

货币政策调控房价问题研究

卫彦琦

(山西大学 商务学院, 太原 030031)

摘要:我国房价的持续上涨问题倍受社会各界的普遍关注,本文阐述了我国货币政策调控房价的主要途径,对货币政策调控房价效果有限的原因进行深入剖析,并在此基础上提出了提高我国货币政策调控房价有效性的政策建议。

关键词:货币政策;房价;利率;房地产信贷

中图分类号:F293.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2011)01-0020-05

近年来,我国房价的持续上涨问题倍受社会各界的普遍关注。房地产行业是资金密集型行业,风险极高,房地产价格的崩溃可能导致其它相关企业破产增加、银行坏账大量出现、消费者收缩支出、整个国民经济陷入衰退。货币政策作为国家的重要宏观调控政策,迫切需要对房价进行调控,稳定房价。

1 货币政策调控房价的主要途径

房地产价格是由房地产市场的需求和供给共同决定的,鉴于货币政策是总需求调控政策,央行对房地产市场调控的重点应当是通过调控商品房的总需求来调控房价,所以,本文仅从需求角度分析货币政策对房地产市场的影响。货币政策影响房价主要通过利率、信贷、流动性效应和选择性货币政策工具四个途径。

1.1 利率途径

近年来中央银行主要通过调整金融机构存贷款基准利率来影响房价。由于房地产是一种价格较高的特殊商品,大多数消费者缺乏一次性付款购买能力,而多采用住房抵押贷款的方式进行购买,即消费者以所购买住房作为抵押,向住房公积金管理机构或金融机构申请购房贷款,然后,按购房贷款合同按期偿还本金和利息。因此利率的变化会直接影响消费者偿还贷款的利息额,影响其贷款成本。从而使部分消费者进入或退出房地产市场,影响房地产需求,进而导致房价的相应变化。因此,货币政策影响房价的利率途径可以表示为:

利率↓→住房贷款成本↓→房地产需求↑→房价↑

1.2 信贷途径

信贷渠道就是在二级银行体制下,中央银行通过运用公开市场操作、再贴现、再贷款和法定存款准备金等货币政策工具来改变货币供应量,以此改变商业银行的准备金和贷款,进而影响金融机构的信贷可用量,再通过银行信贷的变化来影响实体经济。银行贷款能力的变化会影响住房贷款的可获得性,从而增减房地产有效需求,导致其价格相应变化。货币政策影响房价的信贷途径可以表示为:

货币供应↑→住房贷款↑→房地产需求↑→房价↑

1.3 流动性效应途径

货币、债券、股票和房地产等资产一起共同组成投资者的资产组合。理性的投资者会根据不同资产的收益、风险和流动性的变化,调整组合中各种资产的比例,以达到投资效益最大化。住房如同耐用消费品属于不动产,如果央行实行扩张性货币政策,降低利率和增加货币供应量,股票价格的提高会改善消费者资产负债状况,降低遭受财务困难的可能性,提高消费者购买新住宅的欲望,所以货币政策影响房价的流动性效应途径可以表示为:

货币供应量↑→股票价格↑→金融资产价值↑→财务困难的可能性↓→房地产需求↑→房价↑

1.4 选择性货币政策工具

目前中央银行常用的调控房地产市场的选择性货币政策工具主要是不动产信用控制。不动产信用控制是指中央银行对商业银行等金融机构向客户提供不动产抵押贷款的管理措施,它包括供给和需求的

收稿日期:2010-12-17

基金项目:山西省软科学研究项目(2006041014-02)

作者简介:卫彦琦(1982—),女,山西临汾人,山西大学商务学院经济系,助教,经济学硕士,研究方向:货币理论与政策。

双重控制。主要是规定贷款的最高限额、贷款的最长期限和首付的最低金额等。采取这些措施的目的主要在于限制房地产投机,抑制房地产泡沫。货币政策影响房价的选择性货币政策工具途径可以表示为:

首付成数↓(贷款期限↑)→住房贷款↑→房地产需求↑→房价↑

2 货币政策调控房价的实证分析

深入分析和检验货币政策能否有效调控房价,是研究货币政策与房地产市场之间关系的基础和前提,笔者试图运用计量经济学的分析方法对央行能否有效调控房价以及如何调控进行研究。

2.1 数据说明

2.1.1 数据时间段的选择

1998 年以后,随着住房实物分配制度和按揭政策的实施,房地产投资进入平稳快速发展时期,2003 年出现过房价持续上扬的情况,中央银行随后出台多项针对房地产行业的宏观调控政策,房地产投资增长和房价上涨过快的势头初步得到抑制,尽管房地产价格涨幅在回落,但是仍然在高位上涨,银行贷款、外资及其他资金对房地产投资的“追逐力”还在继续上升,货币政策调控的实际效果同预期目标之间仍存在一定差距。鉴于此,本文采集的数据从 2003 年 1 季度到 2010 年 2 季度,而略去了 2003 年之前的数据(见表 1)。

表 1 2003—2010 年季度数据

	房屋销售价格指数 hp (上年=100)	广义货币 M2		一年期名义贷款利率 R(%)
		供应量(亿元)	增长率(%)	
2003.1	104.8	194 487.3	18.5	5.31
2003.2	105.0	204 931.4	20.8	5.31
2003.3	104.1	213 567.1	20.7	5.31
2003.4	105.1	221 222.8	19.6	5.31
2004.1	107.7	231 654.6	19.1	5.31
2004.2	110.4	238 427.5	16.2	5.31
2004.3	109.9	243 756.9	13.9	5.31
2004.4	110.8	253 207.7	14.6	5.58
2005.1	109.8	264 588.9	14.0	5.58
2005.2	108.0	275 785.5	15.7	5.58
2005.3	106.1	287 438.3	17.9	5.58
2005.4	106.5	298 755.5	17.6	5.58
2006.1	105.5	310 490.7	18.8	5.58
2006.2	105.7	322 756.4	18.4	5.85
2006.3	105.5	331 865.4	16.8	6.12
2006.4	106.1	345 577.9	16.9	6.12
2007.1	105.5	351 498.8	17.3	6.12
2007.2	107.1	377 832.2	17.1	6.39
2007.3	108.9	393 098.9	18.5	6.84
2007.4	110.5	403 401.3	16.7	7.29
2008.1	110.7	423 054.5	20.4	7.47
2008.2	108.2	443 141.0	17.3	7.47
2008.3	103.5	452 898.7	15.2	7.47
2008.4	99.61	475 166.6	17.8	7.20
2009.1	98.7	530 626.7	11.7	6.66
2009.2	100.2	568 916.2	7.2	6.66
2009.3	102.8	585 405.3	2.9	6.66
2009.4	107.8	610 224.5	4.2	5.31
2010.1	111.7	649 947.5	6.5	5.31
2010.2	111.4	673 921.7	3.7	5.31

注:资料来源于《中国金融年鉴》、《中国人民银行统计季报》、《中国房地产行业分析报告》以及国家统计局网站、中国经济信息网、人民银行网站。

2.1.2 变量说明

目前央行运用货币政策调控房价主要依赖于利率途径、信贷途径、流动性效应途径和选择性货币政策工具,由于选择性货币政策工具和流动性效应途径是建立在利率途径与信贷途径基础之上的,指标细化将大大增加实证检验的难度和相关数据的不可获得性,基于前文的理论分析,所以笔者将两者对房价的影响都归结到总量指标货币供应量和利率。本文选取广义货币 M2 和金融机构一年期名义贷款利率 R 作为货币政策变量,选择房屋销售价格指数 hp 作为衡量房价涨幅的指标。为了消除季节性因素以及异方差的影响,M2、hp 采用相对数据即同期增长率而不是绝对量。按照分析惯例,R 采用水平值。

2.2 实证分析

2.2.1 单位根检验

本文采取 ADF 检验法先对 M2、R、hp 进行单位根检验,以判断序列的平稳性。利用 evIEWS3.1 软件分别对各变量水平值及差分进行检验,其中滞后项的确定采用 AIC 准则和 SC 准则,使用画图的方法来确

定检验中是否包含常数项或者时间趋势项,结果见表 2。检验结果表明:上述变量均为 I(1),其一阶差分构成平稳时间序列,可以对其进行协整关系检验。

表 2 各序列的 ADF 检验结果

变量	检验形式 (C T K)	ADF 统计量	临界值
hp	(C 0 1)	-1.847 846	-2.682 9***
R	(C T 1)	-2.431 326	-3.322 8***
M2	(C 0 1)	-2.570 508	-2.682 9***
△M2	(C 0 3)	-4.511 800	-4.136 6*
△R	(C 0 1)	-2.952 453	-2.692 7***
△hp	(C 0 4)	-9.486 959	-4.220 7*

2.2.2 协整检验

对 hp、R、M2 序列进行 Johansen 协整检验,并根据 AIC 信息和 SC 准则确定滞后期为 1 期,得到表 3 的分析结果。检验结果表明该组变量在 1% 的显著性水平下至少存在 1 个协整关系,即序列之间存在着长期稳定的关系。

表 3 Johansen 协整检验

Series: HP R M2
Lags interval: 1 to 1

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.909 181	44.952 44	29.68	35.65	None **
0.445 385	8.969 175	15.41	20.04	At most 1
0.008 428	0.126 950	3.76	6.65	At most 2

2.2.3 采用 VAR 模型分析

1)房价指数对货币政策变量的脉冲响应分析。脉冲响应函数的结果依赖于各变量进入 VAR 的顺序。利率渠道是传导体系的根本,流动性效应渠道是对它的补充,信贷渠道是利率渠道的辅助渠道,只能依托利率渠道发挥作用^[1],所以笔者设置各变量进入 VAR 的顺序为:hp、R、M2,得到关于房价指数的一个脉冲响应函数图(见图 1 和图 2)。

Response of HP to One S.D.M2 Innovation

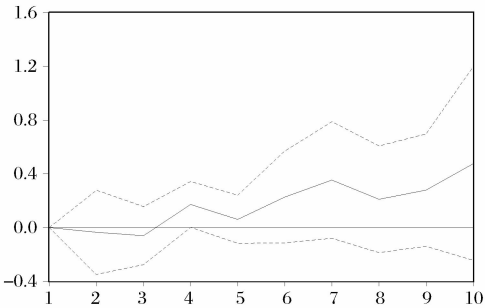


图 1 房价对货币供应量的脉冲响应

Response of HP to One S.D.R Innovation

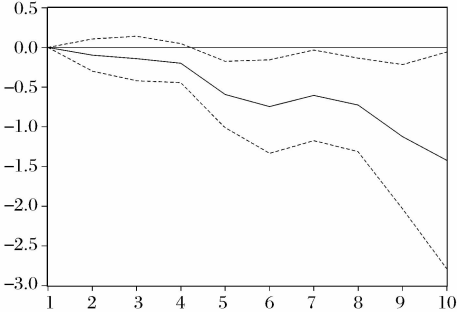


图 2 房价对利率的脉冲响应

从脉冲响应图中可以看出,房屋价格指数对利率和货币供应量冲击的动态过程。利率对房价产生负向影响,在第 4 个季度之前影响幅度较小,之后房屋价格指数对利率冲击的负向反应越来越明显,这表明利率政策存在的时滞为 4 个季度。房价指数对货币供应量单位冲击的反应在前 3 个季度非常微弱几乎可以忽略不计,之后正向反应才逐渐明显。这说明货

币供应量对房价的影响的滞后期为 3 个季度,长期内货币供应量增加房价上涨,但效果不明显,存在不可确定性。不同货币政策指标对房屋价格指数的影响是不同的,房价对利率的反应比对货币供应量的反应要强烈。

2)房价指数波动的方差分析。从方差分解的结果看出(见表 4),在初期,房价指数受自身指数的滞后影响最大,其次是利率,而利率和货币供应量对房价指数的影响都比较微弱。但随着时间的推移,房价指数的自身影响迅速下降,货币供应量与利率的解释力都在上升,其中利率的解释力上升的很快,从第 2 期的 1.987% 上升到第 10 期的 78.125%,货币供应量的解释力很小,而且面临着贡献不确定,在第 7 期达到峰值时才达到 9.377%。

表 4 房屋价格指数的方差分析表

Period	S. E.	HP	R	M2
1	0.578 034	100.000 0	0.000 000	0.000 000
2	0.683 847	97.735 25	1.987 028	0.277 722
3	0.737 459	93.750 17	5.326 940	0.922 887
4	0.782 636	83.258 16	11.141 25	5.600 592
5	0.990 423	53.329 37	42.799 32	3.871 312
6	1.281 968	35.227 14	59.332 67	5.440 184
7	1.511 958	32.041 79	58.581 68	9.376 533
8	1.726 313	28.752 09	62.578 71	8.669 206
9	2.084 018	20.261 50	72.010 12	7.728 376
10	2.566 869	13.367 11	78.124 86	8.508 036

2.3 结论

从以上分析可以看出,尽管我国货币政策对房价调控有一定程度的影响,但调控能力有限。货币供应量长期中对房价具有正向影响,扩大货币供应量能导致房价的长期上升,货币供应量对房价的效应时滞为 3 个季度。由于货币供给量并不是中央银行完全控制的外生变量,对房价指数的影响力度很小,运用调节货币供应量来调节房价存在不确定性,还有一定的难度。随着时间的推移,通过调节利率来控制房价的效果会越来越明显,但由于利率对房价的效应时滞为 4 个季度,而且短期内影响的程度很小,所以通过利率的调节来调控房价,短期内效果也很有限。但房价的调控是个长期的过程,所以用货币政策调控房价是具有一定可行性的。

3 货币政策调控房价效果有限的原因

3.1 利率调节对象不明确,影响货币政策调控房价的效果

近几年来,国内房地产市场之所以能够在短期内

迅速地发展,最主要的原因就是银行信贷资金的易获得性与利率过低,这与 1998 年以来扩大内需,多次降低利率的政策相关^[2]。完全市场化的利率,作为资金的价格完全能反应资金的成本,应该是金融市场资金平均投资回报率。但是目前我国利率实际上处于十分低的水平上,原因就在于利率不是由市场资金供求自发调节的,不能够自由浮动。市场化利率有其内在平衡机制(见图 3),利率作为一种特殊商品的价格,其均衡水平应由市场供求决定。如果人为的限制利率的种类和高低,就会对借贷双方造成影响,不能真实反映市场的供求状况,影响到中央银行货币政策目标的实现。

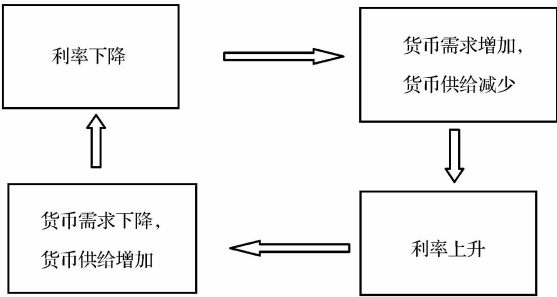


图 3 市场化利率的内在平衡机制

3.2 商业银行行为与货币政策取向之间存在博弈

商业银行处于中央银行和企业、居民两端的联接点,通过直接接受中央银行的政策信号,然后通过自身业务活动将货币政策信息传递给企业和居民,是货币政策调控的基础。但在实际中商业银行行为调整与中央银行货币政策取向并不总是一致。由于资本具有逐利性的本质,当房地产市场快速发展时,会吸引大量信贷资金进入房地产市场,导致投机盛行,往往会滋生房地产“泡沫”,而房地产价格的大幅上涨和下跌,会导致宏观经济波动,因此中央银行会动用公开市场业务、准备金、利率和窗口指导等政策工具予以调控,形成商业银行与中央银行之间的动态博弈过程^[3]。商业银行与中央银行之间的博弈会在一定程度上影响货币政策的执行效果。

4 提高货币政策调控房价效果的政策建议

4.1 坚持风险与收益对称原则,充分发挥利率调节作用

上海银行间同业拆放利率的正式运行,尝试为金融市场提供 1 年以内产品的定价基准,启动了中国货币市场基准利率体系建设,利率市场化改革得到进一步推进,今后利率调节将会更加主动,更能发挥利率杠杆的调节作用。利率市场化改革的不断深入,为商

业银行按照风险与收益对称的原则科学确定风险溢价、建立完善的科学定价制度创造了条件,但给商业银行带来更多的利率自主权的同时也加大了商业银行面临的利率风险,而对长期处于利率管制条件下的国内商业银行来讲,防范和应对利率风险还是任重道远的课题^[4]。在利率市场化的情况下,商业银行在发放贷款上不仅要面对形成不良资产,贷款本息不能如期收回的风险,同时也将面对效益风险,也即风险与收益不对称的风险。因此商业银行在贷款的发放上应贯彻收益与风险相对称的原则,在制定贷款价格政策上不能使风险与收益不对称,不能让高风险的金融产品配置低利率价格;也不能使低风险的产品配置高利率价格。应对所有的贷款单位进行安全等级评定,根据不同的贷款方式,不同的信用等级即综合的贷款安全等级确定不同的贷款利率,控制风险,锁定利润。

4.2 保证信贷政策的灵活性,充分发挥信贷渠道传导作用

房地产企业信贷作为商业银行的“精品业务”,其信贷政策如借款企业的资本金要求、授信条件、贷款担保落实等,应保持相对的连续性和稳定性,避免大起大落;同时,也要保证信贷政策执行的相对灵活性。银行从自身出发,要考虑收贷的危险,贸然收贷,既损失收益,又很可能引起房产商资金链断裂,从而造成大批房产公司倒闭。一旦这些公司倒闭,银行的资金

将无法收回。在目前宏观调控的形势下,商业银行的房地产信贷投放政策可做出适当调整,兼顾资金的安全性、收益性和流动性^[5]。如贷款期限可由紧盯项目建设工期调整为与销售进度相匹配,但最长不得超过 3 年;贷款利率适当拉大差距,对于借款人融资能力和股东实力较强的、现金流充足、第二还款来源稳定可靠的项目,贷款利率可小幅度上浮,对项目较好但借款人实力不够的贷款,实行较大幅度的利率上浮等。在房价过高的城市可提高购房首付比例,如从 2~3 成提高到 4~6 成。减化信誉高、还款有保证的优良客户的贷款审批手续,减少审批环节,缩短审批时间,使其能够在短时间内获得必要的信贷支持,切实减少管理层次,提高信贷效率。

参考文献

[1]刘传哲,何凌云.我国货币政策房地产渠道传导效率检验[J].南方金融,2006(7).
[2]夏馨,叶兵.当前我国货币政策对投资的调控机制及效果分析[J].金融与保险,2006(11).
[3]徐乐乐,薛永晓.货币政策调控房价的有效性分析[J].消费导刊,2009(4).
[4]汪利娜.房地产业发展与宏观调控[J].经济学动态,2004(8).
[5]张晓晶,孙涛.中国房地产周期与金融稳定[J].经济研究,2006(1).

The Effects of Monetary Policy on House Prices

WEI Yan-qi

(Bussiness College of Shanxi University,Taiyuan 030031,China)

Abstract: The continuous rise of house prices has been attracting much more universal attentions in China. This paper firstly elaborates the main channels of effects of monetary policies on house prices, then the paper focuses on exploring the main causes of weak effects of monetary policy, Based on the analysis the writer puts forward some suggestions to improve the effectiveness of the monetary policy.

Key words: monetary policy;house prices;market-oriented interest rate;the real estate credit

(上接第 5 页)

The Function for Science and Technology Business Incubator
Promoting Urban Industry Upgrade

LI Lei, WANG Xin-dong

(School of Economics and Management in Beijing Information Science & Technology University,Beijing 100192,China)

Abstract: Science and technology business Incubator was introduced to our country for its functions of pushing the commercialization of high-tech findings, incubating more Innovation-oriented enterprises and enhancing the ability of self-reliant innovation. Indeed, science and technology business Incubator has served for incubating micro-enterprises and entrepreneurs, and it has developed rapidly in our country. So far, the main goal of economic development is to speed up urban industry upgrade and to close down backward production facilities. In the process, the function of science and technology business incubator promoting urban industry upgrade has emerged increasingly. Science and technology business incubator is pushing urban industry upgrade by incubating science and technology SMEs.

Key words: science and technology business incubator;urban industry upgrade;function