



# 货币政策、有限理性与住房信贷偏低定价

■江百灵 肖本华

银行经理的短期任职和信息不对称,被认为导致了住房信贷的偏低定价。事实上,宽松的货币政策和金融机构的有限理性同样能够合理地解释住房信贷偏低定价的形成。宽松的货币政策使无风险利率降低,进而导致住房信贷定价偏低,政府对资产价格采取的不对称干预政策形成隐性担保,同样造成住房信贷定价偏低。此外,在住房信贷市场中,金融机构的从众行为与自我控制问题,也对住房信贷的偏低定价具有较强的解释力。因此,我们应加强对住房信贷定价理论的研究,也要加强在行为经济学范式下对金融监管理论的研究;政府制定货币政策应兼顾货币稳定与金融稳定。

[关键词]住房信贷;偏低定价;货币政策;有限理性

[中图分类号]F831 [文献标识码]A [文章编号]1004-518X(2009)04-0096-04

江百灵(1971—),男,厦门大学管理学院博士研究生,讲师,研究方向为财务会计与公司金融;肖本华(1970—),男,厦门大学经济学院博士研究生,讲师,研究方向为金融理论与宏观调控。(福建厦门 361005)

近年来,中美两国都出现了房地产价格的大起大落。美国房地产价格的波动已造成了次贷危机,其影响已蔓延到全世界,不仅对全球金融市场造成了冲击,而且对实体经济造成了严重影响。在中国的许多城市,房地产市场成交量大幅度下滑,成交价格出现了较大幅度的下降,一些房地产开发商资金周转不灵,部分购房者选择断供,这些对国内银行及经济形势的稳定造成了较大的冲击。

在本次次贷危机发生之前,历史上就多次发生过由于房地产价格的大起大落所造成的金融危机乃至经济危机。但为何类似的问题再次发生,并且酿成了格林斯潘称之为百年一遇的金融危机?东南亚金融危机发生之后,许多经济学家认为:没有房地产价格的过快上涨就不会有房地产价格的大幅度回落,而信贷的过度支持是房地产价格过快上涨的重要原因<sup>[1](P3)</sup>。对于住房信贷过度支持的原因,Krugman认为政府隐形担保问题是推动

信贷扩张与房地产价格膨胀的重要因素<sup>[1](P5)</sup>,Pavlov and Wachter认为对住房信贷的偏低定价是导致住房信贷过度扩张的重要原因<sup>[2](P8)</sup>,而且他们认为住房信贷偏低定价主要有两方面的原因:一是银行经理的短期任职;二是信息不对称。

本文认为,住房信贷的偏低定价确实在许多国家存在,并且是这些国家住房信贷过度扩张推动房地产价格过快上涨的重要原因,但Pavlov和Wachter对住房信贷偏低定价的原因分析不够全面。总结这些原因对于今后防止类似次贷危机事件的发生是非常重要的。因此,本文在Pavlov和Wachter研究的基础上从货币政策和有限理性两个方面进一步分析金融机构住房信贷偏低定价的原因。

## 一、传统解释:期权贷款定价模型

西方商业银行的贷款定价模型主要有:成本加成贷款定价法、价格领导定价模型、市场加价定价模型、贷款

利率上限模型、成本-收益贷款定价模型、期权贷款定价模型和风险资本定价模型等。根据住房信贷的特点,用期权贷款定价模型比较合适。因为对于借款购房者而言,住房信贷可被视为看跌期权。在无追索权的以房地产为支持的贷款中,当资产的市场价值低于房地产的账面价值时,借款人可以将房地产转移给贷款银行,而今后无需进一步支付贷款的本金和利息。这样,借款人在从银行获得住房贷款的同时,还从银行购买了一个看跌期权,因此用期权贷款定价模型对住房信贷定价具有合理性。贷款定价中运用期权分析始于默顿,帕特森作了进一步的研究。

对于住房信贷,贷款期限较长,杠杆比率较高(在美国首付比例只要5%),用于抵押的房地产价值波动大,因此住房信贷理应收取较高的风险溢价。如果贷款人对住房信贷定价偏低,将会激励投资者对住房信贷的过度需求,导致房地产价格过快上涨。Winston 等人在 P-W 模型基础上对几个东亚国家和地区的实证研究结果表明,亚洲金融危机前,泰国、马来西亚和印尼在住房信贷方面存在比较严重的偏低定价问题,而新加坡和香港在住房信贷方面的偏低定价受到政府的严格管制。危机发生后,泰国、马来西亚和印尼房地产价格下跌的幅度分别是 95%、86% 和 81%,而新加坡和香港房地产价格下跌的幅度只有 33% 和 38%,说明前面三个国家的住房信贷市场的过度竞争,导致了房地产价格的过度上涨<sup>[3][K P106]</sup>。

Pavlov 和 Wachter<sup>[2] (P9)</sup> 对住房信贷偏低定价与房地产价格过快上涨之间的关系进行了理论和实证证明。他们认为,在一个繁荣的市场里,一个短期任职的银行经理会理性地低估住房信贷的违约风险,在竞争环境下为了扩大本银行的市场份额,会对住房信贷内嵌的看跌期权进行偏低定价。在信息不对称情况下,这种动机将进一步得到加强。因为信息不对称时,人们无法对房地产贷款定价是否合理进行监督,只有当房地产贷款真正违约,成为不良贷款时,偏低定价情况才会被发现。若没有违约发生,银行经理及其他当事人的工资和奖金会因利润增加而增加。而其他经理人迫于竞争压力也会对住房信贷中内嵌的看跌期权偏低定价,这就出现了对住房信贷的过度供给。过度的供给与一定的需求导致借贷市场中产生一个偏低定价的均衡,这种均衡导致房地产价格的快速膨胀。

对于上述偏低定价的原因分析,本文认为有一定的道理,但并不全面。基于对近年来中美两国住房信贷偏

低定价现象的分析,本文认为,货币政策和金融机构的有限理性行为也是住房信贷偏低定价的重要原因,下面本文将从这两个方面进行分析。

## 二、货币政策对住房信贷偏低定价的影响

近年来的一些研究证明货币政策对金融机构贷款定价行为是有影响的。Ioannidou 和 Ongena 以玻利维亚为例进行了比较严谨的实证证明<sup>[4][K P7]</sup>。他们之所以选择玻利维亚是因为玻利维亚的货币比索是盯住美元的,虽然玻利维亚的经济周期与美国并不完全一致,但玻利维亚银行系统的资产和负债基本实现了美元化,因此可以用美联储的货币政策来分析货币政策对金融机构贷款定价行为的影响,同时又消除了经济周期的干扰。他们的实证结果证明,1999 年至 2003 年间,伴随着美联储采取的低利率政策,玻利维亚银行体系贷款的违约率在上升,但是在此期间存贷利差并没有提高,反而随着违约率的上升而下降。这说明宽松的货币政策提高了金融机构的风险偏好,对贷款进行了偏低定价。但是他们的研究不足之处在于对货币政策导致贷款定价偏低的内在机制缺乏必要的分析。

### (一) 货币政策对住房信贷定价行为的影响

相对于金融机构的其他信贷,货币政策对住房信贷的偏低定价行为影响更大。美国次贷危机发生之前的事实就说明了这一点。2001 年 1 月 3 日,美联储宣布将联邦基金利率下调 50 个基点,利率从 6.5% 下降为 6%,此后美联储连续 13 次降息,最终在 2003 年 6 月将联邦基金利率降到 1% 的低点,并维持了一年有余。在住房信贷市场上,由于放松的银根,导致抵押贷款的利率持续下降。30 年固定抵押贷款利率从 2000 年底的 8.1% 下降为 2003 年的 5.8%;一年期可调息抵押贷款利率也从 2001 年底的 7.0% 下降到 2003 年的 3.8%。同时,房地产金融机构对新开发的次级贷款定价过低。当时,次级抵押贷款的违约风险是优级住房抵押贷款的 7 倍,但次级贷款的利率只比优级住房抵押贷款的利率高 350 个基点。由此造成的结果是:在宽松的货币政策下,住房信贷比其他贷款增长快,其中风险大且定价偏低的次级贷款增长更快。根据美联储的资料,美国商业银行贷款中房地产贷款占比 2000 年为 27.04%,2005 年提高到 32.43%;美国次级贷款占住房抵押贷款之比在 2000 年为 13.2%,2005 年提高到 21%。

(二) 宽松货币政策导致住房信贷定价偏低的原因分析

美国宽松的货币政策之所以导致金融机构对住房信贷定价偏低,本文认为可以从两个方面进行分析:

一是宽松的货币政策使无风险利率降低,从而导致住房信贷的偏低定价。首先,根据期权贷款定价模型,风险贷款的价值与无风险利率成正比,因此无风险利率的降低导致风险贷款的价值降低;其次,无风险利率降低后,投资者预期的投资率未必随之调整,这导致资金从风险较小的国债投资等领域转移到风险高但投资回报也高的住房信贷领域,过多的资金进入该领域,使竞争加剧进而导致住房信贷的偏低定价。

二是长期以来美联储对资产价格采取的不对称干预政策。在该政策下,人们认为美联储不应该挤出泡沫,但是应该在资本市场出问题时下调利率和向市场注入流动性。这实际上给房地产金融机构形成预期:一旦资本市场出问题,政府将立即提供援助。这种隐性担保导致在低利率政策下,金融机构对住房信贷偏低定价的收益和风险实际上是不对称的,即如果房地产价格持续上涨,这些机构可以获得较高的投资收益率,而一旦房地产泡沫破灭,又可以通过政府的救市分担风险。假如进一步考虑到银行家的私人利益,则这种不对称的干预政策导致住房信贷的偏低定价行为将更加严重。

### 三、有限理性对住房信贷偏低定价的影响分析

宽松的货币政策是住房信贷偏低定价非常重要的诱因之一。但如果金融机构是完全理性的,他们能预期到宽松的货币政策是不可持续的,那么房地产价格也不会持续上涨,泡沫一旦破灭将会对金融机构造成严重打击,则住房信贷的偏低定价行为就不可能持续大量地发生。可事实上类似的行为在历史上重复发生,造成了一次又一次的房地产泡沫的产生和破灭,造成的后果也越来越严重。因此,要解释住房信贷的偏低定价行为,我们需要对金融机构的完全理性假设进行修正。

对于金融机构贷款中的一些不完全理性行为,明斯基提出代际遗忘解释(Generational Ignorance Argument),即今天的贷款人忘记了过去的痛苦经历,一些利好事件促成了金融业的繁荣,而此时距离上次的金融灾难已经过去一个很长的时期了,人们的贪欲已经战胜了恐惧,因此在资产市场低估了贷款的风险,对贷款定价偏低。这种解释有一定说服力,但20世纪70年代以来由资产泡沫破灭导致的金融危机越来越频繁,因此用代际遗忘解释信贷中的非理性行为并不妥当。基于行为经济学相关理论,本文对住房信贷这种有限理性行为提出两种解释:

#### (一)从众行为理论的解释

从众行为是某段时间内某一群体表现出的行动的一致性,可以分为非理性的从众行为和有限理性的从众行为。非理性的从众行为不重视获取信息进行决策,盲目地跟随他人;而有限理性的从众行为是在自己没有足够的信息独立决策时,模仿别人的行为不失为次优选择。住房信贷市场中有限理性的从众行为是比较明显的,例如在2006年8月加息后,建行、工行、农行等银行都及时把商业住房信贷优惠利率的下限由贷款基准利率的0.9倍下调为0.85倍。同时,近年来国内许多银行以贷款创新的方式变相降低贷款利率,以至于出现了“气球贷”、“双周供”等新品种。

对于从众行为,目前研究比较多的是证券市场上散户的从众行为,实际上在证券市场上机构也同样存在从众行为。张圣平对机构“从众行为”的动机进行了分析:机构利用的是公众资金,最佳的委托-代理是“盈利时按比例分配,但当经营业绩为负时其个人收益为零”的买入期权合约,在这种委托代理关系下,机构投资者有追求风险和从众行为的倾向<sup>[5](P23)</sup>。这种理论对于解释住房信贷的偏低定价行为是很有启发意义的。在住房信贷市场上,一个比较明显的特点是信息不完善。由于贷款期限长和宏观经济的波动,贷款人对违约概率和违约损失这些在贷款定价中至关重要的信息很难准确获得,按照上述委托代理关系,加上竞争的压力和不对称干预的货币政策提供的隐形担保,在住房信贷市场中就很容易发生偏低定价的从众行为。

#### (二)自我控制理论的解释

历史上多次发生的金融危机不断告诫金融机构要防止对住房信贷偏低定价和过度支持,但住房信贷偏低定价行为还是大量发生,其原因需要用行为经济学中的自我控制(Self-Control)理论来解释。所谓自我控制,是指当人们在为将来的某一事情进行规划时(即所有的成本和收益都在未来发生时),会表现得相对有远见,而当该事情即将到来,真正需要进行决策时,却违反了当初的计划。例如一位正在减肥的人和朋友一起去吃饭,在去餐厅前和离开餐厅后,他都知道不应该吃他喜欢的巧克力蛋糕,而应该选择蔬菜。但偏偏在点菜的那一瞬间,情不自禁地又点了巧克力蛋糕。自我控制现象的存在说明用指数贴现模型来衡量人们的跨期选择问题是不妥当的,因为贴现率并不为常数,因此我们可以用罗文斯坦和普朗内克等提出的半双曲线模型<sup>[6](P573)</sup>来衡量:

$$U(t, s) = u_t + \beta \sum_{s=1+1}^{\infty} \delta^{s-1} u_s$$

在半双曲线模型中,  $\beta$  可以看作是短期贴现因子,  $\delta$  是长期贴现因子。一般地, 有  $\beta < 1$ , 经济个体的即期与下一期的贴现因子是  $\beta\delta$ , 而以后各期的贴现因子都是  $\delta$ 。当  $\beta < 1$ , 有  $\beta\delta < \delta$ , 即贴现因子短期比长期小, 也即意味着贴现率短期高于长期, 存在着“短视认知偏差”。

在住房信贷市场中, 我们可以认为金融机构存在着自我控制问题, 即因为银行家的私人利益、外部竞争压力以及股东的压力等因素, 导致金融机构过分关注短期的成本收益。相应的时间偏好结构特征表现为长期时间偏好率低, 短期时间偏好率高。这种贴现因子结构会导致金融机构的时间不一致行为, 即金融机构在长期较为理性, 知道不应该对住房信贷偏低定价, 但在短期则容易受到诱惑而对住房信贷偏低定价, 并且降低贷款条件。

#### 四、结论与建议

在期权贷款定价模型的基础上, 本文提出对住房信贷的偏低定价是导致房地产价格过快上涨的重要原因之一。导致住房信贷偏低定价的原因是多方面的, Pavlov 和 Wachter 认为主要是银行经理的短期任职和信息不对称所导致的道德风险<sup>[2][16]</sup>。在此基础上, 本文认为宽松的货币政策和金融机构的有限理性行为也是非常重要的原因。针对以上研究结论, 本文提出以下几点建议:

一是加强对住房信贷贷款定价的理论研究, 为金融机构的住房信贷合理定价提供理论支持。住房信贷对房地产市场发展是非常重要的, 住房信贷的定价合理与否对房地产市场良性发展至关重要, 我们不能因为最近美国的次贷危机和国内房地产市场的波动而因噎废食。由于住房信贷市场中的不确定因素很多, 因此如何对住房信贷合理定价困难还很大, 现有的一些贷款定价模型还不适用, 所以理论界要重视住房信贷定价的理论研究, 为住房信贷的合理定价提供理论上的支持与指导。

二是货币政策中要考虑到金融稳定问题。长期以来, 主流的货币政策理论认为有弹性的通货膨胀目标制可以实现货币稳定与金融稳定, 资产价格的变动会反映在产出缺口和通货膨胀缺口中, 对资产泡沫应采取不对称的干预政策。但近年来的实践证明, 包括房地产价格在内的资产价格变动并不完全反映在产出缺口和通货膨胀缺口中。货币政策仅仅对这两个缺口做出反应, 会导致货币政策过于宽松或偏紧: 在宽松的货币政策下, 金融机构对住房信贷偏低定价, 使人们对房地产市场过

度支持, 进而导致房地产价格过快上涨; 资产价格上涨导致的财富效应和投资效应使通货膨胀压力加大后, 采取紧缩性货币政策又会导致刺穿由宽松的货币政策导致的资产泡沫, 而泡沫破灭后又不得不采取宽松的货币政策维护金融市场的稳定和防止经济衰退。可以看出, 这种货币政策, 是用一个泡沫解决另一个泡沫, 形成了恶性循环。因此, 我们需要对货币政策理论进行认真反思, 探讨如何实现价格稳定与金融稳定的统一。

三是在更接近于现实的行为经济学范式下, 加强对金融监管等相关理论领域的研究。美国次贷危机发生后, 大家进一步认识到金融监管的重要性。2008年3月29日, 美国财政部公布了《美国金融监管体系现代化蓝图》(Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure), 该蓝图提出许多措施以改进金融监管的有限性, 是20世纪30年代美国大萧条以来规模最大的金融监管体制改革计划。此蓝图提出后在全世界引起很大的反响。本文认为, 要提高金融监管的有效性, 各国必须对金融监管的理论进行认真的反思。以往的金融监管理论基本上是建立在金融机构完全理性的基础上, 而本文认为有限理性是金融机构对住房信贷偏低定价的原因之一。因此我们有必要跳出原有的金融监管理论框架, 在行为经济学的有限理性假设下, 研究如何提高金融监管的有效性。

#### [参考文献]

- [1] Krugman, P. . Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis. Working paper, MIT, Cambridge, 1998. [2] Pavlov, Wachter. *Underpricing Lending and Real estate Markets*[ED/OL]. <http://ssrn.com/abstract=980298>, 2006. [3] Winston, Roberto, Pavlov et al. *Bank Lending and Real Estate in Asia: Market Optimism and Asset Bubbles*[J]. *Journal of Asian Economics* 2005, (15). [4] Vasso Ioannidou, Steven R. G. Ongena. *Time for a Change: Loan Conditions and Bank Behavior when Firms Switch Banks*[C]. AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. [5] 张圣平. 偏好、信念、信息与证券价格[M]. 上海: 上海人民出版社, 2002. [6] G. Loewenstein and D. Prelec. *Anomalies in Intertemporal Choice: Evidence and an Interpretation*[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, (2).

【责任编辑: 叶萍】