

中国房地产市场投机泡沫实证分析

□姜春海

摘要: 由于对国民经济具有明显的乘数带动效应, 因此房地产业既可以拉动经济增长, 也可能导致经济过热, 进而常常成为政府宏观调控的首选对象和是否成功的主要标志之一。本文对中国房地产市场发展概况进行了简要分析, 介绍了有关泡沫的经济学基本理论和研究, 以及中国房地产市场是否存在泡沫的争论。在此基础上, 本文重新定义了房地产基本价值、投机泡沫和泡沫度, 并利用中国房地产的相关数据, 对中国房地产基本价值、投机泡沫和泡沫度进行了实际计算, 得出了中国房地产泡沫已经产生、而且比较严重的结论, 并解释了中国房地产投机泡沫产生的主要原因。最后, 提出了挤出房地产泡沫的若干政策, 并特别指出, 地方政府对中央政府的有关政策能否“上令下达, 不打埋伏”是挤出房地产市场泡沫的关键所在。

关键词: 房地产市场 投机泡沫 泡沫度

一、引言

房地产业具有产业链条长、带动作用明显等特点。从产业供给与需求联系的角度看, 房地产业对相关产业产生的效应主要有后向关联效应和前向关联效应。后向关联效应是房地产业对直接或间接向本产业供给生产要素的产业产生的影响, 房地产业对这些产业主要产生的是需求拉动作用; 前向关联效应是房地产业对直接或间接需求本产业产品或服务的产业所产生的影响, 房地产业对这些产业主要产生供给推动作用。对后向产业的需求拉动和前向产业的供给推动共同构成房地产业的带动效应。

王国军、刘水杏(2004)研究了中国房地产业对相关产业的带动效应, 研究表明, 中国房地产业对各产业的总带动效应系数为 1.416, 其中位居前三位的是金融保险业、商业和建筑业。顾云昌(1998)利用 1996 年的数据, 认为中国住宅建设的生产诱发系数为 1.93, 住宅建成销售后对消费的带动系数为 1.34。李启明(2002)从房地产投资的诱发作用角度对房地产业的带动效应进行了研究, 认为房地产投资对建材制造业的诱发系数为 1.236, 对建筑业的诱发系数为 0.908。

正因如此, 在对经济增长的强烈追求过程中, 房地产业常常被政府作为国民经济的主导产业和支柱产业, 对其发展大力支持, 以带动 GDP 增长。尤其是在地方政府层面上, 除了追求地方经济增长外, 房地产业还具有增加地方财政收入、推进城市建设以及显示“政绩”等积极作用。同时, 由于地方政府所掌握的资源 and 政策工具的限制, 相对于中央政府而言, 地方政府就显得更加偏好支持房地产业的发展, 在土地、金融、舆论导向等方面都向房地产业倾斜, 极力促使本地房地产市场繁荣, 以实现上述目的。

然而, 房地产业对国民经济的强势带动效应虽然可以拉动经济增长, 但也潜藏着隐患: 经济理论分析和国内外实践经验都证明, 在一定条件下, 房地产很容易演变为与债券、股票类似的投机品, 不仅引发房地产本身产业过热, 出现房地产投机泡沫, 而且还能够通过后向关联产业的需求拉动和前向关联产业的供给推动, 引发经济过热。更为严重的是, 经过这种传导机制的放大后, 由房地产热引发的经济过热由于巨大的经济惯性, 即使政府采取强有力的宏观调控措施, 也很难实现平稳的“软着陆”, 常常带来经济的长期紧缩或停滞。因此, 房地产业常常被作为宏观经济是否过热或紧缩的风向标, 也常常是政府宏观调控的首选对象, 并被作为宏观调控是否成功

的风向标。如何实现房地产市场的理性繁荣,既促使房地产业健康发展,又防止产生严重的房地产投机泡沫,影响整个经济的稳定运行与增长,是政府宏观调控的主要任务之一。

1998 年以来,伴随着中国房地产市场的迅速发展,房地产市场逐渐升温,房地产开发投资增长率连续七年保持两位数的高速,2000 年以后更是高达 20%~30%;房地产开发投资占全社会固定资产投资

着城镇住房制度改革而逐步发展起来的,换句话说,中国房地产市场是指城镇房地产市场。1988 年,在烟台、唐山等城市“提租增资、鼓励买房”住房制度改革试点的基础上,国务院下发了《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革实施方案的通知》,开始逐步将实物分配改为货币分配,实现住房商品化。随后,在 20 世纪 90 年代,国务院又分别下发了多个文件,分别就公有住房出售、住房公积金的使用与管理、经济适用房等问题做出了规定;1998 年,国务院决定自 1999 年全面停止住房实物分配,完全实现货币化。从 1998 年起,中国房地产市场持续、高速发展,并引发了房地产泡沫之争。应该承认,中国房地产市场是“政策性市场”,政府政策对市场具有决定性影响。

(一) 房地产开发投资情况

表 1 和图 1 是 1986~2004 年 GDP、全社会固定资产投资与房地产开发投资情况。从宏观经济层面上讲,国际上一般认为,全社会固定资产投资占 GDP 的比重应该控制在 38%以下,否则便认为是出现了经济过热。从表 1 可以看出,中国全社会固定资产投资占 GDP 的比重从 1998 年的 36.3%,一直上升为 2003 年的 47.4%,2004 年更高达 51.3%。显然,出现了宏观经济过热的局面。

从表 1 和图 1 可以看出,房地产开发投资增长率不仅高于同期全社会固定资产投资增长率,还远

二、中国房地产市场发展概况

在回答上述这些问题之前,首先需要了解中国房地产市场发展的基本状况。中国房地产市场是随

表 1 1986~2004 年 GDP、全社会固定资产投资与房地产开发投资情况 单位:亿元、%

年份	GDP	全社会固定资产投资	房地产开发投资	GDP增长率	全社会固定资产投资增长率	房地产开发投资增长率	全社会固定资产投资占 GDP 比重	房地产开发投资占全社会固定资产投资比重	房地产开发投资占 GDP 比重
1986	10202.2	3121.0	100.96	8.8	22.7	—	30.6	3.23	1.0
1987	11962.5	3792.0	149.88	11.6	21.5	48.5	31.7	3.95	1.3
1988	14928.3	4754.0	257.23	11.3	25.4	71.6	31.8	5.41	1.7
1989	16909.2	4410.0	272.65	4.1	-7.2	6.0	26.1	6.18	1.6
1990	18547.9	4517.0	253.25	3.8	2.4	-7.1	24.4	5.61	1.4
1991	21617.8	5595.0	336.16	9.2	23.9	32.7	25.9	6.01	1.6
1992	26638.1	8080.0	731.2	14.2	44.4	117.5	30.3	9.05	2.7
1993	34634.4	13072.0	1937.51	13.5	61.8	165.0	37.7	14.82	5.6
1994	46759.4	17042.9	2554.08	12.6	30.4	31.8	36.4	14.99	5.5
1995	58478.1	20019.3	3149.02	10.5	17.5	23.3	34.2	15.73	5.4
1996	67884.6	22913.6	3216.44	9.6	14.5	2.1	33.8	14.04	4.7
1997	74462.6	24941.1	3178.37	8.8	8.8	-1.2	33.5	12.74	4.3
1998	78345.2	28406.2	3614.23	7.8	13.9	13.7	36.3	12.72	4.6
1999	82067.5	29854.7	4103.2	7.1	5.1	13.5	36.4	13.74	5.0
2000	89468.1	32917.7	4984.05	8.0	10.3	21.5	36.8	15.14	5.6
2001	97314.8	37213.5	6344.11	7.5	13.1	27.3	38.2	17.05	6.5
2002	105172.3	43499.9	7790.92	8.3	16.9	22.8	41.4	17.91	7.4
2003	117251.9	55566.6	10153.8	9.3	27.7	30.3	47.4	18.27	8.7
2004	136515.0	70073.0	13158.25	9.5	26.1	29.6	51.3	18.78	9.6

资料来源:1986~2003 年的数据来自于《中国统计年鉴》(1985~2004);2004 年 GDP、全社会固定资产投资数据及增长率来自于《2004 年国民经济和社会发展统计公报》,国家统计局网站 2005 年 3 月 1 日;以上数据经作者计算整理。

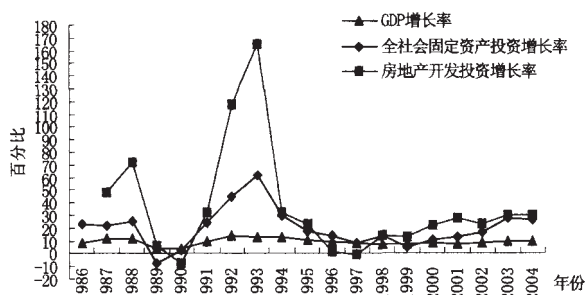


图1 1986~2004年GDP、全社会固定资产投资和房地产开发投资增长率

远高于同期GDP增长率。1992、1993两年是中国房地产市场过热发展的高峰,房地产开发投资增长率分别高达117.5%和165%,出现了极大的投机泡沫,典型事件是北海房地产投机炒作,迫使中央政府严厉打压。虽然由于惯性作用,使得1994、1995两年的房地产投资率仍高达31.8%和23.3%,但1996、1997连续两年出现紧缩,1996年房地产投资增长率急剧下降为2.1%,1997年竟出现了负增长。

1997年,受亚洲金融危机的影响,中国经济出现低迷,为拉动内需,政府出台了一系列刺激经济增长的积极宏观政策,包括大力鼓励房地产业发展。1998和1999年,房地产开发投资增长率恢复为13.7%和13.5%;2000年就急剧增长为21.5%,2003和2004年更分别增长为30.3%和29.6%。与此同时,国际公认的房地产开发投资占全社会固定资产投资比重的警戒水平为10%,而中国房地产开发投资占全社会固定资产投资的比重由1998年的12.72%,稳步上升为2004

年的18.78%,远远超过10%的警戒水平。此外,国际公认的房地产开发投资占GDP的比重不能超过5%,而中国房地产开发投资占GDP的比重从1999年开始就达到5%的预警线,此后一路攀升,2004年高达9.6%。因此,从房地产开发投资的情况来看,中国房地产市场出现了过热的局面。

(二) 房地产竣工、销售及空置情况

表2和图2是1987~2004年商品房竣工、销售

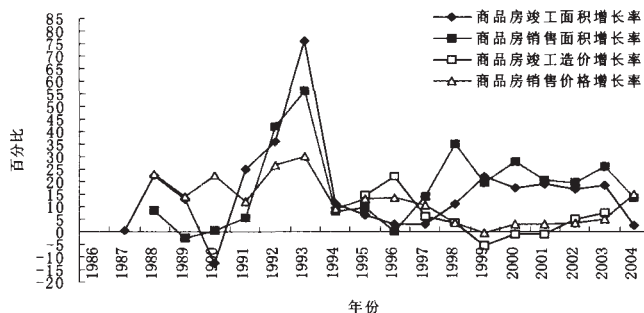


图2 1986~2004年商品房竣工、销售面积以及竣工造价、销售价格增长率

及空置情况,其中商品房空置面积等于当年商品房竣工面积减去商品房销售面积,商品房空置率等于当年的商品房空置面积与前后3年商品房竣工面积的移动平均值。从表2和图2可见,1998年后商品房销售面积增长率高于竣工面积增长率,但商品房空置面积仍然保持年均6600万 m^2 的规模,并且虽然商品房空置率总体上呈现下降趋势,但继续维持在年均24%的高位水平上,这还没有考虑购房者购房后等待机会而没有出租或出售的商品房面积,因此,商品房销售情况不容盲目乐观。

(三) 商品房竣工造价与销售价格

从表3和图2可见,1994~2003年,商品房竣工造价年均增长5.3%,但从1996~2003年,商品房竣工造价年均增长仅为1.9%,基本保持稳定。与此同时,商品房销售价格年均增长7.6%,2004年更高达15%,总体上销售价格增长率要高于竣工造价增长率,这说明商品房竣工造价对销售价格影响不大,

表2 1987~2004年商品房竣工、销售及空置情况

单位: 万 m^2 、%

年份	商品房竣工面积	商品房竣工面积增长率	商品房销售面积	商品房销售面积增长率	商品房空置面积	商品房空置面积增长率	商品房空置率	商品房空置率增长率
1987	3462.0	0.7	2697.24	—	764.76	—	—	—
1988	4247.0	22.7	2927.33	8.5	1319.67	72.6	31.6	—
1989	4808.0	13.2	2855.36	-2.5	1952.64	48.0	44.2	39.9
1990	4196.0	-12.7	2871.54	0.6	1324.46	-32.2	27.9	-36.9
1991	5244.0	24.9	3025.46	5.4	2218.54	67.5	40.1	43.7
1992	7144.0	36.2	4288.86	41.8	2855.14	28.7	34.3	-14.5
1993	12564.0	75.9	6687.91	55.9	5876.09	105.8	52.4	52.8
1994	13950.0	11.0	7230.35	8.1	6719.65	14.4	48.7	-7.1
1995	14873.8	6.6	7905.94	9.3	6967.86	3.7	47.3	-2.9
1996	15356.7	3.2	7900.41	-0.1	7456.29	7.0	48.6	2.7
1997	15819.7	3.0	9010.17	14.1	6809.53	-8.7	41.9	-13.8
1998	17566.6	11.0	12185.30	35.2	5381.3	-21.0	29.5	-29.6
1999	21410.8	21.9	14556.53	19.5	6854.27	27.4	32.1	8.8
2000	25104.9	17.3	18637.13	28.0	6467.77	-5.6	25.4	-20.9
2001	29867.4	18.9	22411.9	20.3	7455.5	15.3	24.9	-2.0
2002	34975.8	17.1	26808.29	19.6	8167.51	9.6	23.0	-7.6
2003	41464.1	18.6	33717.63	25.8	7746.47	-5.2	19.5	-15.2
2004	42500.0	2.5	38231.64	13.4	4268.36	-44.9	15.3	-21.5

资料来源:1986~2003年的数据来自于《中国统计年鉴》(1985~2004);2004年的数据来自于牛凤瑞等:《中国房地产发展报告(No.2)》,社会科学文献出版社,2005年;以上数据经作者计算整理。

商品房销售价格上涨主要是由供给以外的因素引起的。由于商品房竣工造价包括了建筑材料造价、土地造价等，因此，“高建材价、高地价引发高房价”是不成立的。

(四) 收入—房价比情况

根据城镇人均可支配收入和城镇家庭平均人口数据，我们计算出了 1994~2004 年间的中国城镇家庭可支配收入，如表 3 所示。然后，根据 2002 年以来的城镇居民人均建筑面积数据（平均为 23.4m²，我们按照 25m² 计算），再利用当年的商品房销售价格，我们计算了城镇居民家庭可支配收入与购买 75m² 商品房支出之间的比例——即通常所称的房价收入比，结果如表 3 所示。可以看出，与国际上公认的房价收入比合理范围 3~6 相比，中国历年的房价收入比都偏高，平均在 8.2 左右。此外，上述结果是根据城镇居民现有的人均建筑面积计算的，而现实中城镇居民购买家庭的商品房远远超过 75m²，如果以每户城镇家庭购买的商品房面积为 100m² 的标准计算，中国房价收入比变得很高，平均在 10.9 左右。在北京、上海等城市，房价收入比更高，大约在 12 左右。

(五) 房地产开发资金来源情况

从表 4 可以看出，1997~2004 年，中国房地产开发资金主要有 3 个来源，国内贷款、企业自筹资金及其他资金来源，所占比重大平均分别为 22.6%、27.8%和 45.5%。然而，应该指出的是，在其他资金来源中，大约 80%左右是购房者的定金和预付款，而这部分资金绝大多数（大约 80%左右）来自于个人住房消费贷款。据此可以大体估计出房地产开发资金主要来源于银行体系的商业贷款，比例大约在 52%左右。1998~2004 年，中国个人住房贷款年均增长近

表 3 1994~2004 年商品房造价、售价及城镇居民可支配收入情况 单位：元 / m²、元、%

年份	商品房竣工造价	商品房竣工造价增长率	商品房销售价格	商品房销售价格增长率	人均可支配收入	人均可支配收入增长率	家庭可支配收入	房价收入比 (75 m ²)	房价收入比 (100 m ²)
1994	797	—	1408.6	9.1	3496.2	35.6	11467.5	9.2	12.3
1995	911	14.3	1590.9	12.9	4283.0	22.5	13834.2	8.6	11.5
1996	1111	21.9	1806.4	13.5	4838.9	12.9	15484.5	8.7	11.7
1997	1175	5.8	1997.2	10.6	5160.3	6.6	16461.4	9.1	12.1
1998	1218	3.7	2062.6	3.3	5425.1	5.1	17360.3	8.9	11.9
1999	1152	-5.4	2052.6	-0.5	5854.0	7.9	18381.6	8.4	11.2
2000	1139	-1.1	2111.6	2.9	6280.0	7.3	19656.4	8.1	10.7
2001	1128	-0.9	2169.7	2.8	6859.6	9.2	21264.8	7.7	10.2
2002	1184	4.9	2250.2	3.7	7702.8	12.3	23416.5	7.2	9.6
2003	1273	7.5	2359.5	4.9	8472.2	9.9	25501.3	6.9	9.3
2004	—	—	2713.9	15.0	9422.0	11.2	28360.2	7.2	9.6

资料来源：同表 2。

98%，房地产开发企业和建筑施工企业贷款年均增长超过 25%，速度世界少有。这意味着房地产业的风险主要依靠商业银行体系来承担，房地产市场一旦出现危机，很容易演变成金融危机，并容易引发经济体系整体震荡。

(六) 房地产土地开发及购置情况

从表 5 可以看出，1997~2003 年，历年完成房地产土地开发面积稳步上升，年均增长率为 20.1%，待开发土地面积以年均 3.5%的速度增加。2004 年，房地产土地开发面积首次出现下降，幅度为 10.9%。1997~2004 年，历年土地购置面积以年均 29.2%的速度急剧上升，这也使得土地购置费用以年均 42.3%的速度急剧上升；但单位土地购置费用绝对

表 4 1997~2004 年房地产开发资金来源情况 单位：万元、%

年份	本年资金来源小计	国内贷款	所占比重	利用外资	所占比重	自筹资金	所占比重	其他资金来源	所占比重
1997	38170650	9111902	23.9	4608565	12.1	9728831	25.5	14547872	38.1
1998	44149422	10531712	23.9	3617581	8.2	11669821	26.4	18118509	41
1999	47959012	11115664	23.2	2566022	5.4	13446210	28	20631956	43
2000	59976309	13850756	23.1	1687046	2.8	16142122	26.9	28192905	47
2001	76963877	16921968	22	1357044	1.8	21839587	28.4	36705562	47.7
2002	97499536	22203357	22.3	1572284	1.6	27384451	28.1	46198961	47.4
2003	1.32E+08	31382699	23.8	1700040	1.3	37706891	28.6	61060503	46.3
2004	1.72E+08	31584100	18.4	2282000	1.3	52075600	30.3	85625900	49.9

资料来源：同表 2。

表 5 1997~2004 年房地产土地开发及购置情况 单位：万 m²、亿元、元 / m²、%

年份	土地开发面积	待开发的土地面积	土地购置面积	土地购置费用	单位土地费用	土地开发面积增长率	待开发土地面积增长率	土地购置面积增长率	土地购置费用增长率
1997	7371.3	17670.1	6641.7	247.6	372.8	—	—	—	—
1998	7730.1	13530.7	10109.3	375.4	371.3	4.9	-23.4	52.2	51.6
1999	9319.6	13505.2	11958.9	500.0	418.1	20.1	-0.2	18.3	33.2
2000	11666.1	14754.8	16905.2	733.9	434.1	25.2	9.3	41.4	46.8
2001	15315.8	14582.1	23409.0	1038.8	443.8	31.3	-1.2	38.5	41.5
2002	19416	19178.7	31356.8	1445.8	461.1	26.8	31.5	33.9	39.2
2003	22166.3	21782.6	35696.5	2055.2	575.7	14.2	13.6	13.8	42.1
2004	19740.2	—	39984.7	—	—	-10.9	—	12.0	—

资料来源：同表 2。

水平比较低,也较为稳定,1997~2003 年,单位土地购置费用增长率平均为 3.6%,只是 2004 年高一些,达到 24.9%。由此可见,1998 年后,房地产土地供应并不紧张,单位土地购置费用也较低,因此,“地荒论”和“高地价”导致了“高房价”的结论是很难站住脚的。

除了上述情况,中国房地产市场还表现出整体供给过剩与价格持续上涨同时并存的非均衡;商品房中的住宅、别墅、商业营业用房和经济适用房等结构非均衡;东、中、西部地区 and 北京、上海等主要大中城市的地区非均衡;土地转让价格(一级市场价格)、商品房销售价格(二级市场价格)与二手房价格(三级市场价格)上涨较大和房屋租赁价格(四级市场价格)基本保持稳定非均衡等特点。总体来说,在经历了 1992~1993 两年的泡沫阶段和 1996~1997 两年的紧缩阶段后,1998 以来,无论是从房地产开发投资、空置率和销售价格,还是从收入—房价比和土地购置面积的角度来看,中国房地产市场都呈现过热局面。

三、关于泡沫的经济学 基本理论与研究

从 17 世纪开始,西方国家陆续发生泡沫经济事件。最早发生的泡沫经济事件,是 1636~1637 年荷兰的“郁金香热”;另一个例子是 1719~1720 年发生在英国的“南海泡沫”,以及 18 世纪巴黎出现的“密西西比泡沫”。在中国,20 世纪 80 年代,长春发生了“君子兰泡沫”事件,1992~1993 年,北海发生了“房地产泡沫”经济事件。每一次泡沫事件的发生,都促使人们更加深入地认识泡沫的真正涵义。

《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对泡沫所作的定义是,“一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价,开始价格上升会使人们产生还要涨价的预期,于是又吸引新买主——只想通过买卖牟取利润,对资产本身使用和产生盈利能力不感兴趣。随着涨价常常是预期逆转,接着是价格暴跌,最后以金融危机告终。”严格来讲,这只是对泡沫的产生、膨胀和破灭过程的描述,而不是泡沫的真正定义。

中国《辞海》对泡沫的解释是,“虚拟资本过度增长与相关交易持续膨胀日益脱离实物资本增长和实业部门成长,金融、证券、地产价格飞涨,投机交易极为活跃的经济现象。”这一解释,描述了泡沫的表现,但仍然构不成泡沫的严格定义。但我们从

这两个定义中可以看出,泡沫与人们的预期和投机紧密相连,或者说,泡沫产生于预期和投机。

长期以来,资产投机理论和泡沫一直受到经济学家的关注。Milton-Friedman(1953)认为不存在不稳定的投机活动,因为一个深具不稳定性的投机者往往在价格上升时买进,价格下跌时卖出,“高买低卖”将使他们亏损或破产。同时,如果市场投机中的反馈交易者占据了主导地位,那么投机交易会放大资产价格波动的幅度。Hirshleifer(1975)和 Feiger(1976)等认为主观信念的不同将诱发投机行为。一些投资者明知某些资产价格高于实际价值,但其确信将来会有更多的人愿意以更高的价格购买,因此不断购进此种资产。这种由于主观信念不同而导致的投机行为常常形成资产价格的系统性偏差,最终形成泡沫。Harrison 和 Kreps(1978)认为,如果投资者拥有随时出售某些资产的权利和可能性,那么投资者就愿意支付更高的价格,并显示出投机特性。从经济总体来看,资产流动中价值没有增加,但投资者支付了更高价格,因此存在资产泡沫。Kindleberger(1989)认为,局内的投机者把资产价格抬得很高,在高峰时卖给局外的投机者;局外的投机者高价买进、低价卖出。在经济扩张期,投机者常具有一种“幼稚”的预期,即繁荣会无限期持续,或至少足够长,以致可以使最初投机者出售所拥有的资产给另外风险偏好更大的投机者,从而获利。

对泡沫现象进行系统而富有成果的研究始于 20 世纪 70 年代所谓“理性泡沫”的研究。Blanchard 和 Fischer(中文版,1998)给出了理性泡沫的明确定义。如果人们对某种商品的价格预期满足理性预期方程: $P_t = \alpha E_t P_{t+1} + c x_t$, 则 $P_t = c \sum_{i=0}^{\infty} \alpha^i E_t x_{t+i} + \alpha^{T+1} E_t P_{t+T+1}$ 。当 $|\alpha| < 1$ 且 x 预期值增长率不大于 $(1/\alpha) - 1$ 时, $c \sum_{i=0}^{\infty} \alpha^i E_t x_{t+i}$ 收敛。如果 $\lim_{T \rightarrow \infty} \alpha^{T+1} E_t P_{t+T+1} = 0$, 则 $P_t = P^* = c \sum_{i=0}^{\infty} \alpha^i E_t x_{t+i}$ 就是理性预期方程的解,称为基本解,也就是商品的基本价值。如果存在一个鞅过程: b_t ; $b_t = \alpha E_t b_{t+1}$ ①, 则 $P_t = P^* + b_t$ 也是理性预期方程的解。由于 $|\alpha| < 1$, 当 $b_t > 0$ 时, $\lim_{T \rightarrow \infty} E_t b_{t+T} = \alpha^{-T} b_t \rightarrow \infty$; 当 $b_t < 0$ 时, $\lim_{T \rightarrow \infty} E_t b_{t+T} = \alpha^{-T} b_t \rightarrow -\infty$, 因此 b_t 形象地刻画了引起商品价格暴涨暴跌的泡沫成分,定义 $b_t = P_t - P^*$ 为“理性泡沫”,即商品市场价格超过其基本价值的部分。

在一般均衡框架下, Tirole(1982)证明在时期无限、市场交易者有限的情况下不可能存在泡沫; Tirole(1985)和 Weil(1987)证明在时期有限、市场交易者无限的情况下,当经济动态有效时不可能存

在泡沫, 当经济动态无效时不仅稳定的泡沫可以存在, 而且泡沫对经济整体是一种帕累托改进^②。

Shiller(1981)对股票市场泡沫进行了实证研究, 拒绝了股票价格具有超常易变性的假设, 这引发了经济学界的强烈反应和随后研究。Flavin(1983)、Marsh 和 Merton(1986)从变量的平稳性角度对 Shiller 的方法提出质疑; Merton(1987)认为 Shiller 拒绝的是‘资本市场有效性’和‘理性泡沫存在性’的联合假设, 而这两者应当分别予以检验。由此 West(1987)构造了两步检验方法, 结果同样拒绝了资产价格超常易变性的存在。另外, Flood 和 Garber(1980)对德国的恶性通货膨胀进行了研究, 以试图证明泡沫的存在, 但结果表明, 泡沫在恶性通胀中似乎也不存在。

早期的研究都是对泡沫进行一般意义上的分析和讨论, 并不涉及具体的市场结构; 另外, 理论研究没有得到一致的、具有普遍意义的理论成果。实证研究的结论又与人们的直觉相差甚远甚至相反, 因此, 20 世纪 80 年代以来, 经济学家分析泡沫时对现实的市场结构考虑得更多。Campbell 和 Kyle(1988)建立了股票市场的‘噪声交易’模型; Delong(1990)建立了行为人正反馈基础上的资产定价模型; Allen 和 Gorton(1991)证明, 即使所有参与者都是理性的, 投资者和资产组合管理者之间的代理问题也会产生泡沫; Allen 等(1993)还指出, 资产市场的信息不对称使价格操纵成为可能, 并最终导致资产出现价格泡沫。

沿着上述投机泡沫理论, Case 和 Shiller(1989)、Abraham 和 Hendershott (1995)、Ito 和 Iwaisako (1995)、Levin 和 Wright (1997)、Muellbauer 和 Murphy(1997)等对房地产市场的投机问题作了大量研究, 发现房地产投资中确实存在投机行为, 并且是房地产价格的决定因素之一, 房地产开发商的投机性预期是决定未来房地产价格波动的关键因素之一。Wong(1998)以泰国地产泡沫为背景, 建立了一个动态模型, 研究了在经济过热、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以及人们预期之间的相互作用所产生的‘羊群效应’在地产泡沫产生和膨胀过程中的作用机制。Krugman(1999)认为, 房地产市场中的所有泡沫都是由银行融资而产生的。Allen 等(1998)认为银行等金融中介的代理问题导致了资产泡沫的产生。谢经荣等(2002)在 Allen 等人的基础上, 建立了一个房地产商和银行都参与的资本市场局部均衡模型, 证明了房地产价格与银行信贷数量相关, 资产回报的不确定性将产生房地产泡沫, 而人

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将使房地产泡沫变得更加严重。

总结上述投机泡沫研究成果, 我们可以将投机泡沫重新加以定义: 投机泡沫(简称泡沫)是指由于市场交易主体系统性上涨预期和投机而引发的资产价格脱离市场基础决定的基本价值的持续上涨, 其本质上是一种价格运动现象。

影响泡沫形成的主要因素有 3 种: (1) 预期, 即对与当前决策有关的经济变量的未来值的预测。这又可以分成两种, 一是同质预期, 即市场交易主体对资产价格走向预期相同、涨跌方向看法一致, 这是形成投机的基础。二是需求预期与价格预期的正反馈机制。与价格上升、需求下降的一般情况不同, 此时价格预期越高, 投机者预期的资本收益率会越大, 因而需求预期越高, 也就是人们常说的‘跟涨不跟跌’。(2) 投机行为, 即市场交易主体不关心资产本身能否使用, 而只是通过不断地买进卖出, 赚取价格差或其他收益。(3) 有限理性, 市场信息的不完整性和不对称性、预期的非同质性以及存在大量‘愚笨’的投资者等, 使得资产价格脱离了市场基础。泡沫一旦形成, 会放大经济的正常波动幅度, 使经济体系的不稳定性加大; 扭曲价格信号和市场机制, 导致资源配置低效率或无效率; 引发经济过热和通货膨胀, 导致金融危机和信用危机; 重新分配社会财富, 使收入差距拉大, 贫富分化强化。因此, 无论是理论界还是实业界、政府, 都对泡沫极为关注。

四、中国房地产市场泡沫存在与否的争论

根据上文投机泡沫的一般定义, 我们可以得到房地产投机泡沫的定义: 房地产投机泡沫(简称房地产泡沫)是由于房地产开发商和购房者对未来房地产价格具有系统性上涨预期, 进而各自采取群体性投机行为, 使得房地产价格脱离市场基础所决定的基本价值而持续上涨。投机、预期和有限理性仍然是房地产泡沫形成的主要原因。根据地理区域不同, 房地产泡沫可分为特定地区或城市的局部泡沫和全国性整体泡沫两种类型, 本文主要研究全国性整体泡沫。

前文得出了中国房地产市场过热的结论, 那么是否过热就意味着存在泡沫了呢? 答案是不一定。房地产市场‘过热’可以分为整体过热和局部

过热两种类型, 主要影响因素包括房地产开发投资, 商品房竣工面积、销售面积、开发面积等, 商品房销售价格, 商品房开发贷款, 土地开发及购置, 购房者的购买需求等方面。

从影响因素角度看, 房地产市场整体过热是指上述影响因素全部或绝大多数出现过热, 进而导致市场整体过热。房地产市场局部过热是由某种或某些因素过热引发, 既可能指房地产开发投资过热, 也可能指商品房销售价格过热, 还可能指土地开发及购置过热等。除了价格之外, 其中某种或某些因素过热既可能导致房地产市场整体过热, 也可能对房地产市场影响较小, 甚至被其他仍然保持正常的因素中和或抵消, 因而只引发房地产市场局部过热, 不会导致整体过热。例如, 虽然商品房竣工面积大幅度增加, 但同时商品房销售面积也同比例增加, 从而使销售价格继续在市场基础决定的基本价值基础上保持稳定, 并不会出现泡沫。

从地理区域角度看, 房地产市场整体过热是指全国房地产市场出现了全局性过热, 局部过热则指某些特定地区或城市房地产市场过热。根据地理范围和传播机制的不同, 局部地区或城市房地产市场过热既可能导致其他地区或城市房地产市场过热, 并最终引发全局性过热; 也可能只限定在本地区或城市, 不会产生连锁反应和示范效应。

房地产泡沫是指房地产价格在一定时期内偏离市场基础决定的资产基本价值, 高于基本价值、并持续上涨的价格运动和现象, 主要强调的是价格因素。由此可见, “房地产市场过热” 的含义要比 “房地产市场泡沫” 广泛得多。只有那些由于房地产价格高于基本价值并持续上涨而引发的房地产市场过热才与房地产市场泡沫含义相同, 而由价格以外的其他因素引发的房地产市场过热并不等于房地产市场泡沫 (当然, 如果最终导致房地产价格高于基本价值并持续上涨, 此时 “过热” 与 “泡沫” 涵义一致)。

目前, 对中国房地产业出现的房地产价格、房地产投资、商品房空置率、收入—房价比、商品房开发贷款、土地购置面积持续过热的现象, 政府官员、专家学者和实业界人士分别提出了三种观点, 即泡沫论、非泡沫论、存在泡沫危险论, 并展开了激烈的争论。

1. 泡沫论。以金融界人士和部分学者为代表, 认为中国房地产市场投机泡沫不但已经存在, 而且还

非常严重。代表人物是中国人民银行行长周小川、中国社科院金融研究所研究员易宪荣等人。2003 年 7 月 29 日, 周小川指出从货币供应量的过度增长到出现通胀, 至少有半年的时滞, 而这种压力转移到资产, 如房地产、股票及其他投资价格上, 形成资产泡沫, 其时滞可能更长, 危害也更大。因此, 中央银行要增强货币政策和金融宏观调控的前瞻性和科学性, 而不是等到已经出现明显的通胀时才采取措施。这是周小川第一次公开指出房地产业存在泡沫, 也因此成为向中国房地产业开炮的第一位高级政府官员。随后, 央行采取了一系列加息、限贷、提高准备金等 “挤出” 房地产泡沫的措施。易宪荣则连续发表了多篇文章, 言词更为激烈, 认为房地产正要挟整个国内经济, 泡沫也越来越大。著名经济学家魏杰、张曙光, 国家发改委经济研究所王小广等人也赞同此论, 大部分购房者 (包括投机者) 也认为房地产市场已经产生泡沫。

2. 非泡沫论。以建设部政策研究中心为代表, 认为中国房地产市场不存在泡沫。2003 年 10 月, 建设部政策研究中心关于国内房地产的报告认为中国的房地产不存在泡沫, 理由有三: 一是目前的房地产需求是真实需求, 因为 2020 年以前城镇居民快速增加, 中国人口的城市化对房地产有很大的需求; 二是商品房空置率在下降; 三是如果国内房价下降, 首先是广大有房居民住房资产缩水, 因此, 国内有些城市房地产过热只是局部的, 目前国内房地产的风险尚在可控制范围内。中国房地产及住宅研究会一些会员和领导以及部分学者也持相同观点。应该着重指出的是, 房地产开发商正结合为 “自觉的利益集团”, 出现了代言人, 干预舆论和政策。其基本观点是, 目前国内房地产市场不存在泡沫; 房价还要上涨 20 年、最多只是上涨幅度降低; “土地荒” 和 “高地价” 导致 “高房价”; 房地产市场是富人和投机者的市场; 一般居民的住宅问题不应该通过房地产市场来解决, 而应该由政府解决等。

3. 存在泡沫危险论。该观点以建设部部长汪光焘、建设部副部长刘志峰、原国家经贸委副秘书长马建堂、中国房地产业协会副会长顾云昌为代表, 认为中国房地产市场已经过热, 存在泡沫危险。2003 年 3 月 18 日, 建设部部长汪光焘表示, 将对房地产市场进行认真研究和监控, 既要让房地产有一定发展, 又要注意控制发展规模, 防止房地产泡沫经济, 并会注重与国土资源部配合开展工作。建设

部刘志峰副部长认为,目前部分地区和城市投资增幅过大、土地供应过量、价格上涨过快,出现了不同程度的过热、虚热和结构性问题,存在较严重的市场风险。2003年4月28日,原国家经贸委副秘书长马建堂认为,2003年第1季度,房地产投资在上年高基数的基础上,增幅仍高达34.9%,比上年全年高13%,房地产市场确实出现局部过热和结构性问题。

中国房地产是否存在泡沫之争已经演变为不同利益集团的利益之争,除了各个利益集团各自寻找代言人,以影响舆论和政策等深层次原因之外,直接原因在于各方对房地产泡沫的释义采用了不同口径,各言其是,造成泡沫释义扩大化以及缺乏客观的数据判定标准,将房地产开发投资快速增长等现象都归结为泡沫。事实上,房地产开发投资,商品房竣工面积、销售面积、开发面积,商品房开发贷款,土地开发及购置,购房者的购买需求等增长迅速,只是房地产市场过热的表现,有可能导致泡沫,并不能据此就断定出现泡沫。即使商品房销售价格持续上涨,也不能轻易断定一定存在泡沫,而必须考察由市场基础决定的房地产基本价值情况,才可以确定泡沫是否存在,程度如何。这就需要在上述房地产投机泡沫定义的基础上,确定房地产的基本价值,进而分析中国房地产市场投机泡沫是否存在,以及程度如何。

五、中国房地产市场的泡沫度

(一) 房地产商品的基本价值、泡沫及泡沫度

不同的学者定义房地产商品基本价值的角度和方法不尽相同。本文在袁志刚等人(2003)的研究成果基础上,将引入金融中介之前、一般竞争均衡状态下的房地产价格定义为“房地产基本价值”^③,作为分析的基础。

由于不存在金融中介,因此消费者只能依靠自己的可支配收入购买商品,房地产开发商只能依靠自有资金维持运转。对于消费者而言,本文假定:(1)市场上最终销售的房地产对任意消费者而言都是同质的。(2)一般商品 G 和总价值为 $V=PH$ 的房地产都能给消费者带来效用,其中 P 为房地产销售价格, H 为消费者购买的房地产面积数量,并且房地产的使用寿命足够长。(3)消费者效用函数为对数型、加法可分,并且房地产给消费者带来的效用是分期实现的,贴现率为1,总期望效用 U 为各期效用的简单加总^④。(4)消费者在每一年的可支配收入

人 YD_t 保持不变。这样,在可支配收入不变的约束条件下,消费者决定自己的购房数量,以最大化总期望效用:

$$\max_{H_{t+i}} E_t U^S = \sum_{i=0}^{\infty} \{ \ln G_{t+i} + \ln (E_t P_{t+i} g H_{t+i}) \}$$

$$s.t.: G_{t+i} + E_t P_{t+i} g H_{t+i} = YD_t$$

$$\text{上述规划的一阶条件为: } (E_t P_{t+i} g H_{t+i})^S = YD_t / 2 \quad (1)$$

(1)式是典型消费者的需求函数,加总后可得到房地产的市场需求函数。

对于房地产开发商而言,只能依靠自有资金提供住房,各期利润等于售房收入减去建房成本再减去自有资金的机会成本。我们假定:(1)按照当年社会平均资本收益率 r_t 获得的收益作为房地产开发商投入的一定比例 δ ($0 \leq \delta \leq 1$) 自有资金的机会成本。(2)房地产开发商各期利润的贴现率为1,总期望利润为各期利润的简单加总。(3)房地产开发商建房成本 c 是建房数量 H 的二次函数,以便符合边际成本递增的现实。建房成本 c 反映了政府的土地政策、房地产宏观调控政策和通货膨胀等多种外生因素的影响。(4)房地产商的自有资金 B 保持不变。因此,房地产开发商的问题变为在自有资金保持不变的条件下,决定建房面积数量以最大化自己的总期望利润:

$$\max_{H_{t+i}} E_t \Pi^S = \sum_{i=0}^{\infty} \{ E_t P_{t+i} g H_{t+i} - c_t H_{t+i}^2 / 2 - r_t g \delta g B \}$$

$$s.t.: c_t H_{t+i}^2 / 2 = \delta g B$$

上述最优规划的一阶条件为:

$$(E_t P_{t+i})^S = c_t H_{t+i} (1 + r_t) \quad (2)$$

(2)式是代表性房地产开发商的供给函数,加总可得到房地产市场的总供给函数。

联立(1)式、(2)式,我们可以得到一个均衡价格 $P^S = (E_t P_{t+i})^S$ 。此时对购房者而言,一般商品 G 的边际效用和房地产的边际效用之比 $U'_G / U'_V = V/G = 1$;房地产商在 t 年的利润为 $\pi_t^S = B(1 + r_t)$,表示房地产商自有资金投入房地产市场后恰好获得了社会平均利润。因此,房地产市场与其他商品市场达到了一般竞争均衡,此时的房地产市场均衡价格 P_t^* 就是当年房地产商品的基本价值:

$$P_t^* = \sqrt{[c_t (1 + r_t) g D_t] / 2} \quad (3)$$

如果 t 年房地产市场的实际销售价格 P_t 高于基本价值 P_t^* ,即 $P_t = P_t^* + b_t$,则房地产市场将产生和存在投机泡沫。此时: $b_t = P_t - P_t^*$

我们将其称为 t 年的房地产市场投机泡沫(简称房地产泡沫)。

$$\text{定义 } \theta_t = 100\% \cdot b_t / P_t^* \quad (5)$$

为 t 年房地产市场的投机泡沫度 (简称泡沫度)。一般认为, 房地产投机泡沫度该控制在 5% 以内, 否则便易通过乘数带动效应, 导致经济过热。

(二) 中国房地产商品的基本价值、泡沫及泡沫度

下面我们根据上述分析来计算中国房地产商品的基本价值、泡沫和泡沫度。为此, 我们需要具备以下数据系列: 房地产开发商的单位建房成本 c_t , 城镇居民的人均可支配收入 YD_t , 社会平均收益率 r_t , 房地产实际销售价格 P_t 。 TD_t 和 P_t 是现成的数据, 但如果对未来几年进行预测则还欠缺相关数据, 需要进行估计。对于当年的社会平均收益率 r_t , 我们忽略其他因素, 用最接近的当年一年期商业银行贷款利率 i_t 来表示。同时, 我们用商品房竣工造价代替房地产商的单位建房成本 c_t 。利用现有的 c_t 和 P_t 数据, 我们可以进行趋势预测和拟合, 图 3 是利用多项式函数形式对 c_t 和 P_t 进行拟合的结果。

从图 3 可见, 对于商品房竣工造价而言, 1990 年以后才能适用此方程。我们将 1986 年作为第 1 期, 分别得到商品房竣工造价预测方程:

$$c_t = 0.3947t^4 - 17.916t^3 + 278.17t^2 - 1611.9t + 3226.9,$$

其中 $t=5, 6, \dots$ 。

以及商品房销售价格预测方程:

$$P_t = 0.0235t^5 - 1.0573t^4 + 16.124t^3 - 96.245t^2 + 334.29t, \text{ 其中 } t=1, 2, \dots$$

利用上述两个预测方程, 我们计算了 1986~2004 年间的商品房竣工造价预测值和销售价格预测值, 并分别计算了两类预测值与现有实际值之间的差异, 结果如表 6 所示。可以看出, 预测值与实际值之间的差异几乎都控制在 5% 之内, 拟合精确程度是非常高的, 因此, 我们计算出了 1990~1993 和 2005~2008 各年的商品竣工造价和销售价格, 以近似替代这些年份的真实价格。

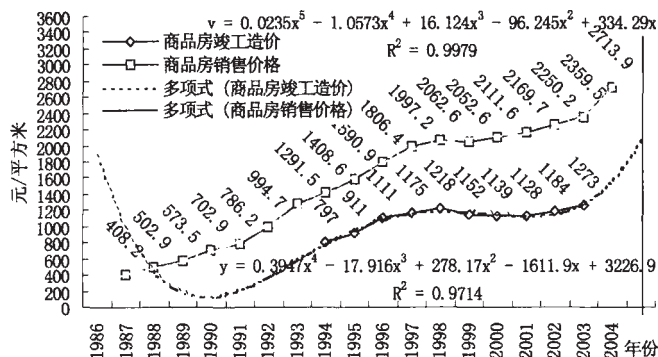


图 3 1986~2004 年商品房销售价格、竣工造价及其趋势

1994~2003 年的建房成本、1990~2004 年的商品房销售价格, 我们采用表 6 所示的真实数据; 1990~1993 和 2005~2008 各年的商品竣工造价和销售价格采用表 6 所示的预测数据。此外, 考虑到中国房地产建设周期较长, 一般都在 1 年左右, 因此, 我们将 (3) 式右端的各项分别滞后一年, 即今年的房地产基本价值是由上一年的建房成本、社会平均收益率和人均可支配收入决定的。(3) 式可改写为:

$$P_t^* = \sqrt{[c_{t-1}(1+r_{t-1})gYD_{t-1}]/2} \quad (6)$$

根据 (4)、(5)、(6) 式, 利用表 6 的数据, 我们可以计算出 1991~2004 年中国房地产基本价值、泡沫和泡沫度。考虑到房地产开发商具有夸大成本的倾向, 以降低自己的名义利润率^⑤, 从而表 6 所示的商品房竣工造价有过高的倾向。为此, 在对业内相关人士进行实际调查的基础上, 我们将表 6 中的商品房竣工造价和商品房竣工造价预测值缩小为原来的 90%, 在此基础上, 可得到房地产基本价值、投机泡沫和泡沫度的修正值, 如表 7 所示。另外, 利用上述公式和商品房竣工造价与销售价格的预测数据, 我们对 2005~2008 年中国房地产基本价值、投机泡沫与泡沫度的情况作了预测, 结果也如表 7 所示。

表 6 1986~2010 年商品房竣工造价与销售价格预测值 单位: 元 / m² %

年份	t	商品房竣工造价	商品房竣工造价预测值	竣工造价预测值与真实值的差异	商品房销售价格	商品房销售价格预测值	销售价格预测值与真实值的差异
1986	1	—	—	—	—	253.1	—
1987	2	—	—	—	408.2	396.4	-2.9
1988	3	—	—	—	502.9	492.1	-2.2
1989	4	—	—	—	573.5	582.6	1.6
1990	5	—	128.8	—	702.9	693.5	-1.3
1991	6	—	211.3	—	786.2	836.2	6.4
1992	7	—	376.4	—	994.7	1010.9	1.6
1993	8	—	578.3	—	1291.5	1209.5	-6.4
1994	9	797	780.4	-2.1	1408.6	1417.9	0.7
1995	10	911	955.9	4.9	1590.9	1619.4	1.8
1996	11	1111	1087.2	-2.1	1806.4	1797.4	-0.5
1997	12	1175	1166.2	-0.7	1997.2	1937.9	-2.9
1998	13	1218	1194.5	-1.9	2062.6	2032.6	-1.5
1999	14	1152	1182.9	2.7	2052.6	2081.9	1.4
2000	15	1139	1151.8	1.1	2111.6	2097.2	-0.7
2001	16	1128	1131.1	0.3	2169.7	2104.1	-3
2002	17	1184	1160.2	-2	2250.2	2145.2	-4.7
2003	18	1273	1287.7	1.2	2359.5	2282.7	-3.3
2004	19	—	1572	—	2713.9	2601.5	-4.1
2005	20	—	2080.9	—	—	3211.8	—
2006	21	—	2891.5	—	—	4252	—
2007	22	—	4090.7	—	—	5891.6	—
2008	23	—	5774.4	—	—	8333.9	—

表 7 1991~2008 年中国房地产基本机制、投机泡沫及泡沫度情况 单位: 元、%

年份	一年期贷款利率	人均可支配收入	滞后一年基本价值	滞后一年投机泡沫	滞后一年泡沫度	滞后一年基本价值修正值	滞后一年投机泡沫修正值	滞后一年泡沫度修正值
1990	9.36	1510.2	—	—	—	—	—	—
1991	8.64	1700.6	326.1	460.1	141.1	309.4	476.8	154.1
1992	8.64	2026.6	441.8	552.9	125.1	419.1	575.6	137.3
1993	10.17	2577.4	643.7	647.8	100.6	610.7	680.8	111.5
1994	10.98	3496.2	906.1	502.5	55.5	859.6	549.0	63.9
1995	10.98	4283.0	1243.5	347.4	27.9	1179.7	411.2	34.9
1996	10.53	4838.9	1471.4	335.0	22.8	1395.9	410.5	29.4
1997	8.64	5160.3	1723.7	273.5	15.9	1635.2	362.0	22.1
1998	7.08	5425.1	1814.8	247.8	13.7	1721.7	340.9	19.8
1999	5.85	5854.0	1880.9	171.7	9.1	1784.4	268.2	15.0
2000	5.85	6280.0	1889.2	222.4	11.8	1792.3	319.3	17.8
2001	5.85	6859.6	1945.7	224.0	11.5	1845.8	323.9	17.5
2002	5.31	7702.8	2023.6	226.6	11.2	1919.8	330.4	17.2
2003	5.31	8472.2	2191.4	168.1	7.7	2078.9	280.6	13.5
2004	5.58	9422.0	2383.0	330.9	13.9	2260.8	453.1	20.0
2005	5.58	10364.2	2796.2	415.6	14.9	2652.7	559.1	21.1
2006	6.08	11400.6	3374.2	877.8	26.0	3201.0	1051.0	32.8
2007	6.58	12540.7	4181.5	1710.1	40.9	3966.9	1924.7	48.5
2008	7.08	13794.8	5228.6	3105.3	59.4	4960.2	3373.7	68.0

注: (1) 2006 年以后的一年期贷款利率是假定每年利率增长 0.5 个百分点得出的。之所以做出这一假定, 是考虑到中国从 1996 年到 2004 年已经连续 9 年降低利率, 从 2004 年开始进入利率增长期。另外, 美国也已经进入利率增长期, 这也促使中国的利率水平随之增长。(2) 2005 年以后各年的人均可支配收入是假定每年增长 10% 得到的。

从表 7 可见, 1991 年后, 中国房地产市场一直存在泡沫。1991~2004 年, 平均每年泡沫的绝对规模为 336.5 元, 泡沫度为 40.6%。其中 1992 和 1993 两年的泡沫最大, 分别为 552.9 元和 647.8 元, 泡沫度也几乎最高, 分别为 125.1% 和 100.6%, 与这两年发生严重房地产泡沫的事实相吻合。从 1994 年起, 中国房地产市场泡沫度逐步下降, 1999 年后基本上稳定在 10% 左右, 但仍然高于 5% 的警戒水平。2004 年快速增长到 13.9%, 说明目前房地产市场不但存在泡沫, 而且还比较严重。如果考察基本价值、泡沫和泡沫度的修正值, 房地产市场的泡沫就更严重了, 因而需要政府采取积极措施挤出泡沫。

此外, 在其他条件保持不变的情况下, 我们对 2005~2008 年的房地产市场泡沫情况进行了简单预测。结果表明, 如果政府不采取措施, 2005 年中国房地产市场的泡沫度将达到 14.9%, 然后迅速升高, 2008 年就将高达 59.4%, 所以政府不仅应该采取宏观调控措施, 而且越快越好, 越有效越好。

六、中国房地产市场投机泡沫的解释

房地产市场之所以能够产生泡沫, 原因在于房地产

商品既是消费品, 又是投机品。作为消费品, 房地产商品主要是满足人们的使用需求, 也遵守供求定律, 即需求量随着价格的上升而减少, 供给量随着价格的上升而增加。此时, 应该注意区别需要和需求。需要是人们的心理和生理要求, 不必有经济基础; 而需求则是指有经济支付能力的有效需求, 不仅反映了对商品的需要, 而且必须有经济能力。因此, 以商品房潜在需要来代替真实的有效需求是非常错误的。建设部政策研究中心认为 2020 年中国城镇居民将增加到 8 亿~8.5 亿人, 人均居住面积为 35m², 以此来计算房地产市场的住房需求就犯了这一错误。

当然, 即使是正常消费品, 房地产也与其他普通商品具有重大区别: (1) 房地产不可移动, 具有空间固定性; (2) 房地产是耐久消费品, 使用寿命很长; (3) 短期内供给弹性很小, 长期内供给可以变化; (4) 不可分割性; (5) 生产非凸性, 即修复、拆除、重建和变更的不连续变化。这些特征决定了房地产商品的供给曲线弹性较小, 需求曲线弹性较大。

当房地产变成投机品时, 预期就变成了影响房地产价格的重要因素, 并且投机者购买房地产的目的不再是满足使用需求, 而是赚取价格差。随着价格上涨, 投机者预期未来的价格会更高, 如果自己在现在(价格较低)购进房地产, 在将来卖出(预期价格更高), 则将获得数额为价格差的利润。在此系统性预期下, 投机者的行为具有“跟涨不跟跌”的特点, 从而形成了房地产价格越高, 需求越大的现象。此时, 房地产市场需求曲线的斜率为正, 向右上方倾斜; 而供给曲线仍然与价格同方向变化, 也向右上方倾斜。

如果需求弹性小于供给弹性, 作为投机品的房地产供求情况如图 4 所示。此时, 房地产市场仍然可以达到均衡, 形成图 4 中的均衡价格 P_1 和 Q_1 产量。当价格高于 P_1 时, 房地产供给大于需求, 迫使价格下降; 当价格低于 P_1 时, 房地产市场需求大于供给, 导致价格上升。因

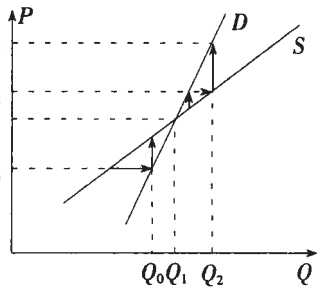


图 4 需求投机者拉动的房地产投机泡沫

此, P_1 和 Q_1 是一个稳定的均衡解。那么为什么房地产价格会偏离这一稳定均衡解, 而引发泡沫呢? 假定最初房地产供给数量为 Q_0 , 价格为 P_0 , 此时供给小于需求, 导致价格上升, 投机者不断低价买入、高价卖出, 以赚取差价利润。最终价格上升到均衡水平 P_1 , 供求在 Q_1 达到均衡。应该说, 此时由于真实价格水平低于均衡水平, 因此投机者认为价格上涨的预期和“低买高卖”的投机行为是理性的。由于惯性和价格会继续上涨的预期 (预期已经是非理性的了), 投机者继续以超过均衡水平的高价格 P_2 买入 Q_2 , 并以更高的价格 P_3 卖给其他风险偏好更大的投机者, 继续套取差价利润, 而差价利润又吸引其他投机者进入房地产市场, 如此循环下去, 直至泡沫破灭。由此可见, 图 4 表示的投机循环泡沫是由投机者的投机需求引起的, 因此可称为需求投机者拉动的房地产投机泡沫。在这种情况下, 差价收益主要由需求投机者获得。

如果需求弹性大于供给弹性, 作为投机品的房地产供求情况如图 5 所示 (此时我们将房地产作为正常消费品情况下的供求曲线和投机情况下的供求曲线合二为一)。 P_1 是将房地产划分为正常消费品和投机品的分界线, 当价格低于 P_1 时, 房地产商品为正常消费品; 当价格高于 P_1 时, 房地产变为投机品, 并且需求弹性大于供给弹性。此时, 房地产市场包括两个均衡解, 如图 5 中的均衡 (P_0, Q_0) 和 (P_2, Q_2) 。其中 (P_0, Q_0) 为稳定均衡解, (P_2, Q_2) 为不稳定均衡解。

当由于投机等其他因素导致房地产价格偏离均衡 (P_0, Q_0) , 并且超过价格 P_1 时, 房地产变成投机品。如果价格高于 P_1 但低于 P_2 , 此时需求大于供给, 在正常情况下价格应该下降, 但在投机情况下, 随着价格的上升, 需求增长的速度快于供给增长的速度, 所以即使供过于求, 房地产市场也能达到不稳定均衡 (P_2, Q_2) 。由于惯性和价格继续上涨的投机预期, 房地产价格将超过 P_2 , 此时需求大于供给, 继续推动价格上涨。

从图 5 可以看出, 超过不稳定均衡点 (P_2, Q_2) 后, 对应于某一特定的价格水平 (如 P_3), 投机需求大于供给; 对应于每一特定的供给水平 (如 Q_3), 房地产供给方的供给价格 P_4 要高于投机者的需求价格 P_3 , 市场不可能出清。然而, 当存在商业银行贷款等其他资金来源时, 可以弥补需求者的资金不足, 仍然可以出清市场。与图 4 不同, 图 5 表示的投机循环泡沫是由供给者的投机供给引起的, 因此可称为供给投机者推动的房地产投机泡沫。在这种情况下, 差价收益主要由供给投机者获得。

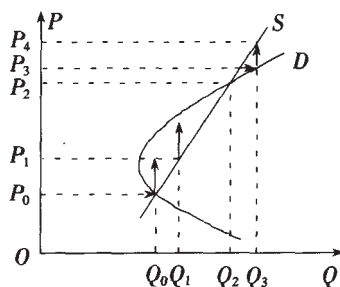


图 5 供给投机者推动的
房地产投机泡沫

在这种情况下, 差价收益主要由供给投机者获得。

利用表 2 和表 6 的数据, 我们可以计算出 1988~2004 年中国房地产市场的需求价格弹性和供给价格弹性, 如表 8 所示。

从表 8 可以看出, 1988~1996 年, 中国房地产市场的需求价格弹性基本上都小于供给价格弹性; 而 1997~2004 年, 中国房地产市场的

需求价格弹性则高于供给价格弹性。因此, 1997~2004 年, 中国房地产市场供求曲线如图 5 高于价格 P_1 以上的投机部分所示。换句话说, 目前房地产市场投机泡沫主要是由供给投机者推动造成的。

中国房地产市场供给主要受到房地产开发商、地方政府和商业银行体系影响。显然, 只要能够保持一定的销售量, 房地产开发商毫无疑问将会积极推动价格上涨, 变成彻底的供给投机者, 以最大程度地牟取利润。地方政府掌握着土地供给, 不仅直接通过土地转让获得收入, 还可通过房地产业带动相关产业发展, 推动地方经济增长, 改进城市建设, 因此地方政府发展房地产业的积极性非常高, 并希望本地房地产市场更加繁荣, 很大程度上也变成了供给投机者。拥有过多存款余额的商业银行体系一直在寻找风险小、收益高的贷款产业, 并普遍认为价格越来越高地房地产业正是这种目标产业, 在各银行的竞争中, 这种预期得到强化, 从而对房地产信贷的条件非常宽松, 一定程度上, 商业银行本身就演变成供给投机者。

据相关人士估计, 在房地产销

表 8 1988~2004 年中国房地产市场
供给弹性和需求弹性

年份	供给价格弹性	需求价格弹性	年份	供给价格弹性	需求价格弹性
1988	1.0	0.4	1997	0.3	1.3
1989	0.9	-0.2	1998	3.4	10.8
1990	-0.6	0.0	1999	-45.1*	-40.1
1991	2.1	0.5	2000	6.0	9.8
1992	1.4	1.6	2001	6.9	7.4
1993	2.5	1.9	2002	4.6	5.3
1994	1.2	0.9	2003	3.8	5.3
1995	0.5	0.7	2004	0.2	0.9
1996	0.2	0.0			

注: 1999 年中国房地产市场供给价格弹性和需求价格弹性之所以与其他年份显著不同, 是因为受到了住房制度改革政策的关键影响。国务院规定从 1999 年起, 完全停止住房实物分配, 全面实施货币化住房改革, 在职工的压力下, 各单位纷纷抢搭“最后一班车”, 从而造成价格弹性异常。

售收入中,开发商所获比例大约为 20%~30%,甚至高达 40%;政府可以获得 30%~40%,其中土地出让金大约占 20%~30%左右,各种税费大约占 10%左右;建筑商可以获得 10%~15%,金融机构可以获得 5%~10%,还有大约 5%~10%的部分作为“非正常”收入流失了。2004 年中国房地产行业实现销售额 10375.7 亿元。根据上述房地产收益大体分配比例,保守估计当年房地产开发商所获利润为 2000 多亿元,平均利润约为 15.8%;地方政府从房地产业获得了 3000 多亿元的收益,房价的 22%是地价,加上多达 40 多种的税费,在很多地方,房地产收入占了地方政府财政收入的一大块,收入非常可观;同年,商业银行体系投放给房地产开发商的信贷资金大约有 3100 多亿元,再加上投放的个人住房消费贷款 20000 多亿元,商业银行体系当年从房地产业获得的利息收入约为 1000 亿元左右。由此可见,房地产开发商、地方政府和商业银行体系的供给投机冲动是多么强烈。

七、中国房地产市场投机泡沫的挤出政策

由投机泡沫的产生原因,就可得到泡沫破灭的条件,进而可以得到挤出中国房地产市场投机泡沫的政策。前文已经指出,预期、投机和有限理性是引发泡沫的主要因素,因此挤出中国房地产市场投机泡沫也应该从这 3 个因素入手。首先,影响市场交易主体的预期,尤其是“跟涨不跟跌”的同质预期,以削弱形成投机的基础。其次,控制市场交易主体的投机行为,防止纯粹“买进卖出、追逐价差”行为成为房地产市场的主流。最后,完善房地产市场交易机制,特别是信息机制,以减弱有限理性引发的非理性行为。

由于中央政府、地方政府和商业银行体系在是否存在房地产泡沫、应该如何挤出房地产泡沫等问题上存在利益冲突和分歧,并且地方政府和商业银行体系一定程度上已经演变为供给投机者,降低房地产价格的积极性不高,所以挤出房地产市场泡沫主要依靠中央政府的政策,但中央政府所采取的金融政策、土地政策、税收政策等很多具体政策措施都需要地方政府执行,因此应该注意中央和地方政策的动态一致性,防止“上有政策,下有对策”。

具体而言,中央政府可以采取下述政策措施挤出房地产市场的投机泡沫。

(一) 控制房地产信贷规模

虽然中国人民银行从 2003 年就开始出台政策,紧缩房地产信贷规模,调高利率,但实施近一年来,效果一般。有些商业银行在追求利润的动机下,仍然向房地产开发商和投机购房者提供巨额信贷。对此,中央政府应当责成央行对房地产业采取更加紧缩的金融政策,不仅提高房地产贷款利率,而且还应严格控制房地产信贷规模,包括继续提高商业银行准备金和房地产开发企业的资本金比例及对第二套、高档住宅的首付比例和贷款利率等措施。

(二) 抑制土地市场投机交易

2004 年“8.31”大限之后,土地市场由原来的协议转让变为“招拍挂”,这种政策把土地价值真正体现出来,提高了土地价格,并且主要由地方政府获得土地溢价。然而,土地市场上交易的很多土地实质上是“招拍挂”之前已经获得的。由于土地政策紧缩,新增用地指标有限,造成土地供应预期紧张,并且在房地产开发商价格上涨预期不变的情况下,虽公开招投标的土地供应量只占交易总量的很小比例,但这种符合市场机制的土地政策却加剧了土地市场的投机行为,并被房地产开发商用来制造“地荒论”,成为“高地价导致高房价”的理由。因此,除实行土地“招拍挂”之外,中央政府还应要求地方政府加大对闲置土地的清理力度,采取征收土地增值税、契税、营业税等措施,严格控制土地的投机交易。

(三) 遏制投机购房需求

针对商品房投机炒作,应提高房地产交易税率。对购买期房、商品房两年以内转手交易的,除了按照国办发[2005]26 号文的规定征收营业税之外,还应检讨原来对出售商品房征收个人所得税、营业税等方面的优惠,严格商品房出售收入个人所得税、营业税等的征收。

大量证据表明,异地“炒房团”基本上都是投机套利者。因此,要控制房地产价格非理性上涨,就要对这类游资的投机套利行为进行严格限制,例如在购房者的身份、购房后的交易条件等方面设置一定的限制条件,将这类投机资金的消极作用控制在最小范围内。

除了遏制投机购房需求之外,还应根据人口、收入等因素制定详细的房地产中长期发展规划,影响人们对房地产价格的预期,使房地产市场摆脱“预期—涨价—再预期—再涨价”的恶性循环。

(四) 完善住房保障制度

“居者有其屋”是经济发展和构建和谐社会的目标之一。在取消公有住房福利分配制度后,中国城镇居民的住房问题主要依靠房地产市场来解决。然而,国内外的实践表明,并不是所有的家庭都可以利用房地产市场实现“住宅梦”;大量低收入家庭的住房问题仅仅依靠市场显然是无法解决的。为此,政府推出了经济适用房政策、廉租房政策等住房保障制度,但实施效果不尽人意。在房地产泡沫高涨的情况下,须重构经济适用房政策、廉租房政策,加大公共资金的投入力度(资金来源可从土地收益中提取),完善住房保障制度。具体措施包括增加经济适用房的供给比例^⑥,重构经济适用房的建造、分配机制,对暂时购买不到经济适用房低收入家庭提供廉租房或直接提供货币补贴等。

(五) 封堵境外投机资金

统计表明,2003 年末中国外汇储备为 4033 亿美元,比 2002 年增加了 1168 亿美元,但贸易顺差仅为 255 亿美元,实际外商直接投资 570 亿美元,缺口约为 343 亿美元。2004 年末中国外汇储备为 6099 亿美元,比 2003 年增加了 2067 亿美元,但贸易顺差仅为 320 亿美元,实际外商直接投资 606 亿美元,缺口约为 1141 亿美元。这些缺口中有大规模的投机资金。由于人民币一直面临升值压力,境外投机资金也预期人民币升值在即,因此大量投机资金进入中国,在中国股市不景气的情况下,这些资金主要进入了房地产市场,促使房价进一步上涨,加剧了房地产泡沫。在人民币短期内不能升值或者升值幅度不大,并且升值预期不能消除的情况下,封堵境外投机资金就显得更为艰难和重要。

(六) 监督地方政府贯彻落实

在上述各项政策中,中央政府能够直接控制的只有信贷政策和汇率政策,其他政策都要由地方政府来具体组织实施。因此,能否“上令下达,不打埋伏”是挤出房地产市场泡沫的关键所在。国办发[2005]8 号文明确要求地方政府“切实负起稳定住房价格的责任”,以“房价上天,乌纱落地”相威胁。但就是在这种“行政责任”压力下,地方政府仍然打了许多“埋伏”——例如,国办发[2005]26 号文第五条规定“享受优惠政策的住房原则上应同时满足以下条件:住宅小区建筑容积率在 1.0 以上、单套建筑面积在 120 平方米以下、实际成交价格低于同级别土地上住房平均交易价格 1.2 倍以下。各省、自治区、

直辖市要根据实际情况,制定本地区享受优惠政策普通住房的具体标准。允许单套建筑面积和价格标准适当浮动,但向上浮动的比例不得超过上述标准的 20%。”结果绝大多数地方政府就以中央政府的最高限额为本地“普通住宅”的标准^⑦。因此,中央政府须采取土地收益、税费等中央—地方分成等更严厉的调控措施,抑制地方政府的房地产投机冲动。

(作者单位:教育部人文社科重点研究基地、东北财经大学产业组织研究中心;责任编辑:尚增健)

注释

①如果对 n , 有 $E(|x_n|) < \infty$, 并且 $E(x_{n+1} | x_1, x_2, \dots, x_n) = x_n$, 则随机过程 $\{x_n, n \geq 1\}$ 被称为鞅(Martingale)。

②经济动态有效性和动态无效性是宏观经济学的重要概念。Romer(2000)指出,当经济中资本存量的积累超过了黄金律水平,即稳态时资本收益率低于经济增长率,经济就处于资本过度积累的“动态无效”状态。此时,如果减少资本积累,增加人均消费,对社会整体福利是一种帕累托改进。

③应该强调指出的是,本文所定义的房地产基本价值既不是任何情况下简单的房地产市场价格,也不是简单的房地产供给成本,而是在综合考虑房地产市场需求和供给以后,不存在金融中介参与并实现了一般竞争均衡状态下的房地产价格。

④如果假定房地产给消费者带来的各期效用的贴现率 $\beta < 1$, 所得到的结论基本一致。

⑤从统计数据来看,1988~2003 年中国房地产行业利润率一直不高,平均为 3.8%。最高年份为 1992 年,全行业利润率为 8.7%,最低年份为 1999 年,利润率为 -0.86%,并且 1997~1999 年 3 年全行业利润率都为负值。2003 年的利润总额最高,也仅为 43.0 亿元,而当年的总投资为 10153.8 亿元,利润率仅为 4.2%。与此同时,除了本文所说明的开发投资、竣工面积等指标迅速增长外,房地产业的企业个数由 3536 猛增到 37123,从业人数由 12.7 万猛增到 120.5 万,并且许多房地产企业都登上了财富排行榜。显然,现实中房地产商故意夸大成本,以降低利润率,房地产业的利润率并不像统计数据显示的那样低。

⑥建设部明文要求各地住宅建设 70% 应为经济适用房,但各地经济适用房总量却只占住宅总量的 10% 左右,经济适用房的供给总量明显不足。此外,从房地产开发投资看,经济适用房投资由原来占房地产开发投资总额的 10% 一路下降,到 2004 年,仅占 4.61%。

⑦例如,南京市将小区容积率 1.0 以上、面积 140 平方米以下、房价 8000 元/平方米以下的住房定义为“普通住房”;大连市则将小区容积率 1.0 以上、面积 144 平方米以下、房价 6000 元/平方米以下的住房定义为“普通住房”。然而,在普通消费者眼里,这样的住房很难再被称为“普通住房”。另外,虽然按照此条规定,地方政府在住房面积上很难有所突破了,但却可以在价格方面“动手脚”,将价格定得很高。

参考文献

- (1) 陈龙:《中国房地产泡沫的历史及现状》,《经济体制改革》,2005 年第 2 期。
- (2) 顾云昌:《住房发展预测及其对经济增长的影响》,《住宅科技》,1998 年第 5 期。
- (3) 李启明:《论中国房地产业与国民经济的关系》,《中国房地产》,2002 年第 6 期。
- (4) 牛凤瑞等:《中国房地产发展报告(No.2)》,社会科学文献出版社,2005 年。
- (5) 王国军、刘水杏:《房地产业对相关产业的带动效应研

究》,《经济研究》,2004年第8期。

(6) 谢经荣、朱勇等:《地产泡沫与金融危机》,经济管理出版社,2002年。

(7) 杨帆、李宏谨、李勇:《泡沫经济理论与中国房地产市场》,《管理世界》,2005年第6期。

(8) 杨玉珍等:《抑制房价过快上涨宏观调控政策实施效果评价及建议》,《管理世界》,2005年第6期。

(9) 易宪容:《中国房地产市场泡沫存在与否之争》,《河南金融管理干部学院学报》,2005年第2期。

(10) 袁志刚、樊潇彦:《房地产市场理性泡沫分析》,《经济研究》,2003年第3期。

(11) 周京奎:《房地产投机理论与实证研究》,《当代财经》,2004年第1期。

(12) Abraham J. & Hendershott, P. H., 1995, Bubbles in Metropolitan Housing Markets, J. Housing Res, 6, pp.191~207.

(13) Allen, F. & Gale D., 1998, "Bubbles and Crises", Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.

(14) Allen, F. & Gorton, G., 1991, "Rational Finite Bubbles", NBER Working Paper, No. w3707.

(15) Allen, F., Morris, S. & Postlewaite, A., 1993, "Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information", Journal of Economic Theory, Vol. 61, pp.206~229.

(16) Blanchard, O. & Fischer, S., 1989, "Lectures on Macroeconomics", MIT Press.

(17) Campbell, J. & Kyle, A. S., 1988, "Smart Money, Noise Trading, and Stock Price Behavior", NBER Technical Working Paper 72,.

(18) Case, K. E. & Shiller, R. J., 1989, "The Efficiency of the Market for Single-Family Homes", America Economic Review, Vol.79, pp.125~137.

(19) Delong, J. B., Shleifer, A., Summers L. H. & Waldman, R. J., 1990, "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation", The Journal of Finance, Vol. 45, pp.379~395.

(20) Feiger, G., 1976, "What is Speculation?", Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, pp.667~687.

(21) Flavin, Marjorie, 1983, "Excess Volatility in the Financial Markets: A Reassessment of the Empirical Evidence", Journal of Political Economy, Vol.91, pp.929~956.

(22) Flood, R. & Garber, P., 1980, "Market Fundamentals versus Price Level Bubbles: The First Tests", Journal of Political Economy, Vol. 88, pp.747~770.

接第56页)and Concerns", Journal of Public Procurement, 3(1), pp.75~94.

(4) John, Sagi & Elias, Carayannis & Subhashish, Dasgupta & Gary, Thomas, 2004, "ICT and Business in the New Economy: Globalization and Attitudes Towards e-Commerce", Journal of Global Information Management, 12(3), pp.44~64.

(5) Layne, K. & Lee, J., 2001, Developing Fully Function E-Government: A Four Stage Model Government Information Quarterly, 18(1): pp.122~136.

(6) MacManus, S., 2002, "Understanding the Incremental Nature of E-Procurement Implementation at the State and Local Levels", Journal of Public Procurement, 2(1), pp.5~28.

(7) Robert Rothery, 2003, "China's Legal Framework for Public Procurement", Journal of Public Procurement, 3(3), pp.370~388.

(8) 蔡春红:《〈政府采购法〉中的立法技术瑕疵》,《法学》,2004年第2期。

(23) Harrison, J. M., & Kreps, D. M., 1978, "Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectation", Quarterly Journal of Economics, Vol. 92, pp.323~336.

(24) Hirshleifer, 1975, "Speculation and Equilibrium Information Risks and Markets", Quarterly Journal of Economics, Vol. 89, pp.519~542.

(25) Ito, T., & Iwaisako T., 1995, "Explaining Asset Bubbles in Japan", National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 5358, NBER, Cambridge, MA.

(26) Kindleberger, C. P., 1989, "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", New York.

(27) Marsh, T. & Merton, R., 1986, "Divided Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices", America Economic Review, Vol.76, pp.483~498.

(28) Merton, Robert, 1987, "On the Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis", in Rudiger Dornbusch et al.(eds) Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani, Cambridge, MA: MIT Press.

(29) Milton-Friedman, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rate", Essays in Positive Economics, University of Chicago Press.

(30) Muellbauer, J. & Murphy A., 1997, "Booms and Busts in the UK Housing Market", Center for Economic Policy Research Discussion Paper, No. 1615.

(31) Romer, D., 2001, Advanced Macroeconomics (2nd ed.), The McGraw-Hill Co., Inc.

(32) Shiller, R., 1981, "Do Stock Prices Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Divides?", America Economic Review, Vol.71, pp.421~436.

(33) Tirole, J., 1985, "Asset Bubbles and Overlapping Generations", Econometrica, Vol. 53, pp.1499~1528.

(34) Tirole, J., 1982, "On the Possibility of Speculation under Rational Expectations", Econometrica, Vol. 50, pp.1163~1181.

(35) Weil, P., 1987, "Confidence and the Real Value of Money in Overlapping Generation Models", Quarterly Journal of Economics, Vol. 102, pp.1~22.

(36) West, K., 1987, "A Specification Test for Speculative Bubbles", Quarterly Journal of Economics, Vol. 102, pp.553~580.

(37) Wong Kar-jiu, 1998, "Housing Market Bubbles and Currency Crisis: The Case of Thailand, Presented at the International Conference on The Asia Crisis: The Economics Front Held in Seattle", December, pp.29~30.

(9) 曹富国:《中国招标投标法原理与适用》,机械工业出版社,2002年9月。

(10) 郭小东:《政府采购中的交易费用问题》,《学术研究》,2003年第1期。

(11) 何朝盛、孙多勇:《政府采购的流程分析与控制技术》,《当代财经》,2004年第2期。

(12) 黄金兰:《论法律移植》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》,2001年第6期。

(13) 苏明:《政府采购》,中国财政经济出版社,2003年5月。

(14) 于安:《降低政府规制——经济全球化时代的行政法》,法律出版社,2003年9月。

(15) 张雷宝:《政府采购中的博弈:理论分析及其监管模型》,《财经论丛》,2002年9月第5期。

(16) 郑瑞志:《中国政府采购的特殊性及其影响——从经济和法律的视角》,《法学研究与探索》,2002年第7期。

(17) 邹学文:《政府采购的经济学透视》,《当代财经》,2002年第2期。

The Listing of China's Superannuation Fund and the Perfection of Company Control System

..... by He Tingling

An Analysis of the Middle Region Sinking and the Path of its Growing up by Feng Zibiao

The Development of Modern Logistics in Times of Informationization..... by Ren Juan

An Analysis of Concurrence and Harmonious Development of Posting Industry

..... by Hu Yunquan and Shi Zhicheng

The Meaning and Constuction of the Organization of Study..... by Zhao Jianhui and Gou Xiaojun

A Study of the Formulation of the Industrial Ecological System in Mining Areas, and of the Policies for the Adoption thereof..... by Zhang Qing, Xu Mou and Li Kerong

An Analysis of Important Factors on Enterprise Dynamic Coalition by Miu Kuanghua

BOOK REVIEW

The Study of Finance: the Summarize of the Review and Prospect

..... by Huang Zhangkai, Xu Xinzhong and Yu Peng

An Analysis of the Property Right from the Angle of Economics and Management by Lv Fuxin

ABSTRACTS IN ENGLISH

The Short Selling Mechanism, the Market Fluctuation, and the Market Fluidity

by Liao Shiguang and Yang Chaojun

In this article, we have, by the data contributed by Hong Kong Stock Market, "case- studied" the intrinsic correlation between the short sale setup, the market fluctuation and the market flexibility. Our study indicates that, in terms of stock markets taken as a whole, since the short sale system was carried out, the market has swung more sharply than before, and the fluidity has gown to be weaker at first and then stronger; but the result achieved by Granger's cause- and- effect examination has confirmed that the augmentation of the market fluctuation and the increase of the fluidity have been ignited not by short sale transactions. The effect of the selling- short system on the whole market is the outcome of a complicated process, but the orientation—whether this effect boosts or steadies market flux—depends on the type of short sale dealers on the market, on operation tactics and the degree of making transactions information public.

A Case Study of the Speculation Bubble on China's Real Estate Market

by Jiang Chunhai

Because of the noticeable multiplier effect of real estate investment upon the national economy, the real estate industry can pull economic growth or leads to economic overheating; hence often the first target of the government in macro economic control and adjustment and one of the main marks that indicate success or failure. In this paper, we have made a brief analysis of the development of China's housing and land market, and introduced the basics of bubble economics and the studies thereof on the one hand, and on the other the contention about whether there exist bubbles in China's real property markets. And on that basis, we have redefined the basic value of real estate (BVORE), the speculation bubble (SB) and bubble degree (BD); by using the related data on China's land and building industry, literally reckoned up (not estimated, nor guessed) the BVORE, SB and BD of China's real estate; concluded that the bubbles of China's real estate industry have appeared and that this situation is grave; and accounted for the main

causes for the occurrence of SB in China's real estate industry. At the end of the paper, we have offered several policies for removing real estate bubbles, and especially pointed out that the key to "squeezing" the bubbles out of real estate markets is that the local governments must completely carry out the relative policies made by the center government.

The Determinants of Enterprise Growth: Experiences from China

by Li Tao, Zhou Kaiguo and Qiao Genping

We have examined the three theories about the determinants of the growth of non- state- owned enterprises (NSOE): government regulation, financial constraints, and legal environment. Taking into account the possible endogeneity of financial constraints, and by means of two- stage GMM estimation, we have obtained the regression results, which show that legal environment has noticeable and steady impact on the growth of NSOE, while government regulation or financial constraints has no significant effect thereon. Our study has the policymaking implication that the most important precondition for promoting the development of NSOE should not be to reduce government control or to expand financial markets, but to create a good legal environment to really protect NSOE's legal interest and keep the market in good and normal order.

The Appliance of Complex Theories to the Study of Cluster Companies: a Preliminary Probe Based on the Investigation of Dongguan PC Company (Cluster)

by He Zheng and Tan Jinsong

How to apply complicated theories to the study of cluster companies is at present a front edge question for the study of organization and management. This question is discussed in this article, with Dongguan PC Company (Cluster) as a case study. First of all, we have taken a group company as an intricate adaptable system; then, from the four aspects of the environment design, the positive feedback, the frontier constraints and the result of uncertainty, we have analyzed in detail the different mechanisms in the process of its organization. We have concluded that organizations' interaction on each other within the group company and their joint evolution are the foundation of the formation and grow of cluster companies: we have underlined the limitedness of the function played by an individual factor. Finally, we have offered the enlightenment of this study to the management of cluster companies and pointed out the orientation for further studies.

Editor in Chief:	Li Kemu
Vice Chief_Editor:	Tian Yuan, He Shaohua, Lu J ian & Jiang Dongsheng
General Editor:	Xie Yue
President:	Gao Yanjing
Sponsor:	Development Research Centre of the State Council, P.R.C.
Add:	No.8 Dazhongsi, Donglou, Beijing, China
Tel:	(010) 62112235 62115760
