



中南财经政法大学
青年学术文库

住房价格波动的时空特征、 传导机理与金融风险研究

Research on the Temporal and Spatial
Characteristics of Housing Price Fluctuation, Transmission
Mechanism and Financial Risk

卢建新 ○ 著



中国社会科学出版社



中南财经政法大学
青年学术文库

住房价格波动的时空特征、 传导机理与金融风险研究

Research on the Temporal and Spatial
Characteristics of Housing Price Fluctuation, Transmission
Mechanism and Financial Risk

卢建新○著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

住房价格波动的时空特征、传导机理与金融风险研究 / 卢建新著. —北京:
中国社会科学出版社, 2018. 6

(中南财经政法大学青年学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5203 - 2352 - 9

I. ①住… II. ①卢… III. ①房价—研究—中国 IV. ①F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 076169 号

出 版 人	赵剑英
责任编辑	徐沐熙
特约编辑	林 贤
责任校对	温树营
责任印制	戴 宽

出 版	中国社会科学出版社
社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编	100720
网 址	http://www.csspw.cn
发 行 部	010 - 84083685
门 市 部	010 - 84029450
经 销	新华书店及其他书店

印刷装订	北京君升印刷有限公司
版 次	2018 年 6 月第 1 版
印 次	2018 年 6 月第 1 次印刷

开 本	710 × 1000 1/16
印 张	20.25
插 页	2
字 数	323 千字
定 价	68.00 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营销中心联系调换
电话:010 - 84083683
版权所有 侵权必究

作者简介

卢建新（1974—），男，湖北孝昌人，经济学博士、博士后，中南财经政法大学金融学院教授，硕士生导师。主要研究领域为房地产金融与投资、投资学、公司金融。2008年9月-2011年9月在复旦大学做博士后研究；2010年2月-2011年7月在美国波士顿大学经济系做访问研究。出版专著《内部资本市场配置效率研究》，北京大学出版社2008年，《内外部资本市场互动关系及其政策效应》，光明日报出版社2013年；主持国家社科基金青年项目、财政部中长期项目、湖北省教育厅哲学社会科学研究重大项目、中国博士后科学基金项目、湖北省教育科学基金项目等十余项，发表学术论文四十余篇。

内容简介

在现代经济中，房地产市场日益成为金融风险高度积聚的重要载体和金融危机爆发的策源地。住房作为房地产市场中最重要的一部分，其价格波动成为风险最直接的表现形式，并成为社会公众和政策制定者普遍关注的焦点。本书在刻画房价波动时空特征的基础上，详细分析了房价波动对消费、投资、金融市场的影响机理及其风险，并运用DSGE模型测度了房价波动的宏观溢出效应。本书认为：房价波动在时间上具有序列相关和均值回归特征，在空间上存在连锁效应；房价波动对消费的影响因收入高低而不同，对住房投资和金融市场的稳定性有显著影响；需求偏好冲击是影响住房市场波动的主要原因。因此，控制房价波动风险责任重大。

封面设计：光天文化设计工作室
longhuidesign@163.com

本书受中南财经政法大学出版基金资助

《中南财经政法大学青年学术文库》

编辑委员会

主 任：杨灿明

副主任：吴汉东 姚 莉

委 员：（按姓氏笔画排序）

朱延福 朱新蓉 向书坚 刘可风 刘后振

张志宏 张新国 陈立华 陈景良 庞凤喜

姜 威 赵 曼 胡开忠 胡贤鑫 徐双敏

阎 伟 葛翔宇 董邦俊

主 编：姚 莉

目 录

导 论	(1)
一 问题的提出	(1)
二 研究的意义	(3)
三 研究思路、内容与方法	(5)
四 创新与不足	(7)
第一章 房价波动的时间特征	(10)
一 文献综述	(12)
二 房价波动时间特征的理论模型	(15)
三 估计思路与数据描述	(18)
四 我国城市房价波动时间特征的实证分析	(21)
五 我国区域房价波动时间特征的实证分析	(26)
六 主要结论	(31)
第二章 房价波动的空间特征	
——基于连锁效应的视角	(33)
一 文献综述	(34)
二 房价波动连锁效应及其形成机理	(41)
三 我国房价的区域波动特征	(45)
四 房价波动连锁效应的实证分析和解释	(52)
五 主要结论	(69)

第三章 房价波动对消费的影响机理和风险分析

- 基于财富效应的视角 (72)
- 一 文献综述 (73)
- 二 房价波动对消费影响的理论分析与模型构建 (79)
- 三 我国住房财富效应存在性及大小的实证检验 (86)
- 四 房价波动对消费影响的区域性差异：基于面板门
限模型的实证分析 (92)
- 五 主要结论 (122)

第四章 房价波动对投资的影响机理和风险分析 (124)

- 一 文献综述 (125)
- 二 房价波动影响投资需求的理论分析 (129)
- 三 理论模型 (135)
- 四 房价波动与住房投资动态关系的实证分析 (141)
- 五 主要结论 (172)

第五章 房价波动对金融市场的影响机理和风险分析 (174)

- 一 文献综述 (175)
- 二 房价波动对金融市场的影响机理 (179)
- 三 房价波动对金融市场影响的理论分析 (184)
- 四 计量模型与方法 (187)
- 五 数据选取、检验与模型构建 (190)
- 六 房价波动与金融市场相互影响的实证分析 (200)
- 七 主要结论 (212)

第六章 房价波动的宏观溢出效应

- 基于 DSGE 模型的贝叶斯估计 (214)
- 一 文献综述 (215)
- 二 动态随机一般均衡理论 (219)
- 三 植入住房部门的 DSGE 模型构建 (230)
- 四 参数估计与脉冲响应分析 (243)

五 冲击解释与溢出效应	(257)
六 主要结论	(261)
结论与政策建议	(263)
一 主要结论	(263)
二 政策建议	(267)
附 录	(273)
一 第一章附录	(273)
二 第五章附录	(275)
参考文献	(292)
后 记	(314)

导 论

一 问题的提出

在现代经济中,房地产市场日益成为金融风险高度积聚的重要载体和金融危机爆发的策源地。^①据谢经荣等(2002)的统计,自1980年以来爆发的16次较为严重的金融危机中,就有12次与房地产泡沫有关。2007年美国发生的次贷危机给美国及全球金融市场和经济发展带来的负面影响极其深远。由此可见,如果房地产市场风险控制不当,则会带来灾难性后果。

住房作为房地产市场中最重要的重要组成部分,其价格波动成为风险最直接的表现形式,并成为社会公众和政策制定者普遍关注的焦点。这是因为:第一,住房是家庭最大的单个投资^②,房价波动不仅影响着人们的居住水平和生活质量,而且也是家庭面临的最主要的金融风险^③;第二,

① 卢建新、苗建军:《中国城市住房价格动态特征及其影响因素》,《投资研究》2011年第7期。

② 最新调查数据表明,2015年中国居民家庭拥有的房产价值户均已经达到了55.3万元,占家庭总资产的70.9%;在城镇家庭中,户均总资产为247.6万元,住房资产为93万元,其占比为37.6%;在农村家庭中,户均总资产为37.7万元,住房资产为22.3万元,其占比为59.2%(详见甘梨《中国家庭金融调查报告2015》,2016年, <http://money.sohu.com/s2012/jrd-cbg2012/>)。

③ 调查数据表明,在有负债的城镇家庭中,户均总负债为198581元,户均房产负债为105239元,其占比高达53.0%;在有负债的农村家庭中,户均总负债为56205元,户均房产负债为22685元,其占比为40.4%。无论是在城镇还是在农村,住房负债都是家庭债务中占比最大的一项,是家庭最主要的负债来源(详见甘梨、尹志超、谭继军《中国家庭金融调查报告2014》,西南财经大学出版社2015年版,第141页)。

住房市场与金融市场之间的共生关系使得房价波动风险高度集中于银行体系,进而直接威胁着我国金融稳定和金融安全;第三,房价波动对整个国民经济具有牵一发而动全身的波及作用,从而直接影响着社会经济的和谐发展和宏观调控效果。^①

为了促进房地产市场健康发展,稳定住房价格,《“十三五”规划纲要》中提出了“优化住房供给结构,促进市场供需平衡,保持房地产市场平稳运行。在住房供求关系紧张地区适度增加用地规模,在商品房库存较大地区,稳步化解房地产库存,扩大住房有效需求”的重要战略部署。这些部署无疑为促进我国房地产市场健康发展,稳定住房价格确立了一个行动指南,但换个角度来看,也凸显出加强房价波动与金融风险研究的重要性。

为了控制房价波动风险,我们应该首先弄清其动态特征(即时间特征和空间特征)。那么,我们应如何刻画房价的动态特征呢?国外研究表明,房价在时间维度上具有序列相关和均值回归特性(Abraham & Hendershott, 1996; Malpezzi, 1999; Meen, 2002; Capozza et al., 2004, Glin-dro et al., 2008);在空间维度上具有连锁效应(MacDonald & Taylor, 1995; Meen, 1996a, 1999, 2003; Meen & Andrew, 1998; Cook, 2005; Chen et al., 2011)。由于我国房地产市场在20世纪90年代以后才开始快速发展,并且住房金融制度和地区市场化程度与西方发达国家存在显著差异,因而我国城市房价动态特征可能会受到这些因素的影响。考虑到特殊的住房市场环境后,我国城市房价动态是否还具有类似特征呢?^②如果答案是肯定的,那么,还有哪些因素会影响这些动态特征呢?进一步,房价波动如何对消费、投资、金融市场和宏观经济产生影响,其传导机理是什么?最终会引发哪些金融风险?本书试图对这些问题作初步探讨。

① 卢建新、苗建军:《中国城市住房价格动态特征及其影响因素》,《投资研究》2011年第7期。

② 同上。

二 研究的意义

（一）有利于认清住房价格波动的时空特征

房价稳定是相对的，波动是绝对的。我们只有认清房价波动的时空特征，才能有效降低房价波动的金融风险。国外研究表明，房价在时间维度上具有序列相关和均值回归特性，在空间维度上具有连锁效应。我国住房金融制度和地区市场化程度与西方发达国家明显不同，因而城市和区域房价动态特征可能会受到这些因素的影响。考虑到这些特殊性后，我国房价动态是否还具有类似特征呢？本书利用二阶差分方程来刻画房价波动的序列相关和均值回归特征，并进行了实证检验。对于房价波动的空间特征（主要是连锁效应），本书利用相关系数、格兰杰因果检验和 GARCH-BEKK 模型来进行分析。这些分析有助于揭示我国区域内和区域间房价波动连锁效应的传导路径，找到房价波动的领先城市，从而为制定差异化的住房调控政策，协调区域间住房市场发展提供一定的理论支持。

（二）有利于把握房价波动对消费影响的区域差异

我国幅员辽阔，城市分布较广，不同城市和区域之间的收入和房价差别较大。调控房价，拉动内消，是一种长期宏观调控政策。如果区域收入和房价差异对房价波动影响消费带来不同的传导机制，那么就應該把握这种区域差异的影响。本书运用面板门限模型来分析房价波动对消费影响的区域性差异。在区域性差异研究中，不可避免涉及区域划分问题，如果进行人为的划分，可能会出现内在关系不合理的情况。门限模型可以针对门限变量自动分组，这样就增加了分析的科学性和可信性。本书以收入和房价为门限变量来处理区域差异，这有助于把握房价波动影响消费的区域差异。

（三）有利于掌握房价波动对投资的影响机理

在宏观经济总需求中，投资需求是其中最具活力的部分，它通过乘数效应直接引起国民收入的变动。反过来，国民收入的波动又通过加速

数效应来引致投资的波动。^① 由既有研究可知,住房投资又是投资需求中最具活力的部分,其波动性远高于其他种类的投资,对经济总量波动具有一定的预测功能。^② 因此,房价波动到底会对住房投资需求产生何种影响,以及产生这种影响的机制是什么等问题进行深入研究,是分析房价波动对宏观经济影响的关键一步。本书分析了托宾 Q 效应和资产负债表效应等引起投资波动的传导机理,并运用 VAR 模型、脉冲响应函数和方差分解方法来进行实证检验,这有利于掌握房价波动对投资的影响机理。

(四) 有利于防范房价波动给金融市场带来的风险

住房市场与金融市场具有共生关系,这种共生关系使得房价波动的风险高度集中于银行体系,进而通过信贷传导、直接投资效应、托宾 Q 效应和资产负债表效应等对股市和外汇市场运行带来风险。国内外实践经验表明,如果房地产市场风险控制不当,则会给金融市场带来灾难性的后果。在经济全球化背景下,我们不能只看到房价波动会引起国内股票市场波动,还要看到房价波动会导致短期国际资本的流动进而导致外汇市场的波动,外汇市场的波动反过来又会加剧国内金融市场的波动程度。因此,研究房价波动与金融市场的动态关系具有重要的现实意义。

(五) 有利于制定房地产市场宏观调控政策

本书运用动态随机一般均衡(Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE)模型对经济中的家庭、企业、住房部门、央行等进行理论刻画,通过设定约束条件得到优化方程,并假定市场均衡时用加总的方法得到总体经济满足的方程。该模型把宏观经济分析建立在个体分析的基础上,并对经济的长期均衡状态及短期的动态调整过程进行细致的刻画,从而将长短期分析有机结合起来。另外,DSGE 模型建立在深层次结构参数的识别基础之上,通过局部政策参数的修改可以很好地进行政策比较,这为制定房地产市场宏观调控政策提供了一个合理的分析框架。因此,本

① 程永文、孙刚、洪世勤:《住房市场过度投资效应检验》,《财经理论研究》2014 年第 5 期。

② 同上。

书既是 DSGE 理论在分析中国住房市场上的运用,又具有很强的现实指导意义。

三 研究思路、内容与方法

(一) 研究思路

房价波动是相对均衡价格而言的,它会给消费、投资、金融市场稳定以及宏观经济运行带来风险。为此,我们必须掌握房价波动的时空特征及其决定因素,进而掌握房价波动影响消费、投资、金融市场稳定、宏观经济运行的传导机理及其风险,这样才能制定有效的房地产宏观调控政策,从而最大限度地降低金融风险。本书将沿着这条思路展开研究。研究的重点是:房价波动的时空特征;房价波动影响消费、投资、金融市场和宏观经济运行的传导机理及其风险。研究的难点是:房价波动的连锁效应;全面评价房价波动给宏观经济运行带来的金融风险。

(二) 研究内容与方法

基于上述内在逻辑,本书的主要内容及研究方法如下。

1. 均衡房价决定及其波动的时空特征

本书从城市和区域两个层面来刻画房价波动的时间特征。本书遵循经典文献的思路来研究城市和区域房价波动的时间特征:首先,我们利用简约方程来估计住房基本价值,除一些基本变量外,还将增加地区市场化程度等关键变量进行面板回归分析。其次,我们利用二阶差分方程来刻画短期房价波动的序列相关、均值回归和同期调整特征。再次,考虑城市或区域因素的作用对房价波动时间特征的影响。最后,分别利用 35 个大中城市和 30 个省市面板数据来进行实证检验。

对于房价波动的空间特征(主要是连锁效应),本书利用相关系数、格兰杰因果检验和 GARCH-BEKK 模型来进行分析。在分析房价波动连锁效应及其形成机理的基础上,本书把我国 32 个大中城市按地理位置和经济水平划分为东北、华东、华北、华中、华南和西部六个区域,分别依次构建各区域房价模型,考察各区域模型的相关系数差异,然后选取华

东区域作为我国区域内房价波动连锁效应研究的代表区域,使用格兰杰因果检验、主成分分析法和 GARCH-BEKK 模型对房价之间的互动关系和连锁效应进行检验和分析。

2. 房价波动对消费的影响机理和风险分析

作为实物资产的重要组成部分,住房对居民总财富的影响越来越大,地位也越来越重要,因而房价波动对消费影响日益增强。在房价过高,消费不足的双重压力下,对房价波动与消费问题进行研究尤为重要。本书在分析房价波动对消费影响机理的基础上构建理论分析模型,然后用 2001 年第一季度至 2012 年第四季度的季度数据实证检验我国住房财富效应存在性及大小,最后以收入和房价为门限变量构建面板门限模型来分析房价波动对消费影响的区域性差异。此外,本书还用面板数据对房价波动影响消费的“倒 U”型关系假说进行了检验。

3. 房价波动对投资的影响机理和风险分析

在宏观经济总需求中,投资需求是其中最具活力的部分,而住房投资又是投资需求中最具活力的部分,其波动性远高于其他种类的投资,对经济总量波动具有一定的预测功能。对房价波动到底会对住房投资需求产生何种影响,以及产生这种影响的机制是什么等问题进行深入研究,是分析房价波动对宏观经济影响的关键一步。本书在分析托宾 Q 效应和资产负债表效应等引起社会总投资的波动的基础上,运用住房市场的 BGG 模型对房价波动影响投资需求进行了理论分析,然后运用 VAR 模型、脉冲响应函数和方差分解方法来研究房价波动是否会引起住房投资需求的显著波动,进而考察房价波动是否会给经济平稳增长带来显著的影响。

4. 房价波动对金融市场的影响机理和风险分析

房价波动与金融市场之间呈现出较强的联动关系。住房抵押贷款融资已成为购房者从银行获得贷款的主要方式,因而房价与信贷规模及货币政策之间的联系极为紧密。房价波动与信贷市场的联系主要通过流动性效应和信贷供需双方的资产负债表效应来实现;房价波动与股票市场之间的联系主要通过资产组合效应、挤出效应和替代效应来实现;房价波动与外汇市场的联系则通过财富效应、信贷效应和资产收益率效应来完成。此外,在开放经济下,房价波动、股市和汇率变化也会影响短期

国际资本的流动。^① 本书利用有向无环 (DAG) 技术分析变量同期因果关系的基础上构建 SVAR 模型, 采用脉冲响应和方差分解方法来分析房价波动与金融市场之间的联动关系。

5. 房价波动对宏观经济运行的影响机理及风险分析

住房市场日益成为家庭、开发企业、银行、政府等各类经济主体经济活动交汇的场所, 并逐渐成为左右宏观经济发展态势的主导因素。国内外研究表明, 住房市场与国民经济之间存在强烈的相互影响, 房价波动对宏观经济波动具有很强的带动作用。本书运用动态随机一般均衡 (DSGE) 模型对经济中的家庭、企业和住房部门、央行等进行理论刻画, 通过设定约束条件得到优化方程, 并假定市场均衡时用加总的方法得到总体经济满足的方程。^② 本研究将把宏观经济分析建立在微观经济分析的基础上, 并对经济的长期均衡状态及短期的动态调整过程进行细致的刻画, 从而使得长期与短期分析得到有机结合。

6. 依据房价波动特征提出相应的宏观调控政策建议

本书从促进消费、稳定投资、防范金融风险、促进经济增长等方面提出基于房价波动特征的宏观调控政策。

四 创新与不足

(一) 创新点

1. 同时考虑房价波动的时间特征和空间特征

本书从城市和区域两个层面研究房价波动的时空特征, 包括房价随时间波动的振幅、频率、收敛、扩散以及空间“连锁效应”等特征, 并且把区域市场化程度等变量作为重要的解释变量, 弥补了单纯考虑房价波动时间特征或空间特征的不足。

^① 卢建新、卢明安:《金融市场与住房价格波动的联动关系——基于 SVAR 模型的实证分析》,《海南大学学报》(人文社会科学版) 2014 年第 6 期。

^② 刘斌:《动态随机一般均衡模型及其应用》,中国金融出版社 2014 年版,第 1 页。