

# 试析家庭财务中的住房资产投资

廖海波

(宜宾学院 四川宜宾 644007)

**【摘要】** 本文通过分析住房资产投资的特点和家庭财务中住房投资面临的风险,针对我国房产投资现状,提出政府应对这类投资进行积极有效的干预,欲进行投资的普通居民更应多了解房产市场,为将面临的风险做好准备的建议,以期为家庭财务中住房资产投资健康发展提供参考。

**【关键词】** 家庭财务 住房资产 行为财务 风险 认知偏差

在新古典经济学分析框架下,研究家庭财务中的资产选择行为,应该构造家庭财务资产投资行为适用的效用函数和确定其面临的约束条件。由于构造一个统一的家庭效用函数存在非常多的困难,因此目前已有的研究多集中在探讨家庭财务中配置资产行为的特点上。

住房在家庭资产中处于非常特别的位置。一是住房在家庭总资产中占的比重大。2002年国家统计局对各省城镇居民进行调查发现,户均住房资产占家庭资产比重达47.9%。二是住房具有满足消费的功能。这就使得对家庭资产组合的研究处于两难境地:不将住房纳入资产组合分析则忽略了最重要的家庭资产之一;将住房纳入资产组合分析则面临其兼具投资品和消费品特性的难题。

本文将住房作为风险资产纳入到家庭资产组合配置中进行以下分析:在此背景下住房这一资产的特殊性质对家庭资产选择行为的影响;家庭财务在涉及住房资产选择时的一些行为心理偏差;对制定监管政策,改善房产投资和家庭投资决策具有的现实意义。

## 一、家庭财务中住房资产的双重特性及影响

假如把住房看做是风险资产,将其纳入家庭的资产组合中进行分析,常见的处理办法是将住房类于一份长期债券。此时,作为资产的住房带来的收入相当于租金,资本利得来源于预期租金和贴现率的变动。这样处理产生的问题是,当住房为所有者家庭居住时,住房所有者放弃的租金的效用大小问题,即租金效用和居住(即对住房的消费)效用是否一样。显然,既然所有者选择自己居住,住房所有者放弃的租金的效用是小于居住该住房为其带来的效用的。那么此时将住房类于债券就会低估其使用价值,据之则会错误判断家庭财务中的资产选择行为。

国外的统计数据表明年轻家庭拥有住房产权的比重低于年长家庭,而一些实证研究发现年轻家庭总是先投资于住房,以后再投资于其他金融资产。在我国,从一些新闻报道中可以发现,多数情况下,同一套住房租住的效用是小于购买后居住的效用的,比如租住者无法享受到一些“业主”的权利,甚至购

买了住房还可以满足部分成就感等心理需要,极少有有房者去租住房屋而将自己所拥有的住房出租的现象。这种情况表明,对尚未拥有住房产权的家庭而言,由于住房在满足家庭多种需求上具有特殊意义,其家庭资产组合选择行为会倾向于优先选择住房,因而会偏离将住房类于长期债券处理的标准金融模型。

可见,将住房作为风险资产纳入家庭资产组合进行分析不太可行,只有在家庭选择“投资性住房”(即购买目的非自家居住)时,将其类于长期债券才是相对较好的处理办法。

## 二、家庭财务中住房投资心理偏差

心理学实验证明,人们在进行风险决策时,其信念的形成常常存在过度自信、乐观主义、代表性启发、锚定和易得性偏差等问题,使其对风险的认知产生偏差。有些经济学家则认为这些心理偏差可以通过以下三个途径得到消除:①重复学习,可以避免再次出现同一偏差;②成为或聘请某一领域专家,比如投资银行的交易员很少出现认知偏差;③提供更多激励,在激励心理作用下偏差就会消失。

在以证券为代表的金融市场,关于人们决策时是否存在系统性偏差的争论还未完全解决,但是总的趋势是行为财务理论的影响将越来越大。住房资产不同于一般证券的特性使得前面所提及的反对行为财务理论的理由难以成立。首先,对大多数家庭来讲,他们并没有通过多次进行住房交易来学习的机会,从而避免再次出现同一偏差。即使有些居民可能一生中会多次购买住房,但是其面临的环境和对象多数都发生了较大变化,以前的经验能起到的作用非常有限。其次,进行住房交易的绝大部分家庭的成员都不会是房产专家,高昂的成本也使聘请专家代为交易不可行。最后,即使在证券市场,也没有证据表明重复的激励可以消除这些心理偏差,更不用说具有特殊性的住房资产交易。

基于住房市场的特性,笔者认为,普通家庭在涉足住房资产投资决策时,从以下两个方面入手能够有效消除心理偏差。

1. 注意力异常与易得性偏差。传统理论假定市场参与者能够获得对目标函数最大化所需要的所有信息。行为心理学

研究已经证明,人们一般只会注意到能引起他们兴趣的信息。因而,对于参与者的决策来说,也只有其注意到的信息才能发挥作用。影响注意力的是事物的突出程度、表述的生动程度或者表述是否有丰富多彩的细节。因此,判断就会受到易得性的影响,即受到事件或者相关联想进入参与者脑海的难易程度的影响。某件事情让人比较容易联想到,行为者可能误以为这个事件经常发生;相反,如果某类事件不太容易让人联想到,在人们的记忆中相关信息不丰富不明确,行为者就会在不觉的情况下低估该类事件发生的概率。一个社会、一个时代所风行的、被人们熟知的事物自然是最易获得的,所以,行为人在决策时受社会环境影响的程度是不可忽视的。

在我国,住房的供需受到以下三个方面的影响:①住房为基本生活必需品;②人多地少,住房供给存在很大的缺口,大量的需求和潜在的需求没能得到满足;③住房制度改革和社会经济体制改革导致大量的人缺乏安全感。这三个方面的原因加上住房价格长期处于上升状态导致全社会高度关注住房问题,住房价格上涨成为热点新闻,大量的长期的突出报道和生动描述引起人们普遍的关注,人们对房价总是不断上涨这一现象印象深刻。相反,日本和我国香港、海南等地在20世纪的房地产泡沫破灭的事实报道相对少得多,也难以引起人们的兴趣,因此普通人容易低估房价下跌的概率甚至忽略了房价下跌的风险。

**2. 锚定现象。**锚定现象,即人们在对不确定事件进行判断时通常会根据一个先前可能是主观的数据,进行一些调整后作出,实验证明这些调整经常是不充分的。

当商品的内在价值本身很模糊,人们在进行价值判断时,更容易受到锚定现象的影响,即在缺乏准确信息的情况下,以往的价格和趋势就更容易成为确定当前和未来价格的参照。住房价格波动周期远较一般金融资产长,常见的房地产泡沫情况是该地区住房价格长时间上涨,然后出现暴跌。如20世纪90年代日本和香港房地产泡沫都经历了长达七八年的繁荣后集中在一年内破灭。又如,在2008年之前,越南地价、房价持续上涨,持续时间长达十年,而进入2008年6月后,越南大、中城市房地产价格平均下跌已达50%以上。住房价格周期的这一特点也使得普通居民在住房价格上涨阶段,由于无法获得更准确的信息(如不知道住房的准确价值,价格是否已经高估),在决策时很容易将涨价趋势作为一个常量,而低估甚至忽略了住房价格下降的可能性。

### 三、家庭财务中住房投资的特点及影响

当住房非所有者自家居住时,其作为资产在一定程度上类似于长期债券,如其租金收入类似于债券利息收入,则也会面临利率或者实际利率变动带来的风险。但是,作为投资对象的住房资产仍有区别于一般证券资产的较强的独特性,研究居民住房资产交易行为的金融模型不完全与以证券资产为研究对象的标准金融模型相同。

高昂的交易成本会使得资产组合的调整以及套利交易受到极大的限制。与证券等金融资产相比,住房市场的交易成本非常高,其原因在于:①搜寻成本。在住房市场搜索价格信息

和寻找交易对象需要耗费大量的时间精力,并需要付出较高的资金成本,如中介费用等。②谈判成本。住房市场不像证券市场那样集中竞价交易,订立契约需要耗费大量的时间、精力和财力。③监督执行成本。执行住房交易合约需要办理大量手续。④税收。住房市场的交易税收比证券市场的交易高得多。此外,住房交易的佣金和手续费用也比股票交易高。我们知道,标准金融学的基本研究方法是市场无套利假设,即市场在无套利机会时达到均衡。在涉足家庭资产组合选择行为时,住房资产的高交易成本特性使得在完全市场假设下得到的标准金融学模型的应用受到限制,甚至失效。

住房是少数几种可以通过银行贷款购买的家庭资产,而且可以进行抵押融资。一般家庭和个人很难利用财务杠杆投资其他金融资产,但往往利用财务杠杆投资住房资产,所以按揭购买住房得到了普遍应用。这在增加购房家庭效用的同时也增加了家庭的财务风险,投资于一般的金融资产可以通过分散化和利用多种金融工具进行风险对冲来降低风险,但投资于住房资产的风险对居民来说都是难以分散化和对冲的,并且还可能是因为居民的非理性行为而被放大。

住房投资金额大,投资回收周期长,交易成本高,所以交易频率很低(多数居民也许就是一次)。这决定了居民在此项投资上缺少甚至在实践中学习的机会,也就缺少纠正错误的机会,一旦投资失败,会对家庭经济生活造成巨大影响。

### 四、结语

住房具有消费品和投资品的双重性质,对尚未拥有住房产权的家庭而言,面对各种风险资产,他们会优先投资于住房以满足生活的多种需要,这使得家庭的资产组合选择行为偏离了标准金融模型。住房作为风险资产,其区别于一般金融资产的特点使投资者具有“注意力异常与易得性偏误”和“锚定现象”这两种认知偏误。当住房作为投资品时具有交易成本高的特点,使持有者对资产组合的调整和套利交易受到极大的限制。另外,住房是一般家庭和个人可以利用银行贷款投资的资产,这可能增加不具备专业知识的家庭的财务风险,且这些家庭在投资于住房时的非理性行为可能进一步放大风险。基于家庭住房投资的这些特性,政府应该积极进行干预,尤其是要向居民提示其因为心理偏差而忽视的风险;对于房地产企业而言,则应该注意研究这些特性对房地产市场尤其是市场周期波动的影响。

**【注】**本文受宜宾学院科研基金资助项目(项目编号:2010S12)资助。

### 主要参考文献

1. Campbell, John Y.. Household Finance. The Journal of Finance, 2002; 8
2. Campbell, John Y., Joao F. Cocco. Household risk management and optimal mortgage choice. Quarterly Journal of Economics, 2003; 18
3. Joao F. Cocco. Portfolio choice in the presence of housing. Review of Financial Studies, 2005; 12
4. 赵昌文. 投资学. 北京: 清华大学出版社, 2007