

中国货币政策的 房价调控综合效应研究

ZHONGGUO HUOBI ZHENGCE DE
FANGJIA TIAOKONG ZONGHE XIAOYING YANJIU

杨 雪 何晓岩 邸光辉 夏 萌 编著
蔡执杰 李松华 吴中兵 水向东



中国地质大学出版社有限责任公司
ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE YOUXIAN ZEREN GONGSI

中国货币政策的房价调控 综合效应研究

ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE DE FANGJIA TIAOKONG
ZONGHE XIAOYING YANJIU

杨 雪 何晓岩 郎光辉 夏 萌 编 著
蔡执杰 李松华 吴中兵 水向东



中国地质大学出版社有限责任公司

ZHONGGUO DIZHI DAXUE CHUBANSHE YOUXIAN ZEREN GONGSI

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策的房价调控综合效应研究/杨雪,何晓岩,邸光辉,夏萌,蔡执杰,李松华,吴中兵,水向东编著. —武汉:中国地质大学出版社有限责任公司, 2012.12

ISBN 978-7-5625-3023-7

I. ①中…

II. ①杨…②何…③邸…④夏…⑤蔡…⑥李…⑦吴…⑧水…

III. ①货币政策-影响-房地产价格-研究-中国

IV. ①F299.233.5②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 289438 号

中国货币政策的房价调控
综合效应研究

杨雪 何晓岩 邸光辉 夏萌 编著
蔡执杰 李松华 吴中兵 水向东

责任编辑:胡珞兰

责任校对:戴莹

出版发行:中国地质大学出版社有限责任公司

(武汉市洪山区鲁磨路 388 号)

邮政编码:430074

电话:(027)67883511

传

真:67883580

E-mail:cbb@cug.edu.cn

经销:全国新华书店

<http://www.cugp.cug.edu.cn>

开本:880 毫米×1 230 毫米 1/32

字数:162 千字 印张:5.625

版次:2012 年 12 月第 1 版

印次:2012 年 12 月第 1 次印刷

印刷:武汉市教文印刷厂

印数:1-800 册

ISBN 978-7-5625-3023-7

定价:18.00 元

如有印装质量问题请与印刷厂联系调换

引 言

货币政策和房价是当前我国经济中的热点问题。在本书中笔者主要从理论和计量两个角度系统检验了我国货币政策对房价的调控效应。

关于货币政策与房价关系的理论分析,主要采取了包含家庭、房地产部门以及货币政策部门的结构化的动态随机一般均衡模型(DSGE 模型),从数理上分析了货币政策对房价的影响方向和途径。在计量研究部分,主要采用了协整和格兰杰(Granger)因果关系检验考察我国货币政策对房价的影响方向,并运用基于 VAR 模型的脉冲响应和方差分解技术考察货币政策对房价的影响程度。通过理论和计量研究,本书得出的主要研究结论如下。

第一,基于动态随机一般均衡模型(DSGE 模型)的数理分析发现,货币政策对房价的影响方向并不明确。从需求角度来看,房价与利率之间存在负相关关系;从供给角度来看,房价与利率之间又存在正相关关系;综合考虑房地产需求和供给,无法明确利率对房价的影响方向。同理,由于货币供应量和信贷对房价的影响是通过将货币供应量和信贷与利率之间建立联系而间接考察货币供应量和信贷对房价的影响,因而无法明确货币供应量和信贷对房价的影响方向。

第二,计量研究发现,我国货币政策与房价之间存在长期稳定的协整关系,且格兰杰因果关系检验表明,我国货币政策是房价的格兰杰原因,无论是利率还是货币供应量、信贷都在一定程度上推动了我国房价的上涨。基于VAR模型的脉冲响应分析表明,房价对利率冲击的响应为0.5个百分点,对货币供应量的响应为0.7个百分点,对信贷的响应为1个百分点;方差分解分析表明,货币政策对我国房价波动的贡献率并不高(利率对房价波动的相对方差贡献率为7.6%,货币供应量对房价波动的相对方差贡献率为5.6%,信贷对房价波动的相对方差贡献率也只有8.9%)。

第三,计量研究结果的政策含义是,需用紧缩性货币政策来调控房价,特别是数量型政策工具——货币供应量和信贷。同时,房价是导致我国物价水平上升的一个因素,因此,货币政策的实施应对房价作出反应。

在政策层面,要将货币政策和其他措施结合起来综合调控房价。单纯货币政策本身对房价调控虽然有效果,但是贡献程度有限(虽然这与人们的直观感受反差很大),这也从理论上说明了为什么我国政府近些年采取的紧缩性金融措施,最终都难以有效地控制房价,甚至换来报复性反弹。房价上涨过快,是诸多社会原因综合作用的结果,有待于进一步深入研究。要将货币政策和其他措施结合起来综合调控房价,寻找更有效控制房价的综合性措施,才能从根本上、长远地解决问题,并促进房地产市场总体朝着规范、健康、可持续发展的方向发展。

目 录

1 导论	(1)
1.1 选题背景和意义	(1)
1.2 文献综述	(5)
1.3 研究目的、方法和内容	(19)
1.4 本书的创新点	(23)
2 近年来我国房价和货币政策的变动	(25)
2.1 我国房价的变动	(25)
2.2 近年来我国货币政策的变化	(31)
2.3 货币政策与房价的联动机制与统计分析	(44)
2.4 本章小结	(55)
3 利率对房价调控的效应	(56)
3.1 利率影响房价的机理	(56)
3.2 变量选取和平稳性检验	(65)
3.3 利率对房价调控效应的计量研究	(70)
3.4 本章小结	(82)
4 货币供应量对房价调控的效应	(88)
4.1 货币供应量影响房价的机理	(88)
4.2 变量选取和平稳性检验	(96)
4.3 货币供应量对房价调控效应的计量研究	(99)
4.4 本章小结	(114)
5 信贷对房价调控的效应	(116)
5.1 信贷影响房价的机理	(117)

5.2	变量选取和平稳性检验	(120)
5.3	贷款对房价调控效应的计量研究	(122)
5.4	本章小结	(131)
6	房价与通货膨胀的研究	(136)
6.1	背景分析	(136)
6.2	变量选取和平稳性检验	(138)
6.3	房价与通货膨胀的计量研究	(140)
6.4	本章小结	(148)
7	研究结论、建议与展望	(154)
7.1	研究结论	(154)
7.2	政策建议	(156)
7.3	研究展望	(161)
	参考文献	(163)

1 导 论

1.1 选题背景和意义

1.1.1 选题背景

作为宏观经济管理的两大手段之一,货币政策在我国经济中的实践越来越频繁:1996年之后,我国经济实现了“软着陆”、国内经济形势和环境发生了巨大变化,与此同时“亚洲金融危机”严重打击了国际经济,针对国内外经济形势和环境的变化,作为中央银行的中国人民银行配合国家扩大内需的总体经济方针,先后采取了一系列具有扩张性的货币政策。1996—2002年间,中国人民银行降息8次、调低存款准备金率2次、取消实施多年的贷款规模管理、扩大公开市场操作、增加再贴现规模、出台各种窗口指导政策、大力倡导消费信贷等。

然而,2004年10月之后,为缓解经济偏热的压力,我国进入了加息周期。特别是2007年以来,为应对逐渐加大的通货膨胀压力,中国人民银行连续6次调高人民币存、贷款基准利率,连续15次调高存款类金融机构人民币存款准备金率,到2008年2月金融机构一年期存、贷款基准利率分别提高到4.14%和7.47%,存款类金融机构人民币存款准备金率也于2008年6月提高到17.5%。

2008年下半年,受“次贷危机”造成国际金融经济环境恶化的影

响,我国货币政策开始转为宽松,表现为货币供给 M1 和 M2 的增速屡创 15 年来的历史新高,到 2009 年 11 月分别高达 29.74% 和 34.63%;宽松的货币政策促进了经济增长,如统计数据显示,1996 年以来,GDP 年均增速 10%,即使在发生次贷危机的 2008 年和之后的 2009 年,我国经济增长仍然保持了 9% 和 8.7% 的速度;但是同时,我国通货膨胀压力不断加大,2009 年 11 月 CPI 通胀就转为正值,且在 2010 年通货膨胀不断上升。

同时期,即在 1998 年我国住房分配体制改革以来,我国房地产市场发展迅速,房地产投资呈现快速增长的势头。数据显示,2000—2007 年,我国房地产投资年均增长 20% 以上,其中,2007 年我国房地产开发投资增长了 30.2%,比我国固定资产投资增速高出 5.4 个百分点,而且房地产贷款(包括房地产开发贷款与住房消费按揭贷款)也增长迅速。与我国房地产飞速发展相伴随的是全国房价的普遍上涨。统计数据显示,2000—2007 年,全国房屋销售价格指数累计上涨了 52.57%。

针对房价的高速增长,我国出台了一系列货币政策,以对房地产市场和房价进行调控(如取消住房贷款优惠利率、提高住房贷款首付成数和个人住房公积金贷款利率),尽管如此,我国房价也只是在 2008 年下半年出现了一些回落的迹象,近两年来,房价仍然不断上涨,2010 年 6 月我国 70 个大中城市房价环比小降 0.1%,但 2010 年 9 月以来,房价环比连续上涨,2010 年 12 月 70 个大中城市新建住宅销售价格环比上涨了 0.3%,二手住宅销售价格环比上涨 0.5%,2010—2012 年,虽然部分城市、部分时期房价有略微下降迹象,但是总体上并未下降,仍呈现总体上升趋势,只是上升速度暂时放缓。

1.1.2 选题意义

货币政策频繁调整和房价呈现持续上涨的趋势已经成为我国近年来的一个重要经济特征,并受到人们的高度关注,越来越多的人对

房价的持续上涨表示关切。

首先,相对于房价的不断上涨,在很多地区,越来越多的人认为房价超过了居民的收入承受能力和购房能力。房价成为涉及民生的社会热点问题甚至焦点问题。尤其是社会上投机性购房活跃,大大扭曲了供求关系,增加了满足群众住房刚性需求的购房难度,也容易造成房价大起大落,影响经济的有序发展。

其次,房价作为人们日常支出的重要组成部分,既有投资支出性质,也有消费支出性质,最终形成货币支付流通手段的一个环节,是社会总体物价水平的一部分,房价的恶性上涨,对社会整体物价水平上升和通货膨胀甚至恶性通胀,有着密切而且重大的影响关系。而物价问题始终是社会关注和经济学科研究的核心问题之一。

第三,日益升高的房价,是否有休止或停滞的时候?是否会在某个时间点出现大幅度下跌、出现房地产泡沫崩溃,从而造成购房人、相关产业的大面积破产和银行贷款坏账等大面积金融风险?尤其是美国次贷危机和日本、香港地区房价一度高涨后迎来的大幅度降价带来的巨大负面影响,让人们认识到更加有必要深入关注和思考房价波动的动向和合理控制问题。

数据显示,目前中国经济对于房地产行业的依赖程度,已经接近美国和日本房地产发展高峰时期的水平,中国 2010 年住宅地产项目的投资占国内生产总值(GDP)的 6.1%,与美国 2005 年的水平接近,而之后美国即爆发了次贷危机,中国这一水平也只比 20 世纪 70 年代的日本地产最繁荣时期少了两个百分点^①。所以,从宏观来看,中国的房价对整体经济影响巨大,房价的高涨对整体经济形势的冲击不可忽视,不排除存在较大泡沫程度的可能性;同时,从微观来看,由于我国房地产开发企业普遍负债率偏高,尤其大部分小规模的开发企业通常采取高财务杠杆、以小搏大的办法期望获得高额的回报,

^① 新华网,2011 年 2 月 3 日。

主要靠银行贷款、基建施工单位垫款、购房者先行预付款等手段获取开发项目资金(甚至有时出现假按揭等不良贷款),这种操作模式在市场上升的情况下确实会带来较高的自有资本回报率,迅速上升的房价带来的巨额收益消化掩盖了潜在风险,但是一旦遇上市场下滑,则容易迅速崩溃,形成全社会性的金融风险。

因此,房地产市场和房价越来越受到我国政策层面的调控(如房价问题已经成为最近 10 年来每年全国两会的重要议题),也越来越受到众多研究者的关注。我国住房和房价问题正从一个纯粹的经济问题,逐渐演化成为社会问题,甚至在一定程度上演化为经济、社会和政治相互交织的热点问题。

在我国房地产市场自 20 世纪 90 年代孕育以来,尤其在 1998 年国家房改政策促进房地产行业大幅度发展以来,国家在历次重大经济调控中都把房地产尤其是房价的调控作为重点内容,具体表现为:在经济萧条时期,国家为了刺激经济发展,就需要采取扩张性政策来扶持房地产发展,以带动上下游 50 多个产业的繁荣,并成为创造 GDP 和财政收入的重要源泉(巨额税收收入和土地出让收益),甚至不少地区把房地产作为支柱产业和城市发展的重要引擎,此时房价会明显上升(如 1998 年、2003 年、2008 年);在经济过热和通货膨胀过高时期,则采取紧缩性政策来限制甚至打压房地产和上下游产业,以期控制经济发展速度和物价水平,此时房价上升势头会有所控制(如 1994 年、2007 年、2009 年)。

在这些调控措施中,除了行政指令(许可证、限购等)、财政政策(税务手段)之外,货币政策始终是我国政府每次大规模调控中采用的重要措施之一,如频繁采用市场化属性的调整利率、调整存款准备金率等措施,甚至直接采用限贷等计划色彩浓厚的金融管制措施。

尽管近年来我国频繁采用货币政策手段,期望借此来有效调控房价,货币政策调整动作和影响已经是人们街头巷尾热议的话题,但若真正进行系统性分析,单纯从统计数据来看,无法明了我国的货币

政策是否确实对房价起到了调控作用,因此,关注货币政策与房价的关系,进一步深入研究货币政策对房价的影响作用,显然具有重要的现实意义。

另一方面,关于货币政策影响房价的理论研究并无定论,因此,基于我国的实际数据,从定量的角度计量研究货币政策对房价的调控作用,显然可以作为对相关理论研究的一个例证和必要的补充,从而具有更加重要的理论意义。

1.2 文献综述

房地产和房价是宏观经济的重要组成部分,而货币政策作为宏观经济的两大主要调控手段之一,从理论上讲会在一定程度上影响房价。事实上,众多计量研究的结果支持这一理论分析。如周京奎(2005)认为宽松的货币政策是导致房价上涨的重要因素。Kim(2006)使用1972—2003年的季度数据,协整检验了美国的扩张性货币政策对新增住房市场和存量住房市场的影响。研究发现,扩张性货币政策对新增住房市场和存量住房市场的影响均是正的,但对存量住房市场的影响大于对新增住房市场的。Iacoviello(2005)通过构建一个包括产品市场、信贷市场、房地产市场和货币政策的动态一般均衡模型,考察了经济波动与金融部门之间的互动问题。VAR脉冲响应表明,紧缩性货币政策对住房价格的影响是负的。

文献关于货币政策对房价调控效应的研究分别从利率、货币供应量和信贷3个货币政策工具对房价的影响而进行。此外,大量文献还研究了房价与通货膨胀的关系以及探讨了中央银行的货币政策是否应关注房价的问题。

1.2.1 关于利率对房价影响的研究

作为一种有效的资金价格,利率显然会对房地产和房价产生重

大影响。理论上,利率影响房价的机制是通过其对市场参与者资金成本的调控作用实现的,即利率波动会使市场参与者的资金借贷成本和资产选择行为发生变化。具体从需求来看,购房者的资金绝大部分依赖于银行等金融机构的贷款,因而利率变化显然会直接影响购房者的需求。这种影响主要通过收入效应和替代效应而发生,其中,收入效应使利率与房产消费需求向同方向变化,而替代效应使利率与房产消费需求朝反方向变化,利率对房产需求的影响取决于这两种效应大小的比较。通常,利率的替代效应大于收入效应(原因在于房产是耐用消费品,购房者的贷款比重较大),从而房产需求与利率呈负相关,利率上升导致房产需求减少进而房价下跌。从供给来看,利率反映了资金的使用成本,在房价不变的情况下,利率上升使房地产开发商的收益下降,从而房地产投资减少,房地产供给量减少,而房价上涨(前提是房产需求不变或需求量的减少幅度小于房产供给量的)。上述分析表明,利率上升既可能导致房产需求减少,同时也可能使房产供给减少,房价变动方向取决于利率对房产需求、供给双方影响幅度大小的对比。

1) 国外关于利率影响房价的计量研究

国外学者关于利率对房价影响的研究结论并不一致,如 Randall (1990)认为,美国大范围的金融自由化明显削弱了 1982 年末之后利率与房地产之间的联系,但总体上国外关于利率与房价关系的研究仍然认为,两者之间存在紧密的联系。

Wheaton 等(2008)运用 1998—2005 年美国 59 个大都市统计区(MSAs)的数据,考察了收入、人口、利率等变量对房价的影响。研究发现,利率变动不能解释房价的变动,利率与房价关系复杂。

与上述 Randall(1990)、Wheaton 等(2008)的观点不同,众多文献的研究均表明利率对房地产、房价有着显著的影响。如 Bernanke 等(1995)认为,房地产投资对短期利率冲击反应强烈且持续,而对长期利率的反应较对短期利率的反应要小,影响时间也较短。

Jud 等(2002)对美国 1984—1998 年 130 个大都市区房价升值动态变化的研究发现,人口增长率、居民收入、房屋建造成本以及利率变化对房价升值影响强烈,尽管认为利率对房价的影响方向并不确定。

Fratantoni 等(2003)采用异质代理人矢量自回归模型考察了 1986—1996 年美国区域性住房市场与货币政策之间的关系。研究发现,利率负向影响美国的住房投资和住房升值,但其作用效果是不同的。Fratantoni 等认为,导致这种差异的原因在于不同地区初始经济条件及其对货币政策的反应是不同的。

Deokho 等(2006)运用韩国 1991—2002 年的月度数据,通过利率与房价长期关系的协整检验和光谱分析(spectral analysis)的研究发现,房价与利率在长期中呈负相关关系,而且短期中利率是房价波动的格兰杰原因。

Wong 等(2003)运用 1981—2001 年的香港数据考察了利率和通货膨胀对房价的影响。研究发现,在 1997 年之前的通货膨胀期,利率对房价的影响是负的;而在 1997 年之后的通货紧缩期,利率对房价的影响是正的。这表明,在通货膨胀时期利率对房价的影响符合理论分析的预期,但利率与房价之间不存在格兰杰因果关系的实证结果,表明在通货紧缩时期利率对房价的影响不确定。

Kau 等(1980)、Harris(1989)、Cooper 等(2004)的研究也发现利率负向影响房价。但 Kenny(1999)的观点则相反,他认为房价与利率之间存在正向关系。

此外,Dolde 等(2002)运用 1975—1993 年的数据考察了美国房价的波动次数和原因,研究发现,房价波动幅度与利率高低呈正相关,即利率较低时,房价波动幅度较小;而利率较高时,房价波动幅度则较大。

与 Randall 等(1990)认为“美国大范围的金融自由化,明显削弱了 1982 年末之后利率与房地产之间的联系”大不相同,Matteo 等

(2003)通过构建一个包含信用约束、小国开放经济的简单模型,分析了金融自由化对货币政策和房产价格之间联系的影响,认为金融自由度越高,利率对房价的冲击就越大。瑞士、芬兰和英国货币政策调控房价效应的实证分析结果也大大支持了该模型的结论。

2)国内关于利率影响房价的计量研究

同样,国内学者关于利率对房价影响的研究结论也不一致。

吴昌宁等(2006)认为,货币政策对房价的影响是不确定的,要综合分析货币政策,特别是利率变化对房价的影响。

毛中根(2005)认为,小幅度加息对房价的调控作用不大,短期内社会经济预期较真实供求关系对房价的影响要大。新货币政策的出台只能控制当前房价的过快上涨,而在一定时期内并不会改变房价随着经济增长而适度上扬的趋势。

崔光灿(2006)从银行信贷、利率、汇率3个方面阐述货币政策对房价的影响,认为利率是调控房价的最有效手段。

国内学者还检验了我国利率对房价的影响方向,部分研究结论认为利率负向影响房价。如余华义等(2009)对中国1999年1季度至2007年4季度的房地产市场季度数据的研究支持了利率对房地产、房价双向影响,总体看两个方向影响对比结果的结论,即利率变化会同时影响房屋供给和需求,房价变化则取决于其对供给和需求影响的强弱对比。此外,实证分析的结果表明,中国的实际利率与房价总体上呈负相关关系,近年来较低的实际利率水平刺激了房价的上涨。曾华珑等(2008)运用1999年1季度至2006年4季度的数据,采用3阶段最小二乘法(3SLS)的研究表明,利率对房价具有明显的负向作用,基于VAR模型的脉冲响应分析和方差分解也支持了这一观点。沈悦等(2011)运用2000年1季度至2009年3季度的数据,基于FAVAR模型的研究认为,利率和房价之间呈负向关系。

但也有部分研究表明,我国利率对房价具有正向影响,这与国外的计量研究结论相反。如袁志刚等(2003)通过构建房地产市场局部

均衡模型的研究表明,紧缩性利率政策(加息政策)可能刺激地产泡沫的产生,即高利率刺激了高房价。周京奎(2005)运用中国多城市面板数据的研究也发现,利率对房价的影响是正向的。

况伟大(2010)也认为,本期利率与本期房价呈正相关关系,但回归系数不显著。这表明,中央银行抑制房价的利率政策在很大程度上是无效的。利率不仅不能抑制房价,反而有时导致了房价的上涨。

1.2.2 关于货币供应量对房价影响的研究

理论上,中央银行对货币供应量的调控往往会通过影响利率(即流动性效应的存在)而对经济产生影响。根据凯恩斯主义的理论,扩张性货币政策即货币供应量增加会导致利率下降,而如上文所述,利率下降会使房地产市场需求和供给双方的借贷资金成本下降,从而房地产需求和供给均将增加,房价的最终变动方向也取决于需求和供给变动力度大小的对比。

1) 国外对货币供应量影响房价的相关研究

Gouteron 等(2005)运用 VAR 模型、协整检验和格兰杰因果检验的计量研究表明,日本的货币供应量、信贷与房价存在显著的因果关系,英国的货币供应量与房价存在因果关系。

Jin 等(2004)通过建立 3 阶段定量的动态随机一般均衡模型来考察经济周期中的住房投资和房产价格。他们的模型考虑了货币和融资约束。Jin 等的模型假定住房投资需要融资,从而住房投资和房价均对名义利率波动敏感,货币政策的变动可以通过流动性效应对其产生有力影响。研究发现,货币供给和名义利率对房价影响显著,货币供给的突变会引起住房投资和房价的显著波动,所以不提倡货币政策忽冷忽热,而应保持一定的稳定性。

2) 国内对货币供应量影响房价的相关研究

较多国内学者运用计量研究的方法发现,以房价和股价为代表的资产价格的上涨对吸收超额货币供给具有十分显著的作用。如薛

敬孝(2002)的研究发现,1987—1990年日本的货币供应量平均增长率在10%以上,而GDP的增长率不超过6%,且物价水平基本处于零增长状态,从而认为超额的货币供给主要被股价和地价的大幅上涨所吸收。针对2009年的房价快速上涨,巴曙松(2009)也将房价的快速上涨甚至积聚泡沫成分归因于货币供给过多而导致的流动性过剩^①,认为这背后非常重要的推动力是信贷投放,如2008年11月,国家出台了应对金融危机的经济刺激计划,与之相配套的是银行信贷的高速投放,其势头之猛是新中国成立以来从未见过的;而1998年和1999年住房改革以来,中国房地产市场一直没有经历一个完整的周期性洗牌,2009年包括巨额信贷投放在内的4万亿投资计划催生出的楼市回暖中断了房地产市场本应有的产业整合进程,购房需求又被高速的信贷投放推高了起来,以至价格迅速反弹,同时认为由此留下的风险值得关注。

余元全(2007)运用中国1996—2006年数据的格兰杰因果检验等的实证分析表明,这一期间货币流动性与房价等资产价格存在相关关系,但在不同阶段这种相关关系有所不同,可能是正相关也可能是负相关。这说明流动性过剩与资产价格的关系比较复杂,并非简单的“货币增加即引起资产价格上涨”的结论。

周京奎(2006)利用1998—2005年间的数据对我国资产价格波动状况进行了计量研究。其结论是银行拆借利率和贷款额在房价波动中扮演着重要角色,但由于货币供应量对银行拆借利率和贷款额都有显著影响,并通过信贷中介放大了这种影响,从而认为货币供应量是推动我国资产价格波动的发动机。

林乐芬等(2007)采用多元回归模型的计量研究表明,在流动性过剩的条件下,房地产市场的总体运行发展受到利率、货币供应量、GDP、外汇以及上证综合指数等因素的共同影响。

^① 中国新闻网,2009年06月24日。