

# 住房流动性研究述评\*

吴 璟 郑思齐 刘洪玉

**摘要:** 住房流动性是对住房变现能力的反映,从资产视角对住房和住房市场进行分析和研究时,流动性是不可忽视的重要因素。依托卖方角度住房搜寻模型的大量研究表明,住房流动性不仅取决于住房特征和卖方搜寻策略等微观因素,同时还受到住房市场景况的系统性影响,并因此成为监测住房市场的重要指标之一。在我国开展住房流动性研究的过程中,应当特别重视市场制度环境、开发企业销售策略等特有因素对住房流动性的影响,以及利用住房流动性指标实现对住房市场景况变化更为准确的把握。

**关键词:** 住房市场 流动性 住房价格

住房价格是住房市场分析和住房经济学研究的传统热点,但是,住房的资产属性决定了相关分析和研究不能仅仅局限于从住房价格维度展开,还必须同时兼顾到住房从实物形态向价值形态的转变能力(简称为变现能力),即住房流动性。住房流动性和住房价格紧密联系在一起:微观上,不同住房单元的质量差异并非完全反映在住房价格上,还同时表现为流动性水平的差异;宏观上,市场景况的变迁也不会完全表现为价格水平的变化,还会同时表现为住房流动性水平的整体波动。这就意味着,在忽视住房流动性的情况下难以对住房价格问题有准确的判断。因此,早在 20 世纪 70 年代,国外学者就已经将流动性概念引入住房经济学研究,而住房流动性研究此后逐渐成为住房经济学中的热点方向之一。

概括而言,在过去三十余年发展过程中,住房流动性研究的理论工具(住房搜寻模型)和计量工具(多元线性回归模型和生存模型)并没有发生太大的变化。研究进展主要体现在对住房流动性决定机制的认识不断深化,特别是对各类影响因素及其作用机理的分析逐步完善,从而对各类市场主体的实践发挥了直接的指导作用。因此,本文将与住房流动性影响因素相关的研究成果作为回顾和介绍的重点。

## 一、住房流动性研究的理论基础:基于卖方角度的住房搜寻模型

住房流动性问题自 20 世纪 70 年代引起学者们的关注(Cubbin, 1974; Belkin et al., 1976; Miller, 1978),但这一阶段的研究缺乏系统的理论基础,多停留在运用多元线性回归等方法来分析销售持时(Time on Market, TOM, 指住房单元从挂牌到销售达成的间隔时间)与成交价格,以及各种影响因素与销售持时之间的统计规律。直至 1980 年,Chinloy(1980)将信息经济学中的序列搜寻理论运用于住房市场,建立了住房搜寻理论,促使住房流动性研究进入一个新的发展阶段。经过一系列的发展和完善(Cronin, 1982; Moore, 1987; Zuehlke, 1987; Haurin, 1988; Arnold, 1989),目前住房搜寻模型已经成为住房流动性研究中普遍使用的基础理论模型。

所谓“住房搜寻”特指住房市场中买卖双方实现匹配的过程,其中既包含了买方对待售单元的识别和选择(即买方搜寻行为),也包含了卖方对买方(报价)的等待、判断和决策(即卖方搜寻行为)。相应地,基于住房搜寻模型的分析和研究也可以分别从买方或卖方角度展开,但两者的侧重点有所区别:基于买方角度展开的住房搜寻模型研究的关注点集中于买方搜寻成本(通常被视为住房交易成本的重要组成部分之一),包括

\* 吴璟,清华大学房地产研究所,邮政编码:100084,电子信箱:wujing00@mails.tsinghua.edu.cn;郑思齐、刘洪玉,清华大学房地产研究所,邮政编码:100084。

买方搜寻成本的构成和决定因素,及其对买方住房需求的影响等,<sup>①</sup>而就住房流动性而言,一般认为特定住房单元的流动性不受市场中个别买方搜寻行为的影响;基于卖方角度展开的住房搜寻模型研究的重点则在于考察卖方在出售价格和销售持时之间的均衡行为,而这种均衡行为将直接影响所售住房单元的流动性。因此,在现有的住房流动性研究中,绝大多数学者都偏重于从卖方角度建立和应用住房搜寻模型(但在其中通常也引入了买方报价、访问频率等因素的影响)。

与买方相比,住房市场中卖方“搜寻”买方的过程通常被认为相对被动:卖方在搜寻开始前拟定若干策略,之后等待买方的考察和报价,并根据设定的策略决定是接受该报价还是继续等待。具体而言,卖方在搜寻开始前首先公开发布卖方报价(挂牌价格) $P_s$ ,一般认为它为最终成交价格提供了上确界;同时,卖方在搜寻开始前还会拟定心理承受价格底限 $P_{rs}$ ,为最终成交价格提供下确界。搜寻开始后,潜在买方陆续对待售单元进行走访,并通过考察形成对该单元的价值判断。显然,当且仅当某一买方对该住房单元的心理承受价格上限 $P_{rb}$ 高于 $P_{rs}$ 时,交易才有可能达成,即:

$$P_{rs} \leq P_{rb} \leq P_s \quad (1)$$

满足(1)式条件的买卖双方进一步进行议价,最终成交价格 $P^*$ 介于 $P_{rs}$ 和 $P_{rb}$ 之间,即:

$$P^* = \lambda \cdot P_{rs} + (1 - \lambda) \cdot P_{rb}, 0 \leq \lambda \leq 1$$

$\lambda$ 的取值取决于买卖双方议价能力的对比,研究中通常假设 $\lambda$ 取0.5。

当买方数量足够多时,可以认为买方心理承受价格满足一定的概率分布(截断于 $P_s$ )。因此上述搜寻过程可以抽象为,卖方在满足一定概率分布的样本中反复进行不放回随机抽样,当且仅当某一次抽样结果满足(1)式要求时,抽样结束。待售单元的流动性水平,就等价于抽样过程的持续时间。由此可见,住房单元流动性水平受两方面因素的影响:一是买方心理承受价格分布在(1)式所示区间内的累积概率,该累积概率则取决于买方心理承受价格的分布情况(均值 $\mu_b$ 和方差 $\sigma_b^2$ ),以及 $P_s$ 和 $P_{rs}$ 的位置;二是抽样频率 $v_b$ (即买方前往访问待售单元的频率),该抽样概率取决于待售单元的市场需求情况,同时与卖方的努力程度也有一定关系。住房市场中的各种因素正是通过影响 $\mu_b$ 、 $\sigma_b^2$ 、 $P_s$ 、 $P_{rs}$ 和 $v_b$ 等参数,来间接影响待售单元的流动性水平,而这正是迄今为止大多数住房流动性研究的基本思路。

在此基础上,也有学者试图通过放松某一方面假设,对上述模型进行改进,使其对住房搜寻过程和流动性问题的考察更贴近市场实际情况。例如,Arnold(1999)、Knight(2002)放松了模型的静态假设,允许卖方动态调整其报价和心理承受价格,并分析了这一改变对待售单元流动性的影响。Allen等(2005)放松模型中各参数均为确定值的假设,分析了近年来美国兴起的“范围定价”策略对流动性的影响。但概括而言,这些改进目前尚未取得共识,大多数研究仍以前述住房搜寻模型的基本形式作为其出发点。

与上述理论分析框架相适应,目前大多数住房流动性研究延用了Lippman和McCall(1986)提出的流动性度量方法,将住房流动性定义为“由卖方搜寻策略最优化所决定的资产变现最优预期持时”,从而在实证研究中以住房单元销售持时的延长(缩短)来表征住房流动性水平降低(提高)。

## 二、住房流动性的微观影响因素研究

### (一) 住房特征的影响

流动性是住房单元的一种固有属性,住房单元的流动性水平本质上仍取决于其自身的各种特征(Haurin, 1988)。现有研究发现,住房特征主要通过两种途径影响该单元的流动性水平:

首先是待售单元的受欢迎程度。对于受欢迎程度高的单元,买卖双方更有可能实现心理承受价格的匹配,同时买方的报价频率也相对较高,这些因素都将导致流动性的提高。实证研究结果也证明,适宜的楼层(Ong and Koh, 2000)、良好的景观(Kluger and Miller, 1990)、具备壁炉和游泳池等设施(Forgey et al., 1996; Anglin et al., 2003)都有助于提高待售单元的流动性,相反房龄较长(Moore, 1987; Kang and Gardner, 1989; Forgey et al., 1996)、存在噪音等污染(Huang and Palmquist, 2001)的住房单元则流动性较差。

其次是待售单元的特殊化程度。住房单元某一方面特征与市场平均水平的差异越大,市场中的可比案例越少,买卖双方心理承受价格的差异可能越大,同时特殊单元的市场需求也较少,买方报价频率较低。因此待售单元特殊化程度越高,其流动性越差。相关实证研究侧重于分析住房单元面积的影响,多数结果都表

<sup>①</sup> Clauretje 和 Thistle(2007)、郑思齐(2007)对现有的基于买方角度的住房搜寻模型研究作了全面综述。

明流动性水平随待售单元面积的增加而降低(Belkin et al., 1976; Moore, 1987; Haurin, 1988; Kluger and Miller, 1990; Anglin et al., 2003), 或者存在使流动性最高的适宜面积水平(Forgey et al., 1996)。

需要指出的是, 尽管住房特征是决定住房单元流动性水平的基础性因素, 但由于理论和实践意义有限, 针对住房特征影响的分析在住房流动性研究中一直处于相对次要的地位。多数研究(包括前面提及的相当部分成果)只是在分析其他因素的影响时, 将住房特征作为控制变量引入模型, 而并未进行更深入的分析。

## (二) 卖方搜寻策略的影响

卖方搜寻策略影响是住房流动性研究中的传统热点问题。学者们一直试图了解卖方是否能够以及如何能够简单地通过调整其搜寻策略, 实现达到销售持时、提高待售单元流动性的目的, 从而对家庭和经纪机构的行为形成直接的指导。

### 1. 卖方报价策略的影响

卖方报价不仅提供了买方报价和最终成交价格的上限, 同时也是卖方对市场中潜在买方发出的第一个信号, 可能对买方行为产生显著影响(Haurin, 1988; Arnold, 1999)。现有研究多数着眼于卖方报价的相对水平, 即分析卖方报价超出最终成交价格或待售单元市场价值的程度与待售单元流动性水平之间的关系, 以探讨多数卖方所惯用的高报价策略是否有助于提高住房流动性。研究结果表明, 高报价策略可能通过不同机制影响待售单元的流动性水平, 而且这些作用可能是相互矛盾的。从有利的一面看, 卖方报价的提高扩大了(1)式描述的抽样区间, 从而提高了交易达成概率(Kang and Gardner, 2001; Anglin et al., 2003); 同时, 在市场信息不充分时, 买方缺乏了解待售单元质量信息的有效渠道, 会不自觉地将卖方报价作为其判断住房单元质量的重要依据(Northcraft and Neale, 1987), 因此卖方可以通过高报价策略抬高买方的心理承受价格, 进而提高待售单元的成交价格和流动性(Cubin, 1974; Haurin, 1988)。但从不利的一面看, 买方为了缩小搜寻范围、降低搜寻成本, 通常首先根据卖方报价初步判断某一住房单元是否处于其目标范围内, 再决定是否进行实地考察, 因此卖方报价实际上发挥了圈定目标客户群的作用, 而高报价将吸引错误的目标客户群, 造成交易达成概率大幅度下降, 从而降低了待售单元的流动性(Haurin, 1988; Arnold, 1999)。由此可见, 高报价策略的作用难以从理论上简单推断, 而需要在特定的市场背景下通过实证研究加以确定(Yavas and Yang, 1995; Anglin et al., 2003)。此外, 近期研究中也开始注意到卖方报价绝对水平的影响。Allen和Dare(2004)研究了“温和”报价策略(例如以9900元取代10000元)的作用, 发现该策略对提高待售单元流动性水平具有一定的积极作用。

### 2. 经纪服务选择合理性的影响

经纪服务已经在西方国家住房市场中得到了普遍的应用,<sup>①</sup>在这样的背景下, 现有研究的重点并不在于经纪服务是否有助于提高住房流动性, 而是进一步分析委托合同设计、经纪机构属性等因素对待售单元流动性的影响。根据引入经纪服务作用后的扩展住房搜寻模型(Yavas, 1992), 与被动等待的卖方不同, 经纪机构可以通过广告、多重上市服务系统(MLS)<sup>②</sup>等形式进行主动搜寻, 而委托合同设计(例如佣金率)、经纪机构属性(例如机构规模)等因素则决定了这种主动搜寻的努力程度和效率, 进而影响待售单元流动性。Larsen和Park(1989)、Yang和Yavas(1995)等对佣金率的研究表明, 高佣金率尽管有助于刺激经纪机构提高努力程度, 但同时也促使卖方提高心理承受价格以抵消佣金增加的影响, 且后者的作用超过前者, 因此佣金率的提高将造成待售单元流动性下降。在针对经纪机构规模的研究中, Haurin(1988)、Larsen和Park(1989)等认为经纪机构规模越大, 其信息传播过程中的规模经济越显著, 搜寻效率越高, 越有助于提高待售单元流动性; Yang和Yavas(1995)、Jud等(1996)则认为在MLS的作用下, 各类经纪机构能够同等地利用MLS进行信息传播, 因此经纪机构规模不存在显著影响。此外, Yang和Yavas(1995)还发现, MLS中由同一经纪机构挂牌和售出的住房单元的销售持时明显偏低, 这可能与经纪机构为提高自身声誉而加大努力程度有关。

### 3. 卖方销售意愿的影响

卖方因为搜寻成本和销售动机等方面的差异, 可能对达成交易的迫切程度有所不同, 这除了会影响其报价策略或经纪服务的选择外, 还可能潜在地作用于其心理承受价格和搜寻努力程度, 从而影响待售单元的流动性水平。Springer(1996)、Glower等(1998)分析了卖方销售动机的影响, 发现卖方因为迁徙或急需资金等

① 以美国为例, 2004年存量住房交易中, 借助经纪服务完成的占98.3%(刘洪玉、郑思齐, 2006)。

② 多重上市服务系统(Multiple Listing Service, 简称MLS)于20世纪30年代出现于美国, 是一种通过大量房地产经纪人的联合, 实现房源信息共享的房地产交易系统。目前, 美国接近90%的房地产经纪人都加入了MLS。

原因,必须在特定时间点前售出住房单元时,将相应降低心理承受价格,并更为积极地进行搜寻,从而显著提高待售单元流动性。Zuelke(1987)、Forgey等(1996)则讨论了卖方搜寻成本的影响,发现待售单元处于空置状态时,卖方承受的租金(或名义租金)损失大大加重了其搜寻成本,从而提高其销售的迫切程度,这同样会带来待售单元流动性的显著提升。

### 三、住房流动性的宏观影响因素研究

在住房特征和卖方策略等因素导致住房单元流动性水平存在个体差异的同时,住房市场的整体流动性水平也会存在系统性的变化。学者对这一问题的发现是从在模型中引入相关控制变量开始的:Haurin(1988)、Larsen和Park(1989)、Kluger和Miller(1990)、Yavas和Yang(1995)、Forgey等(1996)在模型中引入了反映待售单元挂牌时间的季节变量,均发现住房流动性存在明显的季节性差异;Moore(1987)、Kalra和Chan(1994)、Forgey等(1996)则尝试在模型中引入利率、失业率等宏观经济变量,发现它们也对住房流动性具有显著影响。但是这些研究并没有对此给予充分重视,特别是没有对这些因素的影响机制进行深入分析。

这种情况从20世纪90年代中期开始发生转变。伴随住房市场周期研究的深入,学者们认识到住房流动性水平与住房价格水平,或者更准确地说,与住房市场景况存在着密切的联系,并开始充分重视这一问题,使其迅速成为住房流动性研究的新热点。研究中首先关注首付款约束的影响(Stein,1995;Genesove and Mayer,1997;Andrew,1998;Chan,2001)。存量住房市场中,卖方通常需要利用出售原有住房单元的所得来购买新的住房单元。当住房市场价格水平下跌时,即使现有单元和目标单元的价格跌幅相同,仍有可能因为卖方售房所得在扣除抵押贷款余额后的自有权益部分低于新单元首付款,而导致卖方无法实现搬迁。为了避免这种“锁住”效应,卖方的唯一选择是将其心理承受价格维持在能够为其提供足额首付款的水平上。这就造成了市场收缩过程中买卖双方心理承受价格出现显著差距,导致住房流动性水平的整体下降。

但是在当前(美国)家庭普遍拥有可观的非住房资产的情况下,前述首付款约束理论并不足以完全解释住房流动性变化的原因,因此学者们又进一步从行为经济学角度加以解释(Genesove and Mayer,2001;Chan,2001;Engelhardt,2003)。根据前景理论,在特定参考点下,同一单位的损失带给投资者痛苦的感受比盈利带给投资者喜悦的感受更加强烈,这正是投资者在损失区间和盈利区间的行为存在显著差异的重要原因。具体到住房市场,卖方通常以待售单元购入价格的名义值作为参考点。当市场价格水平跌至该参考点以下,即进入损失区间时,卖方出于对损失的厌恶,极不情愿调低其心理承受价格。这就造成买卖双方心理承受价格差距的不断拉大,引发了住房流动性的持续下降。Genesove和Mayer(2001)、Engelhardt(2003)基于波士顿和美国全国数据进行的实证研究都表明,损失厌恶理论能够比首付款约束理论更好地解释市场收缩期住房流动性水平的整体下降。

后续研究进一步发现,住房市场流动性水平的整体变化并非仅仅存在于市场收缩期。Krainer(2001)提出的机会成本模型认为,在住房市场由衰退期转入复苏期时,卖方心理承受价格的上升幅度同样低于买方,即卖方愿意放弃一部分价格上涨带来的收益,换取待售单元的尽快脱手,以避免可能再次出现的价格下跌而引发的损失。因此住房市场整体流动性水平在市场复苏阶段将出现明显提高。Capozza等(2004)则给出了更一般性的解释,他们认为卖方无法直接观测到住房市场景况的变化,只能以买方报价的变化为“信号”进行间接了解,而为了过滤其中可能存在的“噪音”,卖方通常需要经过一段时间的考虑和检验才能采纳该信号中传递的信息。因此,在住房市场周期的各个阶段中,卖方心理承受价格的调整总是落后于买方,从而使得住房市场整体流动性水平始终伴随市场景况的改变而变化。

忽略具体影响机制上的差异,上述理论实际上都阐述了这样一个事实:当住房市场景况发生变化时,买卖双方心理承受价格的反应速度和反应程度存在明显差异,并由此带来住房流动性水平的整体变化。这表明,流动性水平波动和价格水平波动一样,也是住房市场景况变化的一种反映,甚至可能在时序上领先于价格水平的变化。

### 四、住房流动性研究的延伸:对住房市场景况的监测

既然市场景况的变化会同时引发住房市场中价格水平和流动性水平的调整,那么从另一个角度看,价格和流动性也就应当共同成为反映住房市场景况的指标,而不能单纯依赖住房价格。Fisher等(2006)、Goetzmann和Peng(2006)在最近的研究中,通过理论研究、数值模拟和实证分析都证明,单纯的价格度量明显低估了住房市场的波动程度,即在市场上升阶段和衰退阶段分别低估了这种上升和衰退的幅度。特别地,当

住房市场由扩张期转入收缩期时,市场中通常出现的表象是“有价无市”,即流动性水平明显下降,但同时价格变化则可能微乎其微,这就使得单纯的价格指标往往不能及时发现具有重要意义的市场“转折点”。

因此,有必要建立针对住房市场流动性水平的度量指标,作为传统的住房价格指标的补充。其中较为常见的是平均销售持时指标,该指标已经被美、英等国许多咨询机构和经纪机构包含在其发布的市场分析报告中,此外换手率等指标也曾被使用过。但是,这种分别针对住房价格和住房流动性的孤立考察终究存在不便,特别是难以反映二者之间的内在联系。这使得学者们开始转向另一种更为直观的思路,即始终固定价格和流动性两者之一不变,使得市场景况变化完全通过另一指标反映出来,例如编制固定流动性的住房价格指标。

固定流动性住房价格指标的编制属于一个新兴问题,现有研究仅提供了两种相对成熟的方法:一种是 Fisher 等(2003, 2006)提出的分别计算买卖双方心理承受价格指数的思路。该方法以两阶段回归模型为基础,首先利用 probit 模型估计物业成交概率,再从估计结果中提取逆 Millers 概率值,以此作为住房特征之一引入特征价格模型,进行第二阶段估计。通过该方法, Fisher 等分别计算得到买卖双方心理承受价格指数,并以其中买方心理承受价格指数作为固定流动性的价格指标。麻省理工大学房地产研究中心已经将上述方法付诸实践,从 2006 年 2 月起按季度发布“MIT Quarterly Index”(Fisher et al., 2006),如图 1 所示。从图 1 可以看出,住房市场相对平稳时两种指标趋于一致,但在住房市场景况发生剧烈变化时,固定流动性住房价格指标确实能够较传统住房价格指标更充分、及时地做出反映。另一种方法则由 Goetzmann 等(2006)提出,他们认为买方心理承受价格通常以住房单元的市场价值为基础,而卖方心理承受价格则往往与市场价值存在系统性的差异,并以卖方心理承受价格与市场价值的比值  $S_i$  来度量这种差异。基于这一思路, Goetzmann 等利用三阶段回归方法,估计各报告期的  $S_i$ ,并利用该估计值对价格度量结果进行修正,进而实现固定流动性价格度量的目标。

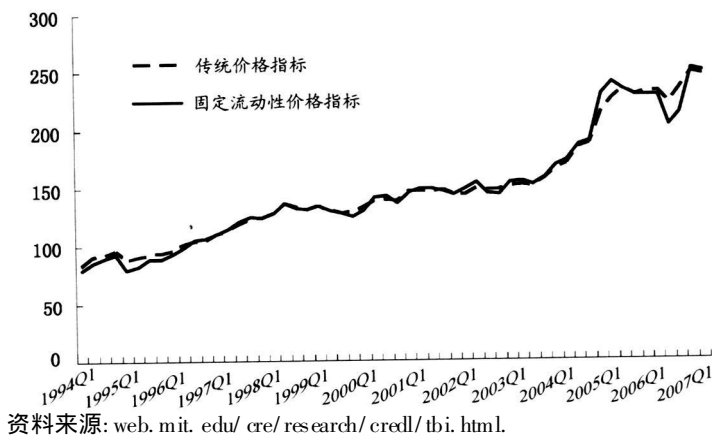


图 1 MIT Quarterly Index(公寓部分, 1994 年第一季度至 2007 年第四季度)。

## 五、简评与启示

自 20 世纪 70 年代以来,国际学术界对住房流动性的研究已经取得了长足发展,从早期对住房特征、卖方行为等微观影响因素的大量研究,发展到近年来对住房市场整体流动性水平随市场景况变化的规律的深入探讨,并对流动性相关指标在住房市场景况监测中的应用进行了一定尝试。在这一过程中,住房流动性研究的重要性也逐渐得到显现:在微观层面,住房流动性研究深化了人们对住房商品资产属性的认识,同时与住房搜寻、经纪服务、住房价格影响因素和形成机制等领域的研究紧密联系在一起,帮助学者逐步深入了解住房搜寻和交易过程,全面把握买卖双方和经纪人的行为特点;在宏观层面,对住房市场整体流动性水平变化规律的研究,以及住房流动性指标(包括固定流动性的价格指标)的引入,使得人们能够对住房市场景况变化做出更全面的理解和更准确的判断。同时,住房流动性的概念来源于金融领域,从研究思路看属于信息经济学中搜寻理论的具体应用,因此其研究进展也在一定程度上丰富了金融学和信息经济学相关领域的研究成果。

我国学者已经针对金融领域的流动性问题进行了大量研究,相关论文数以百计,同时也已经开始注意到住房市场中的搜寻问题(主要集中在买方角度,如刘洪玉、郑思齐,2006;郑思齐,2007),但针对住房流动性问题的研究几乎处于空白状态。目前仅有少数学者在分析家庭的投资组合选择时考虑了住房的弱流动性特

点,尚缺乏对住房流动性影响因素的系统性和定量研究。笔者认为,从拓展住房流动性理论研究成果和服务我国住房市场宏观调控现实需要出发,目前至少可以从以下几个角度着手展开研究:

1. 在卖方为大规模和专业性的开发企业时,卖方策略的影响会有什么样的特殊性?

国外现有研究主要基于存量住房市场展开,其中的卖方为大量分散的家庭,而目前我国住房市场中新建商品住房市场居主体地位,卖方为数量有限的、专业性的开发企业。这种差异可能在若干方面影响流动性研究。例如,与缺乏交易经验的家庭不同,开发企业能够通过长期的市场实践积累充足经验,从而对买方需求情况和价格意愿做出较准确预测,其搜寻行为也因此具有更强的针对性。笔者初步研究发现,开发企业的“销售控制”或“操盘”策略对其楼盘的销售持时具有显著影响(Wu et al., 2007);又如,企业行为和个人行为的规律无疑存在差异,因此前述首付款约束、损失厌恶等理论可能不再适用,而需要建立新的理论来解释开发企业行为;再如,存量住房市场中卖方家庭的个体行为通常被认为不足以影响整体市场,而新建商品住房市场中开发企业的数量是有限的,特别是可能存在少数具有较强影响力的主要开发企业,它们有可能通过对产品流动性水平的有意识控制,达到影响市场的目的。上述研究除了能够在理论上丰富现有成果外,还有助于政府管理部门认识开发企业人为施加的对住房流动性的制约机制,特别是“捂盘惜售”等销售控制行为,从而有针对性地制定相关管制措施,进一步提高市场效率。

2. 如何利用流动性指标实现对住房市场景况的监测和调控?

近年来我国政府在住房市场实施的宏观调控主要关注住房价格,但是住房流动性和住房价格是紧密联系的,忽视住房流动性就难以准确把握住房价格问题。例如,2007年下半年深圳等若干热点城市在其住房价格回落之前,都曾在一段时间内出现过前面提及的“有价无市”的情况。此时单纯的住房价格指标有可能提供错误的市场信号,对政府管理部门的调控决策和各种市场主体的活动造成不利影响,这就凸现了综合考虑住房价格和流动性两种指标监测市场的必要性。在现有的住房价格指标的基础上,进一步引入对住房市场流动性水平的考察,有助于政府管理部门和市场参与者更全面、准确地把握住房市场的景况变化,为宏观调控政策的制定和评价提供可靠依据。而要实现这一目标,又有必要分别从卖方和买方心理承受价格受市场景况影响的规律入手,对我国现实市场背景下住房流动性和住房价格的交互关系进行系统理论分析。

3. 在制度尚不完善的市场发展初期,市场制度因素是否具有更强的影响力?

国外研究中主要考察的美国等国家的住房市场均已十分成熟,因此这些研究基本不考虑市场发展水平和完善程度的影响。而我国住房市场仍处于快速发展的过程中,特别是存量住房市场整体上仍处于起步阶段,此时市场发展水平和相关制度安排的完善程度可能成为影响流动性水平的关键性因素,这已经在笔者进行的初步研究中得到了证实(Wu and Zheng, 2007),但对其机制尚缺乏更深入、系统的把握。基于这一特殊背景开展的研究有可能为分析住房流动性的影响因素提供新的视角,同时也能够为及时发现和弥补住房市场发展过程中存在的不足提供依据。

#### 参考文献:

1. Allen, M. T. and Dare, W. H., 2004. "The Effects of Cham Listing Prices on House Transaction Prices." *Real Estate Economics*, Vol. 32(4), pp. 695-713.
2. Allen, M. T.; Faircloth, S. and Rutherford, R. C., 2005. "The Impact of Range Pricing on Marketing Time and Transaction Price: A Better Mousetrap for the Existing Home Market?" *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 31(1), pp. 71-82.
3. Andrew, H., 1998. "Residential Mobility, Housing Equity and the Labor Market." *The Economic Journal*, Vol. 108(447), pp. 414-427.
4. Anglin, P. M.; Rutherford, R. and Springer, T. M., 2003. "The Trade-off between the Selling Price of Residential Properties and Time-on-the-market: The Impact of Price Setting." *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 26(1), pp. 95-111.
5. Arnold, M. A., 1999. "Search, Bargaining and Optimal Asking Prices." *Real Estate Economics*, Vol. 27(3), pp. 453-481.
6. Belkin, J.; Hempel, D. J. and McLeavey, D. W., 1976. "An Empirical Study of Time on Market Using Multidimensional Segmentation of Housing Markets." *Real Estate Economics*, Vol. 4(2), pp. 57-75.
7. Capozza, D. R.; Hendershott, P. H. and Mack, C., 2004. "An Anatomy of Price Dynamics in Illiquid Markets: Analysis and Evidence from Local Housing Markets." *Real Estate Economics*, Vol. 32(1), pp. 1-32.
8. Chan, S., 2001. "Spatial Lock-in: Do Falling House Prices Constrain Residential Mobility?" *Journal of Urban Economics*, Vol. 49(3), pp. 567-586.
9. Chinloy, P. T., 1980. "An Empirical Model of the Market for Resale Homes." *Journal of Urban Economics*, Vol. 7(3), pp. 279-292.
10. Clauratie, T. and Thistle, P., 2007. "The Effect of Time-on-market and Location on Search Costs and Anchoring: The Case of Single-family Properties." *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 35(2), pp. 181-196.
11. Cronin, F. J., 1982. "The Efficiency of Housing Search." *Southern Economic Journal*, Vol. 48(4), pp. 35-40.
12. Cubbin, J., 1974. "Price, Quality, and Selling Time in the Housing Market." *Applied Economics*, Vol. 6(3), pp. 171-187.

13. Engelhardt, G. V., 2003. "Nominal Loss Aversion, Housing Equity Constraints, and Household Mobility: Evidence from the United States." *Journal of Urban Economics*, Vol. 53(1), pp. 171–195.
14. Fisher, J.; Gatzlaff, D.; Geltner, D. and Haurin, D., 2003. "Controlling for the Impact of Variable Liquidity in Commercial Real Estate Price Indices." *Real Estate Economics*, Vol. 31(2), pp. 269–303.
15. Fisher, J.; Geltner, D. and Pollakowski, H., 2006. "A Quarterly Transactions-based Index of Institutional Real Estate Investment Performance and Movements in Supply and Demand." Presented in the AREUEA Annual Meeting, Boston.
16. Foye, F. A.; Rutherford, R. C. and Springer, T. M., 1996. "Search and Liquidity in Single-family Housing." *Real Estate Economics*, Vol. 24(3), pp. 273–292.
17. Genesove, D. and Mayer, C. J., 1997. "Equity and Time to Sale in the Real Estate Market." *The American Economic Review*, Vol. 87(3), pp. 255–269.
18. Genesove, D. and Mayer, C., 2001. "Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116(4), pp. 1233–1260.
19. Glower, M.; Haurin, D. R. and Hendershott, P. H., 1998. "Selling Time and Selling Price: The Influence of Seller Motivation." *Real Estate Economics*, Vol. 26(4), pp. 719–740.
20. Goetzmann, W. and Peng, L., 2006. "Estimating House Price Indexes in the Presence of Seller Reservation Prices." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88(1), pp. 100–112.
21. Haurin, D., 1988. "The Duration of Marketing Time of Residential Housing." *Real Estate Economics*, Vol. 16(4), pp. 396–410.
22. Huang, J. C. and Palmquist, R. B., 2001. "Environmental Conditions, Reservation Prices, and Time on the Market for Housing." *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 22(2–3), pp. 203–219.
23. Jud, G. D.; Seaks, T. G. and Winkler, D. T., 1996. "Time on the Market: The Impact of Residential Brokerage." *Journal of Real Estate Research*, Vol. 12(3), pp. 447–458.
24. Kalra, R. and Chan, K. C., 1994. "Censored Sample Bias, Macroeconomic Factors, and Time on Market of Residential Housing." *Journal of Real Estate Research*, Vol. 9(2), pp. 253–262.
25. Kang, H. B. and Gardner, M. J., 1989. "Selling Price and Marketing Time in the Residential Real Estate Market." *Journal of Real Estate Research*, Vol. 4(1), pp. 21–35.
26. Kluger, B. D. and Miller, N. G., 1990. "Measuring Residential Real Estate Liquidity." *AREUEA Journal*, Vol. 18(2), pp. 145–159.
27. Knight, J. R., 2002. "Listing Price, Time on Market, and Ultimate Selling Price: Causes and Effects of Listing Price Changes." *Real Estate Economics*, Vol. 30(2), pp. 213–237.
28. Krainer, J., 2001. "A Theory of Liquidity in Residential Real Estate Markets." *Journal of Urban Economics*, Vol. 49(1), pp. 32–53.
29. Larsen, J. E. and Park, W. J., 1989. "Non-uniform Percentage Brokerage Commissions and Real Estate Market Performance." *AREUEA Journal*, Vol. 17(4), pp. 422–431.
30. Lippman, S. A. and McCall, J. J., 1986. "An Operational Measure of Liquidity." *The American Economic Review*, Vol. 76(1), pp. 43–55.
31. Miller, N. G., 1978. "Time on the Market and Selling Price." *Real Estate Economics*, Vol. 6(2), pp. 164–174.
32. Miller, N. G. and Sklarz, M. A., 1987. "Pricing Strategies and Residential Property Selling Prices." *Journal of Real Estate Research*, Vol. 2(1), pp. 31–40.
33. Moore, J. S., 1987. "An Investigation of the Major Influences of Residential Liquidity: A Multivariate Approach." *Real Estate Economics*, Vol. 15(1), pp. 684–703.
34. Northcraft, G. B. and Neale, M. A., 1987. "Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-adjustment Perspective." *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 39, pp. 84–97.
35. Ong, S. E. and Koh, Y. C., 2000. "Time on Market and Price Trade-offs in High-rise Housing Sub-markets." *Urban Studies*, Vol. 37(11), pp. 2057–2071.
36. Stein, J. C., 1995. "Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Down-payment Effects." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110(2), pp. 379–406.
37. Springer, T. M., 1996. "Single-family Housing Transactions: Seller Motivations, Price, and Marketing Time." *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 13(3), pp. 237–254.
38. Wu, J. and Zheng, S., 2007. "Determinants of Housing Liquidity in Chinese Cities: Does Market Condition Matter?" *Tsinghua Science and Technology*, Forcoming.
39. Wu, J.; Zheng, S. and Liu, H., 2007. "The Effect of Developers' Dynamic Pricing Strategy on Residential Projects' Time-on-Market." Presented in the 12th ASRES Conference, China: Macau.
40. Yang, S. X. and Yavas, A., 1995. "Bigger is not Better: Brokerage and Time on the Market." *Journal of Real Estate Research*, Vol. 10(1), pp. 23–34.
41. Yavas, A., 1992. "A Simple Search and Bargaining Model of Real Estate Markets." *Real Estate Economics*, Vol. 20(4), pp. 533–548.
42. Yavas, A. and Yang, S., 1995. "The Strategic Role of Listing Price in Marketing Real Estate: Theory and Evidence." *Real Estate Economics*, Vol. 23(3), pp. 347–368.
43. Zuehlke, T. W., 1987. "Duration Dependence in the Housing Market." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 69(4), pp. 701–704.
44. 刘洪玉、郑思齐:《房地产经纪服务理论与应用》,北京,中国建筑工业出版社,2006。
45. 郑思齐:《住房需求的微观经济分析:理论与实证》,北京,中国建筑工业出版社,2007。

(责任编辑:王红霞、杨丽艳)