

学校编码: 10384
学号: 15620141152061

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 专 业 学 位 论 文

我国利率政策对不同区域房地产去库存的影响
——基于需求侧与供给侧的实证研究

**The Influence of China's Interest Rate Policy on Regional
Reduction of the Real Estate Inventory
Empirical research based on demand and supply**

黄 敏

指导教师(校内): 戴淑庚 教授
指导教师(校外): 纪承烽 博士
专业学位名称: 金融硕士
论文提交日期: 2017年02月
论文答辩时间: 2017年04月
学位授予日期: 2017年06月

答辩委员会主席:
评阅人:

2017年05月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（）课题（组）的研究成果，获得（）课题（组）经费或实验室的资助，在（）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

“房地产去库存”作为2016年经济社会发展五大任务之一，已然成为提振经济的重要手段。房地产去库存之所以成为2016年以来的重要任务，原因在于2015年年末，我国房地产库存量已创历史最高纪录，严重影响国家经济稳定。为刺激房地产库存消化，我国陆续出台降利率、降首付、降准、减税、取消限贷等多项政策，取得了一定效果，但呈现不均衡的状态：东部地区部分城市房价暴涨、库存告急；部分地区库存情况并无显著改善。

与以往稳定房价不同，此次调控的主要目标是“去库存”，以促进市场健康稳定发展。因此，当下探索政策路径、政策效应与政策失灵的原因与以往房地产市场调控研究的意义完全不同，属于全新的领域。为分析利率调控政策对房地产去库存的实际影响，本文在供求关系与货币政策传导机制理论基础上，从房地产需求侧和供给侧两个层面考察货币政策中的利率政策对房地产库存的影响及区域差异。本文运用面板数据，对全国35个大中城市进行区域性划分，建立房地产需求和供给模型，进行回归分析，创新性地研究货币政策中的利率政策对于区域房地产市场库存的影响。

研究表明：在房地产需求方面，滞后一期的利率对全国与中部地区房地产需求影响是显著的，但影响是非线性的，呈倒U型。从房地产供给来看，利率的影响区域性显著，回归结果说明，滞后一期利率的影响是非线性的，呈倒U型，片面的提高或者降低利率，并不能有效影响房地产供给情况。综合供求两方面回归结果，说明了以“待售商品房面积”作为代表房地产库存量的变量的合理性。进一步对房地产库存进行回归分析结果说明：利率对我国整体房地产库存量呈倒U型影响，在目前的通货膨胀率水平下，提高利率会增加房地产库存量，降低利率则会减少库存量，证实了目前利率政策的合理性。然而，以上影响均存在时滞与区域性，解释了利率政策在不同区域失效的原因。

关键词：房地产去库存；房地产需求；房地产供给

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

The reduction of the inventory of real estate has been considered as one of the most important objects in the supply-side reform by Chinese central government. The reason is the amount of China's real estate inventory has reached a highest record in history in 2015, which affects not only the industry of the real estate and relevant industries, but also the stability of financial system. To reduce the backlog of real estate, the central government has lowered the interest rate and deposit reserve rate, reduced the first payment of personal housing loan and tax of transaction. These policies have remarkable achievements, however, because of the disequilibrium of economic development, the policies' effects do not achieve government's goal. Some cities' real estate markets in the Eastern China become more prosperous, and the asset price booms. It seems that in such areas it is unnecessary to promote the inventory reduction which is referred as "destocking" for short, but it does not happen in other underdeveloped regions.

Usually monetary policy plays a vital role in "pricing", not in "destocking". It is innovative to analyze the influence of monetary policies in "destocking". The current target is different from the past. In order to analyze the practical effect of national monetary policy on real estate inventory and the reasons why the interest rate policy failed to achieve the goal, this paper dwells upon the monetary policy's effects on the real estate inventory and the regional differences from demand and supply, based on the theories of supply and demand, housing and monetary transmission mechanism and the monetary regional effects. This paper utilizes panel data to establish a real estate demand and supply regression model, which the data are divided into three areas. Through building a demand-supply model, the relation between interest rate and demand-supply will be analyzed.

The regression results indicate that, interest rates and the demand for real estate are inversely relevant in national scale and in the middle-area, however, there is a time lag and the influence is non-linear. From the point of supply, the interest rates' effect is regional significantly, when using different explanatory variables refer to the supply, the results of the regression are not the same. That means the effect of monetary policy is complicated. There is also a time lag and the influence is non-linear. Integrated the regression results of demand and supply, it's reasonable to

use “commercial housing area for sale” as the representative of the real estate stocks. The regression results of the real estate stocks indicate that, the impact of interest rate on overall real estate stocks is inverted u-shaped. Under the current level of interest rates, interest rates and the real estate stocks is positive correlation, which confirms the effectiveness of the reduction of interest rate. When it comes to other factors which influence the real estate demand and supply, the domestic loans’ influence on the supply is significant. It proves that the development of the real estate market highly depends on the financial support. When the price of real estate goes up, the demand will reduce and the supply will be stimulated, and the inventory will get worse.

KeyWords:Inventory of real estate; Demand of real estate;Supply of real estate

目 录

绪论.....	1
第一节 本文的研究背景.....	1
一、政治背景.....	1
二、经济背景.....	2
三、国外经验教训.....	5
第二节 本文的研究意义和内容安排.....	6
一、研究意义.....	6
二、研究思路.....	7
三、研究方法.....	7
四、研究内容安排.....	8
第三节 创新与不足.....	8
一、研究创新.....	8
二、本文的不足之处.....	9
第一章 理论分析与文献综述.....	10
第一节 理论分析.....	10
一、供求关系理论.....	10
二、利率传导机制理论.....	11
第二节 文献综述.....	12
一、房地产市场供求关系与均衡价格.....	12
二、货币政策对房地产市场的传导效应.....	13
三、房地产去库存研究.....	14
四、货币政策的区域效应研究.....	15
第二章 房地产市场需求与供给现状.....	17
第一节 房地产需求.....	17
一、房地产需求构成.....	17
二、影响房地产需求的主要因素.....	17
三、需求侧主要数据.....	18

第二节 房地产供给	20
一、房地产供给构成.....	20
二、影响房地产供给的因素.....	21
第三章 利率政策对房地产去库存的实证分析	27
第一节 理论模型与分析框架	27
一、利率对房地产需求、供给的传导机制.....	27
二、基于区域层面利率政策对于库存影响分析框架.....	28
第二节 实证设计	28
一、数据来源及样本选择.....	28
二、变量定义.....	31
第三节 实证检验	33
一、需求侧分析.....	33
二、供给侧分析.....	36
三、库存量分析.....	42
第四章 结论与政策建议	45
第一节 结论	45
第二节 政策建议	46
一、需求侧分析.....	47
二、供给侧分析.....	48
三、利率政策建议.....	49
参考文献	50

CONTENTS

Introduction.....	1
Section 1 Research background and significance.....	1
1 Polical background.....	1
2 Economic background.....	2
3 Foreign experience.....	5
Section 2 Research method.....	6
1 Research significance.....	6
2 Research ideas.....	7
3 Research methods.....	7
4 Research content.....	8
Section 3 Innovation and deficiency.....	8
1 Innovation point.....	8
2 Deficiency point.....	9
Chapter 1 Theoretical analysis and literature review.....	10
Section 1 Theoretical analysis.....	10
1 Theory of supply and demand.....	10
2 Monetary Policy and Asset Price.....	11
Section 2 Literaturereview.....	12
1 Supply and demand of the real estate.....	12
2 Housing and the monetary transmission mechanism.....	13
3 The research of the destocking of real estate.....	14
4 The regional effects of monetary policy	15
Chapter 2 The demand and the supply of property market	17
Section 1 The demand of real estate.....	17
1 Constitute elements of demand.....	17
2 Influencing factors of demand.....	17
3 Main data of demand.....	18
Section 2 The supply of real estate.....	20
1 Constitute elements of supply.....	20
2 Influencing factors of supply.....	21

Chapter 3 Research Methods and Data Introduction.....	27
Section 1 Analysis of Conceptual Framework.....	27
1 The transmission mechanism of interest rate policy.....	27
2 Analysis framework of interest rate policy.....	27
Section 2 Establishment of Empirical Model.....	28
1 Data sources and sample selection.....	28
2 Variable definition.....	31
Section 3 Empirical Research.....	33
1 Analysis of demand.....	33
2 Analysis of supply.....	36
3 Analysis of inventory of real estate.....	42
Chapter 4 Conclusion and Policy Proposal.....	45
Section 1 Conclusion	45
Section 2 Policy recommendations.....	46
1 Proposals of demand.....	47
2 Proposals of supply.....	48
3 Proposals of interest rate policy.....	49
References.....	50

绪论

第一节 本文的研究背景

一、政治背景

习近平总书记在 2015 年底召开的中央财经领导小组第十一次会议上指出：“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”，自十八大以来首次提到房地产行业去库存，并为房地产行业未来政策导向定调。2015 年 12 月 14 日，中共中央政治局会议将“化解房地产库存”视为今年工作的重点工作之一；4 天后召开的中央经济工作会议上明确提出：“化解房地产库存将是 2016 年经济社会发展五大任务之一”。^①高层的密集指示充分体现了政府对房地产行业健康、可持续发展的高度重视。总而言之，在经济新常态下，化解房地产库存已被公认为是消化房地产供给过剩、提振房地产投资、发展社会经济的关键手段。

我国房地产业的改革历程较为复杂曲折。房地产实质性改革自 1998 年启动，“23 号”文的颁布标志着我国进入住房分配货币化时代，福利分房逐渐淡出历史。其后，住房市场需求迅速释放，住宅供给亦同步大幅增长。2011 年可被看作是我国房地产库存的转折点，根据图 1.1 所示，房地产库存量迅速攀升始于 2011 年：2011 年之前，全国住宅市场总体呈现供不应求的态势，引起房价持续而快速上涨；2011 年下半年楼市趋于降温，呈现供过于求态势，消费者心理预期转变。导致转变的原因有以下两点：一是长期因素。在 2011 年，全国城镇居民的平均住房面积较 1998 年房改时已有了大幅增长。二是短期因素。政策的调整引发了市场供求巨变：溯及历史，2008 年至 2010 年的四万亿货币增发引起房地产市场的两个巨大转变：一是房价大涨，房地产巨额利润刺激开发商加速扩张；二是信贷宽松政策大幅减少开发商资金使用成本。因此，全国各地房地产开发规模激增，由于房地产开发建设的周期较长，导致接下去的 2 至 3 年住宅供应量暴增。2010 年二季度后，我国房地产政策骤然转向，由过度宽松转为过度紧缩。这对房地产库存产生两个影响：一方面，在部分城市实行限购后，许多大中型开

^①综合整理人民日报相关会议精神。

发商向未限购的三、四线城市进军，住宅开发热度与供应量高涨；另一方面，房地产新政频出、严重压制消费者购房欲望和能力。可以说，政策的朝令夕改严重扭曲了房地产市场的供求关系，造成 2011 年以来的房地产库存量逐步走高。国家统计局数据表明，截至 2015 年 12 月，商品房待售面积为 71,853 万平方米，创历史最高点。

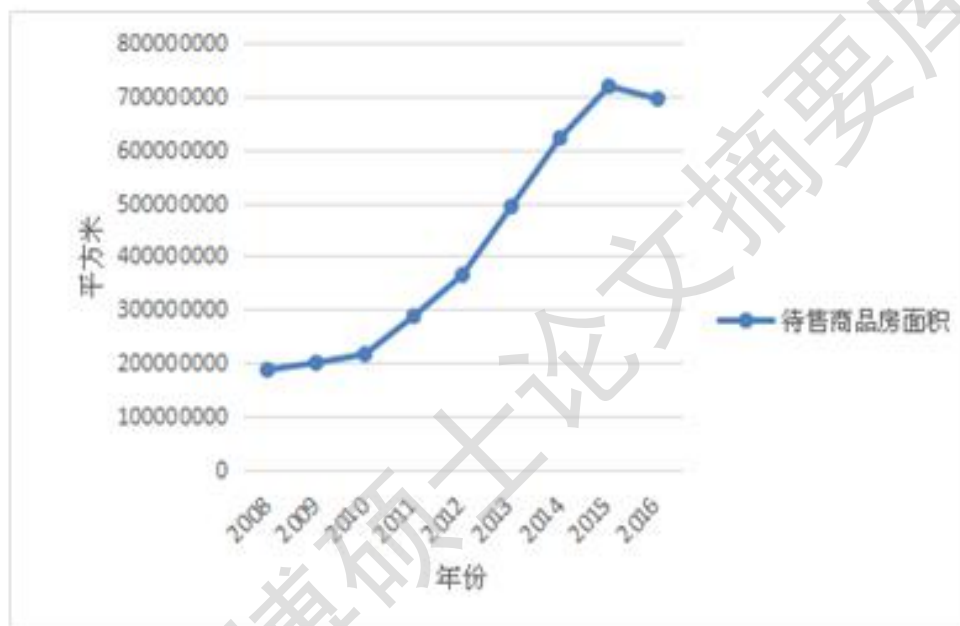


图 1.1：全国 2008-2016 年商品房待售面积的变动情况

资料来源：国家统计局、中国指数研究院：《中国房地产统计年鉴》，中国统计出版社，2009-2015 年 9 月；中国统计局官方网站。

二、经济背景

（一）经济发展形势严峻,宽松货币政策出台

中国经济增长率 2012-2014 年连续三年下调至 7% 的水平，2015 年为 6.9% 左右，2016 年为 6.7% 左右，增速递减的趋势明显，经济增长将面临持续压力。为促进稳定经济，2015 年下半年，宽松货币政策突出表现为超预期的货币供应量和信贷量，刺激一些地方经济增长模式再次转向“信贷-投资”驱动模式，这有可能导致宏观经济在一定时期内面临“流动性泛滥”、“经济泡沫”、“债务高筑”等风险，影响“三去一降一补”的结构性调整大局。另一方面，仅在 2015 年，央行 5 次下调存贷款基准利率，力度之大前所未有的，降低社会融资成本，从

而进一步刺激信贷投放。如图 1.2 所示, 2015 年 10 月我国一年期存贷款基准利率已经降低至历史最低水平, 利率政策已成为经济结构调整的重要方式手段。

宽松的货币政策主要目的是“稳增长、调结构”与“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”, 然而, 大量的货币并未投向实体经济, 而是疯狂涌入房地产市场。央行《2016 年金融统计数据报告》表明: 截至 2016 年 12 月末, 广义货币(M2)余额 155.01 万亿元, 同比增长 11.3%, 全年人民币新增贷款 12.65 万亿元, 同比多增 0.9257 万亿元。分部门看, 住户部门贷款增加 6.33 万亿元, 比 2015 年 3.87 万亿元多增加 2.46 万亿元, 增长近 64%, 其中, 短期贷款增加 0.6494 万亿元, 中长期贷款增加 5.68 万亿元, 比 2015 年 3.05 万亿元多增加 2.63 万亿元, 增长近 86%, 由此可见, 在宽松货币政策刺激下, 大规模信贷资金未流入实体经济, 而是大部分流入房地产市场。

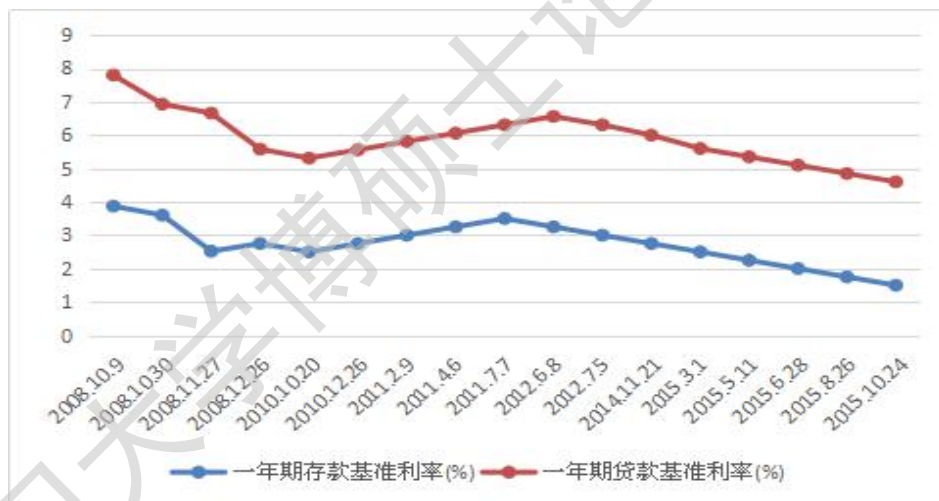


图1.2: 2008-2015年一年期基准利率变动趋势。

数据来源: 中国人民银行官方网站, 2016年12月。

(二) 区域差异显著, 房地产市场分化

中国作为一个幅员辽阔、民族众多、社会经济发展不均衡的大国, 如果在全国实行完全单一的货币政策, 无视各地区经济发展的差异, 必然会加剧区域之间经济发展的不平衡。在此背景下, 我国房地产市场同样具有区域化分化明显、不同区域的城市差异明显的特征。表1.1显示了按照东、中、西三个区域划分的全国数据, 房地产市场存在着显著的区域性差别。2008年-2014年, 东部地区房价

的平均值、人均可支配收入平均值明显高于中、西、东北地区；而在东部地区内部，房地产市场的差异也非常显著，房价标准差高达4087，是中部、西部地区的4倍多；人均可支配收入标准差高达7533，是中部地区的3倍。部分东部发达城市去化周期短，甚至一些城市如北上深等中心城市库存紧缺；而经济落后城市形势则不容乐观，房价下跌，库存去化缓慢。房地产库存情况的分化的主要原因在于经济发展的区域化差距，部分高库存区域产业经济发展不足，人口导入不够，购买力严重不足；经济发达的东部地区，由于土地供给的稀缺与人口的稠密，部分城市不仅不存在供给过剩的情况，房地产库存反而严重紧缺。

表1.1 我国2008-2014年房地产市场的区域特征

样本区间	房价（元/平方米）			人均可支配收入（元）			房地产开发投资（亿元）			房地产国内贷款（亿元）		
	东部	中部	西部	东部	中部	西部	东部	中部	西部	东部	中部	西部
2008-2014年												
平均值	8489	3856	3805	24815	16377	15447	634	553	209	3072	1881	1093
标准差	4087	967	931	7532	2412	2978	621	428	234	1920	1138	988
最大值	18833	5513	5774	45965	21318	23150	2432	2144	1191	8240	4376	4380
最小值	2779	2136	1958	12608	12666	9740	32	30	0.08	199	327	5

资料来源：国家统计局、中国指数研究院，历年《中国房地产统计年鉴》，中国统计出版社，2009-2015。

（三）房地产投机需求迅速增加

随着房地产市场的发展，当今消费者购置房地产不仅仅因为居住需求，房地产已经成为投资与投机的标的之一，这是值得关注的一点。越来越多的投资客利用金融高杠杆的手段，在房地产市场进行投机，严重扭曲了当地房地产市场：当房地产市场向好时，在投机需求的作用下，加速房价暴涨；当房地产下行时，“炒房客”将大规模出售房产，加速市场下行。许子枋（2013）将房地产库存分为三大类：当前已建但尚未售的房地产库存为短期库存；已销售但空置存量为远期库存。短期库存影响房地产企业的资金使用效率与资金成本；远期库存属于隐性库存，影响房地产市场的需求与活跃程度。尽管在大部分研究中未将隐形库存纳入模型加以分析，但是这类库存随时可能在市场中进行出售、甚至降价销售，成为库存供应。

总而言之，当前中国房地产市场库存高、区域分化明显、投资投机需求高涨，

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库