

我国的信贷扩张与房地产价格

肖本华

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 运用 Granger 因果分析方法,对 2003~2007 年我国银行信贷与房地产价格之间的关系进行了初步探讨,认为我国的信贷扩张为房地产价格的膨胀提供了支撑,而导致信贷过快增长的主要原因是货币供给的过快增长和低实际利率、高存贷利差。今后,为抑制房地产价格的过快增长,我国应采取一些有针对性的措施,如加大人民币升值力度,扩大利率调整幅度,缩小利差。另外,央行应关注信贷总量。

[关键词] 房地产价格; 信贷扩张; 货币供给; 利率

[中图分类号] F832.45

[文献标识码] A

[文章编号] 1007-9556(2008)01-0027-05

Credit Expansion and Real Estate Price in China

XIAO Ben - hua

(Dept. of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: Based on the Granger causality test, the paper analyzes the relations between the real estate price and credit expansion. The conclusion that the credit expansion supporting the soaring of real estate price in China from 2003 to 2007 is confirmed. Too fast increasing in money supply and too low interest rate contribute to credit expansion. According to these problems, the author puts forward some suggestions: enlarging Renminbi appreciation range; raising interest rate and reducing the gap between saving rate and loan rate; CCP's paying attention to credit amount.

Key Words: real estate price; credit expansion; money supply; interest rate

一、引言

近年来,我国的房地产价格快速上涨。2006年,全国商品住宅平均销售价格为3132元/平方米,比1997年累计上涨75%,其中,北京、上海、深圳等中心城市住宅的平均售价累计涨幅达两倍左右。这种上涨的趋势在2007年进一步持续,2007年7月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.5%,涨幅比上月高0.4个百分点。

房地产价格的过快上涨,给我国的经济发展和社会稳定带来许多负面影响。各级政府为了抑制房价的过快增长,采取了许多措施,取得了一定的效果,但房价迅猛增长的势头仍没有得到根本遏制。

笔者认为,要抑制房价的过快增长,首先需要研究导致房价过快增长的原因。房价过快增长的原因是多方面的,如经济发展带来的居民对住房的巨大需求与城市土地供给不足的矛盾、现行的土地转让制度的缺陷、经济适用房和廉租房供给的不足、银行信贷的扩张等。金融是现代经济的血液,历史上出现的资产价格膨胀无不与金融因素有关,价格泡沫的产生往往伴随着银行信贷的扩张。因此,银行信贷的扩张可能是我国近年来房地产价格快速上涨的一个重要原因。

二、文献综述

Allen和Gale于1998年和2000年提出基于信

[收稿日期] 2007-11-21

[基金项目] 国家社会科学基金项目“入世后金融开放对货币政策稳定价格目标的影响与对策研究”(项目批准号:03BJY098);教育部人文社会科学重点课题“金融制度与经济增长”(批准号:XJ1002)

[作者简介] 肖本华(1970-),男,湖北大冶人,厦门大学经济学院金融系博士研究生,研究方向是金融理论与宏观调控。

贷扩张的资产价格泡沫模型,认为投资者用自有资金进行投资时所形成的资产价格是资产的基础价值,当投资者利用借来的资金进行投资且只负有限责任时,他们会表现出对风险资产的偏好并采取风险转移行为,而对风险资产的过度投资又会不断推高资产的价格,从而导致泡沫的形成。Collins 和 Senhadji (2001)对4个东亚国家和地区(泰国、韩国、新加坡和中国香港)的研究表明,在这些国家和地区中,银行信贷的增长对房地产价格上涨具有显著的正效应。基于此发现,他们推断出银行信贷是促使1997年东亚金融危机之前的房地产业出现泡沫的显著因素之一。Hofmann (2001)、Gerlach 和 Peng (2002)基于多元变量的实证框架,分析了银行信贷与房地产价格之间的关系。Hofmann (2001)对16个工业化国家的研究表明,将房地产价格包括进实证模型中对解释银行信贷的长期发展是必需的,而且基于脉冲响应分析可知,房地产价格冲击对银行信贷具有显著的正效应,反之亦然,这揭示出银行信贷与房地产价格之间存在着长期的双向因果关系。Gerlach 和 Peng (2002)基于标准的回归技术,对香港的银行信贷与房地产价格之间的因果关系进行了研究,发现存在着从房地产价格到银行信贷的长期和短期的因果关系,而不存在从银行信贷到房地产价格的因果关系。

国内学者对银行信贷与房地产价格之间关系的研究还停留在定性阶段,很少有学者对这一问题进行实证研究。薛磊 (2006)利用简单回归的方法,从定量的角度对我国银行信贷与房地产价格之间的关系进行了研究,发现银行信贷与房地产价格之间存在着高度的正相关。

在我国近年来的房地产价格上涨中,信贷扩张到底起了什么样的作用呢?本文运用计量方法对2003~2007年我国银行信贷与房地产价格之间的关系进行初步分析,得出信贷扩张为房地产价格的膨胀提供了支撑的结论,在此基础上进一步探讨导致我国信贷扩张的主要原因,并有针对性地提出一些建议。

三、我国银行信贷扩张与房地产价格关系的实证研究(2003~2007年)

自2003年以来,我国的房地产价格开始快速上涨。2003年,我国的金融机构人民币贷款出现猛增,受央行宏观调控的影响,2004、2005年人民币贷款过快增长的势头虽然得到一定程度的控制,但

2006年新增贷款规模又出现强劲反弹。2007年1~5月,我国累计新增人民币贷款2.09万亿元,同比多增3115亿元。人民币贷款增长率与同期GDP增长率之比也自2003年以来显著回升,在经过2004、2005年的暂时回落后,2006年出现明显反弹(见图1)。贷款投放快于同期实体经济增长的势头,初步说明信贷增长对包括房地产价格在内的资产价格膨胀提供了一定的支撑。

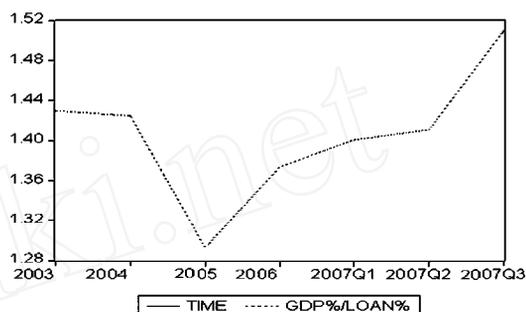


图1 2003年至2007年第三季度我国金融机构贷款增长率与同期国内生产总值增长率之比

资料来源:根据中经网、国家统计局网站有关数据整理

下面,我们运用Granger因果分析方法进一步分析银行信贷扩张与房地产价格的关系。分析的样本期间为2003年2月至2007年9月,我们以金融机构中长期贷款代表信贷量(loan),以全国商品房平均销售价格代表房地产价格(price)。金融机构中长期贷款数据来自于WIND咨询网站,全国商品房销售价格则根据WIND咨询网站的全国商品房销售额和销售面积数据相除得到,所有的数据都是月度数据。这两个变量取对数后,其一阶差分在5%的水平上是平稳的(见表1)。在Granger因果检验中,变量滞后阶数的判定对结果的影响比较大。在VAR(4)模型的基础上,运用Lag Length Criteria来分析LOG(loan)的滞后阶数(见表2),可以判断LOG(loan)的滞后阶数为2。因此,基于VAR(2)模型可以检验LOG(sp)和LOG(loan)之间是否有显著的Granger因果关系,其结果如表3所示。

表1 LOG(loan)与LOG(price)一阶差分的ADF检验结果

变量	Log(loan)	Log(price)
ADF统计量	-4.9053	-3.0310
1%显著水平	-3.5683	-3.5744
5%显著水平	-2.9212	-2.9238
10%显著水平	-2.5986	-2.5999

表2 LOG(loan)的滞后阶数

滞后阶数	LOCL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	3.127 287	NA	0.053 584	- 0.088 637	- 0.049 654	- 0.073 905
1	160.139 9	300.940 9	8.05E- 05	- 6.589 163	- 6.511 196	- 6.555 699
2	163.658 9	6.598 164 *	7.25E- 05 *	- 6.694 122 *	- 6.577 172 *	- 6.649 927 *
3	164.299 4	1.174 155	7.36E- 05	- 6.679 141	- 6.523 207	- 6.620 213
4	165.093 5	1.422 741	7.43E- 05	- 6.670 561	- 6.475 644	- 6.596 902

注：*表示被判断标准所选择的滞后阶数

表3 金融机构中长期贷款与商品房销售平均价格的 Granger 因果关系检验结果

原假设	F- 统计量	P 值
LOG(loan)不能 Granger 引起 LOG(price)	17.918 8	1.9E- 06
LOG(price)不能 Granger 引起 LOG(loan)	0.857 83	0.43090

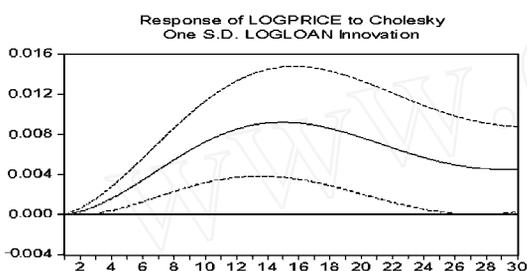


图2 商品房平均销售价格对金融机构中长期贷款的脉冲响应

检验结果说明,金融机构中长期贷款是商品房平均销售价格的 Granger 原因,而商品房销售价格不是金融机构中长期贷款的 Granger 原因。从脉冲响应函数来看(见图2),若给金融机构中长期贷款一个正冲击,商品房平均销售价格在当期就开始上涨,到第15期达到最高点。

四、我国信贷扩张的原因分析

前文已经证明了我国银行信贷的扩张确实支持了房地产价格的膨胀,那么,导致银行信贷扩张的主要原因是什么呢?

(一)我国货币的过快增长为信贷扩张提供了可能

如果没有货币的过快增长,信贷扩张是不可能出现的。自1990年以来,除极个别年份外,我国M2的增长率远远高于GDP增长率,也高于GDP增长率和CPI增长率之和。尤其是1997~2002年,央行采取了一系列宽松的货币政策,以刺激投资和消费,在此期间出现了“宽松货币供应下的通货紧缩”,由此造成了货币过度增长,其滞后效应在近年来开始显现。自2003年以来,我国的M2增长率仍然保持高

位增长,其仍然高于GDP增长率和CPI增长率之和(见表4)。2007年以来,我国货币政策紧缩力度不断加大,这一差额虽在缩小,但仍然为正。

表4 各年M2、GDP、CPI的增长情况(%)

	M2增长率 (1)	GDP增长率 (2)	CPI增长率 (3)	(1) - (2) - (3)
1997年	17.3	9.3	2.8	5.2
1998年	15.3	7.8	- 0.8	8.3
1999年	14.7	7.6	- 1.4	8.5
2000年	14.0	8.4	0.4	5.2
2001年	14.4	8.3	0.7	5.4
2002年	16.8	9.1	- 0.8	8.5
2003年	19.58	10	1.2	8.4
2004年	14.63	10.1	3.9	0.6
2005年	17.57	10.4	1.8	5.4
2006年	16.94	10.7	1.5	4.7
2007年1季度	17.27	11.1	2.7	3.47
2007年2季度	17.06	11.5	3.9	2.06
2007年3季度	18.45	11.5	6.1	0.85

资料来源:根据人民银行、国家统计局网站的有关数据整理

利用 Granger 因果关系检验,我们发现,近年来我国的M2对于金融机构贷款具有显著的 Granger 影响。我们的样本期间为2003年1月至2007年9月,采用的是月度数据,M2是指我国广义货币供应量,LOAN是指我国金融机构贷款,这些数据来源于中经网。运用ADF检验的结果显示,M2和LOAN取对数后的一阶差分都在1%的显著水平上平稳,利用AIC和LR判断LOG(M2)的滞后阶数为5。因此,可基于VAR(5)模型检验LOG(M2)和LOG(LOAN)之间是否有显著的 Granger 因果关系,其结果(表5)显示,2003年以来,我国M2的增长是信贷扩张的一个重要原因。

表5 货币增长与信贷扩张的 Granger 因果关系检验结果

原假设	F- 统计量	P 值
LOG(M2)不能 Granger 引起 LOG(LOAN)	2.009 39	0.097 52
LOG(LOAN)不能 Granger 引起 LOG(M2)	1.001 48	0.429 05

目前,我国的货币供给并不是央行可以自行决定的,而是由商业银行、企业和居民等经济主体的行为决定的,即内生性特征比较明显。对我国货币供给内生性进行验证时,可以利用弗里德曼—施瓦茨货币供给模型。弗里德曼和施瓦茨在《1867~1960的美国货币史》中提出的货币供给模型是:

$$M = m \times b = \frac{R_c + 1}{R_d + R_c + R_e}$$

其中, M 为货币供应量, m 为基础货币, b 为货币乘数, R_d 、 R_c 和 R_e 分别为法定存款准备金率、超额存款准备金率和提现率。

弗里德曼和施瓦茨认为,央行能直接决定基础货币,而基础货币的变动又对存款准备金率和提现率有决定性影响,因此,央行能决定货币的供给,即货币供给是外生的。但自20世纪60年代以来,西方经济学界主张货币供给内生论的学者日渐增多,其代表人物主要有詹姆斯·托宾(新古典综合派)和卡尔多(新剑桥学派)等人。

从我国的实际情况来看,货币供给的外生性特征是比较明显的。

首先,央行控制基础货币的能力在减弱。央行投放基础货币的渠道主要有再贷款、再贴现、公开市场业务和外汇占款,央行对前三个渠道有较强的控制能力,但对外汇占款只能被动投放。在当前人民币渐进性升值的情况下,我国国际收支顺差还在不断扩大,而我国每一次的加息和美国的降息又会使我国的顺差不断扩大(大量的投机资本通过各种渠道进入我国),使通过外汇占款投放的基础货币占整个基础货币的比例不断上升(见图3)。

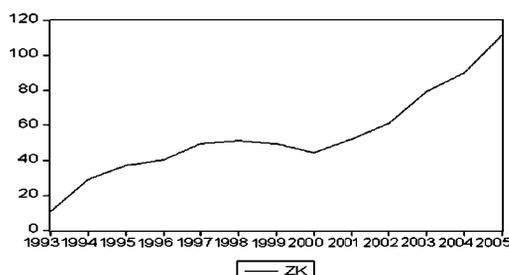


图3 1993~2005年我国外汇占款占基础货币的比例

资料来源:根据人民银行网站的数据整理

其次,央行对货币乘数的控制能力有限。央行虽然可以通过调整 R_d 来影响货币乘数,但 R_c 和 R_e 则主要取决于商业银行和居民的行为选择。自2003年以来,央行不断上调法定存款准备金率,从理论上讲,货币乘数应该下降,但实际结果是货币乘

数仍在不断扩大,其原因在于影响货币乘数的另外两个因素的作用在不断下降。

表6 各年货币乘数及其三大影响因素的变化

	货币乘数	提现率 (%)	超额准备金率 (%)	法定准备金率 (%)
2000年	3.76	38.06	8.3	6
2001年	3.96	35.51	7.6	6
2002年	4.10	32.23	6.47	7
2003年	4.19	30.67	5.38	7
2004年	4.30	28.82	5.25	7.5
2005年	4.72	28.87	4.17	7.5
2006年	4.44	27.36	4.78	9
2007年1季度	4.73	27.25	2.87	10.5

数据来源:根据人民银行网站的有关数据整理

(二)低实际利率和高利差促进了信贷的扩张
促进信贷扩张的另外一个重要原因是我国的低实际利率和高利差。近年来,我国不断加息,但受制于人民币升值的压力,存贷款利率仍然较低,加上2007年以来物价上涨过快,存贷款的实际利率不仅没有提高,反而有所下降(见表7)。在低实际利率下,为了防止金融资产贬值,居民纷纷进入房地产市场进行投资,出现了银行存款大搬家的情况。由于投资者借款进入房地产市场的成本较低,而不断上涨的房价又提高了其收益,因此,不少投资者通过各种途径寻求银行贷款,将所获得的资金投入房地产市场。

表7 我国2007年1月至2007年9月的实际存贷款利率

时间	CPI% (1)	一年期存款利率% (2)	一年期贷款利率% (3)	实际存款利率% (2) - (1)	实际贷款利率% (3) - (1)
2007年1月	2.2	2.52	6.12	0.32	3.92
2007年2月	2.7	2.52	6.12	-0.18	3.42
2007年3月	3.3	2.79	6.39	-0.53	3.09
2007年4月	3.0	2.79	6.39	-0.21	3.39
2007年5月	3.4	3.06	6.57	-0.34	3.17
2007年6月	4.4	3.06	6.57	-1.34	2.17
2007年7月	5.6	3.33	6.84	-2.27	1.24
2007年8月	6.5	3.60	7.02	-2.90	0.52
2007年9月	6.2	3.60	7.02	-2.60	0.82

资料来源:根据WIND咨询网站的有关数据整理

相对于许多国家只有1%左右的存贷款利差,我国目前的存贷款利差仍保持在3%以上(见表8),如此之高的利差必然激励商业银行多放贷款。2007年上半年,浦发银行贷款增加13.75%,华夏银行贷款增加11.74%,民生银行贷款增加14.78%,兴业

银行贷款增加 16.55%。在高利差下,商业银行信贷的扩张必然使其利润不断增加。2007 年的中报显示,有 7 家银行净利润增速超过 50%,其中,招行、深发展和兴业还超过了 100%。虽然近年来我国不断加息,但每次都是存贷款利率同步提高,利差并没有缩小,对商业银行信贷扩张的内在动力不会产生大的影响。

表 8 2006 年 8 月至 2007 年 11 月我国的存贷利差情况

时间	一年期存款 利率 % (1)	一年期贷款 利率 % (2)	利率差 % (2) - (1)
2006 年 8 月 19 日 ~ 2007 年 3 月 17 日	2.52	6.12	3.60
2007 年 3 月 18 日 ~ 2007 年 5 月 18 日	2.79	6.39	3.60
2007 年 5 月 19 日 ~ 2007 年 7 月 20 日	3.06	6.57	3.51
2007 年 7 月 21 日 ~ 2007 年 8 月 21 日	3.33	6.84	3.51
2007 年 8 月 22 日 ~ 2007 年 9 月 14 日	3.60	7.02	3.42
2007 年 9 月 15 日 ~	3.87	7.29	3.42

资料来源:根据人民银行有关数据整理

五、结论与政策建议

从本文的实证结果来看,我国的信贷扩张确实为房地产价格膨胀提供了支撑,因此,要抑制房地产价格的过快增长,首先必须抑制信贷的过快增长。

导致我国信贷过快增长的主要原因是货币供给的过快增长和低实际利率、高存贷利差,因此,可通过抑制信贷扩张,防止房地产价格泡沫的进一步增多。

其一,适度提高人民币升值的幅度。从目前来看,我国人民币升值的幅度还是偏小,造成我国的双顺差不断增加,因外汇占款而被动投放的基础货币逐年上升,由此造成的货币增长为信贷扩张提供了温床。今后,在充分考虑人民币升值对我国就业、经济增长的影响后,可以考虑适度提高升值幅度。

其二,提高利率调整的幅度和频率。近年来,我国借鉴美国的经验,采取了利率平滑政策,其方向是正确的,但调整的幅度较小、频率较低。今后,应考虑提高利率调整的幅度和频率,尽快实现实际利率为正。在调整利率时,存款利率提高的幅度应大于贷款利率提高的幅度,以缩小利差。

其三,央行应关注信贷总量。我国货币政策的中介目标是货币供应量,但因其内生性而造成可控性较差。我国虽于 1998 年放弃了信贷规模管理,但这只是放弃了对其调控的行政和计划性手段,在信贷扩张与房地产价格膨胀的今天,央行应关注信贷总量,更多地运用选择性政策工具,如提高住房抵押贷款的首付比例等。同时,央行与银监会应紧密联系,加强对银行贷款的监管,防范金融机构贷款非法进入房地产市场。

注释:

参见《经济预测分析》2007 年第 22 期第 11 页。

数据来源于 WIND 咨询网站。

[参 考 文 献]

- [1] Franklin Allen, Douglas Gale. Bubbles and Crises[J]. Royal Economic Society, 2000, (1): 356 - 391.
- [2] 邱崇明. 现代西方货币理论与政策[M]. 北京:清华大学出版社, 2005. 97 - 122.
- [3] 邱崇明. 资产替代与货币政策[J]. 金融研究, 2005, (1): 52 - 64.
- [4] 唐 旭. 金融理论前沿课题(第二辑)[M]. 北京:中国金融出版社, 2004. 210 - 243.
- [5] 肖 崎. 金融资产膨胀下货币政策的困境与对策研究[D]. 厦门:厦门大学金融系, 2007. 143 - 164.
- [6] 袁志刚, 樊潇彦. 房地产市场理性泡沫分析[J]. 经济研究, 2003, (3): 34 - 43.

[责任编辑:高 巍]