

信贷约束、房地产价格与宏观经济的 机理与实证研究

XinDai YueShu FangDiChan JiaGe Yu
HongGuan JingJi De
JiLi Yu ShiZheng YanJiu

黄忠华 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本书出版得到国家自然科学基金项目“土地资源错配的形成机理及其对生产率影响的实证研究(71373243)”、国家自然科学基金项目“快速城市化背景下土地财政对城市增长的影响机理与管治策略研究(71203197)”、浙江省自然科学基金项目“城乡统筹发展中土地要素流动及其资源配置效率提升的机理与策略研究：以浙江为例(LY13G030026)”、浙江省哲学社科一般项目“城市化效率的影响机理、提升机制与策略研究：以浙江为例(15NDJC163YB)”、浙江省哲学社会科学重点研究基地技术创新与企业国际化研究中心的资助

信贷约束、房地产价格与宏观经济的 机理与实证研究

XinDai YueShu FangDiChan JiaGe Yu

HongGuan JingJi De

JiLi Yu ShiZheng YanJiu

黄忠华 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

信贷约束、房地产价格与宏观经济的机理与实证研究 /
黄忠华著. —北京: 经济科学出版社, 2015. 8

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5988 - 2

I. ①信… II. ①黄… III. ①房地产 - 贷款管理 - 研究 - 中国 ②房地产价格 - 关系 - 宏观经济 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 45 ②F299. 233. 5 ③F123. 16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 193534 号

责任编辑: 王冬玲

责任校对: 杨 海

责任印制: 邱 天

信贷约束、房地产价格与宏观经济的机理与实证研究

黄忠华 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 14.5 印张 260000 字

2015 年 8 月第 1 版 2015 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5988 - 2 定价: 45.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

序

从全球来看，全球范围内至少有 17 次经济与金融危机与房地产价格的暴涨与暴跌有关，而房地产价格的暴涨与暴跌与信贷约束的变动紧密相关。一旦信贷约束过度宽松，房地产价格将可能急剧上涨，从而引起宏观经济的较大波动。从我国的情况来看，我国信贷约束、房地产价格与宏观经济变动也紧密联系。随着 1998 年住房市场化改革以来，信贷约束变动与房价波动已成为房地产市场新常态，信贷、房价和宏观经济的联系也日益凸显。如何系统认识信贷约束、房地产价格与宏观经济的相互联系和作用机理，如何协调信贷约束、房地产价格与宏观经济的和谐互动，成为政策制定者面临的重要难题，也是国内外学术界探讨的重要课题。

本书的作者黄忠华是我指导的博士生，作者采用宏观经济学模型和宏观计量分析方法，对信贷约束、房地产价格和宏观经济的相互关系和作用规律进行了系统的理论、实证和经验比较分析，揭示出信贷约束和房地产价格相互作用引发宏观经济波动的作用规律和影响效应，在分析视野、研究模型和方法等方面都有显著特色。

(1) 构建信贷约束、房地产价格与宏观经济整体性分析框架，研究它们三者间的相互关系和作用机理，拓展了以往侧重分析两者间单向联系的研究，而较少分析信贷约束、房价和宏观经济的互动关系。作者将信贷约束、房地产价格和宏观经济纳入统一的分析框架进行系统的研究，为后续研究提供了重要基础和借鉴。

(2) 采用 VAR 模型、面板数据模型和 GRACH 等模型方法，

系统开展全国、区域、城市层面的经验实证，对信贷约束、房地产价格和宏观经济的作用规律进行检验和分析，发现利率、房价与宏观经济间存在互动，并且存在长期稳定关系和短期失衡关系；房价能通过影响消费和投资而影响 GDP。利率对房价和宏观经济存在较显著影响，并且这种影响具有波动集群性和非对称。作者全面揭示了我国信贷约束、房地产价格和宏观经济的作用特征及规律，对深刻认识我国房地产市场与宏观经济的联系、特征和规律具有重要参考意义。

(3) 采用局部均衡模型和一般均衡分析对信贷约束、房价与宏观经济的关系和作用机理进行理论分析，刻画了信贷约束能引起房价变化，并放大房地产价格波动对宏观经济的影响机制，展现了信贷约束、房地产价格与宏观经济的相互反馈加剧和扩散了冲击对房价和宏观经济的影响。这不仅丰富了理论研究，也使研究结果更具有普遍意义。

本书选题具有较强的理论意义和实践价值、内容丰富、数据翔实，论证清晰，体现出作者扎实的功底、独到的见解和创新性，是一部优秀的学术著作。本书的研究成果丰富了关于信贷、房地产价格和宏观经济联系的理论研究，拓展了房价与宏观经济关系的研究思路，对政府制定科学有效的房地产宏观调控政策具有较强的参考价值。随着金融的日益深化发展，信贷约束、房地产价格和宏观经济的相互关系和作用将会日益凸显，信贷约束和房地产价格变化对宏观经济的影响也会日益加深和复杂，协调好信贷约束、房价和宏观经济的互动将会变得日益重要。我衷心希望黄忠华博士再接再厉，在土地与房地产研究领域继续瞄准前沿，大胆探索，不断取得更多更好的成果。

浙江大学土地与国家发展研究院院长

黄次芳

2015年6月20日

前 言

自东南亚金融危机和美国次贷危机爆发后,信贷约束、房价和宏观经济的联系日益凸显,房价波动对宏观经济的影响日益加深,如何协调房地产价格和宏观经济的健康和谐发展问题日益得到全球各国重视。对我国而言,自1998年启动住房市场化改革以来,房地产市场飞速发展和持续的房价增长一直成为各方关注的焦点,中国的房地产市场发展和房价波动成因及影响也一直困扰着各界,其中仍有一些难解之谜。同时,我国信贷约束、房价与宏观经济的联系也在显化,但其具体作用机理则尚待明确。为此,本书以信贷约束、房价和宏观经济的关系和作用机理为主题,系统分析了它们的关系、表现特征和作用机理,试图对信贷约束、房价和宏观经济的关系和作用规律做出具体探索和给出深入解释。

本书是在作者博士论文基础上发展而成的,作者的博士论文荣获美国林肯土地政策研究院博士论文奖学金,相关研究成果陆续发表在《中国土地科学》、《财贸经济》、《经济地理》、《台湾研究》等国内学术期刊上,本书正是对这一系列研究成果的整理和总结。

本书围绕信贷约束、房价和宏观经济关系和作用机理展开研究,基于国家、区域和城市层面的数据、采用主流宏观经济学模型和计量方法进行系统分析和严格检验。本书主要内容的结构安排为:相关文献综述部分系统回顾了信贷约束、房价和宏观经济的理论、模型和方法研究进展;经验实证部分从全国、区域和城市三个

不同层面，检验分析不同层面信贷约束、房价与宏观经济的相互关系和作用特征；理论实证部分，分别基于局部均衡模型、一般均衡模型分析框架对信贷约束、房价和宏观经济的相互关系和作用机制进行分析和验证；国际经验部分对全球各国和地区，包括美国、北欧、墨西哥、东南亚多国和中国台湾地区的信贷约束、房价与宏观经济的关系和经验进行系统回顾和总结归纳分析。本书的研究成果可揭示信贷约束、房价和宏观经济的相互关系和作用机理，有助于正确认识信贷约束和房价的相互作用和反馈对宏观经济波动的影响，为政府科学把握房价与宏观经济波动的根源、特征和机理，提高房地产宏观调控政策的有效性、针对性和及时性服务。

本书的部分研究工作是探索性的，加上作者水平有限，错误和纰漏在所难免，请专家批评指正。

本书得到以下多项研究基金的大力支持：国家自然科学基金项目“土地资源错配的形成机理及其对生产率影响的实证研究(71373243)”、国家自然科学基金项目“快速城市化背景下土地财政对城市增长的影响机理与管治策略研究(71203197)”、浙江省自然科学基金项目“城乡统筹发展中土地要素流动及其资源配置效率提升的机理与策略研究：以浙江为例(LY13G030026)”、浙江省哲学社科一般项目“城市化效率的影响机理、提升机制与策略研究：以浙江为例(15NDJC163YB)”和浙江省哲学社会科学重点研究基地技术创新与企业国际化研究中心等，在此表示最真挚的感谢！

黄忠·华

2015年6月

目 录

第 1 章

绪论	1
1.1 研究背景和选题依据	1
1.2 研究目的与意义	2
1.3 研究内容与拟解决的关键问题	3
1.4 研究技术路线	5
1.5 研究思路与章节安排	7

第 2 章

相关文献综述	9
2.1 房地产价格及其与宏观经济的模型和方法研究 进展：宏观视角	9
2.2 信贷约束、房价与宏观经济影响的研究进展	15
2.3 DSGE 分析框架下信贷约束、房价与宏观经济研究进展	27
2.4 小结	30

第 3 章

我国信贷约束、房价与宏观经济联系：背景描述与观察	31
3.1 我国房地产发展历程简要回顾	31
3.2 我国房地产宏观调控与信贷调控政策	35
3.3 信贷约束、房地产价格与宏观经济影响关系观点 及中国观察	39
3.4 小结	41

第 4 章

信贷约束、房价与宏观经济互动的全国经验实证	42
4.1 引言	42
4.2 房价、利率等宏观经济变量的描述分析	42
4.3 房价、利率与宏观经济互动的 VAR 模型分析	46
4.4 房价、消费、投资与 GDP 互动的 VAR 模型分析	57
4.5 小结	64

第 5 章

信贷约束、房价与宏观经济互动的区域经验实证	66
5.1 引言	66
5.2 信贷约束、房价与宏观经济的互动影响分析： 基于省际面板数据	66
5.3 宏观经济因素对房价的影响分析：基于 35 个 大中城市面板数据	82
5.4 区域房地产价格波动与宏观经济关系	86
5.5 小结	98

第 6 章

信贷约束、房价与宏观经济互动的城市经验实证	99
6.1 引言	99
6.2 上海市信贷约束、房价与宏观经济互动的经验实证	100
6.3 宏观经济因素对上海房价的影响分析：基于 GARCH 模型族	107
6.4 小结	115

第 7 章

信贷约束、房价与宏观经济互动的理论分析与实证检验	116
7.1 引言	116
7.2 信贷约束、房价与宏观经济的局部均衡分析：	

简化模型分析	116
7.3 信贷约束、房价与宏观经济互动的一般均衡分析	117
7.4 信贷约束、房地产价格与宏观经济互动的金融 加速器效应检验	123
7.5 小结	127

第8章

银行信贷与房地产价格的互动影响研究	129
8.1 引言	129
8.2 银行贷款与房地产互动影响模型：基于存量—流量方法	129
8.3 银行信贷与房地产价格的经验实证	133
8.4 小结	137

第9章

房价波动对货币政策操作影响的实证研究	139
9.1 引言	139
9.2 房价波动和货币政策反应相关文献回顾	139
9.3 房地产价格波动与货币政策分析	143
9.4 我国房地产价格波动对货币政策操作影响的分析	150
9.5 小结	152

第10章

信贷约束、房价与宏观经济关系的国际经验	153
10.1 引言	153
10.2 信贷约束、房价与宏观经济的关系与作用：全球视角	153
10.3 信贷约束、房价与宏观经济的关系与作用：国别视角	157
10.4 信贷约束、房价与宏观经济的关系和作用： 中国台湾地区	173
10.5 小结	183

第 11 章

结论	184
11.1 主要研究结论	184
11.2 主要政策含义	187
11.3 可能的创新之处	188
11.4 不足之处与进一步研究方向	189
附录 中外文人名对照表	190
参考文献	199
后记	223

第1章

绪论

1.1

研究背景和选题依据

当前在由次贷危机引发的全球金融危机的冲击下,各国房地产价格和宏观经济所受影响正进一步显现,这更激起了关于信贷约束、房地产价格与宏观经济关系的讨论。信贷约束、房地产价格与宏观经济是否存在相互作用(互动)?若存在,其互动的影响机理和特征又是如何?我国信贷约束、房价与宏观经济的互动影响机理和特征如何?如何协调信贷约束、房地产价格与宏观经济和谐互动?这些问题正显得日益重要。

信贷约束变动是引起房地产价格变动的重要因素之一,而当代的房地产价格波动又是引起宏观经济波动的重要根源,由此信贷约束、房地产价格和宏观经济间存在紧密联系。根据金德尔伯格(2000)的研究,全球15次经济与金融危机的形成、爆发与房地产价格的急剧波动联系紧密。1997年爆发的东南亚金融危机、2007年爆发的美国次贷危机,也与房地产价格的急剧波动有关。

Krugman(1998)认为,房地产价格急剧波动是理解东南亚金融危机的重要视角,同样的论断对我国的情况也具有重要借鉴意义。

从上述背景回顾中可以看出,信贷约束、房地产价格与宏观经济间紧密联系。信贷约束变动将引起房地产价格变动,房地产价格变动将对消费和投资产生影响,从而对宏观经济波动产生重要作用。一旦信贷约束过度放松,房地产价格可能将急剧上涨,一旦房地产价格急剧下滑最终可能引发经济和

金融危机。由此可见,信贷约束变动是理解房地产价格波动的重要视角,也是理解宏观经济波动的重要视角。

从我国的情况来看,我国信贷约束、房地产价格与宏观经济变动也紧密联系。随着1998年我国住房商品化改革以来,一方面,我国房地产市场发展对经济增长产生重要刺激作用,快速的经济增长和城镇化发展对房地产价格增长也起到推动和支撑作用。另一方面,从我国房地产市场发展的实践来看,房地产价格的变动与信贷约束政策变动有关,表明信贷约束与房地产价格存在较紧密的联系。随着2003年我国土地参与宏观调控,房地产对国民经济的影响日益增强。如何理解信贷约束,房地产价格和宏观经济之间的关系和相互作用,如何协调信贷约束、房地产价格与宏观经济的和谐运行;这些问题都尚需进一步深入分析。

1.2

研究目的与意义

1.2.1 研究目的

本书研究的目的主要有以下四点。

(1) 深入分析信贷约束,房地产价格与宏观经济的互动特征。信贷约束、房地产价格和宏观经济波动是否存在相互作用?全国、区域及城市层面的互动特征又如何?本书研究的其中一个目的正是试图深入分析和阐明我国信贷约束、房地产价格和宏观经济的关系和相互作用特征。

(2) 探寻信贷约束,房地产价格与宏观经济的互动影响机理。在分析和阐明我国信贷约束、房地产价格和宏观经济互动特征的基础上,本书将探寻信贷约束、房地产价格和宏观经济的关系和相互作用机理,从而有助于更好地理解房地产价格的波动规律及其对宏观经济的影响,有助于从整体和系统上更好地理解信贷约束、房地产价格与宏观经济的运行规律。

(3) 探讨房地产价格变动对货币政策操作的影响。在阐明了信贷约束、房地产价格与宏观经济的关系和相互作用机理后,如何协调信贷约束、房地

产价格和宏观经济的和谐运行、房地产价格波动与货币政策的关系等就成为需进一步分析的问题。因此,本书在探讨货币政策是否应对房地产价格做出反应、货币政策的房地产价格传导机制等问题的基础上探讨房地产价格波动对货币政策操作的影响。

(4) 为政府协调房地产市场与宏观经济运行提供有益参考。本书进行信贷约束、房地产价格和宏观经济互动的经验实证,通过理论实证及国际经验,既可为政府调控房地产市场提供依据,也可为政府协调房地产市场和宏观经济提供参考。

1.2.2 研究意义

本书研究的意义主要体现在以下两方面。

(1) 理论意义。信贷约束、房地产价格与宏观经济已经成为近年来国内外研究的热点。国外一些学者采用主流宏观经济学的方法对此问题进行了一些理论分析和实证检验,然而国内目前相关实证研究还较少,本书正好可以对此进行拓展和完善。

(2) 现实意义。回顾近年来世界各国经济危机可发现,大多数经济危机形成的原因与房地产价格的急剧波动有关,而房地产价格急剧变动的原因又与信贷约束变动紧密相关。如何减少房地产价格波动对宏观经济的影响,如何协调信贷约束、房地产价格与宏观经济和谐运行在理论与实践层面都是一个十分重要的问题,至今尚未有统一定论,尚需进一步深入研究。

1.3

研究内容与拟解决的关键问题

1.3.1 研究内容与方法

本书的研究内容与方法主要包括以下四方面。

(1) 信贷约束、房价与宏观经济互动的经验实证。从全国、区域和典

型城市多个层面,分别基于全国数据、省际面板数据和35个大中城市面板数据、上海市的数据,采用VAR模型、动态面板数据模型和面板VAR模型、GARCH模型等对信贷约束、房价与宏观经济关系的相互作用进行系统经验实证。

(2) 信贷约束、房价与宏观经济互动的理论实证。理论实证部分分别采用局部均衡模型和一般均衡分析对信贷约束、房价和宏观经济的互动机理进行分析。理论模型的基本思想是信贷约束变动引起房地产价格变化并引起借贷变化,从而影响投资、消费和产出等变化,其中信贷和房地产价格的互动反馈将放大经济波动。

(3) 房地产价格波动对货币政策影响的实证研究。该部分主要采用模型分析、回归分析方法来分析房地产价格波动对货币政策的影响,具体包括房地产价格波动与货币政策应对,货币政策的房地产价格传导机制,我国房价波动与货币政策关系的探讨等。如果信贷约束、房价和宏观经济存在互动,那么货币政策(主要是利率政策)是否应对房地产价格波动做出反应就自然成为本书应涉及的问题。货币政策是否对房价做出反应?货币政策的房地产价格传导机制是什么?以及我国货币政策与房地产价格波动的关系等问题都是本书将要探讨的问题。

(4) 国际经验分析。该部分分别采用全球视角、国别视角、地区视角,以美国、东南亚多国和中国台湾地区等为例,对信贷约束、房价与宏观经济的关系和作用经验进行分析。分析表明,信贷约束、房价与宏观经济的影响机制和表现形式具有普遍性。本书拟对信贷约束变化引起房地产价格出现较大波动从而导致经济出现较大波动的案例进行分析,具体包括近期美国爆发的次贷危机、1997年的东南亚金融危机等。

1.3.2 拟解决的关键问题与难点

本书研究的关键问题与难点主要包括以下四方面:

(1) 信贷约束视角界定。本文中的信贷约束指信贷需求不能充分满足和实现,即受约束。本书理论模型中的信贷约束主要指房地产抵押值不超过其价值这一假设,则影响信贷约束的变量主要包括利率和房地产抵押条件(抵押价值比或借贷资产比, loan to value),此外,本书也采用

抵押借贷规模或比重来反映信贷约束情况。因此,本书的研究视角比传统研究视角(只考虑利率、信贷条件对房地产价格或宏观经济的影响)要广。然而,如何较好地进行界定、整合和深入研究也是本书研究的重难点之一。

(2) 不同层面的信贷约束、房地产价格与宏观经济互动经验实证。从全国、区域、城市不同层面来分析信贷约束、房价与宏观经济的互动也是本书拟解决的重难点之一。本书采用VAR模型(包括VAR模型的Granger(格兰杰)因果关系检验、脉冲反应和方差分解、误差修正模型等)、面板数据模型(包括面板数据Granger因果关系检验,静态与动态面板数据模型)、GARCH(广义自回归条件异方差模型)模型等来分析信贷约束、房地产价格和宏观经济的相互作用和特征。如何开展并有机整合不同层面的经验实证也是本书研究的难点之一。

(3) 分析信贷约束、房地产价格与宏观经济的互动机理。分析信贷约束、房地产价格与宏观经济互动机理是本书研究的核心难点。信贷约束、房地产价格与宏观经济的联系十分复杂,分析它们三者的互动,既要有科学的分析视角和切入点,还需具备先进的分析模型和方法。

(4) 房价波动对货币政策影响的实证研究。本书拟对货币政策是否应对房价做出反应、货币政策的房地产价格传导机制等问题进行分析。相关分析所采用的模型、变量与数据处理、经验回归模型选择等,都具有一定难度。

1.4

研究技术路线

本书根据研究目标、研究内容以及拟解决的关键问题,在文献回顾的基础上,先深入开展不同层面的经验实证研究、后进行理论实证与实证检验相结合的研究,最后进行信贷约束、房地产价格和宏观经济互动的国际经验分析。具体技术路线见图1.1。

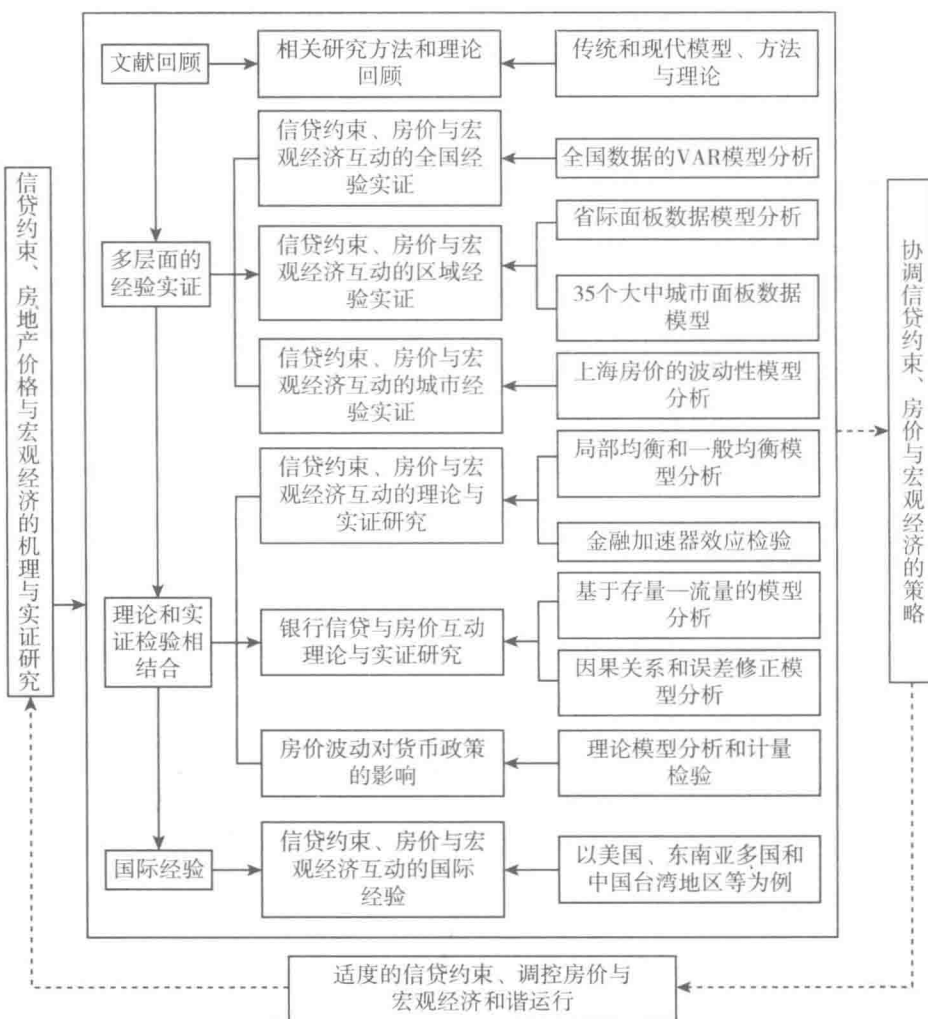


图 1.1 技术路线图