
房地产价格泡沫的风险逻辑及政策启示

单克强¹

【摘要】从风险逻辑角度分析了房地产价格泡沫的政策效应、虚拟价值、不稳定性及危害性，房地产价格泡沫投资博弈获利会产生“真实金融风险”，但市场恐慌激活的“潜在金融风险”才是影响金融稳定的主因。当经济由高增长转向正常增长速度时泡沫风险矛盾凸显，房地产定位要及时从支柱产业转变为保障性产业。泡沫膨胀与泡沫破裂都将导致财富转移加剧分化社会阶层，由此引发的政治风险比金融风险更可能导致市场恐慌甚至形成金融危机。泡沫膨胀与破裂双向风险是调控房地产价格的难点，泡沫膨胀是破裂的根源但也孕育着更大泡沫的破裂，因而在泡沫萌芽时期就应采取市场手段持续抑制泡沫膨胀，在泡沫矛盾尖锐的短期时点只能用非市场手段“稳房地产价格稳到底”，而长效机制是推进房地产改革、去投资属性和构建自律机制。

【关键词】 房地产价格泡沫 泡沫破裂 金融风险 资本 劳动价值

【中图分类号】 F832.5 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-169X (2021) 06-0084-06

20 世纪 20 年代末西方经济大萧条、90 年代日本金融危机、2008 年全球金融危机，都是由房地产价格泡沫破裂引发的。2016 年底的中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”，坚持“房住不炒”防止泡沫膨胀成为共识。落实中央“房住不炒”政策意味着要去房地产投资属性，由投资支撑含有泡沫的房地产价格将回归到劳动者收入可承受水平，抑制房地产价格泡沫膨胀与预防泡沫破裂风险成为关键问题。

一、房地产价格泡沫产生的原因简析

房地产价格泡沫是由房地产投资博弈形成的金融现象。在经济高速增长时期居民购买力不断增长，房地产价格泡沫在居民购买力增长下能够被稀释对冲；当经济转向正常增长后，由于居民购买力赶不上房地产价格上涨预期，而社会资本仍在继续房地产投资博弈就可能推动房地产价格泡沫不断膨胀。

（一）房地产投资属性的资本定价

如果房地产定位为消费品属性，则房地产需求是由劳动者购买力决定的需求与由房地产成本决定的供给构成市场供求，因而房地产价格受到劳动者购买力水平的限制，即使房地产市场存在严重的供不应求，房地产价格大幅上涨也不会产生价格泡沫，因为在房地产价格上涨降低居民购买力并抑制房地产需求的同时，也会在拉动房地产建设和房地产供给扩大，在价值规律作用下房地产供求将达到新的平衡。如果房地产被定位为投资品允许风险估值和杠杆融资，房地产市场购买力则由自住消费的劳动者决定转为由投资者来决定。房子的耐用性和可储存性最适合囤货居奇，当房地产市场存在供不应求时就会产生上涨预期，拥有资本的投资者以其敏锐的嗅觉，必然通过杠杆融资对房地产投资囤积，而且加杠杆融资能够在短期内大量增加投资，而短期内大量囤积房地产将进一步加大房地产供求矛盾，导致房地产价格进一步上涨的价格泡沫。可见，资本对房地产进行金融杠杆投资进而大幅提升购买力会导致房地产价格泡沫，而房地产投资属性形成的资本定价是房地产价格泡沫产生的根源。

（二）金融杠杆的资金推动

作者简介：单克强（1963-），江西高安人，中国建设银行江西省分行，硕士研究生，研究方向为银行风险管理与房地产金融。

市场资金流入房地产市场会推动房地产价格上涨，而房地产价格上涨客观上也会吸引房地产投资的资金流入，逻辑上房地产价格泡沫膨胀与货币信贷存在互为因果关系。解陆一（2012）运用 1999—2001 年月度数据实证检验发现，银行信贷与房地产价格之间存在长期双向因果关系，从总体反馈份额看，银行信贷和房地产价格的反馈关系更多地表现为银行信贷对房地产价格的因果关系。李剑和陆军（2009）认为逻辑上房地产价格与银行信贷之间存在多层次的双向因果关系，并运用 1998—2007 年面板数据分析发现东部城市的房地产价格对银行信贷具有长期和短期的因果关系，但银行信贷在短期对房地产价格波动的直接影响十分有限，主要是在长期内对房地产价格产生影响；而在中西部城市，房地产价格与银行信贷之间存在长期的双向因果关系。李杰等（2016）基于 35 个国家 1981—2012 年的面板数据回归分析认为，较低的实际利率水平和较高的货币供给增速是解释恶性房地产泡沫出现的显著因素。

（三）投机博弈的利益驱动

城市发展会持续推动土地投资和基础设施建设，城市房地产价格随着对城市土地投入的价值凝聚呈上涨趋势，但资本不会满足获取房地产价值增长部分的收益，还会通过资本定价获取房地产价格泡沫风险溢价的额外收益，对房地产市场进行投机博弈导致房地产价格泡沫膨胀。因为房地产价格泡沫在膨胀过程中吸纳金融资源财富，会将劳动价值从劳动者向房地产投资者转移。当泡沫破裂意味着对劳动价值转移的确认，财富由支付高价的房地产消费者转移流向投机资本，尤其在宽松货币政策和低利率的货币环境下，资本会进一步扩大低成本融资提升房地产购买力，通过推动房地产价格上涨形成泡沫膨胀进而追求风险溢价的回报。加之，我国房地产市场在保有和增值环节还缺乏征收累进税等负反馈机制，而银行杠杆融资、房地产开发和投资者都倾向于获取房地产价格泡沫膨胀利益，形成一种正反馈式的循环进而不断扩大风险。

（四）支柱产业的政策鼓励

房地产及相关产业链占国民经济比重大，在推动基础设施建设、拉动消费以及带动就业等方面作用明显，各级地方政府积极将房地产作为支柱产业。房地产支柱产业与城市土地垄断供应必然导致房地产价格上涨，而卖地收入也成为许多地方政府财政收入的主要来源。2020 年全国土地出让金收入达到 8.4 万亿，占全国财政收入比重达到 46.0%，占地方财政收入比重 84.03%。房地产发展也带动了投资增长和及其对 GDP 的贡献，2020 年房地产开发投资占全社会固定资产投资 26.83%，近十年平均占比 19.60%，即使在占比最低的 2016 年也为 16.91%。2020 年房地产业增加值占国内生产总值 7.34%，与房地产高度相关的建筑业增加值占国内生产总值 7.18%，增加值合计达到国内生产总值的 14.52%。

二、房地产价格泡沫的风险逻辑分析

正确认识房地产价格泡沫的风险逻辑，才能把握好“抑泡沫”与“稳房地产价格”的度。

（一）房地产价格泡沫的政策效应

房地产定价主要由市场、价值和制度三个维度决定。市场维度主要反映房地产供求及其双方的竞争，表现为房地产商品遵循价值规律的市场行为；价值维度主要反映土建、配套、基础设施和土地替代成本等因素，表现为房地产消费属性凝聚的劳动力和资源成本；制度维度主要反映房地产相关法律法规，表现为对房地产市场行为的规范。政府对房地产定价三个维度均有很强的控制能力，在市场维度采用差别化的金融、税收和土地政策，以紧缩货币和控制信贷来抑制房地产投资，以征税调节房地产需求，以土地投放调节房地产供应，能够决定房地产供求规模；在价值维度通过利率和税率能够影响房地产成本，进而影响房地产供求；在制度维度可以对房地产投机设置禁令，采取行政手段限制交易，推出土地新政或惩罚性税收等。由此可见，政府可以运用金融、财税、土地政策对房地产价格泡沫进行管控。

（二）房地产价格泡沫的“虚拟价值”

房地产投资基础是上涨“预期”，定价依据是“估值”，价格形成是投资者“博弈”的结果，关键词是资本对市场的“预期”“估值”和“博弈”。房地产价格泡沫反映的是资本及其代理人的主观意识，而房地产消费者购买力却被排除在房地产定价权之外。按照马克思劳动价值论，只有劳动才能创造价值，房地产价格泡沫没有凝聚人类劳动就不具有价值，因此房地产价格泡沫是由主观意识决定的“虚拟价值”。房地产价格高于成本的泡沫部分是虚拟价值，根据房地产建设和交易过程中的价值逻辑，买方只能获得房地产建设成本价的金融资源，而房地产价格高于成本的泡沫部分是虚拟的金融资源，成为卖方的获利，以虚拟价值获利也就留下了金融风险。同时，由于资金循环的资金流入等于资金流出，金融资源流动主要是由买方向卖方的转移，资本运动产生泡沫并不吸纳金融资源。但当房地产市场存在房地产价格上涨预期，投资者将对房地产市场投入增量资金，导致房地产市场需求增大，而房地产供给具有短期刚性，增量资金流入房地产市场将推高房地产价格，导致房地产价格泡沫的膨胀，因而推动房地产价格泡沫膨胀需要真实的金融资源流入，是“泡沫膨胀”即虚拟价值扩张引起的对金融资源的吸纳积聚。

（三）房地产价格泡沫的不稳定性

一是房地产价格泡沫在市场化环境中具有不稳定的特性。房地产价格泡沫产生于资本在市场中的博弈，逻辑上泡沫在市场化环境中具有不稳定的特性，泡沫一旦生成，其结果是不膨胀就破裂而不会是稳定或逐渐缩小。这是因为房地产价格泡沫源于房地产的投资属性，投资品特点是房地产价格上涨时需求大量增加，当房地产价格稳定而缺乏上涨预期时，投资者对房地产投资预期无利可图，则会选择获利离场，房地产投资需求将转化为房地产供给，供求矛盾短期内由供应不足转换为供给严重过剩，从而导致房地产价格大幅下跌的泡沫破裂。因此，房地产价格泡沫由市场自由调节必然具有不稳定的特性，要稳定房地产价格只能采取非市场调控房地产价格的手段。

二是房地产价格泡沫始终存在不断膨胀的风险。房地产价格泡沫风险估值与房地产价格上涨成正比而与名义收入成反比，增加名义收入做大分母的“稀释对冲”泡沫方式，可能抑制泡沫膨胀从而支撑泡沫风险，宏观经济领域反映在经济发展、城市化进程、货币贬值等方面。当前我国经济发展和城市化进程已经得到充分预期，而且经济发展正在由高速转向中低速，城市化进程也因为人口增长减缓和老年化趋势而放缓，两者支撑房地产价格泡沫风险的原有逻辑日趋弱化。那么货币贬值是否可以支撑房地产价格泡沫风险呢？由于房地产价格是由未来名义收入贴现值决定的，货币贬值将提高未来名义收入预期，以及货币宽松政策预期下的低利率与高贴现率，房地产投资将引导房地产市场对房地产价格预期不断高估值，以货币贬值稀释对冲泡沫必然导致房地产价格泡沫继续膨胀。而一旦我国央行货币政策回归正常而停止超量增加货币及流动性，作为支撑房地产价格泡沫的资金链条随之断裂，房地产投资需求就反转为房地产供给从而导致泡沫破裂。如果持续宽松货币政策会强化房地产价格上涨预期、吸引金融资源流入、房地产价格泡沫继续膨胀进而延后泡沫破裂时间，但随着金融资源流入推动泡沫风险不断积累进入极限，形成虚拟经济挤压实体经济的不当投资结构，并完全扭曲投资与消费比例结构，随着自住消费购买力耗尽的明斯基时刻（Minsky Moment）的到来，最终难以避免发生更大泡沫破裂的金融危机。可见，泡沫膨胀是破裂的根源同时也孕育着更大泡沫的破裂，从长期角度看，在对泡沫膨胀与泡沫破裂的权衡中，之所以会认为泡沫膨胀比泡沫破裂具有更大的危害性，西方经济体不会也没有能力采用非市场手段“稳房地产价格”，在房地产价格泡沫不断膨胀中只会放任泡沫破裂甚至刺破泡沫，所以西方经济体才会反复出现由房地产价格泡沫引发的金融危机。

（四）房地产价格泡沫的危害性

高房地产价格提高了社会整体经济成本及生活成本，限制了年轻一代融入城市的发展，对刚刚形成的中产精英群体打击也很大，倾尽积累和负债购房的阶层面临着极大的泡沫风险。依附房地产价格泡沫的经济增长也不可能给劳动者带来福祉，比如，中心城市持续快速增长并没有提升劳动者的房地产购买力，经济高度发达的中国香港地区并没有消除劳动者的蜗居。高成本不仅抑制生活消费而且也抑制房地产消费，从而抑制房地产产业链消费和行业发展，不利于促进消费和投资的增长，对 GDP 实际增长存在负向效应。房地产价格泡沫也导致金融市场风险上升，极大地制约了实体经济投资增长。由于对房地产价格泡沫破裂风险传递的担忧而不敢投资，实体经济资本会观望房地产价格泡沫破裂时刻的风险释放，对实体经济发展会产生机会成本损失，尤其是在科技创新等改革性领域容易错失投资机会。

（五）泡沫风险、泡沫破裂与金融危机

由投资性交易决定房地产价格从而提高市场整体估值，并且使房地产价格脱离劳动创造价值的基础进而从泡沫膨胀中牟取暴利，因而房地产价格泡沫能够积聚金融风险，在此细分为“真实金融风险”与“潜在金融风险”，以便找出房地产价格泡沫破裂影响金融稳定的主因。一是房地产价格泡沫积聚的“真实金融风险”是有限的。“真实金融风险”是指客观上存在损失或者说风险已经发生，仅仅是风险还未暴露或者说还未识别的风险。房地产价格泡沫积聚的“真实金融风险”的定量计算主要有两种：房地产交易环节各参与方因资本获利留下的风险和房地产建设环节因产能过剩导致的风险，可见“真实金融风险”具有客观性和有限性。二是影响金融稳定的主要是“潜在金融风险”。其一，房地产价格泡沫风险源于资本的杠杆融资。资本以过高的杠杆融资支撑房地产市场投机活动，银行向开发商和房地产投资者发放贷款增加坏账风险，而房地产价格泡沫破裂的市场恐慌进一步加剧导致经济混乱与结构失衡的坏账风险。其二，推高房地产价格形成泡沫的往往只是极少的房地产交易量，但存量房地产整体估值上升导致虚拟财富风险增加。这些因房地产价格泡沫滋生的偶然性风险定义为“潜在金融风险”，这些风险虽然边界较宽，但只有在产生金融市场恐慌导致金融与经济混乱，发生“潜在金融风险”被激活并向实体经济传递失控时才能成为风险。

第一，泡沫积聚的“真实金融风险”因泡沫破裂外溢而具有必然性，但“真实金融风险”有限性使其在向实体经济传递时可被吸收，并不会必然引发金融危机。尽管房地产价格泡沫破裂对银行可能导致不良贷款的暴露，但并不会必然导致银行坏账增加，因为泡沫破裂释放的风险受到“真实金融风险”边界的限制。银行掩盖风险只能压制金融风险暴露而不可能化解风险，而房地产价格高估的虚拟价值风险并不是由风险暴露滋生的，所以不会因为对风险揭示暴露就新增“真实金融风险”，因此泡沫破裂必然增大银行金融风险的逻辑误区就在于认为风险暴露才是风险而不暴露就不是风险。如果仅仅发生僵尸企业倒闭就是市场出清行为，并不会导致房地产价格泡沫风险向实体经济传递。第二，泡沫破裂的市场恐慌激活巨大“潜在金融风险”具有偶然性，在信息不对称的市场恐慌下激活“潜在金融风险”并向实体经济传递，可能引发金融危机。当房地产价格泡沫破裂的“真实金融风险”外溢并向实体经济传递的时候，资本逐利且自利的本性将表现为相互倾轧和落井下石的对抗性博弈，投机资本趁火打劫对优质企业的打压性收购吞并，银行出于风险规避集体性选择不支持优质企业缓解暂时资金困难甚至抢先抽贷，如果再加上司法机关查封执行和监管机构放任不管，房地产价格泡沫破裂可能引发银行风险与实体经济风险间的相互传递。在房地产价格泡沫破裂的风险外溢时，资本恐慌性逃离实体经济，导致经济紊乱、结构失衡、风险相互传递的金融危机，在西方经济体尤其是资本原始积累时期历次危机就是遵循上述逻辑，这是由存在资本对抗性博弈的资本主义制度性质所决定的。

总之，对于投机资本而言，始终存在借助价格泡沫掠夺财富自利性，或者对泡沫破裂夸大虚拟资产价值湮灭的危害性，或者利用信息不对称蓄意制造市场恐慌，通过操纵市场从泡沫博弈中获取风险溢价的暴利。对于广大劳动者而言，泡沫膨胀损害房地产市场潜在消费者，而泡沫破裂则损害房地产市场现实消费者。泡沫风险越大就越会加剧不同社会群体利益间的对立，泡沫越膨胀、矛盾越尖锐、社会阶层分化越严重，一旦泡沫破裂会导致广大房地产消费者数十年积累和负债的损失，房地产价格泡沫膨胀与破裂的博弈将加大社会阶层分化的政治风险，引发市场恐慌从而激活潜在金融风险。因此，“抑泡沫、稳房地产价格”既是为了人民谋福祉的责任担当，也是预防社会群体矛盾激化的政治风险的需要。

（六）泡沫风险、房地产支柱产业与保障性产业定位

化解房地产价格泡沫风险要求房地产定位从支柱产业回归保障性产业。房地产事关民生温饱因而本质上是保障性产业，但在发展是主要矛盾的社会经济背景下，宏观经济政策存在将经济增长优先于社会保障的动机，具有在一定时期将房地产定位为支柱产业的现实性。但房地产在泡沫环境下继续作为支柱产业违背了协调发展、可持续发展和科学发展观。

一是违背协调发展的逻辑。其逻辑错误是只看见房地产价格泡沫对虚拟价值扩张的虚假财富效应，而忽视房地产价格泡沫对实体经济发展制约的真实负效应，忽视房地产价格泡沫对经济增长贡献的机会成本损失，忽视房地产发展是满足广大民众居住需要，忽视经济结构的合适比例关系才能保障经济的根本目的协调发展和质量，忽视经济结构中的长板行业超前发展不仅无

效率而且占用浪费资源。

二是违背可持续发展的规律。房地产是居民生活必需品具有合理消费的范围，应当满足劳动者“安居”到“宜居”美好生活需要，对房地产过度消费导致边际效用快速递减，房地产消费需求受到经济发展与人口增长的边界约束，而房地产被作为支柱产业时对房地产投资需求具有高度依赖。只有实体经济发展提高劳动者收入水平带动房地产消费需求，才能最终带动房地产及其产业链的发展。而房地产投资需求实际上是潜在供给的虚拟需求，在房地产价格泡沫膨胀时期拉动总需求虚增，一旦房地产价格泡沫膨胀预期改变则投资需求就会转变为供给。因此，将房地产作为支柱产业会促进产业超前发展，结果是以房地产和产能双过剩的资源浪费为代价，以投资需求来刺激房地产的不可持续发展。

三是违背科学发展的本质。当房地产被定位为支柱产业时，以房地产金融化的投资会对房地产价格泡沫推波助澜，房地产投资者购买房地产的目的是卖出获利，是通过房地产价格泡沫对劳动价值的转移，对房地产市场而言对金融资源具有虹吸效应，对经济增长则是短期虚假贡献而长期负效益，因此房地产投资的价值逻辑会对经济增长形成负贡献。

三、房地产价格泡沫风险管控的政策启示

从发展角度看，房地产价格泡沫风险将制约实体经济投资增长，从民生角度看，房地产价格泡沫膨胀导致勤奋劳动者无处安身，从风险角度看，越是经济脆弱时候泡沫越容易破裂从而引发市场恐慌。泡沫不稳定特性表现为越膨胀就越濒临破裂，存在膨胀与破裂双向风险是调控房地产价格的难点，泡沫膨胀与破裂的转向随着资本博弈发生在一瞬间，尤其是在房地产价格泡沫矛盾尖锐的时期，市场手段“压泡沫”就破裂、而“保泡沫”就膨胀，因此政策调控应当采取非市场手段“稳房地产价格”，把握“主动权”和坚守“可预期”，持续抑制房地产价格泡沫膨胀；深化房地产制度改革和去投资属性，构建抑制泡沫膨胀的长效自律机制。

（一）把握市场调控与非市场调控，持续抑制房地产价格泡沫膨胀

要坚决落实“房住不炒”政策要求，抑制泡沫膨胀，做好风险管控防止金融风险向实体经济传递，在危机管理预案准备就绪后要要及时挤压房地产价格泡沫。一是采取市场调控手段持续挤压房地产价格泡沫。在泡沫较小的萌芽时期就应当及时挤压泡沫，运用金融、税收和土地供应等市场化手段，持续抑制房地产价格泡沫膨胀，市场化手段也是政府管控房地产价格泡沫的常态化机制。二是“稳房地产价格”应当持续采取非市场手段调控。由于泡沫房地产价格在市场化环境下的不稳定性，政府应当采取非市场手段对房地产价格进行调控，使用“可预期”的行政命令手段限制投机活动和冻结房地产价格泡沫，既要抑制泡沫膨胀又要防止泡沫破裂。比如，采取限购限售等管制房地产投资进而抑制资本投机推动泡沫膨胀，征收特定时期高额交易税和所得税预防资本集中出逃而刺破泡沫。房地产价格泡沫不膨胀就破裂是市场博弈的价值规律，以非市场手段“稳房地产价格”应对泡沫风险虽是权宜之策但并不是短期行为，因为通过经济增长稀释对冲泡沫要有较长时间的积累，“稳房地产价格稳到底”还须配套收入增长计划，保持居民名义收入较快稳定增长。要退出“稳房地产价格”非市场手段的调控政策，就要以市场手段对房地产价格“挤泡沫”替代，或者是房地产市场已经去投资属性、形成了抑制泡沫膨胀的自律机制，否则就会再次回到资本投机操纵房地产价格报复性反弹的泡沫膨胀，间断性“稳房地产价格”将反复刺激泡沫膨胀，把泡沫风险推向极端。

（二）深化房地产制度改革，构建抑制泡沫膨胀的自律机制

房地产制度改革要坚持以市场配置资源，提高房地产产业的资源配置效率；以房地产去投资属性促进价值回归，保障广大居民对房地产合理的有效需求，实现“宜居”与“安居”全覆盖。一是以保障性产业定位房地产的产业属性。要坚持房地产供应市场化的主渠道，构建符合居民收入水平的房地产市场供求体系，由市场调节对中高收入群体的房地产供应，促进广大“宜居”群体不断扩大；同时要为低收入群体提供保障性住房实现群众“安居”。二是房地产信贷要符合去投资属性。坚持货币信贷与房地产投资的有效隔离，对房地产使用金融杠杆投资从制度上予以禁止，明确房地产按揭贷款是对房地产自住消费的融资，

落实“房住不炒”的长效机制。三是稳步推进房地产税出台。规划出台对房地产价格泡沫膨胀具有负反馈效应的房地产税，构建对地方政府土地财政的替代产品，促进形成房地产市场价格稳定的机制。对房地产税的税率设计不能过低，要具有增加财政收入和抑制房地产价格泡沫的效果，能够部分覆盖城市基础设施、环境配套建设维护成本和土地收入替代成本，并且会对房地产过度消费产生挤出效应，同时又对中低收入群体采取税收减免的补贴方法。房地产税出台时机的选择，要避免房地产价格高位刺破泡沫影响金融稳定，因此房地产价格泡沫风险较低是房地产税出台的前提，对房地产税率可考虑分步分期推行，用 5—10 年的时间逐年提高税率。

参考文献：

- [1]李剑，陆军.我国房地产价格与银行信贷关系研究——基于面板数据的边限协整分析[J].国际贸易探索，2009，(6):32～36.
- [2]李杰等.恶性房地产泡沫产生原因的经验分析[J].中央财经大学学报，2016，(9):101～111.
- [3]解陆一.经济周期视角下的银行信贷与房地产价格关系的再研究[J].投资研究，2012，(11):115～123.