

住房价格、居民杠杆率与经济增长的关系研究

摘 要

“房住不炒”概念在我国近年的政府工作报告中屡次出现，房地产在此前作为刺激经济的手段，在刚性需求与炒作共同的作用下，房价随着需求的增加而增长，多数一线城市的房价远高于合理水平。为应对住房价格的高水平，居民一般采用加杠杆的方式，居民债务集中于住房抵押贷款，过度透支未来消费，将对经济增长产生影响。我国自 2017 年开始关注房地产市场健康发展，对于住房价格、居民杠杆率以及经济增长的研究需要被重视。

本文首先分析了房地产市场的现状，考虑房地产市场中住房价格的阶段性走势，通过对比百城住宅价格指数等三个指数，得到我国住房价格的特点，同时通过价格指数增速得到住房价格存在周期性变动的结论。接着从供给角度和需求角度分析住房价格的影响因素，供给端的影响因素包括土地财政、商品房竣工价格、房地产实际到位资金和房地产从业人数；需求方面的影响因素包括城镇化因素、收入因素、利率与货币供应量因素和文化及心理预期因素。然后用居民杠杆率衡量我国居民债务水平，同时对居民杠杆率进行国际比较确定居民杠杆的特点及水平，同时研究居民杠杆率对于经济增长的影响。接着在理论研究方面，通过房地产市场局部均衡理论、居民财富效应理论，对住房价格以及居民债务对于经济增长的影响进行了理论研究。最后，利用时变向量自回归模型，选取 2007–2020 年的月度数据探究住房价格、居民杠杆率增长与经济增长之间的关系。结果显示住房价格与居民杠杆率的增长之间相互循环促进，但短期和中长期的促进作用有差异；住房价格与促进经济增长，但时变效应不明显；居民杠杆率增长与经济增长之间也具有时变性，且时变效应显著。三者之间关系的结论为住房价格上涨，居民杠杆率增长，对经济增长短期促进，中长期促进减弱并开始有抑制趋势；经济增长反向作用于居民杠杆率，使居民杠杆率增加，短期抑制住房价格上涨，但长期会推高住房价格。

关键词：

住房价格，居民杠杆率，房地产市场均衡，TVP-VAR 模型

Research on the Relationship between Housing Prices, Residents' Leverage Ratio and Economic Growth

Abstract

The concept of “housing to live without speculation” has repeatedly appeared in government work reports in China recent years. Real estate was previously used as a means of stimulating the economy. Under the combined effect of rigid demand and speculation, housing prices have increased with the increase in demand. Most first-tier cities have Housing prices are far above reasonable levels. In order to cope with the high level of housing prices, residents generally adopt a method of increasing leverage. Residents' debts are concentrated in housing mortgage loans, and excessive overdrafts in future consumption will have an impact on economic growth. China has been focusing on the healthy development of the real estate market since 2017. Research on housing prices, residents' leverage ratio and economic growth needs to be paid attention to.

This article first summarizes the situation of the real estate market, considers the phased trend of housing prices in the real estate market, and compares the three data of the housing price index in 100 cities, the sales index of commercial housing in 70 large and medium-sized cities, and the average sales price of commercial housing in China. The characteristics of the price, and at the same time, the conclusion that housing prices have cyclical changes through the growth rate of the price index. Next, analyze the influencing factors of housing prices from the perspective of supply and demand. The influencing factors on the supply side include land finance, the completion price of commercial housing, actual real estate funds and the number of real estate practitioners; the influencing factors on the demand side include urbanization factors, income factors, interest rates and Money supply factors and cultural and psychological expectations. Then use the resident leverage ratio to measure the level of Chinese resident debt, and at the same time, make an international comparison of the resident leverage ratio to determine the characteristics

and level of the resident leverage, and at the same time study the impact of the resident leverage ratio on economic growth. Then in terms of theoretical research, through the theory of partial equilibrium of the real estate market and the theory of resident wealth effect, the theoretical research on the impact of housing prices and resident debts on economic growth is carried out. Finally, using the time-varying vector autoregressive model, select monthly data from 2007 to 2020 to explore the relationship between housing prices, the growth of residents' leverage ratio and economic growth. The results show that the growth of housing prices and the leverage ratio of residents promotes each other circularly, but the short-term and medium- and long-term promotion effects are different; housing prices promote economic growth, but the time-varying effect is not obvious; between the growth of residents' leverage ratio and economic growth It is also time-varying, and the time-varying effect is significant. The conclusion of the relationship between the three is that housing prices increase and residents' leverage ratio increase, which will promote economic growth in the short-term, medium-term and long-term promotion will weaken and start to restrain; economic growth will adversely affect the residents' leverage ratio, which will increase the residents' leverage ratio in the short-term. To curb housing price increases, but it will push up housing prices in the long run.

Keywords:

housing prices, resident leverage ratio, real estate market equilibrium, TVP-VAR model

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 文献综述	2
1.3 研究内容及方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	7
1.4 论文的创新点与不足之处	8
1.4.1 论文的创新点	8
1.4.2 论文的不足之处	8
第 2 章 房地产市场价格分析	9
2.1 房地产市场发展情况	9
2.2 住房价格分析	10
2.2.1 住房价格波动的特征分析	10
2.2.2 商品房住宅供给影响因素	12
2.2.3 商品房住宅需求影响因素	15
第 3 章 居民杠杆率现状分析	18
3.1 居民杠杆率的国际比较及经验	18
3.2 我国居民杠杆率的特点	19
3.3 居民加杠杆对经济发展的影响	19
3.3.1 居民加杠杆容易增加资产泡沫	20
3.3.2 居民加杠杆不利于新兴产业	21

3.3.3	居民加杠杆抑制未来消费	21
3.3.4	居民加杠杆的风险分析	22
第4章	住房价格、居民杠杆率对经济增长影响机理	24
4.1	房地产市场价格的局部均衡.....	24
4.1.1	无杠杆条件下的价格均衡	24
4.2.2	有杠杆条件下的价格均衡	25
4.2	居民债务的财富效应.....	26
第5章	实证分析	29
5.1	TVP-VAR 模型原理	29
5.2	数据选取	30
5.3	模型的估计结果.....	31
第6章	结论与政策建议	40
6.1	研究结论	40
6.2	政策建议	41
参考文献		44
致 谢		48

第 1 章 绪论

1.1 研究背景

我国 1998 年完善《关于深化城镇住房制度改革的决定》。此次完善共提出了三项措施，取消福利分房、建立住房公积金制度和开创商品房市场。住房制度改革之后，住房被赋予商品属性，房地产行业进入起步阶段。同年人行颁布的《个人住房贷款管理办法》，开创了房地产抵押贷款的金融模式。房地产商品化与房地产抵押贷款模式二者缺一不可，房地产抵押贷款金融模式的产生，使住房商品化得以持续发展，为房地产市场提供金融模式的支持，为房地产市场成为我国支柱产业奠定基础。在金融市场中，资本通过金融体系不断的注入房地产行业。房地产行业在我国各行业中，相比较于其他行业占比较高的行业，房地产金融被监管部门频繁提及，资金规模与日俱增，融资途径日趋多元化，其蕴藏的风险巨大，被市场比作“灰犀牛”。

根据大事件时点，将房地产市场分成几个阶段来看，1998-2007 年，在这一阶段国内房地产市场需求不断上升，房地产价格也不断增长。2008 年经济危机，我国房价仍然持续上涨的政策背景为“四万亿刺激计划”，此计划拉动了全社会的投资，稳定了经济的同时使居民收入水平不断增加，房价在此之后持续较快增长，炒房行为开始出现。2010 年的出台的“新国十条”，对于购房者条件提出限制，以达到抑制房价的目的，但此政策并未使房价的上升趋势改变，房价一路高速增长。此后，房地产受国内市场环境等多方面影响，房价开始出现短期波动在库存随供给增多而不断增多时，房价在 2014 年曾经出现过区域性、阶段性下调。但 2015 年后，一些经济发展迅速的城市再次出现房价过快上涨的现象。近年来，房地产价格不断增长，虽然不断有价格调控政策出台，但在现阶段住房价格仍处于相对较高水平。

正是基于房价会持续上涨的预期，房地产的需求是不断增长的。伴随着需求的扩张，房地产价格的增长与需求增长构成循环。住房价格的增长，使年轻人为购置住房而增加储蓄、降低消费，尤其是房价更高城市的年轻人，往往通过透支家庭储蓄以及其他各种来源的资金来购买自己的首套住房，仍然不足的部分采取贷款的方式，从而使居民对于中长期消费贷款的需求不断增加。居民债务在此背

景下日益增加,为了应对房价的不断上涨,居民一般只能采用持续加杠杆的方式。

居民杠杆的不断增加可能蕴含着较高风险,并可能导致一系列经济发展问题。国际货币基金组织认为,当住户部门杠杆率小于 10%时,对经济增长有利,住户部门杠杆率大于 30%时会影响该国的中期经济发展,住户部门杠杆率大于 65%会影响金融稳定。居民持续加杠杆可能导致居民偿付能力的不足,金融系统稳定受内部因素的影响,伴随着杠杆不断放大,诱发系统性风险的可能性增高。当前杠杆率不断增加、伴随着杠杆率的增加,经济不断增长。经济增长需要靠更高的杠杆水平,居民杠杆率上升对经济增长的影响需要引起重视。在需求显现的初期,居民采用透支未来消费的方式,增加居民杠杆率,发挥居民杠杆率对于经济增长的正向作用;但在长期,较高水平的居民杠杆率也意味着持续消耗收入,使未来消费能力的降低,对经济发展产生负向影响。

基于上述内容,我国房地产行业的双面属性正影响着经济发展,一方面,房地产行业规模不断扩大促进了经济的增长,另一方面,住宅作为房地产的重要组成部分,在我国文化“有土斯有才,有财斯有用”的背景下,住宅价格与民生息息相关。住宅价格的过高,居民负债增加,会裹胁消费,在某种程度上阻碍经济增长。论文选题旨在探讨住房价格与居民杠杆率之间的如何相互影响,以及二者之间的相互作用如何影响经济增长,从短期、中期及长期关系角度,研究经济增长问题,探讨住房价格、居民杠杆率和经济增长,全面认识住房价格、居民杠杆率与经济增长之间的传导机制,提出切实有用的住房调控政策,通过调控住宅价格,稳定居民杠杆,房地产行业健康稳定发展,以达到使经济增长持续的目标,这是本文期望达到的目的。

1.2 文献综述

(1) 房价与居民杠杆率

首先在房地产的属性方面,Kiyotaki N & Moore J(1997)首次提出抵押品约束机制,构建动态经济理论模型,该模型指出,房地产具有消费品和抵押品两种属性。威克梅(2013)通过理论研究和国外经验借鉴,得出房地产具有私人商品和公共产品双重属性的结论。王庆芳(2015)提出房地产具有双重属性,同时其价格与信贷扩张之间存在联系。由于房地产的不同属性性质,使得房地产不同于普通消费品。其复杂性与普通消费品或者说是私人物品具有性质上的差异。针对

于其抵押品的特性，Gimeno（2010）利用西班牙的住房贷款数据，分析了该国住房贷款与房地产价格的关系，得出房地产价格从抵押品价值和家庭财富两方面影响居民债务，短期上存在周期性影响。在实际市场中存在道德风险以及逆向选择风险，金融机构相对于消费贷款等无抵押贷款会更倾向于抵押贷款，因为抵押贷款的不良贷款率相较于非抵押贷款的不良率要低。当资产价格上升时，借贷成本降低，提高贷款资金的可得性。

由于房地产不同于其他消费品的抵押品特性，其价格将对居民债务水平产生影响，对于房地产价格与居民债务之间的研究有：施有文等（2010）利用 GMM 模型进行估计得出房价上涨单项作用于信贷扩张，银行信贷对于房地产供给具有滞后期的结论。朱高林（2012）认为，房价上升促使居民有资产增值的愿望，居民利用住房抵押与投资等行为增加房地产市场的需求，使负债增加。贺娜等（2010）认为银行信贷、房地产价格和宏观经济之间存在互动关系。

为更好的反映出居民债务的水平，以及其与房地产价格之间的关系，在研究中开始出现居民杠杆率。巴曙松（2016）指出，每一次房价大幅度上涨，伴随的都是居民杠杆率的不断增加。孙丹、李宏瑾（2017）选用 2007–2016 年数据，发现住户债务中中长期消费贷款占比过半，进行格兰杰因果检验验证房价升高是居民杠杆率升高的格兰杰原因，同时提出增加杠杆率会进一步恶化房地产市场泡沫，增加金融稳定的脆弱性。黄燕芬等（2016）提出居民加杠杆会提升房地产价格上升的趋势，引起房地产泡沫，这种极具加杠杆的行为，往往导致金融风险快速积累，房地产泡沫迅速累积。郭新华（2019）也认为房价增长与居民杠杆率的增长是同向变动的，居民通过扩张债务应对房价增长。除了上述在相互关系上分析外，还有学者得出了房价与居民杠杆之间的数量关系。周广肃（2019）从微观视角得出房价是居民杠杆率快速上升的原因，精确到数量为房价上涨一倍，家庭杠杆率上升 39.2%。赵磊（2019）经过数据分析的出杠杆率每上涨 1%，房价会上涨 0.52%。

以上研究中，多探究房地产价格与居民债务或是居民杠杆率的关系，在住房价格与居民杠杆率关系方面，周小寒（2019）对住房价格与居民杠杆率之间关系进行研究，通过模型分析的手段，得出两者之间存在格兰杰因果关系，并提出相关政策建议。学者对于房地产价格与居民债务及居民杠杆率的研究颇丰，但对于房地产价格组成部分的住房价格与居民杠杆率关系的深入研究还比较少，对于

住房价格与居民杠杆率之间在短期、中期、长期的时变条件下,对于二者的相互影响是否存在不同的趋势以及影响程度方面还较为匮乏。

(2) 房价、居民杠杆率与经济增长

早期对于房地产行业与经济增长的研究主要集中在计算房地产投资对于GDP的贡献情况和检验房地产价格是否为经济增长的格兰杰原因,研究前者的有:Hender Shott(1998)、刘洪玉(2004)、宋增文(2007)等;研究后者的有:Coulson(2008)、刘红(2006)、陆菊春(2008)等。对于这个问题,不同学者之间存在不同观点。

认为房价对于经济增长存在正向影响的学者有:Chirinko(2004)研究得出,房价每增加1个单位,GDP将增长0.27个单位。崔光灿(2009)指出,房地产价格升高,因其资产的财富效应,价格的升高将通过投资和消费的途径使经济增长。杨俊杰(2012)提出,房地产价格的上升,将会对国内生产总值产生迅速拉动。潘海峰(2019)提出房价增长将促进本地区经济增长产生,同时其溢出效应将对其他区的经济增长产生拉动作用。周建军(2020)认为房价提升会使经济规模增加,对于经济增速的作用较小。

不同与上述观点的有:王擎、韩鑫韬(2009)提出,房地产价格单因素的波动不会对GDP增速产生影响,但是当有M2作为中间变量时,房地产价格将使GDP增速下行。陈斌开等(2015)提出,住房价格的上升将导致资源错配,使资本过多的流向房地产及其相关产业,在长期内对经济增长产生抑制作用。Gelain, Lansing(2015)提出,房价大幅偏离均衡价格而上涨,会影响投资者对于价格的判断,造成资源不合理利用,进而抑制经济增长。段进、曾琦(2016)将信贷变量引入面板平滑转移模型提出,房价与经济增长之间是非线性的,并经计算得出信贷量存在阈值。原鹏飞等(2014)运用CGE模型研究房价波动对于宏观经济的影响,提出住房价格可以影响到其相关产业的发展,各行业产出与房价波动同向变动。房地产行业、建筑业、重工业等收到房价波动的影响较大,居民收入受影响程度更强烈,并得到房价波动对于实体经济的挤出要大于拉动。

对于房地产价格对于经济增长的影响不同学者的关注点不同,得出的结论也有差异。细化到住房价格,朱丽呐(2016)提出,住房价格上涨将从两个不同方向影响经济增长,存在非线性关系,郑俊川(2018)年通过房地产抵押效应的面

板数据和财富效应面板数据进行研究,得出房地产价格的变动对经济增长的作用具有时间结构性差异。

对于居民杠杆率与经济增长的现存研究中,居民杠杆率多指居民部门杠杆率,属于宏观经济范畴,在计算时,居民杠杆率等于居民部门贷款余额与国内生产总值的比。对于居民杠杆率的水平,不同学者有不同看法。

认为居民杠杆率处于正常水平的有:李若愚(2016)提出,居民举债有多重原因,用于买房、买车、日常消费等等。居民加杠杆基于居民杠杆率较低且债务收入比较低的条件下,是不会造成较高风险的。张晓晶(2018)指出,2017年我国居民杠杆率水平为49%,低于世界平均水平,此时加杠杆不会带来较大规模的金融风险。张江涛(2018)也认为虽然近几年居民杠杆率不断增长,但仍存在上升空间。

从偿债能力角度分析的有:夏丹(2018)在居民部门债务的覆盖能力指标上,选取可支配收入与存量负债之比、居民储蓄与负债存量之比作为指标。刘磊、王宇(2018)从储蓄角度看待居民杠杆率问题,认为我国高储蓄的特点使得居民杠杆率的水平处于可接受范围,居民杠杆率还有增长空间。

还有其他不同观点:秦锐(2017)提出,我国居民杠杆率的高速增长会使风险不断积累,虽然有空间可以上升,但是高速增长的问题还是值得关注。从表面上看,居民杠杆率数值较低,但是居民净资产比例要较发达国家低很多。从这个角度来看,居民杠杆率已经处于高水平了。牛播坤等(2016)提出,居民杠杆率水平高、增速快,且债务过多集中于房地产,使得住房价格敏感性程度升高,使风险聚集。许丽娜(2015)通过研究欧债危机相关国家居民债务,认为短期内债务增加有利于经济增长。彭文生(2017)认为,自2012年开始,中国经历了金融自由化,房价和债务在经历了一个周期后,到2017年的顶部后将开始下一个周期,并认为过度上涨的房价将进入下行周期。

综合有关房价、居民杠杆率与经济增长的文献,相关学者对其中两者之间的关系做了研究,为本文提供了理论基础以及思考方向。在现有文献中,对于房地产价格的研究多基于整体价格,对于住房价格与其他变量之间的关系还有可深入研究的部分。居民杠杆率相关文献中,对于居民杠杆率的实际水平、居民杠杆率风险的研究还存在可深入研究部分,住房价格对居民杠杆率的影响情况,在不同

时期对于相互的影响由于研究方法的限制，并未对于时变性特征进行描述；与此同时，学者对于上述问题的讨论集中在两变量中一者对其他变量的影响或是两个变量之间关系，并未同时讨论不同时间条件下变量之间的相互作用。本文在对上述部分进行深入研究后，针对相关问题进行理论与实证研究，在数据的选取方面为研究提供新的角度与新思路，同时着眼于变量之间在时变条件下，短期、中期和长期三种情况下相互影响的情况，增加对于住房价格与居民杠杆率以及经济发展之间关系的研究方向。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

本文的目的是对住房价格、居民杠杆率与经济增长之间的关系进行分析，将按照如图 1.1 所示研究框架展开。

第一章为绪论，对研究背景以及文献进行了论述，在住房价格不断走高、居民债务快速增长的背景下，关注这些因素对于研究经济发展的现实意义。同时，对国内外有关住房价格等领域的研究成果进行总结和分析，梳理已有观点，并对当前的研究活动进行了梳理和总结，为本研究提供思路 and 方向。

第二章为房地产市场现状分析。通过研究房地产市场发展历史，结合数据考虑住房价格的阶段性走势，得到我国住房价格的特点，同时通过价格指数增速得到住房价格存在周期性变动的结论。接着在供给角度和需求角度分析了住房价格的影响因素，供给端的影响因素包括土地财政、商品房竣工价格、房地产实际到位资金和房地产从业人数；需求方面的影响因素包括城镇化因素、收入因素、利率与货币供应量因素和文化及心理预期因素。

第三章为居民杠杆率现状分析，在厘清现状后，在数值上对居民杠杆率指标进行国际比较，以从理论上确定现阶段我国居民杠杆率水平。用居民杠杆衡量我国居民债务，同时对居民杠杆率进行国际比较确定居民杠杆的特点，研究居民杠杆率对于经济增长的影响，建立住房价格与居民杠杆率之间联系的现实认知，同时综合考虑二者相互关系对于经济增长的影响与关联。

第四章为理论分析，通过房地产市场均衡以及居民债务的财富效应，确定住房价格与居民杠杆率以及经济增长之间的影响路径。

第五章是实证分析，选用住房价格、居民杠杆率增速与国内生产总值增速作

为变量，运用 TVP-VAR 研究变量在不同时期对互相的影响，同时选取时点进行脉冲响应，通过实证结果联系实际情况进行分析。

第六章是结论与建议，根据前几章的分析，提出有关住房价格以及居民杠杆率的调控政策的合理建议。

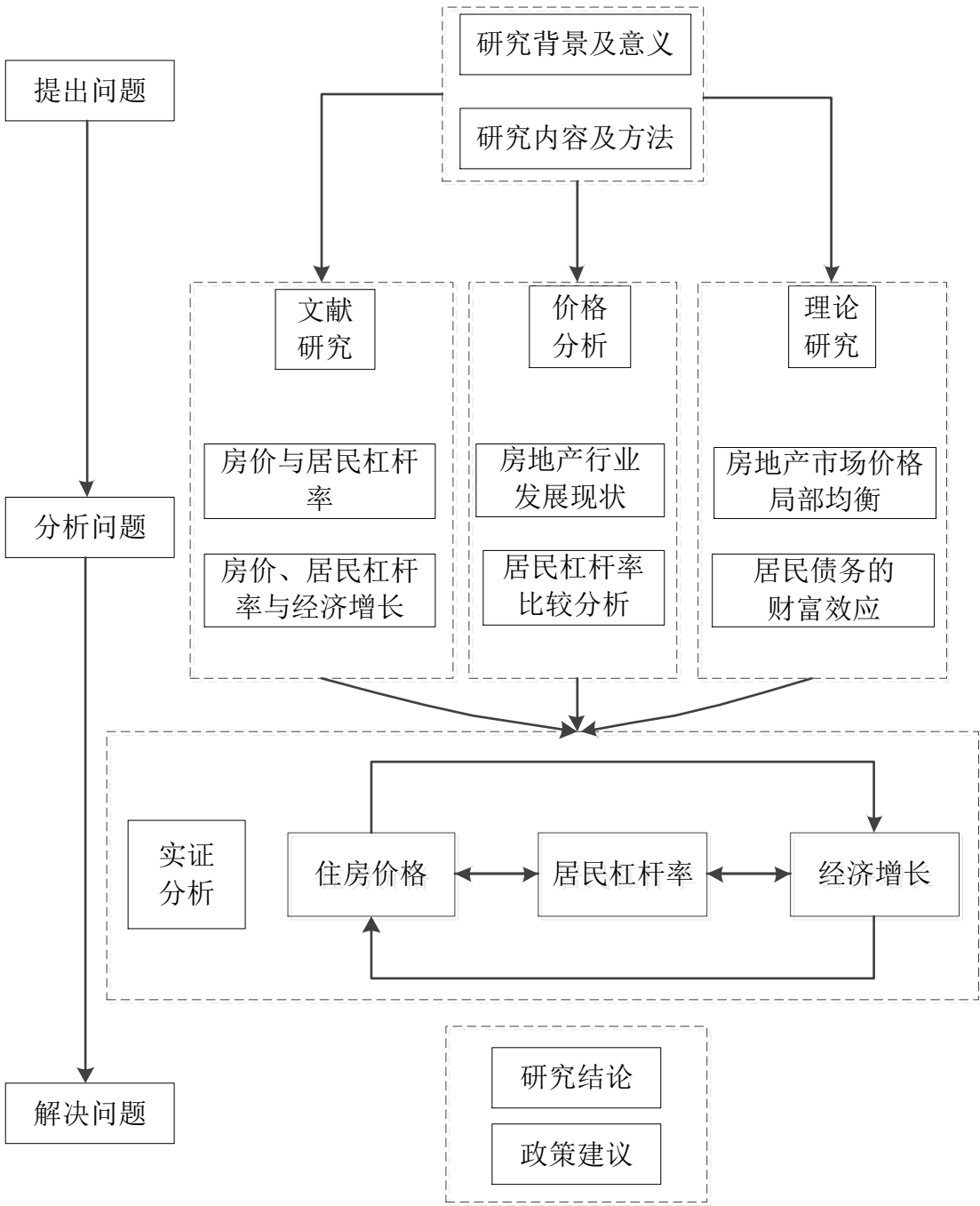


图 1.1 本文研究框架

1.3.2 研究方法

本文运用了文献阅读法、统计计量法、定量分析法。

文献阅读法：通过多种手段，例如网络、图书等方式，查阅与研究问题相关的中英文参考文献，对现有研究进程进行初步了解，同时梳理和总结查阅到的文献，对该领域的研究现状进行详细了解，并从多角度对当前的研究进行总结和分析。

定量分析法：结合数据分析情况，明确认识研究对象，同时比较国内外同意概念数据，判断其水平，总结规律。

实证分析法：根据提出的问题，综合考虑变量特征、数据可得性以及模型限制的影响。运用时变参数向量自回归模型探索各变量的时变性特征对相关变量的时变性特征，对变量之间的作用机制进行刻画。

1.4 论文的创新点与不足之处

1.4.1 论文的创新点

（1）文献综述显示，现存研究多基于房地产市场整体价格角度，对其自身以及相关变量之间的研究。本文意在研究全国住宅价格的平均水平对于其他变量的影响，故房价的标的选取为商品房住宅，与居民家庭的杠杆程度更相关，对于细化房地产市场管理具有重要意义。

（2）本文实证研究部分运用 TVP-VAR 模型，从短期、中期和长期考虑变量之间的相互影响，研究住房价格、居民杠杆率与经济增长之间影响，捕捉变量之间的非线性时变特征。

1.4.2 论文的不足之处

本文研究全国层面的住房价格，未对一二三四线城市住宅价格等进行划分，城市层面数据进行分析及具体研究还有待深入。因数据可得性，本文实证部分用工业同比增长率代替 2007-2015 年 GDP 月增速，因 2016-2020 年数据考虑到工业同比增长率的代替性降低，故对季度 GDP 进行分解计算的到月 GDP，总趋势不变，但存在相应误差。

第 2 章 房地产市场价格分析

2.1 房地产市场发展情况

1998 年完善《关于深化城镇住房制度改革的决定》后，实物分配住房制度退出历史舞台，房地产行业进入腾飞期。政府为支持房地产行业的发展，出台多项政策，首先是住房抵押贷款。此政策促使经济发展较好地区房价的攀升。在此后的第一年，央行降低个人贷款难度并开始开展个人消费贷款，金融市场逐渐开放、深化。同年延长贷款期限、降低贷款利率等措施都为房地产业发展提供助力。房地产市场化进程为应对经济危机做出了不少贡献，同时奠定了房地产行业在我国经济发展中的地位。在 1998-2003 年之间，房地产行业逆势而上，房地产规模的增长速度远高于经济增长，伴随而来的是人均住房面积增加、基础设施建设增加，同时城镇化进程的推进、人口流动刺激房地产价格上涨。2003-2007 年间，我国房地产市场首次过热。此种情况将带来更多的房地产投资，房地产投资额再到历史高点。这一时期房地产投资不断增加，商品房销售也异常火爆，房地产市场供需两旺，房地产行业在国民经济中的处于突出地位。投资过热的趋势引起了当局的重视，抑制房价的宏观调控政策出台。政府明确规定，开发商在取得土地使用权之后，为杜绝其倒卖土地使用权获利，通俗来讲叫空炒地皮的行为，必须在 2 个自然年度内作为项目用地进行开发，同时在土地属性转换方面控制土地供应量。正是由于房地产行业的猛烈态势，各项调控政策相继出台，包括个人首次信贷额小于 80%、适当提高二套房首付比例、房地产投资贷款额不能超过 70%以及开发贷款专款专用等。随着政策落实，房地产市场开始了宏观政策与高速发展相博弈的局面。在有力的宏观调控政策下，2005 年房价曾短暂下降，但由于房地产市场预期持续向好，房价仍然继续上涨。在一线城市商品房供给开始出现由消费需求转向投资需求，房价脱离供求关系进入泡沫积聚时期。

2007-2009 年，由于次贷危机引起全球经济震荡，房地产行业步入低迷阶段，2009 年颁布了一系列房地产刺激手段。政府寄希望于拉动内需缓解冲击，此次的鼓励政策与之前的抑制政策呈现明显差异。政策实施的下半年，成交量达到新高点，同时带来的是房价的新高。据此，当局开始意识到经济的高增速是基于房地产市场的短期快速增长的，为此政府制定一系列政策来对于房地产市场进行调

控。颁布的政策包括提高首付比例；建立住房公积金制度；制定限购政策；建立住房保障体系等等，目的是使价格回归合理区间，满足合理的刚性需求，抑制投机需求，使房地产业发展更为合理。2014 年末，调控政策未成功抑制房价的增长，但是房地产投资仍未回暖，究其原因因为库存过多，所以提出去库存的改革任务，以期改善房地产市场投资低迷的状况。投资的低迷并未使房地产销售走低，2015 年新建商品房销售额同比增长 14.4%，2016 年同比增长 22.4%，房地产销售仍在增长。2016 年调控力度再增加，全国 21 城先后发布楼市调控政策，金融层面也增加了调控力度，重启限购限贷。2016 年底中央经济工作会议中首次提出“房住不炒”，综合运用多种手段加强房地产行业的监管和整顿。在此政策的背景下，重点城市的成交量降低。2018 年至今，我国都在致力于探索房市健康发展的机制，2020 年海南省提出稳房价，2021 年广州提出提前收回违规流向楼市的信贷资金的要求等多项措施强化对房地产市场的调控。

综上所述，由于房地产行业体量巨大，同时影响众多行业，因此对于房地产行业的调控一直在进行，并在不断优化。对于房地产行业健康发展的长效机制仍在探索中，房地产行业存在的风险也一直被关注，房地产行业的重要地位还未被撼动。房地产行业的未来发展将以提高住房质量、提供良好的居住环境、拥有完善的配套促使为目标，基于房地产价格合理且稳定的核心，才能使房地产行业平稳健康发展。

2.2 住房价格分析

2.2.1 住房价格波动的特征分析

现阶段对于住房价格测度的指标有基于 100 个区域的百城住宅价格指数，基于七十个重点城市的 70 个大中城市新建住宅价格指数以及商品房平均销售价格等统计指标。首先对于百城住宅价格指数进行论述，在样本容量方面，该指数包含 100 个城郊区和较为发达的县级区域，在统计样本对象方面，采用的是均值估计，其均值反映的是在售的住宅、别墅和满足保障性住房政策的新建住宅的平均值，并采用加权平均的计算方法，每个样本的取值选用其住宅报价的中位数该指数体现供给方对于房价的预期。70 城市新建住宅指标自 2017 年后停更后，主要使用 70 城新建商品房住宅指数来衡量价格水平；在样本城市覆盖范围方面：“70 城”指标的统计主要包含各个直辖市、各省省会以及经济发展迅速、有大量人口

流入并形成一定数量基数的重点城市；在样本所体现的数据来源为样本所包含城市监管部门统计的成交数据，利用欧拉公式对于获得的数据进行计算，基于成交数据可以反映真实的住房购买者能够负担并选择购买住房时的房价平均值。还有就是运用国家统计局公布的有关住宅数据计算得到的平均销售价格指标，一般用销售额与销售数量的商表示。此平均价格包含我国所有城市，运用简单的加总相除，得到平均销售价格，该指标既可以反映真实的住房购买者能够负担房价和房地产供应商覆盖经营成本并获得可接受利润的住房定价。此价格能够在数值上描述房地产市场整体房价的走势情况，但商品房平均销售价格则不能突出重点城市房价指数，但是本文提到的另外两个指数可以。因此，本文将这两个价格指数共同研究，同时考虑商品房平均销售价格指标，根据三个指标的走势，希望能够对于我国住房价格的波动情况进行描述。

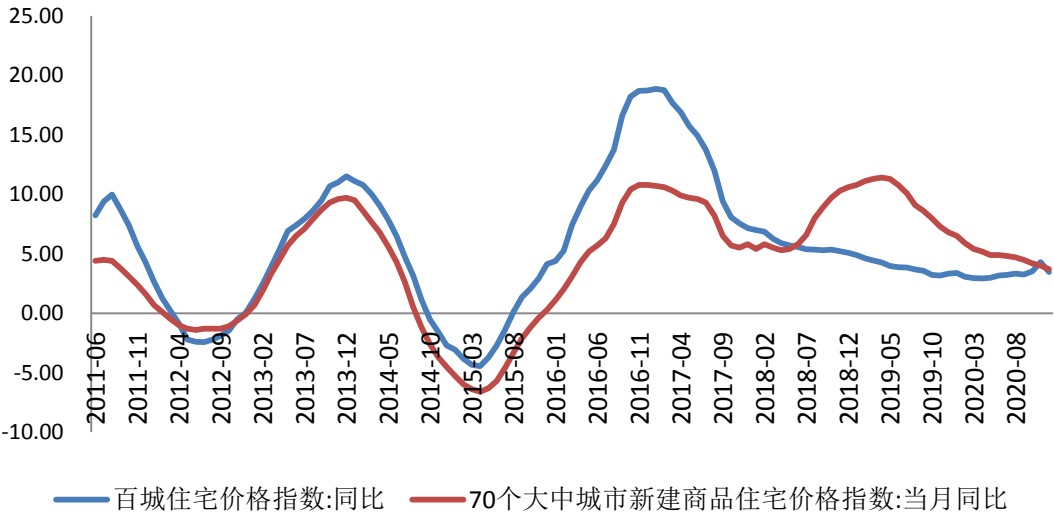


图 2.1 中国主要城市的住房价格走势

如图 2.1 所示，我国房价的增长率在此阶段内经历了两个波峰和波谷，在已知数据绘图的基础上可以看到，第一个高点出现在 2013 年，在此高点后，第一低点出现在 2015 年，随后增速上升，到达 2017 年第二个高点。由此可见，我国住房价格经历了两个周期。在持续时间上，第一个周期小于第二个周期；在变化程度上，第二个周期的变动程度要更大。结合实际情况进行分析，第一个波动可以看做调控政策在增加居民收入的同时，使得消费增加，此波动是政策的正向作用，而第二个波动不再是短期的外生作用导致价格波动，而是住房价格上涨之后，经济本身对于其上涨做出反应呈现出的结果。在现阶段，住房价格与经济增长的

关系日趋复杂。

此外，2018 年 6 月之前二者的图像基本重合，但是在这个时间点之后，70 城新建商品住宅价格指数开始有增长的态势，但百城住宅价格指数仍处于低水平，一方面这证明我国房价开始受区域位置与区域经济发展情况的影响，所有城市都以相近速度增长的情况开始不复存在，另一方面可能由于住宅市场需求方和供给方对于住房市场的预期出现差异，在发展实体经济负压的背景下，房地产企业对于住房价格的预期是走低的，但是需求方会认为宽松的宏观调控将促进经济增长，会使房价的进一步增长，所以 70 城市新建商品住宅价格指数会优先体现出上涨趋势，百城住宅价格指数的上涨会在其趋势显示出之后显现。

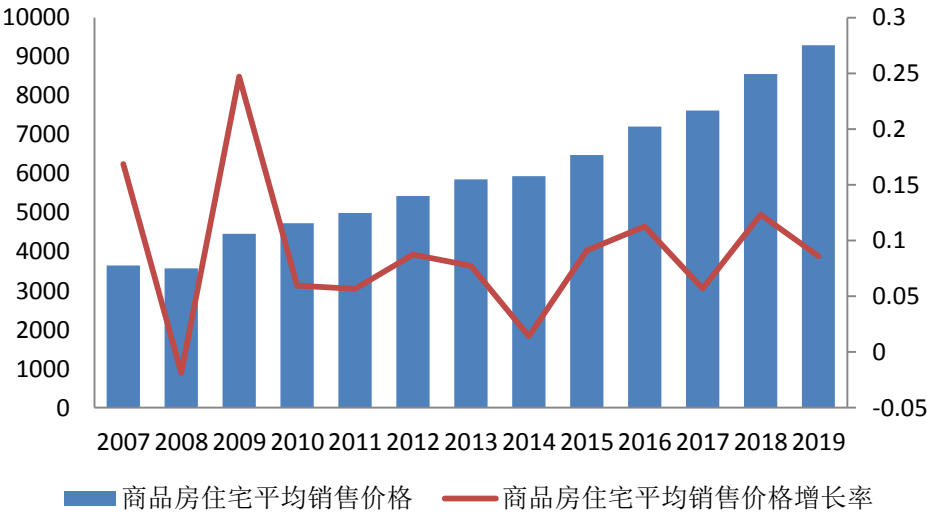


图 2.2 全国商品房住宅平均销售价格走势

为了更好说明住房价格的波动，对 2007 年至 2019 年的商品房住宅平均销售价格进行分析，在价格本身层面，只有在 2008 年价格小幅度下降外，房地产平均销售价格一直在升高。在增速方面，房价也大致经历了三个周期。全国商品房住宅的消费价格周期在 2012 年周期出现差异，考虑是重点城市上涨更具有强韧性，能够维持更长周期，而全国的平均水平受全国政策的影响程度大，波动周期更频繁，缩短了全国波动周期。

2.2.2 商品房住宅供给影响因素

住房供给受多方面的影响，本文将从土地财政、商品房住宅竣工造价、房地产实际到位资金、房地产开发企业从业人数这四方面简要分析各因素对于房地产价格的影响。

（1）土地财政

我国住房价格在成本方面受土地财政政策影响较大。赵燕菁（2014）认为土地财政使城市原始资本积累，土地财政有利有弊但不应轻易放弃。窦以玢（2016）认为土地价格与开发成本关系密切。土地财政实质上是一种融资方式，使得住宅可以成为投资品，投资品就存在因资本市场变化导致的价格波动。现阶段，由于土地财政对于各地政府的收益贡献，房地产由于土地成本的上升，不得不提高商品房住宅销售价格，使商品房住宅价格偏离其价值。

（2）商品房住宅竣工造价

商品房竣工造价是决定房地产公司对于商品房定价的由一重要影响因素，根据成本效益原则，房地产企业作为供给方想要盈利，其销售价格应该覆盖所有成本的基础上寻求溢价。在其他影响因素不变的情况下，商品房的竣工造价与住房造价具有同质性，竣工总成本越高，售价就越高。由图 2.3 可知，随着竣工造价的升高，房地产价格也在不断升高，但明显竣工房屋造价的增速要小于住房平均销售价格增速。

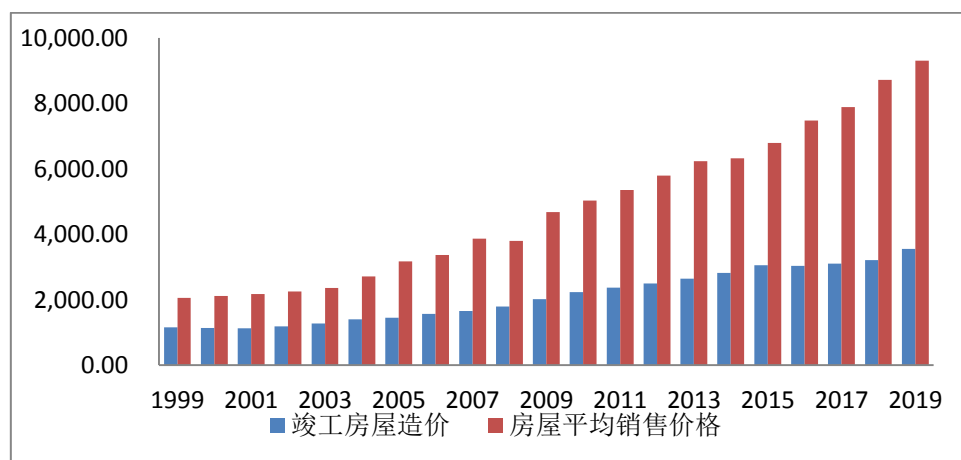


图 2.3 房屋竣工造价与售价对比图

（3）房地产实际到位资金

房地产实际到位资金这一指标在一定程度上反映了房地产行业投资的景气程度，房地产实际到位资金的规模，决定着房地产市场的前景。房地产实际到位资金的增加，使得房地产实际规模增加，房价将会有上扬的态势；相反，房地产实际到位资金的不足，在一定程度上反映的是房地产行业未来发展的势头不足，未来房价上升的动力匮乏，也可能出现下降的态势。同时值得关注的是房地产投资也具有时滞性，由于房地产从开始建造到交付使用相对于其他产品来说，存在

一个较长的周期，所以投资规模的增大不会实时反映在房地产市场上，而是会在未来的某一时期反映在房地产价格水平上。

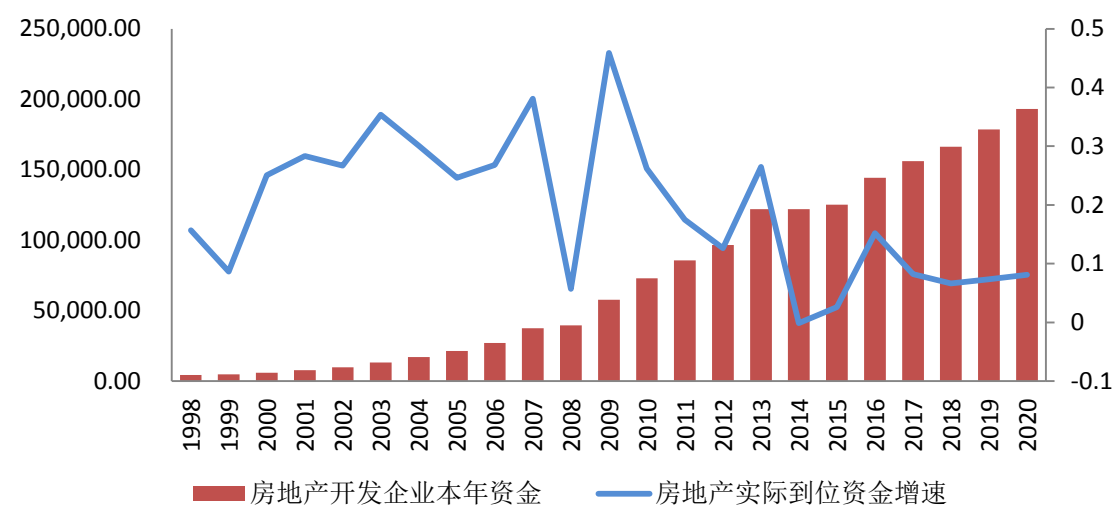


图 2.4 房地产到位资金规模及增速

如图 2.4 所示，房地产企业实际到位资金在 1999 年之后均为正值，代表房地产行业在 1999 年之后，一直在蓬勃发展，到 2008 年金融危机时，增速接近于 0，2009 年增速达到历年的最大，在此之后，房地产到位资金也开始了周期性的波动，此种波动与房地产价格变化的波动周期互相印证，房地产实际到位资金的增速在 2014 年到达负值，证明在当时房地产投资的热情是逐渐减弱的，在 2014 年后开始进入缓慢增长期。由此可见，对于房地产企业的投资开始回归理性，但是之前积累的投资以及投资形成的房地产产品库存是今后房地产行业所面临的重大问题之一。

（4）房地产开发企业从业人数

房地产开发企业平均从业人数在 2019 年为 293.73 万人次，相比于 2007 年的 171.96 万人次增长了 70%。房地产开发企业从业人数可以代表的是行业规模的大小，除此之外，此指标还能放映房地产行业对于就业的贡献程度。房地产开发企业从业人数在某些方面将影响房地产市场的供应，包括但不限于影响商品房主体设计、影响建筑完工效率等。与此同时，企业从业人数的增加，将使人工成本和劳动成本增加。（此处的人工成本特指房产经纪人在商品房处于开发未交付时期给予员工的工资。）人工成本和劳动成本的增加将会使商品房成本增加，对住房价格产生响应的影响。人数的增加，使得分摊到房价上的成本变高，促使房价增长。

总结起来，商品房住宅供给基于土地政策的背景下，地价受各地政府挂牌以及稀缺程度因素影响，土地成本的上升，促成商品房住宅基础成本的上升，同时伴随着物价上涨，住宅造价升高，资金需求增加，为使企业继续发展，房地产投资增加也需相应增加；房地产行业持续向好，房地产企业从业人数增加，在财务成本和人力成本方面也有所增加，各个因素共同作用于房地产价格，使得商品房住宅价格不断走高。

2.2.3 商品房住宅需求影响因素

从化需求角度上看，房地产价格受城镇化因素、收入因素、货币因素及文化与心理预期因素等影响。

(1) 城镇化因素

城镇化一般是指一个过程，在这个过程中人口不断向城市搬迁，享受城市带来的便利，在数值上的反映就是城镇人口比重的上升。房地产业是城镇化城市建设的核心。随着政策的推进，自 2010-2018 年，城镇人口数量上升近 10%，由图 2.5 可知，城镇化增速在逐渐降低，随着城镇化的不断推进，城镇人口增加，对于住房的需求将会增加，而且此部分的需求大多为刚性需求。需求增加推动着房价的升高。但是随着城镇化的进一步推进，城镇化水平的提高，需求增加的速度将会趋缓，房价会在一定水平上趋于稳定慢速增长。但在刚性需求对于房价作用不明显时，投资需求和投机需求开始发挥作用。

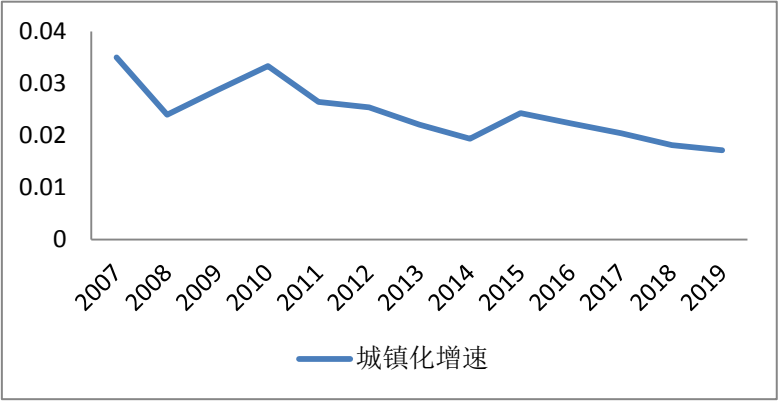


图 2.5 城镇化增速

(2) 收入因素

居民收入作为影响消费机构的重要因素，受到宏观经济环境以及分配制度、消费政策等因素的影响。2020 年人均可支配收入 32189 元，根据相应统计口径，在扣除价格因素影响后，收入实际增长 2.1%，居民收入比 2010 年翻一番。人均

可支配收入增加，用于购买食品的支出比例降低，恩格尔系数减小。

国际上认为，居民处在小康水平时，居民用于住房的支出一般占比 15%，处于小康水平时，住房需求处于缺乏弹性的状态。同时，富裕家庭边际消费倾向较低，不会催生刚性需求，但是高收入人群对于房地产高档改善型产品以及投资需求的增加，其行为会影响房地产市场的理性预期。中等收入水平的家庭边际消费倾向较大，相对于其他收入水平人群，此种人群对于房地产的需求弹性是最大的，并且其收入的增加会催生住房需求，推动房价上涨。居民可以用于消费的资金数额增加，资金用于住房消费，使得以前没有购买能力的转化为有效需求，同时增加人们为提高生活水平购买改善型住房的需求。

(3) 货币因素

①利率因素

借款方需要支付给被借款方一定金额以补偿时间和机会成本，利率反映的就是资金的借贷成本，央行调控利率可影响房价波动。对于一般购房者，利率决定贷款除本金外所支付利息的水平：利率上升，贷款成本下行；利率下降贷款，成本上行。利率下降时，储蓄会降低，投资增加，资金进入房地产行业，促使需求的上升。

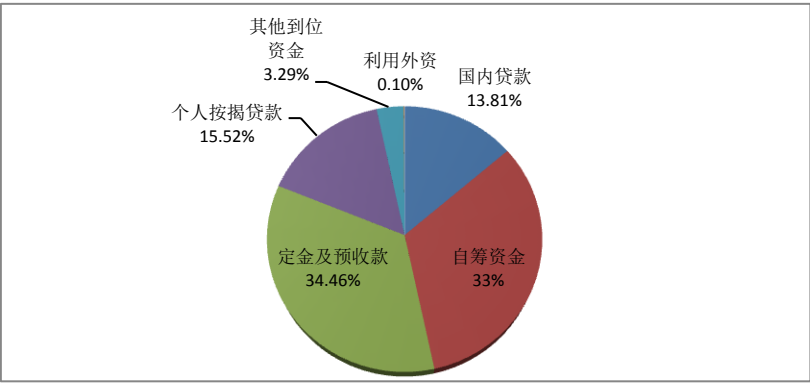


图 2.6 2020 年房地产资金来源

如图 2.6 所示，以 2020 年房地产的资金来源为例，由图可知其来源是多方面的。资金中有 13.81%来自银行贷款，15.52%来自购房者的个人按揭贷款，自筹资金占比 33%，定金及预收款占比 34.46%。直接可知来源于信贷的资金占比近 30%，同时其他资金来源中也存在借贷形成的资金流入房地产，可见利率对于房地产企业是存在着较大影响的。

②货币供应量

货币的供应要与发展相适应，支持经济运转，保证存量的充足。在我国，房地产开发商通过银行获得部分初始资金，个人购房也从银行进行按揭贷款。信贷市场的资金流动性受货币政策的影响，当政策宽松，市场上流通的货币较多，从而使市场更易获得货币来开发和购买住房，继而影响房地产价格。在房地产开发商层面，宽松的信贷政策使得贷款可获得性提高，随着资金的进入，使得房地产开发企业体量增大，房地产开发水平提高；在个人消费者层面，宽松信贷政策带来的是贷款条件的相对降低、贷款额度的相应提高以及利率条件相对优势，个人消费者对于房地产的有效需求增加，同时借助宽松货币政策而进行的投资需求以及投机需求也会相应增加。

（4）文化与心理预期

在国内的家庭文化观念中，住房的重要性不言而喻。很多家庭是以住房为必备条件而建立的，同时，在家庭资产配置上，住房所占的比例一般高于其他国家。在心理预期方面，依赖于心理预期对于未来经济状况的预判，人们利用已知信息对于未来的不确定性做出预期。假如预期房价在未来有下降趋势，在心理预期的影响下，房价下跌很多，需求也是相对下降的，反之亦然。伴随着房地产成为支柱产业，房地产行业的羊群效应开始显现。刚性需求、投资需求、投机需求共同作用于市场，使得房地产交易呈现火热的态势。羊群效应刺激了需求，导致房价上升。房价的上涨速度使人们产生房地产持续向上发展的预期。

总结起来，房地产需求可以分为保证基础生活以及与城镇化因素以及人口居住及落户相关的刚性住房需求、小康家庭为了提高生活质量的改善住房需求和富裕家庭为了进行资本积累的投资需求三个方面，刚性需求和改善需求主要反映在住宅上，投资需求一般体现在商用房地产商。与此同时，投资需求中还有与行为金融学相关的投机需求共同作用于房地产市场。

第 3 章 居民杠杆率现状分析

居民杠杆率常用来衡量居民的债务水平。杠杆率在金融中可以理解为借贷资金与自有资金加借贷资金的比值，广义上来解释公司财务，狭义上来衡量居民债务风险、反映还款能力。宏观经济中的杠杆率用部门来划分，本文主要考虑的是衡量居民债务水平的居民杠杆率。Sufi（2010）用贷款收入比表示家庭杠杆率，Anthony et.（2016）则以贷款与净资产的比值衡量居民杠杆，二者的差别在于取值角度是存量指标还是流量指标。对于宏观经济中的居民杠杆率，尹三强（2016）、袁利勇（2018）以住户贷款来表示家庭债务，经测算得出居民杠杆率。鲁存珍（2019）用考虑了住房公积金贷款的余额，计算居民债务。薄岩（2016）考虑了融资融券的金额计算居民杠杆率。2020 年，我国住户部门债务水平与其他国家的平均水平相比，差别不大，有抵押贷款部分的抵押物价值稳定，信用风险较低，但是此指标的增速较快，且集中度高，分布不均，使得低收入家庭的债务风险值得高度关注。

3.1 居民杠杆率的国际比较及经验

对居民债务进行国际之间的对比时，应用的是国际清算银行的统计口径的居民杠杆率。此口径利用的国际认可的存款类金融机构信贷收支表的住户贷款数据与 GDP 的比值来测算债务水平。2020 年我国居民部门杠杆率 59.1%，与其他国家的平均值相差不大，与新兴经济体 45.2% 的数值对比处于较高水平，与发达经济体 75.3% 进行比较处于较低水平。

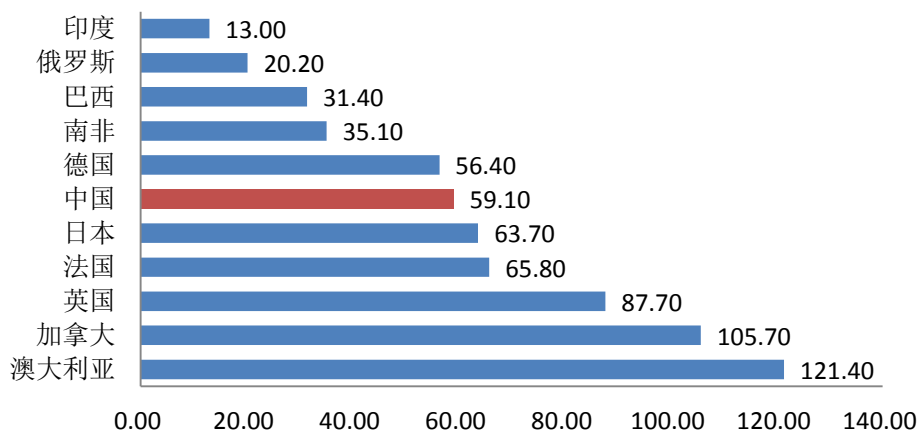


图 3.1 按国际清算银行口径的居民杠杆率对比图

3.2 我国居民杠杆率的特点

（1）居民杠杆率上涨过快

我国居民杠杆率在 2008 年进入了快速上升时期，2020 年年底，我国居民债务（本外币存款金融机构住户贷款余额）61 万亿元，是 2008 年数据的 10.7 倍。从在 1993 年-2006 年间，居民杠杆率从 8% 上涨到 17.5%，平均下来每年增长 8 个百分点。2007 年-2020 上半年，居民杠杆率从 18.8% 增长到 59.7%，平均下来每年增长 3 个百分点。增速逐渐增加，同时平均增速为之前的三倍。同时，在数值上看起来，我国居民杠杆率远低于美国、英国等发达国家的 80%，但我国具有高储蓄的特点，对于负债的接受程度有限，基于此种情况，居民杠杆率的水平已经接近诱发风险的临界点，加杠杆的空间非常有限。

（2）居民杠杆被低估

我国的居民杠杆率快速攀升，而且由于金融产品种类不断增加，债务来源开始具有多样性，我国居民的杠杆率的水平存在低估的情况。我国负债的统计口径未将公积金贷款、民间借贷、消费金融公司、互联网金融公信用类产品均未加入统计，总体债务水平是存在低估的。

3.3 居民加杠杆对经济发展的影响

随着经济增长速度下降，传统市场需求也随之下降，金融机构的贷款分配更加偏向于较为稳定的住房贷款，对于企业贷款的发放采取低积极性的措施。金融机构贷款中，住户部门贷款比重过半。参照 2017 年的首次储蓄的负增长，债务受关注的程度相应提高。

由于我国居民投资仍将房地产作为主要标的，居民加杠杆在一方面提高了住房的可得性，在需求端影响住房价格水平；另一方面也因过于集中增加了非系统性风险。在按揭贷款被普及的基础上，居民可以用少量资金配合债务来获得住房的所有权，并在未来的一段时间履行定期偿还债务的义务。在此过程中，住房的所有权成为其履行义务的约束条件，未履约可能面临着所有权的丧失。对于金融机构而言，这种既能赚取利息，在住房价格不大幅下降的基础上，都能收回本金的交易，是非常具有吸引力的。如果此交易机制所需的住房价格、债务人还款能力均处于合理范围内，那么房地产市场加杠杆对于经济增长的贡献是巨大的。现

实情况是，随着此项交易进行频率的提高，住房价格在不断上涨，同时在行为金融学方面促进了消费者的非理性认知。住房价格的上升使得消费者对于其预期长期向好，除了刚需人群进最大努力买房之外，有资本积累和保值需要的投资者也盯上了房地产市场。大量资金从各个方面进入房市，住房价格开始偏离合理水平，这显示出的是加杠杆对于房价泡沫风险的放大作用。Turner（2015）指出高杠杆水平持续时间长但最终将收敛至合理水平，快速加杠杆到达临界值，房价会因需求不足而下跌。由图 3.2 所示的影响路径可见，当加杠杆到达临界值，债务水平超过居民可以承受的范围，抵押品对于履约行为的约束作用丧失，大量抵押品进入买卖市场，导致资产的质量下降，经过金融部门的风险分散策略后，会产生多米诺骨牌效应。金融部门的不良贷款率升高导致的风险溢出至其他市场，比如经典的费雪债务—通缩“螺旋通道”。在此理论下，居民的不履约行为，将对与其抵押资产相关的各个企业产生严重影响，程度严重可能诱发金融系统性风险

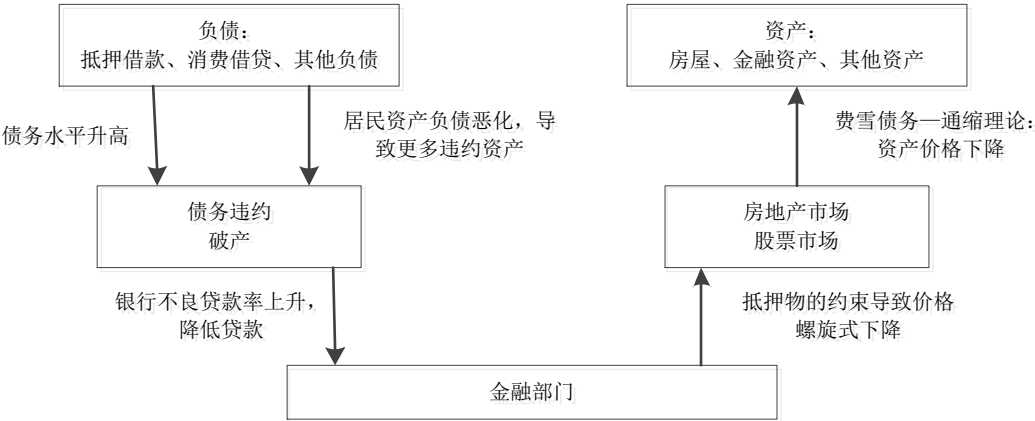


图 3.2 居民加杠杆对经济增长影响

居民部门加杠杆不能孤立来看，考虑居民债务结构，对于居民加杠杆对经济发展的影响进行如下分析。

3.3.1 居民加杠杆容易增加资产泡沫

在房价只增加不减少，居民投资渠道少的背景下，房地产资产在居民资产配置中占据较大地位，刚需时买第一套，收入增加买第二套，投资需求再继续增加房地产资产的配置比例。随着房价的不断攀升，居民加杠杆的意图更加偏向于购置房地产，虽然限购政策、限贷政策陆续出台，政府也从未放弃对于房地产行业的监管，但随着互联网金融、消费金融公司的兴起，居民可获得的资金来源日益丰富，消费贷款也在一定程度上流入房地产行业，居民短期消费贷款的增速超过

消费贷款这一现象可以证明。在信贷收紧的情形下，居民采用其他资金获取途径，使资金流向房地产市场。数量较多资金追求住房，使得房地产价格逐渐攀升，使其价格偏离价值，居民加杠杆使资产泡沫增加。

3.3.2 居民加杠杆不利于新兴产业

房地产除了其可以以拍地的形式补充财政收入以及高回报率的行业优势，成为支柱性产业重点发展外，同时也在其他相关产业中承担重要责任，无论是与房地产建筑有关的钢铁、水泥、机械的上游企业，还是家具、家电、服务等下游行业，都与房地产行业紧密相关。尤其近年来，房地产贷款余额占总贷款的比重都超过 20%，资源集中于房地产行业，不利于资源配置。资源集中于房地产行业的结果是实体行业没有足够的资源支持，经济转为高质量增长离不开实体经济。同时人工智能、新能源等新兴行业才是我国未来的发展路径。从长期看，居民加杠杆投资于房地产行业是会抑制资金流向新兴产业的，从而不利于紧急转型升级。此理论也在一定程度上解释了杠杆率在高于某一水平后，将对经济发展产生负向作用。

3.3.3 居民加杠杆抑制未来消费

我国 2020 年消费率 54.3%，高于我国 2011-2019 年的平均水平 53.4%，平均经济贡献率约为 60%，相比发达国家消费对于经济的平均贡献率 70%-80%来说，处于低位，基于现有的人均收入水平以及储蓄情况，居民并未能实现完全的按意愿任意消费，合理的负债能够使手中可支配资金增加，利用杠杆获得本来只有在未来才能获得的资产。但是对于消费来说，杠杆是在透支消费的潜力，轻微的激发可以使财富效用与债务水平相抵消，但是当负债超过合理水平后，每期固定的还款义务，将对消费产生严重抑制，使得可用于消费的资金逐渐被挤压。田国强测算，在 2017 年人均消费增加 0.11 个百分点伴随的是居民杠杆率增加 1 个百分点。从图 3.3 可以看出，在 2009 年前，消费增速是不断提高的，到达峰值后，有一个短暂的回落。在 2007-2019 年，居民债务水平增加，但是消费增速并没有随债务水平的增加而增加，此种现象反映出居民债务的积累存在挤出效应，居民债务会抑制消费的增长。同时居民借贷一般为中长期贷款，会在长期对于消费产生抑制作用。而扩大内需离不开居民消费的支持，未来消费被抑制，必将作用于经济增长，对于教育、医疗、娱乐等持续性发展行业产生影响使得经济增长速度

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/485040342023011301>