

我国房地产价格变动的金融化逻辑

陈享光,黄泽清

(中国人民大学经济学院,北京 100872)

摘要:我国房地产业是在金融化快速发展背景下发展起来的,房地产市场价格与金融化发展密切相关,通过对房价金融化逻辑的把握,有助于探索房地产市场平稳健康发展的长效机制。在金融化发展过程中,土地的货币化增加了土地的流动性,土地的资本化又加剧其增殖性,土地流动性和增殖性的结合使房地产在未建造之前就已成为一种可用于投机的资本;金融化背景下银行等传统金融机构迫切需要转型,通过支持房地产业获得利息收入,以维持与新型金融机构的竞争;房地产资本是房产所有者福利物化的结果,人们购房不仅是为了获得其使用价值,更多是为了追求房地产资本附带的社会关系,且这种社会关系的区域性差异会造成房地产资本金融化程度的差别,从而导致不同城市房价变动的差异。

关键词:土地资本化;金融化;房地产泡沫;金融风险

中图分类号:F224

文献标识码:A

文章编号:1007-7685(2017)12-0035-09

DOI: 10.16528/j.cnki.22-1054/f.201712035

维持房地产价格稳定和房地产市场调控一直是党和政府持续关注的问题。在2016年底召开的中央财经领导小组第十一次及第十四次会议中,习近平总书记就房地产市场调控问题指出,要化解房地产库存、促进房地产业持续发展,并提出要以满足新市民住房需求为主要出发点,通过综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段抑制房地产泡沫。在2017年召开的中央财经领导小组第十五次会议中,习近平总书记又进一步强调要紧紧把握“房子是用来住的,不是用来炒的”定位,建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制和制度安排,“调整和优化中长期供给体系,实现房地产市场动态均衡。”学界关于我国房地产价格问题的分析也从未间断,认为房价上涨存在多种原因,包括货币超发说,^[1]土地、住房供求矛盾说,^{[2][3]}房产垄断说,^[4]过度投机说,^[5]等等。虽然这些原因能在一定程度上解释我国房价上涨的总体现象,但无法对不同地区房价上涨幅度差异的结构性现象做出系统性解释。我们认为,房地产行业自身的特点使其从置地、建造再到出售的各个阶段都与金融化发展相联系,正是在金融化的推动下,房地产已经超越其本来的商品性质,而成为一种资产甚至是用于投机的资本,因此,分析房价变动的金融化逻辑对于认识和解决房价问题具有重要意义,即可通过对房价金融化逻辑的把握,探索房地产市场平稳健康发展的长效机制。

一、相关研究文献综述

从金融化视角分析房价上涨的文献较少,且大多数是在2008年国际金融危机爆发之后才出现。斯马特(Alan Smart)等较早分析了金融化条件下房地产在资本积累机制中的作用,认为房产财富在大多数市民的财富总额中占很大比例,因此,在金融化背景下忽略房地产的作用,会严重限制分析资本积累

作者简介:陈享光,中国人民大学经济学院教授;黄泽清,中国人民大学经济学院博士研究生。

机制的可行性。^[6]曼纽尔(Manuel B. Aalbers)认为,住房贷款不仅能促使有住房需求者购房,而且抬高了房价:当越来越多的人获得住房贷款许可时,会导致房价上升。房价上涨的金融化分析有三个层次:一是住房抵押贷款利率结构的重塑;二是住房抵押贷款证券化;三是购房者获得高信用评级后通过房产实现日常生活的金融化。^[7]玛丽亚(Maria Kaika)等认为,土地资本化对于房价上涨至关重要,土地能够向金融资产那样流转是精英企业、工会以及地方政府斗争和联合的结果,其中地方政府是主角。^[8]阿伦(Alan Walks)认为,日益增多的住房贷款及其衍生的金融产品增加了金融脆弱性,并使当代资本主义金融危机蕴藏于城市债务基柱(Urban Debtscape)之中,它是不平衡的经济发展和金融化过程中容易被忽视的方面。^[9]吴缚龙(Fulong Wu)认为,中国的房地产价格与土地政策有关,而在这一点上中央政府与地方政府并不一致:中央政府的首要任务是控制房地产金融化造成的金融风险蔓延,而地方政府则更倾向房地产业发展,因为约40%的地方收入来自土地出售。^[10]

二、金融化与房地产业

金融化是伴随货币化、货币资本化和资本虚拟化而产生的一种经济现象,它使社会越来越多地以货币或货币资本和虚拟资本的形式进行资本和收入的占有与积累,从而实现流动性和增殖性的统一。金融化使越来越多的资本和收入采取货币、货币索取权及所有权证书的形式存在,随之形成金融化资本的自我扩张、自我循环机制,使之能够通过金融产品的不断创造和交易谋利。金融化资本具有极强的流动性和投机性,并且能以金融杠杆撬动所在领域的资产价格,特别是那些缺乏价值基础的资产领域更是如此,这些领域的资产价格由于金融化资本的过度积累而泡沫化。房地产领域就是这样一个领域。房地产行业由于自身的特征,使其从置地、建造再到出售的各个阶段都与金融领域有着密切联系,因而最易于过度金融化并受金融化发展的影响。

第一,通过银行贷款、购买者预付款、建筑商垫资等杠杆方式,房地产商可在少量资金条件下启动房地产项目,在初始自有资金一定的条件下,可利用余下资金从事其他房地产项目的建设或从事周转速度快的金融投资,从而通过增加周转次数或提升周转速度的方式获取高额利润。

第二,金融不会改变房地产的消费期限,但会延长房地产的购买期限。金融提升了房地产行业的周转速度,并赋予其商品资本属性,购房者可在完成首付的前提下开始消费房地产商品,并通过住房按揭贷款,即在一定年限内还清房贷的方式继续购买该商品。值得注意的是,购买期限的延长使购买者可以利用多余的资金,从事包括金融投资在内的具有高回报率的投资活动,这又会反过来加深金融化程度。

第三,按揭贷款的出现使房屋成为一种储蓄工具,房屋持有者可随时以房地产抵押套取现金。金融化背景下,依靠房地产资本作为抵押担保,不仅可以套取现金,还可从事一切具有高回报率的金融投机行为并从中套利。甚至在房贷尚未还清的情况下,房主仍可通过其已取得的部分价值,经过一些金融机构的资产评估后从事金融投机并套利。

第四,金融化使房地产交换价值急剧膨胀。以住房为例,房地产本是供人住宿、生活、娱乐的场所,房地产的这些使用价值决定其交换价值是与之相适应的原料和劳动力的成本及建造的相关服务费。但金融化赋予房地产资本的性质,资本的社会关系属性就决定了为获得这种社会关系,或为获得这种房地产资本而必须支付的交换价值量。因此,这时房地产的交换价值不仅取决于基本的建造成本,还取决于投机建造商希望赚取的利润、贷款利息和资本化的地租,^[11]它们会随着某种社会关系或房产所有者福利稀缺程度的提升而增加。

三、金融化视角下的房地产价格

按照楼房从置地建造到出售的顺序,房地产行业的产业链大致包括购置土地、开发楼盘、租赁出售三个阶段。伴随货币化、货币资本化和资本虚拟化而产生的金融化蕴藏在这一过程中,并决定了最终房价的变动。

(一) 土地的货币化、资本化与房价变动

土地货币化主要是就土地供给方而言。我国是社会主义国家，地方政府是土地供给方。因此，土地货币化指拥有土地产权权利的地方政府，通过出售土地使用权而获得一定数量货币的过程。土地货币化后，地方政府会将获得的巨量财政收入用于公共服务支出及开展新一轮土地货币化。事实上，自 1994 年分税制改革以来，地方政府的财权大大降低，财政压力日益彰显，导致其行为特征开始改变：在地方财政吃紧和地方官员以 GDP 为核心的政绩考核压力下，地方政府迫切需要通过招商引资，将土地出售给企业或地产商以获得收入，填补财政收入缺口。因此，土地财政问题是分税制改革的后遗症，是分税制改革将地方政府的财政权上收后的结果。^[12]

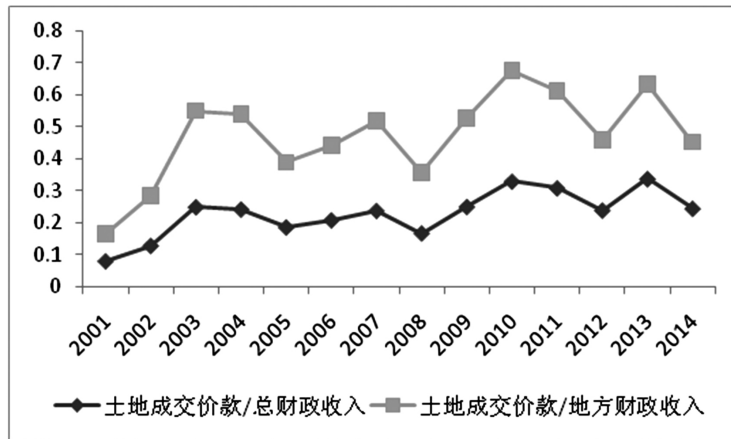


图 1 2001 ~ 2014 年我国土地成交价款占财政收入的比重

数据来源: 2002 ~ 2015 年《中国国土资源统计年鉴》。

如图 1 所示，从土地成交价款占地方财政收入的比重可知，地方政府出售土地获得的财政收入在 2003 年后基本维持在 40% 以上的水平。事实上，中央对地方官员政绩的考察，使各地方政府间存在非常激烈的竞争关系，它们采取“因地制宜”的办法，或通过引进外资将土地出售给企业，或直接将土地出售给房地产开发商。若出售给企业，则会通过企业创造的经济效益带动本地 GDP 增长；若出售给房地产商，则会通过房地产建造和出售带动本地经济增长。前者会通过挤占住房用地而压缩土地供给的方式，后者会通过房地产的资本化、金融化方式从总体上提高房价。虽然两种方式最终都会使名义 GDP 提升，但实质上开启了土地的资本化。

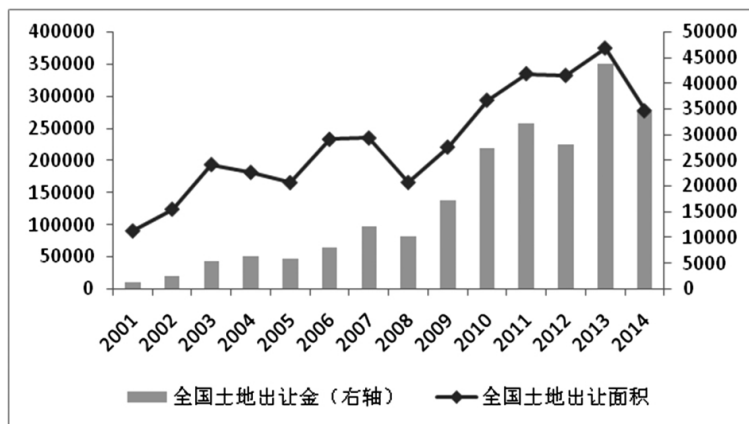


图 2 2001 ~ 2014 年我国土地出让面积和成交价款(单位:公顷、亿元)

数据来源: 2002 ~ 2015 年《中国国土资源统计年鉴》。

土地资本化是就土地需求方而言。土地购买方即企业或房地产开发商等各类经济主体，将获得的土地产权用于按照市场化机制运行的生产过程中，从而构成这些经济主体所拥有的资本。^[13]土地所有者将土地产权出让给企业和开发商，或者说企业和开发商购入土地并从事生产活动的过程，就意味着土地的资本化。从图 2 近十几年来我国土地出让情况可知，除 2008 年和 2014 年这两年土地出让面积和土地出让金有大幅下降外，其他年份的土地出让面积和价格均持续增多。2008 年土地出让面积和土地出让金的大幅下降，可能由于受到国际金融危机的影响，而 2014 年则可能归因于经济新常态下国家对结构优化升级和要素转型的要求。事实上，如图 3 所示，近十几年来我国单位土地面积、出让金基本保持增长态势，因此，根据对历年来单位土地面积出让金的分析，我国土地出让趋势会更加明显。

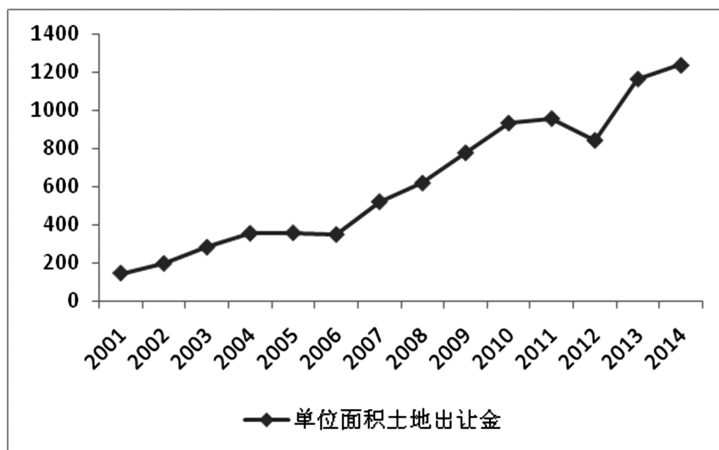


图 3 2001 ~ 2014 年我国单位面积土地出让金(单位: 万元/公顷)

数据来源: 2002 ~ 2015 年《中国国土资源统计年鉴》。

在分析土地资本化时，可将购置土地的企业分为房地产企业和非房地产企业。多数情况下，房地产企业使土地成为其用于价值增值的资本，随着商品房的出售而实现价值增值。此时，土地不仅具有货币的流动性特征，而且具有了资本的增殖性特征。但当房地产企业购入土地使用权并非直接用于建筑房屋，而是囤而不建、等待用于土地投机时，土地使用权对于房地产商，则可理解为已经积累的对未来其他房地产商使用该土地的凭证，从而实现了土地资本的虚拟化。

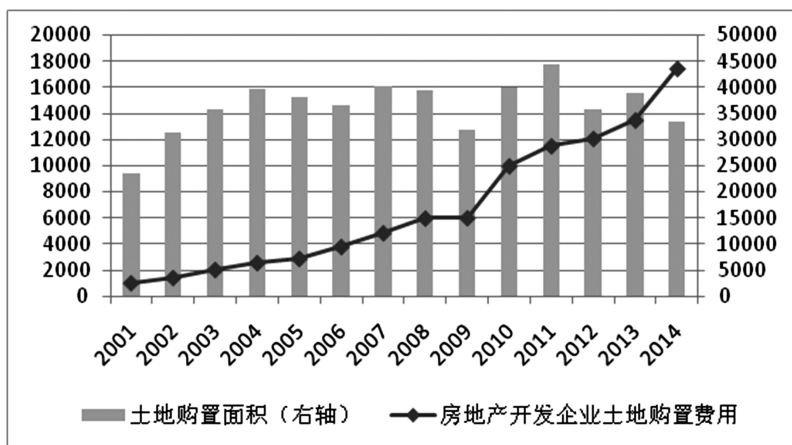


图 4 2001 ~ 2014 年房地产开发企业土地购置面积和费用(单位: 亿元、公顷)

数据来源: 2002 ~ 2015 《中国统计年鉴》。

从图 4 近十几年来我国房地产企业购置土地情况可知，虽然土地购置面积增幅不大，但土地购置费用增速却很快，说明我国相对稀缺的土地资源的资本化程度在加快。随着我国人口的增多，土地资源稀缺

矛盾加重,一些房地产开发商利用土地供给稀缺性和弹性小的特征,从事土地资本投机活动,通过高价转让土地等方式使地价屡创新高,甚至出现地价高于房价的倒挂现象,且多数高价土地并未被及时开发,^[14]房地产商囤积土地资源做进一步的投机,更加剧了土地的资本化。

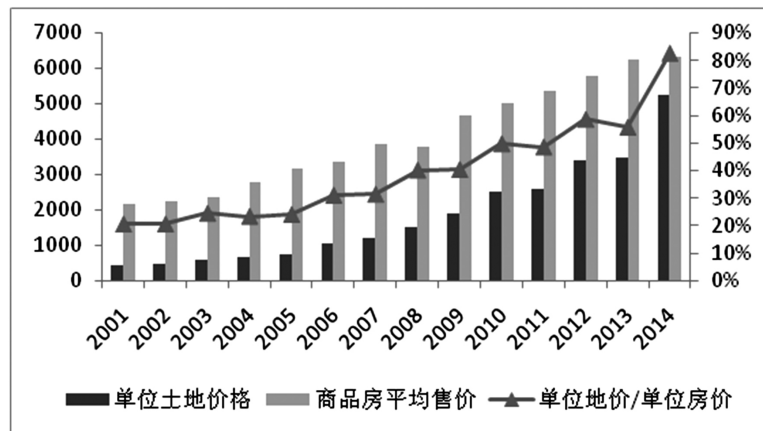


图5 2001~2014年我国土地价格与商品房价格的关系(单位:元)

数据来源:国家统计局 <http://www.stats.gov.cn/>。

土地的货币化增加了土地的流动性,土地的资本化又加剧其增殖性,土地流动性和增殖性的结合,使房地产商品在尚未建造之前就已具备金融化因素,并使其从一开始就成为一种投机资本,其价格会随着投机性金融资产的流入而增加,房价上涨的逻辑起点也正源于此。从图5近十年来地价与房价变动的关系可知,地价上涨带来的房价上涨是不容小觑的因素,尤其是2008年国际金融危机后,单位地价与单位房价之比出现陡增现象。这一方面说明地价变动导致房价上涨的原因在加强,另一方面也从侧面反映了国际金融危机后,国家对金融监管的重视与加强,其他房价上涨影响因素的作用程度在下降,即国家对房地产行业自身金融化的管控在加强,如加强对购房者信用等级的审核、开展限购、增加首付额度、降低房贷额度、严禁首付贷等等。

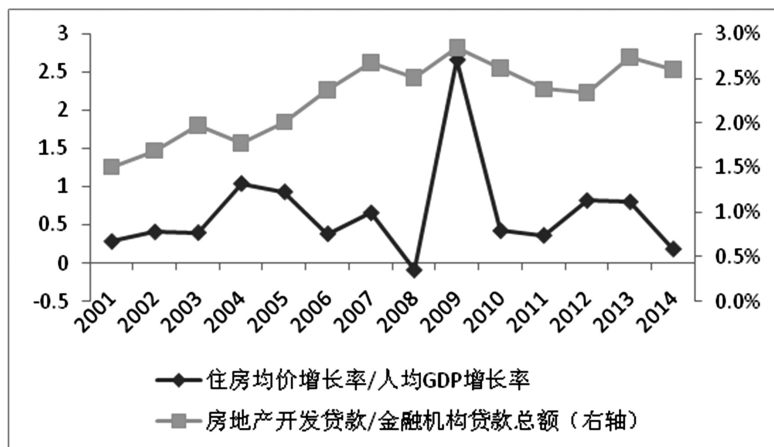


图6 2001~2014年房价增长率占比与房地产开发贷款占比

数据来源:国家统计局 <http://www.stats.gov.cn/>。

(二) 楼盘建造的资本化与房价上涨

按一般的市场逻辑,开发商应主要通过自有资金建造楼房,但现实中开发商的自有资金率非常低。相对正常的房地产开发自有资金率一般为70%左右,即在健康的市场体系中,银行只为楼市提供30%的贷款。但从2003年起,我国房地产开发商自有资金率允许降为35%,这意味着有更多的流动性进入

楼市。^[15]这种 65% 的金融贷款绝非我国实体经济信贷需求的真实反映,而是房地产商及银行等金融机构增加房地产商品流动性的表现。房地产商通过信用贷款或银行垫付的杠杆方式,将房地产行业的周期缩短。更准确地说,是减少了房地产商在房地产行业占用的资金,而这些资金被房地产商用于扩建其他房地产项目甚至进行金融投机,从而加快了资金的周转次数和周转速度。

图 6 描述了我国住房均价增长率占人均 GDP 的比率及房地产开发贷款占金融贷款总额的比例,这两项指标也是一般意义上分析房价泡沫的度量指标。前者是房地产相对于实体经济变化的动态指标,后者测度了银行业对房地产业的支撑程度。如果银行资本过度投入房地产行业,会造成社会资源配置、社会融资失衡,增加整个金融系统的风险。从图 6 可知,除受国际金融危机影响严重的 2008 年和 2009 年外,在第一种指标下我国房地产业相对于实体经济的动态变化较为平稳。但近十几年来,房地产开发贷款占比显著增长,反映了我国房地产行业对银行等金融系统的依赖度增强,虽然目前该比例还不高,但其中隐藏的社会资源配置失衡、金融系统性风险加剧风险不容忽视。

房地产开发商通过积极增加信贷杠杆的方式,加快资金的周转次数和周转速度,进而提升利润。那么商业银行等金融机构支持房地产商增加贷款额度、降低自有资金率的逻辑是什么呢?事实上,商业银行等金融机构为房地产商进行垫付的一个重要原因,在于银行业需要通过房产金融化,进而分得利息收入。金融化使银行业的传统业务受到挑战,促使其寻求新业务,以应对其他金融机构的竞争,包括主要业务向个人服务转变、增设投资银行业务两方面。^[16]房地产的建造者与购买者都需通过信贷融资实现建造和购买,银行业则抓住这个机会,将大量的银行资本注入房地产行业。由于房地产商品在购置土地阶段就已具备金融化因素,因此,根据图 7 描述的金融化下资本积累与循环的形式,当借贷货币资本返回产业资本循环时,银行就会获得借贷利息收入;当货币资本或虚拟资本在金融领域自循环,并影响产业资本循环而产生金融化时,银行也会相应获得利息收入,从而维持金融化背景下与其他金融机构的竞争。另外,由于银行业已经参与到房地产金融化的过程中,因此,为降低金融风险同时获得更多的利息收入,银行业需要不断扩大对房地产开发商的融资额度,将更多资金注入房地产企业以提高房产价格。所以在房地产开发阶段,房价上涨是房地产开发商与商业银行等金融机构共同加深房地产金融化的结果。

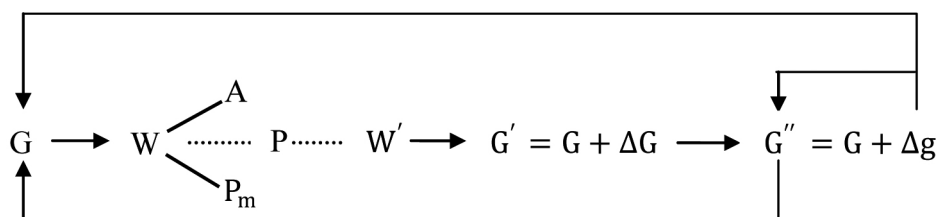


图 7 金融化下的资本积累与循环

(三) 房地产资本的虚拟化与房价变动的差异性

在购置土地和开发楼盘两个阶段后,房地产已经成为具有投资性的房地产资本。资本能够反映其持有者的社会关系,而且基于房地产资本的四大特征,房地产开发商在出售楼房的同时,也将该楼房所附带的社会关系一并转移。我国城市相对于农村,一线城市相对于二三线城市,有着更好的工作机遇、福利保障、教育和医疗设施等所谓房产所有者福利,人们购买房产不仅是为了在楼房里生活,而更多是为了追求这些房地产资本所附带的社会福利,因此,在一定意义上房地产可视为对其附带社会福利的物化。正如哈维所言,“如果附近的房屋里迁入了越来越多‘不对劲’的人,则我的房子很可能贬值,另外如果小区‘外部性’^①得到改善,则会提升我的房价。”^[17]房地产资本的这种社会关系属性决定了,为获

① 这里的外部性改善是指交通、教育、医疗等社会福利的提升。

得这种房产所有者福利或为了获得这种房地产资本而必须支付的交换价值量,而且这一数量会随着房产销售后房地产资本的虚拟化而上涨:首先,部分投机者利用人们为获得这种社会福利的心理提前将房产买入,从而积累对未来其他购房者使用或购买该房产的凭证,实现房地产资本的虚拟化,等到房产随着供给的减少而出现短缺时,再将其卖出以获得更多的套利性收入。由于这些投机者买入新房产的资金,大多来源于商业银行基于其已有房产评估后为其提供的贷款,因此,该过程会加深楼房销售阶段的资本虚拟化程度。其次,房地产资本的虚拟化使房价进一步走高,购房者不得不通过加大向银行等金融机构贷款的方式来购买房产,银行等金融机构为获得更多的利息收入,则会通过增加个人业务实现对个人的“金融掠夺”。最后,购房者通过房贷购买房产后,可将房屋变成一种储蓄工具,不论购房者是否还清房贷,都可随时通过抵押其已经偿还的部分来套取现金,或从事其他金融投机行为并从中套利。因此,房地产资本的虚拟化使房产价格进一步出现整体性上升,成为房产价格上涨金融化逻辑的终点。

事实上,房地产价格的上涨幅度具有差异性,不同区域城市房价的变化并不一样:与一线城市房价大幅上涨不同,绝大部分二线城市房价环比涨幅低于一线城市,大部分三线城市房价环比仍然下降。^①对于房价上涨城市性差异的成因,学者们提出了许多观点,如城市化发展不均衡、^[18]人口涌向大城市导致三四线城市需求下降^[19]等等。但这些分析并没有抓住房价变动差异的本质原因。基于房地产资本的虚拟化分析,我国之所以出现一二线城市房价暴涨、三四线城市房价上涨缓慢甚至不涨反跌的现象,是由于不同城市或地区房地产资本虚拟化或房地产金融化程度不同。首先,三四线城市数量较多且替代性远大于一二线城市,在这种情况下,三四线城市往往具有相对充足的土地供应量与较少的净人口流入量,使其土地资本化程度较低,从而其房地产金融化程度也较低。根据中国房地产业协会发布的城市等级中,三四线城市一共有323个,与一二线的34个城市相比,具有城市数量多、土地面积广、人口流入少的特点,因此,房地产开发商在房地产金融化程度较低的绝大多数三四线城市中,从事房地产投机行为的收益较少。其次,三四线城市虽然与四线以下城市相比具有更多的房产所有者福利,但也远低于城市数量本就稀少的一二线城市。由于人口会向福利更多的一二线城市流动,因此,被这些房产所有者福利物化的房地产资本的价格,会在一二线城市剧烈上涨,而三四线城市则上涨缓慢。即使房地产投机者暂时抬高三四线城市的房价,最终也会因购买需求不足而导致房价下跌。最后,由于一二线城市存在用地紧缺现象,土地资本化程度本来就较高,加上为获取更多福利而流向一二线城市的大量人口增加了房地产投机者的数量,这些因素同一二线城市较为发达的金融体系一起加剧了房地产的金融化,促使一二线城市房价上涨幅度大于三四线城市。

房价涨幅缓慢或下跌的大多数三四线城市的购房需求在减少,房价飙升的一二线城市购房需求虽在增加但无人居住,从而产生了一种“中小城市土地闲置、大中城市住房闲置及大多数人买不起房”三者共存的特殊现象。据中国家庭金融调查与研究中心发布的“城镇住房空置率及住房市场发展形势”调研报告表明,2013年全国城镇家庭住房空置率高达22.4%;从区域差异看,三线城市住房空置率最高,为23.2%,一、二线城市分别为21.2%和21.8%。^[20]另外,全球最大的商业地产服务及投资公司世邦魏理仕发布的《2017年中国房地产市场展望》报告表明,2017年底中国17个城市写字楼累计空置面积将增加32%,超过1900万平方米,平均空置率将上升3.3个百分点至23.5%。^②

四、结论与政策建议

(一) 结论

本文首先分析了金融化背景下房地产行业的特征,然后按照房地产行业产业链即购置土地、开发楼

^① 不同区域房价分化日益明显,三线城市房价大部分下滑[EB/OL]. http://hz.house.ifeng.com/detail/2015_08_20/50521757_0.shtml.

^② 报告称2017年中国17城市写字楼空置率或超两成[EB/OL]. <http://house.qq.com/a/20170117/005249.htm>.

盘、租赁出售三个阶段,探究了房地产价格变动的金融化逻辑,结论如下:第一,金融化改变了房地产行业的传统特征。首先,金融化解决了房地产行业资金运转周期较长的难题,使其利润提升;其次,金融化延长了消费者的购买期限,使其可以利用多余资金从事包括金融投资在内的具有高回报率的投资活动;再次,金融化使购房者依靠房地产资本作为抵押担保套取现金或从事金融投机行为并从中套利;最后,金融化使房地产的交换价值不仅取决于基本的建造成本,还取决于投机建造商希望赚取的利润、贷款利息和资本化的地租。第二,土地资本化是房价上涨的逻辑起点。土地的货币化增加了土地的流动性,土地的资本化又加剧其增殖性,土地这种流动性和增殖性的结合使房地产在尚未建造之前就已具备金融化因素,使房地产商品从一开始就已成为一种用于投机的资本,其价格会随投机性金融资产的流入而增加。第三,银行等金融机构为获得利息收入,积极支撑房地产行业,与房地产开发商一起加深了房地产的金融化程度,导致房价上涨。由于房地产商品在购置土地阶段就已具备金融化因素,因此,银行对房地产行业的支持会对其自身带来收益:当借贷货币资本返流回产业资本循环时,银行会获得借贷利息收入;当货币资本或虚拟资本在金融领域自循环并影响产业资本循环而产生金融化时,银行会相应获得利息收入,从而维持金融化背景下与其他金融机构的竞争优势。第四,房地产可视为对其所附带福利的物化,房地产资本的社会关系属性决定了,为获得这种房产所有者福利或为了获得这种房地产资本而必须支付的交换价值量。不同城市或地区社会福利的差别会使房地产资本虚拟化程度从而金融化程度出现差异,造成不同地区房地产价格波动幅度的差别。因此,房地产资本的虚拟化成为房价整体性上涨的逻辑终点。房地产开发商在出售楼房的同时,也将该楼房所附带的社会关系一并转移,人们购买房产更多是为了追求这些房地产资本所附带的福利。由于人口会向房产所有者福利较多的一二线城市流动,因此,被这些福利物化的房地产资本的价格会在一二线城市剧烈上涨,而三四线城市则上涨缓慢,即使房地产投机者暂时抬高三四线城市的房价,最终也会因购买需求不足而导致房价下跌。

(二) 政策建议

2016年中央经济工作会议指出“房子是用来住的,不是用来炒的”,要求通过综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段抑制房地产泡沫。根据房价上涨的金融化逻辑,可具体从以下几点抑制房价泡沫:第一,构建大城市群,降低一二线城市土地资本化程度。由于土地资本化是房价上涨的逻辑起点,所以土地价格上涨是房价上涨的首要原因。一二线城市相对稀缺的土地资源会使土地资本化程度进一步加剧,因此,需要通过构建大城市群,弥补土地资源的稀缺性以降低土地资本化程度,进而抑制房价泡沫。第二,加大对中小城市教育、医疗等社会福利的投入力度。由于房地产资本是房产所有者福利物化的结果,人们炒房更多是为了兜售房地产附带的社会福利,因此,如果中小城市的公共福利和大城市的差距明显缩小,社会福利差异将不足以激励投机者炒房。第三,严格控制房地产抵押贷款证券化(MBS)的推行。目前,我国推行房地产抵押贷款证券化的比例还很小,将来对此也要保持审慎态度。如果盲目放开MBS,人们可将自己的抵押贷款形成一个集合体,通过资产打包发行证券,那么房地产资本虚拟化程度、从而房地产金融化程度将进一步加深,房价泡沫将进一步加剧。

参考文献:

- [1] 贾祖国, 王国刚. 货币供应量与房价波动的关系: 基于VAR模型的实证分析与国际经验[J]. 新金融, 2013(4): 28-33.
- [2] 王海海, 管文杰, 赵占波. 土地和住房供给对房价变动和经济增长的影响——兼论我国房价居高不下持续上涨的原因[J]. 金融研究, 2015(1): 50-67.
- [3] [14] 阙彬. 房地产市场供求非均衡分析[D]. 成都: 西南财经大学, 2010.
- [4] 吴道银. 我国房价持续过快上涨的垄断因素和对策分析[J]. 闽江学院学报, 2009(1): 49-53.
- [5] 魏巍贤, 原鹏飞. 住房价格上涨的金融支持及检验——基于VEC模型的实证分析[J]. 财贸研究, 2009(2): 83-89.
- [6] Alan Smart and James Lee. Financialization and the Role of Real Estate in Hong Kong's Regime of Accumulation. Economic Geography [J]. 2003, 79(2): 153-171.

- [7]Manuel B. Aalbers. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. *Competition & Change* [J]. 2008 (12) : 2 148 – 166.
- [8]Maria Kaika and Luca Ruggiero. Land Financialization as a ‘lived’ process: The transformation of Milan’s Bicocca by Pirelli. *European Urban and Regional Studies* [J]. working paper 2013.
- [9]Alan Walks. Mapping the Urban Debtscape: The Geography of Household Debt in Canadian Cities. *Urban Geography* [J]. 2013 (34) : 2 , 153 – 187.
- [10]Fulong Wu. Commodification and housing market cycles in Chinese cities. *International Journal of Housing Policy* [J]. 2015 (15) : 1 6 – 26.
- [11][17]大卫·哈维. 资本社会的 17 个矛盾 [M]. 许瑞宋,译. 北京: 中信出版社 2016.
- [12]董经纬. 中国房地产价格“虚高”的制度经济学分析 [D]. 长春: 吉林大学 2013.
- [13]张海鹏 逢锦聚. 中国土地资本化的政治经济学分析 [J]. *政治经济学评论* 2016(6) : 3 – 24.
- [15]张 健. 警惕楼市“金融化”面临的国际风险 [J]. *红旗文稿* 2014(10) : 18 – 20.
- [16]黄泽清. 金融化对收入分配影响的理论分析 [J]. *政治经济学评论* 2017(1) : 162 – 185.
- [18]任志强: 这种城市房价将来一定会暴涨 [EB/OL]. <http://news.sohu.com/20170118/n478995257.shtml>.
- [19]樊纲: 房地产问题的背后究竟存在什么问题? [EB/OL]. <http://mt.sohu.com/20170105/n477896396.shtml>.
- [20]马光远: 该搞清楚中国究竟有多少房子了 [EB/OL]. <http://news.sohu.com/20161025/n471275858.shtml>.

(责任编辑: 杜 磊)

The Financialization Logic of the Change of China’s Real Estate Price

Chen Xiang – guang ,Huang Ze – qing

(School of Economics , Renmin University of China , Beijing 100872)

Abstract: China’s real estate industry is developed in the context of the rapid financial development , the real estate market price is closely related to financialization development. Through the grasp of the financialization logic of housing prices , we can explore the long – term mechanism for the stable and healthy development of real estate market. In the process of financialization , the monetization of land increased the mobility of land , the capitalization of land increased its proliferation , and the combination of land mobility and land proliferation makes the real estate becomes a kind of speculative capital even before the construction. Under the background of financialization , banks and other traditional financial institutions need to be transformed to obtain interest income by supporting the real estate industry so as to maintain their competition with new – type financial institutions. Real estate capital is the result of property owner’s welfare. What interests buyers are not only its value in use , but also the social relations brought by the real estate capital , and the regional differences of this social relationship will result in the difference of the degree of real estate capitalization , which leads to the difference of house price changes in different cities.

Key words: Land Capitalization; Financialization; Real Estate Bubbles; Financial Risk

—— 经济学人 ——



陈享光教授

陈享光，中国人民大学经济学院教授、博士生导师，北京市优秀教师、教学名师。主要著作：《融资均衡论》《货币经济学导论》《储蓄投资金融政治经济学》《社会主义市场经济理论与实践》《当代中国经济》等。发表论文一百四十多篇。专著《融资均衡论》获第五届北京市哲学社会科学优秀成果奖经济学一等奖。长期从事政治经济学、货币经济学和宏观金融问题研究，学术成就和创新成果主要集中在以下几方面：

货币经济学研究。西方主流经济学和“二分法”割裂了价值理论与货币理论的联系，导致其理论缺乏对货币经济的现实解释力。《货币经济学导论》运用马克思主义经济学的理论和方法，考察了货币经济运动过程中实物运动与价值运动之间的内在联系和运动规律，剖析了西方经济学由于割裂价值理论和货币理论的联系而导致的理论混乱，在借鉴前人研究成果的基础上，力求建立价值理论和货币理论统一的货币经济学。

储蓄投资金融的政治经济学研究。现代积累过程由储蓄、投资和金融三个相互独立又相互联系的过程构成，三者相互作用，共同影响积累进程。流行的宏观分析范式关注于储蓄投资及其相互关系，都未考虑金融因素。金融中介论和金融功能论着眼于金融机构和金融体系的功能，考察其对储蓄投资过程的影响，没有论及货币资本、虚拟资本及货币资本积累、虚拟资本积累与现实积累之间的关系，从而不可能真正把握积累过程和宏观经济中金融的作用。《储蓄投资金融政治经济学》把储蓄投资和金融过程联系起来进行系统的政治经济学考察，探究它们之间的内在联系和变动规律，分析这些过程和经济金融变量如何相互作用，影响宏观经济状态和经济增长的结果，说明了积累过程中的均衡路径和导致偏离均衡的因素及实现均衡的政策选择，构建了一个储蓄、投资、金融的政治经济学分析框架。

融资均衡问题研究。流行的融资理论关注融资过程的供求两端，忽视融资过程和融资机制研究，忽略融资过程同时是资金的配置与再配置过程。因此，《融资均衡论》把融资过程作为资金再配置过程来考察，将这一过程中资金供求与融资机制联系起来，研究资金供求均衡关系和均衡条件，说明建立在储蓄决定论和投资决定论基础上的均衡理论并不成立，融资过程中会由于融资机制的扭曲和潜在沟通渠道的缺乏及外部冲击而偏离均衡轨道，这为我国投融资体制改革和融资政策提供了理论依据。

金融化和现代金融资本研究。金融化发展推动了产业资本积累主导向现代金融资本主导的转变，这对当今世界造成深刻的经济影响。围绕这一问题进行马克思主义经济学研究，阐述金融化发展的原因和金融化实质、金融化与金融资本积累的关系、金融化对经济发展的影响、金融化发展和金融资本积累与金融危机的关系、金融化发展和金融资本积累对实体经济的影响等，对金融化和现代金融资本做出马克思主义政治经济学解释。

效率与公平问题的理论研究。将配置效率和适应性效率理论加以综合，提出新的效率分析框架，并在此基础上考察我国改革中效率增进的逻辑和路径。在公平理论上，将收入分配与生产条件分配联系起来，探讨公平问题，对收入分配的公平和公平与效率的关系做出新的马克思主义经济学解释。