

房地产泡沫的二元结构分析框架

——基于实体经济和虚拟经济二分法的思考

周建军^{1a}, 鞠方^{1b}

(湖南商学院 a. 经贸学院; b. 旅游学院, 湖南 长沙 410209)

摘 要: 现代经济实际上是货币经济, 包括实体经济和虚拟经济两个部门, 现有的关于房地产泡沫的研究大都是从传统的实体经济视角出发, 而忽视了虚拟经济部门的存在, 忽视了现代经济的货币经济特征, 导致对房地产泡沫的解释缺乏现实感和说服力。我们认为房地产泡沫具有典型的复合型泡沫特征, 这种复合型泡沫既与房地产市场的虚实两重性有关, 又与现代经济的虚实两重性有关。正是基于对现代经济和房地产市场特殊性的分析, 我们提出了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架。

关键词: 房地产泡沫; 实体经济; 虚拟经济

中图分类号: F293.3 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-0892 (2008) 05-0085-05

一、房地产泡沫二元结构分析框架提出的背景 and 原因

(一) 房价与宏观经济走势的相关性越来越不明显, 甚至出现了“房经背离”的怪现象。

近年来在美国、英国等国家和地区甚至出现了住房价格和经济走势背离的新现象。^[1]1997年东南亚金融危机爆发, 一个引人注目的事件就是房地产泡沫的崩溃, 房地产泡沫的崩溃给东南亚国家造成了沉重的打击。值得注意的是, 这些国家房地产泡沫崩溃是在宏观经济状况良好的大背景下发生的, 房地产泡沫并不是由于经济基本面的恶化引起的。^[2]来自1997年东南亚国家的经验证据也证明房地产泡沫和实体经济的关系越来越不明显。20世纪90年代中后期以来, 很多国家的房地产价格膨胀及其崩溃呈现出一些新的特征, 房地产泡沫呈现全球化、普遍化和严重化趋势, 房地产市场运行的独立性越来越明显。传统的经济理论一般将房地产作为实体经济的子市场来看待, 强调房地产作为不动产的物理特征和物质价值, 认为房地产作为实物资产的一种形式, 价格和经济增长以及物价水平大致平行发展。对于房地产泡沫的分析, 坚持从实体经济层面寻找原因, 将房地产泡沫归结为经济基本面因素。传统的关于房地产泡沫的诸多理论假说都缺乏较好的说服力和解释能力, 坚持从实体经济视角研究房地产泡沫的传统思路的局限性十分明显。因此有必

要从实体经济之外的其他视角来寻找房地产泡沫的成因。而虚拟经济的兴起, 为我们研究房地产泡沫提供了一个新的视角。虚拟经济从心理预期和不确定性来分析房地产泡沫, 强调房地产资本化定价的重要性, 这是不同于传统的实体经济的成本—收益分析, 有助于我们更好地认识房地产市场运行的特殊性和独立性。中国目前的房地产市场处于转型时期, 住房价格与宏观经济走势的关系越来越不明显, 因此, 有必要引入虚拟经济的分析方法, 以弥补传统的实体经济的成本—收益分析的不足, 以更好地洞悉房地产泡沫的全貌。

(二) 房地产泡沫呈现新特征和新趋势, 房地产的虚拟化色彩越来越明显。

20世纪90年代以来房地产泡沫危机不断爆发, 房地产泡沫的崩溃带来了空前严重的影响, 新型房地产泡沫和传统的仅仅局限于某一个城市、地区和国家的旧房地产泡沫不同, 呈现国际化、普遍化和全球化趋势, 房地产泡沫的影响范围扩大, 持续时间延长。房地产业的发展呈现虚拟化趋势, 房地产的虚拟化色彩越来越突出。从房地产泡沫和虚拟经济的关系来看, 虚拟经济的兴起和房地产泡沫的全球化、普遍化趋势, 成为1997年东南亚金融危机以来令人关注的一个新态势, 虚拟经济的兴起成为房地产泡沫的新背景。在虚拟经济的新背景下, 房地产泡沫呈现出新趋势和新特征, 表现为房地产泡沫的严重化、普遍化和全球化。

收稿日期: 2008-01-28

基金项目: 国家社会科学基金 (07BJY057); 教育部人文社会科学基金 (06JA790096)

作者简介: 周建军, 湖南商学院副教授, 经济学博士, 主要从事金融理论与城市房地产经济研究; 鞠方, 湖南商学院副教授, 经济学博士, 北京师范大学理论经济学博士后, 主要从事金融理论与城市房地产经济研究。

房地产泡沫和金融危机密切相关, 房地产泡沫的影响越来越突出, 房地产的重要性及其资产属性越来越凸现, 房地产价格波动开始引起货币政策当局的关注, 成为货币政策调控的新内容和重大挑战。房地产的虚拟化趋势越来越明显, 房地产成为虚拟经济的重要内容和组成部分。主要表现为房地产抵押贷款证券化趋势和房地产证券化趋势的兴起; 房地产金融及其相关的衍生金融产品的发展; 房地产在一国或者地区的社会财富占有重要的位置; 房地产用途和功能的分化; 房地产和金融系统的关系越来越密切。

二、实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架及其主要内容

现代经济实际上是货币经济, 包括实体经济和虚拟经济两个部门,^[3]现有的关于房地产泡沫的研究大都是从传统的实体经济视角出发, 而忽视了虚拟经济部门的存在, 忽视了现代经济的货币经济特征, 导致对房地产泡沫的解释缺乏现实感和说服力。现代经济的虚实两重性不仅反映在房地产市场之外, 还反映在房地产市场本身。房地产市场是一个具有鲜明的虚拟经济特征和实体经济特征的特殊市场, 本身具有虚实两重性。正是由于房地产市场本身和房地产所处的现代经济环境的“虚实两重性”, 决定了房地产泡沫成因的复杂性和多样性。我们认为房地产泡沫具有典型的复合型泡沫特征, 这种复合型泡沫既与房地产市场的虚实两重性有关, 又与现代经济的虚实两重性有关。正是基于对现代经济和房地产市场特殊性的分析, 我们提出了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架(见图1)。

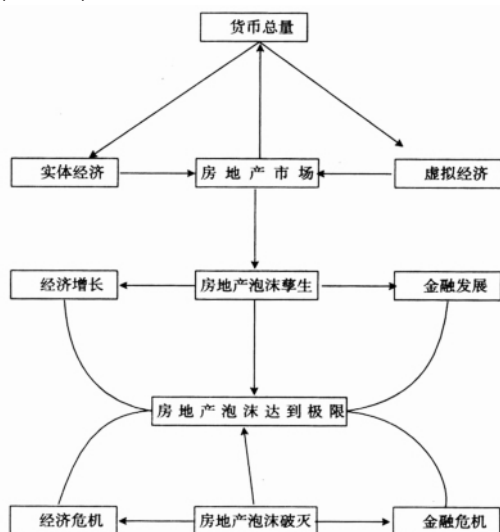


图1 实体经济和虚拟经济视角下的房地产泡沫生成机理

基本框架的主要内容与观点:

(一) 根据二元结构分析框架, 房地产泡沫是一种复合型泡沫

房地产泡沫既有实体经济的因素, 又有虚拟经济的因素, 这与现代经济和房地产市场的虚实两重性密切相关。^[4]

从实体经济角度研究, 已经越来越难以解释新型房地产泡沫, 难以解释全球性的“房经背离”现象。面对国际国内变化发展的新形势和新环境, 在虚拟经济兴起的大背景下, 挖掘房地产泡沫和虚拟经济部门之间的传导作用机制, 研究房地产泡沫是通过什么渠道影响和作用于金融部门, 从而引发金融危机, 进而促进房地产市场和金融部门的协调互动发展。单纯的从实体经济角度或是从虚拟经济视角研究房地产泡沫, 都是一种局部分析法, 其局限性相当明显。为避免这一局限, 我们把房地产泡沫放在协调处理好实体经济和虚拟经济关系的角度进行研究, 重点剖析房地产泡沫、经济增长和金融发展三者之间的内在联系, 从而为三者的互动协调发展提供理论基础, 而不是孤立的研究房地产泡沫。这是对强调协调的科学发展观的应用, 用科学发展观来指导房地产市场的发展和房地产泡沫研究。

通过重新定义房地产泡沫, 对房地产泡沫类型进行重新分类, 将房地产泡沫分成实体型泡沫、虚拟型泡沫和混合型泡沫, 提出了房地产泡沫的复合决定论。房地产市场与实体经济发展背离, 缺乏实体经济支撑的房地产价格膨胀, 我们称之为实体型泡沫; 房地产市场和虚拟经济部门发展背离, 大量的货币资金积聚于房地产市场造成的房地产价格膨胀, 我们称之为虚拟型泡沫。我们提出中国房地产业复合泡沫论的新判断, 我国现阶段的房地产泡沫是一种复合型泡沫(繁荣), 既有实体经济的原因, 又有虚拟经济的原因; 既有计划的因素, 又有市场的因素, 具有典型的转型色彩。我国的房地产泡沫表现为实体性泡沫和虚拟性泡沫并存, 计划性泡沫和市场性泡沫并存。

混合型泡沫是指既有实体经济又有虚拟经济因素共同作用造成的房地产泡沫, 如果大量的货币资金游离在实体经济部门之外, 同时也不进入除房地产市场之外的其他虚拟经济部门, 大量的资金为追逐房地产市场的高利润率而积聚在房地产市场, 那么将出现房地产市场既脱离实体经济又与虚拟经济部门背离的严重泡沫化现象。我们认为我国目前出现的新一轮房地产泡沫与虚拟经济部门密切相关, 与股市不景气、银

行大量资金和社会游资积聚在房地产市场有关。除了银行信贷资金，社会游资是孳生房地产泡沫不可忽视的一个重要因素。随着虚拟经济的发展，大量的资金在体制外循环，在房地产市场兴风作浪，大大增加了中央宏观调控的难度，这也在一定程度上可以解释为什么近期房地产市场宏观调控效果并不理想。虽然中央银行可以较好地管好银行信贷的口子，但是由于游资数量巨大，中央银行对此无能为力，为既得利益集团所控制的巨额游资已经成为宏观调控的一大障碍，已经影响到宏观调控的有效性。改变传统的资金管理模式，加快利率市场化和对游资的管理对于治理房地产市场泡沫具有重要意义。

(二) 虚拟经济因素在房地产泡沫的形成过程中发挥着关键性的作用，金融约束的放松是房地产泡沫形成的重要条件，大量的货币资金积聚在房地产市场是导致房地产泡沫的直接原因。

我们强调图1中右边的因素，也就是虚拟经济对房地产泡沫的重要性。我们认为虚拟经济在房地产泡沫的形成及其破灭过程中发挥着关键性的作用。房地产价格波动有一系列自我平衡的机制，在一个完整的房地产周期波动中，房地产价格波动经历以下几个阶段：1. 经济增长对房地产业的需求越来越大，房地产产品供给不足，租金开始上升，金融机构对房地产业进行大规模融资，政府货币和财政等政策都有利于房地产业的发展，房地产业迅速复苏。2. 房地产开发企业的规模扩张，供应能力迅速上升，并得到更多的信贷支持，人们对房地产业的预期提升，房地产业进入繁荣期，同时由于产业关联效应，房地产业也推动经济复苏和繁荣。3. 在房地产繁荣的阶段，房地产业结构的失衡也体现出来，但由于预期的作用，金融机构对房地产业的推动使房地产业进入盲目扩张阶段，最终使房地产供给大量过剩，房地产业进入衰退期。4. 在衰退期和萧条期，政府政策大幅度调整，银行信用收缩，促使房地产市场供求逐渐平衡，继而等待新一轮周期的到来（图2所示）。

从图2我们可以发现房地产泡沫既与经济基本面信号有关，也与货币信用金融变量有关。其中货币信用的变化在房地产泡沫的膨胀和收缩过程中扮演着重要角色，房地产信贷扩张和收缩对房地产业的波动有重大影响。从发达国家和地区房地产业发展的历史看，房地产金融对房地产融资体系和房地产价格波动有着紧密的联系。随着中国房地产融资体系的变革，房地产金融，尤

其是房地产信贷对房地产价格波动的影响越来越明显。因此在房地产金融市场化改革的过程中，研究房地产信贷波动与房地产业波动的关系就显得尤为必要。

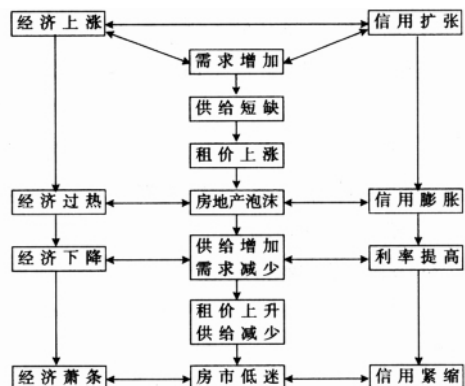


图2 虚拟经济和实体经济视角下的房地产泡沫生成演变机理

我们认为金融约束放松（包括信贷约束放松）在房地产泡沫的形成过程中发挥着关键作用。住房金融制度的改革和住房金融约束的放松，为大量货币流转于房地产市场形成房地产泡沫提供了原材料。金融约束的放松造成流入房地产市场的货币资金增加，也就是需求增加，在供给刚性的情况下，造成房地产价格的上涨，信贷约束的放松在很大程度上应该对房地产泡沫负责。在住房市场的货币化和金融化过程中，住房消费信贷（购房者）、住房开发融资投资（房地产企业）和从事房地产金融业务的银行之间的博弈对房地产价格有重大影响。房地产金融机构是调节房地产消费需求和房地产生产供给的重要中介机构，由于住房需求者在购房过程中收入—支出的严重不平衡和很长的时间差，金融机构对于平滑住房消费者的收入—支出缺口具有重要意义，住房金融机构的消费信贷和其他金融支持对于住房需求具有重大影响。如果住房金融对消费者的支持力度不够，造成信贷约束偏紧的话，那么住房市场的发展将受到抑制，住房需求和消费难以得到较好的满足。住房金融机构出于自身利润、政府压力（政府为减轻住房消费者面临的金融约束，迫使银行提高信贷等支持），表现为提高首付贷款额，首付贷款额所占比例越高，住房消费者面临的金融约束越轻。我国目前住房消费面临的金融约束相当严重，这与我国住房金融不发达有关。我们认为，房地产泡沫归结到底是一种货币金融现象，与住房金融密切相关。住房金融一手连着消费者，一手连着开发企业。我国目前的现状是，由于房地产业是一个高利润行业，房地产是银行的优质资产和优质业务，因此住房金融向房地产企业倾斜，对房地产企业的融资需求的限制

条件比较低,融资的杠杆比例很高。大量的资金进入房地产企业和房地产开发市场,结果支持了房地产的高资本密度型住房和高档房的建设。房地产供给结构不合理,房地产开发商在银行资金(需要支付高利率和成本,开发商为支付高利率成本而从事高档房建设)的支持下,产生逆向选择和道德风险,投资于高利润的奢侈商品房,住房建设贵族化,银行不能够有效监督开发商的资金用途。另一方面由于监督成本很高,银行缺乏监督的动力和激励,银行监督有效性很差,加上银行对房地产抵押的乐观信任和乐观预期,导致房地产开发贷款进一步扩张,房地产企业住房供给结构进一步扭曲(两极分化)。造成大量的资金流入高档商品房市场,高档房过剩,低档商品房市场供给严重不足。而需要获得银行消费信贷的是中低档收入者,也就是中低档住房市场的需求者。银行放宽对消费信贷的限制将大大提高中低档住房市场需求,中低档住房需求的膨胀进一步加剧住房供求矛盾,结果造成中低档住房价格上涨,这会造成一种事实上的房地产泡沫而不是潜在的房地产泡沫。

在我国住房消费改革过程中,由于历史上的实物工资和低工资政策,以及收入来源的非货币化和隐形化,在个人购买住房时代和住房分配货币化时代,居民收入水平相对于商品住房而言偏高,这是有深层次历史原因的。考虑到住房市场化的初始条件和历史起点,住房市场化过程中面临诸多矛盾,表现为收入和住房消费支出之间的缺口,供给(政府供给的经济适用房)和需求错位,消费信贷和开发信贷错位(住房消费金融和住房融资错位),也就是不同主体的住房金融约束不一样:对房地产开发商的金融约束松,而对住房消费者的金融约束紧,金融约束的不对称十分明显,这与他们对住房所有权(抵押品)的支配权利差别有关。

我们构筑一个模型来分析(图3所示)。

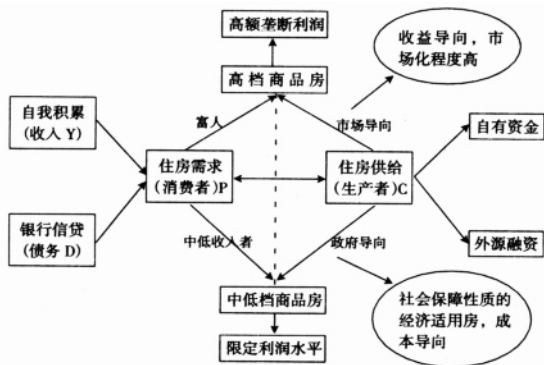


图3 住房金融和房地产泡沫关系图

我们以Y代表住房消费者的自我积累收入,D代表银行住房消费信贷,P代表住房购买价格,则有:

$D+Y=P$, 变形得到 $D/Y=P/Y-1=R-1$, 其中 $R=P/Y$ 表示房价收入比, 可以作为反映房地产泡沫的指标之一。房价收入比越高, 房地产价格越缺乏实际收入支持, 也就是房地产市场缺乏实体经济支持, 两者出现背离。 D/Y 表示个人住房消费信贷比收入水平, 反映居民家庭的债务负担水平, 该比例越高, 个人债务负担越重。从另一侧面, 也可以反映住房金融发展程度、住房消费信贷约束程度和住房金融风险状况。个人债务负担水平越高, 银行潜在的信贷风险越高。这说明住房市场的泡沫化程度越高, 银行金融风险越高, 房地产泡沫和银行信贷风险密切相关。^[9]

目前我国存在的问题就是住房金融市场风险越来越高, 表现为居民债务负担水平越来越高。到底是房地产泡沫造成银行脆弱性增加, 还是相反, 有待进一步的证明检验。来自日本的经验之一就是——日本房地产泡沫破灭, 银行不良资产增加, 银行加强风险管理, 紧缩住房信贷和其他信贷, 流动性减少, 房地产价格进一步下降。我们认为银行危机和房地产泡沫危机是共生的、内生的, 互相影响。

我们认为中国房地产泡沫是一种综合性质的泡沫, 既有实体经济方面的因素, 也有虚拟经济方面的因素, 我们认为更多的是与虚拟经济部门有关。我国房地产市场的高波动性和经济周期无关或者说与经济基本面关系不大, 更多是来自金融因素, 主要是与金融风险的增加有关。房地产是一种特殊的重要金融资产, 在整体金融资产池中占有相当重要的比重, 金融资产价格的高度波动会影响房地产价格, 这是整体和部分的的关系。房地产越来越脱离实体经济部门, 虚拟化和独立化趋势越来越明显, 房地产的虚拟化进程加快, 房地产在经济主体的资产选择和资产组合中占有越来越重要的位置和权重。

我们认为在过去很长一段时间内, 房地产价格波动基本上取决于经济基本面, 但是到了20世纪80年代中后期尤其是90年代以来, 随着虚拟经济包括房地产市场的发展壮大, 经济虚拟化愈来愈明显, 金融危机和房地产价格波动越来越明显, 房地产泡沫已经成为全球性引人注目的大问题, 房地产波动越来越脱离实体经济, 更多的与金融发展有关。

三、小结

传统的分析大多数都是从实体经济视角判断房地

产泡沫的存在和分析房地产泡沫的成因,把房地产泡沫看作房地产市场价格脱离经济基本面的结果。我们通过引入虚拟经济,可以较好地解释房地产市场和实体经济部门同步发展时所存在的房地产泡沫现象,即使房地产市场和实体经济部门没有出现背离,如果房地产市场和虚拟经济出现背离,同样可能引发房地产泡沫。一个典型的例子就是股市不景气的情况下,房地产市场一枝独秀。如果房地产和其他虚拟资产之间的结构不合理,发展速度不平衡,同样可能由于大量的货币资金积聚在房地产市场上而造成房地产泡沫。^[6]我们从虚拟经济视角判断房地产泡沫,改变了传统的实体经济判断泡沫的局限和不足,为判断房地产泡沫和研究房地产泡沫成因开辟了一条新道路。

虚拟经济和实体经济的二分法有助于更为全面地考虑房地产泡沫的成因,但是同时也带来了新的困难。现代经济实际上是货币经济,货币是连接实体经济和虚拟经济活动的纽带。^[7]我们认为房地产泡沫归结到底是一种货币现象,从货币资金循环和货币政策角度研究房地产泡沫,有助于我们更好地把握房地产泡沫的成因。我们从货币资金循环的流量模型角度进行研究,这有别于一般的强调实体经济因素和金融因素的分析,也有别于存量分析方法。我们认为货币资金的流转循环变化是导致房地产价格波动的根本原因。房地产泡

沫的复合型特征,要求对房地产泡沫的综合治理,房地产泡沫的治理离不开货币金融政策的支持配合。^[8]加强与房地产市场相关的货币金融的控制和管理,防止大量货币积聚在房地产市场进行投机活动,消除房地产泡沫的货币根源,是治理房地产泡沫的关键。

参考文献:

- [1]伍志文,鞠方.通货紧缩、资产膨胀与货币政策[J].管理世界,2003,(11).
- [2]谢经荣,等.地产泡沫与金融危机[M].北京:经济管理出版社,2002.
- [3]刘骏民,伍超明.虚拟经济与实体经济关系模型[J].经济研究,2004,(4).
- [4]鞠方.房地产泡沫研究:基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架[D].南开大学博士学位论文,2005.
- [5]王文群.我国两次调控房地产市场的金融政策比较分析[J].江西财经大学学报,2003,(6).
- [6]周建军.游资冲击与房地产泡沫[D].南开大学博士学位论文,2006.
- [7]王忠郴.城市房地产价格的贴适度推测方法[J].江西财经大学学报,2001,(2).
- [8]鞠方.中国房地产泡沫的综合判断[J].社会科学家,2007,(3).

责任编辑:一诺

Research of the Real Estate Bubbles: A Dichotomy Structure Analysis Framework Based on Real Economy and Fictitious Economy

ZHOU Jian-jun, JU Fang

(Hunan University, Changsha 410205)

Abstract: Modern economy is monetary economy in reality, including two sects: real economy and fictitious economy. The present research about the foam of the real estate is mostly to proceed from the visual angle of traditional real economy while ignoring the existence of the fictitious economy and the currency characteristics of modern economy, thus, causing the lack of realistic sense in explaining the bubble of the real estate. We think the bubble of the real estate possesses the characteristics of typical complex foam. Such complex foams have already related to the duality of reality and fiction of the real estate market, and related to the duality of reality and fiction of modern economy. On the basis of the analysis of the particularity of modern economy and real estate market, we propose dichotomy structure analysis framework based on real economy and fictitious economy.

Key Words: the real estate bubbles; real economy; fictitious economy