

分类号_____

密级_____

U D C_____

编号 86408

厦 门 大 学

博 士 后 研 究 工 作 报 告

房价冲击、宏观经济波动与货币政策

段忠东

工作完成日期 2014年5月30日

报告提交日期 2014年6月3日

厦门大学

2014年6月

房价冲击、宏观经济波动与货币政策

Housing Price shocks、Macroeconomic Volatility and Monetary Policy

博 士 后 姓 名 段忠东

流动站（一级学科）名称 应用经济学

专 业（二级学科）名称 金融学

研究工作起始时间 2010年9月

研究工作期满时间 2014年7月

厦 门 大 学

2014年6月

厦门大学博士后研究工作报告

著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用博士后研究工作报告的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交该报告的纸质版和电子版，有权将该报告用于非赢利目的的少量复制并允许该报告进入学校图书馆被查阅，有权将该报告的内容编入有关数据库进行检索，有权将博士后研究工作报告的标题和摘要汇编出版。保密的博士后研究工作报告在解密后适用本规定。

本研究报告属于： 1、保密（ ）， 2、不保密（ ）

纸本在 年解密后适用本授权书；

电子版在 年解密后适用本授权书。

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

随着近二十年来全球范围的房地产繁荣与萧条周期循环,以及住房财富在家庭财富中所占比重的增长,越来越多的学者开始关注于房地产市场波动对宏观经济金融的冲击;尤其是2007年美国次贷危机之后,房价冲击对宏观经济的传导机制及其货币政策反应再次成为学者们关注的焦点。当前,全球经济正经历着艰难而曲折的复苏之路,中国也面临深刻的经济转型。在此背景下,本研究报告综合运用比较静态分析、动态最优化、门限模型、协整检验等理论与实证研究方法,揭示房价冲击向通胀、产出、家庭消费等宏观经济变量的传导机制,进而探寻不确定性条件下货币政策应对房价冲击的策略选择等问题。

首先,针对国内学者主要采用线性模型,对样本外预测方法运用较少等不足,本研究报告利用理论模型考察房价与通胀、产出的非线性关系形成机制,并且,运用门限模型刻画房价与未来通胀、产出的非线性关系,进而比较了线性模型和门限模型的样本外预测能力。研究发现:房价对未来产出与通胀的影响具有门限效应,当房价处于低增长阶段时,房价增长率对于通胀与产出产生比较显著的正向影响,反之,则房价的这种影响效果不显著;与线性模型相比,门限模型能够有效改善房价对通胀和产出的预测效果。

第二,运用动态最优化方法考察房价变动对家庭消费的不对称影响。研究发现,房价不影响高收入有房家庭消费,却通过缓解融资约束促进受信用约束有房家庭消费,对租房家庭消费产生挤出效应;房价对总消费的影响在房价和收入不同增长机制中表现出非线性特征。运用面板门限模型的实证结果发现:当总体房价处于低增长机制或收入处于高增长机制时,房价对家庭消费产生显著的促进效果,反之房价对消费的影响不显著甚至产生挤出效应;当高首付比城市的房价或收入处于低增长,低首付比城市的房价或收入处于高增长机制时,房价对消费产生显著正向效应;可支配收入是居民消费的决定性因素。

接下来,以厦门市为例实证研究房价变动影响居民消费的区域差异性。实证研究发现:长期来看,厦门房价对居民消费增长起到一定促进作用,但是,由于短期内房价上涨对消费增长的负面抑制作用更为显著,房价上涨对消费增长的总体影响表现为“挤出效应”。因此,为了实现厦门居民消费的持续稳定增长目标,应该在短期内有效抑制房价的过快上涨,中期内应稳定居民的购房预期,长期看需稳步提高居民可支配收入并维持房地产市场的健康稳定发展。

最后,本报告就货币政策如何应对房地产泡沫的研究文献进行述评。结果发现:国内外学者在该领域的争论集中表现为间接反应观、事后反应观与直接干预观,政策环境中的不确定性是影响政策选择的决定性因素。在不确定性条件下,货币政策应该综合运用直接干预与间接反应方式应对房价泡沫。此外,货币政策

与金融审慎监管的协调配合有助于实现经济金融稳定的目标,运用房地产信贷政策调控房地产市场供需状况,可以更为有效地抑制房过度波动。

面对房价冲击,政策当局可以考虑以下对策思路:一、央行对于房地产泡沫以及可能由此引发的金融风险保持灵活务实的态度,综合运用直接干预与间接反应方式应对房价泡沫。二、货币当局应充分意识到不同机制中房价对通胀与产出的预测能力,当房价处于低增长机制时,货币政策可以适当盯住房价,实现其政策目标。三、应考虑房价与家庭消费的非线性关系,从总体上将房价维持在低速增长机制,通过收入分配制度改革切实提高居民可支配收入。四、货币当局与监管当局应该积极协调与配合,充分运用房贷政策调控房价,并根据各地区房价、收入、首付比等特征,采用差异化的政策手段。

关键词: 房价; 宏观经济; 货币政策; 门限模型

Abstract

Along with the global real estate boom and bust cycles, and the increasing share of housing wealth in households wealth over the last two decades years, more and more scholars began to focus on the impact of real estate market fluctuation on the macroeconomy and financial; Especially after the US subprime crisis in 2007, conduction mechanism of the real estate price flunction to macroeconomy and its monetary policy response again becomes the focus of scholars. At present, the global economy is experiencing a difficult and tortuous road to recover, China also faces profound economic transformation. In this context, the study tries to reveal conduction mechanism of the real estate price flunction to inflation, output and household consumption, and explore the strategy how monetary policy to respond to house price shocks under the condition of uncertainty.

Firstly, in view of the drawbacks that domestic scholars mainly adopts linear model and rarely utilize methods of out-of-sample forecast, the report inspects the nonlinear relationship mechanism between house prices, inflation and output with theoretical model, and uses threshold model depicting this nonlinear relationship. Then, the thesis compares the out-of-sample forecast ability between linear model and threshold model. The study discovers that: House prices have threshold effect on future inflation and output, and when house prices are in low growth stage, the positive influence which house prices bring to inflation and output is very significant; Other wise, house prices have no significant effect; Relative to the linear model, threshold model can effectively improve inflation and output forecasts.

Secondly, the report studies the asymmetric impact of the housing prices fluctuation on household consumption. The conclusions is: House price volatility does not affect the consuming behavior of homeowners with high income, but promotes the consumption of constrained homeowners by easing credit constraint; house price rises will has excluding effects on renter's consumption; the effect that house price has on total consumption shows nonlinear characeristic in different house price growth mechanisms. This study tests the reality in China with threshold model, the results are as follows: On the whole, when house prices are in lower growth stage or income in high growth stage, the positive influence which house prices bring to consumption is very significant, otherwise housing prices have no obvious impact on consumption or even have excluding effects on consumption; When house prices or incomes of high down payment urban are in the slow growth stage, and house prices or incomes of lower down payment urban are in a high growth stage, house prices have a significant positive effect on consumption; Disposable income is decisive influence factors of

residents' consumption.

Nextly, taking Xiamen as an example, the study empirical tests the regional diversity features of house prices affect residents' consumption. The study discovers that: Although in the long run, house prices will promoting consumption in Xiamen, but in the short time, accelerating in house price rises will has excluding effects on residents' consumption in Xiamen. we should take measures to bring down current house price rising excessively in Xiamen, stabilize the households expectation in purchasing houses, and raise disposable income of residents and maintain the sustainable、 healthy and stable development of real estate market in the long term.

Lastly, the paper reviews the literatures about how monetary policy response to real estate bubbles. The study found: Debates among foreign and domestic research in this field include indirect response、 afterward adaptive reaction and direct intervention, the decisive factor influencing monetary policy response rule choices is uncertainty in policy environment, and so appropriate policy choice is the integration of the direct intervention and indirect response to house price bubbles in an uncertain environment. Monetary policy and prudential supervision of financial should actively coordinate and cooperate help to achieve the goal of economic and financial stability; We should make more use of real estate credit policies to control the supply and demand in real estate market, so as to effectively curb excessive volatility in house market.

Facing the challenges of house prices shocks, monetary authorities can consider the following countermeasures: (1) It should be flexible and practical for central bank to deal with real estate bubbles and financial risks, and appropriate policy is the integration of the direct intervention and indirect response to house price bubbles. (2) Central bank should fully aware the fact that house prices can predict future inflation and output in different growth mechanisms of house prices, when house prices are in low growth stage, monetary policy can be appropriately pegged to the house prices, and then achieves their policy objectives. (3) It should take into account the nonlinear relationship between house prices and household consumption in different mechanisms, keep overall house prices in low growth mechanism, and improve growth rate of residents' disposable income through the reform in the income distribution system.(4)The currency authority and regulatory authority should positively coordinate and cooperate, fully make use of the mortgage policy to control house prices, and adopt differentiated policy mean according to regional house prices, income, down payment ratio and other characteristics.

Keywords: House price; Macroeconomy; Monetary policy; Threshold Model

目 录

摘要.....	I
Abstract.....	III
目 录.....	V
1. 绪论.....	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.2 研究思路与主要内容.....	3
1.2.1 研究思路.....	3
1.2.2 研究内容.....	3
1.3 主要创新点.....	4
2. 房地产价格与通货膨胀、产出的非线性关系.....	5
2.1 文献综述.....	5
2.2 理论分析与经验模型.....	6
2.2.1 理论分析.....	6
2.2.2 经验模型.....	9
2.3 研究方法、变量选取与数据处理.....	11
2.4 实证研究过程与结果分析.....	12
2.4.1 线性模型设定和估计.....	12
2.4.2 门限模型的设定、估计与检验.....	14
2.5 结论与政策启示.....	17
3. 房价变动对家庭消费的非对称影响.....	19
3.1 文献综述.....	19
3.2 理论模型和假设.....	22
3.2.1 拥有住房的自住房家庭.....	22
3.2.2 不拥有住房的租房家庭.....	24
3.2.3 房价波动对总消费的影响.....	25
3.3 经验模型、研究变量与数据处理.....	28
3.3.1 经验模型.....	28
3.3.2 研究变量与数据处理.....	29
3.4 实证研究过程与结果分析.....	30
3.4.1 变量的平稳性检验.....	30
3.4.2 35 个大中城市的门限模型估计.....	30

3.4.3 不同首付比城市的门限模型估计.....	33
3.5 结论与政策启示.....	38
4. 房价冲击与居民消费增长——厦门的实证研究.....	40
4.1 引言.....	40
4.2 理论回顾与文献综述.....	40
4.3 厦门房价与居民消费波动的基本特征.....	42
4.4 研究方法、变量选择和数据处理.....	43
4.5 实证研究的结果与分析.....	44
4.5.1 变量平稳性检验.....	44
4.5.2 协整关系检验.....	44
4.5.3 误差修正模型的建立.....	45
4.6 结论与对策建议.....	46
5. 不确定性下的房价波动与货币政策反应：基于文献研究.....	49
5.1 引言.....	49
5.2 货币政策不应该对房地产泡沫进行事前的直接干预.....	50
5.2.1 间接反应观.....	50
5.2.2 事后反应观.....	51
5.3 货币政策应该对房地产泡沫进行事前的直接干预.....	52
5.3.1 直接干预的激进派观点.....	53
5.3.2 直接干预的温和派观点：间接反应与直接干预的综合运用.....	53
5.3.3 如何破解困扰直接干预政策的实践性难题？.....	55
5.4 应对房地产价格波动的货币政策框架修正.....	56
5.5 货币政策与金融监管应该积极协调与配合.....	56
5.6 我国学者的相关研究进展.....	57
5.7 结论与进一步的研究方向.....	59
结论.....	62
参考文献.....	64
致谢.....	74
博士生期间发表的论文与专著.....	76
博士后期间发表的论文与专著.....	77
个人简介.....	78
联系地址.....	78

1. 绪论

1.1 研究背景与意义

自上世纪 80 年代中后期至今，全球范围内的房地产市场大多经历了较大幅度的繁荣与崩溃周期。典型的有上世纪 80 年代末的日本和英国，90 年代的香港、台湾、泰国等，以及 2007 年由次贷危机引发，至今仍然挥之不去的美国住房市场萧条。美国次贷危机爆发后，在全球经济衰退风险加剧和国内宏观经济政策调控的双重作用下，中国的房地产市场在 2007 年至 2012 年间也经历了大幅震荡的走势。如图 1.1 所示，我国房价与通胀、房价与产出在很大程度上表现出共同波动趋势^①。房价在 2004 年前保持缓慢平稳的上升态势，之后，房价涨幅迅速扩大。尤其是在金融危机之后的 2008 年至 2012 年间，在国际国内双重因素作用下，房价经历了大幅波动：先后于 2008 年 1 季度和 2010 年 2 季度达到 11.8% 和 14.9% 的历史高点，于 2009 年 1 季度和 2012 年 3 季度出现 -1.7% 和 -1.2% 的罕见下跌。伴随着房价的涨落，在此期间产出与通胀率水平也呈现出较大幅度的波动。经过测算，图 1.1 中房价与通胀、产出的同期相关系数分别为 0.665 和 0.735，这预示着在房价与通胀、产出之间可能存在某种稳定的内在联系。

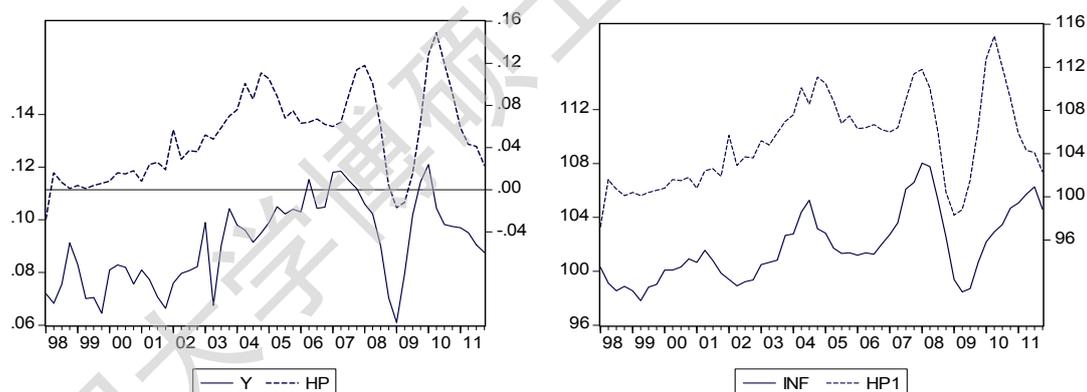


图 1.1 房地产价格与通胀、产出的波动趋势

在此期间，城镇居民人均消费增长也呈现出一定幅度的波动（如图 1.2 所示^②）。经过测算，图 1.2 中住宅价格增长与城镇居民人均消费增长之间的简单相关系数为 -0.20，这似乎预示着在二者之间存在某种反向联系；在居民可支配收入与人均消费之间则存在较强的正相关关系，简单相关系数为 0.735，这可能意味着居民收入是居民消费的重要影响因素。

^① 图 1.1 中的 HP 和 Y 分别表示房价同比增长率和 GDP 同比增长率，HP1 和 INF 分别表示住宅销售价格指数与居民消费价格指数，左边纵轴是产出与物价，右边纵轴是房价。GDP 同比增长率是根据当年 GDP 当年累计值、当年累计增长率推算出的 GDP 季度增长率。

^② 图 1.2 中 hp 表示住宅销售价格指数，c 表示城镇居民人均实际消费支出增长率，y 表示城镇居民人均实际可支配收入增长率。左纵轴是消费，右纵轴分别是房价与收入。测算发现，居民可支配收入与人均消费之间存在较强的正相关关系，简单相关系数为 0.735。

资产价格与宏观经济的关系一直以来都是经济学家和政策制定者关注的前沿问题,但是学者们早期的关注对象主要是股票价格,对于房价的研究相对较少。直到 20 世纪 90 年代后期,全球主要国家经历了广泛的股票市场崩溃,同时却伴随着各国居民消费支出的强劲表现,对此,越来越多的学者开始将视角拓展至房地产市场。他们认为,各国住房市场的持续上涨成为抵消股市崩溃之消极影响的重要因素,房价上涨的财富效应对家庭消费产生了重要的支撑作用。此后,“房价波动如何影响家庭消费”引发广大学者的深入思考。

随着各国住房财富在家庭财富中所占比重日益提高,也使得各国房价与宏观经济的互动作用进一步强化;尤其是 2007 年美国房地产价格下跌引发的严重金融危机与全球经济衰退,更是迫使政策制定者不得不重新审视和调整原有政策框架以应对房价泡沫的破坏性影响。房价的波动开始日益成为一国宏观经济的先行指示器,房价的大幅度上涨可能意味着未来物价与产出水平的高涨,而房价的大幅度下跌则可能预示着未来宏观经济的紧缩甚至衰退。房价与宏观经济之间的这种相互关联已经为许多的历史实践所证实。因此,以维持物价水平稳定为最终目标的货币政策当局必须对房地产市场保持高度的关注。此外,由房地产价格泡沫破灭所可能引发的信贷紧缩与金融体系的不稳定,也是中央银行关注于房地产市场的重要理由之一。

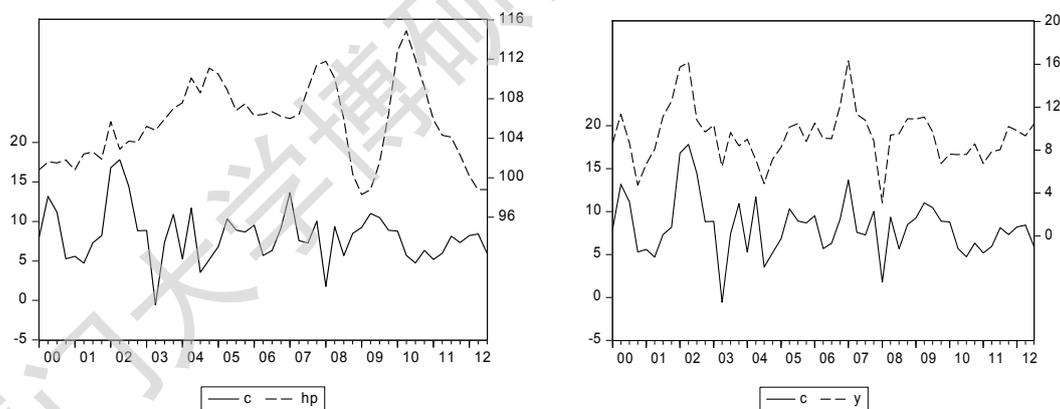


图 1.2 居民消费与房价、收入的变动趋势

全球经济正在经历着艰难而曲折的复苏之路,中国也面临深刻的经济转型。在这一背景下,针对房地产价格波动及其可能引发的宏观经济金融风险,货币当局如何选择政策组合予以有效应对?是应该进行事前干预,还是只需作出间接反应?这些都是政策当局必须回答的问题。令人遗憾的是,目前经济学家和政策制定者们对此并未达成广泛共识,“货币政策如何应对房地产波动”仍然是一个存在争论的焦点问题(段忠东、朱孟楠,2011)。但是,得到许多学者和央行家们一致认同的是:当房价波动包含未来产出和通胀的领先信息时,中央银行应该对房

价波动作出政策反应；否则，中央银行不应该盯住房价。可见，识别房价与未来通胀和产出之间的稳定关系对于货币当局的政策选择至关重要。此外，如何保持房地产市场的平稳发展，有效扩大国内居民消费需求，进而保持宏观经济平稳增长，也是政策当局必须解决的重大课题。因此，有必要深入理解房地产市场稳定与居民消费需求增长之间的联系机制。

本研究从保持我国宏观经济稳定的战略视角考察房价冲击向宏观经济的传导机制及其货币政策含义，这将深化和拓展房价、宏观经济与货币政策关系的理论视角；另外，本研究强调稳定房价对于保持经济金融平稳发展、避免宏观经济大幅波动具有重要意义，这对于新形势下我国货币政策正确把握房价稳定在宏观经济稳定中的重要地位，有效应对房价冲击并提高宏观调控的政策效力，具有现实意义。

1.2 研究思路与主要内容

1.2.1 研究思路

为了有效应对房价冲击，保持宏观经济金融的稳定性，货币政策当局需要重点研究以下命题：房价波动预测未来通胀与产出的作用机制与能力如何？房地产市场的冲击如何实现向经济主体消费行为的传导？不确定性条件下，货币政策应该如何应对房价冲击？为此，本研究构建了一个分析框架考察房价冲击对宏观经济的传导机制与货币政策选择。首先，从总体上分析房价预测未来通胀和产出的机制和能力，从而在整体上把握宏观经济波动中房价的作用；其次，从家庭消费的角度考察房价冲击对宏观经济的传导机制和效应；最后，考察中央银行运用货币政策应对房价冲击的策略选择。在具体研究过程中，沿着研究框架构建→文献回顾→理论模型→实证检验→形成结论→提出对策建议的思路。在一般理论分析的基础上，将研究视角定位于我国具体实际。

1.2.2 研究内容

本研究报告共包括六个部分。

第一部分是绪论。包括研究背景与意义，研究思路与研究内容，主要创新点。

第二部分是非线性视角下房价对通胀、产出的影响机制与能力研究。首先，运用一个简单的理论模型分析房价影响通胀、产出的非线性机制；接下来，运用门限模型检验我国房地产价格与未来通胀、产出之间的非线性动态特征，并利用样本外预测技术考察房价波动对未来产出与通胀的预测能力。

第三部分是房价变动对家庭消费的非对称影响研究。首先，以家庭收入区分三种不同信用状况类型的家庭，考察房价变动对家庭消费的异质性与非线性影响

机制；接下来，利用中国 35 大中城市的年度数据，运用面板门限模型考察房价变动与家庭消费的非线性关系特征。

第四部分是扩大内需政策下房价冲击与居民消费增长——厦门的实证研究。首先，考察了房价波动影响居民消费的理论机制与文献，接下来，以厦门市为例实证检验房价与居民消费波动的基本特征及其相互影响，提出对策建议。

第五部分是不确定性下的房价波动与货币政策反应。笔者就货币政策如何应对房地产泡沫的研究文献进行回顾，重点考察了各种政策反应观之间的争论及其依据，梳理了货币政策框架修正的两个方向以及学者们关于金融监管作用的理论共识，最后对国内学者的相关研究进行述评。

最后是研究报告的结论。

1.3 主要创新点

现有研究大多运用线性模型考察房价与通胀、产出的关系，往往发现房价与通胀、产出的关系表现出不稳定性特征。对此，西方学者开始将视角拓展至房价与经济行为之间的非线性关系。经过笔者检索发现，国内学者的相关研究还处于起步状态。另外，房价变动对宏观经济的冲击在很大程度上是通过影响家庭消费实现的，但是，国内文献大多侧重于采用线性模型实证研究住房价格与居民消费之间的关系，而房价与家庭消费的微观机制研究较为缺乏，少有文献考察房价影响家庭消费的异质性与非线性特征。

本研究的创新点主要体现在以下几方面：

一、研究视角的拓展。一是将研究拓展至非线性视角，考察了房价波动对通货膨胀和产出的影响机制和效应，以及房价对未来通胀、产出的预测能力；二是将房价波动影响不同家庭消费的异质性纳入视野，考察了不同收入和房价增长机制下房价对居民消费的非对称影响。

二、提出新的研究观点。基于理论与实证分析结果，本研究报告提出以下观点：①如果政策当局希望充分利用房价中包含的未来通胀与产出的领先信息，则需将房价水平维持在低增长机制中；②在不同的房价与收入增长环境中，房价变动的消费效应会发生改变，住房抵押市场基本状况导致房价变动对总消费的非对称影响出现异质性。

三、研究方法有所创新。本研究较早利用面板门限模型等计量经济方法实证考察了房价变动对通胀、产出、居民消费的非线性影响特征。

2. 房地产价格与通货膨胀、产出的非线性关系

在这一部分，本研究从总体上分析房价影响未来通胀与产出的机制与能力。鉴于已有的国内研究较少考虑以上变量的非线性关系，笔者在文献综述的基础上，运用一个简单的理论模型考察房价影响未来通胀与产出的非线性作用机制，接下来，运用门限模型技术对我国房价变动影响未来通胀、产出的效果进行实证研究。

2.1 文献综述

资产价格有助于预测未来通胀的观点可以追溯到Fisher (1930)关于通货膨胀和利率关系的费雪效应理论。根据该理论，名义利率的变动反映了人们对未来通胀的预期。在此基础上，Alchian和Klein (1973)将视角扩展至股票、住房等资产，提出资产价格反映了人们对未来商品和服务价格的预期。之后，相关研究主要集中在两个方向：一是研究资产价格与通货膨胀、产出可能存在的稳定关系；二是考察如何利用资产价格构建广义价格指数。沿着第一个方向，学者们认为资产价格通过财富效应、托宾Q效应、信用渠道等机制对总需求和物价产生影响。为了判定资产价格对未来通胀和产出的影响方向和力度，学者们进行了大量的实证研究。该领域的研究早期主要以债券利率、期限利差(term spread)、违约利差(default spreads)等为考察对象^①。如Fama(1975)发现当期1-6月的国债利率可以稳定可靠地预测未来1月的通胀率，Stock和Watson (1989)、Friedman和Kuttner (1992)发现，战后相同期限商业票据和美国国债的利差是产出增长的预测指标，Mishkin (1990, 1992)对Fama(1975)的研究进行扩展，发现长期与短期名义利率的差能够对未来通胀率的变动做出预测。随着近二十年以来世界各主要经济体房地产市场的繁荣与崩溃周期，越来越多的学者开始关注于房价的作用。早期的研究主要运用线性模型，大多发现房价对于未来通胀与产出具有预测能力。如Goodhart和Hofmann (2000a, 2000b)发现在大多数情况下房价对未来通胀具有显著的预测能力，并且房价与股价对于产出缺口具有重要的解释力。在进一步的研究中，Goodhart和Hofmann (2002)发现G7国家的房价对于产出缺口的影响大于股价。Kontonikas和Montagnoli (2002)发现房价对于总需求具有重要的影响，并且房价与未来消费价格膨胀之间具有高度的正相关性。Markus (2010)运用VAR模型发现10个OECD国家的实际房价冲击能够显著影响产出、物价。

针对以上研究运用的线性模型难以有效刻画变量之间的关系，以及缺乏对模型的样本外预测能力进行检验等问题，进一步的研究集中在实证方法的改进，包括运用非线性模型和样本外预测等计量建模技术，使所构建模型更为现实地反映

^① Stock 和 Watson (2003)对此做过一次杰出的综述。

变量之间的关系。如针对样本内预测的不足, Stock和Watson (2003)运用 h 步向前线性模型和样本外预测方法评估了7个发达经济体38个资产价格指标的相关信息内涵, 结果发现房价对于未来通胀与产出的预测能力在各国间存在差异, 并且在不同时期变得不稳定。Tkacz和Wilkins (2008)的研究发现, 在线性模型下房价有利于预测GDP增长, 股价和房价都能改善通胀预期, 并且门限模型中房价对通胀和产出的预测能力更为显著。Mayes和Viren (2010)运用门限模型考察房价影响产出增长的不对称性, 结果发现经济扩张期房价对经济的影响是经济衰退期这种影响的两倍。针对简单线性模型中可能存在遗漏变量与信息缺失等问题, Rangan (2011)运用ARDL模型、BVAR模型和FAVAR模型等计量模型, 研究发现南非资产价格有助于预测未来通胀, 实际房价能够作为短期和中期实际经济行为的重要指示器。

近些年来, 国内学者开始借鉴国外的研究方法, 对我国房价波动的影响进行实证研究。其中, 有许多研究发现我国房价对通胀与产出具有显著影响。段忠东 (2007)运用误差修正模型发现, 短期内房价对通胀与产出的影响十分有限, 长期则对通胀与产出产生重要的影响。董裕平 (2008)发现CPI和房地产价格指数之间存在显著的正相关性, 并且房地产市场具有领先特征。戴国强、张建华 (2009)运用ARDL模型发现, 房价波动对通货膨胀产生显著影响, 并且这种作用强于股票价格。严金海 (2009)发现房价对产出缺口和通胀率起到重要的推动作用。也有少数学者得出相反的结论, 如邓永亮 (2010)认为房价上涨对居民消费产生“挤出效应”, 进而减少总需求并对通货膨胀起到抑制作用。盛松成、张次兰 (2010)发现我国房价指数的变化不对CPI变化产生明显影响。另外, 也有学者指出房价对通胀产出的预测能力不稳定, 如赵宇、王轶君 (2011)运用多步向前预测模型的研究结果发现, 房价对未来通胀的预测能力具有不对称性和不稳定性。

从已有的国内文献看, 学者们所运用的研究方法明显滞后于国外学者, 如主要采用线性模型, 对样本外预测方法运用较少, 还未将房价与通胀、产出之间的关系纳入非线性分析的范畴等等。根据Stock和Watson (2003), 资产价格与经济行为之间可能存在的非线性关系将导致线性模型的预测能力不稳定。对此, 本文试图建立我国房价与通胀、产出的非线性模型, 并考察非线性模型中房价对通胀产出的样本外预测能力, 这无疑将填补我国学者在该领域的空白。

2.2 理论分析与经验模型

2.2.1 理论分析

房地产价格对于未来产出和通胀的影响主要通过以下途径实现: 第一, 房价通过影响总需求进而对未来通胀产生压力。其中, 房价经过财富效应、融资约束

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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.