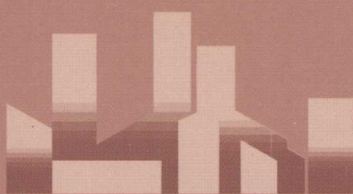


房价波动与金融稳定的理论模型、 我国实证及国际比较

谭政勋 著



中国社会科学出版社

014032496

F299.233.5
92

房价波动与金融稳定的理论模型、 我国实证及国际比较

谭政勋 著



北航

C1720843

中国社会科学出版社

F-299.233.5
92

图书在版编目(CIP)数据

房价波动与金融稳定的理论模型、我国实证及国际比较 /
谭政勋著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 6

(暨南大学金融系丛书)

ISBN 978 - 7 - 5161 - 2888 - 6

I. ①房… II. ①谭… III. ①房价 - 影响 - 金融市场 -
研究 - 中国 IV. ①F299. 233. 5②F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 142509 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 任 明
特约编辑 乔继堂
责任校对 石春梅
责任印制 李 建

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>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京奥隆印刷厂
装 订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2013 年 6 月第 1 版
印 次 2013 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 11
插 页 2
字 数 175 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联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

本书得到国家社会科学基金项目《我国房价稳定与银行稳定的货币政策研究》(12BJY161)、

教育部人文社会科学项目《全球新型金融危机影响我国金融稳定的传染机制研究》(09YJA790087)、

广东省自然科学基金《金融稳定分析的宏观模型、我国实证及国际比较》(945106321002974)、

广东省优秀博士学位论文资助项目(sybzzxm201032)资助。

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题提出	(1)
第二节 逻辑框架和内容安排	(2)
一 逻辑框架	(2)
二 内容安排	(3)
第三节 研究方法	(4)
第二章 文献综述	(6)
第一节 金融稳定分析的宏观模型综述	(6)
一 金融稳定的内涵	(6)
二 扩展的宏观经济模型	(8)
三 动态随机一般均衡模型	(9)
四 网络模型	(11)
第二节 资产价格波动影响金融稳定综述	(13)
一 金融不稳定的理论解释：资产价格波动的角度	(13)
二 资产价格波动影响金融稳定的传导机制	(15)
第三节 研究展望及创新	(18)
第三章 房价、CPI 与货币政策传导机制的中美比较研究	(21)
第一节 文献回顾	(21)
第二节 特征事实与比较	(23)
一 两国住房价格及货币性因素的比较	(23)

二 住房价格与一般商品价格的比较	(25)
第三节 VAR模型的结果与分析	(26)
一 脉冲响应分析	(27)
二 方差分解	(31)
三 稳健性检验	(32)
第四节 结论与政策含义	(33)
 第四章 我国信贷扩张、房价波动的金融稳定效应	(35)
第一节 引言	(35)
第二节 信贷扩张、房价波动影响金融稳定的经验机制	(37)
一 信用扩张、房价波动影响银行稳定的模型设计	(37)
二 指标选择及数据说明	(40)
三 实证结果及分析	(41)
第三节 动态随机一般均衡模型分析	(45)
一 模型构建及中国特色	(45)
二 均衡条件下主要方程的对数线性化	(49)
三 参数校准和脉冲响应分析	(50)
第五节 结论和政策含义	(52)
 第五章 利润率下降、信贷扩张与房价波动	(54)
第一节 引言	(54)
第二节 文献回顾	(55)
第三节 信用扩张的根源	(57)
第四节 信用扩张与房价波动的典型事实	(61)
第五节 理论分析与模型设计	(64)
第六节 实证结果与分析	(66)
第七节 结论和启示	(71)
 第六章 房价波动与金融危机的国际经验证据	(73)
第一节 引言	(73)
第二节 文献回顾	(74)

第三节 理论分析与模型设计	(77)
第四节 实证结果及分析	(80)
一 房价波动及其偏差的结果分析	(81)
二 抵押假说与偏差假说的检验结果及分析	(82)
第五节 总结和讨论	(86)
 第七章 信贷扩张、房价波动与金融稳定的理论总结	(88)
第一节 文献综述	(88)
第二节 动态一般均衡模型的构建	(90)
一 基本模型	(90)
二 均衡及比较分析	(91)
第三节 资产价格波动对银行稳定的影响	(94)
一 紧缩性政策对价格水平的影响	(95)
二 房地产价格下跌对银行稳定的影响	(96)
第四节 银行反馈机制及影响	(98)
第五节 结论和政策含义	(99)
 第八章 投资者情绪、证券价格波动与银行不稳定：微观 理论模型视角	(101)
第一节 引言和文献回顾	(101)
第二节 投资者情绪对证券价格波动的影响	(103)
第三节 证券价格波动对银行稳定的影响	(106)
一 不存在杠杆作用下的资产证券化 ($h=1$)	(106)
二 存在杠杆情况下的银行证券化 ($h<1$)	(108)
第四节 结论与建议	(112)
 第九章 影响我国商业银行稳定的微观因素	(113)
第一节 引言	(113)
第二节 文献回顾	(114)
第三节 理论分析与模型设计	(115)
一 银行稳定的度量	(115)

二	信息披露的作用及其度量	(117)
三	其他控制变量	(118)
四	模型设计	(118)
第四节	实证结果及分析	(119)
一	样本、数据与描述性统计	(119)
二	有关检验和估计方法的选择	(121)
三	计量结果分析及稳健性检验	(121)
第五节	结论与政策含义	(124)
第十章	我国上市银行股价波动与银行稳定的实证分析	(125)
第一节	引言和文献回顾	(125)
第二节	理论基础	(126)
第三节	银行发生财务困境概率的实证分析	(128)
一	样本与数据	(128)
二	GARCH 模型的估计结果	(129)
三	银行发生财务困境概率的分析	(130)
四	银行间发生财务困境的联立方程分析	(133)
第四节	结论	(134)
第十一章	货币政策与我国银行风险承担	(136)
第一节	文献回顾	(136)
第二节	模型构建	(138)
第三节	数据分析、估计方法与结果分析	(140)
一	样本、数据来源及分析	(140)
二	估计方法	(142)
三	结果分析	(143)
第四节	结论和启示	(145)
第十二章	总结与政策建议	(147)
第一节	总结	(147)
一	中美两国货币政策作用机制存在一定差异	(147)

二	信贷扩张与房价波动的相互作用机制存在一定差异·····	(147)
三	房价的持续上涨, 加强了金融脆弱性·····	(148)
四	银行稳定受投资者情绪波动、证券价格波动及信息披露等微观层面因素的影响·····	(149)
五	我国商业银行之间的稳定性呈较强的正相关关系·····	(150)
六	我国货币政策呈非中性并存在银行风险承担渠道·····	(150)
第二节	政策建议·····	(151)
一	中国在将来较长时期内应该继续坚持以数量调控为主、价格调控为辅的货币政策框架·····	(151)
二	采用多种方式调控房价并建立防止危机蔓延的缓冲机制·····	(152)
三	采取措施缓解银行风险资产比例及银行杠杆的顺周期性, 并建立逆周期监管机制·····	(153)
四	完善相应的制度环境和市场基础, 以更好地发挥信息披露对银行稳定的促进作用·····	(154)
五	完善货币政策调控、实施宏观审慎管理·····	(154)
第三节	不足和有待研究之处·····	(155)
参考文献	·····	(156)

第一章

导 论

第一节 问题提出

据世界银行统计,近30年来,全球共有93个国家先后爆发了112次系统性金融危机,46个国家发生了51次局部金融危机。信贷的扩张和收缩以及资产价格繁荣和崩溃总是贯穿于历次金融危机的形成及发展过程中;并且包括次贷危机在内的大部分金融危机与房地产泡沫破裂所引发的银行危机相关。2008年,随着美国次贷危机的恶化,全球金融体系都处于一种不稳定状态之中。频繁发生的金融危机不仅成本巨大,而且给实体经济带来了沉重打击。银行业是我国金融体系的主体,银行稳定是我国金融稳定的关键所在;同时,由于银行作为抵押贷款的中心地位以及经常使用房地产作为抵押品,房地产市场持续的失衡会危害金融部门的稳定性;包括最近的次贷危机在内的诸多危机都是在没有银行挤兑、而是在房价回落导致银行资产恶化的情况下发生的。我国自1998年房地产市场化改革以来,房地产价格一路高歌猛进,呈现出非理性繁荣的特性;以间接金融为主的我国房地产业对银行贷款存在高度依赖。

那么,我国信贷扩张与房地产价格上涨之间是否已经形成加速器机制?房地产价格持续上涨会不会危害我国金融稳定?房价持续上涨一方面使抵押价值增加,这可能有利于金融稳定;另一方面使房价偏离内在价值,这可能对金融稳定产生危害,那么,房价波动究竟是促进了金融稳定还是引发了金融危机?如果房价上涨危害了金融稳定,那么,房价偏离其价值多大时,可能引发金融危机?更进一步,从实体经济层面来

看,信用扩张的内生性原因是什么?世界范围内,信贷扩张收缩是不是房价波动的主要原因,两者存在什么关系?从管理层的角度来看,我国货币政策在推动房价上涨和房价泡沫形成过程中,起到了什么作用?其作用机制是什么,影响程度有多大?我国货币政策在维护物价稳定和促进经济发胀的目标框架下,是否应该承担维护金融稳定的功能?从国际层面来看,虽然信贷持续扩张、房价持续上涨、金融结构杠杆过高和过度承担风险、金融失衡和系统风险过度累计最终引发金融危机已经成为共识;但是,多数文献只是从虚拟经济的角度或者宽松货币政策的角度分析信贷扩张的原因,鲜有文献从实体经济的层面进行分析。首先,本书把三者综合在一起,对发达国家和新兴市场国家进行系统比较和分析;并以美国为例,从实体经济层面揭示了信贷扩张的原因;其次,利用跨国数据分析国际市场上信贷扩张、房价波动和金融稳定的关系,为我国维护房价稳定和金融稳定提供国际经验;最后,我国历史上没有出现过大范围的金融危机甚至局部危机,我国房地产业市场化的时间也很短,缺乏相关数据,在这种情况下,国际经验就显得更为重要。

这些问题的回答,有助于合理调控和管理银行信贷投放、有助于维护房价稳定、金融稳定、宏观经济的稳定发展、有助于破解世界泡沫经济的难题;有助于构建符合我国特色的理论模型并提供经验依据,具有较大的实践意义和理论意义。

第二节 逻辑框架和内容安排

一 逻辑框架

本书围绕金融稳定展开研究,宏观上,货币政策通过商业银行风险承担的货币渠道直接影响金融稳定,同时通过影响房价波动及两者的相互作用来影响金融稳定。微观上,投资者情绪影响证券价格波动和上市银行股价波动、不同银行也会根据自身特征来承担、管理风险并获取收益,这些因素从不同角度影响金融稳定。鉴于上述思路,本书的主体部分(第三章到第十章)分为三个部分,第三章至第六章分析货币政策影响房价波动、房价波动影响金融稳定的作用机制、左右方向及其大

小；第七章至第九章则从微观角度建立了投资者情绪、银行特征因素影响银行资产配置和银行稳定的理论模型，并进行实证检验；第十章分析了我国商业银行风险承担的货币渠道及其他因素。总体上，本书分为三大部分，第一章和第二章提出研究背景、意义和基础，第三章到第十章是主体，第十一章是总结和讨论。具体逻辑关系请参见图 1-1。

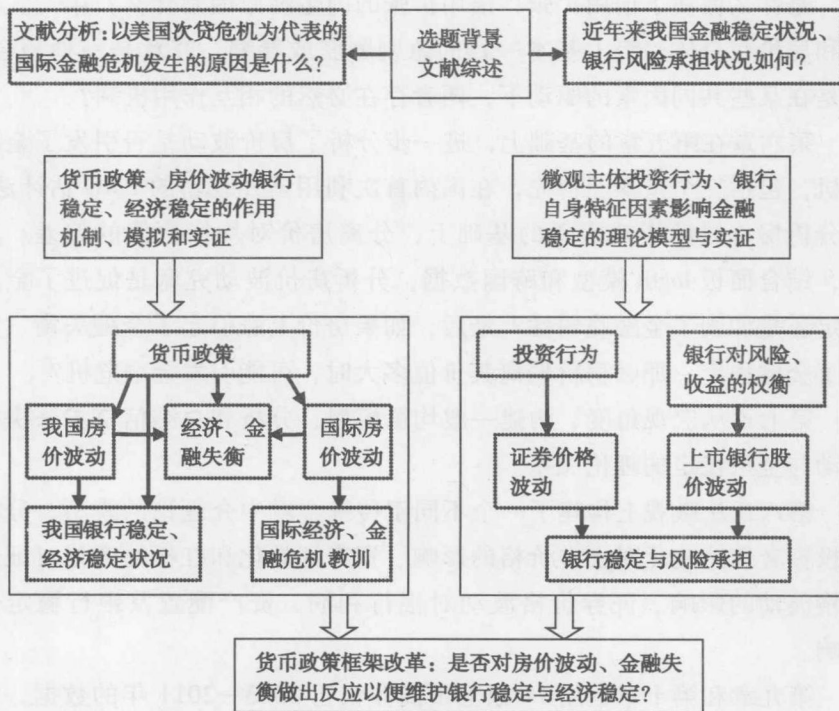


图 1-1 本书研究的逻辑框架

二 内容安排

第三章在分析中国和美国房价波动的异同及可能存在的联系的基础上，利用 SVAR 模型实证比较了中美货币政策的异同，及其影响房价的传导机制的异同？这一章的主要目的在于分析货币政策影响房价的传导机制及反馈机制，为后文分析房价波动影响金融稳定提供实证基础。

第四章在第三章的基础上，利用多元 GARCH 模型检验我国信贷扩张与房价波动是否形成强化机制；然后在借鉴国外文献的基础上，构建

了符合我国实际情况的动态随机一般均衡模型，并和经验机制相比较。这一章构建了符合我国实际情况的货币政策影响房价波动、房价波动影响金融稳定的动态随机一般均衡（理论）模型。

第五章和第六章利用跨国面板数据，寻找信贷扩张、房价波动和金融危机相互作用机制的国际经验证据。第五章主要回答了一下问题。第一，是什么促使了信用扩张，信用扩张的内生性原因是什么？第二，信用和房价在总体趋势上基本一致的急剧膨胀或萎缩，究竟是一种巧合，还是在某些共同因素的驱动下，两者存在必然的相互作用机制？

第六章在第五章的基础上，进一步分析了房价波动是否引发了金融危机，包括三个步骤。首先，在国内首次利用国外较新的 PMG 估计法，在分析房价波动影响因素的基础上，分离房价对均衡价值的偏差。其次，结合面板 logtit 模型和跨国数据，分析房价波动究竟是促进了金融稳定还是加剧了金融脆弱性？最后，如果房价上涨引起了金融失衡、危害了金融稳定，那么房价偏离其价值多大时，可能引发金融危机？

第七章从宏观角度、构建一般均衡模型、分析和总结信贷扩张房价波动与金融稳定的理论关系。

第八章从微观上构建了一个不同于传统金融中介理论的模型，分析了投资者情绪变化对证券价格的影响、资产证券化和杠杆的变化对证券价格波动的影响、证券价格波动对银行利润、资产配置及银行稳定的影响。

第九章和第十章运用 14 家上市商业银行 2003—2011 年的数据，实证研究了影响银行稳定的自身特征因素，主要包括银行信息披露对银行稳定的影响、上市银行股价波动所隐含的财务困境（危机）的概率。

第十一章在分组分析我国国有银行与股份制银行风险承担状况及其差异的基础上，利用动态面板数据深入检验我国商业银行风险承担的货币渠道是否存在，以及货币政策对银行风险承担的影响是否受到银行自身特征因素的影响。

第三节 研究方法

本书采用问题导向型的研究方法，即先进行数据分析，力图寻找数

据本身所隐含的特点和规律,然后根据数据的特点选择合适的实证方法和理论方法。比如第十章先分组对国有银行和股份制银行的风险承担进行分析,发现两类银行的风险承担具有不同的变化趋势和特征,并选取不同的估计方法来分析它们风险承担的影响因素,使结果更为稳健和可信。具体而言,本书使用的方法主要有以下几种。

(1) 实证分析。大量的实证分析和多种实证分析方法相互结合是本书最突出的特点之一,比如第五章在国内首次采用国外较新的 PMG 估计法 (pooled mean-group estimators), 分析房价波动的影响因素、分离房价对均衡价值的偏差,并以此来度量房价失衡;然后利用面板 logit 模型分析房价失衡与房价变化对金融危机的影响,以期检验价值抵押效应和价值偏离效应。

(2) 数理模型分析。复杂的数理分析可以准确地体现逻辑上的严谨与缜密,本书利用大量的数理模型对经济思想进行抽象化和简化,从而使得理论分析更富逻辑性、系统性和规范性。

(3) 比较分析。对于同一对象的不同方面或对不同对象的同一问题进行纵向或横向比较,有助于抓住事物的本质。比如第二章结合描述性分析、图表分析和计量模型,对中国、美国的房价、货币政策的变化趋势和特点进行深入挖掘,发现了崭新的重要结论。

(4) 理论分析。本书的重点是探讨我国货币政策、房价波动与金融稳定的关系,为我国优化货币政策框架提供经验证据和理论依据。无论是房价波动还是金融稳定状况的变化,均受到多种因素的影响,而且两者相互作用。在这个分析过程中,逻辑推理和理论分析是不可或缺的。

当然,上述方法在行文过程中并不是单独使用的,而是相互结合,力图融会贯通。比如第四章首先利用多元 GARCH 模型分析我国信贷扩张、房价波动影响金融稳定的经验机制,然后试图构建符合我国实际情况的动态随机一般均衡模型,对经验机制进行解释。

第二章

文献综述

第一节 金融稳定分析的宏观模型综述

自 20 世纪 70 年代以来,共有 93 个国家先后爆发了 117 起系统性银行危机,45 个国家发生了 51 起局部性银行危机。促进金融稳定日益成为各国中央银行的核心职能,而我国在加入世界贸易组织后,金融体系面临巨大的挑战和新的风险,维护金融稳定是国民经济健康稳定发展的保障。因此,总结金融稳定的含义及宏观模型、探讨宏观因素及冲击对金融稳定的影响,便具有较强的实践价值。

一 金融稳定的内涵

国外学者和金融界对金融稳定的内涵还没有一致意见,综合来看,分为两类:一类是用金融稳定时不应有的特征来间接描述金融稳定的内涵,它来源于对金融危机危害的认识,目的是消除金融不稳定因素,并判断金融危机是否发生。另一类则是用金融稳定的具体特征来直接描述其内涵,即能够执行正常金融系统的核心功能,面对外部冲击能够消化以及不妨碍正常功能发挥的良好运行状态。第一类代表如国际清算银行总裁 Crockett (1996) 认为,金融稳定是指没有不稳定的隐患,金融不稳定是由金融资产价格的波动或金融机构无法履约所引起的。第二类代表如 Padoa-Schioppa (2003) 认为,金融稳定是一种状态,即金融体系能够承受冲击并且不会造成支付程序和储蓄转向投资过程的累积性损害。

Lindquist 和 Tsomocos (2006) 从信息导向和机构导向的角度,把金

融稳定的内涵概括为相应的两类。前者如 Mishkin (1994) 认为, 金融不稳定源于信息不对称对金融体系的冲击, 受到冲击的金融体系不能正常履行其配置资金的能力, 资金不能投入最有生产效率的项目。后者如 Crockett (1996) 认为, 金融稳定指关键性的金融机构保持稳定, 公众有充分信心认为机构能履行合同义务而无需外部干预或支持和关键性的市场保持稳定, 经济主体能以反映市场基本因素的价格进行交易, 且价格在基本面未变化时短期内不会大幅波动。

还有学者从偏离最优的投资储蓄角度来分析金融稳定, 如 Haldane 等 (2004) 认为, 由于金融市场的不完美而导致对最优投资储蓄的偏离可能导致金融不稳定; 稳定的金融体系能有效提供储蓄向投资转化的机会而不会产生大的动荡。Issing (2003) 对上述定义进行了批判: 尽管从储蓄到投资的高分配效率是一个经济体的合意特征, 但低效率并不意味着金融不稳定, 如苏联在 1917—1991 年的资金分配效率虽然很低, 但金融体系非常稳定。

虽然诸多学者从不同角度对金融稳定的含义进行了分析, 但 Lindquist 和 Tsomocos (2006) 认为, 已有定义只关注金融不稳定本身的特征, 如资产价格的大幅波动、金融机构陷入困顿; 但这些定义没有捕捉到政策制定者如央行密切关注金融不稳定的原因, 即没有捕捉到金融不稳定造成的福利损失和财富的重新分配效应。谭政勋 (2010) 建立了信贷扩张、资产价格波动影响金融稳定的动态宏观模型, 认为不同大小的冲击对金融稳定产生不同的影响, 并从更广的视野把金融稳定状况分为安全区、稳定区、威胁区、脆弱区和危机区, 金融危机只是金融稳定状况恶化的极端情况。

近 5 年来, 国际货币基金组织、欧洲中央银行、以 Claudio Borio 为代表的国际清算银行、以 Elsinger 代表的奥地利学者, 尤其是伦敦经济学院的 Goodhart 教授等诸多国外学者对金融稳定分析的宏观模型进行了大量研究。由于可以通过对某类模型的组成元素进行扩展或修正, 从而将其变为另一类模型; 而且不同研究方法的模型之间是相互补充的, 因此难以对金融稳定的宏观模型进行严格的划分。本书借鉴 Clark (2007)、Bardsen 等 (2006) 的方法, 把金融稳定的宏观模型分成三类: 扩展的宏观经济模型、基于微观主体优化行为的动态随机一般均衡

模型、网络模型。

二 扩展的宏观经济模型

扩展的宏观经济模型主要包括：可计算一般均衡模型（Computable General Equilibrium models, CGE）、动态聚集模型（Dynamic Aggregative Estimated, DAE）和金融经济周期模型（the Financial Business Cycle, FBC）。扩展的宏观经济模型沿袭了传统宏观模型的研究成果，引入一系列相互影响的随机变量，研究 GDP、短期或长期利率、通货膨胀、失业率或汇率等宏观变量的变化对金融稳定的冲击和影响。扩展的宏观模型被认为是一种测量和管理风险的有价值而且可操作的方法，受 1997 年亚洲金融危机的影响，国际货币基金组织和世界银行于 1999 年联合推出并通过金融部门评估规划（FSAP），而 FSAP 及其压力测试技术的理论基础就直接源于扩展的宏观模型。虽然扩展的宏观模型相对简单，而且数据容易获得，但其缺点也是明显的。第一，这种方法实质上是一种简约模型，而不是结构性模型；而且缺乏清晰的微观行为基础。第二，没有提供企业、家庭和银行对外在金融压力的反应。第三，没有抓住金融部门之间的内在结构和相互影响，而这一点正是金融危机研究的核心；正因为这样，该模型不能指出危机的传染性和危机的动态变化。

在扩展的宏观经济模型中，Bernanke（1996、1998、1999）提出的金融经济周期理论是分析金融不稳定最重要的宏观模型。由于经济高度虚拟化、金融化，消费、投资和储蓄等宏观变量的方差减小，真实经济的周期性特征表现不明显；而以金融为核心的虚拟经济周期波动更加突出，金融波动、金融不稳定才是宏观经济波动的主因。传统的古典经济周期理论、货币经济周期理论、真实经济周期理论均无法模拟金融冲击导致的经济剧烈波动，而金融经济周期理论利用“金融加速器”对此能做出深刻、令人信服的解释。与金融危机理论相比，金融经济周期理论既可以解释金融危机的起因和机制，也清晰地呈现了危机后经济走向复苏的调整机制，即经济均衡的状态转换机制。

与多数扩展的宏观经济模型一样，把金融经济周期理论用于金融系统不稳定的分析时，其缺陷也非常明显。第一，由于继承了传统理论的理性经济人和同质经济人假设，因而在该模型中，不存在违约，银行和