

# 基于行为金融学的房地产泡沫成因新探

张 艳

(武汉理工大学管理学院 武汉 430070)

**【摘要】** 本文以行为金融学为理论基础, 阐释了房地产市场投资者的心理及其行为, 分析了房地产市场泡沫形成的原因, 并针对房地产投资者决策过程中的非理性行为提出了一些规范建议, 以促进我国房地产市场健康发展。

**【关键词】** 行为金融学 房地产泡沫 “经济人” 有限理性 信息披露

## 一、引言

房地产业是国民经济支柱产业, 其产业链长、资本密集、关联度高, 对经济发展影响深远。近年来, 我国房价不断攀新高, 尤其是 2009 年, 当众多行业尚未从金融危机中复苏之时, 中国房地产市场却迎来最辉煌的一年。2009 年房地产市场出乎意料地出现 V 形反弹, 年初还在低迷中徘徊, 后来在国家相继出台优惠政策的扶持下, 逐渐从年初的试探性筑底, 到年中的放量大涨, 再到年底的恐慌性抢购。短短一年, 中国楼市迅速由“去库存”转变为“挤泡沫”。为遏制部分城市过快上涨的房价, 2009 年 12 月以来, 中央接连释放房地产市场调控信号, 但无奈市场的火热让这些政策收效甚微。

听任房价上涨似“脱缰的野马”, 房地产泡沫必然不断堆积, 最终危及整体经济的健康。在提出“遏制高房价”的对策之前, 恰当地解释问题产生的原因很有必要。当前一些学者主要是从“经济人”假设角度对房地产泡沫进行解释, 随着房地产泡沫的成因日趋复杂, 经济主体的“有限理性”得到了充分的体现, 故应从新的角度去研究房地产泡沫。

2009 年 12 月 3 日在中国人民大学举办的“聚焦资产泡沫与金融监管”论坛上, 行为金融学创始人之一罗伯特·希勒提到传统意义上的经济学已经很难解释一些金融异常现象。而越来越多对股票市场中人为因素的成功研究使行为金融学成为分析房地产市场问题的切入点, 与股票市场一样, 房地产市场需要进行更深层次的行为金融学研究。中国人民银行副行长朱民在此论坛上表示, 我国审慎宏观监控政策将引入行为金融学思想, 尤其是行为金融学在反周期(繁荣泡沫周期性出现)方面的理论对现实监管有很强的借鉴意义。

鉴于此, 本文拟开辟新的研究视角, 引入行为金融学的基本思想来分析我国房地产有限理性泡沫的成因, 从而解释我国房地产市场上房价暴涨暴跌的异象, 并在此基础上探讨解决对策, 为政府宏观调控房地产市场提供理论依据。

## 二、我国房地产市场的泡沫

目前, 商品房空置率、实际价格与理论价格比、房价收入比等指标成为国际上公认的泡沫化判断标准, 常用的测量房地产泡沫程度方法主要有两种: 一是利用房产基础价值与市

场价格的偏离度来测度泡沫程度; 二是利用统计指标测度房地产的泡沫程度, 常用指标主要有房价收入比、房地产价格增长率与实际 GDP 增长率之比以及空置率等。对于我国房地产市场是否存在泡沫的问题, 理论界一直有争议。但不可否认, 近年来我国房地产价格持续快速增长, 已经大大超出了居民可支配收入增长速度, 呈现明显的泡沫化趋势。

王楠(2007)通过 1996~2005 年数据的实证分析, 得出我国房地产业整体投机度为 0.831 6, 小于 1, 我国尚未出现全局性投机泡沫的结论。不过, 他认为上海房地产市场的投机度已经超过了 1, 达到 1.081, 存在局部泡沫。徐青(2008)运用指标指数法、理论价格法和统计检验法对苏州市房地产泡沫进行多角度测度, 借助功效系数法建立房地产泡沫的预警系统并对苏州市房地产泡沫进行实证研究, 结果表明: 2001~2005 年的苏州市房地产市场的发展基本上处于健康状态, 2006 年的房地产市场存在着一定程度的过热现象。

安鹏等(2008)通过对 1995~2006 年一系列房地产泡沫单个泡沫指标的计算, 构建泡沫综合指数, 度量整体泡沫程度, 并对历年泡沫程度的影响因素做回归分析, 认为上海房地产市场价格自 2000 年以来一路飙升, 确实存在一定的投机性泡沫, 特别是 2003 年以后泡沫程度超过了警戒线的水平。韩冬梅等(2008)用房产基础价值与市场价格的偏离度对上海房地产泡沫进行了测度, 结果表明: 上海市房地产价格泡沫已经出现, 并且近四年来平均泡沫程度达到 22.5%。

台玉红等(2010)运用 HP 滤波器和 C-D 生产函数建立房地产潜在经济增长路径与房地产泡沫的分析模型, 并对京、津、沪、渝四直辖市的相关数据进行了分析。其研究表明: 北京和天津房地产市场的泡沫逐渐减少, 上海、重庆由于房屋供需矛盾比较突出, 房价泡沫逐渐增加。赵小茜(2010)选取了 22 个城市 2005~2007 年的数值计算五个测度指标, 来分析我国城市房地产泡沫化趋势, 得出结论: 在 22 个城市平均房地产泡沫排名中, 四个一线城市都在前 7 名之内, 一线城市的房地产泡沫化趋势很强, 其中, 北京的房地产泡沫指数比其他三个城市的房地产泡沫平均指数高出 24.39%; 厦门、杭州、天津三个二线城市的房地产泡沫指数甚至赶超了某些一线城市,

二、三线城市的泡沫化趋势正在不断地增强;房地产泡沫趋势在一线城市和二、三线城市间出现两极分化。

### 三、行为金融学视角的房地产泡沫的成因

行为金融学基于心理学原理,把投资过程看成一个心理过程,包括对市场的认知过程、情绪过程和意志过程。认知过程往往会产生系统性的认知偏差;而情绪过程可能会导致系统性或非系统性的情绪偏差;意志过程则既可能受到认知偏差的影响,又可能受到情绪偏差的影响。这些个体偏差加上金融市场上存在的群体偏差或羊群效应,便会造成投资或投资组合的决策偏差。而投资决策偏差会使资产价格偏离其内在价值,导致资产定价的偏差。而资产定价偏差往往会产生一种锚定效应,它反过来又会影响到投资者对资产价值的判断,进而产生认知偏差和情绪偏差,从而形成了一种反馈机制。

现有的关于房地产泡沫成因的研究,较多的是从宏观经济环境或制度政策的角度进行解释,很少对微观主体行为进行分析。这是由于传统的研究方法基本上采用传统金融学理论框架,而传统金融学理论是以有效市场假说为基础的,其显著特点是把人看做是完全理性的“经济人”,使得该理论在解释房地产泡沫等非理性繁荣现象时仅停留在完全理性人的层面上,显然这种解释并不符合客观实际。事实上,用传统金融学理论来解释房地产领域出现的许多非理性现象往往是行不通的。而行为金融学的诞生为“经济人”的有限理性提供了一个崭新的研究视角。行为金融学突破了传统金融学的理性经济人、完全套利和有效市场假说,从投资者的决策心理出发,重新审视主宰房地产市场的人的心理因素对市场的影响,探究房地产泡沫形成的微观原因。

**1. 启发式认知偏差。**启发式方法是指人们在判断决策时往往依赖于过去的经验、启发去作判断的方法。启发法虽有一定的效果,但这种方法是从经验中产生的,过分依赖它会产生经验主义,即产生启发式认知偏差。启发式认知偏差分为三类,即代表性启发偏差、可得性启发偏差和锚定效应。

(1)代表性启发偏差。这种偏差是一种惯性作用的结果。房地产市场的价格惯性就是这种偏差的一种反映。当房地产价格上升时,投资者会预计房价继续上涨从而采取买入的决策,于是就推动了更大程度的炒房热;而当房地产价格下滑时,投资者预计房价继续下跌而采取抛售的策略,使得房产价格继续下跌。长期这样下去就会产生房产价格惯性,而这种价格惯性进一步加快了泡沫产生的速度。

(2)可得性启发偏差。这是一种走思维捷径所产生的偏差。房地产市场信息渠道有限,内容复杂,普通投资者无法正确分析和判断,而投资机构或专家比较容易获得分析的资料,因此普通投资者常常会听从自己信任的机构或专家,投资行为带有明显的盲目性,表现出可得性启发偏差。

(3)锚定效应。“锚定效应”是指当事人过于依赖旧信息,对新信息反应不足,以至于确定一个特定的初始值进行估计和调整,并将其作为决策的依据。不同的决策者依据各自的“初始点”作出不同的“锚定”。锚定效应通过刺激早期利润的变现来抑制泡沫,因为投资者不相信市场价格可以上升太多,

同时,锚定心理刺激投资者在价格下跌时静观其变,等待价格回升到“锚”的水平。因此在通常情况下,锚定效应对市场可以起到一定程度的稳定作用。然而,一旦泡沫开始膨胀,锚定效应的作用机制就会发生改变。在泡沫中期到最后阶段,哪怕股票或住房的价格高于历史平均水平,人们也愿意购买,因为价格在一个高水平上已经维持了足够长的时间,所以人们觉得它很正常。锚定效应使人们相信:收益将按照近期的趋势持续下去,在泡沫形成之前,价格增值会维持相当长一段时间。虽然房地产价格已经开始大幅波动,但受锚定效应的影响,价格会在短时间之内呈现出比较稳定上升或下降的局面。

#### 2. 情绪偏差。

(1)过度自信。过度自信是指人们往往过于相信自己的判断能力,高估自己成功的机会,把成功归功于自己的能力,而低估运气、机遇和外部力量在其中的作用。根据 Ben(1965)的归因理论,人们倾向于把过去的成功归功于自己的能力,而把失败归罪于外界因素。当市场走势与投资者的私人信息一致时,投资者的信心将会膨胀,而当市场走势与投资者的私人信息矛盾时,投资者的信心并不是等量地减少,而将原因归于客观。投资者的这种过度自信是提高市场交易额的根本因素。判断中的过度自信有时会让投资者相信他们能准确地知道市场的变动趋势,即使其理智地认为价格是不可预测的。正是这种直觉判断形成了房地产价格不跌的基础。要理解房地产投机性泡沫,无论是正向的还是负向的,我们都必须认识到投资者的过度自信心理发挥了根本性的作用。

(2)损失厌恶与后悔厌恶。“损失厌恶”是指人们面对同样数量的收益和损失时而对收益过度产生喜好,而对损失过度产生厌恶的情绪。当出现损失时,人们可能会因为不愿承担损失或是期望损失最终可以变为盈利而采取一些不理性行为。“后悔厌恶”是指人们对自已做出的错误决策感到痛苦。投资者在损失厌恶情绪的影响下,决策中就可能因为害怕重蹈覆辙而盲目从众,甚至会坚守赔了钱的房地产,这是因为他们觉得在持有这些下跌的房地产时,并没有真正地实现损失,只是潜亏,后悔以前“割肉”抛出房产股票,期望未来市场出现转机,能扭亏为盈。房地产投资者回避出现损失是为了避免资产损失带来的后悔,因为一旦出现损失,就证明其以前的判断是错误的,这会给投资者带来挫折感,从心理上感到愧疚。

(3)心理账户与处置效应。“心理账户”是指投资者并不是整体、一致地对待自有资产,而是潜意识地把不同的投资放在风险偏好不同的账户中,自己心中有数。心理账户使得投资者面临高风险投资时仍然义无反顾,从而催生出了市场的投机者。投资者将损失置于一个单独的“心理账户”,他们的心理同样呈现递减的敏感性,即当损失不断增加时,他们的痛苦程度会不断递减。故房地产投资者在投资过程中表现出“赢利抛出,亏损持有”心态,于是便产生处置效应。也就是说,投资者为了避免后悔,会倾向继续持有存在损失的资产,而去变现具有资本利得的资产。房地产市场中,正是处置效应的存在导致了如下现象:当房价处于上升阶段的时候,交易十分活跃,换手率十分高,价格也被反复推高,一步步催化房地产市场的繁

荣;相反的时候,伴随着房价的下降,交易量也会持续下降。这就解释了出现房价下落时总是伴随着交易量的下降、房价下跌的初期会持续很长一段时间这种现象的原因。

**3. 羊群效应。**羊群行为也称从众行为,是指投资者在信息环境不确定的情况下,其行为极易受到其他投资者的影响,从而模仿他人决策,或者过度依赖舆论、小道消息而忽视自己的信息从而采取从众的策略。当房地产市场产生羊群效应时,购房者往往会跟随其他购房人做出决策,导致房地产市场对信息反应过度,利好信息导致房地产的超额需求曲线迅速增加,投机膨胀,甚至引发房地产泡沫;反之,利空信息会导致房地产业加速泡沫破裂的速度。房地产市场出现羊群行为的原因是多方面的:一方面,信息的缺乏或是信息成本过高导致产生羊群效应。由于房地产市场复杂多变,一些投资者来不及掌握市场信息或者因获得信息的成本太高,便去参照其他投资者的运作而作出同样的决策。另一方面,媒体的炒作,使得市场弥漫着“噪音”,投资者往往被误导而作出错误的判断,形成引发市场过“热”或过“冷”的羊群效应。

**4. 反馈机制。**受2008年美国次贷危机的影响,全球陷入金融危机,房地产市场遭受重创,市场的反馈机制使人们普遍认为房地产市场拐点就要到来,价格会大幅下降,受这种预期的影响,购房者观望,投资者纷纷出售房屋,房地产商纷纷降价,打折销售,一些一线城市房屋大量滞销,甚至出现了有价无市现象。而房地产价格越是下降,人们的预期便越悲观,需求量就越减少,以致房地产市场出现了2008年量价齐跌的现象。随后,在中央政府陆续出台的一系列调控房地产政策的刺激下,房地产市场越来越火爆。由此,房地产市场到了2009年很快扭转了颓势,开始出现复苏,人们预期信心膨胀,价格开始上涨,需求增加,需求大幅增加又反馈到更高的价格中,第二轮的价格上涨又反馈到第三轮,然后反馈到第四轮,以此类推,催化因素的最初作用被市场主体的热情不断放大,因为他们担心房价进一步上涨后买不到或在高价位购买而吃亏,使得人们对房地产的认知不断偏离,导致价格偏差,价格偏差又进一步影响认知偏离,形成典型的正反馈交易行为。

#### 四、研究结论与对策

**1. 结论。**从传统金融学的视角来看,无论是整个经济,还是房地产市场,其泡沫的形成是必然的,是经济主体根据对未来理性的预期而做出的一种理性选择。按照传统金融学“经济人”是理性的观点,房地产投资者一般会依据效用最大化原则慎重地进行决策,其投资应该更加理性。但是,运用行为金融学的相关理论深入地考察投资者行为背后的心理过程就会发现:市场交易从来都不像传统金融学所分析的那样,投资者都是完全理性的“经济人”,都会按照贝叶斯法则和预期效用理论理性地进行投资决策和市场交易,维护市场稳定的秩序。相反,房地产投资者的判断和决策过程中常常会受到诸多心理因素的影响,表现出各种认知和情绪上的偏差,因此房地产市场的投资者只能保持有限理性。

**2. 对策。**为了规避房地产市场的非理性投资行为,笔者拟从房地产开发商、购房者、市场投机者的角度提出对策,希

冀能有效地防范和控制房地产泡沫。

(1)大力整顿房地产市场秩序,规范开发商的行为。完善土地收入管理使用办法,抑制土地价格过快上涨。具体说来,政府职能管理部门应根据地区人口、收入等房地产基础价值决定因素制定详细的房地产中长期发展规划,根据商品房的需求来确定土地供应,严格执行土地使用的有关规定,避免盲目扩大开发用地,使房屋的供给和需求趋于均衡,达到稳定房价的目的。加大对开发商发布虚假信息、圈地不建、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的查处力度和打击力度,对一些开发商操纵市场的违法违规行为给予行政制裁直至取消其开发企业资质,对严重扰乱市场秩序的开发商还应采取法律手段,严厉追究其刑事责任。

(2)构建对称的信息平台机制,加强对购房者的正确引导。由于社会公众缺乏房地产的有效信息和专业知识,极易产生羊群效应,因此政府应为房地产市场构建一个公开、透明的信息平台,进一步完善房地产市场的信息发布机制和交易机制,在舆论自由的前提下,对媒体、专家和学者的舆论进行合理引导,发挥正面舆论的积极作用,减少房地产市场的信息不对称。政府部门还可以通过发布新闻及一些实质性信息的方式,在房地产业发展过热时适时发出预警信号,同时鼓励相关金融部门给予大众投资理财知识的培训,加强对购房者市场风险的教育,调整市场情绪,引导购房主体形成合理的预期,有效抑制投机心理,减少非理性行为。

(3)加强金融监管,规范投机者行为。进一步规范个人贷款审查的程序和标准,逐步建立并完善个人诚信系统;加强对金融机构的监管力度,提高金融机构信息披露的透明度。同时,提高房地产抵押贷款的比率和开发商自有资金持有比例,加强对各贷款主体的资格审查;发挥主管部门、新闻媒体及中介机构的作用,对市场上的投机行为和投机心理加以正确引导,防止市场中投机狂热的形成。政府还应出台合理的税收、信贷等政策,增加投机者的资金成本,提高其投机风险,必要时给予经济甚至是行政制裁,尽可能地遏制投机行为,减缓其对市场的冲击,减少市场中的噪声交易行为。

#### 主要参考文献

1. 吴艳霞,王楠.房地产泡沫成因及其投机度测度研究.预测,2006;2
2. 安鹏,蔡明超,高国华.中国房地产泡沫的测度与成因解——以上海市为例.统计与决策,2008;20
3. 韩冬梅,刘兰娟,曹坤.基于状态空间模型的房地产价格泡沫.问题研究,2008;1
4. 台玉红,苗苗,张洁.我国房地产泡沫测度——基于京、津、沪、渝四直辖市的实证研究.华东经济管理,2010;3
5. 赵小茜.浅析中国城市房地产泡沫化趋势——基于22个城市房地产泡沫指数模型的实证研究.中华民居,2010;7
6. 饶蕾蕾,刘达锋.行为金融学.上海:上海财经大学出版社,2003
7. 徐松茂.房地产市场异常现象的行为金融学研究.北方经贸,2010;3