要由占据主导地位的开发商来决定，对上式求一阶条件，得到：

$$\partial\pi/\partial Q = P - 2cQ + cm - 2cr(1-\lambda)Q + cmr(1-\lambda) - 2\lambda r_l cQ + \lambda cmr_l = 0$$

$$P = 2cQ(1+2r-2r\lambda+2\lambda r_l) - cm(1+r-r\lambda+\lambda r_l)$$

将两式联立，得到

$$(1-\phi+\phi r_b)P^2 + (1-\phi+\phi r_b)cm(1+r-r\lambda+\lambda r_l)P - 2\rho c(1+2r-2r\lambda+2\lambda r_l)Y = 0$$

$$P^* = -\frac{cm(1+r-r\lambda+\lambda r_l)}{2} + \sqrt{\frac{c^2m^2(1+r-r\lambda+\lambda r_l)^2}{4} + \frac{2\rho c(1+2r-2r\lambda+2\lambda r_l)Y}{(1-\phi+\phi r_b)}}$$

比较仅用自有资金时和可借贷时两种情形下的均衡价格，由于 $r_l > r$ ，虽然，第一项上，

$$-\frac{cm(1+r-r\lambda+\lambda r_l)}{2} < -\frac{cm(1+r)}{2}$$

，但是 $\phi < 1$ ，而且 Y 在数量级上要高于 c ，两种情形

下均衡价格的第二项存在很大差别，有：

$$\sqrt{\frac{c^2m^2(1+r-r\lambda+\lambda r_l)^2}{4} + \frac{2\rho c(1+2r-2r\lambda+2\lambda r_l)Y}{(1-\phi+\phi r_b)}} > c(1+r)\sqrt{\frac{m^2}{4} + \frac{2\rho Y}{c(1+r)}} \text{ 且}$$

有下式成立：

$$\sqrt{\frac{c^2m^2(1+r-r\lambda+\lambda r_l)^2}{4} + \frac{2\rho c(1+2r-2r\lambda+2\lambda r_l)Y}{(1-\phi+\phi r_b)}} - c(1+r)\sqrt{\frac{m^2}{4} + \frac{2\rho Y}{c(1+r)}} > \frac{cm\lambda(r_l-r)}{2}$$

这样，仅用自有资金时的均衡价格就小于可以向银行借贷时的均衡价格。上述论证过程表明，在房地产开发商占主导地位的市场上，金融支持将会把市场均衡价格推高。

2. 存在投资投机行为时的房地产市场均衡价格

不动产投资和金融投资是最为重要的两种投资形式，其中不动产因为其资产特性而更具抗跌性，因此也更受投资者偏爱。现有的研究发现，在诸如日本、香港等东亚经济体内的投资者非常偏好不动产投资。我国投资者也具有东亚经济体投资者的共性，对房地产投资同样偏好。特别是在我国金融市场不发达、投资品种稀缺的环境下，经济主体投资房地产的意愿更为强烈，表现在我国房地产市场就是投资投机的现象非常普遍。

房地产市场上的投资投机行为首先表现在需求者身上，相当一部分需求者购买房地产并不是为了满足居住使用等基本需求，而是希望通过购买房地产在未来以更高价格出售赚取利润。怀有这样的动机，众多投资投机者进入房地产市场。由于自有资金的不足和预期中房地产巨大升值空间的吸引，房地产投资投机者从金融机构大量借款购买房地产。由于客观条件和金融机构管理程序上的不足，投资投机者的购买房地产的杠杆比例很高，也就是借贷金额占总购房款的比例 ϕ_h 要高于正常的从银行借贷购房情形。根据前面推导的一阶条件，有：

$$(1-\phi+\phi r_b)PQ = \rho Y$$

除了需求者外，房地产开发商也存在大量的投机行为。由于管理不善，我国开发商群体中鱼龙混杂，甚至不少开发商是皮包公司，注册资本金和自有资金仅存于帐面。在进行实际房地产开发时，投资严重依赖于从金融市场借款。这样，房地产项目总投资中借款所占比例

λ_h 要高于一般情形下的 λ 。根据前面的推导, 有:

$$P = 2cQ(1 + 2r - 2r\lambda_h + 2\lambda_h r_l) - cm(1 + r - r\lambda_h + \lambda_h r_l)$$

两式联立, 解得房地产市场存在大量投资投机行为时的均衡价格:

$$P^* = -\frac{cm(1 + r - r\lambda_h + \lambda_h r_l)}{2} + \sqrt{\frac{c^2 m^2 (1 + r - r\lambda_h + \lambda_h r_l)^2}{4} + \frac{2\rho c(1 + 2r - 2r\lambda_h + 2\lambda_h r_l)Y}{(1 - \phi_h + \phi_h r_b)}}$$

比较存在投资投机情形和正常借贷情形下房地产市场均衡价格的大小。由于两者的一般函数表达形式相同, 差别只是在 λ 和 ϕ 的具体取值上, 所以, 只需求关于这两个变量的偏导即可。市场均衡价格函数对 λ 求一阶偏导得到:

$$\frac{\partial P^*}{\partial \lambda} = -\frac{cm(r_l - r)}{2} + \frac{\frac{1}{2}c^2 m^2 (r_l - r)^2 \lambda + \frac{4\rho c Y (r_l - r)}{1 - \phi + \phi r_b}}{\sqrt{\frac{c^2 m^2 (1 + r - r\lambda + \lambda r_l)^2}{4} + \frac{2\rho c(1 + 2r - 2r\lambda + 2\lambda r_l)Y}{(1 - \phi + \phi r_b)}}}$$

ϕ 取值越大, 市场均衡价格越高。

结论: 由于投资投机行为大量存在时, λ 和 ϕ 的取值水平都比较高, 这样市场均衡价格要高于正常的向银行借贷情形。金融过度支持将房地产价格进一步推高, 市场走向非理性繁荣。

另一方面, 从资金的供给者—银行的角度来看, 房地产贷款也不失为一个低风险、高收益的业务领域。首先, 这是由房地产本身的性质所决定的。房地产贷款较其它贷款项目有着抵押物的价值含量大、位置固定性强和使用周期长等特点, 虽然抵押物的质量可能参差不齐, 但从贷款供求双方的信息优势来看, 房地产开发商对自身所开发楼盘的真实价值有着更为充分的信息, 在房地产异质性较强的特性下, 银行评估抵押物质量的信息搜寻成本较大, 无法详细考察每一处抵押品的价值, 容易在房地产行业繁荣的宏观形势下, 把各类质量不一的房地产贷款抵押物统一归为优质资产, 因而容易导致银行把资金过度集中于房地产行业; 其次, 这是由国内房地产发展阶段决定的。国内的房地产业与国外相比起步较晚, 尚未经历过一轮完整的周期波动, 没有经历过由房地产泡沫破灭引发的全国性金融危机, 在这种情况下, 国内商业银行很容易被房地产市场欣欣向荣的景象所麻痹, 把房地产贷款当作风险最低、收益最为稳定的优质资产, 从而加大对房地产贷款的供给; 第三, 银行自身所拥有的房地产在房地产繁荣阶段其资产价值上升, 推动银行资本的经济价值上升, 加强银行对房地产贷款的认可, 使得银行愿意持有更多的房地产贷款; 第四, 我国房地产市场的一个很重要的特点是政府干预比较严重, 在以经济指标为主的考核体系下, 地方政府对经济增长有着强烈的偏好, 而发展房地产能帮助地方政府在短期内提高政绩, 因此, 地方政府必然向当地银行施压, 鼓励其把大量贷款投入到房地产业, 而在当前的政治经济结构下, 商业银行大多会顺从本地政府的意愿; 第五, 我国产业发展不平衡, 制造业受到的约束较多, 在逐利动机的驱动下, 行资本自然容易从制造业流向房地产业。近年来, 随着国际上大宗商品价格波动幅度的增大、人民币升值以及新《劳动合同法》的出台, 制造业企业的利润率逐年下滑, 发展不景气, 导致银行从过冷的制造业企业大量抽回资金, 打给过热的房地产业从事基础建设。

以上这几个因素使得银行信贷大量流入房地产市场, 房地产开发投资在国民生产总值中所占的比重越来越高。1998 年以来, 我国房地产开发投资所占国民生产总值的比重节节攀高。银行对房地产行业贷款的强烈意愿使得房地产商得以用自身有限的资金撬动整个开发项目, 购房者也能在缴交低比率的首付后购得房子, 房地产市场获得了充足的流动性。离开了

银行的资金支持，房地产业难以发展；但是，银行信贷支持过度又容易导致房地产价格进入持续的繁荣期。在消费心理等因素的影响下，这一过程可能导致抢购房地产商品的行为，推动货币转化为房地产实物商品的替换进程。随着房地产需求持续上涨，在短期房地产供给刚性的影响下，房地产价格不断上涨，交易不断增加，结果推动房地产市场进入扩张期。由于价格上升导致货币贬值，在房地产保值升值效应带动下，结果会加快房地产经济进入日益严重的泡沫阶段。

（二）银行利率影响房地产供求双方的成本高低

随着利率自由化进程的不断推进，房贷利率的上下限逐步放宽，各家银行可以通过对利率的调节来调整对房地产信贷的供给，同时，银行信贷的扩张收缩也会反过来对利率产生影响。利率变动作为外部因素对资金投入巨大的房地产经济运行有着重要的影响。一般来说，由于长期利率反映了社会的投资利润率，也就反映了房地产投资的机会成本水平，长期利率越高，表明房地产投资的机会成本越大，房地产投资就越可能受到抑制。利率水平的波动，会直接影响到房地产的投资成本、投资收益，这不但会调节房地产投资主体的投资行为与投资规模，而且还会决定社会资本是否流入或流出房地产投资领域，从而影响着房地产业的发展状态。因此利率会对房地产业的发展产生较强的调节作用。需要注意的是，在资金自由流动的环境下，当一国实施宽松的货币政策，市场上的资金供给量较充裕、利率较低时，根据汇率决定的利率平价理论，该国的资金会流到其它利率较高的地区，从而减少了该国市场上的资金供给，房地产市场可得的资金量自然也会相应减少。

所以，银行利率对房地产市场的影响有相反的两个效果：利率较低时，房地产投资的成本下降，刺激该国房地产业发展；但较低的利率又会导致本国资本的流出，降低该国房地产市场上资金的流动性，抑制该国房地产业的发展。所以，利率对房地产的影响要综合考虑这两方面的效果。

（三）银行影响房地产供求双方的心理预期

英国古典经济学家阿·马歇尔把萧条遍及大部分经济领域的根源归于“信心的动摇”，可见预期的重要性。预期是人们参与经济活动时对未来状况的一种判断，是一种复杂的金融活动，预期可以使未来的资产价格发生变化。人们一般都是通过充分利用所有可获得的信息来形成他们的预期。但是，信息的获得需要信息搜寻费用。信息越充分，做出的预期就越合理，就越有可能获得收益；但是，若要获得越多的信息，所需的信息搜寻费用也越高。所以，人们总是在信息的充分性和预期的准确性之间寻找一个平衡点，以使总收益最高。正是因为信息的重要性和获取信息的交易成本的存在，当行为决策人或者因为信息不对称，或者因为缺乏信息识别的专门知识而产生对行为后果不确定性的认识时，往往需要对周围人的行为进行判断以提取信息，并采取类似的行为。凯恩斯在《通论》中所列举的“选美”比喻形象地说明了人们的“从众心理”：每个人都不选他自己认为最美的，而是选择他认为别人认为是最美的。在现代社会，这种获取信息的“搭便车”现象表现得更加明显。前面章节通过对我国房地产市场的泡沫状况进行检测，也证明了我国房地产市场上时尚的、从众的心理存在，周围环境的投机氛围对房地产投资者的行为将产生很大影响。

作为我国金融体系的核心，银行行为在影响公众预期、助长从众行为方面起了重要的作用。第一，我国房地产市场存在着严重的信息不对称，没有好的机构、好的组织向社会、民众提供房地产市场真实可靠的信息。在这种情况下，作为与公众生活联系最为密切的金融中介——商业银行自然成为公众获取信息的一个主要来源。同时，商业银行、尤其是大型股份制商业银行的规模优势也使得公众对其保持着充分的信任，当商业银行的开发投资贷款和住宅抵押贷款源源不断地涌向房地产市场时，尚未加入房地产业的观望者会将这一银行行为看作房地产繁荣的信号，并产生房价将持续上涨的预期，从而打消对房地产市场怀疑的念头，纷纷加入房地产投资行列；第二，在房地产上升阶段，各银行为了加强自身的竞争力，还会推

出一系列的优惠房贷政策，这些政策在增强信贷可得性的同时，也将银行对房地产行业的乐观情绪迅速蔓延到整个市场，坚定了大众对房地产只涨不跌的信念；第三，银行是政府房地产政策的执行者，其行为向民众传递着政府的房地产宏观调控政策，影响着民众对中央政府相关政策的理解。由此可见，在房地产上升期间，商业银行的行为通过影响投资者的预期，诱使那些持有资金的人们进行房地产投机，加剧了市场的狂热情绪，这种“羊群效应”会使房产价格大幅上升，加速了房地产泡沫的生成。

三、房地产泡沫破灭对银行稳定性的影响

银行通过对信贷额度的调整、对利率幅度的调整等行为来影响房地产市场，从而可能引发房地产泡沫；而另一方面，房地产泡沫的破灭又会反过来给银行带来巨大风险。

（一）流动性风险

流动性风险是由于银行缺乏足够的现金和随时能转换为现金的其它资产，以致不能清偿到期债务、满足客户提取存款要求的风险。在房地产贷款业务方面，国内商业银行存在着较为严重的存贷款期限不匹配。通常，个人住房抵押贷款长达至 20 年，而银行吸收的存款大多为 2 至 5 年，对抵押贷款发放银行来说，信贷资产收回的周期跨度很大，用大量的短期存款进行房地产业的中长期贷款，给银行信贷资金的稳健运行埋下了隐患。

近些年，我国金融机构中长期类贷款不仅在绝对数上超过了定期存款，而且，中长期贷款占贷款总额的比重与定期存款占储蓄存款总额比重之间的差距，在近几年也不断地缩小。出现这一现象，固然有商业银行风险管理水平提高，能够进行更为激进的经营策略的因素，但是，这种资产负债期限不匹配的状况，也隐含着一定的风险。

一旦泡沫进裂，房地产价格急转直下，这就可能产生两个效应：第一，银行的抵押物价值迅速下降，这会使银行产生严重的惜贷情绪，紧缩对房地产的信贷供给，银行将对贷款人的资本金要求更高，对贷款的抵押品要求更严格，这种反签遵房地产泡沫和银行体系稳定性关系的定性分析反馈效应会在短期内迅速降低房地产需求，加剧房地产市场上的供求矛盾，从而导致房地产价格进一步下降；第二，危机期间，整体经济趋于收缩，债务人为了偿还债务，需要出售资产，这有两个后果：一方面，解困出售增加了市场上该资产的供给，降低了该资产价值，增加了债务人的实际负债，从而需要进一步出售资产，形成恶性循环；另一方面，在解困出售中，债务人不断遭受损失，减少了总支出，从而恶化了经济。

所以，不论是从直接或间接途径来看，在房地产泡沫破灭时，一方面抵押物价值锐减，银行内部出现大量坏帐，另一方面又要偿还大量短期债务，一旦资金周转不畅，将会增加银行流动性风险的程度，进而引发偿付危机，出现严重的挤兑现象。

（二）信用风险

信用风险又称违约风险，是指由于借款人违约，不能偿还、不愿偿还或延期偿还债务本息，而给银行带来损失的可能性。由于银行和贷款者之间存在着信息不对称，使得贷款者可以将投资的风险转嫁给银行：当资产回报较高时，贷款者可以获得剩余，而银行仅获得合同约定的回报；而当贷款者获得较低的收益，他们不必承担损失，而可将损失转嫁给银行。也就是说，由于存在信息不对称，并考虑到风险资产的固定供给，贷款者会在风险资产价格上下赌注，大量资金会流向高风险的投机市场，这就容易导致在泡沫破灭时，银行在市场繁荣时期所贷出的款项很可能无法收回，产生信用风险。

具体到我国房地产市场，商业银行主要面临着两方面与此相关的信用风险。

一是房地产开发商的信用风险。开发商的信用风险主要表现在：在达不到国家规定的“四证”齐全的条件下，以流动资金贷款提取开发贷款，将短期贷款转化为中长期贷款；高估房地产项目价值，无形中抵消掉银行对于抵押比例的限制；为了获取继续开发建设项目的资金，提前启动银行按揭贷款程序；为了解决资金周转问题，用个人住房贷款来充当继续建设的资

金，例如，近年来“假按揭”案件频频发生。由此我们可以看出，房地产开发企业很可能通过各种手段用银行短贷充长贷、长贷还短贷，从而获取继续开发建设项目的贷款。在项目开发的每一步中，都有大量的银行资金直接或者间接流入，而这些贷款却并没有坚实的抵押物、现金流做支持。在这种连环式的贷款模式下，只要土地、商品房等有一个价值下跌，就会造成开发商资金链断裂，从而放大开发商的违约风险。“四证”分别指的是：《国有土地使用证》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》和《建设工程施工许可证》。

二是个人按揭贷款的信贷风险。个人信贷风险是指借款人由于家庭、工作、收入、健康等因素的变化，不能按期或无力偿还银行贷款，从而给银行利益带来损失的风险。按照中国人民银行《个人住房贷款管理办法》的规定，个人住房贷款的还款期限最长可达30年，这就决定了个人住房贷款具有长期性、分期偿还性和不确定因素多等特点；而且，我国个人征信系统尚未完全建立，商业银行也难以对贷款人的贷款行为和资信情况进行充分严格的调查监控，这些都为个人信用风险的产生和扩大埋下了隐患。

（三）抵押物法律风险

抵押物是银行防范信贷资产风险的最后一道防线，当贷款人违约、银行不得不靠出售抵押品来弥补损失时，银行可能不能够按照抵押品的实际价值来出售，由此形成抵押物风险。根据过去危机的经历，抵押贷款成数在银行问题的形成过程中起了核心作用：如果这一比率相当低的话，客户违约之后银行在处理抵押品时受到损失的可能性就小；如果这一比率很高，即使资产价格只是较小的下降也可能使银行遭受较大的损失。银行在客户违约时成本的大小等于贷款数量与抵押品资产价值的差。

由于我国相关的抵押法律制度不完善，银行对抵押物的处理存在着较大的难度，这主要表现在：其一，2004年10月，最高人民法院颁布了《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》，其中，第六条规定“对被执行人及其所扶养家庭所必需的居住房屋，人民法院可以查封，但不得拍卖，变卖或者抵债”。这一司法解释是为了保护公民的最低居住条件。但是，由于司法解释中对“生活必需住房”界定的模糊，增加了贷款人在还款过程中恶意拖欠的可能，借款银行即使遇到贷款人违约，也不能将其逐出家门置于无家可归的境地，该司法解释事实上剥夺和取消了债权人变卖债务人财产的权利；其二，我国的拍卖、折价处理程序不健全，缺乏应有的法律作保障；其三，如遇协议不成要向法院提起诉讼时，贷款人实际上已拖欠款额达6个月，再加上诉讼后3个月的公告期，法院还未裁决时间已过了9个月，这时已经造成了银行的损失；最后，即使拍卖或诉讼成功，银行也要主要承担由此带来的诉讼费、执行费、房屋评估费、拍卖费、过户费，以及房产交易税、增值税和印花税等税费支出。

（四）系统性风险

房地产价格下降除了可能对银行的资产负债表和借款还款能力产生直接影响外，还可能通过对宏观经济和金融环境的损害作用来间接引起银行系统稳定性的减弱。

房地产泡沫破灭后，地产价值下降将拖累整个经济下滑，由于经济停滞、工人失业、工资收入降低等原因，原来在经济稳定时可以正常还贷的家庭，由于各种原因会出现拖欠现象；而且在浮动利率制下，由经济不景气导致的利率升高，会愈发加重居民房贷的负担，也可能引发断供现象。

另外，房地产价格的急剧下降还可能通过对银行附属机构或子公司的影响进而间接影响银行的稳定性。这些附属机构或子公司通常要依赖它们的母银行来为其提供流动性支持，一旦这些附属机构或子公司过多地参与到资本市场或相关衍生金融市场，这些市场的价格波动就很可能引起银行附属机构或子公司的流动性危机，进而向母银行提出新的资金要求。在银行没有健全的内控系统的情况下，这种附属机构的风险就可能最终影响到银行体系的稳定性。

四、政策建议

次贷新风暴让我们再次领略到其凸显出来的现代金融风险的本质、影响及其所应采取全新风险控制对策的重要性。目前全球经济和中国经济正面临一个深刻的调整周期，我们面临的将是更持久的金融风险考验，因此必须未雨绸缪，在牢牢控制本国金融命脉的前提下，通过透明完善的制度安排确保国家金融房地产体系安全。

（一）力求房地产与金融“双稳”，维护国家经济金融安全

房市动荡与金融动荡形成相互强化的恶性循环，房地产与金融一定要“双稳”，才能维护经济稳定的全局。

1. 必须关注中国式次贷的隐忧

房地产贷款是我国银行的重要资产之一，其贷款质量将对银行业的盈利和风险状况产生深刻影响。尽管我国当前并没有典型的住房次级贷款市场，但中国住房按揭贷款风险并不低：我国房地产贷款增长快、规模大；房地产信贷中也存在着一些“假按揭贷款”、“自我证明贷款”和“零首付贷款”；住房贷款证券化已开闸试航，一些创新类信贷产品如“加按揭”、“转按揭”、“循环贷”、“气球贷”和房屋“净值”贷款等不断面市。

此外，我国住房发展处于高速发展时期，80%左右的土地购置和房地产开发资金，是直接或者间接地来自银行贷款，而个人通过按揭贷款买房的人，占全部购房总数的比例高达90%，这意味着房地产市场的绝大部分风险系在金融机构身上。如果以7月底人民币贷款余额29万多亿元，住房作为抵押物的贷款所占比重为50%估算，那么就有14万亿元以上的贷款处于房价下降的风险中。我国个人住房按揭贷款以及房地产金融市场面临的风险不可小视，必须警惕由此引发的金融资产质量风险，建立应急机制，对存在的结构性问题防微杜渐。

2. 必须关注房地产价格风险

国家统计局8月份国房景气指数显示，101.78点的指数环比同比去年回落2.70点。这已是国房景气指数环比第9个月下滑，之所以出现下滑趋势是因为：个人住房抵押贷款有其独特的特点，其抵押品的价值与贷款发放量一定程度上存在正相关关系。自去年第四季度信贷收缩以来，金融政策的“垂直打击”使得地产商举步维艰，面临资金困局，这是行业景气度下降的主要因素，而同时，房地产市场因之前涨幅过度，透支了行业景气度，故导致在资金困窘的情况下市场销售也开始出现“价量齐跌”的局面。因此，必须进一步密切关注房地产市场走势，防止房地产市场大幅震荡，重视保护住房信贷市场个体消费者的利益是保障房地产市场需求，防止市场进入恶性循环的重要措施。

（二）标本兼治，构建科学合理的中国房地产金融体系和住房消费模式

短期来看，要科学评估和防范房地产市场对金融体系产生的潜在风险。深入调查研究房地产行业资金链、交易量和开发投资方面的情况，密切关注并及时分析房地产市场走势，稳定和调整调控政策，合理引导住房消费预期。

由于我国房地产融资渠道单一，房地产金融风险集中在商业银行体系是一个不争的事实，从促进房地产业长期稳定发展、持续促进国民经济增长的角度出发，必须认真探讨降低和分散房地产金融风险的制度、手段和措施。改进的办法就是加速房地产金融创新的进程。大力发展多元化的房地产金融市场，形成具有多种金融资产和金融工具的房地产二级市场，以分散银行信贷风险。在成熟的房地产金融市场上，房地产开发和经营的融资不仅有债权和股权融资两种基本形式，而且在债权和股权融资一级市场以外，存在着发达的证券化二级市场。在这个二级市场上，各种金融创新产生了层出不穷的房地产金融工具，包括投资基金、信托证券、指数化证券等。正是通过各种投资者在房地产金融市场上对证券化金融资产的自主购买，二级市场把本来集中于房地产信贷机构的市场风险和信用风险有效地分散于整个金融市场的投资者。因此，要完善房地产金融，增加房地产融资渠道。

中长期来看，要在房地产政策与住房政策之间把握平衡，积极推进政策性金融。房地产政策是经济政策，主要着眼于市场效率；住房政策则是社会公共政策，更注重社会福利和社会公平，要保障国民基本的住房需求。

因此从防范房地产泡沫的角度出发，我国必须对土地金融、商业房产金融、住宅金融统筹考虑，建立住房政策性金融和商业性金融相结合的体制，国家现在可以考虑建立政策性的住房金融机构。所以，我国特别需要政策性的住房金融机构，通过政策性金融弥补金融市场外的市场失灵和金融市场固有的不完备性。日本有住宅金融公库，新加坡有中央公积金局，德国有住房储蓄银行，美国有两“房”（尽管两“房”由于盲目膨胀和疏于监管而出现重大危机，但是其推动公共住房福利和房屋自有率的经验还是值得借鉴的）。虽然我国仿效新加坡实行了住房公积金制度，但目前存在的问题还不少，今后要改革住房公积金制度，综合运用财政政策、金融政策、住房政策鼓励住房储蓄，设立专业的住房金融机构，适度发展购房保障。

（三）建立有效的金融风险监管框架，推进金融体系的结构性变革

防范危机最好的办法是加强危机管理，完善金融体制建设和金融监管改革，及早地主动地进行调整。在远近结合、标本兼治的原则指导下，建立涵盖制度监管、市场监管、全程监管、协同监管等形式的监管框架，承担维持金融稳定的重任。

国家金融监管的框架目标是致力于建立符合现代金融风险特征的金融监管结构、提供监管的系统性、科学性和有效性。随着市场发展变化，金融监管的不断调整和市场规则的不断完善将成为一种常态。监管体系有必要从过去强调针对机构进行监管的模式向功能监管模式过渡，即对各类金融机构的同类型的业务进行统一监管和统一标准的监管，以减少监管盲区，提高监管效率。同时监管者在事前的监管中，应当对创新产品有更深入的研究，并在此基础上形成有效的产品风险评估，尤其是对可能引起系统风险性的产品，应当将其相应的监管环节前移，深入分析评估金融产品可能给监管体系带来的隐患。

（四）信用为本，完善国家征信体系建设，从根本上化解金融风险

信用危机是最大的经济危机。本质上讲，次贷风暴不断升级的根源凸显的是美国出现了整体性的信用垮塌。他律不如自律，必须尽快建立以个人信用为基础、企业信用为核心、政府信用为保障的国家征信体系，从源头上杜绝风险的滋生。

在个体信用层面，目前大型商业银行都归国家所有，使信贷变为个人和国家之间的信用关系，不仅容易导致呆坏账，还会将政府陷入一般信用关系中，加大监管成本。因此，中国应该规范和发展最基本的私人之间的产权和信用关系。

在企业层面，今后应该在金融体系的制度设计、政策制定、机制构建等方面将信用建设摆在首要位置上，加强企业内部治理和负债规模的控制机制，完善担保和抵押制度，建立严格的法律体系和惩戒机制，控制各个环节的道德风险。

在国家层面，当前混乱的国际金融市场形势下，仅仅依靠市场监管和内部严控也是不够的，应建立一个国家乃至全球信用档案，全球所有较大的信贷活动都应记录在案以便追踪风险。

（五）建立通货膨胀角度的房地产价格上涨预警体系

因为我国的房地产业发展时间短，相应的房地产评价指标体系尚不健全，所以笔者认为我国更应该建立多方面的全方位的房地产价格上涨预警体系，从多个角度对房地产价格上涨进行预警。房地产价格上涨预警可以分为两个层次，一是大众层次的房地产预警；二是政府或决策层房地产预警（也就是通货膨胀角度的房地产预警体系）。

1. 大众层房地产预警

房地产价格上涨虽然无法确切地进行定量的判断，但可以从一些现象观察出房地产市场出现过热或出现过度投机，从而有可能会产生房地产价格上涨。这些现象有：

(1) 房地产投资收益率。房地产投资收益率指广义收益率,即持有期房地产租金加上卖出房地产后的价差利润再除以房地产购入价。如果收益率过高,将会吸引更多投资(机)者加入,推波助澜,哄抬地价。

(2) 房地产转手率或成交额。房地产转手率可以通过房地产交易所监测,短期内转手率高,说明炒卖严重,存在过度投机。房地产交易额不正常地显著增大,说明房地产交易过于活跃,其中肯定存在不以房地产利用为目的的投资转手交易。

(3) 房地产投资情况。房地产价格产生价格上涨时,开发商收益将提高,这样会诱使开发过度,容易引发房地产价格上涨。

(4) 房地产开发商的施工进度。在房地产投机热中,投机者持有房地产并不是想真正使用,也不会投资开发,而是想待价而沽,因此如果有许多开发商持有土地后,迟迟不肯投资或施工进度特别缓慢,则可判定开发商有投机炒地炒楼花的动机。

2. 政府或决策层的房地产预警

此处的政府或决策层的房地产预警,即根据上文我们分析过的用房地产价格上涨引发通货膨胀的价格上涨率临界值与现实中用利率调整的 PER 测算出的现实价格上涨率进行比较的方法来判定现实的经济生活中房地产价格上涨是否存在以及其程度如何。

若引发通货膨胀的临界价格上涨率 \gg 现实中用利率调整的 PER 测算的现实价格上涨率,则证明现实中的房地产价格上涨不大,或者说根本不存在房地产价格上涨,这时只需要对房地产发展中存在的局部性问题进行微调即可;

若引发通货膨胀的临界价格上涨率 $>(或=)$ 现实中用利率调整的 PER 测算的现实价格上涨率,则说明现实中的房地产价格上涨很严重,有可能引发通货膨胀,需要马上采取措施对房地产价格上涨进行控制。

3. 动态的房地产预警体系

由于中国房地产发展的地区差异性和不平衡性,预警预报指标的 settings 和区间不可能相同,需要所在城市自己努力找出规律性,确定指标数目和量化区间。同时,房地产市场既然称之为市场,市场本身就是动态的,所以房地产市场也就是一个动态的市场。对动态的房地产市场进行监测,则这种监测也就要求具有动态性,能够反映最新的市场动态和金融动态。数据、指标的周期要尽可能的短,随着市场的完善,指标体系可以从最初的半年更换一次,缩短至一个季度、一个月进而至一个周,周期越短,预警效果越佳。

参考文献

- [1] Kuznet . Secular movements in production and prices. Houghton Mifflin CO.1930
- [2] Hoy.Albert Camus: The Nature of Political Rebellion .Western Political Science Association.1960(13).p572-580
- [3] Kindleberger. Financial Markets and Financial Crises . Southern Economic journal.1992(59).p127-129
- [4] Allen .Adjuvant Trends for the New Millennium. Weed Science Society of American. 2000(14).p765-772
- [5] Wachter. Evolutionary Demographic Models for Mortality Plateaus. National Academy of Sciences.1999(95).p10544-10547
- [6] 刘莅祥,廖晓燕.当前我国房地产金融风险及其防范[J];华东经济管理;2005年10期
- [7] 徐联初.透视与新解:积极应对房地产业快速发展中的金融风险——对湖北省房地产市场和金融发展的调查与思考[J];金融研究;2004年09期
- [8] 约翰 M·奎戈里,姜爱林,李强.房地产与亚洲金融危机研究[J];国土资源导刊;2007年01期
- [9] 王凌云.金融风险与房地产抵押评估[J];银行家;2005年12期
- [10] 中国人民银行松原市支行课题组.实证分析:房贷风险与金融生态[J];银行家;2005年12期
- [11] 刘春华,梁军.房地产贷款存在的问题及对策[J];农村金融与市场经济;1998年05期

- [12] 陈兴奎, 孙冰心. 房地产市场发展亟需规范与引导[J];济南金融;2003 年 04 期
- [13] 周冰. 构建和谐社会目标下的房地产市场[J];南方金融;2005 年 12 期
- [14] 周春晓, 梁世杰. 我国金融风险成因及防范[A];新世纪 新思考[C];1999 年
- [15] 谭峻. 影响房地产市场的主要因素[A];发展的信息技术对管理的挑战——99'管理科学学术会议专辑(下) [C];1999 年
- [16] 李坚. 信托行业金融风险的分析[A];全国青年管理科学与系统科学论文集第 5 卷[C];1999 年
- [17] 刘笃辉. 基层行社金融风险现状及化解策略[A];新世纪 新思考[C];1999 年
- [18] 康平东. 试论当前国有商业银行信用风险的成因及其防范措施[A];中国内部审计协会现代企业风险管理论文汇编(下册) [C];2005 年
- [19] 曹振良. 《房地产经济通论》, 北京大学出版社, 2003 年版
- [20] 曹振良, 高晓慧. 《中国房地产发展与管理研究》, 北京大学出版社 2002 年版

The Real Estate Business Cycle Stages

Fan Qiaoyan

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: Real estate bubble burst has a great influence on the financial stability, including liquidity risk, credit risk, legal risk of collateral and systemic risks. This article focuses on the real estate business cycle stages and performance to discuss financial support and the relationship between fluctuations in real estate, and also make some useful suggestions on how to make future national policy and the rational industrial development against the financial risk

Keywords: the real estate; bubble; business cycle stage; financial risk

收稿日期: 2011—02—23

作者简介: 范俏燕, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践