

泡沫经济理论与中国房地产市场*

杨帆 李宏谨 李勇

摘要: 本文从目前房地产的形势与争论出发,介绍了西方的房地产经济学,马克思的地租理论和索罗斯的市场非均衡观,对他们关于市场经济,房地产经济和泡沫经济的理论,进行了理论上的综合,然后提出了一系列关于房地产泡沫的标准,对中国房地产现状进行衡量,得出的结论是:中国房地产泡沫已经产生,并以极快的速度发展。在总结国内外经验教训的基础上,文章提出了综合治理措施。

关键词: 市场经济非均衡 房地产泡沫 租售比 绝对地租 银行脆弱性 涨价预期

一、目前房地产价格的基本走势与争论

中国房地产业有巨大的长期潜在需求。各国人均 GDP 从 800 美元到 13000 美元,是住房消费持续发展阶段,中国已超过 1000 美元。世界平均城市化水平是 50%,发达国家是 75%,中国只有 38%,每年提高一个百分点,有 3000 万人进城,需要 600 万套住宅,拉动内部需求 8000 亿人民币,相当于 GDP 每年增长 5 个百分点。城镇居民住房消费占全部消费比重仅 10%,人均建筑面积从 1978 年的 8 平方米增加到 22 平方米,2020 年可达到 35 平方米,潜在需求有 30 亿平方米。现实需求也是巨大的:20%城镇家庭想改善住房,2700 万户每户增 20 平方米,就是 5.4 亿平方米,还有房屋拆迁产生的被动需求。只要收入逐年增长,房地产需求必然逐年增长,随着建筑质量提高和土地资源日益稀缺,住宅价格长期呈上升趋势。

中国房地产业自 20 世纪 80 年代开始迅速发展。农村盖了两至三轮新房。90 年代住房改革,相当比例的城市居民以低价购买了旧住房产权,城市大规模发展并派生拆迁需求,人均收入的提高,建筑技术的升级,农民进城,消费信贷等金融支持,促使房地产的质量升级,需求主体从商业楼宇向住宅转移,从集团购买力向个人转移,2002 年以来则迅速从消费品向投资品转移,从国内投资者向国际投资者转移。但良好的长期发展预期,并不意味着短期就没有泡沫,相反会成为炒作借口。“金融超调理论”早已证明,预期可以引导金融房地产价格大起大落,而价值回归是一个后续的长期过程,甚至伴随着剧烈的崩溃。作为非均衡的市场经济,特别是高度垄断的金融房地产,其价格暴涨暴跌,泡沫生成与破灭,只要宏观控制稍微放松,几乎是必然出现的,而且一旦形成就很难控制,对此估计不足,将产生严重后果。

房地产泡沫不仅造成金融危机,而且影响房地产长期发展。我国 1992 年经济出现强力起飞,但 1993 年信贷失控,集中于北海炒作房地产泡沫,迫使中央政府严厉打压,结果使全国房地产业长期低迷。1997 年受亚洲金融危机影响,经济低迷,国家出台一系列刺激经济的宏观政策,包括大力鼓励房地产业发展,直至 2000 年效果才发挥出来,持续 6 年出现投资高潮,势头过猛,3 年来中央银行,国家发改委,国务院多次试图控制,都不能奏效。

* 本项研究数据主要来自:各期《中国统计年鉴》、《北京统计年鉴》,历年全国、北京市《国民经济和社会发展统计公报》,中国人民银行中国经济统计数据库,中国经济信息网数据库,中国人民银行调查统计司信息网,中国人民银行营业管理部统计信息网,北京市统计局综合月度库,以及中国人民银行、国家统计局、国家信息中心,中国人民银行营业管理部,中国人民银行金融信息管理中心,北京市统计局等单位。

2002 年 8 月 26 日建设部等单位联合颁布《关于加强房地产市场宏观调控促进房地产市场健康发展的若干意见》提出:充分发挥政府职能,加强房地产市场宏观调控;强化土地供应管理,严格控制土地供应总量;发挥城市规划职能,规范建设用地管理,促进土地的合理使用;严格控制自有资金不足、行为不规范的房地产开发企业新开工项目;大力发展经济适用住房,调整房地产市场供应结构;充分发挥金融对房地产市场的调控作用等。原计委经济研究所给出泡沫“五高”标准,投资持续超高增长、消费持续超高增长、房价持续大幅攀高或居高不下、房价收入比偏高。人民银行对房地产贷款违规进行清查。2003 年 8 月 12 日,国务院 18 号文件称房地产市场发展不平衡,一些地区住房供求结构性矛盾较为突出,房地产价格和投资增长过快;市场服务体系尚不健全,住房消费还需拓展;房地产开发和交易行为不规范,监管和调控有待完善。2003 年 6 月中央银行 121 号文件控制房地产贷款,要求房地产开发企业申请银行贷款,自有资金应不低于开发项目总投资 30%。2004 年 4 月份中央作出结构性过热的判断,进行严厉紧缩,健全土地出让制度和土地垂直管理体系;清理项目重点是钢铁、电解铝、水泥、党政机关办公楼和培训中心、城市快速轨道交通、高尔夫球场、会展中心、物流园区、大型购物中心、城市建设。10 月 28 日人民银行把一年期贷款基准利率从 5.31%上调到 5.58%,存款利率从 1.98%上调到 2.25%,这是 9 年来首次加息,2005 年又限制对二手房贷款。

但是,严厉的土地控制和对经营性土地实行“招拍挂”,却被某些房地产商用来制造涨价预期,声称 2005 年将出现土地和房屋荒。结果是 2004 年房屋销售、土地交易和房屋租赁三大价格继续全面上涨,京津地价 2009 元/平方米,长江三角洲上涨 6.9%,珠江三角洲上涨 1.84%,大部分城市地价增长 7%,广州 2%,成都、贵阳、西安、呼和浩特增长 13.5%、13.7%、14.7%、13.2%。其中住宅用地增长 8.9%,工业用地增长 1.9%。全国商品房每平米平均 2759 元,上涨 12.5%。沈阳、南京、重庆分别上升 19.2%、17.7%、15.6%,其次是上海、天津、兰州、青岛、宁波、杭州,高档楼盘飙升最快。北京期房每平米涨了 226 元,现房涨 77 元。标志性城市的标志性建筑价格翻倍,杭州、上海和北京的最高房价很快

突破每平方米万元,重庆、南昌等城市紧随上海突破 5000 元,而广东、深圳则后悔自己“过于理性”;房地产商赴上海学习经验,强化组织与宣传,准备来一次不低于 30%“补涨”,类似于股票中的坐庄。

房地产泡沫的推动力量,首先是地方政府的发展冲动。经济增长自身周期惯性影响非常大。上一年 GDP 增长 1%,其他条件不变情况下,第 2 年 GDP 增长 0.992%。而房地产需求增长 1%,拉动国内生产总值增长 0.0044%。房地产业对经济增长的直接拉动作用比我们想象的小的多。但是房地产可以促进建筑业,拉动建材钢铁金融服务等相关部门;居民居住环境改善扩大消费需求;间接带动城市基础设施和相关公共服务业。地方政府还可以利用房地产的发展获得卖地的收入,城市建设是最能够表明政绩的。其次是房地产商的暴利,商业银行及其背后权力阶层的利益。客观上讲,中国经济进入持续高速增长时期,全国弥漫乐观情绪,对于经济泡沫缺乏切肤之痛。国际资本仍旧看好中国大举进入。北京在 2008 年还有奥运会,这都是房地产泡沫虽产生但“可持续”,甚至扩大的原因。

泡沫经济的鼓吹和制造者,正在由“自发的利益群体”,变成“自觉的利益集团”,出现了自己的代表人物,集体发言干预舆论和政策。他们提出了自己的理论和观点:中国不存在泡沫经济;房价还要上升 20 年;房价不受成本限制,想涨多高涨多高;稀缺的土地资源应该首先满足富人需要。他们的触角已经伸到了北京香山和颐和园这样著名的公共场所,并准备展开亿元豪华别墅大竞赛,如此下去,大概各地的名胜古迹和人民公园,就成为全世界富人的别墅区了。他们对于房地产结构的看法是:富人购买相当比例的住宅,租给一般居民;政府没有义务为一般工薪阶层解决住宅问题,大多数人应该租房而不是买房。这是在中国贫富差距日益扩大的条件下,企图利用中国社会对于“市场经济自发性”的迷信,反对政府干预,适应、固化并发展两极分化的社会结构,使少数人成为大房地产主依靠房租过活,大量住宅由消费品变成投资品。

2005 年 1~4 月房地产价格继续攀升,投机资本越来越猖狂,垄断势力越来越嚣张,广大居民的正常需求受到泡沫压抑,持币待购,极其焦躁不安,同时银行风险也越来越大,迫使国家不断加大控制力度。5 月 11 日,国务院 7 部委联合下达文件,采

取综合措施稳定房价。物极必反,天下哪有只涨不跌的价格?神话越离奇,破灭越彻底。何况正在被股市崩溃所折磨的中国人,也不会相信房价20年只涨不跌的神话。现在有人放风,房价只是“减慢上升速度”,绝无跌的可能,同时对政府措施大肆攻击,什么“滥用行政手段,恢复计划经济”等等。这种论调在1994年打击北海房地产泡沫,治理通货膨胀;1998年对抗亚洲金融危机在香港托市;2004年控制经济过热时,我们一再听到,不可不辩。

二、经济学关于房地产泡沫的理论

经济预测具有非常明显的利益导向,我们要指出的是分析方法明显不同。认为有泡沫的主要是金融专家,认为没有泡沫的主要从商品供求关系和成本角度分析。更为深刻的分歧延伸到马克思主义经济学与西方经济学,古典经济学与新自由主义经济学,主流与非主流对于市场经济均衡与非均衡的不同假设。

第一,在西方“主流”经济学中,承认金融泡沫的极大危险性。

在一般均衡理论框架下,西方主流经济学在亚洲金融危机以后,对泡沫经济进行了比较深入的研究和反思。比如信息不对称理论承认,过度炒作会导致投资者高估或低估房地产投资收益。委托代理理论提出了“道德风险”概念,在房地产业,经营者可通过回扣获取个人非法收入,地方政府通过卖地追求政绩,银行过度放款,消费者大量使用消费信贷也没有真正的还款计划,相关4方面都没有“硬约束”。

寡头垄断或垄断竞争理论,适用于垄断程度很高的房地产业。公开价格竞争是不充分的,大多数企业是共同定价,类似股市坐庄那样制造虚假成交,操纵价格和舆论,制造涨价预期的行为,肯定存在而且随泡沫的膨胀而发展。

银行脆弱性理论指出,房地产业资金大部分依靠银行贷款。融资便利程度提高和国际资本大规模进入,可使投资者金融资源增加。预期房地产高收益率是金融失控的关键因素。银行自身所拥有房地产价值上升及银行资本经济价值上升,以房地产为抵押品的贷款抵押市价上升,现有贷款组合中损失风险下降,促使银行增加贷款。以为个人消费信贷是“优质资产”就没有风险是完全错误的,这种贷款

可以抵抗非系统风险,但不能对抗系统风险,一旦房价下降,银行资产规模缩水,房地产作为抵押品的贷款项目价值下降,违约率上升,银行资本缩水,盈利下降,减少信贷供给。此时监管者必然采取措施,如提高资本准备金、严格头寸规定和信贷管制,对房价施加向下压力,泡沫就会崩溃。

房地产业特殊性在于严格的供给约束。在资本、劳动力和土地三要素中,土地供给弹性最小。房地产供给弹性较小,需求弹性较大,因此,房地产企业有提高价格的天然倾向。在经济持续增长时期,商品房的均衡价格会持续上升,并依靠套利活动实现。

政府干预理论指出了政府失灵的危险。政府干预方式有城市规划、土地利率税收政策、直接投资等。干预失灵指效率低下,浪费严重,制度约束缺失,被利益集团“俘获”为其特殊利益服务,共同“寻租”。我国房地产主管部门多、规章制度繁杂。发改委、规划委、国土房管局、市建委4个主要行政主管部门,再加上工商局、税务局、园林局10余家。干预和管理过少是指,征地制度不公开透明、对土地补偿不到位。如果中央政府判断失误,或者不能控制地方政府的卖地冲动,将可能使泡沫经济坐大。

经典的Carey房地产模型指出,房地产价格取决于投资者数量,收入水平,供给数量,金融政策等因素。本文作者之一李宏谨对中国房地产进行了检验,结论是:

1. 房地产价格与投资者数量成正向变动,与投资者可以获得的金融资源成正向变动,而与房地产市场的供给数量成反向变动。中国市场上增加一个投资者,房地产价格上升0.15元;增加1亿元贷款,上升0.685元;增加1万平方米竣工面积,下降0.32元。贷款对价格的边际影响最大。

2. 房地产市场的供给收入弹性小于需求收入弹性,供给约束大于需求约束。收入弹性是1.55,供给弹性是0.75。供给约束大于需求约束,城镇居民人均可支配收入增加1个百分点,实际供给仅增加0.75个百分点。

3. 房地产开发贷款与房地产供给同方向变化,个人住房贷款与房地产市场需求同方向变化。房地产供给贷款弹性系数为0.95,需求贷款弹性系数为0.68,说明银行信贷直接决定供需。

4. 低利率政策极大刺激供给和需求。房地产需

求对名义利率敏感程度大于对供给敏感程度,名义利率上升1个百分点,房地产需求增长率下降0.97个百分点,供给增长率下降0.64个百分点。1996年以来8次降息,开发企业高负债经营,资产负债率达到75%。利率下调时供给增长无法跟得上需求增长;利率上调时房地产需求下降的速度快于供给下降的速度,对房地产价格构成向下压力。房价回落可能使房地产企业资金链条断裂,引发银行大面积坏账和宏观经济波动,金融风险大量集中于供给方,传导至银行部门。当房地产贷款期望收益提高、或者最低资产规模要求下降时,银行将具有扩大房地产贷款规模的动力;而若违约率的上升或相关金融产品越加丰富,则可以降低银行贷款在房地产业的集中程度。为防止泡沫和银行贷款在房地产业集中,可执行更高的银行最低资本规模监管规定、丰富银行投资金融品种。

第二,马克思的地租理论,指出了房地产业超额利润的来源。

有人认为房价大涨的最大理由是土地稀缺,这是看涨的成本推动理论。房价构成比例大约是:地价40%,建筑材料20%,建筑成本30%,税费10%。成本推动来自建材涨价、土地成本增加、品质提升3个方面。上海中心地区地价(包括拆迁成本)占房地产开发总成本50%;精装修及房型设计、建筑外观居住功能等住房品质提升使成本提高7%;建材涨价,建筑成本上涨使成本上涨5%。把地价上升归结为“招拍挂”是错误的,土地定价的公开化市场化并没有提高土地价格,只是把原来的“灰色收入”变成公开的政府收入。房价上升的“需求拉动理论”认为,土地需求由最终产品如住宅、写字楼、商业用房及工业用房需求决定,是房产市场供需决定土地供需,房屋价格决定地价。通过降低地价来降低房价是不可能的。政府不要人为控制价格,应让市场做主。

房价分为性质根本不同的两个部分,地上建筑物的价值是由各项购入成本决定的,属于商品价格。地价本质是金融,是地租的资本化,等于地租除以利息率。土地所有权的拥有者可以按年收取地租,也可把未来数十年地租收益按利率贴现为现值,一次性变现,地价的性质与股票相似,不能混同于一般商品价格,不能用一般供求关系甚至潜在需求论证其上升的合理性。

地租是古典经济学的重要概念,斯密的重大贡献是指出在市场经济中地租会参与资本形成。马克思揭露了地租本质,绝对地租产生于土地所有权垄断,由土地所有者收取。中国革命的重要成果是实行了土地国家所有和集体所有,地价为零或非常低。改革开放以后的土地开发过程,逐步实现低价向高地价转化。还有垄断地租,指自然资源的垄断所产生的租金。第三部分是级差地租,由土地位置和投资的同而产生,在市场经济下通过不同地段的不同价格表现出来。国家征收土地增殖税把大部分级差地租收上来,作为专用款投资于城市基础设施,以产生更加大的级差地租和绝对地租。这3种地租在要素市场化过程逐步显现并在地方政府、开发商之间分配,加上强制拆迁和占用耕地,对居民补偿不足,成为房地产业超额利润的来源,既成为其发展的强大动力,也是泡沫经济几乎必然发生的特殊因素。

第三,索罗斯的非均衡市场论,揭露了泡沫经济的必然性和顽固性。

假设市场经济自身具备均衡的性质,失灵是偶然的,是市场机制受到破坏的结果,解决的方法就是完善和规范市场经济,最多是国家以经济手段进行宏观调控,至于行政手段则越少越好。这是“主流”经济学家的共同理念。我们“非主流”视角,首先是假设市场经济在本质上是非均衡的,因此泡沫经济必然发生,政府单纯使用经济手段很难控制,需要大力度的使用综合手段进行治理。

美国拉鲁什学派数十年以来一直揭露和警告金融泡沫的蔓延,准确地预言了多次金融危机,但是被经济学主流派所排斥。直到1998年两位经典投资理论大家、诺贝尔经济学奖获得者肖茨和莫顿领衔的长期资本管理公司在套利交易中失败,才引发人们对经典投资理论某些假设的怀疑;2002年行为心理学家卡尼曼以其金融市场期望理论获得诺贝尔经济学奖,动摇了经济学预期效用理论根基,“广义有限理性”推翻了有效市场理论的理性前提,诸如垄断操纵,信息不对称,金融噪音,预期误导,羊群效应等术语频频出现。但彻底否定市场乌托邦的是索罗斯。人民大学杨建(2002)和复旦大学郭飞舟总结介绍了索罗斯的非均衡市场观,值得参考。

索罗斯的量子基金在33年历史中,业绩增长

6148倍,年度复合收益率30%,高峰期管理量子基金资产规模220亿美金。作为投机者而不是管理者,实践者而不是理论家,他对金融市场有自己特殊的逆向思维,超前思维。他不但逆市场行事,不遵守市场规则而且钻市场漏洞,甚至组织庞大资金冲击市场破坏均衡。在他的眼里,市场机制先天具有缺陷,只有暂时脆弱均衡,只要发现其内在矛盾就可轻易打破。他的实践取得了效果,但他的理论却因从根本上挑战了“主流经济学”的基本理念而遭冷遇,他也是经济学界的“非主流”。

(一)对证券资产定价机制的“反射性假定”

经典投资理论以有效市场理论为基石,认为决定证券资产市场价格根本性因素是资产内在价值,理性投资者通过对资产价值信息不断挖掘,按照信息所包含的内在价值在市场标价,以供求均衡的形式将价格确定。噪声投资者对市场定价的非理性因素作为随机因素,仅是理性投资者价值定价的随机干扰,总体上相互抵消,不影响定价有效性。

行为金融理论认为证券价格是对资产未来收益的心理预期,预期不可避免的存在各类偏差,投资者心理因素对证券定价有重要影响,代表性理论是凯恩斯“选美理论”,投资要义不在于投资者自己对证券价值的挖掘认识,应重点关心其他投资者的看法。索罗斯认为:市场价格反映投资者对基本面因素的评价,但不只是被动反映。市场价格具有诱导和影响基本面的主动作用。评价失真的“认识偏见”意味着定价错误,还带来对基本面资源配置的扭曲诱导,作为影响价格因素信息再次反馈到市场中来,又引发新的偏见。认识偏见与基本面互相影响称作“反射性”,两位一体不可分割,共同体现在价格上。忽视基本面和无视参与者的偏见都是错误的。两个函数的递归关系导致永无止期的变化,市场不会产生均衡的静的结果。一组函数取值的不确定性可归因于它对另一组函数的依赖,以至于一个初始条件的变化,会相继引发参与者预期与基本面的系列变化,市场价格演化成不可逆的过程。

反射性概念否认有效市场理论中“信息独立性”假定,通过信息内生性与价格趋势性的解释也否定“价格随机漫步”,支持“趋势投资”、“羊群效应”等“动量投资”行为的合理性。在奔腾趋势中,避免羊群践踏最好方式就是跟随羊群。另一方面“反射性”提示:不仅关注价格趋势性,同时注意价格趋

势是否有基本面的同向演化配合,两种趋势互相强化可酝酿重大投资机会。

(二)市场经济的“近似均衡”与“动态不均衡”

理想的价格均衡在纵向上暗示,以往所有影响市场定价的信息在价格中都得到充分反映,在没有新信息进入下,市场价格不发生大变化;在横向上,“均衡”意味着不同品种虽价格不同,但都依据其风险收益特征达到匹配,不存在某一证券优于另一证券。有效市场理论认为价格均衡性体现信息定价有效性,个体投资者不能比市场更聪明,“市场总是正确的”。

索罗斯对这种理想化结论提出尖锐批评。首先,均衡性源于微观经济学的厂商均衡概念,供求关系决定市场价格。供给曲线由生产函数决定,需求曲线由消费函数决定,两函数的相互独立性使得供求曲线的交点,可决定一个使市场出清的均衡价格。这一分析在金融市场中有重大缺陷,金融价格是“预期”的反映,预期通过价格反射性同时影响市场供求两方面,破坏了供求独立性,金融市场的“均衡价格”不可企及,金融价格本质特征是波动性。

索罗斯提出“近似均衡”概念,指投资者预期与基本面接近,不存在“认识偏差”,此时价格可视为由基本面事实单方面决定的过程,证券内在价值可近似决定均衡价格。有效市场理论描述的是这种“近似均衡”的市场状态,但近似均衡的市场意味着波澜不兴,无显著投资价值,反而不应成为投资者关注重点。

“动态不均衡”,指投资者预期与基本面存在较大偏差。投资者不仅要考虑市场根据基本面对预期的纠偏过程,更要注意预期偏差对于基本面的引导和塑造功能,基本面和预期两方面可能互相强化,陷入一种偏向化发展的剧烈变化中。这是对日常波动的背叛而具有历史性意义,变动剧烈性使人始料不及,酝酿出具有标志性意义的历史性事件,投资者要把握的就是这种历史性市场机遇。

动态不均衡中出现基本面巨变,抽掉了市场均衡定价的内在基础,因此有“市场总是错误的”命题,聪明的投资者要利用这种错误并战胜市场,有效市场理论认为市场不可战胜,因此没有人长期稳定获得超额收益,最优的投资方案是被动式投资——将主动权交予市场,自己选择平均收益;相反,索罗斯从反射性理念出发,用实践证明超额收

益是可以把握的。

(三)以“认识可错性”取代“完全市场”与“完全理性”

完全竞争市场包含4个基本假定:(1)交易客体是同质的;(2)交易双方不存在妨碍其自由进出的市场壁垒;(3)交易双方都是市场价格的被动接受者,没有个体的定价能力;(4)交易双方都具有完全信息与完全理性。在完全市场中,理性经济人通过对个体效用最大化的自由追求,使资源配置整体效率达到帕累托最优。经济学家放松其假定的某一方面,使研究结论逼近现实。如西蒙放松完全信息要求,提出基于有限理性的决策理论;制度学派提出“制度人”替代“经济人”,探讨交易成本对于市场效率的影响。

金融投资理论基石——有效市场理论基本否定以上经济学家对古典理论的改进。他们认为金融市场最接近完全市场的理想环境——集中交易和产品规格化符合完全竞争的同质性假定;庞大的规模和充足的流动性消除了投资者进出市场的自然壁垒;一般投资者没有定价能力,价格操纵行为受到严格监控;信息的集中披露制度限制了内幕交易及信息不对称等缺陷。

索罗斯反对这种理想化假设,提出“认识可错性”命题替代“完全信息”与“完全理性”假定。“人类对于自己生长其中的世界的理解,与生俱来就是不完整的”。不仅信息挖掘成本导致完全信息难以获取,更重要的是认识可错性的本质,借反射性关系影响到信息本身变化,不存在可供人们去完全认识的“静态完全信息”,也不存在可掌握完全信息的完全理性。

这里,索罗斯继承了他的老师哈耶克,人类对世界的理解作为一种“感觉秩序”仅仅是“建立在个体经验基础上的一种解释”,“完全理性”假定是人类一种“理性狂妄”;完全竞争假定所有事实都是已知的,它根本没有为可称为“竞争”的活动留下任何空间。斯蒂格利茨悖论也指出,如果认为市场是有效率的,人们就没有必要去挖掘信息;如果没有人通过主观努力挖掘信息,并将其反映到市场定价中去,市场又如何实现自身的效率呢?

更严格的命题是“彻底可错性”。人类社会远非完美,我们对社会的解释也不能完美。对日常事件可以精确解释,但日常事件对社会发展不具历史意

义;对于历史事件,人们不可能事前有完美预测,事后解释也不能自诩完全客观(“一切历史都是当代史”)。人们在以往经验基础上建立的各种制度包括市场制度,都有缺陷,市场失灵普遍存在,市场崩溃只是市场失灵的极端形式。对市场机制进行美化并推广到社会各个领域的思想,是一种“市场原教旨主义”。

索罗斯把“彻底可错性”当作自己人生和投资基石,他晚年几次大型市场投机——冲击英镑汇率或介入亚洲金融危机,都有他寻找制度缺陷和市场失灵的痕迹。

(四)“投资科学”与“投资哲学”之争

现代投资理论认为“投资”是一门科学,追求对于金融市场与投资规律概括性总结与确定性描述,大量运用数学工具,试图通过量化方法获得有关市场的精确结论——对于精确性的追求使投资理论率先进入工程化。

索罗斯认为投资理论对科学的模仿在形式上成功,而内容有本质错误。他从波普批判理性哲学出发,指出科学与非科学的分界,在于前者可“证伪”,科学研究者与研究对象之间不存在相互干扰,“科学”的研究结论可通过受控环境下的重复实验得到验证。

金融市场如历史进展,时间上是不可逆的,“科学结论”没有可重复验证的相同历史环境,投资理论不具备科学要求的“可证伪性”;任何貌似能准确预言市场进程的权威理论都不可靠,预言者本身是金融市场一分子,不能象自然科学家和研究对象之间自然隔离。对于理论预言与市场进展的一致性,人们无法分辨究竟是研究结论精确反映了事实,还是理论的影响力或权威性改变了市场参与者的思想行为,导致市场反过来迁就研究结论。

索罗斯极力反对现代投资理论的精确化工程化倾向,“我所掌握的金融衍生工具知识十分有限,如同我知道的希腊文字母只有、,一样”,金融市场本质特征是不确定性,成功投资只能寻着“猜想——反驳”路径不断试错。索罗斯引用量子力学的测不准原理为自己作证:精确性的追求越高,认识误差越大。

索罗斯的假设,与现代投资理论的假设,对于我们来说应该同等重视,不可迷信主流和教科书。从索罗斯的假设出发,房地产机制可能是这样:成

本与价格不是相互独立的,无论是10亿人的潜在需求,还是各类有效需求,还是地价和建筑材料的成本上升,都不是房价的决定因素;所谓供求平衡的交叉曲线决定均衡价格,只是预期与基本面一致时的相对静态均衡;价格预期一旦形成就可以同时影响供求关系;预期产生于基本面也可以改变基本面。主流经济学的“金融超调理论”,指出预期可以造成金融价格的超前过度反应,原因是几个市场连通,而金融市场的反应速度快于商品和劳动力市场,经过市场自动调整,几个市场最终自动达到均衡。而索罗斯的“动态不均衡市场”却描述了错误预期不断改变基本面,造成“剧烈的偏向化发展”——先泡沫后崩盘的结果。

问题在于,市场力量并不能决定预期和基本面互相作用的方向和性质,错误预期可以回归基本面,也可以引导基本面走向更大的偏差。那么基本面的真正决定力量是什么?难道是预期吗?果真如此,那就可怕了。预期可以人为制造,可以长期脱离并独立于基本面,可以改变基本面,在一定时期主导房地产价格。这大概就是部分经济理论界,房地产商和媒体联手,不断鼓吹涨价的原因吧。涨价论不需要制造虚假和掩盖真实信息,就可以找出涨价的根据,因为基本面“真实信息”也有虚假性,是可以随错误预期的产生而出现的。

三、泡沫的标准与中国状况

现代投资理论对“泡沫”的经典解释出自《辞海》:“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”。

金德尔伯格在《新帕尔格雷夫经济学大词典》中说,“泡沫状态”不太严格定义为,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。通常,“繁荣”时间比泡沫状态长些,价格、生产和利润上升比较温和,接着就是以暴跌(或恐慌)形式出现危机,或以繁荣逐渐消退告终而不发生危机。

现代经济学将泡沫定义为资产价格对其基本价值持续性偏离,第一指资产价格脱离市场基础持

续急剧上涨过程或状态(泡沫化),第二指资产价格高于市场决定的合理价格部分。

泡沫是由于虚拟需求过度膨胀导致价格水平相对于理论价格非平稳上涨,分为安全区、警戒区、危险区、严重危险区。泡沫源于虚拟需求或投机需求,“买”是为了“卖”赚取差价;投资需求是通过租金获得投资收益。危险区与严重危险区泡沫难逃破裂,但安全区泡沫可维持,警戒区泡沫可膨胀到危险区,也可收缩到安全区。

房地产与其他商品不同,是消费品又是投资品。做为消费品在完全竞争市场中,均衡价格等于生产边际成本,供需决定均衡价格是基本价值。做为投资品由资产定价基本原理决定,生息资产基本价值等于预期未来现金流的贴现和。把预期未来每一年租金和最后一年房产的残值贴现到当前,就是基本价值。从供给看,房地产市场处于卖方市场,定价权掌握在卖方手里,做为买方消费者成为价格接受者,实际成交价格一定高于边际成本。如果房子实际价格高出消费者保留价格,作为消费品价格被高估。

有人对保留价格测算,假定代表性消费者拥有全国城镇居民平均财富和收入,用现有财富和未来收入为购买住房融资。2002年城市居民户均资产22.83万,其中金融资产7.98万,房产10.94万元,其他为耐用消费品和经营性资产。2003年底城镇居民人均可支配收入8472元,户均人口3.1人,每户平均可支配收入26263元。买房100平米27.8万元。这个价格比消费者20或30年按揭的保留价格,分别高43.3%和29.3%。假定消费者用于住房按揭支出每年增长4%(目前城镇居民人均收入年增7%),20或30年按揭可支付23.2万元和28.7万元。前一种实际价格高出保留价格19.8%,后一种略高3.2%。相对于消费者保留价格,目前房价高估20%~30%。

2003年上海人均可支配收入14867元,是全国水平1.75倍。假定户均资产也是1.75倍,上海中等收入家庭20或30年按揭可支付房价为34万和37.7万,考虑收入增长分别为40.6万和50.3万。按2004年9月上海住宅8200元实际成交均价,4种情况下,实际价格比保留价格高估141.2.1%、117.5%、102.0%、63.0%。

以耐用消费品标准衡量,我国商品房价格超过

了大多数居民的承受能力包括贷款能力。

投资强劲增长。1998~1999年15%,2000年19.5%,2001年25.3%,2002年21.9%,2003年29.7%。房地产投资占固定资产投资比重从1990年5.6%,上升至2001年20.7%。2002年,城镇房地产开发完成投资占GDP的7.55%(国际上一般为3%~8%),占固定资产投资17.9%。2003年,城镇房地产开发投资10106亿元,占GDP(116694亿元)8.66%,占固定资产投资18.34%,增长29.7%。据百富勤经济学家称2004年第1季度,中国总投资40%流入房地产业和地产服务行业。

供应结构失调。高档住房、大户型住房、商业用房供应过量,中低价位、中小户型住房供应不足。杭州销售商品房,单价3000元/平米以下3.7%,3000~4500元/平米38.7%。南京、苏州市商品住宅户均面积130平米。宁夏全区2003年在建商品住宅,90平米以上户型占69.4%,空置住宅中此类户型占80.9%。住宅与非住宅比例不合理,福建空置商品房中非住宅用房2/3;济南市空置房中高档住宅和写字楼占80%。

空置率居高不下。空置率=(新建商品房的空置

面积+存量房的空置面积)/房屋总量 $\times 100\%$,国际通行标准是10%。空置反映需求强度,影响未来走势判断,空置率居高不下时,市场价格稳定甚至回升,伴随投资膨胀,说明市场运行酝酿着越来越大的泡沫。我国商品房屋空置率1999~2003年分别为41.13%、36.48%、34.78%、31.88%和28.46%。

价格持续上升。1998~2003年我国商品房价格上涨幅为3.29%、-0.11%、2.88%、2.76%、5.7%、5%。2004年,全国商品房平均销售价格每平米2759元,上涨12.5%。住宅上涨11.5%,沈阳、南京、重庆居前3位,分别为19.2%、17.7%、15.6%。2004年1~4月又上升12%。

收入房价比超出警戒线。住宅价格中位数与居民家庭收入中位之比(收入房价比)合理水平为3:1到6:1。东京为4.8:1。我国大部分城市平均房价与平均收入之比是8:1到15:1。上海、广州等房价收入比维持在8:1左右。北京市民户年均收入为3.4万元,一套80平方米住宅需要40万~50万元,房价收入比为11:1。城市中高等收入阶层依靠自己的收入仍旧卖不起住宅,分期付款负担沉重,还款意愿建立在良好收入预期上,一旦收入下降,就会产

房地产供需30项指标——价格指标

类型	亚类	具体指标	泡沫参考标准		中国实际值或情况
			轻微	严重	
表现	价格	出售价格	价格收入比:1:6以内	1:10以上	接近1:8
		房价增长率	房价增长率/人均收入增长>1	房价增长率>30%	房价增长率/人均收入增长>1
		涨价范围	全国各类物业普涨	全国各类物业普涨	全国各类物业普涨
		出租价格	出租价格指数/CPI指数<1	出租价格指数<100	出租价格指数/CPI指数<1
		投资者心理	比较乐观	十分乐观	比较乐观

房价供需30项指标——需求指标

类型	亚类	具体指标	泡沫参考标准		中国实际值或情况
			轻微	严重	
表现	需求	房屋销售额增长率	1<增长率/零售消费品增长率<2	增长率/零售消费品增长率>2	1<增长率/零售消费品增长率<2
		抵押贷款增长率	1<增长率/人均收入增长率<2	增长率/人均收入增长率>2	增长率/人均收入增长率>1
		储蓄占总存款比例	储蓄占总存款比例下降	严重下降	下降
		国际游资	大量进入	快速大量进入	大量进入
		民间游金	大量进入	快速大量进入	大量进入

房价供需30项指标——供给指标

类型	亚类	具体指标	泡沫参考标准		中国实际值或情况
			轻微	严重	
表现	供给	投资性购房比例	10%<投资/总购房比例<20%	投资/总购房比例>20%	10%<投资/总购房比例<20%
		开发投资增长率	3>增长率/GDP增长率>2	增长率/GDP增长率>3	增长率/GDP增长率>3
		开发贷款增长率	2>增长率/总贷款增长率>1	增长率/总贷款增长率>2	2>增长率/总贷款增长率>1
		房屋施工面积增长率	1<增长率/销售面积增长率<2	增长率/销售面积增长率>2	1<增长率/销售面积增长率<2
		房空置率	10%~20%	20%以上	20%以上

资料来源:倪鹏飞:《房价供需30项指标作证:中国房地产有泡沫》,中国社会科学院财经经济研究所。

生系统性的贷款风险。

结论是：作为消费品，全国房地产价格已经高估 20%~30%，上海北京房价大大超过本市居民购买力。以旧换新，将旧房出租偿还新房贷款，旧房由此变成投资品。而作为投资品衡量，房地产泡沫已经产生，正在迅速发展并接近危险区。

支持大城市高房价，并拉动全国房地产泡沫的，是全国富人和外国投资者的投资和投机需求，是银行信贷的扩张。投资品价格按资产定价模型，当期价值等于未来现金流的贴现和，资产基本价值与以下因素有关：租金、租金增长速度、投资回报率、房屋残值。衡量投资泡沫有如下指标：

投资或者投机比例。投资与投机有区别。投资指买房出租，长期收取房租；投机指买了以后直接出售，赚取差价。两者又是可以互相转化的，成功的投资可以变为投机，如果购买的房子迅速升值，投资者可把房子出手，把多年以后的房租收入一次性贴现为卖房收入。不成功的投机则被动变成投资：买房以后如果跌价，也只能长期出租。因此，不能仅仅限制投机炒房，而过分纵容买房出租。上海《解放日报》调查 25 个小区 23694 户，其中 3885 户，即 26.5% 购买者是投资或者投机。更大数量的居民购买新房以后把旧房出租，以房租支付新房贷款，也是投资行为。另有研究认为上海房地产投资比例是 17%。2005 年二手房市场的发展将进一步提高投资比例。如果把旧房出租计算进去，投资比例肯定更大。

租售比。投资合理性在于回收期，年租金与房价的比例如果超过 1/20，就意味着投资买房要 20 年才能够回收，与银行存款相当，有什么投资价值？北京一套旧房子租金是每年 25000 元，价格是 50 万，20 年回收，不如卖掉房子还贷款，还可以节约 20 万利息。至于新房，租售比还要高出 50%。或是价格下降，或是租金上升，否则是没有投资价值的。

投机资本已成规模。温州炒房团民间说法有 1500 亿元。这些资金联合起来进行炒房，几千万资金一起砸在某个楼盘上，抬高楼价再卖。国际投机资本受到开放市场和人民币升值的刺激，两年之内大约进入 2000 亿美元，廉价购买人民币资产，一部分进入上海房地产并向其他城市蔓延。即使绝对规模不大，在边际上抬高房地产价格，造成泡沫是绰绰有余的。

四、历史的教训与对策

无论何等理论，如果逻辑没有错，其分歧就在于假设前提不同。理论家的胜利从来不是在书本和课堂上可以得来的，而是其假设前提及其必然推出的结果，在历史中最终成为现实的时候。这一历史大约需要 10 年至百年不等。从逻辑上讲，主流与非主流都承认泡沫经济的可能性，只不过对其危险性和对策方面，主流派判断比较缓和，反对经济手段以外的政府干预。而我们认为，这就不能够真正控制房地产泡沫。我们需要以历史弥补逻辑和理论的局限，努力达到逻辑与历史的统一。

(一) 美国储贷协会与房地产股市危机

可追溯的有典型意义的金融房地产泡沫，首先是 20 世纪 80 年代美国的储贷协会危机。美国储贷协会吸收存款并提供住房贷款，长期在金融机构中占有重要地位。20 世纪 70 年代美国利率市场化，1986 年取消利率管制 Q 条例。储贷协会的长期固定利率抵押贷款，在利率市场化中出现资产负债期限和利率不匹配，利率上升和金融创新加剧竞争，使储贷协会筹资成本大幅上升，出现利率逆差。经营多元化使资产迅速扩张，并涉入不熟悉的新领域。存款人只根据利率而非金融机构的资产质量进行储蓄，储蓄保险未与机构资产组合风险程度挂钩，导致经理道德风险。监管当局采取容忍态度，甚至不愿透露问题。1982 年一半储贷协会丧失偿付能力，80% 面临亏损，挤兑风潮迅速蔓延。政府通过加强监管，彻底改革存款保险体系，最终渡过危机。

80 年代受里根减税刺激，美国房地产投资大规模扩张，1980 年商业银行房地产贷款占贷款总额 40%。1986 年国际石油价格暴跌，1987 年股市“黑色星期一”加速房地产萧条，23 个大城市房屋空置率为 20%。通过机构关闭和银行信贷收缩，美国房地产泡沫破灭了。

20 世纪 90 年代美国股市经历 10 年大牛市。7000 点时多数人看跌，格林斯潘不断放话警告股市泡沫已经出现，不断提高利率，但股市小跌大涨，一直到 12000 点。此时，“泡沫论”反而消失了！社会预期是 20000 点！结果在 14000 点崩盘，回归到 7000 点水平。

(二) 日本地产泡沫神话的破灭

低利率和银行信贷扩张。1985 年广场协议后

日元从1250升值至1995年178。日本银行1987年2月下调贴现率。1987~1990年货币增长率10%，超出实际GDP增长。地价与物价指数的差距由25.2倍猛增至68.2倍，货币供给增加没有通过实体经济吸收，而是到了房地产股票等资产市场。股市从1985年12月13113点升至1987年9月的26000点，1989年12月29日历史最高点38915点。1987年东京证券交易所股票市值26600亿美元，超过纽约证券交易所的26520亿美元。

利率和金融自由化。日本放开利率管制信贷配置，加剧了竞争。大银行投资于房地产，银行土地抵押贷款急剧膨胀，占贷款总额比例由1984年17%上升1992年35.5%。东京地价比1949年上升了10000倍，预期并没有回归基本面，国民对投资土地有特殊偏好，笃信“马尔萨斯条件”，言日本人口多土地少，流行着地价只涨不跌的神话，“日本卖下了美国，日本第一，21世纪是日本的世纪”之说充斥全球。

日本政府害怕政策调整伤害实体经济，长期政策摇摆不定，银行1989年5月上调贴现率至4.25%。防止海湾石油价格上涨冲击，再一次上调至6.0%，给股市沉重打击。大银行证券公司不法行为曝光，损害人民信心。1991年股市最终崩溃，1992年下跌到14309点，20世纪末城市地产价格指数只相当于80年代中期。

(三) 东亚金融危机与房地产泡沫

东亚经济基本面一直不错，问题出在政府补贴和信贷支持出口。货币钉住美元、资本项目自由化以及金融市场管制的放松，可以低廉成本得到外部资金。缺乏良好的市场纪律，微观机制落后，企业交叉持股，很小的股份就可以控制大资本，投资效率并没有提高。以银行为主导的金融体系，监管体系落后。资本市场不发达，大部分外国资本直接通过银行体系流入本国经济，银行信贷评估和内控体系不健全，放贷偏好抵押贷款特别是房地产抵押，银行在房地产业资产占其贷款总额比重30%，资产价格飞速上涨。1997年国际半导体市场不景气，石油市场波动，面临竞争压力，泰国、印尼、韩国和马来西亚等国出口下降，投资者信心动摇，外汇储备下降，金融危机终于发生。

香港突然出现房地产和商业繁荣，制造业转移到内地，经济转型为金融贸易服务，1998年房地产

业对GDP贡献为20%，投资占固定资产投资50%，政府收入35%源于房地产业。1996年香港银行业放松住房按揭贷款审查标准，房地产再度暴涨，购买私人住宅的贷款从占GDP的8%，1998年上升到40%，翻了5番。在东亚金融危机中为维持联系汇率，只能提高利率，造成股票和房地产崩盘。股票指数16000点下跌至10000点，1998年经济陷入负增长，至1999年3月房地产下跌了60%。

中国台湾，台币在1983年开始升值，到1992年平均每年升6%，1998年亚洲金融危机贬值10%。货币升值引起股市大涨，股价指数从1985年7月的600点上升至1986年9月的2505点，1987年升至4600点。全球股市风暴使指数跌到2298点，稍作整理再度上涨，1988年9月26日达到8870点，到1990年股市达到13608点，5年时间股市上涨23倍。随后下降，到1990年2565点，1997年10200点，比1985年仍上涨17倍。然后大幅度地崩盘。

在东亚金融危机中，泰国、中国香港、日本、韩国、新加坡等国家或地区的房地产价值普遍缩水30%~70%。IMF研究表明，信贷膨胀是各国资产价格膨胀和泡沫崩溃罪魁祸首，银行信贷渠道对房地产市场作用明显强于对股市；在泡沫崩溃之前，各国房地产都经历与信贷扩张相关的迅速上升，相对于信贷规模变化，房地产价格上升的反应速度是价格下降的3倍。NBER研究以14个发达国家20年的面板数据为样本计量表明，与一般人们的感受相反，股市波动对居民财富效应影响较弱，房地产波动对居民财富效应影响非常强，房地产泡沫破灭损害远大于股市，因为其极大抑制居民消费增长，从实体经济方面阻碍经济进一步发展。

(四) 中国北海市房地产泡沫

1992年和1993年我国固定资产投资增速44.4%和61.8%，出现投机狂潮，股票热、房地产热、倒卖汽车热。1992年全国由300多家房地产开发企业增至万家。北海市从3家猛增至700家。金融资源膨胀，投资者借来18%~25%的高利息贷款进行投机。

北海市政府决策失误，他们认为北海没有资金只有土地，以土地“引凤筑巢”是上策，炒地越多资金也越多，房价飞涨，房地产开发规模足够200万人生活，而常住人口只有20万，加流动人口不过

50万。1993年7月全国信贷规模急剧紧缩,大量资金抽走,400家开发公司自动消失。房价骤跌30%,市场泡沫崩溃。

在中国特别容易产生经济泡沫,从20世纪80年代长春君子兰泡沫开始,发展到出口的上百种土特产品都曾经在国际市场畅销和深圳特区抢购的双重刺激下,出现了价格和生产的暴涨暴跌,经济学上称为“蛛网效应”。90年代以来发展到金融和社会许多领域,产生的互联网泡沫,GDP泡沫,股市泡沫,汽车泡沫,大学生泡沫,传销泡沫,美女经济泡沫等,已经纷纷破灭。尚未破灭的是房地产泡沫和外资泡沫。泡沫的产生是必然的,在初期一定程度上具有刺激发展的作用,问题在于人们为什么迷信泡沫?政府为什么不敢或不能有效治理?

第一,中国人出于对计划经济反感,产生对市场经济迷信。新的市场经济教条代替了计划经济教条,把一切问题归结为市场经济的不完善,而不是市场经济本身。

第二,中国人缺乏对于市场经济的经验和本质认识,既不敢用马克思主义揭露现今中国市场经济外衣下的权力资本运动;也不能识破西方主流经济学误导。对市场运作缺乏经验,盲目性很大。

第三,泡沫制造者有巨大经济利益,少数人制造涨价预期,力图扩大泡沫。

第四,政府宏观调控缺乏经验,很不成熟,且有时会受到既得利益集团的误导或者压力。

第五,中国各方面发展极不平衡。少数人不择手段暴富造成全民追求暴富的浮躁心理,包括从外国介绍骗术,使用中国传统的“洗脑筋”办法,手段无所不用其极。我见过北京高级记者卷入传销不能自拔者不乏其人,一个小小的“金融金字塔”设计在短短数月可发展成数十万人的传销组织,愚昧和疯狂令人震撼。

第六,北京、上海等大城市,房地产及其所拉动的产业占GDP50%,地方政府为短期政绩,与中央政府争夺金融、土地资源,有意维护房地产泡沫。

第七,银行支持房地产共谋利益。中国储蓄大于投资,银行存款大于贷款数千亿,银行急于放款,特别愿意对消费者进行住房信贷(存贷款利率相差3个多百分点)。有人说房地产贷款有实物抵押,没有风险,这是对非系统风险而言。如果系统性风险出现,房地产公司只是倒闭而已,过剩商品房集中

到银行廉价拍卖,经济损失是银行承担。银行最怕呆帐,运用100亿资金靠吃利率差盈利,1年一个百分点,利润是1亿;一个百分点呆帐就消耗1年利润。我国商业银行至少有25%呆帐,如经房地产泡沫洗劫,可能达到40%。之所以未发生居民挤兑存款,是因为中国当前储蓄率高,掩盖了呆帐。2006年以后外资银行开始分流国内银行储蓄,人口迅速老化和超前消费使储蓄率降低。如有突发事件影响居民信心造成挤兑,外商撤资,银行危机将导致全面危机,中国发展,改革开放的成就将毁于一旦。

房地产泡沫的防范与控制,要采取综合性措施。

第一,对未来5~10年总量和结构进行整体把握,解决供给不足和结构失衡问题。如调高投资别墅、高档公寓、高档娱乐设施、商厦写字楼的贷款利率,调高个人非自住房贷款利率,使低息政策向中低收入者倾斜;对高档不动产开征不动产累进税。

第二,统计已有房地产详细信息,增加经济适用房,保证一定收入水平居民买得起或租得起房,政府对真正需要住房的居民提供优惠。

第三,发展房地产金融,加强对按揭贷款风险控制,控制投资性购房,尤其是通过按揭贷款进行的投机性购房;完善信用制度和抵押制度、抵押保险和抵押二级市场。控制消费信贷,提高首付款比例。加息要慎重,中国按揭贷款利率不低;开发性贷款更高,加息可能会使本已紧缺的房地产供应链条出现脱节。

第四,开征财产税,即使闲置也要按评估价征税,加大囤积房地产成本。

第五,从土地源头入手,保障土地使用结构合理,加快建设有形土地市场,实现国有土地使用权交易的公正、公开、公平。建立土地信息系统,各城市政府应对所有待出让的土地,现有土地使用结构、规划、评估价格等信息公开,防止圈地炒地谋取暴利;对违规者给予严厉制裁。

第六,鼓励成立住宅合作社,由政府提供廉价土地,欲购房的居民自己组织起来,对住宅的设计,采购、施工、财务、质量、进行全过程的参与和监督控制,象目前大部分装修那样,彻底打掉中间环节的非合法回扣,估计可以使成本降低30%左右。

第七,坚决打击房地产业的囤积居奇,制造虚假成交量,操纵价格和舆论等垄断行为。进行要素市场化改革,防止少数人利用权力控制稀缺资源,

进行寻租与腐败活动。

就宏观调控层面而言,升值与升息,是遏制房地产泡沫的两个车轮。

理论上讲,当一个国家或地区的货币面临升值压力或货币持续小幅度升值情况下,在升值前如把外币换成本币,一旦本币升值,投资者便能获得与升值幅度相应的收益(把本币兑成外币即可兑现该收益),促使投资者追逐该国资产,最有吸引力的是股票和房地产,投资者不但获得升值收益,还能获得股票、房地产本身增值收益。巨额资金进入股市和房市,促使股价、房价上涨,进一步吸引资金,促使股价房价进一步上涨,从而出现泡沫经济。

与历史上的日本不同,人民币升值有利于遏制房地产泡沫。因为2003年以来在人民币汇率升值预期下,国际游资早已通过各种渠道进入国内房地产业。统计表明,2003年末我国外汇储备增加约1169亿美元,但贸易顺差仅为255.3亿美元,外商直接投资约为570亿美元,缺口约344亿美元;2004年外汇储备余额6099亿美元,新增2000多亿美元,其中有大规模投机资金,进入中国购买廉价人民币资产,主要投向应该是房地产。如果人民币升值幅度足够大,打消了升值预期,投机资本获利撤离,房地产价格会大幅度下降,这对于遏止房地产泡沫是有利的。如确认升值预期导致泡沫经济,就应让人民币尽早升值。如坚持不动,随着均衡汇率不断升值,名义汇率偏离均衡汇率的幅度越来越大,泡沫经济风险越来越大。

另一种办法,不升值而提高人民币利率。过去6年,澳大利亚、新西兰、英国、爱尔兰、荷兰、西班牙的实际房地产价格年上升8%~12%,美国4%,在波士顿、旧金山为10%,房价与平均收入之比达到历史新高,超过1975~2002年均值。全球将购买房产作为投资,在股市崩盘、养老金亏损后资金涌向房地产。澳大利亚经常出现几千人挤爆讲演大厅的场面。英国30%人认为,投资房地产是最好养老手段,只有27%选择养老金。1970年以来,英国各项资产回报率平均值税后4.5%,房地产回报率却是负3.7%。更多的人使用消费信贷投资房地产但房租下降。美国、英国、西班牙扣除维修费以后,房地产回报率只有3%~4%,比贷款利率还低。西方国家提高利率将加速房地产泡沫破灭。美国、澳大利亚等国居民债务负担接近历史高点。英国抵押贷款债

务负担占居民家庭收入12%,如利率提高到6.5%,将上升到15.5%,达10年来最高水平。

美国进入加息周期,人民币利率不可避免随之上升,央行加息表明国内利率将进入一个上升周期,对于资金密集型的房地产行业来说是强有力的调整信号,促使购房者重新审视房地产价格走势。与供给相比,加息对需求方影响更大。利率进入上升周期使购房者消费行为更合理,投资者投资行为更理智,房地产价格更加合理,房地产虚热及“泡沫”现象渐渐消解。对房地产开发企业来说,推动其加速开发的动力是旺盛的需求,最大的问题是严控信贷措施带来资金紧张,不得不以更高的资金成本到银行系统以外融资,如基金、信托产品、企业债等。有人认为央行实行稳步而适度的升息政策,整体房价就可能小幅缓慢回落,最终实现“软着陆”。我们以为不然。货币手段见效太慢,且治不了垄断,或许在提高到一定程度如7%以后,才能决定性地击破房地产泡沫,但时过数年,房价已成天文数字,破灭是必然的了,这不是调控而是崩盘。这样的结果危害极其严重,它使资产价格发生扭曲、资源配置失衡,银行资金链条断裂,引发金融系统性危机。

2005年前4个月房地产泡沫继续发展,主导力量是房地产商垄断和地方政府支持,长期制造涨价预期造成的,中央政府经济调控手段基本无效,说明了我们“非均衡假设”的正确,中央政府必定采取更加严厉的手段,目标就是让房价有明显的回落,同时改善房产结构。这次房地产泡沫能否控制得住,其意义远远超过房地产和经济发展本身,这是对中央政府能力的一次考验,是对市场经济能否完善而不被投机资本要挟的一次考验。我们相信,只要中央政府决心坚定,又有广大居民真实需求的支持,在挤掉投机资本,打击垄断以后,正常需求会进入市场,使我们的年轻的房地产行业,在不断挤泡沫的过程中,实现长期稳定可持续发展,使社会主义和谐社会“居者有其屋”的理想,真正在经济增长中得以实现。

(作者单位:杨帆、李勇,中国政法大学;李宏谨,中国人民银行;责任编辑:蒋东生)

参考文献

(1)杨建:《相信自己的虚妄——索罗斯的反经济学理念及社会历史价值观》,陕西师范大学出版社,2002年版。