

# 基于微观视角的中国居民住房金融功能分析

吕晖蓉

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

**摘要:** 本文以我国住房价格持续上涨为背景, 基于住房的双重属性, 从住房消费的微观决策主体——家庭的角度, 分析居民住房消费与住房金融之间的关系, 提出住房金融的核心功能是帮助家庭管理住房消费的风险, 一定程度上深化和发展了金融与经济的关系理论。

**关键词:** 住房消费; 住房金融; 金融功能; 风险管理

## 引言

2009 年全国房价平均上涨 22.4%; 2010 年全国两会上, 高房价成为了众矢之的, 要求控制房价的声音最为响亮。可是大会闭幕的第二天, 北京诞生了三个新地王, 同时房价又有了新突破——四环以内期房均价突破 3 万元/平方米, 六环以外突破 1 万元/平方米。2010 年 4 月, 全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 12.8%, 其中新建住房销售价格同比全部上涨, 涨幅为 15.4%, 商品住房销售价格上涨 17.3%。2010 年 4 月 17 日, 国务院下发《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》(新国十条), 要求各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责, 坚决抑制不合理住房需求, 增加住房有效供给, 加快保障性安居工程建设以及加强市场监管。通知特别强调, 要严格限制各种名目的炒房和投机性购房, 房价过高地区可暂停发放购买第三套及以上住房贷款<sup>1</sup>, 对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴费证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。通知还要求加强对房地产开发企业购地和融资的监管。新国十条被看做是房市调控的又一个里程碑, 但是政策的效果仍然是不理想的。《中国房地产指数系统百城价格指数》报告, 2010 年 8 月, 全国 100 个城市住房平均价格为 8305 元/平方米, 近 6 成的城市房价出现环比上涨, 二三线城市是上涨主力军, 一线标志性城市也出现小幅上涨。

房价, 成了研究住房问题避不开的话题。然而探讨房价却是极具挑战性的, 因为决定房价的因素是如此之多, 而住房金融作为影响因素之一, 在其中发挥着重要作用。本文就是从住房消费与住房金融的关系出发, 分析在我国住房金融的角色到底是什么, 并提出改善思路。

## 一、概念界定

### 1. 住房消费

从消费的定义进行演绎, 住房消费是指消费者享受住房所提供的居住服务的过程。但是与一般商品不同的是, 住房的所有权和使用权是可以分离的。因此家庭享受居住服务有两种方式: 以拥有所有权的方式消费和以拥有使用权的方式消费。以所有权方式消费住房其实不是标准的经济学意义上的消费, 因为满足人们居住需求只需要住房的使用权, 人们拥有住房所有权是为了提供居住服务, 无论是向自己还是向别人提供, 都是“生产”居住服务的过程, 是投资行为。更准确地讲, 本文的住房消费, 应该是住房所有权消费。

改革开放以来, 住房已经逐渐成为我国家庭最主要的财富, 并对绝大多数家庭的消费行为发生着越来越重大的影响。因此本文将住房消费定义为对住房所有权的消费也更符合我国居民的消费习惯和消费现状。

### 2. 住房金融

各国学者都是基于本国住房金融发展的实际情况来界定住房金融的。一般的, 住房金融有广义和狭义之分, 狭义的住房金融主要是指与住房流通和消费相关的融资活动, 广义的住房金融是指与住房建设、流通、消费、维护等经济活动有关的资金融通活动。两者的区别主

<sup>1</sup> 2010 年 7 月, 银监会出台三套房贷款的限制政策。

要在于金融服务的对象不同，狭义的住房金融服务对象主要针对消费住房的主体，广义的住房金融将服务对象扩大到住房的生产主体。

本文的住房金融采用狭义的定义，即与居民住房消费相关的金融活动，包括融资的机构、形式、过程等内容。因为本文主要是以住房商品的特殊属性的认定为基础，从住房消费主体——家庭这个微观角度研究住房金融的功能。就本文研究的核心问题来看，以生产住房的主体为对象的融资活动与对其他生产者对象的融资活动没有明显的差别。

## 二、关于住房消费与住房金融的相关文献综述

### 1. 关于住房消费的属性

国外对住房消费的研究往往是将住房作为投资品来看待，实证结果表明住房的确具有明显的分散投资组合风险的作用，但是由于住房是缺乏流动性的投资品，从而影响了住房投资向最优路径的调整。同时，这些研究也强调对住房的投资不能忽视收入风险和流动性约束因素的影响。但是目前对这些影响的程度进行的实证检验结论还不一致，这从一个侧面说明仅仅将住房消费行为当作投资行为是不全面的，因为住房消费不仅对流动性约束敏感，也对收入及其波动敏感。

从整个房地产业的属性和房地产业与国民经济的关系进行的分析来看，国内的研究分为两种观点：一种是认为房地产业是国民经济的基础产业，提供生活、生产的基本物质前提；其产业链条长，行业相关度大，随着经济的发展，终将成为国民经济的支柱产业；房地产业对社会就业有积极的作用（李国强，1994；刘水杏，2006等）。另一种观点则强调房地产业对国民经济和社会发展的负面影响，认为会导致房价泡沫，消耗土地资源（王小广，2006；易宪容，2006、2007等）。从住房产业角度看，也是要经历兴起、成长、成熟、衰退的过程，住房产业在国民经济结构中的地位直接受资源配置方式的影响，因此政策对住房属性的诠释和引导是住房产业的健康发展基本条件。

2003年，我国住房分配体制彻底市场化改革已经进入到更加深入的阶段，刘洪玉、郑思齐就开始探讨住房作为最重要的资产对居民家庭的作用——满足住房消费的需要和积累财富、追求保值升值。他们认识到住房消费不一定需通过购买住房来实现，购买住房必须夹杂着一定的投资动机，而且在家庭所有的资产中，只有住房最能体现消费和投资的双重特征。考虑到购置住房是投资行为，会明显缩小居民家庭之间的贫富差距，使投资的风险得以分散，并能有效抵御通胀。由此他们建议，应该增大居民选择住房资产的自由度，营造理性选择的环境，提高住房市场的透明度，降低居民选择住房资产的盲目性。另外，他们还尝试用住房需求的收入弹性来区分居民购置住房的目的是消费还是投资。

石克春（2009）认为我国市场经济处在初级阶段，居民的住房需求与发达市场经济国家还存在很大差异，所以现阶段我国应该“双轨制”：主要提供保障性住房（包括经济适用房和廉租房），少部分投资用商品住房和商业用房。直到随着经济的发展两部分逐渐并轨，但是我国社会主义的特质又决定了强制消费取向的保障性住房仍将存在。他提出，住房的经济性质必须服从于政治目标，具有明显的驳斥硬套西方经济理论，将住房购置当做投资行为的认识倾向。

黄凌灵，刘志新（2009）将住房作为投资品纳入进来解释我国居民有限参与风险性金融资产投资的现象，发现引入住房资产后改变了我国居民投资组合风险和收益的均衡关系，随着住房资产在家庭财富中的占比提高，家庭住房抵押贷款额度也提高，家庭资产整体风险和收益水平增加；为了降低风险暴露水平，家庭会减少股票持有水平。如果房价持续走高，可能导致家庭资产流动性约束及整体风险增加，进而挤出风险性金融资产投资，从而降低家庭分散风险的能力。因此充分认识住房的投资品属性，构造合理的投资组合，能够减少居民的福利损失。他们建议控制房价，以缓解家庭资产的流动性约束和整体风险水平，同时减弱购

置住房对居民投资股票的挤出效应，增强家庭分散风险的能力。

1978 年以后，随着我国改革开放和经济体制的渐变，我国消费者逐渐从受束缚的、短视的、原始的消费者向攀附的、有过渡性的、前瞻的消费者转变（臧旭恒，1994）。但是在经济转型过程中，远期的信息还很难准确预期，制度性的不确定会明显影响居民的住房消费行为（孙凤，2002），所以消费者在向以整个生命周期为跨度进行有规划的住房消费和投资（叶海云，2000）方式转化的程度上海存在差别，这可能是已有文献对住房消费研究结论出现较大分歧的原因。这就提示我们，住房有它自身的特性，既是消费品，又是投资品，强调它的一种属性而忽视另一种属性，都会导致结论上的差异。必须首先从这个根本问题上着手，进行规范和深入的辨析。

总体上看，我国学者对住房经济属性的认识还没有完全统一起来，诸多的研究从不同角度进行了分析，得出的结论和建议还存在较大的差距。因此本文将对住房属性的分析作为研究的逻辑起点。

## 2. 住房消费与住房金融的关系

住房消费与金融有着天然的和密不可分的联系——按照“信贷观”，信贷市场条件的恶化，比如债务负担增加、资产价格下跌等，不仅是经济衰退的被动体现，更可能是它们本身引起了经济衰退。然而，虽然住房金融对住房市场的发展和波动的确有重要的作用，但是具体的作用机制还远没有被认识清楚。

对住房金融的研究许多都是从世界银行专家马克·博立特的观点展开的。马克·博立特认为任何住房金融系统都必须能提供长期贷款，要提供长期贷款就必须有稳定的资金来源。由此他按照筹资方式将住房金融分为四种类型：第一，直接路线。主要是住房金融系统不发达的情况下，亲属、朋友之间借贷筹集购房所需资金。第二，契约路线系统。就是通过合同筹集资金，然后低息贷款给用于购房的储户。第三，存款金融系统。是商业银行等金融机构运用吸收的存款发放购房贷款。第四，抵押银行系统。是由抵押银行发行债券，由保险公司、退休基金和商业银行等金融机构购买，抵押银行将筹得资金用于发放抵押贷款。

早在 1976 年，Frederic S. Mishkin 就研究了中央银行金融政策变动对包括住房在内的耐用消费品<sup>2</sup>的影响问题。他认为，耐用消费品需求具有较高的利率弹性，央行的政策调整通过利率渠道对耐用消费品的需求产生影响；同时由于耐用消费品缺乏流动性，央行的金融政策引起金融资产价值发生变动，而后通过资产的财富效应对耐用消费品的需求产生影响；另外，央行过去的政策是决定家庭信贷成本和可得性的重要因素，央行政策的调整，会引起家庭负债规模发生变化，进而促使家庭调整耐用消费品的持有规模。这就为政府通过金融手段对家庭的住房消费进行调解提供了基础性的理论支持。

Charles W. Calomiris, Charles M. Kahn 和 Stanley D. Longhofer（1994）则质疑政府能够在鼓励家庭购置住房和减少住房信贷歧视方面发挥作用的一般结论。他们指出，在完全市场条件下，财富的分配状况对资金的有效配置没有影响，但是由于事实上的信息不对称，住房往往充当担保品的角色，因此，财富分配状况会加剧居民之间的贫富分化。政府可以通过“教育支持”计划向低收入家庭提供住房金融咨询服务，改善他们的“信贷价值”，以提高他们对商业银行的吸引力；政府通过贴息对银行实施资助使得更多的低收入家庭获得商业银行的贷款，而且这是一种比其他方式更为有效的干预措施；另外，政府更可以利用法律手段，规范和规定住房金融机构保证贷款机会公平。

李岚（2008）从房地产业健康发展的角度，通过国际比较，认为房地产业和金融结合的目标模式应该是双向渗透模式，并就结合的条件、形式、效应进行了较为系统的研究。他认为产融结合是产业资本发展到一定程度，寻求经营多元化、资本虚拟化，提升资本运营档次的必然趋势；是减少信息不对称、降低交易成本、提高资金配置效率和生产效率、优化资源

---

<sup>2</sup> 他在文献中指出，研究适用于住房领域。

配置结果的合理性选择。并探讨了房地产投资信托基金这种产融结合的方式在我国的适用性。

从本文检索的文献看，结论普遍认同住房金融对住房消费的促进作用，其促进作用的具体方式还在不断丰富。这主要是因为我国住房领域的市场化改革起步晚，住房金融发展历史短，住房消费和住房金融之间的关系也正在实践中发展。

### 三、我国住房金融的发展现状

从 1980 年邓小平同志提出住房改革总体设想到 1998 年 23 号文件的发布，我国的住房制度改革进行了一步步的尝试和一次次的深化。伴随着住房制度改革进程的推进，我国的住房金融从无到有，从简单的业务开展，到有意识的框架建设，再到制度的不断完善，逐步发展到今天商业性住房金融和政策性住房金融共存的体系，并完成了从住房制度改革的配角到引领住房市场化、商品化发展的领跑者的角色转变。

#### 1. 我国住房金融的产生与发展

##### (1) 住房金融业务尝试

住房制度改革之初，根据提租试点改革暴露出的居民住房支付能力有限的矛盾，国务院于 1983 年颁发了《城镇个人建造住宅管理办法》，中国人民建设银行在福建、广东尝试对购买住房的企业职工发放贷款。1985 年，中国人民建设银行开办了住房储蓄贷款。1988 年，首次全国住房制度改革会议召开，中国人民银行把住房贷款列入了消费信贷业务。

##### (2) 住房金融体系初步形成

1994 年，国务院发布了《关于深化城镇住房改革的决定》，旨在推动房改进入新阶段，强调相关配套制度的改革。从此我国的住房金融体系开始萌芽。首先由国务院房改领导小组、财政部和中国人民银行联合下发《建立住房公积金制度的暂行规定》，要求在全国推行住房公积金制度。其次是区分政策性和自营性住房信贷业务。政策性住房信贷业务是指，受各级政府和军队、煤炭、铁道、石油等系统委托，由指定的银行以政策性住房资金为来源而经营的住房信贷业务。自营性住房信贷业务是由商业银行以自身吸纳的本外币存款为资金来源，自主经营的住房信贷业务。

##### (3) 住房金融体系的完善

随着居民对住房商品性质认知度的提高，我国个人住房市场的规模也在快速扩大。1998 年 7 月，国务院又下发了《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》，要求发展房地产金融，培育和规范住房交易市场，标志着我国住房金融体系建设的全面启动。同时人民银行在《个人住房抵押贷款管理办法》中规定，所有商业银行都可以在城镇向个人发放住房贷款用于购买商品住房，同时要求贷款购置的住房参加住房保险。2000 年，建设部、人民银行联合下发了《住房置业担保管理试行办法》，进一步规范了住房抵押贷款的担保业务。2002 年，国务院修订了《住房公积金条例》，明确了住房公积金的决策体系、机构设置、账户管理与监督体系等，进一步规范了公积金的管理。

2004 年 2 月，中国建设银行与德国的施豪银行联合设立的按照国际通行标准运作的专业化住房储蓄银行——中德住房储蓄银行在天津开业。2005 年 12 月，中国建设银行在全国银行间债券市场发行了住房抵押贷款支持证券“建元 2005-1”；2007 年又发行了“建元 2007-1”。这是两次有限的住房资产证券化的试水。

#### 2. 我国住房金融的发展现状

相对发达国家而言，我国的住房金融还处在“学习”阶段，目前对我国住房金融的研究主要集中在实务操作方面：第一是对住房金融产品相关问题的研究，如抵押贷款期限、利率、还款方式等的研究；第二是对住房金融政策的研究，如发现现有住房金融政策存在的问题、评价政策效果、提出改进意见；第三是对住房金融制度的研究，分析制度形成的原因、背景，

以及制度的变迁。

如 Robert M. Buckley 认为, 发展中国家的住房金融制度造成的高昂的合约执行和管理成本是抵押信用规模难以扩大的主要原因; 汪利娜对美国住房金融体系的机构、技术、工具、市场、监管、政府参与方式等几个方面的发展历史分析总结的基础上认为, 市场化的住房金融体系与政府杠杆作用相结合是美国住房金融制度的成功之处。常永胜对香港、新加坡、德国、美国的住房金融体系的运行进行了比较, 倡导我国应该建立以市场金融为主、政策性金融和合作金融为辅的住房金融体系。杨明秋(2003)从制度经济学的角度分析住房金融制度形成、变迁的原因, 强调政府在住房金融制度中的特殊作用。董德刚(2007)比较了新加坡的强制储蓄型、德国的合同储蓄型和美国的资本市场型三种典型的住房金融模式, 分析了我国现阶段的社会经济特点和经济发展不均衡的基本国情, 认为我国应该发展以强制储蓄型的住房公积金制度为主导、合同储蓄型和资本市场行为辅助的多元化的住房金融模式。王宁, 李宇嘉(2008)分析指出, 在经济上升阶段, 房产价格上涨掩盖了潜在的风险, 而经济主体的行为又具有非理性特点, 因此房产市场更容易出现失灵。金融纪律弱化以及风险分担机制和前瞻性的风险管理理念的缺失导致银行业过度依赖住房金融业务, 这是威胁我国金融安全的主要因素, 需要政府干预。他们主张政府应该从住房市场的供给和需求两个方面制定干预政策; 更重要的是, 由于微观主体自发的趋利避害会产生巨大的外部负效应, 金融监管当局应当建立早期的风险预警机制。

总体上看, 对我国住房金融的研究主要集中在对住房金融机构和住房金融产品方面, 但是随着我国金融业的发展, 创新已经使金融机构和金融产品的界限日益模糊, 继续沿着机构、产品的思路进行研究逐渐显得无所适从。同时我们一直以来学习的“美国模式”终于爆发了次贷危机。次贷危机带来的并不仅仅是全球经济的剧烈震动, 更深刻的影响是引发人们对“美国模式”的反思。这也提示我们, 必须首先研究住房金融领域更具根本意义的问题——住房金融在住房消费中应该扮演什么样的角色, 只有当这个问题得到了圆满的解决, 进一步才是研究住房金融具体的实现形式(设立什么样的金融机构, 采用什么样的金融产品)问题。

#### 四、基于金融功能观的住房金融功能分析

住房消费与金融有着密不可分的联系, 住房无论作为消费品还是投资品, 都深受金融活动的作用和影响。因此需要对住房金融在住房消费过程中的功能加以深刻认识。

本部分在系统概括金融功能观主要内容和住房金融特点的基础上, 阐述了住房金融功能的层次性问题, 着重分析了各层次功能之间的关系, 并探讨了住房金融功能的实现条件及政府在住房金融领域的作用。这一部分的核心结论是, 由于住房具有特殊的双重属性, 住房金融体系的核心功能应该是风险管理, 既包括“横向”的风险分散机制, 又包括“纵向”的风险控制功能。

##### 1. 金融功能观

探讨金融功能, 本质上是探讨金融与经济的关系。从金融这个范畴诞生起, 金融与经济的关系问题就一直是经济理论广泛关注的一个基本问题。从早期的古典经济学理论到凯恩斯经济学理论, 再到新古典、新凯恩斯理论, 直到新古典综合经济学理论, 形成了金融无关论、金融促进论和金融从属论三种观点。20世纪80年代以来, 一系列实证结果表明金融的确能够促进经济增长, 在这个前提下的进一步研究主要集中在对金融促进经济增长的机制做出解释上, 即金融对经济究竟是怎样发挥功能和作用的。

##### (1) 金融机构观到金融功能观的变迁

1995年 Merton 和 1997年 Levine 提出金融功能的概念以后, 逐渐形成了被称之为“金融功能观”的理论体系, 兹维·博迪和罗伯特·莫顿在他们于 2000年合著出版的《金融学》中集中表述了金融的功能。相应地, 把之前的研究及相应结论称作“金融机构观”。“金融机构

观”和“金融功能观”是解释金融作用于经济的机制的两种不同范式。

“金融机构观”是在现存的金融机构、金融工具构成的既定的金融结构框架内，分析金融机构和金融工具对经济发展的作用，比较各种机构发挥这些作用的优劣势及背景条件，并评价相应的经济效果。在机构观的主导下，金融的发展以金融机构的扩张和金融机构运行效率的提高为主线，引起了金融与经济之间的关系逐渐发生着变化，金融对经济的主导性越来越明显。然而现实中一个难以解释的问题是，具有类似金融结构的国家经济发展的状况却有很大的差距，而经济发展速度相近的国家却有不同金融结构<sup>3</sup>。20世纪60年代开始的信息革命揭开了金融自由化和全球化的序幕，使得金融机构观的缺陷越来越显著，研究者更倾向于金融功能观。

相对于金融机构观，金融功能观在分析的范式上发生了重大的转换：功能观以经济与金融的关系问题入手，探寻金融对经济发展应该具有的功能或作用，进而提出金融机构形式的变迁最终由它们所能实现的功能决定而不是相反，主张金融体系的构建和发展应该以完善金融的功能为基础和原则，金融产品、金融机构、金融制度创新的本质是发现新的实现金融功能的方式，即功能观的研究路线是：经济条件——金融功能——金融结构。因此金融功能观是对认识现代金融的本质做出的成功尝试，实质是研究金融与经济的关系问题，其核心问题是研究金融怎样内生于经济，并探讨在金融与经济的互动中，金融作用于经济的具体途径（沈军，白钦先，2006）。

## （2）金融功能观的基本内容

金融功能观的实质是探究金融与经济的关系问题：随着经济发展阶段的变化，对金融提出了新的要求，体现出“新”的功能，这种新的功能如果满足了经济的需要，就被确定下来，在借助资本积累和技术创新两条路径促进经济发展的过程中也实现了金融自身的发展。同时，金融的功能具有相对稳定性，在所有经济中——过去的和现在的、东方的和西方的，金融的基本功能在本质上是一样的。并且由于金融的功能比运作这些功能的机构更加稳定，因而金融的功能是更加重要的，更适合于对不同的经济体的金融系统进行定位。

早在1873年，Bagehot的研究就指出，金融体系通过提供大型工业项目融通所需要的资本而在英国工业革命进程中发挥了关键作用；熊彼特（1912）也强调，银行是通过提供资金给最有可能成功开发新产品并投入生产的企业，刺激技术创新，进而带来经济增长的；Hicks（1969）进一步证明，英国工业革命前十年中所使用的技术和生产的产品，早在工业革命之前就已经存在，技术创新并不足以刺激经济增长，刺激经济增长的是为这些带有创新性的大型项目的资金融通，即正是银行这种将储蓄转化为投资、提供流动性的功能在英国工业化进程中起了巨大的作用。

提供清算和结算支付手段的功能指的是金融的媒介功能，是自货币产生以来就表现出来的功能。提供对付不确定性和控制风险的手段的功能主要体现在风险的聚集、交易、规避和提供风险分散机制两个方面。由于市场信息不对称和交易成本普遍存在，经济主体在将资产兑现的时候可能会遭受损失，这就阻碍了人们投资一些高收益但期限长的项目，金融能够在消除这个障碍方面发挥极为重要的作用。

信息获取、解决信息不对称所带来的激励问题是金融的又一大功能。经济实际中存在的并不都是标准的“经济人”，而是存在不同程度差别的异质性。由于经济活动的不确定性和交易成本的存在，个人在获取投资机会的相关信息上面临着巨大的困难，正是逆向选择和道德风险可能导致的严重后果促成了金融中介的出现（Diamond，1984；J.boyd 和 Prescott，1996）。专业的金融技术和机制能够获得收集信息和处理信息的规模效应，降低监督成本、提高监督效率，更有效地识别投资机会（King 和 Levine，1998），大大减轻了信息不对称带来的经济运行的障碍（Jacklinton 和 Bhattacharya，1988；J.Greenwood 和 B.Jovanovic，1990；

<sup>3</sup> 如 Demircug-kunt 和 Maksimoric 2000；Beck 和 Levin，2002 等。

Grossman 和 Stiglitz, 1980; Holmstrom 和 Tirsle, 1993)。金融获取信息的功能是其他功能顺利实施的前提和基础,有了这种低成本的信息保障,金融系统才能够将分散的闲置资金集中起来,并将其重新组合和配置(R.Townsend, 1979; Stiglitz 和 Weiss, 1981, 1983; Myers 和 Majluf, 1984; D.Gale 和 M.Hellwig, 1985)。

金融功能是金融系统适应经济对金融的需求的结果,因此金融的功能是动态的和发展的。金融发展实质上就是金融功能的扩展和发掘。新的金融功能总是以旧的功能为基础,并替代旧功能的地位,但原有的功能不会消失,而是隐蔽起来,被当作“理所当然”而忽略,默默地继续发挥着它的作用。金融机构、金融工具等金融结构都是服务于金融功能的,不同的经济体可以并应该选择“恰当的”金融结构实现金融功能,并最终资源配置效率为标准。一次次金融危机的爆发实际上是金融理论的危机,因为这正说明金融学的发展滞后于实际金融活动的发展,是金融没有有效发挥其应有功能的结果(白钦先, 2000)。

## 2. 住房金融的功能分析

### (1) 住房金融的特点

住房金融是房地产金融的一个部分。房地产金融是指房地产在生产、流通、消费过程中的各种资金融通活动,住房金融是其中为住房提供金融服务的部分。住房金融进一步可以划分为广义和狭义两个层次。广义的住房金融不仅包括为住房消费提供的金融服务,还包括为住房生产提供的金融服务。狭义的住房金融就是为住房消费服务的这部分内容,是本文对住房金融的界定范围。住房的双重属性决定了住房金融需求者的双重身份,进而决定了住房金融的特殊性。

第一,住房金融是为住房消费行为提供的服务,首先具有消费金融的性质<sup>4</sup>。与其他消费性金融一样,信贷是住房金融的基本形式,也是主要形式。对住房金融的需求源于对住房的需求,因此是派生需求。对住房的需求首先源于人们对居住服务的需求<sup>5</sup>,因此从根本上讲,对住房金融的需求决定于希望购房来提供居住服务的家庭的数量、收入、偏好、年龄等。但是住房金融与一般的消费性金融又有不同:对资金的需求量大、占用时间长。因此他们首先就是需要住房金融为他们提供跨期安排资金的可能,突破流动性约束对住房消费的束缚,提高他们即时的住房支付能力<sup>6</sup>。但是,由于未来充满了不确定因素,单纯地依据未来收入的预期进行资金的跨期配置面临着很大的风险,以致于使风险溢价高过了购房者对时间的偏好程度而使利用住房金融提前消费住房的行为变得无“利”可图,因此单一的跨期配置资金功能的住房金融是不可能存在的。住房金融跨期配置资金的功能必须与风险管理的功能同时发挥作用。

第二,住房金融的对象是家庭。对住房金融的风险管理功能来说,不仅是要通过在不同时期中均衡得失、平滑收益来实现风险的“纵向管理”,还要允许家庭根据自身情况的变化来调整或对冲包括住房资产在内的投资组合,实现风险的“横向管理”。因此,住房金融首先要向住房金融需求者提供“风险识别”的功能,确定家庭可能面临的风险的程度和可能造成的损失;其次要制定控制风险的方法,以使风险发生的可能性降低,并将风险的损失控制在最低水平;再次是提供积极规避风险手段,使风险在发生之前得以分散或将特定风险锁定。由于直接面对消费者的金融服务存在的更加严重的信息不对称问题,住房金融必须将风险管

---

<sup>4</sup> 1988年,中国人民银行把住房贷款列入消费信贷业务。

<sup>5</sup> 正是因为人们对住房提供的居住服务的需求是在整个生命周期内连续的,所以住房往往被当做耐用品。但是住房是基本生活耐用品而不是奢侈品,因此对住房的消费具有刚性。可能正是这一点使人们在对住房消费行为的属性(购买住房到底是“自住”还是“投资”)和区分上产生了分歧。

<sup>6</sup> Flavin (1981, 1985)发现了与持久性收入假说结论相反的消费对即期收入的“过度敏感”现象,认为流动性约束是“过度敏感”的重要原因,当消费者的收入暂时不足以满足自身消费需求的时候,如果不能通过借贷来将整个生命周期的收入进行平滑,那他们就只能依据当前收入决定消费支出,即消费与即期收入呈现出明显的相关性。

理功能的着力点转向微观主体，强化住房金融风险的自控能力。

第三，住房具有投资品属性，与其他金融资产相比，住房是风险更低的投资品，因此购买住房是有利于降低家庭资产组合风险的选择。但是住房资产是大价值的实物资产，需要在相当长的时间段内进行储蓄才能够实现的投资。因此住房金融实际上是一种家庭将自我积累转化为自我投资的机制，是家庭实现财富积累的外力。家庭为购置住房而进行的事先的积累、为获得住房抵押贷款而提供的稳健的还款计划都是住房金融动员储蓄、将储蓄向投资转化的表现。

从住房金融的特点，本文认为住房金融最主要的功能是跨期配置资金、管理风险和动员储蓄三个方面。这三个方面的功能相互依赖，共同构成一个住房金融的功能体系或功能结构。当然，尽管住房金融这三个方面的功能是相对稳定的，但它们的实现是需要一定的条件的，因此表现为住房金融的具体方式在不断地变化。每个国家或经济体的这些条件发生了变化，对如何利用金融系统为家庭的住房消费行为提供服务也会有不同程度的变化，其中有些变化甚至是革命性的。

## （2）住房金融功能的层次性

20世纪90年代中期，我国学者白钦先以金融资源论为基础的金融可持续发展理论探讨过金融功能的逻辑层次，林毅夫（2003）也分析过这个问题。他们认为金融功能是有层次性的，各层次之间呈递进关系，形成金融的功能结构。根据住房金融与住房经济的关系，本文将住房金融的功能划分为：基础性功能、机制性功能、目标性功能三个层次。

目标性功能是住房金融活动的根本。无论是从经济发展历史过程看，还是从经济与金融关系演变的过程看，金融活动都是经济活动的一个组成部分，包括住房金融在内的任何金融活动都遵循着经济活动的基本原则。金融存在的根本所在在于促进经济发展，经济是否取得发展就是要看资源配置状况是否得到改善，因此住房金融促进经济发展的根本途径是提高资源配置效率，资源配置功能是住房金融的目标性功能。

住房金融的机制性功能体现着经济运行机制的基本原则和本质要求。住房金融动员储蓄的功能是实现金融资源配置功能的一种机制，一方面改变了资源分布的结构和规模，另一方面提高了资源配置的效率。经历了从调剂资金余缺（简单的增量资源配置）到信用创造（金融资源的总量扩张）的发展，现代金融的核心已经升级为风险配置了（吴晓求，2006）。当金融的核心功能切换为风险管理的时候，住房金融体系就成了社会的财富管理中心的重要部分，而不再仅仅是为住房经济提供流动性，通过市场化的资源配置机制促进经济持续增长，还要将住房领域增长积累起来的风险进行分散，促进财富增长、让人们分享经济增长的财富效应。当微观经济主体的金融努力水平提高到一定程度时，住房金融动员储蓄和管理风险的功能就紧紧地结合起来，相互影响、相互加强。因此，动员储蓄和风险管理功能以及它们的结合，共同构成了住房金融配置资源功能的实现机制。

住房金融基础层次的功能为其他功能的发挥提供前提条件。金融支付/清算功能和提供信息的功能极大地便利了交易，有效地降低了交易成本和信息成本，是住房金融的基础性功能，最终使资源配置的状态得到改善，资源配置的效率得以提高（Levine, 1997）。

因此，住房金融体系的功能在于降低交易成本和信息成本，进而通过融通储蓄、匹配风险与收益，最终实现经济资源配置优化的目的。住房金融的各种功能是客观的，具有层次性，住房金融的发展就是金融功能的提升<sup>7</sup>，包括新功能的发现和各种功能构成的相互关系结构上的变化和调整。

## （3）住房金融功能的实现条件

第一，经济条件。首先，只有当经济发展到一定阶段，住房成为商品，且住房的双重属

<sup>7</sup> 许多研究表明（如 Levine, Sara Zeroes, 1996），金融发展指标与长期经济增长、私人储蓄等存在稳定关系时，金融提供流动性和分担风险的功能就强。

性已经得到了社会普遍承认的时候，住房金融的功能才能全面体现并发挥作用。其次，住房金融是在经济增长开始更加依赖总需求而不是总供给的时候才被重视起来的金融形式。住房金融是通过金融各种功能的发挥，引导社会资源在消费品和投资品生产上的分配状况发生改变，进而使社会供求更加匹配，实现经济的可持续增长。

第二，市场条件。住房金融功能的发挥需要完全的市场条件。完全的市场条件不仅指竞争充分、信息充分，更重要的是要有市场化的决策主体。市场化的住房金融需求主体是住房金融功能得以实现的首要的市场条件。住房金融实现功能的载体或机制内生于经济主体的素质和整个经济体系的发展阶段。一个经济体中的经济主体的素质决定了这个经济体住房金融功能的实现形式和住房金融功能的实现程度。

第三，技术条件。住房金融功能的实现需要金融创新。技术条件很大程度上决定了住房金融功能扩展的成本，因为技术水平的提高是住房金融工具更新的基本条件，是各项金融功能细化的基本条件。一项功能如何实现和由谁实现取决于成本-收益的比较，而金融技术的进步，将成本降到极小，因而使得不同的金融机构对几乎每一项金融功能的开发和利用都具有了相对利益。

第四，社会条件。住房金融功能的发挥需要相对稳定的法制环境，政策导向也对住房消费决策产生重要的影响，进而会作用于住房金融的功能及其结构。

同时，这几个方面的条件也是互相影响的：经济条件、技术条件和社会条件发生了变化，微观经济主体对风险的态度就会发生变化，对风险管理方案的选择也会随之改变。特定经济体在特定时间段内的住房金融模式是以前经济条件、市场条件、技术条件和社会条件为背景的住房金融制度的总和，它是否成功就取决于它给微观经济主体提供了多大的管理相关风险的空间。对一个社会而言，金融功能对经济增长发挥的作用到底有多大说到底还是取决于这个社会的金融制度是不是倾向于将金融资源从保守主义者手中转移到富有冒险精神的人手中（徐良平，2004）。

#### （4）政府在住房金融体系中的功能

政府在住房市场上的积极参与已经成为理论和实践的共识，政府在提高金融功能在住房领域的有效发挥方面也是不可或缺的：第一，政府本身是住房市场的参与者；第二，政府可以给住房金融创新以大力的支持；第三，政府是住房金融活动的监督者；第四，政府往往为住房金融机构之间的协调提供平台和机制；第五，政府作为宏观经济的干预者，能够引导预期。

政策性金融是政府在住房金融中的角色体现。但政策性住房金融不是单独的活动，而是与商业性住房金融发生各种联系，在功能上各有侧重，相互补充、相互促进的。政策性金融活动也是金融范畴，是与财政活动有区别的，也具有金融六个方面的功能。但是政策性金融还具有“特殊”的功能——导向功能。导向功能是政策性金融最具根本意义的功能，在住房领域通过对商业性金融的引导，最终实现对住房市场的结构性调整。政策性金融的“导向”功能具体表现为诱导性虹吸功能、克服逆向选择的扩张功能。

政策性金融总是有着显著的政治意图，根据经济产业发展方针、宏观经济调控要求、社会稳定和特定人群扶持目标等，制定相应的政策，发出引导性信息，通过利益诱导，吸引商业性金融向符合政策目标的方向倾斜，进而使市场资源的配置结构得到“纠正”。政策性金融的诱导功能更重要的是强调“虹吸”，即通过少量政策性资金作为引导，以利益诱导为主要驱动力，“芯吸”大量的商业性金融资源进入到政策偏好的方向来。

政策性金融还需要通过对商业性金融实施补位的方式将商业性金融引导到政策的范围内来。信息不对称带来的逆向选择是商业性金融面对“自然的”市场做出的理性选择，结果是造成市场萎缩，社会整体福利水平的提高受到限制。政策性金融凭借“特殊”的资源，如法律、财政、国家信用等，能在一定程度上克服信息不对称，推动商业性金融的正向选择向

下延伸，减少逆向选择的影响范围，使政策意图范围内的对象也被包括到扩大的“市场”中来。

政策性金融一方面配合一国经济与社会发展不同历史时期、不同阶段的政治目标，通过其特有的金融活动充当经济调节或管理手段的角色，弥补市场经济机制中某些缺陷与不足，进而健全、完善和优化一国宏观经济资源配置调节体系与功能，另一方面又补充商业性金融机制与作用中的某些缺陷与不足，纠正商业性金融选择中的偏差，通过直接的政策性金融活动或间接的诱导商业性金融的活动，健全和完善金融体系的功能，使资源配置在经济目标的有效性和社会目标的合理性之间达到均衡，最终实现经济与社会的长期、均衡、稳定发展与进步。

## 五、对改善我国住房金融体系的几点思路

### 1. 重申住房的双重属性

本文分析的逻辑起点是住房的本质属性。住房是兼具消费品和投资品双重属性的特殊商品，住房的这两种属性是同时并存的，是不以人们的意志为转移的客观存在。

美国次贷危机的教训是深刻的，我国住房金融体系的重构必须以尊重住房的双重属性为前提。美国的住房金融模式本身并没有重大的漏洞，次贷危机的根本原因在于鼓励缺乏支付能力的居民购买住房。然而住房这两方面的属性是同时并存于住房消费决策中的，试图通过分辨是否是自住住房将其进行区分的做法可能是徒劳的。因此更有效的办法可能是建立允许和鼓励微观主体自住选择的制度体系，引导家庭“自动地”量力而行、租购并举、梯度消费。事实上，在2006年5月17日国务院召开的第136次常务会议上就已经指出，“房地产业的发展 and 住宅建设必须充分考虑我国人口多、土地少的基本国情和建设节约型社会的要求，要合理引导消费住房需求和消费模式”。在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》也指出，要“强化节约意识，鼓励生产和使用节能节水产品、节能环保汽车，发展节能省地型建筑，形成健康文明、节约资源的消费模式”。但是在对住房市场进行调控的过程中由于对住房本质属性的问题上认识得还不够清晰，“一步到位”的住房消费观念还没有转变过来。因此，对我国的住房金融模式进行重构，首先要承认和明确的前提就是住房的双重属性。

### 2. 风险管理是住房金融的核心功能

我国的住房市场经过近30年的发展，年均开发投资增长速度在20%以上，已经形成了规模庞大的存量住房，住房供给绝对短缺的问题已经得到了解决。现在最大的问题不是住房的供给不能满足居民居住需求的问题，而是金融风险积累的问题。金融风险积累的根本性原因是目前的住房金融体系在管理风险的功能上存在着重大的缺陷。住房金融体系管理风险功能上的缺陷主要体现在两个方面，一是从住房金融机构角度看，没有分散风险的渠道；二是从微观主体角度看，目前的住房金融模式不是引导居民管理风险，而是“诱使”居民过度承担风险。这里重点分析第二个方面。

近年来频频出台干预住房市场、尤其是主要针对住房价格的那些政策应该看作是对金融体系防范房价泡沫风险的警示，因为我国的商业银行体系整体而言市场化能力还不是很，存在着政府兜底的道德风险因素。也是对还不算成熟的市场化决策主体的消费者行为的引导，而这本来应该是在发达市场环境中，金融应该发挥的功能之一，因此实际上是通过不得以的行政手段对我国住房金融功能缺陷的弥补。但是行政手段无论从效果还是成本角度看，都将逐渐处于宏观经济管理菜单的边缘，“一刀切”的风险管理模式显然会限制家庭终生福利水平的提高。从长远来看，我们需要从完善住房金融体系功能、尤其是管理风险的功能方面形成具有“自限性”的风险管理机制，并为政府提供常规化的控制风险的手段。

我们必须在承认住房双重属性的前提下，对住房的消费方式做出清晰的判断，以强化住

房金融体系的风险管理功能为重点,从宏观上调控、从微观上引导,让家庭在住房市场上自我分化,提高自身的福利水平,同时也使住房市场和住房金融体系得以持续、健康发展。

### 3. 总体改善思路

我国现在已经形成了商业性为主、政策性为辅,以住房信贷为主、兼有住房储蓄的住房金融模式,这是从机构、机制、业务特征、社会功能角度进行的分类。在本文关于金融功能分析的基础上,本文认为,目前我国的住房金融模式还很简单,存在重大的功能上的缺陷。正在面临金融体制改革的中国可以跨越一步,以风险管理功能为主线,以动员储蓄为手段,以优化资源配置为目的,形成立体化的住房金融功能结构,避免重蹈美国 80 年代储贷危机、日本 90 年代房地产泡沫崩溃引致银行危机的覆辙,汲取次贷危机的教训,利用现代已经廉价的技术手段,构建一个功能完善的住房金融体系。

按照金融的功能观,金融应该具有的功能是由经济对金融的需要决定的,金融机构及其产品是随经济对金融功能需要的变化而变化的。金融机构是实现金融功能的载体,同样的功能可以由不同的机构实施,机构在功能上展开竞争促使金融效率提高,从而使金融的功能得以最充分的发挥和发展。按照功能观重构我国住房金融体系不是要进行金融机构的激进式变革,事实上金融功能的提升是一个克服路径依赖的渐变过程。

住房需求是有层次性的,家庭的经济能力也存在着客观差距,建立商业性机构和政策性机构并行的住房金融体系在理论上和实践上都是得到认可的。在按照功能观对我国住房金融模式实施重构时,应该让它们在管理风险、动员储蓄、配置资源几个方面形成竞争关系。但是必须明确的是,商业性住房金融和政策性住房金融应该要设立有效的隔离,让它们各自的市场范围内发挥作用,因此两者之间在功能的实现方式上要有区别。

具体说,商业性金融主要作用于中高端市场,根据收益-风险对等的原则,引导微观主体风险自担、收益自享;政策性金融主要作用于中端偏下市场,以收益-风险对等原则为基础,帮助微观主体提高风险承担能力,增加收益机会。

### 参考文献

- [1] 【美】兹维.博迪, 罗伯特.C.莫顿, 金融学, 中国人民大学出版社 2000 版
- [2] 【美】威廉姆.B.布鲁格曼, 杰弗瑞.D.费雪, 房地产金融与投资(第十版), 东北财经大学出版社 2000 版
- [3] 吴晓求, 中国资本市场分析要义, 中国人民大学出版社, 2006 版
- [4] 杨明秋, 住房金融的制度分析, 复旦大学博士学位论文, 2003 年
- [5] 原鹏飞, 房地产价格波动对宏观经济影响的一般均衡分析, 厦门大学博士学位论文, 2009 年
- [6] 白钦先, 百年金融的历史性变迁, 国际金融研究, 2003.2, P59-63
- [7] 白钦先, 徐沛, 当代金融理论中的股票市场: 功能与作用条件的再认识, 金融研究, 2003.3, P45-53
- [8] 沈悦, 张金梅, 张小青, 影响我国居民住房消费选择的因素分析, 消费经济, 2010.2, P81-84
- [9] 白钦先, 谭庆华, 论金融功能演进与金融发展, 金融研究, 2006.7, P
- [10] 朱宝宪, 唐淑晖, 基于功能观点的金融体系改革理论, 清华大学中国经济研究中心工作论文, 2001.11
- [11] 吴晓求, 现代金融的核心功能是配置风险, 经济经纬, 2003.6, P125-128
- [12] 徐良平, 金融与经济关系研究的功能方法: 一个分析框架, 东部经济论坛, 2004.3, P
- [13] 孙立坚, 金融体系的微观传导机制, 上海财经大学学报, 2004.2, P3-12
- [14] 徐良平, 黄俊青, 覃展辉, 金融与经济关系研究的功能范式: 一个初步分析框架, 经济评论, 2004.1, P63-67
- [15] 孙武琴, 不同金融结构下的金融功能比较研究, 复旦大学博士论文, 2003
- [16] 魏润卿, 中国房地产业持续健康发展研究——基于金融创新视角, 华东师范大学博士论文, 2009
- [17] 白剑眉, 金融功能的层次结构——一个全景分析, 广东金融学院学报, 2005.7, P9-14
- [18] 周京奎, 金融支持过度与房地产泡沫研究, 南开大学博士论文, 2004
- [19] 彭智, 陈阳, 金融功能视角下的金融体制改革逻辑, 上海金融, 2007.4, P21-24

- [20] 郭竞成, 金融功能退化——中国银行转型中的严重问题, 北京工商大学学报(社科版), 2006.1, P
- [21] 吕晖蓉, 金融发展推动经济增长的渠道效应——一个功能观视角的文献综述, 浙江金融, 2009.9, P20-21
- [22] 周建成, 房地产: 属性嬗变、投资活动与市场演进, 财贸经济, 2007.8, P115-120
- [23] 陆岷峰, 周海波, 对金融危机中美国消费模式的反思与借鉴, 金融教学与研究, 2009.4, P15-24
- [24] 史蒂芬·罗奇, 后泡沫世界的陷阱, 财经, 2008.20
- [25] 王宁, 李宇嘉, 我国经济增长背景下的房地产市场与金融稳定, 财贸研究, 2008.5, P77-84
- [26] Matteo Iacoviello, House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle, The American Economic Review, Jun., 2009, P739-764

### **Micro-perspective Analysis of China's Housing Finance Function**

Lv Huirong

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

**Abstract:** On the background of China's housing prices which continued to arise, this paper analyses the relationship between Housing Consumption and Housing Finance based on the dual attributes of housing. From the view of micro decision-making body——family of Housing Consumption, this paper proposes that the function of risk management is the core function of Housing Finance, which deepens and develops the relationship between finance and economy to some extent.

**Keywords:** Housing Consumption; Housing Finance; Financial function; Risk management

收稿日期: 2011-08-25

作者简介: 吕晖蓉, 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