

房地产泡沫的相关研究综述

徐国栋

(厦门大学 嘉庚学院, 福建 漳州 363105)

[摘要]文章对房地产泡沫领域的相关研究文献进行了统一的梳理和评论,介绍了究竟什么是泡沫和房地产泡沫,房地产泡沫的程度如何去测量和检定,房地产泡沫是如何形成的,房地产泡沫与宏观经济等经济变量的关系,在此基础上对研究的总体结论进行了概况,同时指出了相关文献的研究局限性,给出了该领域今后的主要研究方向和研究展望。

[关键词]房地产泡沫; 研究综述; 局限性

doi: 10.3969/j.issn.1673-9477.2016.03.002

[中图分类号] F293.3

[文献标识码] A

[文章编号] 1673-9477(2016)03-005-04

房地产行业是国民经济的重要支柱性行业,房地产行业的健康发展既关乎普通民众的福利,更关乎整个国民经济的稳健发展。从1998年国务院颁发《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》以来,中国开始了住房的货币化和市场化改革,十几年来,中国的房地产价格一路暴涨,涨幅巨大,部分热点城市甚至上涨了一二十倍。2016年7月26日,中共中央政治局召开会议,分析研究当前经济形势,部署下半年经济工作。该会议首度提到了“抑制资产泡沫”的论述,由此可见,资产泡沫问题已经引起了中央高层的极度重视和关注。伴随着房价的上涨,关于房地产是否存在泡沫的辩论,逐渐成为理论界和实务界人士争论的焦点所在,这关系到国家对于房地产行业的宏观调控的整体基调和国民经济的长期健康发展,因此关于泡沫尤其是房地产泡沫的理论研究,也成为学术界探讨的焦点所在。

一、泡沫和房地产泡沫的定义

泡沫,英文为 Bubble,是一个古老的名词。但是对于什么是经济领域的“泡沫”,至今仍未有统一的定义。国外较早地开展关于泡沫的研究。金德尔伯格(1978)曾经对这一现象进行了形象化的描述,对于理解房地产泡沫的生成机制有一定的帮助,然而他并未明确定义什么是泡沫。日本金融学会前会长三木谷良一(1998)认为如果资产价格严重地偏离了实体经济的增长,则这一过程就是泡沫经济。2008年,在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的第二版中, Brunner 对“泡沫”下了一个比较严谨的定义:“所谓泡沫(bubble),指的是投资者买入资产是为了能

在将来以更高的价格出售,而使得资产价格持续超过其基本价值的现象”。

国内对于泡沫的研究虽晚,但是逐渐成为研究的热点所在。国内学者一般认为,资产泡沫是由于价格的持续上涨而造成的,这种非理性的持续暴涨使得资产价格严重高于由经济基本面所决定的该资产的基本面价值,从而导致泡沫现象。房地产泡沫的产生是由于人们对未来的房价上涨预期过于乐观,而造成房地产的交易价格远远偏离其房地产的经济基础价值,而且价格偏离经济基础价值的程度越高,泡沫越严重,曹振良(2000)、刘维新(2003)基本上都是持这一观点。综合国内外的相关观点,对于房地产泡沫,主要的共同特征是:房地产交易价格远高于其经济内在价值,而且这种偏离不是偶然性的,而是系统性的长期偏离;由于长期偏离基础内在价值,房地产价格面临暴跌的风险,也就是泡沫的破裂是必然的。

二、房地产泡沫的检验与度量的研究观点

房地产市场的泡沫如何去界定,以及泡沫的程度如何去量化,这是房地产泡沫相关研究文献的核心内容之一。因为只有确定了房地产市场是否存在泡沫,才能判断经济政策运行的健康程度进而给出最佳的调控政策。不过由于检验方法、样本选择、样本期间、研究思路等的差异,国内学者对于中国大陆的房地产市场是否存在明显的泡沫,一直未达成一致的意见。

房地产泡沫的检验方法主要分为两大类型:第一种为指标法,通过对房价收入比、房价租赁价格比等统计指标和标准值或者临界值进行比较和分

[投稿日期] 2016-05-08

[作者简介] 徐国栋(1978-),男,江西德兴人,讲师,硕士,研究方向:公司金融与资本市场、计量经济建模与统计数据挖掘。

析,来判断是否存在泡沫。这种方法比较简单易用,不过没有考虑不同市场之间发展程度、制度环境等的差异;第二种方法为计量模型检验法,通过一定的计量经济模型,对房地产和相关指标之间的动态关系进行计量实证检验,进而判断泡沫是否存在,目前这是房地产泡沫检验的主流方法。

就指标法而言,可以简单明了的揭示泡沫程度,不过总体上的文献不多。余建平等(2011)选用房地产投资占GDP比重、房价收入比和租售比三大指标来衡量泡沫的程度,对厦门市房地产的泡沫程度进行了实证分析,结果显示厦门房地产泡沫较严重,已处于危险区域。李泽明等(2012)选取了城镇家庭人均可支配收入与房地产价格增长幅度、居民消费支出与房地产投资增长幅度、房地产投资占GDP比重、房价收入比等指标对中国整体的房地产泡沫进行了检验,结论表明中国房地产市场整体存在较为严重的泡沫。郭谦(2013)分析了房价收入比、房地产投资与固定资产投资总额的比率等指标来评估北京市房地产泡沫的程度,结果表明北京市房地产市场整体上存在泡沫情况。陈璐佳等(2016)利用2010-2014年全国27个大中城市的年度数据,建立房地产泡沫水平测度指标体系,利用因子分析法及主成分分析法实证研究了这段时间内各地的房地产泡沫水平。研究显示,房价高并不一定代表泡沫严重,两者并无必然联系。一线城市由于经济发达,大量外来人口推动购房需求。相反我国中西部的二三线城市人口较少,且经济增长过度依赖房地产,对房地产的过度开发,导致泡沫水平高于一线城市。

计量模型检验法的研究成果则较为丰富。姜春海(2005)定义了房地产基本价值、投机泡沫和泡沫度,利用计量检验的方法检验了中国的房地产市场,认为中国市场存在明显的房地产泡沫,另外他提出了化解泡沫的若干对策,比如地方政府与中央政府的政令保持一致等。洪涛等(2007)构建了面板数据模型对大中城市的房地产价格进行了自回归模型检验,残差通过了CSD检验,发现了不同城市的房地产价格是相互影响的,进而确认了中国不同城市间房地产价格存在联动性,而且可以证明消费者的适应性预期是其中重要的传导机制之一。张亚丽(2012)利用动态面板模型研究了房地产泡沫的地区差异,面板协整检验发现,房价高增长率、中等增长率地区房价与经济基本面之间不存在协整关

系,房地产市场出现了泡沫,接着利用动态面板模型差分广义矩方法估计了房价方程,结果发现房价高增长地区收入弹性系数最大,房价泡沫最为严重,中增长地区次之,而低增长地区房价与经济基本面基本保持吻合,不存在泡沫。赖一飞等(2012)分析了房地产泡沫的成因,基于投机的房地产泡沫理论建立计量经济回归模型,利用回归模型测度了房地产市场的投资泡沫程度,与大多数人的研究结论不同,计量结果显示房价总体上并不存在泡沫化的倾向,但已处在泡沫的边缘。该文对社会上普遍存在的泡沫论观点进行了分析,指出我国房地产投资与宏观经济指标出现了脱节,存在过度投资,然而这并不是泡沫,从而也支持了投机测度模型的结论。李文峰(2016)为了解释影响房地产泡沫演化发展的各种经济因素,引入了复杂的状态空间模型来分析,根据房地产的金融投资性,以房产价格投机需求、居住消费需求和投资需求共同受房屋出租收入影响为切入点,将利率、消费等经济变量引入到房价评估的模型当中,给出了房价收入比的理论计量模型,进而结合经济转型时期房产供求特征,检验城市化进程、土地财政、非规范收入暴富群体规模、市场流动性约束等变量对房产价格助长的显著性,结论显示我国房产价格存在巨大的泡沫,而且仍有持续膨胀的趋势。

三、房地产泡沫的成因与宏观经济关系

在完成了房地产市场的泡沫程度检验之后,为了探究其背后形成的原因和价格波动的机制,需要进一步研究房地产泡沫究竟是如何产生的,与GDP、通货膨胀、利率、收入等经济变量是如何互动的,进而推导出有何政策建议可以有效防止和化解泡沫等。这方面的研究也非常丰富,研究涉及房地产与货币政策、土地制度、城市竞争力等各个方面。项卫星等(2007)着重论证了金融体系对于房地产泡沫产生的重要推动作用,引用了日本等国的房地产泡沫和美国的金融危机等典型案例为参考,指出经济危机的重要根源就是信贷的过度支持。为此,我们应汲取这一教训,积极推进国有商业银行的改革,发展各类金融市场,加强金融监管和金融市场制度建设,以确保我国银行业和房地产业的健康发展。刘民权等(2009)认为推动地价、房价持续上升并最终形成房地产泡沫的内在动力是地方政府的自批租商业用地的财政利益。为增加其土地利益,地方

政府不仅激励在土地供给侧极力抬升地价，还在房产需求侧积极推涨房价。结果，房地产泡沫就在这一利益的驱动下生长起来了。根据他们的分析，促使地方政府极力提高地价的深层原因在于现存商业用地批租制度和土地出让的“招拍挂”机制一起构成了诱发价格泡沫的微观基础。因此，降低房价、治理房地产泡沫也应从改革这一制度入手，从源头上割断地方政府基于土地财政利益而推动地价、房价上涨的利益链条。赵胜民等（2011）采用“有向无环图”结果的递归预测方差分解技术，克服了传统方法的局限性，探讨了金融信贷是否是我国房地产、股票价格泡沫和波动的原因。研究表明，无论是在同期还是中长期，金融信贷对我国房地产价格影响有限、对股票价格影响相对较大，房地产、股票价格变动更多来自于自身价格的冲击。金融对房地产泡沫的治理影响是不大的，打破房价单边升值预期、健全股指期货市场和融资融券制度、限制投机行为非常重要。李嘉等（2013）利用熵值法计算了北京市的人才吸引力，并利用格兰杰因果关系检验法检验了北京市城市人才吸引力综合指数和房地产泡沫的因果关系，发现人才吸引力指数是房地产价格的格兰杰原因。陈长石等（2015）基于MS-VAR模型测算了房地产价格中的基础价值和投机泡沫，结果显示2014年中国房地产整体的泡沫度大约在45%左右，而且进一步对货币政策与房地产泡沫之间的关系进行了实证研究。研究发现，房地产泡沫与实际利率之间呈现显著的非线性特征，两者短期呈现负相关，货币供应量M2与房地产价格也有显著的正相关关系。

四、结论及展望

综上所述，2000年之后随着中国房地产市场的市场化和房价的爆发式增长，房地产泡沫及其相关研究已经激起了国内学者的极大兴趣，研究文献非常丰富。大多数研究结果支持中国存在房地产泡沫的结论，而且一线城市泡沫远高于二三线中小城市，研究的方法以时间序列计量经济检验为主，不过也有部分研究认为中国的房地产市场总体上并不存在泡沫，而只是存在局部过热。房地产泡沫的产生于中国的土地政策密切相关，泡沫程度也与货币供应量、利率等货币政策也高度相关。

展望该领域未来的研究方向，本文认为可以从现有文献的局限性入手，大部分现有研究文献的不

足是比较明显的，主要体现在：

1. 未进行国际比较，未考虑中国经济发展阶段和政策环境的特殊性。大部分研究都只是照搬国外的相关计量模型和研究方法，直接套用到中国的房地产市场，这样做的不良后果是非常明显的，并未考虑中国国情的特殊性，比如中国与国外土地和财政制度的差异。

2. 研究样本的期限过短。由于中国的房地产长期是计划分配为主，1998年之后才逐渐地走向市场化，导致大部分研究文献的样本期限非常短，甚至不到10年，而房地产行业是一个典型的长周期行业，在如此短的样本环境下得出的研究结论值得商榷。

3. 缺乏足够的理论支撑。大部分研究只是直接根据计量模型和样本检验的结果进行判断，而对于其中的经济理论基础并未做详细说明甚至没有任何理论基础，只是简单的数据检验，因此实证结论也是值得讨论的。基于以上几点，今后房地产泡沫领域的学术研究的空间还很大，相关学者有必要进一步拓展研究思路，深化研究方法，为中国房地产市场的健康运行提供政策和学术上的支持。

参考文献：

- [1] 袁志刚, 樊潇彦. 房地产市场理性泡沫分析[J]. 经济研究, 2003(3):21-25.
- [2] 刘民权. 商业地价形成机制、房地产泡沫及其治理[J]. 金融研究, 2009(10):19-22.
- [3] 曾五一. 中国房地产市场价格泡沫的检验与成因机理研究[J]. 数量经济技术研究, 2011(1):54-56.
- [4] 赵胜民. 金融信贷是否中国房地产、股票价格泡沫和波动的原因：基于有向无环图的分析[J]. 金融研究, 2011(12):33-36.
- [5] 许春青. 中国和香港房地产泡沫度的实证研究[J]. 管理评论, 2012(4):27-29.
- [6] 郭谦. 北京市房地产市场泡沫实证研究[J]. 特区经济, 2013(6):72-74.
- [7] 李嘉. 基于熵值法的城市人才吸引力与房地产泡沫相关性的实证研究[J]. 北京邮电大学学报, 2013(8):91-93.
- [8] 陈长石. 利率调控、货币供应与房地产泡沫[J]. 国际金融研究, 2015(10):89-92.
- [9] 李文峰. 房地产价格泡沫的估算与实证检验[J]. 统计与决策, 2016(6):37-39.

[责任编辑 陶爱新]
(下转第16页)

参考文献:

- [1]Neary JP. Globalization and market structure[J]. Journal of the European Economic Association. 2003,1(2 - 3):245-71.
- [2]Tybout JR. Plant-and firm-level evidence on “new” trade theories[J]. Handbook of international trade. 2003,1:388-415.
- [3]Melitz MJ, Ottaviano GI. Market size, trade, and productivity[J]. The review of economic studies. 2008,75(1):295-316.
- [4]刘德伟, 李连芬. 产业内贸易中的企业行为与贸易政策——基于古诺双寡头垄断模型的分析[J]. 产经评论, 2010(5):45-53.
- [5]Eckel C. Globalization and specialization[J]. Journal of International Economics. 2008,75(1):219-28.
- [6]Hsieh C-T, Klenow PJ. Misallocation and manufacturing TFP in China and India. National Bureau of Economic Research, 2007.
- [7]Epifani P, Gancia G. Procompetitive Losses from Trade[J]. Available at SSRN 1003336. 2007.
- [8]Lerner A. The concept of monopoly and the measurement of monopoly power: Springer; 1995.
- [9]徐蕾, 尹翔硕. 不完全竞争, 贸易与资源配置扭曲[J]. 国际贸易问题, 2013(1):17-30.
- [10]张莉, “互联网+”对我国对外贸易竞争新优势的影响及对策[J]. 中国贸易, 2015(7):31-35.
- [11]王威. 中美贸易不平衡及中美贸易摩擦的发展趋势分析[J]. 现代经济探讨, 2013(1):26-30.

[责任编辑 陶爱新]

Does trade promote competitiveness? - A perspective from monopoly price determination principle

HU Hao-ran¹, SU Yi-qing²

(1. School of Economics, Sichuan University, Chengdu 610065, China; 2. School of Agricultural Economics and Rural Development, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: This paper uses theory of microeconomics analysis to explore the problem whether trade can break monopoly and promote competitiveness. With analysis of monopoly price determination principle and the concept of Lerner index, it concludes that the price elasticity of demand is the key to the way trade could affect monopoly. Under the ideal situation, the introduction of trade can indeed break the monopoly, and push the market into an efficient system. But from the view of forming monopoly, by barriers of entry, trade cannot help. On the opposite side of this coin, trade would reinforce the power of monopoly. Finally, three suggestions are proposed according to the conclusions, i.e., 1) the domestic market structure should be accounted in decision-making for trade policies, 2) it would be helpful of increasing variety of goods to counteract trade monopoly, and 3) the trade theories should be given enough attention to.

Key words: monopoly price determination; trade; price elasticity of demand; social welfare

(上接第7页)

A review of the relevant study on real estate bubble

XU Guo-dong

(Jia Geng College, Xiamen University, Zhangzhou 363105, China)

Abstract: This paper makes a review of the relevant study literature on the field of real estate bubble, introduces what is bubble and real estate bubble, how to measure and examine the degree of real estate bubble, how does real estate bubble take place, and the relationship between real estate bubble and economic variables of macro-economy. It makes a conclusion on the above review, points out the limitation of relevant study literature, and proposes direction and expectation for future study in this field.

Key words: real estate bubble; review of relevant study; limitation