

资产价格与中国宏观经济的关系

——基于房价和股价的研究

郑骏川 赵 娜 著

Z ICHAN JIAGE YU ZHONGGUO
HONGGUAN JINGJI DE GUANXI
JIYU FANGJIA HE GUJIA DE YANJIU



西南财经大学出版社

资产价格与中国宏观经济的关系

——基于房价和股价的研究

郑骏川 赵娜 著

Z

ZICHAN JIAGE YU ZHONGGUO
HONGGUAN JINGJI DE GUANXI
JIYU FANGJIA HE GUJIA DE YANJIU



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产价格与中国宏观经济的关系——基于房价和股价的研究/郑骏川,赵娜著. —成都:西南财经大学出版社,2019.6

ISBN 978-7-5504-3559-9

I. ①资… II. ①郑…②赵… III. ①中国经济—宏观经济—研究
IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 143425 号

资产价格与中国宏观经济的关系——基于房价和股价的研究

郑骏川 赵娜 著

责任编辑:冯梅

助理编辑:陈璐

封面设计:墨创文化

责任印制:朱曼丽

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm×240mm
印 张	11.5
字 数	212千字
版 次	2019年6月第1版
印 次	2019年6月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-3559-9
定 价	76.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序言

20世纪80年代之后，在世界主要国家有效控制本国通货膨胀的同时，以房产和股票为代表的资产市场正经历着前所未有的剧烈波动。20世纪日本经济危机、墨西哥金融危机与亚洲金融危机，以及2008年爆发的美国次贷危机等历次金融危机事件一再证明，资产价格波动会对区域或全球金融及经济稳定造成严重的影响，因此需要引起各国政府的高度重视。

从国内情况来看，股市自诞生之日起十几年间股票价格的暴涨暴跌早已屡见不鲜，房地产价格也呈现急剧波动的现象，这对宏观经济的平稳运行以及央行货币政策操作构成了巨大的挑战。但是，资产价格变动的影响因素以及资产价格作用于实体经济的机制或渠道还不完全清晰，特别是房产与股票两种普通资产对社会产出和通货膨胀的作用机制以及影响力大小的问题，目前的相关研究还没有形成一致的结论，而这些问题的解决对中央银行是否需要运用货币政策对资产价格波动做出响应又显得十分重要。

本书通过研究，深化了对资产价格影响因素及资产价格对宏观经济的影响机制的系统认识，重点澄清了房价影响因素、股价和房价对社会产出和通货膨胀的影响效应、央行货币政策反应等问题。这对进一步理解资产价格对家庭、企业及央行决策行为的影响具有重要的借鉴和参考作用，在实践上对于证券部门和房地产管理部门对股票市场和房地产市场的监管、央行的货币政策选择与优化具有重要的政策指导意义。

本书在内容编排上：首先，在从理论层面对股价和房价影响因素进行探讨的基础上，重点探讨当前社会较为关注的“高房价”成因问题，特别从中国现行财税制度出发，利用动态面板模型检验了地方政府财政压力通过土地财政影响地价、房价的完整因果链条，揭示了隐藏在高房地产价格背后的土地财政因素。其次，在对资产价格影响社会产出和通货膨胀的财富效应、托宾Q效应、担保效应进行理论分析的基础上，通过动态面板模型、Granger因果检验、

VAR 脉冲反应函数与方差分解等方法，检验了房价和股价对经济增长的影响效应。再次，本书分别采用缩减式总需求方程和 VAR 广义脉冲反应函数两种方法构造了符合我国国情的金融状况指数，并通过一系列检验标准来验证资产价格是否对通货膨胀具有指示器功能。最后，本书在后顾型 IS-Phillips 曲线分析框架下，通过求解央行损失函数最小化问题，研究了包含资产价格的央行最优利率反应函数是否有利于减少产出缺口与通货膨胀的波动性，从而解决了央行货币政策是否需要响应资产价格这一备受争议的问题。

本书的创新之处在于对资产价格影响因素以及资产价格影响宏观经济的机制、效应和货币政策反应等问题进行了系统的理论和实证研究，具体包括四个方面：第一，对“高房价”背后的地方政府财政压力因素进行深入的实证研究，弥补了国内该领域实证研究的空白。第二，创新计量方法将房价变动影响经济增长的两个传统渠道（财富效应和担保效应）进行分离，并比较两个效应对宏观经济的影响力，完善了房价财富效应的相关研究。第三，利用自回归分布滞后模型和状态空间模型来构造符合我国国情的动态金融状况指数（FCI），克服了传统金融状况指数缺乏动态性和参数非时变性的缺陷，完善了金融状况指数的通货膨胀指示器功能。第四，本书在结构向量自回归模型（SVAR）分析框架下研究资产价格对货币政策变量的影响，创新性地使用“有向无环图”技术以确定 SVAR 系统中变量间的同期关系，避免了利用先验信息或相关理论对 SVAR 系统中变量间的同期约束进行人为设定所存在的主观判断，使研究结论具有较强的客观性和科学性。

郑骏川博士负责本书第 2 章、第 3 章、第 4 章、第 6 章的撰写工作，赵娜老师负责本书第 1 章、第 5 章的撰写工作。在本书的撰写过程中，我的博导、西南财经大学的张进教授提出了许多宝贵的建议与意见，在此表示感谢。此外，重庆工商大学融智学院各位领导对本书的出版给予了大力支持，在此一并致谢。

由于作者水平所限，书中难免有疏漏和错误之处，恳请读者指正。

郑骏川

2018 年 5 月

目录

- 1 导论 / 1
 - 1.1 问题提出 / 1
 - 1.2 研究方法、思路及意义 / 3
 - 1.2.1 研究方法 / 3
 - 1.2.2 研究思路 / 4
 - 1.2.3 研究意义 / 5
 - 1.3 本书的创新点与不足 / 6
 - 1.3.1 本书创新点 / 6
 - 1.3.2 本书不足之处 / 7
 - 1.4 文献综述 / 8
 - 1.4.1 资产价格与经济增长 / 8
 - 1.4.2 资产价格与通货膨胀 / 14
 - 1.4.3 资产价格与货币政策 / 17
- 2 资产价格影响因素的理论分析与实证研究 / 23
 - 2.1 资产与资产价格 / 24
 - 2.2 资产定价理论 / 25
 - 2.2.1 资产价格的贴现值模型 / 25
 - 2.2.2 资本资产定价模型 / 26

2.2.3	套利定价模型 /	27
2.3	我国资产价格波动情况 /	28
2.3.1	我国房价波动情况 /	28
2.3.2	我国股价波动情况 /	29
2.4	资产价格影响因素的理论探讨 /	31
2.4.1	房价影响因素的理论探讨 /	31
2.4.2	股票价格影响因素的理论探讨 /	37
2.5	资产价格影响因素的一个实证研究——房价、地价及地方政府财政压力 /	43
2.5.1	相关背景介绍 /	45
2.5.2	财政压力影响房价的系列假说 /	47
2.5.3	模型与数据 /	49
2.5.4	计量分析及结果 /	53
2.5.5	结论 /	62
2.6	本章小结 /	63
3	资产价格与经济增长 /	65
3.1	资产价格影响产出的理论机制 /	65
3.1.1	财富效应 /	65
3.1.2	托宾 Q 效应 /	67
3.1.3	担保效应 /	67
3.2	住房价格与经济增长——基于担保效应与财富效应的理论分析与实证研究 /	68
3.2.1	文献综述 /	69
3.2.2	理论分析 /	71
3.2.3	实证研究设计 /	73

3.2.4	实证结果分析 /	77
3.2.5	研究结论与政策建议 /	82
3.3	股价变动与经济增长互动关系的理论分析与实证研究 /	83
3.3.1	理论模型 /	85
3.3.2	实证研究模型与数据情况 /	88
3.3.3	实证结果分析 /	89
3.3.4	研究结论 /	93
3.4	本章小结 /	93
4	资产价格与通货膨胀	
	——基于我国金融状况指数 (FCI) 的构建 /	95
4.1	资产价格指示器功能的理论分析 /	95
4.2	资产价格指示器功能的实证检验——基于金融状况指数 (FCI) 的构建 /	97
4.2.1	金融状况指数 (FCI) 理论介绍 /	98
4.2.2	我国金融状况指数 (FCI) 的构建 /	102
4.3	金融状况指数 (FCI) 与通货膨胀预测 /	113
4.3.1	FCI 对通货膨胀率拐点的预测 /	114
4.3.2	FCI 与通货膨胀动态相关性分析 /	114
4.3.3	Granger 因果关系检验 /	115
4.3.4	简单回归分析 /	115
4.3.5	通货膨胀对 FCI 的脉冲响应函数 /	116
4.4	金融状况指数 (FCI) 与我国货币政策立场 /	116
4.5	本章小结 /	118

5	资产价格与货币政策 / 119
5.1	货币政策与资产价格的理论分析框架 / 120
5.1.1	货币政策对资产价格产生影响的理论机制 / 120
5.1.2	货币政策对资产价格的反应理论 / 121
5.2	资产价格与最优货币政策反应函数 / 123
5.2.1	引言 / 123
5.2.2	考虑资产价格情况下的最优货币政策反应函数理论推导 / 125
5.2.3	基于我国最优利率反应函数的经济模拟 / 128
5.2.4	研究结论及政策建议 / 136
5.3	货币政策对资产价格响应的实证检验——基于有向无环图 (DAG) 技术的 SVAR 分析框架 / 137
5.3.1	问题提出与文献评述 / 137
5.3.2	计量方法与数据情况 / 139
5.3.3	实证结果及分析 / 143
5.3.4	研究结论 / 151
5.4	本章小结 / 151
6	研究结论与研究启示 / 153
6.1	研究结论 / 153
6.2	研究启示 / 155
	参考文献 / 157
	附录 / 171

1 导论

1.1 问题提出

自从 20 世纪 80 年代开始，当世界主要国家在有效控制本国通货膨胀的同时，经济全球一体化进程的加快也使全球通货膨胀机制发生着改变。一方面，经济全球化使世界各国对一般商品的生产和供给能力得到提升，使一般商品的价格得到有效的抑制；另一方面，经济全球化的过程还伴随着对初级产品和资产需求的增加，使得初级产品和资产的价格容易出现剧烈波动。因此，世界经济在低通货膨胀背景下运行的同时，以房地产价格和股票价格为主要代表的资产价格正经历着前所未有的剧烈波动。

由资产价格波动引起的金融危机屡见不鲜，例如 20 世纪 80 年代后期的日本，在本国宽松的金融政策及大量国外资本的共同推动下，日本的房地产泡沫极速膨胀，随着国外资本获利后的撤离，房地产泡沫的破灭不仅给房地产行业带来了致命的打击，同时也引发了日本国内严重的财政危机。受此影响，日本从此经历了长达 15 年的经济萧条，直至现在，日本还未彻底走出上次金融危机的阴影，人们把 20 世纪 90 年代称为日本“失去的十年”。虽然 1994 年的墨西哥金融危机及 1997 年的亚洲金融危机分别起源于墨西哥和泰国，但是随着区域经济一体化进程的加快，金融危机呈现出区域化特征，资产价格泡沫的崩溃更是给新兴市场经济国家造成了极大的损失。最近的一次金融危机为美国次贷危机。这次金融风暴起源于 2007 年美国房地产价格的急速下跌，进而导致次级抵押机构和投资基金破产，引起股市剧烈震荡。到 2008 年，这场金融风暴开始蔓延至全球多个国家，对全球金融和经济稳定造成了严重的影响。历次金融危机事件一再证明，资产价格的过度波动不仅会导致金融恐慌，更会对实体经济的平稳发展造成严重影响。

资产价格对宏观经济产生影响的同时，对央行货币政策操作也提出了挑战，特别是在资产市场与货币市场联系日益紧密的背景下，旨在维持经济平稳发展的央行货币政策是否需要应对资产价格做出应对成为学术界长期争论的焦点。针对这一话题，学术界形成了“有为论”与“无为论”两种截然不同的观点。“无为论”以 Bernanke 和 Gertler 为代表，他们主张央行的货币政策只应把物价水平作为关注目标，而对资产价格的波动不需要做出额外的货币政策调整。他们持“无为论”观点的理由主要包括：①货币当局并不能有效地区分资产价格泡沫是由理性层面还是由非理性层面所引起的，错误的判断会导致事与愿违的结果；②即使资产价格的泡沫是可以识别的，但是政策具有时滞性，这可能会导致实际结果与预期目标有所偏离；③通货膨胀目标制可以有效地维持宏观经济和金融系统的稳定，即在资产价格出现泡沫时，利率会自动调整，从而减少潜在金融恐慌的出现；④央行不应利用货币政策对资产价格做出额外反应，除非资产价格波动会对央行的预期通货膨胀产生影响。

“有为论”以 Cecchetti 等（2000）、Filardo（2001）、Bordo 和 Jeanne（2002）为代表，他们认为在资产价格的膨胀与崩溃的循环中潜伏着金融危机对实体经济的巨大威胁，因此货币当局在坚持传统通货膨胀目标制的同时，应将资产价格纳入央行货币反应函数之中。他们提出货币政策对资产价格做出反应需具备一系列前提条件：首先，应该区分资产价格泡沫的形成原因，如果资产价格膨胀是由理性经济层面引起的，则货币政策不应做出反应；其次，资产价格对未来通货膨胀具有较强的“指示器”作用；再次，货币当局需要有充分的信息来判断资产价格泡沫的演化路径；最后，通过货币政策工具主动刺破泡沫可以避免金融恐慌的出现。

经过长期的争议后，主流经济学界就货币政策是否应对资产价格做出反应达成共识，即仅当资产价格的变动含有未来通货压力的预测性信息时，央行才应该通过货币政策对其做出反应。因此，央行欲通过货币政策操作来应对资产价格波动所带来的各种挑战就需要研究资产价格与通货膨胀的关系，特别是需要检验资产价格的通货膨胀指示器功能。

从国内情况来看，近年来，我国的房地产市场和股票市场在得到快速发展的同时，房价和股价也经历着剧烈的波动。在房地产市场方面，全国商品房房价在 2004 年之前保持较为平稳的发展趋势，之后则表现出长期上涨的态势，由 2004 年 1 月的 2 508 元/平方米上涨到 2016 年 12 月的 7 546 元/平方米，上涨幅度达到约 201%。在此期间全国商品房市场也经历了数次的高峰与低谷，

最近一次较大幅度的房价波动是全国商品房房价由 2016 年 1 月的 6 822 元/平方米上升为同年 12 月的 7 546 元/平方米,短短一年房价的波动幅度约为 10.6%。在股票市场方面,我国的股票市场从 1990 年开始营业以来也得到快速的发展,股票总市值由 1991 年的不足 10 亿元发展到 2007 年的超过 30 亿元,截至 2016 年 12 月,沪深两市 A 股的上市公司共达到 2 853 家。在我国股市发展的二十余年里,我国的股市也和西方股市一样经历了无数次的暴涨暴跌。上证指数由 2005 年年底的 1 161.06 点一路飙升至 2007 年 10 月的 5 954.77 点,之后一路探底,直到 2008 年跌破 2 000 点,股市才开始有所复苏。

在此背景下,我国主要的资产价格(房价与股价)的变动情况如何?影响资产价格的因素有哪些?资产价格影响实体经济的机制或渠道是什么?房价和股价对经济增长的影响力如何?我国的资产价格是否包含未来通货膨胀的相关信息?如何利用资产价格构造我国的通货膨胀先行指标,为货币政策的实施提供参考性信息?我国的货币政策是否应该对资产价格波动做出反应?我国央行是否已经开始关注资产价格的波动?这些问题并非全部为我们所知,因此还有必要对此进行深入的研究和探讨。鉴于此,本书对资产价格影响因素及资产价格对诸多宏观经济变量(如产出、通货膨胀和货币政策)的影响效应进行相关的理论与实证研究,以期得出较为科学且富有建设性意义的研究结论。

1.2 研究方法、思路及意义

1.2.1 研究方法

本书采用理论与实证相结合的研究方法,综合金融经济学、房地产经济学、财政学、货币银行学、计量经济学等经济理论对相关问题进行理论推导,并基于可获取的省(市)级面板数据和国家层面的宏观时间序列数据,通过建立计量经济模型对所提出的问题进行实证检验,试图得出科学、合理的研究结论。具体而言:

(1) 理论模型推导。3.2 节在考察住房价格变动对经济增长的影响力时,分别通过构建数理模型和四象限模型来对房产的担保效应与财富效应进行理论分析;3.3 节参照 Turnovsky (1995) 和 George (1995) 的理论分析框架,通过构建理论模型来分析经济增长与股票价格变动之间的关系。4.1 节借鉴 Smets (1997) 的经济结构模型来说明资产价格如何具有预测未来产出和通货膨胀信

息的能力。5.2节通过求解IS-Phillips约束条件下的央行福利损失最小化问题，推导出包含资产价格情况下的最优货币政策反应函数。

(2) 实证方法检验。本书根据问题研究的需要，综合使用多种计量分析方法，包括最小二乘法、系统矩估计、向量自回归模型、结构向量自回归模型、有向无环图技术、自回归分布滞后模型和状态空间模型等进行实证检验。另外，5.2节还利用模拟分析方法，比较了包含和忽视资产价格情况下的货币政策反应函数对产出缺口和通货膨胀波动性的影响。

(3) 省（市）级面板数据和国家层面的宏观时间序列数据相结合的研究方法。在对房价影响因素和房价对经济增长的影响力的问题进行实证检验时，本书分别选取35个城市的市级面板数据和31个省（市）的省级面板数据进行分析，这是由于我国地区经济发展极不平衡，而房地产市场又具有较大的异质性，因此对房地产问题的研究不应局限于国家层面，而应深入地区（包括省级）或城市层面，只有这样才能得到具有代表性的研究结论。而在研究股价波动与经济增长的动态关系，以及资产价格对通货膨胀和货币政策反应的影响的问题时，采用国家官方公布的国家层面的宏观时间序列数据进行分析，基于此的实证结果具有较强的科学性和客观性。

1.2.2 研究思路

本书分别从理论与实证的角度研究了以房价和股价为代表的资产价格与我国宏观经济的关系。在研究思路上，从实体经济层面探讨了资产价格影响因素及资产价格影响宏观经济的各种效应，并通过实证方法检验了资产价格对经济增长的影响力；从央行货币政策操作层面分析了资产价格和货币政策之间的关系，一方面检验了资产价格是否包含未来通货膨胀走势的预测性信息，以及央行应该如何利用这些信息来优化货币政策调控，另一方面讨论了货币政策应该如何应对资产价格膨胀，这又涉及央行货币政策是否应对资产价格波动做出应对和货币政策是否已经对资产价格波动做出响应等问题。本书具体的研究思路如图1-1所示：

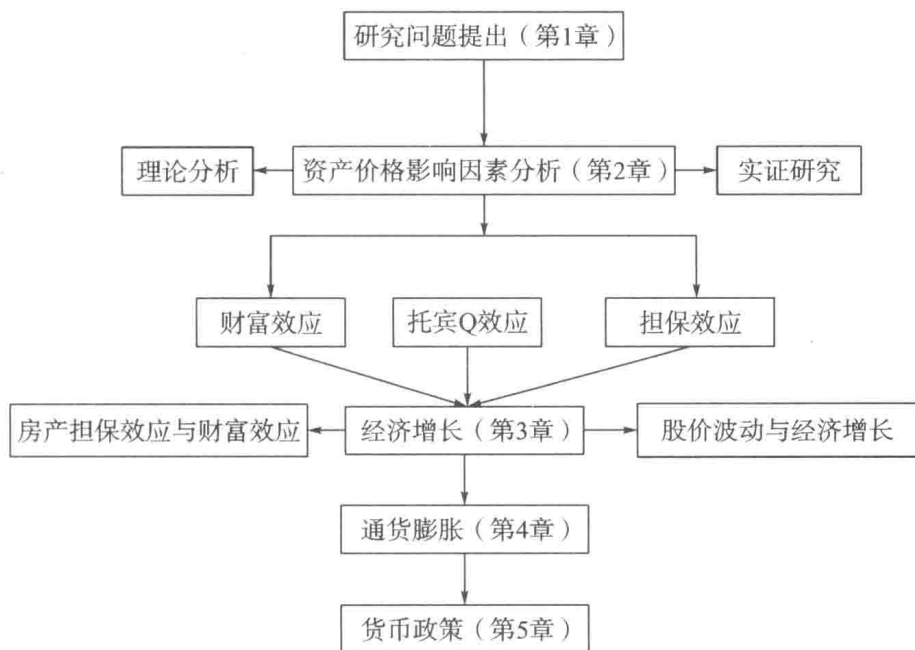


图 1-1 本书研究框架

本书第 1 章通过对研究背景的介绍，提出本书的研究问题及研究意义；第 2 章对资产价格的相关概念和资产价格的波动情况进行简要介绍，并着重对资产价格的影响因素进行理论和实证的研究，深化了对以房价和股价为代表的资产价格的全面认识，也为后续章节分析资产价格对宏观经济的影响做了坚实的理论铺垫；第 3 章从理论与实证的角度探讨了住房价格影响经济增长的担保效应与财富效应，以及股价波动与经济增长之间的关系；第 4 章通过构建金融状况指数这一综合性资产价格指标来检验资产价格的通货膨胀预测功能，以及分析金融状况指数对货币政策的含义；第 5 章通过模拟分析方法研究央行货币政策是否应响应于资产价格波动，并在 SVAR 分析框架下检验了我国的货币政策是否已经对资产价格波动做出响应；第 6 章基于前文的分析结论，提出相关的政策建议。

1.2.3 研究意义

本书通过研究，深化了对资产价格影响因素以及资产价格对宏观经济的影响机制的系统认识，重点澄清了房价和股价对宏观经济的影响力大小的问题，这对进一步理解资产价格对家庭、企业及央行的决策行为的影响具有重要的借鉴和参考作用，同时对于证券部门和房地产管理部门对股票市场和房地产市场

的监管具有重要的指导意义。在实践方面，本书将资产价格与货币政策的选择联系起来，分析了央行是否应该关注资产价格和最优货币政策反应函数的选择和设计等问题，这对于央行如何科学地制定货币政策来应对资产价格波动以实现物价稳定、经济增长和金融稳定等目标，具有十分重要的现实意义。

1.3 本书的创新点与不足

1.3.1 本书创新点

(1) 关于房价影响因素的探讨，国内外文献主要是基于基本经济层面（如人口、收入、供给成本、资金支持等）的视角来对当今的高房价问题进行解释，而对于地方政府财政状况如何影响地价、房价的研究，尤其是在实证研究方面，仍然处于空白。本书从中国现行财税制度出发，试图揭示地价影响房价背后更为深刻的原因，尤其是地方政府因财政压力通过土地财政影响地价、房价的完整因果链条，并通过实证手段加以验证，填补了相关研究领域的空白。

(2) 目前国内关于房产财富效应的考察多是检验房价变动对消费的影响力度，但国际上通常认为产出才能更好地定义一个国家经济的扩张和收缩，然而直接研究房价变动对产出的影响的文献还没有出现。另外，国内对房产影响实体经济的两条主要渠道（担保效应与财富效应）的探讨仅仅停留在理论分析层面，还没有对这两种效应进行定量的区分和比较。本书利用计量方法把房价总体变动分解为基本经济层面可解释部分（以捕捉房产担保效应）与不可解释部分（以捕捉房产财富效应），从定量的角度比较了这两种效应的强弱，并对影响这两种效应的一些潜在因素进行了实证检验。

(3) 在分析股价波动与经济增长的动态关系时，国内外文献大多从实证研究的角度对此问题展开分析，由于计量方法和样本数据的选择有所不同，实证研究结论存在较大差异。为克服现有实证研究的这一弊端，本书首先通过构建理论模型，从理论推导的角度分析了在经济均衡状态下股价与经济增长之间的关系，然后再利用实证研究方法对理论模型的结论进行检验，因此本书的实证研究结论具有较强的理论说服力。

(4) 现有文献关于央行货币政策是否需要资产价格做出响应的争议大多停留在理论层面的探讨上，鲜少从定量的角度对这一问题进行科学论证。本书从最优货币政策反应函数设计的角度出发，运用经济模拟的分析方法，考察

了将资产价格纳入最优利率反应函数是否有助于减少产出缺口和通货膨胀波动性以及央行的福利损失，最终解决了央行货币政策是否需要响应资产价格的问题。

(5) 计量分析方法上的创新。在检验资产价格的通货膨胀预测功能时，本书利用自回归分布滞后模型和状态空间模型来构造符合我国国情的动态金融状况指数（FCI），克服了传统金融状况指数缺乏动态性和参数非时变性的缺陷，完善了金融状况指数的通货膨胀指示器功能。在利用结构向量自回归模型（SVAR）来分析资产价格对货币政策变量的影响时，本书创新性地使用“有向无环图”技术以确定 SVAR 系统中变量间的同期关系，避免了利用先验信息或相关理论对 SVAR 系统中变量间的同期约束进行人为设定所存在的主观判断，因此基于此分析方法所得到的研究结论具有较强的客观性和科学性。

1.3.2 本书不足之处

(1) 在考察高房地产价格背后的地方政府财政负担时，主要利用计量分析方法，未能构建房地产价格与政府财政压力之间的理论经济模型，因此研究结论缺乏一定的理论说服力。

(2) 在研究房产的财富效应与担保效应时，由于缺乏相关的微观家庭金融数据，主要采用 31 个省（市）的省级面板数据来对此问题进行分析，基于此数据得到的研究结论并不能很好地解释微观家庭的决策行为。有效的解决办法还是应该从微观家庭调查数据入手^①，使房产财富效应与担保效应分析具有强有力的微观数据支撑，从而得到更具有针对性的研究结论。

(3) 在研究央行货币政策是否需要响应资产价格波动时，本书基于一个后顾型的 IS-Phillips 模型来进行实证分析和数据模拟。本书的目的是检验资产价格波动对我国实体经济的影响，以及考察将资产价格纳入利率反应函数是否有助于减少产出缺口和通货膨胀的波动性，因此简单的后顾型 IS-Phillips 模型足以达到本研究的目的。但若要为央行货币政策提供准确的定量性建议，显然需要通过动态随机一般均衡的方法来推导相应的 IS-Phillips 模型，从而增强货币政策与资产价格间关系的微观解释力。另外，在推导最优利率反应函数的过程中，本书没有考虑利率与资产价格间的相互影响关系。这些都是本书有待改进之处。

^①近期由西南财经大学“中国家庭金融调查与研究中心”公布的中国家庭金融调查数据可以为本研究提供微观数据来源，但笔者在撰写相关章节时此数据还未公布，因此这将成为本书未来的研究方向。

1.4 文献综述

1.4.1 资产价格与经济增长

1.4.1.1 房产财富效应与担保效应研究

房价变动通过多种渠道对宏观经济产生影响,国外相关文献集中于研究房价变动对消费产生影响的财富效应与担保效应,这些研究以实证分析居多,而理论分析较少。在理论方面,弗里德曼的持久收入假说和莫迪利安尼的生命周期消费理论认为房产在家庭财富中占有较大比例,未预期到的房价上涨将导致住房拥有者的终身预期财富增加,基于个体倾向于将生命周期内的消费水平平滑以使个体生命周期内效用最大化,财富的增加将导致消费水平的提升。最近的理论研究认为,弗里德曼的持久收入假说所提及的房产财富效应似乎只对住房拥有者成立,但从长期均衡的角度来讲,房价变动对消费没有净影响,这是因为房价的变动只是使社会财富从无房者向有房者转移,因此不存在净的财富效应。Bajari 等(2005)建立了一个关于家庭消费与投资决策的动态模型,他们研究发现住宅价格的上涨对社会福利没有总体影响。Buiter(2008)基于 OLG 模型的分析发现,房价在房产基础价值内的变动对消费没有显著的财富效应,而房价中的投机性泡沫变动具有财富效应。同时他还认为当有房者和无房者的边际消费倾向不同,或者有房者面临预算约束且房产可以作为抵押品来缓解其借贷约束时,房价的变动对消费具有总体影响。Li 和 Yao(2007)利用一个把住房当成消费品和投资品的生命周期模型,发现房价变动对消费具有很小的总体影响,而且房价变动对处于不同生命阶段的有房者的影响是不同的。

担保效应是指房产可以作为抵押(担保)品,因此房价的上涨可以缓解有房者的借贷约束,从而提高他们的实际消费水平。但是房价的变动可以改变现实的消费水平而非预期的消费水平,因此房价的变动应该被完全预期到。Buiter(2008)、Aoki 等(2004)、Lustig 和 Nieuwerburg(2008)等的理论文章预测了房产担保效应的存在。

在实证研究方面,国外学者主要利用国家层面宏观数据和家庭层面微观数据来检验房价变动对宏观经济的影响。在宏观层面,Bhatia(1987)利用美国 1960—1974 年的消费和财富数据进行实证研究,发现房地产价值对消费具有很强的影响。Benjamin 等(2004)采用向量自回归技术分析了中国 1952 年第 1 季度到 2001 年第 4 季度的房产价值与金融资产价值变动对消费的影响。研究