

时事透视 樊颖 程天富

财富效应对外国人 购买新加坡私宅的影响

人们变得富裕后，会增加消费数量，还是会改变消费模式？会选择继续在快餐店吃汉堡包，还是会考虑在高级餐厅吃顶级牛排？依据德国统计学家恩格尔（Ernst Engel）提出的著名恩格尔曲线和定律，随着家庭收入的增加，用于食品和其他必需品的消费比例会下降，用于教育、健康和娱乐的消费比例则增加。

另一位美国经济和社会学家范伯伦（Thorstein Veblen）以“炫耀性消费”（conspicuous consumption）一词来描述人们为显示财富和地位，在社交圈子中获得优势，而故意提升奢侈品消费支出的行为。人们会从购买劣等和普通商品，转而享受非必需的奢侈品，反映了经济理论中个体消费模式改变的现象。

在近期发表的一篇学术研究文章《宏观经济政策对于中国买家住房投资所引起的财富效应》中，我们研究了超过20年的实证研究数据，鉴定中国汇率政策改革所带来的财富效应，刺激了中国买家在新加坡购置私人房地产的活动。相比其他外国买家，中国买家的住房消费有更明显的炫耀性特征与行为。

宏观经济政策改革与财富效应

中国人民银行于2005年7月21日宣布对汇率制度进行重大改革，将人民币（RMB）与美元（USD）脱钩，然后过渡到以市场供求为基础、参考一篮子货币的浮动汇率制度（以下简称“政策转变”）。这政策转变导致人民币相对美元和新元的币值上涨，意味着中国消费者，特别是在新加坡买房的中国买家，拥有比以往更强的购买力。这就是所谓的“财富效应”（Wealth Effect）。

伴随该脱钩政策产生的财富效应只影响中国买家，其他外国买家则维持现状。为排除政策转变对消费行为的影响，该研究将中国买家作为实验组，其他外国买家（印度尼西亚人、马来西亚人等）作为控制组，采用双重差分法（Difference-in-Differences，简称DID）

来衡量两组于政策前后的行为转变。

此研究旨在证实，中国买家是否在经历财富效应后，购买更大的住房；是否体现炫耀性消费行为的证据，比如更倾向选择如顶楼、高楼层单位和（超）大户型等象征财富和地位的住宅。

实证研究结果

实证分析结果显示，在购买私人房屋时，中国买家比其他外国买家更倾向于支付更昂贵的价格。具体而言，中国买家愿意为每平方米支付更高的单价，而非支付更高的总价。这表示中国买家并没有增加住房消费，即购买更大平米的房子。

这种愿意支付每平方米更高单价的现象，更能体现炫耀性消费的特征。在政策转变前，中国买家比其他外国买家平均为每平方米多付0.63%；政策转变前后，这个差异大幅跃升至3.42%。

为了获得更多证据支持，该研究进一步测试实验组的“信号”属性，即中国买家对“高楼层单位”“大型单位”和“昂贵单位”的偏好。虽然在政策转变之前，中国买家相对于其他外籍买家更趋于保守，但他们的行为在2005年政策转变之后发生了变化。他们（实验组）对高楼层单位的需求增加了2.37%，对大型单位需求增加了3.34%，对住房市场中更昂贵单位的需求增加了5.91%。

该研究进一步度量了实验组在多大程度上，愿意为上述信号属性付出更多金钱。利用外国买家于1995年至2017年期间的近1万9000项交易记录，该研究分析了具有不同特征的买家在购买行为上的异质性，包括在政策转变前后，中国买家与其他外国买家的行为差异，以及对信号属性有偏好的行为差异等。

结果显示，与其他外国买家的对照组相比，中国买家对高楼层单位，为每平方米建筑面积支付了11.0%的溢价，对较大单位支付了7.25%的溢价，及对昂贵单位支付了4.61%的溢价。

综合上述分析，中国买家在政策

转变后的行为可归纳为以下三个特征：

一、愿意支付更高每平方米的单位价格；二、表现出对信号属性（高楼层、大单位、高单价）的需求；三、愿意为所有信号属性支付更多费用。这些特征为2005年政策转变所引发的私人房地产的显性消费提供依据。

此外，中国买家的行为也体现出异质性的特征。中国买家在购买高收入社区，以及有中国居民网络群集的社区的私人房地产时，有更明显的炫耀性消费动机。此外，对于作为自住者的中国买家来说，释放信号的动机比投资者更明显。相比地位和声望，投资者可能对投资回报更感兴趣。

财富冲击传导机制

通过一系列的证伪测试，研究排除实验组的支付意愿与其他因素有关的可能性，如国籍偏差或种族关系、信息劣势或迷信思想等。中国买家在住房市场的炫耀性消费行为，也并非由移民倾向或避风港动机引发。

因此，该研究为财富效应和炫耀性消费的因果关系提供了证据。在新的相反证据出现之前，我们无法找到可以解释财富效应导致住房显性消费的其他理由。

在更广泛的层面上，该研究可连接到金融自由化和国外资本流动等相关的文献。它也增进我们对国际住房市场中的财富冲击传导机制的理解。

我们不能忽视外国资金流对本地房地产市场可能带来的冲击。大量的外国投机资金可能对市场带来负面的影响。在必要时，政府会果断入场干预，通过针对性的降温措施来防止因国外资金炒作，而引发的市场过热现象。

作者樊颖博士是香港理工大学

建筑与房地产系的助理教授

程天富教授是新加坡国立大

学城市与地产研究院院长兼国立大学

商学院房地产系主任

本文内容仅反映作者的个人想法

不代表所属大学和研究院的立场