

段忠东 著

房地产价格与货币政策

——
理论与实证研究

Real Estate Prices and Monetary Policy

— Theoretical and Empirical Research

中国社会科学出版社

段忠东 著

产价格与货币政策

理论与实证研究

Real Estate Prices and Monetary Policy

本研究得到中国博士后科学基金项目(20110490850)、教育部人文社会科学研究青年基金项目(10YJC790054)、福建省社会科学规划项目(2009B049)、福建省高等学校新世纪优秀人才支持计划项目(JA11240S)资助

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产价格与货币政策：理论与实证研究/段忠东
著. —北京：中国社会科学出版社，2011. 11
ISBN 978 - 7 - 5161 - 0388 - 3

I. ①房… II. ①段… III. ①房地产价格—研究—中
国②货币政策—研究—中国 IV. ①F299. 233. 5②F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 259782 号

策划编辑 卢小生 (E-mail: georgelu@vip.sina.com)

责任编辑 卢小生

责任校对 周 昊

封面设计 杨 蕾

技术编辑 李 建

出版发行	中国社会科学出版社	出版人	赵剑英
社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010 - 64073835 (编辑)	64058741 (宣传)	64070619 (网站)
	010 - 64030272 (批发)	64046282 (团购)	84029450 (零售)
网 址	http://www.csspw.cn (中文域名: 中国社科网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京市大兴区新魏印刷厂	装 订	廊坊市广阳区广增装订厂
版 次	2011 年 11 月第 1 版	印 次	2011 年 11 月第 1 次印刷
开 本	710 × 1000 1/16	插 页	2
印 张	20	印 数	1—6000 册
字 数	326 千字		
定 价	40.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

序

本书是段忠东副教授在其博士论文基础上经过补充和完善完成的。段忠东是我指导毕业的博士，为他的首部学术专著出版作序，我极为高兴。段忠东从开始攻读博士学位到现在不过七载，但他在此期间已从一名工科本科毕业生（读了硕士）成长为一名经济学学者。他经历了博士论文选题的反复斟酌、撰写论文的呕心沥血，也经历了在权威期刊发表论文的欣喜亢奋。现在，他在自己的学术领域有了建树，获得了福建省社会科学优秀成果三等奖、厦门市社会科学优秀成果二等奖等奖项，成功地申报了教育部社科规划项目等多项科研项目，入选了“福建省高校新世纪优秀人才支持计划”，等等。这些成绩都是他多年在学术领域孜孜不倦、辛勤耕耘的结果，值得祝贺。

资产价格与货币政策的关系是近些年来货币政策理论研究的前沿问题之一。学者们对这一问题的关注可以追溯至20世纪30年代的费雪效应理论，之后70年代的阿尔钦等学者考察资产价格在预测未来通胀中的作用，到80年代后期伯南克、布兰德等学者提出的信贷观，等等，这一理论问题始终是货币经济学家讨论的热点。但是，早期学者们所考察的对象主要是股票价格、债券利率等金融资产价格，对房价的关注相对较少。随着近20年来世界主要经济体房地产市场的崩溃与繁荣周期循环，以及住房财富在家庭财富中所占比重的增长，房价波动对于宏观经济与金融稳定性的影响日益显著；尤其是2007年美国房地产价格下跌与住房抵押市场危机的互动与强化，成为新一轮世界经济衰退的导火索；中国的房地产市场在政策大转向下也经历了巨幅波动。这些新现象、新问题的出现使得房地产市场与宏观经济金融的关系问题再次成为中外学者关注的焦点。目前，国外学者的研究比较丰富，而国内学者对于该领域的研究还处于起步状态，主要是借鉴西方学者的思路和方法对中国的现实展开研究，理论研究和实证基础比较薄弱，有价值的研究成果还有待进一步丰富。在此种背景下，

本书作者运用理论分析与实证研究相结合的方法,就房地产价格波动对我国货币政策最终目标、货币政策中介目标以及货币政策传导机制的影响进行比较全面的研究,并对货币政策当局应如何应对房地产市场波动作出了回答。我想,本书对资产价格与货币政策关系的理论将起到深化作用。另外,本书对于新形势下我国货币政策正确把握房价稳定在“保增长、调结构和管通胀”中的重要地位,有效应对房价冲击并提高宏观经济调控的政策效力,也具有重要的现实意义。

本书建立起一个关于房地产价格与货币政策关系的研究框架。在该框架中,作者首先从房地产价格的决定及其波动影响因素入手,接下来,考察了房地产价格与宏观经济基本面的关系,房价对物价、产出和金融稳定的影响,房地产价格对货币供应量、利率和银行信贷的影响;房地产价格在货币政策传导中的作用机制和效应,以及不确定性下中央银行如何应对房价波动等主题。最后,作者就货币政策当局如何修正现有货币政策框架、如何对房地产价格的波动作出反应等重要的理论与实践问题提出相应的政策建议。全书沿着从一般到特殊、从理论到实证的研究思路,从分析房地产价格波动对于货币政策体系的一般影响入手,在基本理论分析的基础上,将研究视角定位于我国的具体实际。在研究过程中,作者较为充分地综合运用各种数理模型分析方法与计量经济分析方法,比较深入全面地研究了我国房地产市场波动对于货币政策体系的冲击。这也使得本书的结论以及政策建议建立在坚实的基础之上。本书所提出的对策建议如“综合运用直接干预与间接反应灵活应对房地产市场波动,注重房地产信贷政策在房地产调控中的重要作用,关注房地产市场对宏观金融调控可能产生的不利影响”等,都具有较强的实践价值。

本书的选题难度与工作量都比较大,全书所包含的信息量也比较大。作者在数据收集、文献整理与全书写作过程中付出了大量的心血。与国内已经出版的同类书籍比较,本书具有以下一些特点:

1. 建立新的研究框架。在已有资产价格波动与货币政策关系的著作中,鲜有著作以房价为对象,对房地产价格与货币政策关系作出系统全面的研究。但本书以房价与货币政策关系作为研究对象,建立起一个分析房价与货币政策关系的系统性研究框架,分别考察了宏观经济基本面对房价决定与波动的影响,房价对货币政策最终目标、货币政策中介目标以及货

币政策传导机制的影响,并对货币当局如何应对房价的波动提出相应的政策建议。这无疑可被视为为该领域的研究所建立的新的研究框架。

2. 拓展新的研究视角。本书首次较为全面地研究了我国房地产价格波动对通胀率与产出水平的影响。作者运用一个数理模型与四象限模型分析了房地产价格影响物价与总需求的机制,并利用协整与误差修正模型等计量分析技术对我国房地产价格波动与物价、产出之间的关系进行了实证检验。接下来,作者建立了一个动态化系统,考察在引入房地产价格之后,由货币市场与商品市场组成的系统是否具有动态稳定性,以及房价变动对货币供求、市场均衡利率的影响;并且,借助于协整与误差修正模型等计量工具,实证检验了我国房地产价格波动对货币供求与市场利率的影响。从国内现有相关研究看,本书在该领域的研究具有一定的开创性和领先性。

3. 提出新的研究观点。在严格的理论分析基础上,本书作者提出,在高涨的房地产市场环境中,随着房价的上涨,房地产市场将起到扩张性货币政策效力放大器和紧缩性货币政策效力衰减器的作用;并且,由于房地产对于银行信贷的抵押物效应,房地产市场的高涨增强了货币供给的内生性,从而削弱了紧缩性货币政策的效力。另外,我国房价的高涨增强货币供给的内生性,意味着我国房地产市场的高涨日益成为创造市场流动性的一个重要来源,这一观点对流动性过剩问题作出了较为独到的解释,具有较强的说服力。

4. 研究方法有所创新。作者在实证研究房地产价格波动对消费的影响时,在国内研究中首次利用反事实模拟方法考察了房价波动影响消费的效应,这也是对国内现有相关研究的方法论创新。

当然,本书也还存在一些不足:如本书将研究视角定位为封闭经济条件,未对开放经济条件下的相关问题加以深入研究;另外,本书多个章节的内容还有继续深入挖掘的空间;并且,随着时间的推移,统计数据的获取将更为全面和完善,这使得更进一步的实证研究有可能得出新的结论。我想,这些都有待于作者在未来的研究工作中加以完善和拓展。但是,总体来看,本书不失为目前国内资产价格与货币政策研究领域的一本优秀著作,具有较高的学术价值和应用价值,因此,我愿意向全国的读者推荐。

曾令华

2011年11月于湖南大学

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 简要的文献回顾	3
一 房地产价格对货币政策最终目标的影响	3
二 房地产价格对货币政策中介目标的影响	5
三 房地产价格对货币政策传导的影响	7
四 货币政策应对房地产价格波动的反应	9
第三节 研究对象与研究方法	11
第四节 研究思路、研究内容与结构安排	12
一 研究思路	12
二 研究内容与结构安排	13
第二章 房地产价格波动与宏观经济基本面的关系	16
第一节 问题的提出与文献综述	16
第二节 宏观经济基本面作用于房地产价格	
决定与波动的理论分析	20
一 房地产产品的典型特征	20
二 基于四象限三市场静态模型的分析	22
三 基于动态资产市场模型的分析	31
第三节 房价波动与宏观经济基本面关系的实证研究	33
一 研究方法与数据处理	33
二 我国 14 个城市房地产价格波动的基本特征	36
三 实证检验结果与分析	40
四 结论与启示	48
第三章 房地产价格与货币政策最终目标	50

第一节 货币政策最终目标理论的简要回顾	50
第二节 房地产价格与通货膨胀、产出关系	51
一 研究背景与问题的提出	51
二 文献综述	52
三 理论分析框架	55
四 我国房地产价格与通货膨胀、产出的基本走势与特征	59
五 研究方法、变量选择与数据处理	62
六 实证检验结果与分析	64
七 结论与启示	82
第三节 房地产价格波动与金融稳定的关系	83
一 引言	83
二 相关的理论研究进展	84
三 相关的实证研究进展	89
四 房地产价格波动引发金融不稳定的条件	92
五 结论与启示	94
第四章 房地产价格与货币政策中介目标	96
第一节 货币政策中介目标理论的简要回顾	96
第二节 文献综述	98
一 房地产价格对货币供应量与利率的影响	98
二 房地产价格对银行信贷的影响	101
第三节 房地产价格波动对货币供求与利率的影响	103
一 理论分析框架	104
二 研究方法、变量选择与数据处理	118
三 实证研究结果与分析	122
四 结论与启示	136
第四节 房地产价格波动对银行信贷增长的影响	137
一 房地产价格波动影响银行信贷的理论分析	137
二 实证检验结果与分析	139
三 结论与启示	150
第五章 房地产价格与货币政策传导的理论分析与国际经验	152
第一节 房地产市场的货币政策传导:理论基础	152

一 货币政策传导理论的简要回顾·····	152
二 房地产市场的货币政策传导渠道: 货币政策冲击对房价的影响·····	154
三 房地产价格波动对消费的影响·····	159
四 房地产价格波动对投资的影响·····	165
第二节 房地产市场对货币政策传导效率的经验证据·····	167
一 西方各国住房与住房抵押市场制度特征·····	167
二 房地产价格对货币政策传导的国际经验·····	174
第三节 小结·····	184
第六章 房地产价格与货币政策传导的中国的经验研究·····	186
第一节 货币政策冲击对房地产价格影响的实证研究·····	186
一 研究方法与变量选择、数据处理·····	186
二 实证研究结果与分析·····	189
第二节 房地产价格波动与消费增长的实证研究·····	201
一 问题的提出与国内文献简述·····	201
二 货币政策传导中房地产价格对消费的 作用:反事实模拟研究·····	202
三 房地产价格与消费的长期均衡与短期 波动关系:协整分析·····	209
四 房地产价格与消费关系的面板数据模型分析·····	213
五 对实证研究结果的解释:我国住房抵押 市场制度性特征分析·····	215
六 结论与启示·····	221
第三节 房地产价格波动与投资增长的实证研究·····	222
一 研究背景与文献简要回顾·····	222
二 房价波动的投资效应:基于我国 总量数据的协整分析·····	226
三 房地产价格波动与投资关系的面板数据模型分析·····	232
四 结论与启示·····	233
第七章 房地产价格波动与货币政策调控·····	235
第一节 不确定性下的房地产价格波动与	

货币政策反应:文献综述	235
一 货币政策不应该对房地产泡沫进行事前的直接干预	236
二 货币政策应该对房地产泡沫进行事前的直接干预	243
三 应对房地产价格波动的货币政策框架修正	248
四 货币政策与金融监管应该积极协调与配合	249
五 货币政策对于房价的波动作出反应吗: 来自经验研究的证据	250
六 结论与启示	253
第二节 应对房价波动的我国货币政策	
实践与未来策略选择	257
一 我国货币政策调控房地产价格的历史实践	257
二 应对房价波动的我国货币政策未来策略选择	263
结论	268
附录 本书实证研究所使用的数据	274
参考文献	290
后记	307

第一章 绪论

第一节 研究背景与意义

从全球范围来看，历史上曾经发生过许多次资产价格的繁荣与破灭，房地产价格也不例外。日本在 20 世纪 80 年代中后期，伴随着金融自由化的进程，大量资金涌入资产市场，发生了房地产价格的大幅度上涨。“泡沫经济”期间，东京的商业用地价格涨了 3.4 倍，住宅地价涨了 2.5 倍。到 1991 年之后，地产价格出现逆转，东京的圈市街地平均价格在 1992 年、1993 年、1994 年分别下降了 7.6%、14.0%、10.3%（以 1990 年为 100）。和日本的经历相似，英国的房地产价格在 20 世纪 80 年代后半段的四年间大幅度上涨。1985—1987 年间，英国的住房价格几乎翻了两倍，1988 年住房价格的年度上涨率达到约 35%。在 1990—1994 年间，英国的房地产价格则下降了 20%。自 1995 年以来，除了日本和德国等少数国家之外，大多数发达国家的房地产价格均出现了大幅度的上涨：爱尔兰涨了 3 倍，而瑞士和英国涨了两倍，澳大利亚、西班牙和瑞典的房价至少涨了 2/3。1995 年美国的房地产市场从上一轮衰退中复苏，到 2005 年前后，美国的房地产市场历经了近十多年的繁荣，美国的最权威房价指数——标准普尔—希勒住房价格指数，其名义价格在 1996 年第四季度至 2006 年第一季度累计上涨了 130%（达到约 230 点），其真实房价指数则累计上涨了 60%，其涨幅之大、持续时间之久，是第二次世界大战以后从未有过的；而伴随着次贷危机的爆发，2006 年 8 月，标准普尔—希勒住房价格指数开始下跌，直到 2008 年 8 月跌至 164.57 点，跌幅达到 28%。

从我国房地产业的发展历程来看，房地产价格也曾经出现过大幅度的波动甚至区域性的房地产泡沫。我国 1992—1993 年在全国出现了房地产

热,典型的例子有1988—1991年期间的海南房地产市场的繁荣与崩溃,以及北海的地产泡沫。房地产市场的过度繁荣与随后的泡沫破灭对于当地的金融与经济产生了严重的负面影响。总体来看,从1988年至今,我国的房地产价格波动大致可分为三个阶段:一是1988—1993年的持续上升阶段,这一阶段商品房销售价格增速不断提高,从1988年的23.21%提高到1993年的29.84%。二是1993—1999年的持续下降阶段,这一时期商品房销售价格增速持续回落,到1999年降为-0.47%。三是1999—2009年的上升阶段。1999年以后商品房销售价格增速恢复上升趋势,增速逐年提高,到2005年提高到19.46%。2004年之前,商品房价格增速上升幅度较小,属于缓慢提升阶段,从2004年开始大幅度提升。随着2006年美国次贷危机的爆发,全球性经济衰退对我国经济产生不利影响,我国的房地产市场于2007年年底开始出现低迷,房地产价格由2007年年底的历史高点开始回落,至2009年1月到达短期底部,如国房景气指数由2007年12月的109.97点回落到2009年1月的94.86点。之后,在国家各项救市政策的作用下房地产市场开始复苏,房价也开始出现爆发式的增长,国房景气指数至2009年12月达到115.2点,创历史新高。

房地产价格引起了各国货币当局的关注,是因为房地产价格通过一系列的机制与渠道,对一国中央银行的货币政策体系产生重要影响。房价波动对于一国货币当局所适用货币政策体系的影响是全方位的,主要表现之一是,房价的波动开始日益成为一国宏观经济的先行指示器,房价的大幅度上涨可能意味着未来物价与产出水平的高涨,而房价的大幅度下跌则可能预示着未来宏观经济的紧缩甚至衰退。房价与宏观经济之间的这种相互关联已经为许多的历史实践所证实。特别是,美国的经济运行状况显示,2006年以来,美国房地产价格下跌与住房抵押市场危机的互动与强化,已经成为引发新一轮美国经济衰退,甚至全球性经济衰退的重要根源。因此,以维持物价水平稳定为最终目标的货币政策当局必须对房地产市场保持高度的关注。此外,由房地产价格泡沫破灭所可能引发的信贷紧缩与金融体系的不稳定,也是中央银行关注于房地产市场的重要理由之一。

随着房地产市场在一国经济中所占比重的增加,住房财富在一国家庭财富占比的上升,房地产市场开始日益成为传导货币政策的重要渠道。一国中央银行的货币政策变动将通过房地产资产市场实现向实体经济的传

播,在不同的住房抵押市场制度下,房地产市场对于货币政策的传导效率是各异的,但无论如何,中央银行在制定货币政策时必须考虑到房地产市场波动对于货币政策传导的种种影响,在适当时候采取措施抵消这种影响,才有可能保证货币政策的有效实施。

关于资产价格波动与货币政策关系的问题,一直以来都是货币经济学研究的最前沿问题,学者们围绕二者的关系展开了大量的理论与实证研究。但是不足的是,已有的大量研究都是以股票价格作为研究对象,单独以房地产价格作为研究对象的文献相对较少。只是到了近些年以来,学者们才开始逐渐地将研究集中到房地产市场,研究房地产市场对货币政策体系的重要影响。根据笔者的检索结果发现,国内学者对于该领域的研究还处于起步状态,有价值的研究成果屈指可数。因此,笔者把房地产价格与货币政策关系作为选题,试图建立起一个房地产价格与货币政策关系的研究框架,运用理论分析与实证研究相结合的方法,就房地产价格波动对我国货币政策最终目标、货币政策中介目标以及货币政策传导机制的影响进行比较全面的研究,并最终对货币当局应该如何对房地产价格波动作出反应和应对的问题作出回答。这对于货币政策当局正确处理房地产价格波动对货币政策体系的冲击,适当对现有政策框架作出调整,具有重要的参考价值。总之,无论是对于货币政策的理论研究,还是对于政策当局的政策制定,本书的研究选题都将具有重要的理论价值与现实意义。

第二节 简要的文献回顾

房地产价格与货币政策的关系问题,是一个十分复杂的研究课题。尽管国内外学者对相关问题已经展开了大量的研究,但是却缺乏在一个统一的框架中,对房地产价格与货币政策的关系进行分析,大多数研究都是从某一个角度进行的。本章将从整体上对房地产价格与货币政策关系的国内外相关研究进行一个简要的回顾。

一 房地产价格对货币政策最终目标的影响

(一) 房地产价格对通货膨胀与产出的影响

关于房地产价格与通货膨胀关系的研究,主要沿着两个方向:一个是

考虑怎样将资产价格纳入一个广义的通货膨胀测量指标中去。阿尔钦和克莱因 (Alchian and Klein, 1973) 提出了跨期生活成本指数 (ICLI) 的概念, 认为资产价格反映了人们对未来商品与服务的预期, 因此可用作未来商品与服务价格的代理变量^①。沿着阿尔钦和克莱因的思路, Shibuya (1992)^②、Shiratsuka (1999)^③ 等学者进行了大量的研究, 考察是否应该以及如何将资产价格包含进入广义的通货膨胀指标中。另一个关于资产价格与通货膨胀关系的研究方向是考察资产价格波动对于未来通货膨胀与产出的影响及二者之间的稳定联系。古德哈特和霍夫曼 (Goodhart and Hofmann, 2000)^④、Kontonikas 和 Montagnoli (2002)^⑤、Bryan、Cecchetti 和 Sullivan (2002)^⑥ 等的研究发现, 大部分研究都支持资产价格, 尤其是房地产价格对于未来的通货膨胀与产出具有显著的预测力, 并且这种预测力强于股票价格的预测力。

国内学者大都是沿着第一个研究方向, 如汪恒 (2007)^⑦、封北麟、王贵民 (2006)^⑧、陆军等 (2007)^⑨ 建立了中国的金融状况指数。以房价作为对象, 探讨其与通货膨胀关系的文献很少, 具有代表性的主要有王

① Alchian, Armen A., and Benjamin Klein, On a Correct Measure of Inflation [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1973, 5 (1): 173 - 191.

② Shibuya, H., Dynamic Equilibrium Price Index: Asset Price and Inflation [J]. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 1992, 10 (1): 95 - 109.

③ Shigenori Shiratsuka, Asset Price Fluctuation and Price Indices [C]. *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 1999, December: 103 - 128.

④ Goodhart, Charles and Hofmann, Boris, Financial Variables and the Conduct of Monetary Policy [J]. *Sveriges Riksbank Working Paper No. 112*, 2000, 1 - 23.

⑤ Kontonikas, A., Montagnoli, A., Has Monetary Policy Reacted to Asset Price Movements: Evidence From The UK [C]. Paper presented for 6th International Conference on Macroeconomic Theory and Policy, Rethymno, Crete, 2002, 1 - 22.

⑥ Bryan, Michael F., Cecchetti, Stephen G. and O'Sullivan, Roisin, Asset Price in the Measurement of Inflation [J]. *NBER Working Paper No. 8700*, 2002, 1 - 38.

⑦ 汪恒:《资产价格对核心通货膨胀指数的修正》,《数量经济技术经济研究》2007年第2期。

⑧ 封北麟、王贵民:《金融状况指数 FCI 与货币政策反应函数经验研究》,《财经研究》2006年第12期。

⑨ 陆军、梁静瑜:《中国金融状况指数的构建》,《世界经济》2007年第4期。

维安等 (2005)^①、中国人民银行南昌中心支行课题组 (2006)^② 等。

(二) 房地产价格对金融稳定的影响

大多数研究都是以资产价格作为对象,考察资产价格波动对金融稳定的影响。其中,相当多的学者强调,资产价格的大幅度波动与银行信用的快速大幅度扩张相结合,是引发金融不稳定的重要原因。伯南克和洛恩 (Bernanke and Lown, 1991) 考察了资产价格的下跌如何引发全面的银行信用紧缩^③。戈茨·冯彼得 (Goetz von Peter, 2004) 沿着这一方向作出了有价值的贡献,他研究了大范围的违约如何影响银行体系,认为信用、资产价格和贷款损失之间的相互作用对于金融不稳定的发生具有解释力^④。理查德·J. 赫林和苏珊·瓦赫特 (Richard J. Herring and Susan Wachter, 1999) 将研究视角从资产价格定位于房地产价格,考察了银行部门低估对房地产部门过度暴露之风险的原因,主要解释有:灾难短视与低频率冲击、不充分的数据与错误的分析、不恰当激励与道德危害^⑤。

大量的实证研究都集中在股票价格,关于房地产价格与金融体系稳定性关系的实证研究相对较少,研究程度还有待进一步的深入。如 Paul Hilbers、Qin Lei 和 Lisbeth Zacho (2001) 运用一个小型的 Logit - probit 模型,检验了房地产价格与金融危机之间的经验关系^⑥。

二 房地产价格对货币政策中介目标的影响

(一) 房地产价格对货币供应量的影响

弗里德曼 (Friedman, 1988) 在该研究领域作出了开创性的贡献,他

① 王维安、贺聪:《房地产价格波动与通货膨胀预期》,《财经研究》2005年第12期。

② 课题组:《对我国CPI统计方法的改进:基于房地产价格与CPI相关实证分析》,《经济动态》2006年第10期。

③ Bernanke, Ben and Cara Lown. The Credit Crunch [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991 (2): 205 - 239.

④ Goetz von Peter, Asset Prices and Banking Distress: A Macroeconomic Approach [J]. BIS Working Papers No. 167, 2004, 1 - 49.

⑤ Richard J. Herring and Susan Wachter, Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective [J], The Wharton Financial Institutions Center Working Paper 99 - 27, 1999, 1 - 110.

⑥ Paul Hilbers, Qin Lei and Lisbeth Zacho, Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness [J]. IMF Working Paper wp/01/129, 2001, 1 - 33.

将股票价格与货币量之间的关系归纳为财富效应、资产组合效应、交易效应与替代效应,并对此进行了实证检验^①。借鉴弗里德曼、菲尔德(Field)等人的思路与研究方法,我国学者在该领域的研究绝大多数都集中于探讨股票市场发展对货币需求的影响,认为股票市场的发展改变了货币需求函数的稳定性,如石建民(2001)^②、易纲、王召(2002)^③、中国人民银行研究局课题组(2002)^④、周诚君(2005)^⑤等。与股票价格相比,以房地产价格作为对象的相关研究十分稀少,我国学者王维安、贺聪(2005)^⑥首次将房地产价格的波动纳入货币市场均衡的分析框架中,从理论上探讨了房地产价格影响货币供求的机制。

(二) 房地产价格对银行信贷的影响

沿着“信贷观”的思路,伯南克、格特勒和吉尔克里斯特(Bernanke, Gertler and Gilchrist)在一系列的论文中考察了资产价格波动对于银行信贷的影响。他们认为,由于资产价格所具有的抵押物特征,资产价格波动将通过改变融资双方的融资溢价,而对银行的信贷供给产生影响。对此,学者们展开了实证检验,Davis和Haibin Zhu(2004)^⑦、Gerlach和Peng(2005)^⑧等的研究发现,房地产价格的上涨对银行信贷起到推动作用。我国关于房地产价格影响银行信贷的理论和实证研究十分有限。武康

① Friedman, F., Money and Stock Market [J]. *Journal of Political Economy*, 1988, 1996 (2): 221-245.

② 石建民:《股票市场、货币需求与总量经济:一般均衡分析》,《经济研究》2001年第5期。

③ 易纲、王召:《货币政策与金融资产价格》,《经济研究》2002年第3期。

④ 中国人民银行研究局课题组:《中国股票市场发展及货币政策完善》,《金融研究》2002年第4期。

⑤ 周诚君:《体制转轨中资产价格波动的宏观效应研究》,经济科学出版社2004年版,第212—247页。

⑥ 王维安、贺聪:《房地产价格与货币供求:经验事实和理论假说》,《财经研究》2005年第5期。

⑦ Davis, Philip and Haibin Zhu, Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-country Evidence [J]. BIS Working Papers, No. 150, 2004, 1-37.

⑧ Stefan Gerlach and Wensheng Peng, Bank Lending and Property Prices in Hong Kong [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2005 (29): 461-481.

平、皮舜等 (2004)^① 进行了理论研究, 张涛等 (2006)^②、李健飞等 (2005)^③ 则进行了实证检验。

三 房地产价格对货币政策传导的影响

(一) 房地产价格对消费的影响

传统的关于资产价格影响消费的理论依据是莫迪格利安尼等提出的消费的生命周期理论与弗里德曼在《消费函数理论》中提出的持久收入理论。沿着这一思路, 赛奈和索尔斯 (Sinai and Soules, 2003)^④、坎贝尔和科柯 (Campbell and Cocco, 2005)^⑤ 等考察了房地产价格对单个家庭影响的异质性。而迈尔斯 (Miles, 1994) 则对住房价格变动能够通过财富效应渠道影响个人消费支出提出质疑^⑥。针对实证检验中房地产价格对消费具有显著影响的事实, 一些学者对房地产价格影响消费的资产负债表渠道进行考察。Aoki 等 (2002) 基于 BBG 的金融加速器模型, 建立一个一般均衡模型, 分析了住房价格的波动对于家庭消费支出的影响^⑦。Iacoviello (2004) 也为此建立了一个简单的动态一般均衡模型^⑧。另外, 路德维格和斯洛克 (Ludwig and Slok, 2002) 提出了房价波动影响消费的预期与信心效应^⑨。

① 武康平、皮舜、鲁桂华:《中国房地产市场与金融市场共生性的一般均衡分析》,《数量经济技术经济研究》2004 年第 10 期。

② 张涛、龚六堂、卜永祥:《资产回报、住房按揭贷款与房地产均衡价格》,《金融研究》2006 年第 2 期。

③ 李健飞、史晨昱:《我国银行信贷对房地产价格波动的影响》,《上海财经大学学报》2005 年第 4 期。

④ Todd Sinai and Nicholas S. Soules, Owner-occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk [EB/OL]. 2003, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1233.pdf>.

⑤ Campbell, J. and Cocco, J., How do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data [J]. NBER Working Paper 11534, 2005.

⑥ Miles D. Housing, *Financial Markets and the Wider Economy* [M]. John Wiley and Sons, New York, 1994.

⑦ Aoki, Proudman and Vileghe, House Price, Consumption and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach [J]. Bank of England Working Paper No. 169, 2002, 5-41.

⑧ Iacoviello, M., House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle [J]. Boston College Working Paper No. 542. 2004, 2-40.

⑨ Ludwig, A. and Slok, T., The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries [J]. International Monetary Fund Working Paper 02/1. 2002.