

# 房贷能否成为新常态背景下 宏观调控的货币工具？

——基于多元回归分析法在房价、房贷和经济增长关系中的运用

[李振国 王婷婷]

中国经济经过多年的高速增长,目前已步入新常态的特殊经济时期,过去的几十年,高房贷推动高房价、高房价支撑经济高速增长,虽然宏观调控着力调控高房价但取效甚微,根本原因在于没有抓住推高房价的根即房贷。通过对我国价格传导机制和多元回归分析,将理论与实证结合起来分别研究房地产贷款与房地产价格和经济增长之间是否存在显著地线性相关关系。结果表明,房地产贷款与房地产价格正线性相关;房地产贷款增长与经济增长正线性相关,而且显著性水平都大于99%。进而推导出房地产贷款可以作为一种调控房地产价格和经济增长一种常态化调节工具,具有见效快、反应灵敏和便于操控的优点,而且还可以成为一种反映宏观经济状况的检测指标与统计体系。在当前经济呈现新常态的情况下,要促进经济增长保持适当的进度,必须扩大房贷的投放力度。

## 一、新常态背景分析

作为近年才兴起的经济术语,“新常态”一词最早出现在第40届达沃斯世界经济论坛年会上,它是美国太平洋基金管理公司总裁埃里安提出的,对2008年全球金融危机之后世界经济政治状态的一种概括性描述和预测。而在宏观经济领域,“新常态”是指经济、金融危机过后经历的较为漫长、痛

苦的恢复过程。而对中国经济而言,“新常态”被赋予了新的含义。就字面意思来看,“新”意味着异于旧态,“常态”意味着稳定均衡。也就是说中国经济正逐步进入高效而稳定的中高速增长阶段。就当前经济形势的判断来看,中国经济正处于增长换挡、结构调整和前期刺激政策消化三种状态相互叠加的时期。这种趋势性、不可逆转的发展状态说明中国经济进入转型的关键期,如何通过创新宏观调控思路和方式来培育经济发展的持久动力至关重要。

从历史的发展逻辑来分析,2008年全球金融危机时,国家推出了4万亿投资来刺激经济,使中国经济成功摆脱了全球经济萧条的影响,免受经济危机的打击。可从2010年以来,在全球各大经济体都不断地从经济萧条中走出来时,中国经济却开始出现下滑迹象。我国GDP在2003年至2007年年均增长11.6%,2008年至2011年年均增长9.6%,2012年至2013年年均增长7.7%。可以说中国进入了三期叠加的时期:由经济发展的客观规律导致的增长速度进入换挡期,由经济发展方式的主动转变导致的结构调整面临阵痛期,由多年积累的深层次矛盾导致的前期刺激政策消化期。

经济放缓主要是受到了房地产市场不景气的影响。2014年三季度GDP累计增速

7.4%，其中资本形成在三季度减速，对增长的累计贡献下降到3%；最终消费的贡献也从上半年的4%下降到3.7%。9月消费降至11.6%，创2006年3月以来新低，主要体现在房地产相关消费的回落；1-9月固定资产投资降至16.1%，创2002年2月以来新低，同样也与房地产投资持续下滑密切相关。

2010年4月新“国十条”，即《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》出台。可无论“限购令”的实施还是取消，都不能够真正从房地产市场本身供求的市场规律上解决房价波动的问题，而且会严重降低市场的经济效率。这些年来宏观调控政策使得房价越调越高，而在房价出现跳水时也不能及时稳住，究其原因就

在于这些年的调控政策都属于“隔靴搔痒”，没有抓住“纲”（要害），而这个“纲”就是商业银行的房地产贷款政策。

## 二、从房贷到经济增长的传导机制

房地产贷款变化将影响房地产价格变化，而房地产价格变化将影响宏观经济增长。房地产贷款变化影响宏观经济增长的传导过程可分为房地产贷款影响房价变化和房地产价格变化影响宏观经济增长两个渠道环节。根据传导机制中所要考虑的因素，就可以选择多元回归分析中所要用到的变量。

1. 从房地产贷款到房地产价格的传导  
从商品市场、货币市场以及国际市场的

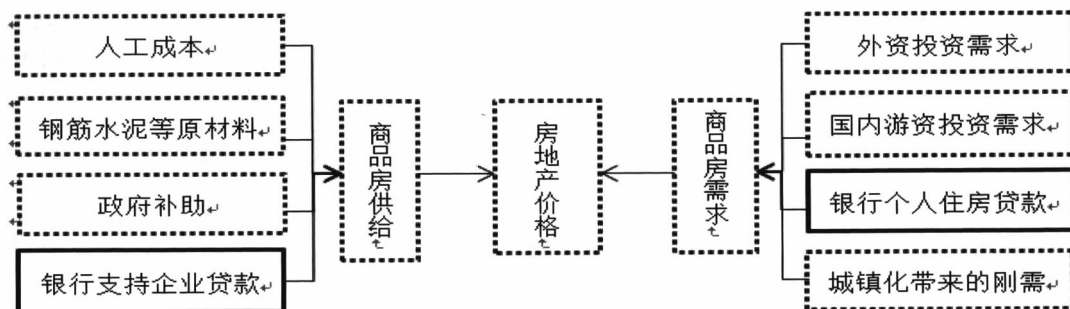


图1 商品房供求分析

供求平衡分析：

结合图1，从居住供求分析，随着中国城镇化进程的不断推进，商品房需求在很长时间内仍然很高，而由于人工、房地产市场的原材料价格不断上升以及房地产用地的不断减少，商品房的供给量越来越少，但这些都是我国市场经济发展、实现伟大中国梦必不可少的过程；从投资供求分析，投资需求者包括外资、国内游资和银行贷款，现在由于商品房价格的降低，外资在不断地出逃，国内游资也在转战其他市场。通过上面的分析，我们可以得出商业银行

的房地产贷款成为了影响房地产价格的主要因素，而且敏感性越来越高。

2. 从房地产价格到宏观经济的传导

从房地产价格到宏观经济的传导渠道可分为四类：

(1) 财富效应渠道：即房地产价格变动导致财富变动，进而通过收入效应对消费产生影响，最终影响经济增长。

(2) 信贷渠道：指作为抵押物的房地产价值变动对信贷规模的影响，并通过两者的相互作用影响消费和投资，进而影响经济总产出。

(3)Tobin q 效应渠道:Tobin q(1969)提出投资受股票价格影响的理论,该理论也适用于分析房地产投资受房地产价格变动的影响。可以将q值定义为房地产市场价值与其重置成本的比值,如果q大于1,房地产的投资收益率增加会吸引更多的导致房地产开发投资,进而导致总产出增加。

(4)预期效应渠道:房地产价格变动会

影响消费者对未来经济增长程度的预期,进而导致其消费变化。例如,在房地产价格出现跳水会导致消费者对未来经济增长的预期值下降,从而可能导致其消费减少。

原鹏飞、魏巍贤(2010)以2005年的情形为基准,通过构建可计算一般均衡模型(CGE)来研究房地产价格变动对我国宏观经济及部门经济的影响。

表1 房地产价格上涨的宏观经济效应(单位:%)

房地产价格变动	GDP	投资	消费	进口	出口
10%	2.69	3.35	1.97	1.58	2.06
20%	5.39	7.02	4.48	3.44	4.42
30%	8.00	10.79	7.33	5.40	6.89
40%	10.67	14.71	10.58	7.55	9.59
50%	13.40	18.77	14.20	9.88	12.51
-10%	-3.22	-3.55	-2.02	-1.89	-2.42
-20%	-8.19	-8.00	-4.53	-4.71	-6.00
-30%	-12.25	-10.81	-5.31	-5.71	-7.60
-40%	-18.62	-14.00	-6.39	-7.43	-10.22
-50%	-28.13	-16.83	-7.16	-9.13	-13.20

表1中第2行到第6行是通过CGE模型模拟房地产价格上涨时,各宏观经济变量的变动情况。我们可以发现房地产价格上涨使得每一种宏观经济变量都出现了不同程度的上升,而且随着房地产价格上涨幅度的增加它们的上升幅度也都在增加。在房地产价格上涨所带来房地产投资增加的带动下,投资于其他相关行业的资金也在不断增加,最终导致经济总产出(GDP)的上升。

表1中第7行到第11行是通过CGE模型模拟房地产价格下跌时,各宏观经济变量的变动情况。我们可以发现房地产价格下跌使得每一种宏观经济变量都出现了不同程度的下降,而且这些宏观经济变量随着房地产价格下跌幅度的增加而增加。

从房地产价格对GDP的影响来看,房地产价格的上涨对经济增长(GDP增长)的

带动作用十分显著,而房地产价格下跌带给经济增长(GDP增长)的负面冲击更加显著,在房地产价格大幅变动的情景中尤其如此。

### 三、多元回归分析

依据“房地产贷款—房地产价格—经济增长”的传导机制进行多元回归分析,首先是检验房地产价格与房地产贷款之间关系的多元回归分析,之后是检验经济增长与房地产贷款之间关系的多元回归分析。

#### 1. 变量选择与数据收集

在中经网统计数据库里我们用房地产开发实际到位资金来源中的国内贷款表示房地产开发贷款(Sloan);用房地产开发企业实际到位资金来源中的定金及预收款表示房地产消费贷款(Dloan),这主要是由于房地产消费信贷与房地产开发企业实际到

位资金来源中的定金及预收款高度相关；用房地产开发企业商品房销售额与房地产开发企业商品房销售面积的比表示房地产价格(HP)。上述所有数据均来自于中经网统计数据库月度统计数据。

在中经网统计数据库里我们用房地产开发企业实际到位资金中定金及预收款的累计同比增速表示银行个人住房按揭贷款增长(DDloan)和房地产开发企业实际到位资金中银行贷款的累计同比增速表示银行对房地产企业贷款增长(DSloan)；用出口累计同比增速表示出口增长(DX)；用社会消费零售总额当月同比增长表示消费支出增长(DC)；用国内生产总值累计同比实际增速表示经济(DGDP)增长。

由于我们研究的背景是 2008 年以来，

中国经济增长出现的暂缓和房地产市场出现的波动情况，所以我们可以通过中经网统计数据库收集 2008 年 1 月到 2014 年 8 月一共 80 个月度数据进行多元回归分析。

### 2. 回归结果

首先是采用 ADF (Augmented Dickey-Fuller)方法排除进行回归时非平稳变量所造成的错误回归，之后根据得到的结果进行 Johansen 协整检验。为了剔除多重共线性、自回归和内生性等问题，进行变量迭代处理，最后得到房地产价格与房地产贷款之间是否存在显著关系的结论。

对 LnHP 与 LnSloan 和 LnDloan 的相关性进行检验。得到多元回归方程：

$$\text{LN(HP)}=5.99+0.20*\text{LN(Sloan)}+0.16*\text{LN(Dloan)} \quad (1)$$

表 2 多元回归方程(3)的输出结果

因变量显著性检验			方程显著性检验	
变量	T 检验	P 值	R-squared	0.9883
C	34.35685***	0.0000	F-statistic	115.1039
LN(Sloan)	4.583443***	0.0000	Prob(F-statistic)	0.0000
LN(Dloan)	4.507121***	0.0000		

从表 2 可以发现 LnHP 与 LnSloan 和 LnDloan 在 1%的显著水平下显著线性相关。且由回归方程(4)，得到商业银行对房地产企业贷款和商业银行的个人住房按揭贷款对房地产价格的弹性分别为为 20%和 16%，即它们每增加 1%，房地产价格就会增加 0.2%和 0.16%。由此可以断定，房地产

贷款对房地产价格的影响是正相关的，且十分显著。这可以从房地产企业贷款是商业银行对房地产市场预期程度的表现，个人按揭住房贷款为房地产市场提供需求，注入活力的理论上进行解释。

对 DGDP 与 DDLOAN、DSLOAN、DC 和 DX 进行检验：

表 3 多元回归方程(6)的输出结果

因变量显著性检验			方程显著性检验	
变量	T 检验	P 值	R-squared	0.8807
C	6.7946***	0.0000	F-statistic	127.2942
DDLOAN	2.9609***	0.0042	Prob(F-statistic)	0.0000
DSLOAN	4.0761***	0.0001		
DC	13.6945***	0.0000		
DX	6.3050***	0.0000		

$$DGDP=2.56+0.16*FFLOAN+0.23*DSLOAN+0.33*DC+0.03*DX \quad (2)$$

从表 3 可以发现 DGDP 与 DDloan 和 DSloan 在 1% 的显著水平下显著线性相关。且由回归方程(6), 得到商业银行对房地产企业贷款增长和商业银行的个人住房按揭贷款增长对经济增长的贡献分别为 16% 和 23%, 即它们每增加 1%, 经济总产出就会增加 0.16% 和 0.23%。由此可以断定, 房地产贷款对经济总产出的影响是正相关的, 且十分显著。

这就从实证的角度证明了银行对房地产贷款(包括但对房地产企业的贷款和个人住房按揭贷款)与房地产价格和经济增长都存在十分显著的正相关关系。

#### 四、结论与政策建议

近几年来经济数据不容乐观, 关键在于房地产市场开始出现的下滑态势。未来几年要实现十八大提出的到 2020 年 GDP 翻一番的目标, 困难重重。

结合房地产价格传导机制的理论, 分析房地产贷款通过从商品市场和资本市场两个方面的供求平衡上影响着房地产价格。商业银行对房地产企业的贷款反映市场对房地产市场景气程度的预期, 对个人的贷款影响着商品房市场的需求, 尤其是现在外资和国内游资纷纷从房地产市场出逃, 房地产贷款对房地产价格的影响更加显著。接着又以房地产价格为中介, 理论分析了房地产贷款对经济增长的影响。从四种价格传导机制说明了房地产价格对经济增长的影响, 从而有价格传导机制分析得出房地产贷款会影响到宏观经济增长。

接着再通过建立多元回归模型, 利用中

经网统计数据库里 2008 年 1 月到 2014 年 8 月, 共 80 个月度数据对房地产价格与房地产贷款的显著性关系和经济增长与房地产贷款的线性关系进行检验分析, 得出房地产价格和经济增长分别都与银行所提供的房地产贷款(包括对房地产企业的贷款和个人住房按揭贷款)和房地产贷款增长存在显著性线性关系。

最终从理论结合实证得出并推导出以下结论: ①经济增长、房地产价格和房地产贷款之间显著线性相关; ②房地产贷款可以作为调控房价的有效工具, 政府可以通过调控房贷政策影响房价以防止房地产价格过高, 而超过广大居民的经济承受能力; ③面对我国经济处于新常态的特殊时间, 经济增速下降, 可能会引发社会就业等多种问题, 可以使用房地产贷款作为宏观调控政策的有效工具, 通过放宽房地产贷款已解决经济下行可就业和社会带来的压力, 平缓经济波动; ④根据房价向经济增长传导机制中的 Tobin q 渠道, 可以将规范房地产贷款口径, 建立经济、房价和房贷跟踪变动机制, 将房地产贷款作为货币政策的一种常规工具来调控货币供给; ⑤由于房地产贷款既可以影响房地产价格又可以影响经济增长, 而且具有见效快、反应灵敏和便于操控的优点, 因此它还可以作为一种常态化调节宏观经济的工具; ⑥可以借助房地产贷款可以量化与具有杠杆效应的特点, 建立相应的检测指标与统计体系来反映宏观经济状况, 及时根据检测结果对房贷进行适时调控。

(作者单位: 南京财经大学金融学院 210046; 上海财经大学经济学院 200433)