

严金海 著

Study on the Relationship between Housing Price
and Macroeconomic Fluctuation

住房价格与经济波动的 关系研究

在学术界与决策层，住房价格与经济波动的关系正受到越来越多的关注。本书运用住房价格和经济波动相关理论与计量经济分析和比较分析方法，构建起住房价格与经济波动关系的理论分析框架，揭示出转型期中国住房价格波动的基本规律和住房价格波动引发经济波动的作用机制、关键因素与实际影响。

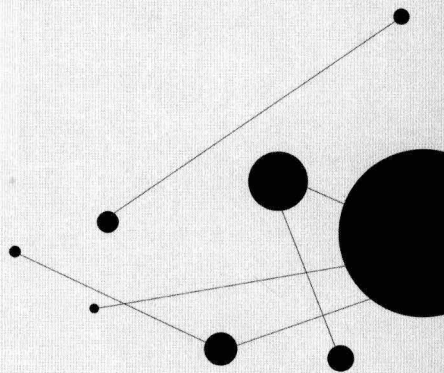


厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

住房价格与经济波动的关系研究

Study on the Relationship between Housing Price and Macroeconomic Fluctuation

严金海 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

住房价格与经济波动的关系研究/严金海著. —厦门:厦门大学出版社, 2012. 5

ISBN 978-7-5615-4291-0

I. ①住… II. ①严… III. ①房价-关系-经济波动-研究 IV. ①F293.35②F037.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 097831 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@xmupress.com

沙县方圆印刷有限公司印刷

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

开本:787×960 1/16 印张:13.5 插页:2

字数:236 千字 印数:1~1 000 册

定价:33.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

本书蒙厦门大学“211 工程”三期“公共政策和政府治理”、“985 工程”公共管理重点学科建设项目、厦门大学公共政策研究院建设项目、国家社会科学基金项目(11CGL085)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2010221017)及教育部人文社会科学研究青年基金项目(10YJC 790323)的资助。



序

房地产业与国民经济紧密相关,20世纪90年代初日本地产泡沫的破灭、1997年东南亚金融危机的爆发以及2007年美国房市泡沫引发的经济金融危机都表明经济波动与住房价格波动之间有着紧密的联系。自改革开放以来中国经济已经持续了近35年的高速增长,进入了以城市化为基础的住房和汽车需求所驱动的经济增长阶段。尽管以房地产和汽车为代表的产业结构升级对国民经济具有高位增长作用,却也加大了经济增长出现短期强幅波动的风险。如何把握中国住房市场运行和价格波动规律,如何理解中国住房市场波动对国民经济的影响机制与作用效果,如何有针对性地加强和改善住房调控政策以促进国民经济平稳可持续增长,成为政策制定者面临的严峻挑战,也是理论界探讨的重要课题。

本书的作者严金海是我指导的博士生,作者运用住房价格和经济波动相关理论及计量经济分析和比较分析方法,对住房价格与经济波动的关系进行了深入系统的理论、实证与政策分析,揭示出转型期中国住房价格波动的基本规律和住房价格波动引发经济波动的作用机制、关键因素与实际影响,在分析框架、研究方法和研究结论上都有许多突出特点:

1. 构建起住房价格与经济波动关系研究的理论分析框架。虽然已有一些研究从各自学科领域出发分别对住房价格的决定因素、房地产的财富效应、房地产投资对经济增长的影响以及住房与金融市场的关系等问题进行了颇有价值的探讨,但是,这些研究成果对

全面理解住房市场与国民经济的关系却仍显得比较分散,不仅缺少一个统一完整的分析框架,而且对住房价格与经济波动两者之间的相互影响机制缺少系统的研究。作者运用由微观到宏观、从局部到一般均衡的分析思路,从经济系统中房价、信贷与实体经济有关变量之间的内在经济关联入手,将住房价格波动与经济波动的互动机制及其影响因素纳入统一的理论分析框架中进行系统的研究。这为后续相关研究提供了参考和借鉴。

2. 综合运用误差修正模型、格兰杰因果检验、协整分析等方法对住房价格与经济波动之间的关系进行静态与动态、短期与长期相结合的计量分析与检验。作者在住房价格波动的误差修正模型中,考察了收入、信贷等外部冲击发生后,住房价格波动的动态路径及其影响因素,揭示了经济基本面和市场内部因素对住房价格波动的作用机制与影响路径。在检验房价波动对宏观经济的影响研究中,作者利用脉冲响应函数和方差分解方法分析了住房价格的冲击给投资、信贷等经济变量带来的动态影响,考察了房价与宏观经济之间的长期均衡关系与短期冲击效应。这不仅深化了理论研究,而且充实了研究结论,使研究结果更具有实际解释力。

3. 揭示出转型期中国住房价格与经济波动两者之间相互作用的机制与规律,得出住房价格脱离经济基本面的短期波动,会对消费、投资和信贷造成冲击,从而引发经济波动的总论点。具体观点可概括为以下两点:(1)短期内,住房价格波动会发生对长期均衡水平的偏离,偏离程度取决于各外部冲击因素的波动幅度和住房市场内在的调节能力,从而使得住房价格具备成为宏观经济的潜在波动源的可能性。作者指出转轨期中国房价的长期决定和短期波动受到制度和政策因素的显著影响。(2)房价波动通过多种机制对消费

和投资需求产生影响,其中,资产负债表渠道发挥着重要作用,这与房价和信贷之间具有显著的互动机制相对应,从而,通过影响产品市场和信贷市场,房价波动对总产出和价格水平产生影响,住房周期与信贷周期和经济周期紧密关联。作者指出近年来中国城市住房价格过快上涨是造成消费率持续下降、投资率持续上升,从而加剧经济结构失衡的因素之一。

本书结构合理,论点鲜明,论证清晰,论据充分,有自己的独到见解和创新性,是一部优秀的学术著作。本书的研究成果丰富了我 国现有住房价格波动规律的理论研究,拓展了住房市场与宏观经济关系研究的分析思路,对政府建立适宜的宏观调控体系有较好的参考价值。未来随着要素市场的放松管制、国际资本的加速流动以及社会经济的深度转型,住房市场运行会呈现出新的阶段性特征,住房价格波动对宏观经济的影响也会呈现出更为复杂的结果。我由衷地希望严金海博士再接再厉,在住房经济波动与公共政策研究领域继续探索,不断取得新的成果。

林增杰

2012年4月26日



目 录

第1章 绪 论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 住房价格波动与经济波动:是双向影响吗?	2
1.1.2 金融因素在房价与经济波动关系中的作用: 是双刃剑吗?	4
1.1.3 政策导向:是否应该对住房价格波动做出特别反应?	4
1.2 文献综述	8
1.2.1 住房价格波动与经济基本面的关系	8
1.2.2 住房价格对经济波动的影响	12
1.2.3 货币政策应对之策	16
1.2.4 总结	17
1.3 研究思路、主要内容和方法	18
1.3.1 研究思路	18
1.3.2 主要内容	19
1.3.3 研究范围	20
1.3.4 研究方法	20
第2章 住房价格波动与经济基本面的关系	22
2.1 中国住房市场发展阶段和价格波动特征	22
2.1.1 改革开放以来中国住房市场的发展阶段	22
2.1.2 中国住房价格波动的阶段特征	25
2.2 中国住房价格波动的理论分析	27
2.2.1 住房价格波动的形成机制与几种理论解释	27
2.2.2 理论模型的构建	28
2.3 中国住房价格波动的实证分析	34

2.3.1	估计方法	34
2.3.2	数据和变量	35
2.3.3	估计结果	39
2.4	住房价格偏离经济基本面的进一步分析	46
2.4.1	货币信贷支持程度与住房价格波动	46
2.4.2	近视性价格增长预期及羊群行为心理与住房价格波动	51
2.4.3	供给弹性与住房价格波动	53
2.4.4	制度缺陷与住房价格波动	57
2.5	小结	58
第3章	住房价格波动对消费需求的影响	60
3.1	住房价格波动影响消费需求的理论分析	60
3.1.1	财富效应与收入效应——基于持久收入消费理论	60
3.1.2	担保效应——基于流动性约束理论	62
3.1.3	决定房价波动总体消费效应的关键影响因素	63
3.2	中国住房价格波动对消费需求影响的经验分析	65
3.2.1	计量模型	66
3.2.2	变量和数据	66
3.2.3	估计结果与分析	68
3.3	房价波动影响居民消费的国内外比较分析	74
3.3.1	国外房价波动对消费影响的主要研究结论	74
3.3.2	房价变化的消费效应与关键影响因素之间关系的比较分析	75
3.3.3	发挥住房财富效应促进居民消费的政策建议	79
3.4	小结	81
第4章	住房价格波动对投资需求的影响	83
4.1	房价波动影响投资的理论分析	83
4.1.1	对住房投资的托宾 Q 效应	83
4.1.2	对其他投资的关联效应	86
4.1.3	资产负债表效应	87
4.1.4	决定房价波动总体投资效应的关键因素	90
4.2	房价波动影响住房投资的实证分析	92

4.2.1	住房投资的价格弹性系数分析	92
4.2.2	房价波动影响住房投资的动态分析	95
4.2.3	住房价格影响住房投资的托宾 Q 效应分析	98
4.2.4	住房价格对住房投资的资产负债表效应分析	100
4.2.5	稳定住房投资的建议	103
4.3	房价波动影响其他投资的实证分析	104
4.3.1	住房投资与其他投资的关系分析	104
4.3.2	房价波动对其他投资的资产负债表效应分析	110
4.4	小结	114
第 5 章	住房价格波动与银行信贷	115
5.1	住房价格与信贷互动机制的理论分析	116
5.1.1	住房价格与信贷相互影响的机制分析	116
5.1.2	住房价格与信贷互动关系的主要影响因素	119
5.2	住房价格与信贷互动关系的实证分析	120
5.2.1	住房价格与信贷互动关系的国际经验事实	120
5.2.2	中国住房价格与信贷互动关系的经验分析	122
5.3	互动机制下住房价格波动产生的经济金融风险分析	129
5.3.1	互动机制下风险产生与膨胀的理论分析	129
5.3.2	互动机制下泡沫破灭引发金融危机的典型案例研究	135
5.3.3	互动机制下中国房价波动带来的金融风险分析	139
5.4	小结	147
第 6 章	住房价格波动对总产出和价格水平的影响	150
6.1	住房价格波动影响总产出和价格水平的理论分析	150
6.1.1	基于 IS—LM 模型的分析	150
6.1.2	基于 IS 和 Phillips 曲线模型的分析	154
6.2	住房价格波动影响总产出和价格水平的实证分析	155
6.2.1	初步的描述性统计	155
6.2.2	变量定义和数据处理	156
6.2.3	检验结果与分析	157
6.3	小结	159

第7章 促进住房价格与宏观经济相协调的应对之策	160
7.1 金融市场的发展与监管	160
7.1.1 推动金融市场的创新	160
7.1.2 加强金融市场的监管	161
7.1.3 加强基础性制度建设	163
7.2 住房市场的完善与动态监测	164
7.2.1 完善住房市场的运行机制	165
7.2.2 加强住房市场的动态监测	167
7.3 协调互补的政策体系的建立	169
7.3.1 货币政策	169
7.3.2 土地政策	172
7.3.3 住房政策	173
第8章 研究结论与展望	175
8.1 研究结论	175
8.2 需要进一步研究的问题	179
参考文献	181
后 记	201



绪 论

1.1 问题的提出

基于住房在消费、投资和国民收入中的重要作用,住房价格的波动不仅受到居民和企业等市场微观主体的关注,而且也越来越为以实现经济长期稳定增长为首要政策目标的各国经济政策制定者所重视。通过观察 20 世纪中叶后特别是 80 年代以来各国经济波动的史实,理论界正日益认识到经济波动与住房、股票等资产价格的波动之间有着紧密的联系,这种新的认识与传统的经济波动理论和房地产经济理论有着显著差异。现有的房地产经济理论认为经济波动从供给和需求两方面对住房价格产生根本性影响,而住房价格波动也对经济波动产生一定的反作用,但是,对于住房价格波动是否符合金融理论中的有效市场假说,以及住房价格波动对经济波动的影响机制和影响大小如何,经济理论没有给出清晰的回答。在真实经济周期理论和新凯恩斯主义经济理论等主流宏观经济理论有关经济波动的解释中,住房、股票等资产价格的波动并不是引发经济波动的原因。在主流经济学家看来,生产技术、政府购买、劳动力供给等真实因素的变动和价格、工资刚性条件下货币供给的冲击才是经济波动的原因。对于像中国这样仍处于快速城市化、工业化与制度变革阶段的新兴经济体和新兴住房市场而言,房价波动在符合一般市场规律的同时,也受到制度和政策因素的影响,房价波动对宏观经济的影响路径也具有中国特色。如何突破已有的理论研究框架,寻找新的理论来解释 20 世纪 80 年代以来现实经济运行中所体现出的住房价格波动与经济波动紧密相关的这种新的特征,正成为理论研究者近年来研究的重点。

1.1.1 住房价格波动与经济波动:是双向影响吗?

从世界主要国家经济波动和住房市场波动的情况来看,经济周期与住房价格波动之间有着很强的相关性。20世纪80年代末和90年代初日本泡沫经济、1973—1975年和1991—1993年英国两次经济衰退以及1997年亚洲金融危机等经济波动都与住房价格的波动有关,都表现为在住房价格经过持续上涨再迅速下跌的波动后,经济产出增长出现快速并持续下滑的特征。图1-1、图1-2和图1-3分别对1990—2006年期间日本、英国和美国经济波动与住房价格波动情况进行了比较。我们用产出缺口(实际产出偏离潜在产出的幅度)来衡量经济波动,用真实住房价格的年增长速度(名义住房价格的年增长速度减去消费者价格指数)来衡量房价波动。比较发现,总体上而言真实住房价格的增长速度的变化要领先于产出缺口的变化,而根据住房价格往往在产出缺口达到高峰后才开始出现负增长这一规律,又可以推断出住房价格绝对水平的变化要滞后于产出缺口的变化。从图1-2和图1-3中我们也可以看出,1997年以来英国和美国住房价格增长速度要远远高于产出增长幅度。

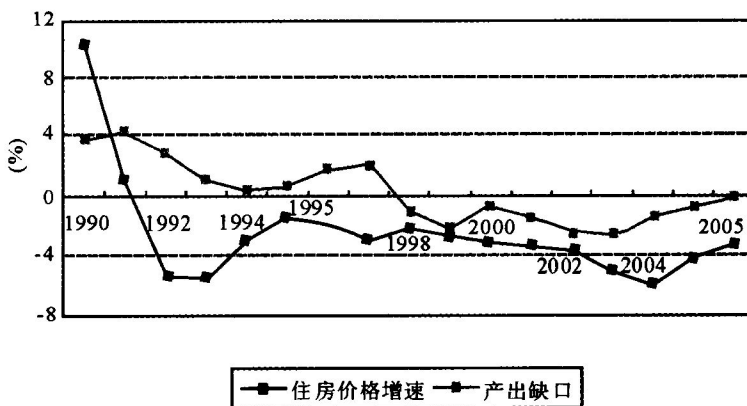


图 1-1 日本 1990—2006 年实际住房价格增长速度与产出缺口

注:数据来源于 OECD Economic Outlook(2007)。

从全球房地产市场波动来看,1997年以来除日本、德国等少数国家和地区外,全球大部分发达国家和发展中国家都经历了住房价格的持续快速上涨。这种全球房市走红的现象引发了人们对房市是否存在泡沫、住房价格是否已经脱离了经济基本面的隐忧。美联储前主席格林斯潘(2005,2006)多次警告

一旦房价下跌将使银行借贷双方损失严重,进而给美国宏观经济稳定带来巨大风险。2006 年中期美国房市开始出现降温,次级按揭贷款危机开始显现,并逐步演变为席卷全球的金融危机。受房市低迷和信贷紧缩的影响,2008 年下半年起美国和欧洲等经济体实体经济已经受到显著影响,部分国家进入经济衰退期。国际货币基金组织(IMF,2007)认为“受房市降温 and 次级按揭贷款危机影响,美国经济正令人不安地靠近过去美国经济衰退时期的经济速度”,美国 2008 年第四季度国内生产总值环比下降 3.8%,全年经济实际增长速度仅为 1.3%。

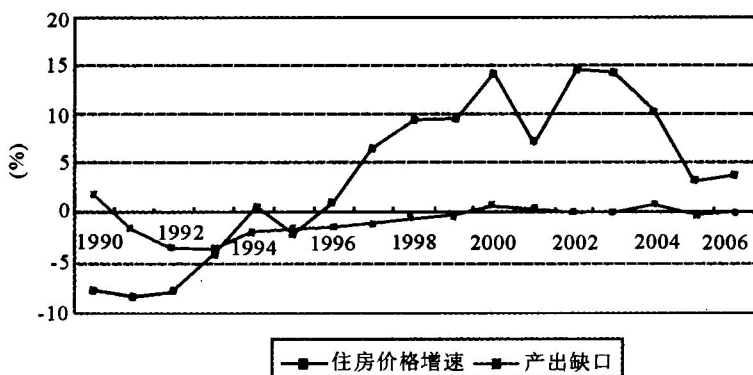


图 1-2 英国 1990—2006 年实际住房价格增长速度与产出缺口

注:数据来源于 OECD Economic Outlook(2007)。

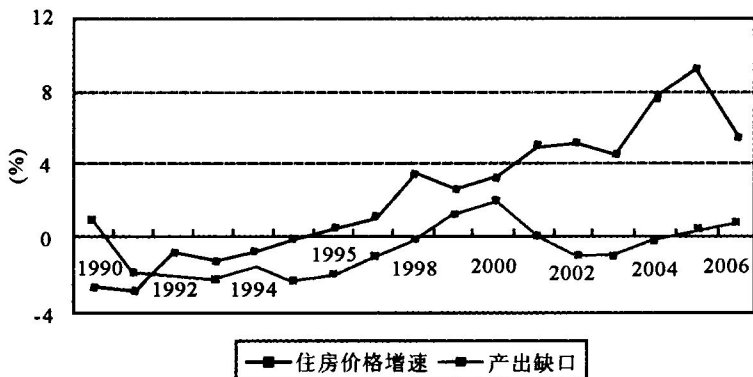


图 1-3 美国 1990—2006 年实际住房价格增长速度与产出缺口

注:数据来源于 OECD Economic Outlook(2007)。

1.1.2 金融因素在房价与经济波动关系中的作用：是双刃剑吗？

由于房地产具有价值量巨大的特征，金融支持对推动房地产业的发展起到了重要作用，无论是在居民向银行贷款购买住房的过程中，还是投资者和开发商通过房地产投资信托、发行股票与债券、抵押贷款等方式投资开发房地产的过程中，金融支持都至关重要。这样，金融支持力度本身就成为影响房价波动的重要因素。20 世纪 80 年代以来许多国家纷纷实行金融自由化，住房金融市场出现了抵押贷款证券化、增值抵押贷款等各类金融产品。在金融自由化和金融全球化的浪潮下，抵押贷款市场和其他与房地产相关的金融产品规模不断膨胀。这就引发出以下反思：住房价格过快上涨是不是与金融信贷过度支持有关？与此对应的另一个问题是，随着房地产金融市场规模不断扩大，住房价格的波动对金融体系稳定的冲击会有多大？同时，在金融体系愈发重要的现代经济体系中，住房价格的波动是不是也会透过金融杠杆的作用对消费、投资进而对国民经济产生越来越明显的影响？最为极端的情况是，当住房价格在金融支持下发生对经济基本面的长期偏离后，房价的剧烈调整是不是必然会对金融体系的稳定和经济的增长带来剧烈的影响？在 2006 年美国房市降温发生次级按揭贷款危机后，美国国内众多贷款机构和抵押贷款经纪公司破产，全球许多投资次级抵押贷款债券的金融机构受到损失，并导致资本市场上相关金融机构股价下跌和全球股市下跌，而美国国内居民消费、企业投资和其他相关产业的发展也因此受到显著影响。

1.1.3 政策导向：是否应该对住房价格波动做出特别反应？

传统上，以实现经济长期稳定增长为首要目标的宏观经济政策主要关注产出的平稳增长和物价的稳定。大多数央行的货币政策都以保持一定的较低水平的通货膨胀率为政策目标。但是，与以往经济波动不同的是，20 世纪 80 年代以来发生的几次经济波动并没有出现通货膨胀率的大幅变动，物价水平平均比较平稳。图 1-4 表明日本房地产泡沫发生期间，通货膨胀率始终处于较低的水平。在 1997 年以来发生的住房价格持续快速上涨过程中，大多数国家的物价水平也比较稳定，图 1-5 和图 1-6 表明美国和英国消费者物价指数都

一直处于相对稳定水平。这种住房价格持续快速上涨和消费者物价指数保持稳定同时并存的现象给以保持物价稳定为主要政策目标的货币政策制定者——央行带来了难题,尽管货币政策实现了低通胀的目标,但是并没有消除房地产等资产价格的波动与由此带来的金融信贷危机和经济波动。

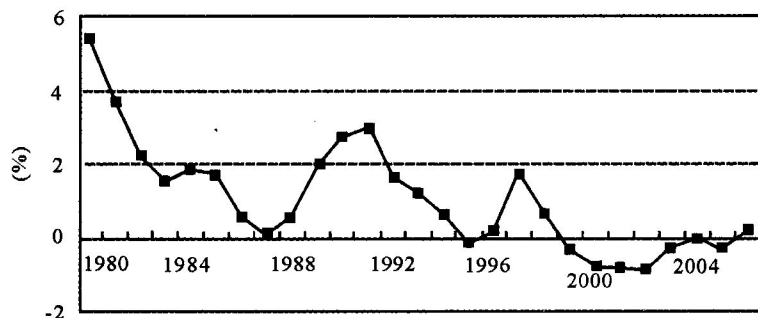


图 1-4 日本 1980—2006 年通货膨胀率

注:根据 OECD Main Economic Indicators(2008)中日本 CPI 数据计算得到。

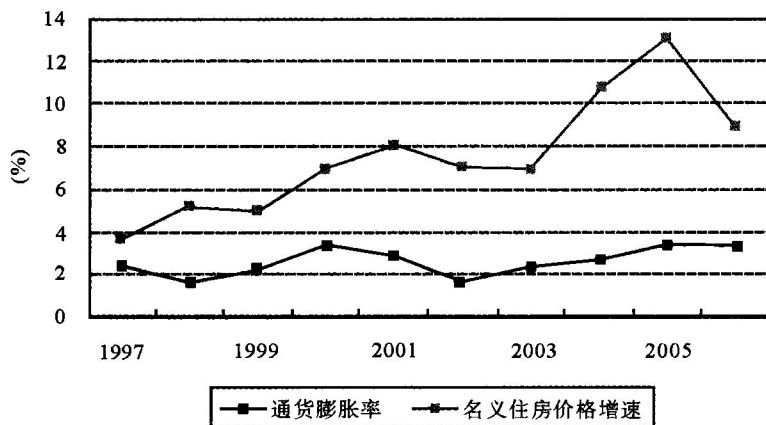


图 1-5 美国 1997—2006 年通货膨胀率与名义住房价格增长速度

注:数据来源于 OECD Economic Outlook(2007)。

从中国情况来看,1998 年住房制度改革以后住房市场进入了快速发展阶段,以住宅为主的房地产业被中央定义为国民经济的支柱产业加以大力发展。在城市化、工业化和全球化的发展背景以及政府一系列政策支持下,每年住房开发投资额、新增建设量和价格都不断上升。与住房市场蓬勃发展相对应的是,房地产金融规模不断扩大,大量银行贷款和国外资本涌入房地产

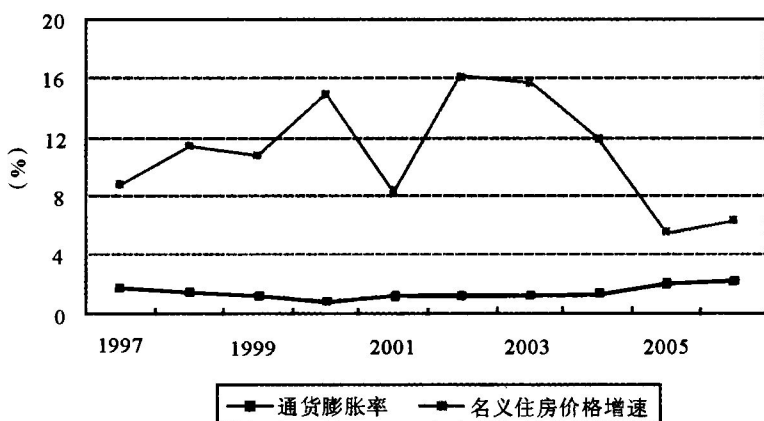


图 1-6 英国 1997—2006 年通货膨胀率与名义住房价格增长速度

注:数据来源于 OECD Economic Outlook(2007)。

业,银行信贷也一直是居民购房和企业投资开发的主要资金来源。特别是,近年来各商业银行纷纷推出了固定利率房贷、循环贷、最高额抵押贷款等新的房贷产品,各典当行和担保公司也大量推行房地产典当和抵押担保业务。据央行统计,2007年10月末,全国主要金融机构商业性房地产贷款余额达4.69万亿元,同比增长30.75%,占金融机构人民币各项贷款总余额的18.02%;比年初增加1.01万亿元,占同期商业银行全部新增人民币贷款的28.9%(刘士余,2007)。在全部银行贷款中,一半以上贷款是以房地产作抵押的(谢平,2004)。从宏观经济发展来看,经济增长也进入以住房和汽车产业带动的繁荣期(刘树成等,2005),房地产业对推动经济增长的作用正日益加强。

面对持续上涨的房价、不断增加的房地产贷款规模和高位运行的宏观经济,有关房市是否存在泡沫、金融安全是否存在隐患、经济增长是否过快的争论自2003年起接连不断。为了防范风险,控制固定资产投资规模增长过快,避免经济出现大起大落,国务院2004年推出了“管好土地、收紧信贷”的政策,2005年、2006年和2007年分别出台了“国八条”、“国六条”和“国发24号文”等多个房地产调控与管理政策,中国人民银行2003年下发了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》,2007年以来连续多次上调存款准备金率和贷款基准利率,并且联合银监会先后发布了《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》和《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》,进一步强化对房地产信贷风险管控和宏观调控。针对物价稳定而房价快速上涨、信贷迅速膨胀的现实,央行在《货币政策执行报告》中也指出要密切关注房地产价格的波动。