

货币政策调控

对 我国房地产市场发展的动态影响研究

HuoBi ZhengCe TiaoKong

Dui WoGuo FangDiChan ShiChang FaZhan De DongTai YingXiang YanJiu

◎ 杨刚 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学研究青年基金项目 (编号: 14YJC790152)
中国博士后科学基金面上项目 (编号: 2013M531157)
上海市民办高校重大内涵建设项目 (编号: 2012-SHNGE-06ZD)
国家自然科学基金项目 (编号: 71103121)
国家社科基金重点项目 (编号: 12AZD051)
上海市哲学社会科学规划课题 (编号: 2011EJL002)
浙江省社科联重点项目 (编号: 2013Z59)
浙江农林大学基金项目 (编号: 2034020012)
杭州市哲学社会科学项目 (编号: D14YJ08)
上海市教委科研创新项目 (编号: 14YS128)
上海市人民政府决策咨询研究专项课题 (编号: 2014-GR-10)

货币政策调控对我国房地产市场 发展的动态影响研究

杨 刚 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策调控对我国房地产市场发展的动态影响研究 /
杨刚著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 11

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5192 - 3

I. ①货… II. ①杨… III. ①货币政策 - 影响 - 房地产市场 - 研究 - 中国 IV. ①F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 266540 号

责任编辑: 凌 敏 张 力

责任校对: 徐领柱

责任印制: 李 鹏

货币政策调控对我国房地产市场发展的动态影响研究

杨 刚 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

教材分社电话: 010 - 88191343 发行部电话: 010 - 88191522

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

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

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.75 印张 210000 字

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5192 - 3 定价: 32.00 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))

前 言

1998 年我国开始住房改革以来，房地产业进入了新一轮增长期，并迅速发展成为我国国民经济的重要支柱产业之一。住房改革 16 年，也是我国金融体系不断发展和完善的 16 年，金融业的发展给我国房地产市场迅速发展壮大提供了重要支撑。我国商业银行房地产类贷款占贷款总额比重从 1998 年的 3.6% 上升到 2013 年的 24%，意味着我国货币政策调控对房地产市场的影响力日益扩大，同时也表明房地产市场的稳定对金融业的稳定发展意义重大。

近年来我国房价的上涨，尤其是 2003 年之后的过快上涨和 2009 年之后的大幅快速攀升，引发了一系列经济社会问题，包括通货膨胀加剧、金融不稳定和社会不和谐风险加剧，引起了党中央和国务院的高度重视。运用货币政策工具和其他一揽子政策组合来调控房地产市场、挤压房地产市场泡沫和保障人民正常居住诉求的问题就提上了日程。房地产市场的高速发展对货币政策最终目标的实现提出了挑战，给货币政策的实施增加了一定难度。因此，深入研究货币政策调控对我国房地产市场的动态影响，从不同层面和不同角度深入研究央行的各种货币政策工具对我国房地产市场发展的影响机制和影响效果，对于提高我国货币政策调控的有效性、确保我国货币政策最终目标的实现、防范房地产市场风险和金融风险有重要的基础性作用。

本书第二章通过构建局部均衡模型，首先从理论上对运用货币政策调控房地产市场发展的影响渠道、影响机制、影响效果进行了分析，然后运用汉密尔顿函数研究了货币政策调控房地产市场的最优路径。研究发现，运用货币政策工具组合调控我国房地产市场，不仅效果显著，而且有着最优路径。只有遵循这些客观规律，我们

才能充分、有效并合理地发挥货币政策工具的重要作用，促进房地产市场稳定繁荣。

然而，作为政府强力介入市场的最重要手段之一，运用货币政策调控我国房地产市场，能否在经济学理论与法律框架内找到依据？这是我们运用货币政策调控房地产市场时要面对的第一个问题，也是本书第三章的论述重点和实证研究的目标。

本书第四章从实践上对我国运用货币政策调控房地产市场的历程进行了阶段划分，然后分数量型与价格型货币政策工具对各阶段的调控措施进行了梳理并评价了其效果，发现我国运用货币政策调控房地产市场存在着向上容易向下难的特点，并由此发现数量型货币政策工具对房价有着更大的影响。

在从理论和法律上以及实践中论证了运用货币政策调控我国房地产市场合理性、可行性的基础上，本书在第五章和第六章中，分别从全国总体和区域市场的角度，分数量型与价格型货币政策工具，运用 VAR 模型、状态空间模型及卡尔曼滤波解法等计量经济学方法，对运用货币政策调控房地产市场的动态效果进行了多层面和多角度的实证检验，考察和比较了两种不同性质的货币政策调控工具对我国房地产市场的影响特点。本书第七章以上海市为典型代表，进一步实证检验了货币政策和准货币政策（住房公积金制度）对我国重点城市房地产市场的影响，发现货币政策在不同阶段对房地产市场的影响效果、影响机制都有显著区别。

根据前面几章从理论与实证上研究的结论，本书在第八章提出了一系列有针对性的政策建议，提出要根据货币政策工具的作用和特点，结合我国房地产市场的发展阶段和经济实际需要，及时调整和优化货币政策工具组合，才能维护我国房地产市场稳定繁荣，从而确保金融市场稳定发展，促进我国国民经济健康可持续发展。

杨刚

2014年10月

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 研究背景与研究意义	(1)
第二节 国内外研究现状及述评	(8)
第三节 研究思路、框架与方法	(22)
第四节 主要创新点	(24)
第二章 货币政策调控对房地产市场发展影响的理论分析	(26)
第一节 货币政策调控对房地产市场发展的影响机制	(26)
第二节 货币政策调控对房地产市场发展影响的局部均衡分析 ...	(28)
第三节 促进房地产市场稳定繁荣的货币政策调控最优路径	(36)
第四节 本章小结	(41)
第三章 我国运用货币政策调控房地产市场的依据及实证检验	(42)
第一节 问题的提出	(42)
第二节 我国运用货币政策调控房地产市场的依据	(45)
第三节 对调控依据的实证检验	(48)
第四节 本章小结	(54)
第四章 我国运用货币政策调控房地产市场的历程	(55)
第一节 我国运用货币政策调控房地产市场的四个阶段	(56)
第二节 各阶段中价格型工具的运用及其效果	(89)
第三节 各阶段中数量型工具的运用及其效果	(96)
第四节 本章小结	(110)

第五章 货币政策调控对我国房地产市场发展的动态影响	(112)
第一节 VAR 实证模型的构建	(113)
第二节 实证结果分析	(118)
第三节 结论及政策建议	(121)
第四节 本章小结	(122)
第六章 货币政策调控对我国区域房地产市场发展的动态影响	(124)
第一节 指标选择及检验	(125)
第二节 状态空间模型的构建	(132)
第三节 实证结果分析与政策建议	(132)
第四节 本章小结	(138)
第七章 货币政策调控对房地产市场发展影响的集中体现 ——以上海为例	(140)
第一节 货币政策调控对上海房地产市场发展的动态影响	(140)
第二节 准货币政策调控对上海房地产市场发展的影响	(151)
第三节 本章小结	(161)
第八章 结论、政策建议及研究展望	(163)
第一节 结论与政策建议	(163)
第二节 研究展望	(167)
参考文献	(169)

第一章 导 论

第一节 研究背景与研究意义

一、研究背景

房地产业已经迅速发展成为我国重要的支柱产业之一。房地产市场发展状况要以一个综合指标体系的动态变化来衡量,这个指标体系包括房地产的交易量与交易价格、开工及竣工面积、开发企业的数量及投资额、按揭贷款及开发贷款额、空置面积与空置率等方面。为简化研究模型和突出研究重点,本书将用房地产市场健康运行最重要的衡量指标——房地产市场的交易量尤其是交易价格来代表房地产市场的发展状况,多方面、多角度地研究货币政策调控对房地产市场发展的影响。选择这个研究课题主要是基于以下几方面的考虑。

(一) 房地产业是我国国民经济的重要支柱产业之一

房地产业上、下游产业链很长,其直接影响的行业超过 50 个。充分发挥其作用,能有效拉动经济的发展,是国民经济的重要组成部分之一,也因此成为各国普遍重视的行业。我国房地产业从 20 世纪 80 年代起步,经过短暂的无序繁荣后在 90 年代初以海南房地产泡沫破裂为标志开始进入调整期。在总结这一阶段的经验与教训的基础上,住建部(当时的建设部)于 1996 年提出“要把房地产业培育成国民经济新的增长点”。1997 年亚洲金融危机突然爆发,为应对其冲击,我国迫切需要找到一个能迅速强劲地拉动内需对抗金融危机、拉动经济发展的新经济增长点。房地产业临危受命,及时地扮演了这一重要历史角色。1997 年和 1998 年的中央经济工作会议以及 1998 年和 1999 年的《政府工作报告》,都肯定了住建部的提法,明确提出“把房地产业培育成为我国国民经济新的增长点”,并于 1998 年下半年开始启动房改,逐渐停止福利分房,并“把房地产业培育成为我国国民经济的新增长点”这一表述更新为

“力争将房地产业发展成为我国国民经济的支柱产业”。这标志着我国的房地产市场发展掀开了新的一页，由此进入了长达 15 年的大牛市。

房改以来房地产开发投资占我国固定资产投资总额长期接近 20%，比 10% 的国际平均水平高出近 10 个百分点（见表 1-1、图 1-1）。1998~2011 年，我国房地产开发投资年均增长率为 23.68%，远高于 GDP 的平均增长速度，房地产开发投资对 GDP 的直接贡献率由 1998 年的 2.98% 增加到 2011 年的 12.53%（见图 1-1、表 1-2）。房地产业的就业人数占第三产业就业人数的比重不到 1%，但其年均 7% 的高增长速度却远大于第三产业及总就业增速。如果考虑房地产业带动其他行业增加就业的情况，则房地产业发展对就业的拉动效果将更加显著。

表 1-1 房地产开发投资与全国固定资产投资总额

年份	房地产开发投资（亿元）	固定资产投资总额（亿元）	占比（%）
1998	3614.23	28406.17	12.72339777
1999	4103.20	29854.71	13.74389502
2000	4984.05	32917.73	15.14092861
2001	6344.11	37213.49	17.04787699
2002	7790.92	43499.91	17.91019798
2003	10153.80	55566.61	18.27320535
2004	13158.25	70477.42	18.67016415
2005	15909.25	88773.61	17.92114411
2006	19422.92	109998.20	17.65749261
2007	25288.84	137323.90	18.41546175
2008	31203.19	172828.40	18.05443679
2009	36241.81	224598.80	16.13624524
2010	48267.00	278140.00	17.35349105
2011	61740.00	301933.00	20.44824514

资料来源：中经网统计数据库。

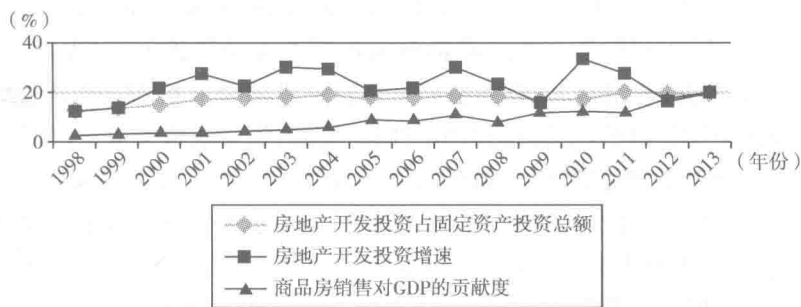


图 1-1 我国历年房地产开发投资增速、占固定资产比重及销售对 GDP 贡献情况

表 1-2 我国历年商品房销售对 GDP 的贡献度

年份	商品房销售额 (万元)	GDP (亿元)	占比 (%)
1998	25133000	84402.27977	2.978
1999	29878700	89677.05475	3.332
2000	39354400	99214.55431	3.967
2001	48627500	109655.17060	4.435
2002	60323400	120332.68930	5.013
2003	79556600	135822.75610	5.857
2004	103757100	159878.33790	6.490
2005	175761300	183217.40000	9.593
2006	208259600	211923.50000	9.827
2007	298891200	249529.90000	11.978
2008	250681800	314045.40000	7.982
2009	443551700	340506.90000	13.026
2010	527212400	397983.00000	13.247
2011	591190000	471564.00000	12.537
2012	1018040000	519470.10000	19.598
2013	1157230000	568845.21000	20.344

资料来源：中经网统计数据库。

房改启动后 5 年（1998 ~2003 年），我国房地产市场发展取得了巨大的成就，这 5 年可以用价稳量升来概括。5 年中全国房地产开发投资年均增长率高

达 19.5% (见表 1-1), 对 GDP 增长的直接与间接贡献每年都保持在 4% 左右 (见表 1-2), 房地产开发投资额占固定资产投资比重由 12.7% 上升到 22.85%, 商品房竣工面积与销售面积年分别达到 15.5% 和 22.6%, 城镇个人购买商品住宅销售占销售总额比重由 1998 年的 54% 提高到 95%, 2002 年个人购买住房及建房支出总额超过 8000 亿元, 城镇居民个人成为我国住房市场需求主体, 城镇住宅建设的累计竣工建筑面积达 34 亿平方米, 城镇人均住房建筑面积达 22.8 平方米。

2003~2013 年, 我国房地产业发展进一步加速, 可以用量价齐升、价格大幅过快上涨、泡沫膨胀来概括。全国房地产的开发投资年均增长率超过 30%, 房地产开发投资额占全国总固定资产投资额比重也上升到 18%, 人民居住条件有了进一步改善, 房改取得了巨大成就, 房地产业发展成为我国重要支柱产业之一, 对促进经济发展做出了巨大贡献, 而对它的研究还相对滞后, 有必要进行更深入的探索以掌握其内在规律, 更好地促进其支柱作用的发挥, 并抑制其不利影响。

(二) 近年来我国房地产价格上涨过快, 涨幅过大

1998 年 7 月 3 日, 随着国务院《关于进一步深化城镇住房制度改革, 加快住房建设》的通知公布及实施, 以取消福利分房为标志的我国住房制度改革拉开了大幕。1999~2003 年, 我国商品住房每平方米的价格只增加了 400 元, 涨幅较小, 2000 年为 6.67%, 2001 年为 6.25%, 2002 年为 5.88%, 2003 年为 5.55%。而在实施《促进房地产市场持续健康发展》的“国发 18 号文”之后, 2004 年, 商品房均价比 2003 年上涨 200 多元, 涨幅达到 10.53%; 2005 年比 2004 年上涨 400 多元, 涨幅达 19.05%; 2006 年比 2005 年上涨 400 元, 涨幅达 16%。2005 年和 2006 年全国房价上涨速度之快令人咋舌, 而 2009 暴涨 28% 和 2010 年的再涨 11%, 终于坚定了中央“史上最严厉的房地产调控”的决心。从地方看, 2009 年全国房价涨幅超过 10% 的省市多达 20 个, 全国房价普遍高速上升。

自 2003 年下半年到 2010 年年末, 虽然中央使用了一系列调控措施, 但房价仍呈现出间歇性大幅上涨态势, 房价上涨依然较快, 形成越调越高的局面。分地区看, 2006 年, 70 个大中城市房屋销售价格上涨 16%, 比上年回落 2.1%。2006 年 6 月开始, 上海房价就开始下降, 其中最大降幅达到 14%, 房

地产价格调控初显成效。但到第四季度上海房价下降幅度逐步减小,并在2007年开始复苏,同时全国房价在2007年涨幅也上升至2006年以来的最高值。2007年第三季度,全国均价同比上涨24%,涨幅比上季度高6.3%,是2006年第二季度以来涨幅最大的,涨幅甚至高于调控之前。而在2009年,房价涨幅高达28%,上海甚至高达70%。2010年,70个大中城市房价涨幅仍然较大,同比涨幅最大的是北京、上海、深圳、广州等城市。

银监会前副主席蒋定之2006年就表示,房地产市场调控没有达到预期效果,随时可能向超预期方向发展。房价非理性上涨,表现出明显的泡沫特征,且有加速膨胀之势。中国人民银行在《2006年中国金融稳定报告》中指出,在房价攀升与房地产类信贷规模较大情况下,必须关注房地产价格大幅波动带来的潜在风险。过快大幅上涨的房价引起了各方面的高度关注。2005年中国十大新闻的第一条就是“房地产宏观调控将出台一系列措施”。2006年年初,新华社、《人民日报》、《光明日报》、《经济日报》等16家新闻单位对十大热点问题进行了预测,首当其冲的就是:房价是涨还是跌?由于房价关系到广大人民群众的切身利益,理所当然地吸引了人们的眼光。有人认为应该采取严厉措施对快速上涨的房价进行干预;也有人认为房价是市场行为,不应该对房价波动进行干预。我国央行到底是否应该干预房价,本研究的后面部分将就这一争议进行深入分析。

(三) 房价大幅波动威胁到国家的金融安全与经济稳定

从历史上看,无论是发达国家还是发展中国家,大多数都经历过房地产市场的大幅波动,尤其是20世纪70年代以来,随着金融自由化浪潮的兴起,金融市场快速发展,各种资产价格波动日趋频繁且幅度不断扩大,给国家宏观经济稳定带来了挑战,房地产价格波动也不例外。日本在1985年“广场协定”之后,伴随着金融自由化进程,大量资金涌入房地产市场,导致房价大幅上涨。在泡沫经济期间,东京都的商业地价指数(以1990年为100)上涨了3.4倍,住宅地价指数上涨了2.5倍。1991年,地产价格出现逆转,东京圈的市街地价指数在1992年、1993年、1994年分别下降了7.6%、14.0%、10.3%。与日本经历类似,英国的房价在20世纪80年代的后半段时期大幅度上涨,1987年住房价格几乎比1985年的翻了两倍,1988年又上涨了约35%,而在1990~1994年则下跌超过了20%。

2003年4月,国际货币基金组织(IMF)警告,美国的住房市场泡沫可能破裂,美国经济近期可能会面临这一威胁——繁荣的住房市场可能崩溃。IMF在研究报告《泡沫何时破裂》中指出,根据历史经验,如果一个工业国住房市场出现泡沫,将会有40%可能出现房价的大幅下滑。尽管报告没有预测美国住房市场将会何时崩溃,但预警了这种可能,特别是基于过去住房市场的下滑都发生在全球经济疲软时期,就像美国1991~1992年等的多次衰退那样。IMF进一步指出:“尽管住房价格剧烈下滑比股市的频率要低一些,但由于其对消费和金融体系的影响更大,因此其持续的时间会更长,因此导致的损失也将更大。消费和金融体系最易受到房地产市场波动的影响。”

事实证明,IMF的担忧并非空穴来风,更非杞人忧天。2007年7月,随着几家著名评级公司下调了美国1000多只按揭贷款债券的评级而引发了市场恐慌,美国次贷危机开始爆发。次贷危机的范围不断扩大导致了金融机构的重大损失,IMF估计,次贷危机引起的全球金融动荡造成的直接损失高达上万亿美元,远远高于此前的预期。这里所指的还只是直接损失,前美联储主席格林斯潘表示,它正在导致一场百年不遇的金融风暴。实际上,次贷危机爆发至今,美国已通过多次量化宽松政策注资几万亿美元,欧洲的注资额也已经超过万亿美元。大量流动性和利率大幅度降低使美元大幅贬值,出于避险需要和通胀预期,巨量投机资金从金融市场流进大宗商品期货市场,导致国际能源与粮食价格暴涨。这种链式反应大大推高了全球通胀水平。受次贷危机冲击,世界经济增速放缓。IMF曾经接连三次调低2008年的全球经济增长速度的预测,由5.2%下调到3.7%,其中美国经济增速由1.5%下调到0.5%,欧元区与日本增速则分别调低至1.3%、1.4%,中国经济也从10%降至8%以下。3年过去了,次贷危机的影响还在发酵。房地产价格的大幅波动对一国经济乃至全球经济的影响由此可见一斑。

从我国房地产市场发展历程来看,房地产价格也曾出现过大幅波动和局部房地产泡沫。典型的例子有1988~1991年的海南房地产市场以及北海房地产泡沫。房地产市场过度繁荣导致泡沫与随后泡沫破灭对当地金融经济产生了严重冲击,而目前我们很多地区乃至全国也面临同样的问题。如何借鉴国内外历史经验与教训,是本研究的选题原因之一。

（四）房价过快大幅上涨给我国货币政策实施带来了新的挑战

房地产市场本身存在的正反馈效应容易滋生泡沫，其波动幅度较大。由于房地产兼具实物资产与虚拟资产的双重属性，使其成为联系实体经济和虚拟经济的一条特殊纽带，对两个方面都会产生重要影响力。由于房地产的投资品特性，其价格常常会像金融资产一样剧烈波动。实际经验表明，房价波动幅度远远超过普通商品甚至股票及其他金融资产的价格。IMF 也曾表示：“尽管住房价格剧烈下滑比股市的频率要低一些，但由于其对消费和金融体系的影响更大，因此其持续的时间会更长，因此导致的损失也将更大。”

货币政策对房地产市场的影响巨大而深远。房地产业是一个典型的资金密集型行业，其供给和需求都离不开金融支持，被称为“第二金融”。从各国的历史经验看，货币政策对房地产市场的发展有着重要影响。宽松货币政策，如调低房贷利率和存款准备金率、放松信贷控制、扩大货币供应量等，都能极大地刺激房地产市场投资与消费，推动房价上涨，促进房地产市场繁荣。但是持续过度的宽松货币政策会形成金融支持过度，导致房地产业投资过快及房地产投机，使房价过快大幅上涨脱离基本面而形成泡沫经济，而泡沫一旦破裂将导致金融危机的爆发。

二、研究意义

从我国实践情况来看，房价波动日益受到央行的关注，但是如何关注、如何利用房价信息来制定、实施货币政策仍是一个充满挑战的新课题。近年来，房价上涨幅度之大已经引起了全社会的广泛关注，它对我国经济社会的深层次影响及其治理办法还没有为我们所尽知，特别是货币政策各调控工具及其组合与房地产市场发展之间的关系，依然还是一个理论前沿课题，有待进一步研究。本书希望从货币政策的角度研究如何改善房地产市场调控，充分发挥房地产业作用的同时抑制其不利影响，这一选题非常符合现阶段我国政府需要，既有利于房地产业健康发展，也有利于防范金融风险和维护经济安全，具有很强的理论意义与现实意义。

第二节 国内外研究现状及述评

本部分将分别从三个方面综述相关文献：第一，货币政策是否应该对房地产价格波动做出反应？第二，货币政策能否有效调控房地产市场波动？其具体影响机制是怎样的？第三，货币政策调控对区域房地产市场是否有不均衡的影响力？更进一步地，本书提出了几个研究方向：第一，如果需要运用货币政策调控我国房地产市场的波动，怎样的调控路径是最优的？第二，我国各种货币政策工具对房地产市场量价的影响各有哪些特点？第三，货币政策工具组合应当如何调整才能更有效地调控我国房地产市场？我们将在接下来的几章中通过具体深入的理论与实证分析来回答这些问题。

一、关于是否应该运用货币政策调控房地产市场发展的文献述评

房地产市场波动可能给一国乃至世界经济与社会带来重大而深远的影响。2007年以来，美国的次贷危机最终演化为波及全球的金融危机，其危害性完全可与20世纪30年代的大萧条相提并论。由于美国次贷危机是众多房价泡沫破灭的典型代表，同时还导致全球股市、汇市的不断调整，以及国际能源及矿产品、农产品价格的大幅震荡，由此对宏观经济产生了巨大冲击。可以肯定的是，房价大幅波动在金融危机形成与发展过程中，扮演着非常重要的角色。

赵进文和高辉（2009）认为，次贷危机爆发后，如果不是我国政府及时果断地采取有力措施救市，房地产价格将急剧震荡，直接危及金融与经济的稳定可持续发展。房价大幅波动将对货币供给与需求产生结构性影响，进而影响货币政策传导机制。传统的货币政策传导机制中，信贷与利率是货币政策传导的主要途径。而由于房地产市场的快速发展，它已成为现在影响货币政策实施效果的重要变量。资产价格大幅波动，尤其是房价泡沫破裂会对实体经济产生严重冲击，由此深刻地影响到了货币政策的最终目标，可见调控房价是央行实现货币政策最终目标的内在需要之一。

货币当局关注房价等资产价格波动，主要出于以下三方面的考虑：一是房价通过各种传导机制对宏观经济总需求产生影响，从而对稳定物价的货币政策最终目标产生影响；二是房地产作为银行贷款最主要的抵押物，其价格波动可能会导致违约概率增加，从而对金融的稳定构成威胁；三是房价波动还会对资

源配置形成重要影响,房价上涨会吸引大量资源流入房地产领域,导致房地产投资增加而引起资源配置效率下降。

关于货币政策是否应该对房价等资产价格波动做出的反应,目前国外无论是理论还是实务界都尚未形成一致的意见。本书将对两方面的观点进行综述,再做总结性评论,最后提出本书所要研究的问题。

观点一:货币政策不应该对房价波动进行积极反应。

货币政策对于资产价格波动的反应规则大致可分为两种。

一种是间接反应规则,是指央行的货币政策反应函数里面不包含房价波动变量,房价对货币政策反应函数的影响通过总需求而间接产生。在这一反应规则下,房价波动充当了信息载体功能,只有当房价波动包含了央行的货币政策反应函数中的指标信息时,央行才应当对房价波动做出反应,这意味着只有当房价波动明确传递了央行所需要的未来总产出与通胀预期信息时,央行才应该对房价波动做出反应,否则货币当局只能等待并观察房价是否发生了暴跌,一旦这种情况发生,则迅速对此做出反应,以消除房价泡沫破裂对经济造成的可能冲击。

另一种是直接反应规则,指货币政策目标函数中包含了房价变量,房价成为反应函数的一个重要状态变量。在这一反应方式中,央行针对房价泡沫作直接反应。在房地产市场繁荣阶段通过控制信贷规模来抑制房价泡沫,降低房价泡沫破裂所导致的损失;而当房地产市场低迷时,则通过扩张性货币政策保证房价的稳定。

这两种反应规则的区别,主要在于房价是否应该成为央行货币政策反应函数的变量之一,争论与研究也由此展开。

相关研究一般都是从资产价格的角度来阐述货币政策是否应该对房价波动做积极反应。目前欧美发达国家的政策制定者比较的观点一致,不追求事前积极的反应政策,而是采取事后政策反应,即只有当房价波动影响了央行未来通胀或产出预期时才做出反应,或在房价泡沫破裂后处理其所产生的不良影响时才做出反应,即对房价的波动遵循间接反应的方式。

Bernanke 和 Gertler (2000) 首先提出了这一观点。他们认为,致力于整体物价稳定的央行不应过分关注房价,除非房价中包含了未来通胀预期的信息。该研究通过比较不同货币政策反应的规则下,房价泡沫对经济的冲击后发现,直接盯住房价泡沫的反应规则可能导致经济的更大波动,而关注通货膨胀

目标,即只有当资产价格波动影响到了央行对通胀的预期时才做出反应的规则,却能够更好地达到稳定通胀与产出之目的,因此他们支持弹性的通胀目标。在这一货币政策的框架中,央行承诺了对预期的通胀采取稳定政策,因此货币政策也就没有必要也不应该对房价波动做出反应,除非房价波动对预定的通胀与通缩目标构成了压力。

Bernanke 和 Gertler (2001) 还运用预期损失函数法来评价各种货币政策反应规则,结论与之前的研究基本一致。Filardo (2000, 2001) 的研究结果也发现,如果资产价格波动中明确包含了未来通胀的有效信息,则不论其中是否有泡沫,货币政策都应做出反应。

由于这一货币政策框架以房价波动所影响的预期通胀作为目标,它必须回答的一个关键问题是:房价波动中的通胀信息是否能被央行准确地剥离或预测。这正是这一观点最容易受到挑战的软肋。第一,相对市场而言,央行并没有天然优势来准确判断房价波动所含的通胀信息;第二,房价中的通胀信息在目前的统计体系下难以量化。以我国目前价格统计指标体系为例,由于 CPI 中并没有包含房价,单从技术上而言,要推断房价对未来通胀的影响有较大困难。

Bell 和 Qulggin (2003) 提出,对房价泡沫作直接反应有几个难点:第一,泡沫的识别是困难的。正如 Greens Pan (1999) 所言:如果我们有办法识别泡沫,则防止和抑制泡沫就是可能的,我们的处境就会好得多。识别资产价格中是否有泡沫是央行最难克服的困难之一。第二,货币政策盯住物价稳定这一目标被证明是有效的并且可操作性强,而在框架内引入其他目标,可能导致其目标的模糊化;第三,处理房价上涨是一个重要而敏感的政治问题。资产市场繁荣与信贷的可得性往往是受欢迎的,使人们感觉经济在良好运转。而任何意在抑制经济景气的政策干预都会受到抨击。如果一个政策反应失误导致了一次衰退,其政治影响比放任房价泡沫膨胀到极端更严重。同时,在理解房地产市场发展以及其对实体经济的影响上也存在很大分歧,而政策制定者很难准确处理分歧背后的不确定性,一旦政策失误而引发政治与制度风险损失,其代价将非常高昂。因此,货币政策对房价波动进行干预要保持“审慎”,这意味着货币当局的稳妥做法将只能是对利率做出小幅逐步调整,同时修正通胀目标作为其调整的基本依据。

Matha (2005) 研究了以通胀为目标的货币政策面对房价泡沫时的反应。