

黄 静 / 著

Fangdichan Jiage Shangzhang DeGuangyi
Caifu Xiaoying Yanjiu

房地产价格上涨的广义 财富效应研究

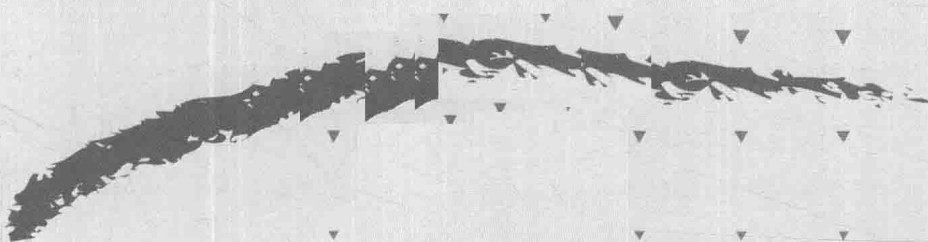


 復旦大學 出版社

黄 静 / 著

Fangdichan Jiage Shangzhang DeGuangyi
Caifu Xiaoying Yanjiu

房地产价格上涨的广义 财富效应研究



復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产价格上涨的广义财富效应研究/黄静著. —上海:复旦大学出版社, 2015. 9
ISBN 978-7-309-11660-1

I. 房… II. 黄… III. 房地产价格-研究-中国 IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 169171 号

房地产价格上涨的广义财富效应研究

黄 静 著

责任编辑/宋朝阳

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

江苏凤凰数码印务有限公司

开本 890 × 1240 1/32 印张 9.75 字数 249 千

2015 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-11660-1/F · 2176

定价: 29.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

▼ ▼ ▼ ▼ ▼ ▼

本书以我国房地产价格上涨的广义财富效应的作用机制、特征与影响为研究主题，以宏观经济学、货币银行学、金融经济学理论为基础，通过理论建模、计量分析、统计分析、比较分析和行为科学分析等方法，探求房地产价格广义财富效应的一般性规律。试图解决以下问题：我国房地产市场化改革十多年来，伴随着房地产价格的高速增长，房地产财富存量的增加，在微观层面上对居民消费和企业投资产生了何种影响？房地产财富差距是否拉大了居民收入差距？房地产财富差距分化的特征如何？房价上涨对宏观层面的金融稳定和物价稳定产生了怎样的冲击？我国政策当局应该如何有效利用和解读房地产价格信息？本书会给出相应解答。

本成果受以下项目资助

1. 国家自然科学基金青年项目“房地产价格波动对金融稳定冲击的作用机制及其货币政策选择研究”(71103121)。
2. 上海市哲学社会科学规划课题“房价波动、金融稳定与货币政策选择：基于中国数据的实证研究”(2011EJL002)。

前 言

由于房地产是家庭的主要财产和企业的重要资产,以及房地产业与其他众多产业的强关联性,因此,房地产价格波动导致房地产财富的增减变动,不仅仅会影响到居民消费和企业投资决策,对房地产投资和其他相关产业的投资也会产生巨大的影响。而且,房地产作为银行信贷重要的抵押品,加之房地产业的资金密集性,房地产价格波动带动房地产抵押价值变动,将会直接影响信贷规模及其增长速度,房价剧烈波动对银行系统甚至整个金融系统的稳定产生影响。一方面,房地产价格波动引起房地产财富存量的增减变化,通过居民消费和企业投资的影响,作用于总需求和总供给,最终对物价稳定和产出波动产生影响。另一方面,房地产价格波动导致家庭财富差距分化,还将产生深远的社会影响。本书对狭义财富效应概念进行扩展,把房地产价格波动引起房地产财富变动,最终导致的社会的、经济的影响都归为广义的房地产财富效应。

我国房地产业自 1998 年完全市场化改革以来,进入了突飞猛进的高速发展阶段,房地产价格持续上涨成为社会各界广泛关注的热点和焦点问题。然而,房地产价格上涨引起房地产财富存量的迅速增加,是如何影响消费和投资,进而影响金融稳定和物价稳定,对宏观经济和社会产生影响,以及房地产价格上涨的作用机制并没有被系统梳理,其影响程度和大小并没有一致的、公认的结论。这与现阶段我国政府为实现房地产业健康发展、经济持续增长及金融稳定而进行的有效宏观调控的现实需求不相适应。

本书以我国房地产价格上涨的广义财富效应的作用机制、特征与影响为研究主题,以宏观经济学、货币银行学、金融经济学理论为基础,通过理论建模、计量分析、统计分析、比较分析和行为科学分析等方法,探求房地产价格广义财富效应的一般性规律。本书试图解决以下问题:我国房地产市场化改革十多年来,伴随着房地产价格的高速增长,房地产财富存量的增加,在微观层面上对居民消费和企业投资产生了何种影响?房地产财富差距是否拉大了居民收入差距?房地产财富差距分化有什么样的特征?房价上涨对宏观层面的金融稳定和物价稳定产生了怎样的冲击?我国政策当局应该如何有效地利用和解读房地产价格信息?

本书的主要工作和研究结论如下:

(1) 作为研究起点和后继章节的基础,本书首先对现阶段我国房地产价格上涨的“非理性繁荣”特性进行实证检验和判断。利用非平稳面板计量方法,基于房地产的投资特性,对房价与租金关系进行实证分析和检验,结果表明,我国房价已脱离租金所确定的基本面,房地产价格上涨呈现出非理性的繁荣特性。

(2) 在对房地产价格上涨的狭义财富效应,即房地产价格上涨对居民消费影响的作用渠道分析的基础上,本书利用宏观城市面板数据和大型微观家庭调查数据对我国房地产价格上涨与居民消费之间的关系进行研究。结果表明,我国近些年房价持续上涨对居民消费产生了一定的“挤出”效果和“抑制”作用,而且这种“抑制”作用的发挥在不同地区和不同类型的家庭存在着差异,并且与西方发达国家相比也有所不同。

(3) 在对房地产价格上涨的广义财富效应,即房地产价格上涨引起房地产财富增加进而对居民消费(包含房地产消费)和企业投资产生影响的作用渠道分析的基础上,本书利用国内某城市近十年来家庭购房贷款的抽样数据,对房地产消费的资产负债表效应进行分析。结果表明当房价越高时,居民所购住房中每平方米所担负的抵押贷款越大,家庭月收入中每元收入所能带动的购房总

房价也越高,表明居民住房消费的资产负债表效应在我国是显著存在的。利用全国宏观数据对房地产价格与投资之间的关系进行研究,结果表明,我国房地产价格上涨对房地产投资、房地产消费、固定资产投资和经济增长都产生了显著的拉动效应。

(4) 在引入“位置消费”理论对住房消费特性分析的基础上,对房地产价格上涨与城镇居民住房财富差距分化的拉大及其社会影响进行研究,本书利用微观家庭面板调查数据,借鉴“基尼系数”和“收入流动性”的测度原理,首创性地对我国城镇居民住房资源和住房财富占有的“静态”差距,以及住房财富差距随着时间推移的流动性进行“动态”测度和分析。“静态”差距分析表明,伴随着房价上涨,住房财富快速向高收入人群积聚,住房财富分化程度越来越高,加剧了收入的不平等;投资性房产在城镇居民住房财产中占的比重越来越高,是城镇居民住房财富不平等的显著促增因素。“动态”流动性分析表明,虽然城镇居民房地产财富的“水平流动性”增长了,“位置流动性”却明显降低,特别是反映福利水平的King 指标明显下降,表明房改后房价上涨给特定人群带来的社会福利改进是降低的。

(5) 房地产价格上涨与信贷扩张相互强化,导致金融不稳定,是房地产广义财富效应的宏观层面影响。本书为揭示房地产价格与信贷关系,采用一般均衡模型和存量—流量模型进行理论分析,并借鉴金融资产时间序列的动态相关分析 DCC—MGARCH 模型实证检验。结果显示,给房价增长率一个单位的正向冲击,将导致信贷和房地产投资之间的动态相关性增强,这表明我国房地产价格上涨的金融加速器效应是存在的。另一方面,我国房地产信贷风险暴露值被严重低估,与国际标准以及亚洲危机爆发前一些国家信贷风险暴露值相比,情况不容乐观,应该引起相关政策当局注意。

(6) 房地产价格波动通过影响总需求和总供给,进而对物价稳定和产出波动产生影响,这是房地产广义财富效应的另一宏观

层面的影响。本书从实物和金融资产两个视角,对房地产价格波动对未来通货膨胀的作用渠道进行分析,利用 VAR 模型的状态空间表示与卡尔曼滤波对通货膨胀预期进行估计,利用 H-P 滤波法对潜在 GDP 进行估算,最后采用 SUR 法对扩展的混合 IS-PC 模型系数进行估计。结果表明,我国房地产价格波动通过作用于产出缺口对通货膨胀的影响显著存在,相比较而言,我国股票价格对产出的影响并不显著。结合当前全球货币当局和理论界热议的“货币政策是否应对以及如何应对资产价格波动”的讨论,通过构建适合我国情况的金融状况指数(FCI),发现房地产价格占有较大的权重,包含房地产价格的 FCI 指数对我国通货膨胀具有良好的预测力,可以成为货币政策的短期指示器。

本书的创新点主要体现在以下五个方面:

(1) 对房地产财富效应概念进行丰富和深化。本书将房地产财富效应概念拓展到更广义的层面,把研究层次由微观层面拓展到宏观层面,不仅拓展了研究视野,而且也使得房地产财富效应的研究更加深化和系统化。

(2) 利用非平稳面板计量方法研究我国房地产广义财富效应。本书采用最新发展的非平稳面板计量方法,包括面板单位根、面板协整、面板 DOLS、面板因果关系检验等,对我国房地产价格的非理性繁荣、房地产财富效应存在性以及房地产价格与通货膨胀关系进行了实证检验。本书克服了以往同类研究中小样本带来的低效果以及忽略了各城市间差异的问题,提高了结果的可靠性。

(3) 采用 CHNS 大型家庭微观调查数据分析房地产财富与消费的关系。微观家庭调查数据的使用,解决了现阶段利用宏观数据研究我国房地产财富效应所存在的样本量不足的局限性,而且在揭示家庭房地产财富效应的微观机制方面,有着宏观加总数据不可比拟的优势。

(4) 从“静态”和“动态”两个角度分析我国房地产财富差距的分化。与以往房地产财富差距的描述性分析不同,本书利用微观

家庭面板调查数据,借鉴“基尼系数”和“收入流动性”测度原理,首创性地对我国城镇居民住房财富占有的“静态”差距,以及住房财富差距随着时间推移的流动性进行“动态”测度和分析。

(5) 采用动态相关性 DCC—MGARCH 模型分析我国房地产价格上涨的金融加速器效应(研究方法创新)。本书在采用一般均衡模型和存量流量模型对房地产价格上涨、信贷扩张和金融不稳定进行理论分析的基础上,借鉴金融资产时间序列的动态相关分析 DCC—MGARCH 模型,对我国房地产广义财富效应和金融加速器效应进行检验。

黄 静

2015 年 5 月

目 录

前言	001
第一章 导论	001
一、研究背景及意义	001
二、文献综述	004
三、相关概念界定	026
四、研究框架和方法	033
五、主要创新点	037
第二章 我国房地产价格上涨特性的计量分析	040
一、我国房地产市场发展与房地产财富	040
二、我国房地产价格脱离基本面因素实证分析	051
三、我国房地产价格与地价关系实证分析	068
四、本章小结	078
第三章 房地产价格上涨与居民消费	079
一、房地产价格狭义财富效应的作用机制分析	080
二、房地产市场与股票市场财富效应差异分析	082
三、房地产价格狭义财富效应的微观数据检验	084
四、房地产价格狭义财富效应的宏观数据检验	103
五、本章小结	110

第四章 房地产价格上涨与住房财富差距分化	114
一、房地产价格上涨与住房财富	115
二、城镇居民住房财富差距的“静态”测度	120
三、城镇居民住房财富差距的流动性“动态”测度	136
四、本章小结	151
第五章 房地产价格上涨与投资	154
一、房地产价格广义财富效应的作用机制分析	154
二、居民住房消费的资产负债表效应检验	160
三、房地产价格与投资关系实证检验	165
四、本章小结	168
第六章 房地产价格上涨与信贷扩张、金融不稳定	170
一、房地产价格波动、信贷扩张与金融不稳定的关系 分析	171
二、房地产价格波动的金融加速器作用	175
三、房地产价格、信贷约束与金融加速器理论模型 分析	180
四、我国房地产价格上涨与信贷扩张实证检验	193
五、本章小结	209
第七章 房地产价格上涨与通货膨胀	212
一、房地产价格波动对未来通货膨胀的作用渠道	213
二、货币政策是否应该对资产价格波动作出反应	217
三、我国房地产价格与通货膨胀关系实证分析	228
四、考虑资产价格的前瞻性：新凯恩斯动态模型 (IS—PC 模型)	237
五、我国金融状况指数 FCI 的构建	251
六、本章小节	260

第八章 研究结论、政策启示与展望	263
一、研究结论	263
二、政策启示	266
三、研究展望	273
参考文献	275

第一章 导 论

一、研究背景及意义

本世纪初以美国为代表的全球股票市场互联网泡沫的崩溃,使得许多发达国家的政府、央行和学界都十分担心因为股市的灾难,造成居民个人资产价值剧烈贬值,人们的生活消费支出会大大萎缩,致使整个经济陷入沉重衰退而难以自拔。但这种担心却没有发生,美国和欧洲各国的居民消费支出不仅没有出现大幅度降低,反而还保持相当的坚挺。正当美国和欧洲各地很多学者开始争论为什么股市暴跌没有拖累居民消费支出时,美国联邦储备委员会前主席格林斯潘提出,股市暴跌没有拖累消费,是因为房价涨了,房地产价格急剧上涨带来的财富效应十分强劲,足以抵消股市崩溃对人们消费的负面影响且还有余。1990~2006年,除了日本和德国由于受各自的20世纪90年代初房地产泡沫破灭所累之外,世界上各主要国家的房价基本都处于上升通道,尤其自1997年以来不约而同地出现了不同程度的大幅上涨。有研究报告指出,经济合作与发展组织(Organization for Economic Cooperation and Development, OECD)国家在2000~2006年平均房价上涨了42%^①,无论从房价同时在上漲的国家数目,还是从上漲的幅度和持续时间来看,这轮全球房价热潮都是世界经济发展史

^① 数据来源: <http://jiech.blog.sohu.com/78134423.html>, 2008年9月2日。

上空前的。

格林斯潘的论断启发了很多学者,关于房地产价格波动对消费的影响的研究成为热点,而且大多数研究基本都确认了房地产价格上涨对居民消费不仅有显著正面的效应,并且比股市的财富效应要大很多。正是在这一背景下,房地产价格波动对居民消费影响的财富效应,已成为国际经济研究领域的一个热门话题,也得到各国政府和产业部门的高度关注。

2006年春季美国“次贷危机”开始显现,并于2007年8月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场,演变成为波及全球的金融风暴,格林斯潘认为这是美国“百年一遇”的金融危机。美国次贷危机是一场新型的金融危机,其产生的内在机理是金融产品透明度不足、信息不对称,金融风险被逐步转移并放大至投资者。这些风险从住房市场蔓延到信贷市场、资本市场,从金融领域扩展到经济领域,并通过投资渠道和资本渠道从美国波及到全球范围。美国次贷危机爆发后,房地产抵押贷款对金融和实体经济的影响再度成为大家关注的热点,关于如何应对资产价格(房价和股价)膨胀和一般物价稳定的问题再度在学术界和政策当局引起激烈的争论。

1998年7月3日,国务院发布《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》,规定从1998年下半年起停止住房实物分配,逐步实行住房分配货币化。福利分房制度的取消,以及人们物质生活水平的提高,居民改善居住条件的要求产生了巨大的房地产市场需求,房地产业如雨后春笋般崛起。伴随着住房按揭政策的实施,房地产投资进入平稳快速发展阶段,房地产价格持续上扬,城市房屋销售价格轮番上涨,房地产业逐渐成为国民经济的支柱产业之一。

我国城镇住房私有化率高达80%以上,房地产已成为我国家庭资产构成中的最主要资产,由清华大学中国金融研究中心于2009年开展的抽样调研结果表明,在我国家庭资产构成中,房地产占比62.72%,而现金、活期存款和定期存款占比超过15%。

房地产已经成为家庭财富的重要组成部分,以房地产为核心的资产价格已经成为个人消费支出的一个越来越重要的决定因素,关注房价的变化已经成为宏观经济政策制定者长期以来面对的挑战。

房地产作为家庭和企业普遍持有的资产,作为家庭和社会财富的重要组成部分,房地产价格上涨引起房地产财富存量迅速增加,对家庭消费和企业投资的影响,进而对宏观经济产生的冲击越来越广泛。然而,房地产价格上涨是如何影响消费和投资,进而影响宏观经济,其作用机制并没有全部为我们所知晓,其影响程度和大小并没有一致的、公认的结论。这与现阶段我国房地产业迅猛发展,各地房地产价格高涨的现实背景,及我国政府为实现房地产业健康发展、经济持续增长及金融稳定而进行有效的宏观调控的新的现实需求不相适应。

房地产是一种重要的、能够直接用于生产和消费的物质财富,是家庭和社会财富的重要组成部分,并且,由于房地产与其他众多产业的关联性,房地产投资在国民经济中占有重要地位。房地产价格波动导致房地产财富的增减变动,不仅会影响到居民消费,对房地产投资和其他相关产业的投资也会产生重大的影响。更重要的是,房地产作为银行信贷重要的抵押品,以及房地产业的资金密集性,其价格波动带动房地产抵押价值变动,将会直接影响信贷规模,进而对金融稳定产生影响。房地产价格波动通过对居民消费和企业投资产生影响,作用于总需求和总供给,最终还将对物价稳定产生影响。

综上所述,本书对房地产财富效应概念(房地产价格波动对居民消费的影响)进行了丰富和深化,房地产价格波动引起房地产财富变动,对居民消费和企业投资产生影响,最终对金融稳定、物价稳定以及宏观经济产生影响,还将导致财富差距分化的社会影响,都归为广义的房地产财富效应。

本书以我国房地产价格上涨的广义财富效应为研究主题,试图解决的主要问题包括:我国房地产市场化改革十多年来,伴随

着房地产价格的高速增长,房地产财富存量的增加,房地产市场的广义财富效应的作用机制如何?对宏观经济的影响如何?具体来说,房地产价格上涨导致房地产财富增加,在微观层面上对居民消费和企业投资产生了何种影响?进而对宏观层面的金融稳定和物价稳定产生了怎样的冲击?房地产财富差距是否拉大了居民收入差距?我国政策当局应该如何解读房地产价格信息?以及如何有效利用房地产价格信息?

本书以宏观经济学、货币银行学、金融经济学理论为基础,结合行为科学、心理学的相关理论,通过理论建模、计量分析、统计分析以及对比分析等方法,从理论和经验两个方面分析和检验我国房地产价格上涨的广义财富效应,为国家对房地产市场实施更有针对性的宏观调控政策提供有力的理论依据和指导,这对我国金融稳定和经济健康发展,具有理论和实践价值。

二、文献综述

(一) 房地产财富效应

1. 国外相关研究

根据生命周期理论,家庭财富的大小和财富的变动会影响消费支出,房地产作为家庭的重要财富,当房地产价格波动时,人们的财富存量发生变化,从而直接影响人们的收入分配、消费支出和消费决策,进而影响总需求和经济增长,这就是房地产财富效应。

国外学者针对房地产财富效应的研究内容主要集中于以下几个方面:一是房地产财富对消费的影响力度,即房地产财富效应的大小估算;二是针对房地产财富效应与股市财富效应的比较;三是对不同经济体国家的房地产财富效应的大小进行比较。