

# 经济政策不确定性会抑制房地产企业投资行为吗？

## ——基于 2003—2018 年沪深两市房地产企业的数据分析

陈淑云 王翔翔<sup>1</sup>

**【摘要】：**房地产企业是我国房地产市场的重要参与主体，其投资行为关系到房地产市场的平稳健康发展和长效机制的建立。经济政策不确定性对房地产企业投资行为的影响主要存在两种可能的机制：一是经济政策不确定性会抑制房地产企业投资行为，政策的频繁推出推高了房地产企业对未来房地产行业发展不确定性的等待预期；二是经济政策不确定性的上升会促进房地产企业的投资行为，在高度不确定时期，房地产企业因预期未来资本边际利润提高而增加土地储备数量，在房地产行业兼并浪潮的推动下，寻租的可能性促使房地产企业在面临较高的经济政策不确定性时增加投资以扩大未来的市场份额。在当前经济转型过程中，政府通过出台经济政策调整经济发展布局，是我国构建房地产市场长效调控机制的重要手段，以稳定的住房市场政策引导房地产企业投资预期，以合理的货币和财政政策引导资金合理流动，探索“一城一策”的实现途径，将有利于房地产企业投资效率的提升。

**【关键词】：**房地产企业投资 经济政策不确定性 企业规模 经济周期

**【中图分类号】：**F293 **【文献标识码】：**A **【文章编号】：**1003—854X（2020）06—0059—10

### 一、引言

自 1998 年我国推行住房分配货币化制度改革后，房地产开发投资进入持续增长的通道，全国房地产开发投资占固定资产投资的比重由 2008 年的 23.40% 上升至 2013 年的 26.62%，2014 年以后才略有下降。这期间的房地产投资在改善城镇居民居住条件和推动我国城镇化进程中发挥了巨大作用。但过度的房地产投资不仅会挤占实体经济部门的融资渠道，也会因各级政府的房地产调控政策和本身投资行为的波动面临更高层次的不确定性<sup>1</sup>。所谓经济政策不确定性，是指企业无法提前预知经济政策调整的时机、方向和内容，由此带来企业投资决策时面临的不确定性风险。这不仅体现在经济政策本身的冲击上，还反映在通过改变预期从而影响房地产企业投资行为上。

基于对新时代我国社会主要矛盾的判断，党的十九大提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的基本定位，2019 年 7 月中央再次重申不将房地产作为短期刺激经济的手段，意味着房地产企业将面临相对紧缩的宏观政策环境。由于房地产属于典型的区域产品，房地产企业投资还受到城市层面的政策及其他经济社会等不确定因素的影响。在此背景下，研究其在面临经济政策不确定性时的投资行为，对于促进我国房地产市场的平稳健康发展，构建房地产市场调控长效机制具有重要的理论和现实意义。

理论上讲，经济政策不确定性对房地产企业投资行为的影响主要存在两种可能的机制：一是经济政策不确定性会抑制房地产企业投资行为，政策的频繁推出推高了房地产企业对未来房地产行业发展不确定性的等待预期。当面临较高的经济政策不确定性时，房地产企业一般会考虑减少购置土地数量、开发新楼盘等实体经济投资活动或高周转来规避风险；二是经济政策不确定性的上升会促进房地产企业的投资行为，在高度不确定时期，房地产企业因预期未来资本边际利润提高而增加土地储备数量，

<sup>1</sup>**作者简介：**陈淑云，华中师范大学经济与工商管理学院教授、博士生导师，湖北武汉，430079；王翔翔，通讯作者，华中师范大学经济与工商管理学院博士研究生，湖北武汉，430079。

**基金项目：**教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“建立健全住房基础性制度和房地产市场平稳健康发展长效机制研究”（19JZD012）。

---

在房地产行业兼并浪潮的推动下，寻租的可能性促使房地产企业在面临较高的经济政策不确定性时增加投资以扩大未来的市场份额。

鉴于两种不同的作用机制，本文利用 2003 年至 2018 年中国沪深两市 A 股房地产上市企业的微观数据，实证检验传导机制的有效性，考察 Bernanke 提出的“企业不可逆投资理论”是否同样作用于房地产企业，经济政策不确定性的影响渠道在解释中国房地产上市企业层面是否有证据支持<sup>2</sup>。研究结论表明，经济政策不确定性的上升确实会抑制房地产企业投资行为，但相对于以往针对全行业的研究，这种抑制作用在房地产行业表现出明显的异质性特征，并且上述传导机制还受房地产企业规模、经济周期、企业所处区域以及资本不可逆程度等特征因素的影响。

## 二、文献回顾与理论机制

### （一）文献回顾与述评

企业投资行为的影响因素一直是学术界关注的焦点，已有的文献从不同角度有过广泛而深入的研究，其中经济政策不确定性条件下的房地产企业投资行为研究对提高我国房地产市场政策的有效性具有重要的参考价值。虽然学者们大多认同经济政策不确定性会加剧产出、就业等宏观经济变量的波动，但对经济政策不确定性的微观影响机理认知仍存在显著分歧。目前形成的观点按照影响结果可以分为两类。

第一类观点强调经济政策不确定性的推动作用<sup>3</sup>。看涨期权理论解释了这种正向的影响作用，认为不确定的经济政策使得企业更看重当期的运营风险和潜在利润，当不确定性上升时，企业一般会通过高周转尽快完成当期投资。这类投资的增加范围既包括主营业务，也包括企业为分化风险而开拓的新的业务领域。Titman 最早将这种看涨期权理论应用于房地产领域，通过建立两期的二叉树离散模型研究房地产企业的土地投资行为<sup>4</sup>。这类研究的核心在于，类似于制造业企业储存原材料和半成品以应对市场供需波动的行为，房地产企业也有购置土地和销售（持有）楼盘的动机。土地投资属于政府关联显著且资金占有程度较大的行为，其受经济政策不确定性的影响更大。当预期未来土地市场存在价格上涨的空间时，房地产企业倾向于增加当期投资以获取未来更高的收益。

从中国的情况来看，在中央和地方政府频繁运用经济政策干预房地产市场运行的背景下，房地产企业更趋向于根据政策变化快速调整投资行为，企业表现出风险追逐的特征。党的十九大后，我国政府对房地产企业投资活动的引导更趋于理性，一系列探索住房基础性制度政策的出台提高了房地产企业面临的经济政策不确定性。因此，当经济政策不确定性上升时，房地产企业更加关注未来的投资机会与潜在利润，并在乐观市场情绪的催化下增加当期投资，通过专业化分工、布局存量物业以及运营租赁项目等多样化投资行为分散风险，以维持未来企业所占的市场份额。这种投资的看涨期权理论强调了经济政策不确定性的上升对房地产企业投资行为的正向推动。

第二类观点强调了经济政策不确定性的抑制作用<sup>5</sup>。这种共识的逻辑更加明显：一方面，房地产属于资金流量影响较大的行业，房地产企业面临的融资约束更强，外部融资压力和内部资源配置的约束促使房地产企业在投资时要考虑调整成本（投资项目不可逆性的存在），企业往往会减少投资<sup>6</sup>。韩国高的研究还发现这种负向效应在经济衰退时期更加明显<sup>7</sup>；另一方面，也有部分研究认为不确定性的上升能够通过提高期权价值的方式增加企业当期的边际投资成本，从而对企业的当期投资产生抑制作用<sup>8</sup>。

在具体实证方面，学者们利用微观数据验证了土地开发成本和收益的不确定性、最佳开发时机和最优放弃时间的不确定性，以及房价的不确定性等，研究结论均表明经济政策不确定性会显著抑制房地产企业的投资行为。在等待实物期权理论的框架下，房地产或土地价值理应包含未来的期权价值，这也是房地产企业延缓当期投资的主要依据。与等待的期权效应类似，始于 20 世纪 80 年代的风险交流理论更加强调不确定性的等待价值。这部分学者认为未来经济政策不确定性产生了等待的期权价值，房地产企业将会延缓做出投资的决策时间，直到他们能够获得更多的风险信息。正如中国的货币政策具有明显的相机决策特征，我

---

国的房地产市场政策调整也较为频繁，企业未必能准确识别出政策调整方向，在缺乏对未来信息掌握的情况下，经济政策不确定性对房地产企业投资行为的抑制作用表现得更加明显。由此，等待实物期权理论无疑为解释经济政策不确定性抑制房地产企业投资行为的传导机制提供了很好的理论依据。

从已有的研究来看，目前对于经济政策不确定性的度量主要包括两种：一是基于不同的角度构造不同的代理变量，采用特定政治事件作为经济政策不确定性的代理变量。学者们选取了政府换届、政治版图以及突发性国际事件作为代理变量，从不同的角度得出了政策不确定性会抑制企业投资行为的结论。这类研究虽然能够避免内生性问题，但因缺乏连续性和时变性，可能存在估计结果上的偏差；二是基于文本分析法构建经济政策不确定性指数，目前普遍采用的是 Baker 等（2016）编制的 EPU 指数，利用该指数进行的研究也发现经济政策不确定性会抑制企业投资<sup>9</sup>。相比较于以往采用市场波动率、经济波动率、截面离散度等作为不确定性的代理变量，EPU 指数突出了不确定性中的不可预测特征，提供的月度数据也保证了研究的连续性。

## （二）理论机制

从我国房地产市场的发展历程来看，1998 年停止住房实物分配以后，市场化为导向的住房制度改革就成为了我国探索构建房地产市场长效机制的方向<sup>10</sup>。作为市场改革重要参与主体的房地产企业，其投资行为极易受到房地产市场政策的影响，即使面临一致的经济政策不确定性环境，企业也可能因融资约束和资产配置偏好的差异而表现出不同的投资行为。结合现有理论，主要有以下三种主要途径：

其一，经济政策不确定性会导致房地产企业主动改变预期，进而影响企业的投资行为。已有研究指出，为了应对未来可能的流动性短缺，企业将会主动持有部分现金和短期金融资产，一方面可以减少资金链断裂对生产经营活动的负面冲击，另一方面如果将企业的投资机会视为一种看涨期权，在企业未来的收入、成本以及现金流量都存在着不确定性的情况下，看涨期权会使得企业认为未来的投资项目能够带来更高的收益，从而主动减少当期的资本支出。这种情况下，企业有动机通过增持流动性资产和加强营运资金管理来应对外部环境对主营业务的不利冲击，进而降低企业的经营风险。相反，经济政策不确定性较低时，房地产企业参与购置土地和开发楼盘等行为获取利益更多，选择投资的动机也较强。

其二，经济政策不确定性会引起房地产企业债务融资的外部环境发生变化，资金的期限错配导致企业被动选择，进而影响其投资行为。对于房地产企业而言，无论是土地的拍卖还是楼盘的开发，都需要足够高的溢价来弥补经济政策不确定性所带来的各方面成本。一方面，经济政策的不确定性导致房地产企业处于信息弱势，信息搜寻带来的交易成本削弱了企业的融资溢价能力；另一方面，当面临较高的经济政策不确定性风险时，金融加速器理论认为的资产抵押品效应也会弱化，银行等金融部门在对企业的偿债能力进行评估时会采取更加谨慎的态度，这可能导致房地产企业面临错误的资产定价，金融部门贷款减少，从而加剧负债的期限错配，企业被迫削减当期的投资行为。相反，若经济政策不确定性较低，企业面临的融资约束也会减弱，其投资行为发生的概率也可能增强。

其三，经济政策不确定性会使得部分房地产企业更需确保投资的回报收益，这导致企业更加关注房地产投资的不可逆事实，进而影响企业的投资行为。这不仅包括对投资机会的选择时机，还体现在延迟投资行为能够获得更多的决策信息以保证收益率。以土地市场为例，2004 年经营性用地全面实行“招拍挂”制度以后，房地产企业的投资行为面临更高的资金约束，尤其是在经济政策不确定性较高的时期，不可逆程度较大的房地产企业的投资意愿很难保证实现。显然，投资的不可逆事实上增加了经济主体的投资成本，等待的期权价值相对上升，从而抑制企业当前的投资。不难看出，经济政策不确定性的提高，将会促使房地产企业更加关注企业资本的不可逆程度，进一步强化投资机会的价值，并延迟最优投资时机。因此，基于以上讨论，本文提出第一个假设：

H1：经济政策不确定性会抑制房地产企业的投资行为。

H1 中提出的影响机制将投资行为看作一种等待选择权，经济政策不确定性因改变等待的实物期权价值进而影响房地产企业的投资行为。但这种影响机制依赖于一个关键的假设，即房地产企业拥有足够的规模支持等待的成本而不用担心错失发展机遇。在房企并购浪潮的背景下，规模相对较小的房地产企业倾向于当期投资以获得未来的生存机会，由此刺激投资。此时对大型房企来说，住房政策动态快速调整背景下的投资行为，可能仅是维持目前市场份额的自保行为，相比较于未来的发展机遇，这类企业更愿意承担当期的有限损失。在金融摩擦存在的情境下，这一传导途径被进一步放大。经济政策不确定性上升时，银行面临更高的识别成本，房地产企业也因此面临更高的资产定价错误概率，外部融资渠道受阻，即使倾向于延缓投资以获得更多的决策信息，也难以承担等待的当期机会成本。由此受到的融资约束不仅会影响其边际收益和企业正常的运营活动，并且可能承担经济政策不确定性的二次冲击。基于此，本文提出第二个假设：

H2：企业规模（资本）越大，经济政策不确定性对企业投资行为的抑制作用越明显。

显然，该影响机制还预示着随着不确定性的消失，投资会集中反弹而造成经济的强劲复苏，这也提供了一个联系经济周期特征的研究视角。2008 年第三季度全球金融危机爆发以后，我国各领域投资增速下降，制造业等实体行业受到的冲击尤为明显<sup>11</sup>。不仅外部冲击会引发经济政策不确定性，在经济衰退阶段，因信息不对称程度加剧和预期管理模糊等也会内生出新的不确定性。因此，在存在预防性储蓄动机和银行惜贷行为的背景下，实体经济部门在经济衰退阶段的流动性偏好和风险厌恶倾向明显加强，对经济政策的一阶和二阶冲击更加敏感，对未来行业的发展缺乏信心，进而减少投资。但近年来中国经济“脱实向虚”的趋势出现，表明我国以房地产行业为代表的虚拟经济呈现出明显不同的投资特征。为稳定经济发展，释放经济发展动力，中央政府出台了一系列宽松的货币政策和积极的财政政策，这一时期的经济政策不确定性程度虽明显提高，但却释放出“房地产市场欣欣向荣”的政策信号，房地产企业投资情绪高涨，其作用机制主要包括以下两个方面：一是从预期管理来看，房地产企业因预期房地产业未来的发展前景而强化了投资者情绪，倾向于增加投资而非现金持有；二是从外部融资约束来看，容易观察到的高投资回报率也使得银行倾向于将有限的信贷资源投放于房地产行业而非投资回报充满不确定性的实体研发部门，房地产企业的资产价格被高估缓解了外部融资压力。基于此，本文提出第三个假设：

H3：经济政策不确定性对房地产企业投资行为的影响呈现出明显的逆经济周期特征。

### 三、研究设计与研究数据

#### （一）数据来源

本文选取 2003 年第 1 季度至 2018 年第 1 季度中国沪深两市仅发行 A 股的房地产企业为研究样本，同时剔除掉 ST 和 \*ST 类、关键财务变量缺失与股东权益为负的企业，最终得到 7015 个观测值，主要数据来源于 Wind 数据库。

#### （二）变量选取及说明

（1）被解释变量：本文在考察经济政策不确定性对房地产企业投资行为的影响时，参考陈国进等的做法，选取上市房地产企业的投资率来衡量房地产企业的投资水平，用资本支出占总资产的份额进行刻画<sup>12</sup>。

（2）核心解释变量：本文的核心解释变量为经济政策不确定性，已有的度量方法存在一定程度的选择偏误，如无法严格区分市场波动是来源于真正的经济政策不确定性还是企业固有的投资偏好；难以准确识别经济波动中各因素的贡献率；仅仅使用截面离散度的偏差来认定经济政策不确定性的程度很难具备说服力；特定政治事件的发生仅限于单一年份，追踪数据的缺乏使得研究结果存在估计偏差。目前，国内外大多采用 Baker (2016) 编制的“经济政策不确定性指数 (EPU)”，该指数不仅提供了一个跨度较长的研究周期，还同时提供了包括中美英德等 20 余个国家和地区的不确定指数，丰富了不确定性指数度量方向上的

$$EPU_t = \left( \frac{1}{2} EPU_t + \frac{1}{3} \right)$$

研究。因为该指数属于月度数据，借鉴以往的研究，将月度数据转化为季度频率数据，具体方法为：

$EPU_{t-1} + \frac{1}{6} EPU_{t-2}) / 100$ ，其中遵循的原则是当前季度的经济政策不确定指数受过去经济政策的影响程度随时间推移是逐渐降低的。

(3) 控制变量：选取滞后一期托宾 Q(TQ) 值来表示房地产企业的未来投资机会，以总市值/总资产来衡量；选取经营活动产生的现金流量净额 (CF) 刻画企业的现金流量；选取企业规模 (SIZE) 表示房地产企业等待的期权价值，以企业总资产的自然对数来衡量；选取资产负债率 (LEV) 衡量企业的净财富，在经济政策不确定性程度较高的时期，拥有更多净财富的房地产企业可能为尽快占据市场份额，获得垄断地位，而放弃企业未来期权价值可能带来的收入，选择当期的投资行为；选取投资不可逆程度 (PPE) 来衡量企业投资的约束条件，用企业固定资产/总资产来表示。同时控制总资产报酬率 (ROA) 和投资收益率 (TBM)，其中，以净利润/平均资产总额衡量总资产报酬率，以销售收入/总资产衡量投资收益率。

本文建立了如下基准模型检验 H1：

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t-1} + \delta_i X_{i,t} + Quarter_{i,t} + Firm_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $Firm_{i,t}$  为控制房地产上市企业不可观测的固定效应， $Quarter_{i,t}$  为季度虚拟变量。H1 预期经济政策不确定性的提高会抑制房地产上市企业投资行为的影响，因此预测  $\beta_1$  应为负。为了具体检验 H1 中提出的资本不可逆程度对作用机制影响关系，本文进一步建立了如下回归模型：

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t-1} \times PPE_{i,t} + \delta_i X_{i,t} + Quarter_{i,t} + Firm_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

在 (2) 式中，本文引入了经济政策不确定性与固定资产占比的交叉项，其余解释变量和控制变量用  $X_{i,t}$  表示。根据 H1，交叉项前的系数应为负。实物期权理论认为，在大多数固定资产投资具有不可逆性的背景下，房地产企业在进行投资决策时，就要权衡等待新信息的价值和延迟投资的成本。因此，为检验企业规模的影响，与模型 (2) 类似，引入经济政策不确定性与企业规模的交叉项，根据 H2 的推论，交叉项前的系数应为负。

对于不同经济周期的考察 (H3)，根据陈国进 (2016:12) 等的做法，本文以 2008 年第三季度美国雷曼兄弟公司破产、全球金融危机爆发为标志，引进经济周期 (ESTAGE) 这一虚拟变量，将 2003 年第一季度至 2008 年第三季度的研究样本期间划分为经济增长期，设为 1，其余样本期间为经济收缩期，设为 0。根据 H3 的推论，核心解释变量前的系数均应为负。

## 四、实证结果分析

### (一) 基准回归结果

因经济政策的市场反映存在一定的时滞，EPU 指标选择滞后一期，使用双向固定效应模型。可以看出  $EPU_{i,t-1}$  的估计系数显著为负，初步验证了 H1 成立。在我国短期房地产经济政策取向波动性更大，大部分政策属于应急政策，以短时间内抑制房价过快增长为目标，2016 年 1 月至 2018 年 5 月，99 个地级及以上城市出台房地产经济政策约 319 项，43 个县级市出台约 43 项政策，

---

2018年第二季度出台政策达到高峰,约30个城市紧急出台了多项调控政策。经济政策的频繁变化以及政府提供的混淆信息,使得房地产企业很难短时间内形成合理预期,增强了房地产企业的观望情绪,这无疑会强化房企对于投资行为的谨慎态度,投资机会的期权价值可能增加。

为了更好地观察房地产企业投资行为对经济政策不确定性的敏感程度,本文对经济政策不确定性变量分别进行滞后两期和选择当期处理,当期影响系数的绝对值更大,表明我国房地产企业的投资行为更多地受住房市场政策调整的影响,应激性政策尽管能短期内达到调整住房市场的目的,但并不利于房地产市场的平稳发展。值得关注的是,这种抑制作用却略小于部分文献中得到的系数(研究对象为全行业)。这表明与其余行业相比,抑制机理可能不同,本文进一步考虑这一差异性。

## (二) 基于房地产企业投资特征的回归结果

### 1. 基于投资不可逆事实的检验

投资不可逆程度较高的房地产企业,往往面临更高的流动资金压力,直观上来看,这类企业受到的抑制作用更明显,从而具有更加谨慎的投资态度。从结果来看,加入投资不可逆的变量后, $EPU\_1 \times PPE$ 系数发生改变。这表明在考虑固定资产占比的情况下,尽管经济政策不确定性反向影响企业投资,但固定资产占比对企业投资的正向作用抵消了经济政策不确定性对企业投资的负向影响。

这与部分文献中固定资产占比出现显著为负的回归结果并不矛盾,建造商品房出售是房地产企业的主营业务,根据我国会计准则规定,房地产企业开发的房屋和通过“招拍挂”获取的土地属于企业的存货,支付的成本应计入存货中的开发成本,并不包含在房地产企业的固定资产中,而只有用于办公用途的楼盘才划归企业的固定资产。因此,对于房地产企业而言,固定资产占比与企业投资的不可逆程度存在负相关关系,这有别于制造业等行业中的正相关关系。

会计准则规定条款的设置表明使用固定资产占比并不能完整地反映企业投资的不可逆程度,为此,本文对模型(2)进行改进,用房地产企业本季度内拥有的土地数量替代其余行业考虑的固定资产占比。这种指标替换的考虑在于购置土地是房地产投资的领先指标,一方面,土地必须取得施工许可证以后才能开工建设,另一方面,土地购置费属于分期付款,投资中的土地支出也滞后于拿地。因此,引入经济政策不确定性与上一季度内购置土地数量的交叉项进一步考察H1。由于投资不可逆性的存在,经济政策不确定性的提升会显著抑制企业的投资行为,验证了H1的预测。无论是竞拍土地还是建造销售商品房,投资不可逆性明显,中央政府房地产长效机制目标确立之后,房地产企业存在显著的观望情绪,有动机推迟投资放大未来投资的价值,以避免更大的调整成本,进一步证实了前文H1的结论。

### 2. 基于经济周期不同阶段的检验

房地产企业投资活动不仅与房地产市场的政策相关,还会受到国家经济基本面的影响。2008年第三季度金融危机爆发以后,宽松的资金配置在改善我国实体经济投资下滑的同时,也带来了企业金融化的趋势,金融与房地产业投资行为明显增加。鉴于我国房地产业特殊的投资环境,这一部分主要考虑在不同的经济周期阶段,经济政策不确定性对房地产上市企业投资行为的影响。本文引入一个虚拟变量(estage)刻画经济周期的影响,将2003年第一季度至2008年第三季度的研究样本期间划分为经济增长期,设为1,其余取0。

分别表示处于经济收缩期和增长期的样本,无论是在经济收缩期还是在增长期,EPU变量均显著为负。但处于经济增长期的系数估计量的绝对值更高,说明不同于其余行业的研究,经济政策不确定性对房地产企业投资行为的影响在经济增长期阶段更加明显, $EPU \times PPE$ 交叉项的系数和显著性也说明了这一结果。为进一步验证房地产企业在经济收缩阶段具有更强的动机进行投资,本文在第(11)列和第(12)列引入了 $EPU\_1 \times LQ\_1$ 的交叉项,第(13)列和第(14)列引入了 $EPU \times SIZE$ 的交叉项,

结果依然成立。综上所述，房地产企业在经济收缩阶段更倾向于扩大投资，实证的结果也证实了近年来我国经济出现“脱实向虚”和企业投资金融化现象的存在。即使不能据此得出房地产业充当了我国超发货币“蓄水池”的结论，房地产业投资集聚的系统性金融风险也值得警惕。

## 五、城市异质性的讨论及稳健性检验

### （一）城市层面异质性的讨论

#### 1. 企业规模的影响

为了更直观地观察房地产企业对待投资态度的态度，验证“企业拥有足够的规模支持等待的成本而不用担心错失发展机遇”这一假设是否成立，本文将样本企业按照市值划分为两部分，引入一个虚拟变量（`uncon_size`）刻画企业规模的影响。企业规模在中位数以上，`uncon_size=1`，否则取 0。第（15）列为全样本的回归结果，第（16）列和第（17）列分别报告了企业规模在中位数以下和中位数以上两个子样本的回归结果。在考虑了企业规模的影响因素以后，经济政策不确定性与企业规模的交叉项均显著为负，表明企业规模确实能够增强企业承担额外交易成本的能力，放大了未来投资机会的期权价值。在两个子样本中，企业规模在中位数以上的样本交叉项系数绝对值更大，表明经济政策不确定性对企业规模在行业中位数以上企业的抑制作用更明显，这与 H2 的论证保持了一致。

房地产企业对待未来的投资机会主要基于两方面的考虑：一是投资行为是否会导致企业短期现金流的明显波动，从而影响企业的信用评级和融资环境；二是未来的国家住房市场政策是否优于当前的投资环境，即预期未来房地产市场存在利好趋势，从而一定程度上减少当期投资。因此，由于要素禀赋和投资偏好的差异，房地产企业在对待当期和未来的投资行为上存在不同倾向，对经济政策不确定性的反应程度也不一致。规模较小的房地产企业可能因为公司规模不足以支撑等待的期权价值，而选择在当期就进行投资，以便迅速发展。2018 年前 5 个月，房地产百强前十企业拿地金额为 3148.6 亿元，平均同比增长仅为 1.9%，而同时期部分快速成长的房地产企业拿地金额占销售额比重均超 100%。显然，在区分了不同规模的房地产企业后，本文的实证结论支持了 H2，经济政策不确定性对更有观望资本和动机的大企业的抑制作用更大。这既有经济政策变动带来的投资不确定性客观约束，也有大企业主动减少投资数量，更加注重投资效率的主观偏好。

#### 2. 企业所处区位的影响

房地产企业对待投资行为的谨慎态度可能受所在地区的经济发展程度的影响，因此本文对全样本进行划分，引入一个虚拟变量（`uncon_location`）刻画企业所处区位的影响。企业注册地址位于东部地区，取值为 1，否则为 0。无论是考虑企业投资不可逆程度、企业上一季度购置土地数量还是企业规模的因素，回归结果与前文实证部分的结果保持了一致。进一步对比不同地区的实证结果，经济政策不确定性对中西部地区的样本抑制作用更强。在改变部分解释变量时，中西部地区样本的显著性水平并未发生明显变化，而东部地区的抑制作用明显减弱。国家统计局的数据也显示了这种差异的存在：2018 年，东部地区房地产开发投资 6.44 万亿元，比上年同期增长 10.9%，中部和西部地区开发投资分别为 2.52 万亿元和 2.60 万亿元，同期增长 5.4% 和 8.9%。受资源禀赋和经济发展程度不同的影响，中西部地区相对于东部地区，对经济政策不确定性的敏感程度更强，表现出更谨慎的投资者偏好情绪。

#### 3. 使用官员变更数据替代 EPU 指数的分析

Baker(2016)编制的经济政策不确定性指数能够反映中国宏观层面上的经济政策变动情况，并提供持续的月度数据以供研究者使用。但这类研究的缺陷在于缺乏城市层面异质性的考虑：首先，“因城施策”、“一城一策”背景下，国内各城市的住房市场调控政策在“房住不炒”的理念指导下有了更多的选择空间，住房市场热度有了明显分化。其次，已有研究表明，当地

---

的制度环境对投资行为具有重要影响，当政府试图通过调控城市土地市场以控制城市的成长速度时，房地产企业的投资行为更容易受到这类经济政策不确定性的影响<sup>13</sup>。因此，为进一步刻画城市层面的经济政策不确定性，本文参照徐业坤、马光源的做法，使用地级市市长和市委书记更替来反映城市层面的经济政策不确定性指数<sup>(14)</sup>。之所以有别于上述研究加入市长更替的考虑，这是因为：首先，住房保障和房屋管理机构是城市房地产市场的主要管理部门，直接受当地人民政府领导，即使市委书记是真正的“一把手”，市长作为人民政府的最高行政长官，其对房地产市场运行的影响也不容忽视；其次，现行问责机制下，房地产市场直接关乎到行政官员的政治命运。因此，本文选择对于市长和市委书记在当年前两个季度变更的，记为当年变更年份，赋值为1，对于后两个季度变更的，归为下一年变更，当年赋值为0.14。

从第(25)列和(27)列来看，无论是否加入控制变量，地方官员变更(got)与其余变量的交叉项均有类似的结果。对于第(26)列出现的不显著情况，王贤彬等(2010)认为地方官员为了在任期内尽快实现与现任相比更突出的成绩，新任官员往往采用更短视的政策手段刺激经济，企业预期城市土地财政依赖行为短期内不会发生变化，投资行为短期内不会受到明显影响<sup>15</sup>。

## (二) 内生性检验

如前文所述，经济政策不确定性会对房地产企业的投资行为产生影响，但投资行为的选择本身也是衡量EPU指数的重要来源，这就出现了一定程度上的内生性和反向因果等问题。从理论上来看，Baker(2016)编制的全球经济不确定性指数会对测度中国经济的波动造成影响，但却不会直接影响中国房地产上市企业的投资行为，图1表明了两种指数存在时间上的趋同。因此，本文选择的工具变量是同时期内的全球经济不确定性指数。我们采用最优GMM估计量。

## 六、研究结论与政策启示

本文结合2003年到2018年的数据，实证检验了经济政策不确定性会抑制房地产企业的投资行为，发现随着经济政策不确定性的上升，房地产企业投资的积极性可能会显著下降。这种抑制作用可能源自经济政策不确定性上升后房地产企业预期的主动改变、房地产企业融资环境的变化以及投资不可逆程度的差异等三个方面，实证的结果也较好地解释了本文的核心假设。进一步的研究还发现，考虑到不同企业规模、经济周期不同阶段以及不同地区的情况，房地产企业的投资行为表现出显著的差异性特征。

在政策启示方面，政府通过出台经济政策调整经济发展布局，是我国构建房地产市场长效调控机制的重要手段，可以在如下三个方面重点关注：

其一，以稳定的住房市场政策引导房地产企业投资预期。在经济新常态过程中，稳定房地产企业的投资情绪，是我国经济高质量发展阶段要达到的重要目标。在“稳增长、稳就业、稳预期”的要求下，稳预期已经成为稳增长的重要前提。不仅要保证消费升级过程的稳定推进，更要准确把握房地产市场调控的力度，注重稳定房地产企业的投资预期，保证房地产市场供给的平稳有序。中央及地方政府在制定房地产市场政策时，不仅要打造公平透明的投资环境，更要注重保持房地产市场政策的一致性和连贯性，避免朝令夕改，加大改革力度，提振房地产企业市场信心，最终引导房地产企业形成合理的投资预期。

其二，以合理的货币和财政政策引导资金合理流动。在经济下行压力较大时，非房地产企业为降低经营风险，反而会提高金融资产的持有比例，这些投资行为最终会体现在房价的频繁变化和实体经济投资效率下滑上。

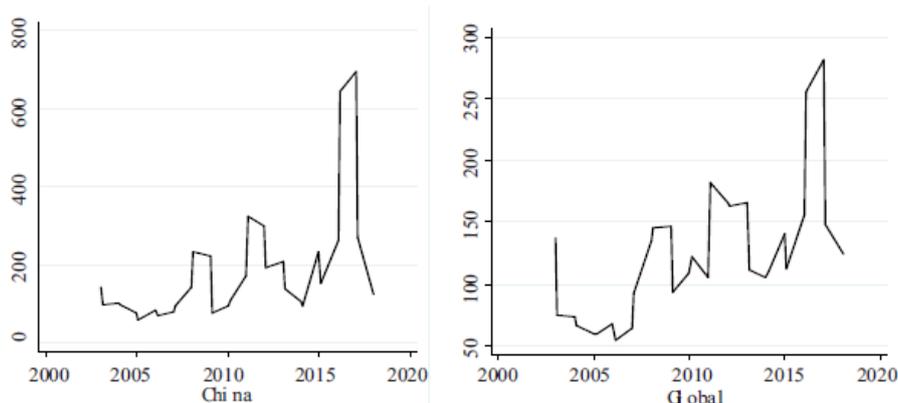


图1 China-EPU 与 Global-EPU 变化趋势

其三，探索“一城一策”的实现途径，将有利于房地产企业投资效率的提升。2019年4月，国家发改委出台《2019年新型城镇化建设重点任务》，要求进一步放开各类城市的落户政策限制。可以预见，未来城市发展的逻辑在于更加强调顺应城市发展的规律，这就要求结合当地的地理条件、劳动力流动、城市空间承载能力等因素，充分考虑城市间的区域差异性。

**注释：**

1 2018年9月，诺贝尔经济学奖得主基德兰德教授在北京大学经济学院发表了题为“全球一体化下的经济周期不确定性”的演讲，指出政府在t期制定的经济政策中考虑了包含未来期政策预期的最优路径，但却可能在t+1期违背在t期的承诺，进而降低私人部门的投资激励和经济长期增长的稳定性。

2 S. B. Bernanke, Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment, *The Quarterly Journal of Economics*, 1983, 98(1), pp. 85-106.

3 W. Y. Qi, The Desirability of Price Instability under Perfect Competition, *Econometrica*, 1961, 29(1), pp. 58-64.

4 S. Titman, Urban Land Prices under Uncertainty, *American Economic Review*, 1985, 75(3), pp. 504-514.

5 刘贯春、段玉柱、刘媛媛：《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》，《经济研究》2019年第8期。

6 饶品贵、岳衡、姜国华：《经济政策不确定性与企业投资行为研究》，《世界经济》2017年第2期。

7 韩国高：《政策不确定性对企业投资的影响：理论与实证研究》，《经济管理》2014年第12期。

8 李凤羽、杨墨竹：《经济政策不确定性会抑制企业投资吗——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》，《金融研究》2015年第4期。

9 S. R. Baker, N. Bloom, S. J. Davis, Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4), pp. 1593-1636.

- 
- 10 陈淑云：《共有产权住房：我国住房保障制度的创新》，《华中师范大学学报》（人文社会科学版）2012 年第 1 期。
- 11 彭俞超、黄娴静：《房地产投资与金融效率——金融资源“脱实向虚”的地区差异》，《金融研究》2018 年第 8 期。
- 12 陈国进、王少谦：《经济政策不确定性如何影响企业投资行为》，《财贸经济》2016 年第 5 期。
- 13 A. Shleifer, W. Vishny, Politicians and Firms, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4), pp. 995-1025.
- 14 徐业坤、马光源：《地方官员变更与企业产能过剩》，《经济研究》2019 年第 5 期。
- 15 这样划分主要是考虑到现实情况，新任官员到任后，一般会在一定时间内延续前任制定的经济政策，并不会立即做出改变。
- 16 王贤彬、徐现祥、周靖祥：《晋升激励与投资周期——来自中国省级官员的证据》，《中国工业经济》2010 年第 12 期。