

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15320081152198

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国房地产市场金融加速器效应研究

Research On The Financial Accelerator In The Real Estate

Market Of China

刘志哲

指导教师姓名: 张德荣 副教授

专 业 名 称: 管理经济学

论文提交日期: 2011 年 4 月 6 日

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011 年 4 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

## 摘 要

房地产市场在宏观经济波动中往往扮演重要的角色,所以对房地产市场的波动进行研究是很有意义的,但是传统的理论往往得出与房地产市场现实波动不符的结论,所以寻求新的理论来解读房地产市场就变得很有必要。Bernanke、Gertler 和 Gilchrist 等学者在 20 世纪八、九十年代创立的金融加速器理论是最近几年兴起的解释宏观经济波动的重要理论,已经被多国数据所支持。本文正是以金融加速器理论的观点对中国的房地产市场进行研究,而本文的核心问题就是对金融加速器效应在房地产市场的存在性进行验证。

本文通过对房地产行业的宏观数据进行基于 VAR 模型的 Johansen 协整检验、Granger 因果关系检验和线性模型检验,并对上市房地产公司的微观财务数据运用工具变量法进行检验,发现中国的房地产市场的波动既符合金融加速器效应的非线性特征,也符合其非对称性特征,而非线性和非对称性特征是金融加速器效应的两个最核心特征,对这两个特征进行检验也是 Bernanke (1996) 认为比较有效的验证金融加速器效应存在性的方法。而对中国的房地产市场同时运用宏观和微观数据,对金融加速器效应的非线性和非对称性进行检验也正是本文的主要创新之处。

结论认为中国的房地产市场确实存在着比较显著的金融加速器效应。中国在进行货币政策制定和在进行房地产业相关政策制定时,应该考虑到金融加速器效应的存在,从而对货币政策的效果有一个更好的评估,并通过更贴近房地产业发展规律的政策更好地促进房地产业的健康发展及其与整个国民经济的协调发展。

**关键字:** 房地产市场; 金融加速器

## Abstract

The real estate market often plays a very important role in the fluctuations of the macro economy, so it is meaningful to research the fluctuations of the real estate market itself. But the conclusions of most traditional theories usually have very big difference from the fluctuations of the real estate market in the real world. So it is necessary to find a new theory to explain the real estate market. The financial accelerator theory set up by Bernanke Gertler and some other economists is a very powerful theory to explain the macroeconomic fluctuation which is being developed very well in the recent years, and which is supported by empirical evidence from many countries. This paper tries to research the real estate market of China using the view of the financial accelerator and the essential question is to prove the existence of financial accelerator in the real estate market of China.

This paper uses Johansen cointegration test Granger causality relation test and linear model based on VAR model to examine the macroscopic data from the real estate industry, and uses instrumental variables method to examine the microscopic data from listed companies of the real estate industry. Then find that the fluctuations of the real estate industry of China are not only in accordance with the non-linear characteristic of the financial accelerator but also with the asymmetric characteristic of the financial accelerator which are the key characteristics of the financial accelerator. And the method was recommended by Bernanke (1996) to test the existence of the financial accelerator. The way of testing macroscopic data as well as the microscopic data and of examining the non-linear characteristic as well as the asymmetric characteristic is the very innovation made by this paper.

The conclusion is that the financial accelerator effect do exist in the the real estate market of China. It should be take in account that the the financial accelerator effect exist in the real estate market of China when the government makes monetary policy and the policy for the real estate industry, thus to get a better assessment of the monetary policy and to promote development of the real estate industry and the

harmony development of the real estate industry with the whole economy through policies which are more in accordance with the law of the development of the real estate industry.

**Key Words** the real estate market financial accelerator

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	V
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的.....	3
1.3 文章结构.....	4
1.4 研究方法.....	4
1.5 创新之处.....	4
第二章 文献综述.....	6
2.1 金融加速器理论的相关理论研究.....	6
2.2 金融加速器理论的相关实证研究.....	9
2.3 国内关于金融加速器理论的研究.....	12
2.4 房地产业金融加速器效应相关研究.....	14
第三章 中国房地产市场金融加速器效应的理论分析.....	16
3.1 金融加速器理论.....	16
3.1.1 金融加速器的作用机制与传导渠道.....	16
3.1.2 金融加速器具有非线性和非对称性特征.....	17
3.2 中国房地产市场金融加速器效应的初步分析.....	18
第四章 实证检验.....	21
4.1 宏观数据检验.....	21
4.1.1 变量选择和数据处理.....	21
4.1.2 Johansen 协整检验和 Granger 因果关系检验.....	25
4.1.3 线性模型估计结果.....	30
4.2 微观数据检验.....	31
4.2.1 变量选择和数据处理.....	31

4.2.2 计量模型选择和估计结果 .....	33
<b>4.3 小结 .....</b>	<b>38</b>
<b>第五章 结论与政策建议 .....</b>	<b>39</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>41</b>
<b>致    谢 .....</b>	<b>47</b>

厦门大学博硕士论文摘要库



## Contents

<b>Abstract in Chinese</b> .....	<b>I</b>
<b>Abstract in English</b> .....	<b>V</b>
<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background</b> .....	<b>1</b>
<b>1.2 Research Significance</b> .....	<b>3</b>
<b>1.3 Thesis Structure</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 Research Method</b> .....	<b>4</b>
<b>1.5 Innovation</b> .....	<b>4</b>
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	<b>6</b>
<b>2.1 Theoretical Research on the Financial Accelerator</b> .....	<b>6</b>
<b>2.2 Empirical Research on the Financial Accelerator</b> .....	<b>9</b>
<b>2.3 Domestic Research on the Financial Accelerator</b> .....	<b>12</b>
<b>2.4 Research on the Financial Accelerator in the Real Estate Market</b> .....	<b>14</b>
<b>Chapter 3 Theoretical Analysis on the Effect of the Financial Accelerator in the Real Estate Market of China</b> .....	<b>16</b>
<b>3.1 The financial accelerator Theory</b> .....	<b>16</b>
3.1.1 Mechanism and Propagation Channel of the Financial Accelerator ..	16
3.1.2 Two Important Characteristics of the Financial Accelerator: Non-linearity and Asymmetry .....	17
<b>3.2 Preliminary Analysis on the Effect of the Financial Accelerator in the Real Estate Market of China</b> .....	<b>18</b>
<b>Chapter 4 Empirical Test</b> .....	<b>21</b>
<b>4.1 Test for Macroscopic Data</b> .....	<b>21</b>
4.1.1 Variable Selection and Data Processing .....	21

4.1.2 Johansen Cointegration Test and Granger Causality Relation Test . . .	25
4.1.3 Estimation Result of the Linear Model . . . . .	30
<b>4.2 Test for Microscopic Data . . . . .</b>	<b>31</b>
4.2.1 Variable selection and Data Processing . . . . .	31
4.2.2 Econometric Model Selection and Estimation Result . . . . .	33
<b>4.3 Summary. . . . .</b>	<b>38</b>
<b>Chapter 5 Conclusion And Policy Recommendation . . . . .</b>	<b>39</b>
<b>References. . . . .</b>	<b>41</b>
<b>Acknowledgements . . . . .</b>	<b>47</b>

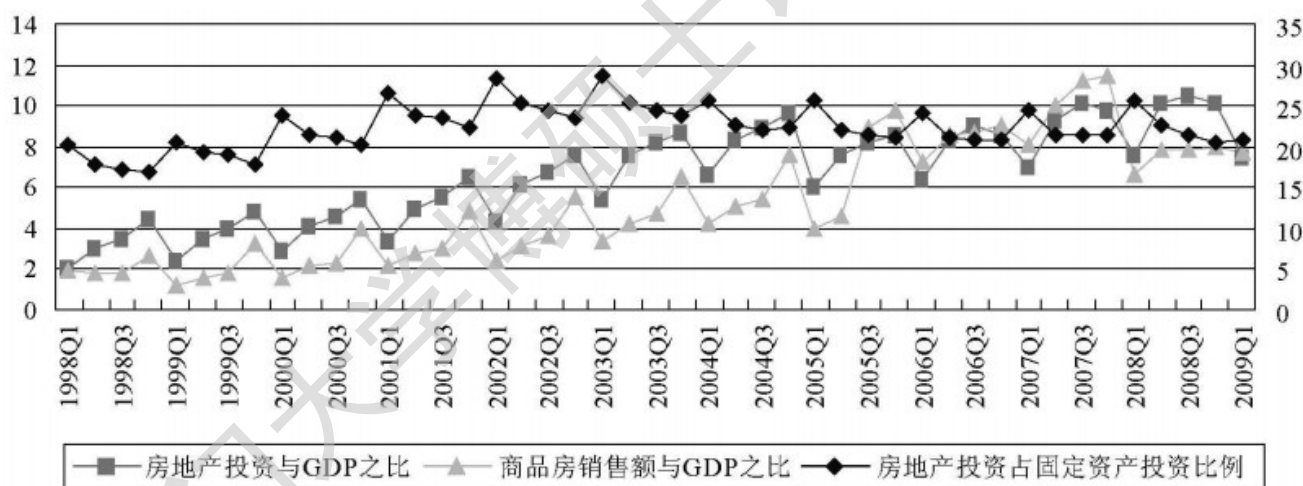
厦门大学博硕士学位论文摘要

## 第一章 引言

### 1.1 研究背景

尽管最近两年无论是实业界还是学术界关于高房价的问题都颇有争议，但房地产业在中国经济中的重要性是不言而喻的。对于房地产业的重要性，我们可以从下面的数据中得以管窥（如图 1 所示）：自 1998 年房改以来，房地产投资在固定资产投资中一直占较大比例，平均达到 22.33%。房地产投资在国内生产总值中所占的比重逐年增长，在 2008 年第三季度达到最大值 10.55%。商品房销售额在国内生产总值的占比也逐年增长，在 2007 年第四季度达到 11.5%。

图 1 房地产投资在国民经济中的地位



注：本图来源为黄静（2010）：“房地产开发投资占固定资产投资比例”，以右边刻度为纵轴，另外两个指标以左边刻度为纵轴；所有指标单位为“%”。

房地产的重要性来自于相互结合起来发挥作用的两个方面：一是房地产作为一种资产所具有的特性；二是房地产业在产业结构中的重要性。

无论在人们的思维习惯中还是在长期的经济理论中，房地产都被认为是最重要的一种实物资产。长期以来，土地和在其上建筑起来的房屋一直被认为是最真实的物质财富，而且是生产和创造其他财富的原始要素。但是，在当代经济中，

房地产不只是一种消费品和生产要素，而且是一种重要的投资品。房地产具有投资品的属性，其价格常常像金融资产一样发生剧烈的波动。“如果我们将历史的视线放得长远些，就会发现房地产市场上的投资行为或投机行为并非始于今日。早在 17 世纪，当荷兰发生郁金香狂热的时候，受到资金疯狂追捧的不仅限于郁金香球茎和荷兰东印度公司的股票，也包括房地产。根据金德尔伯格的研究，从 17 世纪至 20 世纪 90 年代初，在全球范围内共爆发了 42 次比较重要的金融危机，其中有 21 次都与对不动产的投机有关。”（金德尔伯格，1996，第 278-287 页）现在，我们还可以在这一长串的名单后面，再加上 20 世纪 90 年代初的挪威、90 年代中期的墨西哥和 1998 之后的东南亚，在这些国家或地区所爆发的银行危机以及金融危机都不同程度地伴随着房地产市场的大幅波动。我们能够迅速联想到的是，在经济的寒流尚未彻底消失的现在，我们还要在这份名单的后面加上开始于 2007 年底发端于美国并迅速波及全球市场经济国家的次贷危机。

2008 年 11 月 10 日国务院总理温家宝在省区市人民政府和国务院部门主要负责同志会议中指出：“房地产业是国民经济的重要支柱产业，对于拉动钢铁、建材及家电家居用品等产业发展举足轻重，对金融业稳定和发展至关重要，对于推动居民消费结构升级、改善民生具有重要作用。在我国现阶段，房地产业是国民经济重要的支柱产业，房地产健康持续发展直接关系到国民经济的发展。”房地产业的基础性地位决定了它对其他产业作用的广泛性。王国军和刘水杏(2004)指出，房地产业因具有产业链长、波及面广和带动作用明显等特点，它的变动通常会对众多相关产业产生较大的冲击波，影响宏观经济的稳定、协调发展。总体上我国房地产业每增加 1 单位产值对各产业的总带动效应为 1.416，且房地产业的带动效应基本上随时间的变迁渐趋增大，对相关产业的影响程度不断加深。

房地产作为一种资产所具有的价格的大幅波动性使得房地产业很容易受到外在冲击的影响而产生波动，而房地产业的产值在国民经济中所占的高额比重和房地产业的广泛的带动作用又将这种波动传导至整个经济。

次贷危机发生后，各个国家都紧锣密鼓地出台了一系列的经济干预措施；中国也积极地采取了一系列的财政政策和货币政策来应对危机，同时次贷危机也将中国推向一个必须做出重要选择的时刻，或者可以将危机看做是中国经济发展道

路上继续向前走的操作方向上的一个选择契机,它使中国不得不正视中国在经济增长过程中遗留下来的问题,比如经济增长和经济结构调整之间的矛盾这个公认的核心问题,比如房地产调控不可半途而废,但房地产业的萎缩也对经济不利;而随着中国经济的逐渐好转,经济政策是进是退也是一个两难问题。而在市场化方向作为中国经济发展基本取向的前提下,问题的解决或方向的选择除了部分依赖行政干预手段之外,更多地还是要依赖经济手段,最终要诉诸于具体的财政政策和货币政策。所以此时,政策的有效性作为问题解决过程中的重要一环就突出出来。而研究政策的有效性必然要研究政策的传导渠道。在房地产市场相对成熟的发达国家,无论是学术界还是央行都对货币政策传导机制中的房价渠道相当重视,其程度甚至高于股价。屠梅曾(2007)经过实证检验认为,房价在货币传导机制中的作用较为显著,房价渠道的总体传导效率较高,房地产市场已成为货币政策传导的重要途径。因此更好地理解房地产市场的作用无论是在学术层面还是在政策操作层面就显得非常有意义。

## 1.2 研究目的

对房地产业进行研究的重要性被很多学者所认同。房地产业具有周期性很强的特点。但当使用传统的理论模型如存量——流量模型、RBC模型、蛛网模型等来分析房地产周期时,经常会发现理论模型所预言的周期特征与现实中的周期特征差别很大。经济现实中的房地产周期一般是非对称、非平滑、非线性和突变式的,它可以在相当长的一段时间内保持持续的繁荣与景气,但是也可以在很短的时间内出现大幅下挫。但是在传统的周期理论模型的结论中,房地产周期却是对称的、平滑的、线性的和渐变的。由于使用传统的理论模型仅能解释房地产业现实周期中很有限的一部分,所以很容易低估经济现实中房地产业周期性波动对房地产业和宏观经济的冲击。分析出现这种理论与现实差距的原因,一个重要的方面是传统房地产周期理论忽视了现代经济现实中金融信贷机制对房地产周期波动的放大和传导作用。如在存量——流量模型中虽然包含了利率因素,但利率变量一般都被处理为常数或线性函数;在蛛网模型中只有价格、供给与需求三个变量;在RBC理论中,金融市场被假设是无摩擦的,从而金融信贷市场对于真实经济是不产生影响的。著名的M-M定理认为,公司的价值与公司资产结构是无关

的。而金融加速器理论作为研究金融信贷市场和宏观经济波动关系的重要理论，已经被越来越多的学者所重视，也正是上述理论无法解决的问题的一个很好的解答。

本文正是采用金融加速器理论的视角，试图对房地产市场存在的金融加速器效应进行验证，从而对房地产业的波动性提供一个更贴近经济现实的理论解读。

### 1.3 文章结构

第一章为引言，主要介绍选题背景、研究目的、研究方法和主要的创新之处。

第二章为文献综述，整理了国内外经济学界与金融加速器理论相关的理论研究、实证研究，并特别整理了有关房地产金融加速器理论的研究成果。

第三章首先给出了金融加速器理论的概念，以及金融加速器效应的非线性和非对称性特征的含义，然后进行了关于金融加速器效应在中国房地产市场存在可能性的分析，主要通过我国房地产市场的一些事实来说明。

第四章为实证部分，分为两节，第一节主要对房地产市场的宏观数据进行分析检验，第二节对房地产业上市公司的微观数据进行分析检验，有待验证的结论是中国的房地产市场的波动符合金融加速器效应的非线性和非对称性特征。

第五章为结论和政策建议，在给出中国的房地产市场存在显著的金融加速器的结论的基础上，从房产政策、房地产开发模式等方面给出了政策建议。

### 1.4 研究方法

本文主要采用理论分析和实证检验相结合的方法，而实证检验又分为两部分，宏观数据检验和微观数据检验，宏观部分主要采用 VAR 模型并进而检验模型主要变量之间的 Johansen 协整关系，以及 Granger 因果关系，然后采用线性模型对主要变量之间的关系进行估计；微观部分主要运用工具变量法对上市房地产公司数据进行研究。

### 1.5 创新之处

关于房地产市场的金融加速器效应的相关实证研究国内已经出现一些，但是

多数已有研究都没有严格地遵从金融加速器的理论逻辑，Bernanke（1996）认为检验金融加速器效应的一个非常有效的途径是检验金融加速器理论的推论。本文的创新之一就在于通过全面验证房地产市场与金融加速器理论推论的吻合性来验证房地产市场金融加速器效应的存在性，包括分别验证金融加速器效应的非线性和非对称性<sup>1</sup>。创新之二在于已有的关于房地产市场金融加速器效应的研究或者运用宏观数据，或者运用微观数据，本文的研究将两者结合起来，从而对中国房地产市场金融加速器效应的存在性进行了更系统的检验。

---

<sup>1</sup> 后文有详细解释。

## 第二章 文献综述

### 2.1 金融加速器理论的相关理论研究

真实经济周期模型（RBC 模型）和凯恩斯主义的 IS-LM 模型是解释短期经济波动的最重要也是最经典的两个分析框架。尽管两者在很多方面存在差异，但是两者的一个共同的假设是金融和信贷市场的条件对真实变量是没有影响的。也就是说，两者都符合 M-M 定理。直到上世纪 80 年代，新古典宏观经济学派仍遵循 M-M 定理和从生产函数的角度推导经济波动原因的传统，在他们的框架中，金融信贷市场的作用常常被简化为一个代表资金流向的函数，无法被引入到经济波动的分析中。但是正如 Bernanke（1996）年所说，尽管信贷市场条件的变化在大萧条、1980-1990 年之间发生在斯堪的纳维亚、拉美、日本和东亚国家的宏观经济波动、以及 1990-1991 年发生在美国的经济波动中扮演了重要的角色，以上这两种传统的宏观经济分析框架都没有能够为金融信贷市场的作用提供很好的解释。另外，现实经济中存在很多“小冲击、大波动”的例子，以上两个经济分析框架同样不能够解释其原因。

对于信贷市场的重视，起源于 1933 年 Fisher 对大萧条的解释，他提出了著名的“债务-通货紧缩”理论。Fisher 认为，在 1929—1933 年间，在以高杠杆为基础形成的一系列信用链条中，初期的商业衰退导致了一些企业的破产，并引起其支出下降，直接导致了新一轮的破产潮。而在这种直接的作用机制背后，是一种更为重要的涉及所有借款人的间接机制在发挥作用：资产和商品价格下降给债务人造成巨大名义债务压力，迫使他们不得不低价倾销资产，而这反过来又迫使资产价格进一步下降，导致金融危机的发生。在 Fisher 看来，广泛发生的借款人资产负债表状况的恶化以及同时发生的产出和价格的大幅下降，使当时的美国经济出现一种债务——通缩（Debt--Deflation）型的越来越严重的自我加速的恶性循环。信贷市场条件恶化并不仅仅是真实经济活动下行的简单被动反映，这种恶化本身就是导致经济衰退和萧条的重要力量。尽管 Fisher 的债务——通货紧缩——大萧条机制内涵丰富且思想深邃，但在当时并没有引起足够的重视。直到半个世纪之后，Fisher 的观点由 Bernanke 再度给予重视。Bernanke



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库