

# 我国房价持续膨胀的货币流动性过剩因素研究

周宏 鲁长瑜 姚玥悦

(吉林大学商学院, 吉林 长春 130012)

**摘要:** 本文选取 1991 年至 2007 年的年度数据, 运用回归分析和 Granger 因果检验对房价与货币流动性过剩的关系进行了实证研究。实证结果表明, 房价与货币流动性过剩之间具有显著的相关性, 并且在 1998 年住房商品化改革之后具有显著的因果关系, 所以, 货币流动性过剩助推了房价的持续走高。本文阐述了这一实证结论的现实原因, 并探讨了要有效地治理货币流动性过剩、防范房价泡沫, 就要继续施行紧缩的货币政策, 改革财政政策, 发展多层次的资本市场体系, 抑制房地产投机, 而最根本的就是要优化经济结构。

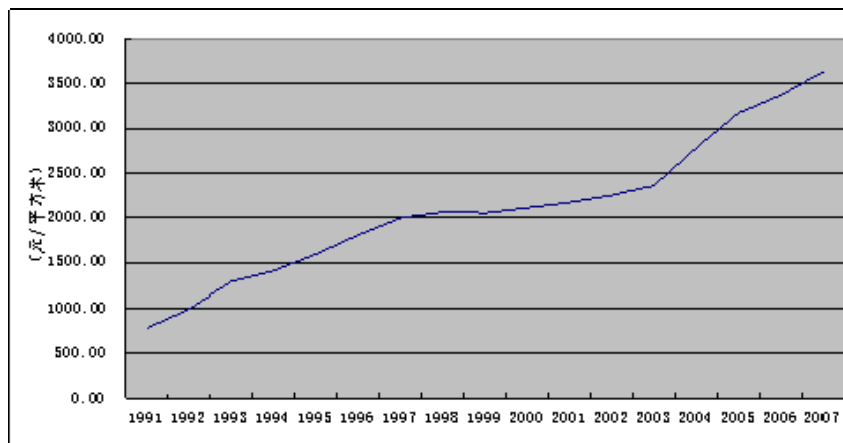
**关键词:** 货币流动性过剩; 回归分析; Granger 因果检验; 房产投机; 经济结构

近年来中国的房价持续膨胀并且膨胀的速度非常快, 与此同时, 中国的货币流动性过剩逐渐显现出来并且日益严重, 目前已成为国家宏观调控的重中之重。根据国际经验, 货币流动性过剩与房价上涨总是如影随形, 互相助长的, 上世纪 80 年代后期日本的货币流动性过剩和资产价格的极度膨胀引发的经济泡沫使日本多年没有走出经济疲软的状态, 还有目前美国的次贷危机及其对全球经济的冲击, 无不是货币流动性过剩助推下资产价格极度膨胀, 最终导致资产泡沫危机的恶果。那么我国房价的持续上涨是否也是流动性过剩促使的呢? 应当如何治理房价的快速膨胀和货币流动性过剩? 这些都是本文要探讨的问题。

## 1 近年来我国房价与货币流动性状况

### 1.1 房价状况

近年来, 在房地产市场, 房价一路飙升。图 1 为 1991-2007 年全国房屋平均销售价格 ( $P$ ) 走势, 从图中可以看出我国房价逐年上升, 尤其是 2003 年以后涨幅迅猛。2003 年至 2006 年, 全国城镇房屋销售价格涨幅同比达到 5.1%、10.8%、6.5%、5.3%, 2007 年各季, 全国房屋销售价格同比分别上涨 5.6%、6.3%、8.2%和 10.2%。一时间, 关于房产泡沫的说法不绝于耳。

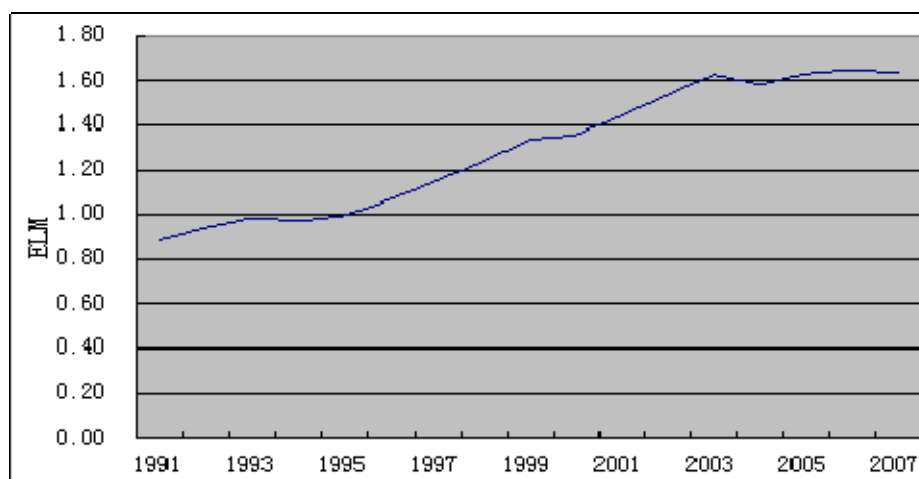


数据来源: 1991至2006年数据取自《中国统计年鉴》, 2007年数据以《2007年第四季度中国货币政策执行报告》中提到的7.6%的同比增长率估算得出。

图1 全国房屋平均销售价格 ( $P$ ) 1991-2007年走势

## 1.2 货币流动性状况

大部分文献都用广义货币供应量 $M_2$ 作为流动性过剩的指标，本文认为这并不妥当， $M_2$ 大并不意味着超过了实体经济的需要，并不意味着流动性一定过剩；反之， $M_2$ 小也并不意味着不存在流动性过剩。“过剩”是一个相对概念，用相对数量来表示更为合适。因此本文用相对数量 $ELM (=M_2/GDP)$ 来表示流动性过剩，而没有选用大多学者运用的广义货币 $M_2$ 。 $ELM$ 的计算结果如图2所示，从中可以看到1991-2007年 $ELM$ 逐年上升，于1995年超过1，在2003年达到峰值，为1.63，之后一直维持在高位水平。可见我国流动性过剩由来已久，且累积效应逐年显现。



数据来源：1991年至2005年的 $M$ 数据取自《中国经济统计年鉴》，2006、2007年的 $M$ 数据取自中国人民银行网站；1991至2006年的 $GDP$ 数据取自《中国统计年鉴》，2007年的 $GDP$ 数据取自国家统计局《2007年国民经济运行情况》报告。

图2 流动性过剩 ( $ELM$ ) 1991-2007年走势

流动性过剩与我国经济结构性矛盾存在密切的关系，内部经济结构不平衡和对外贸易的失衡状态是造成我国流动性过剩的主要原因。同时，流动性过剩也与整个国际金融市场大环境有关。如果这些因素不发生逆转，那么短期之内我国经济体系内的流动性仍将保持充裕。

## 2 实证分析

我国房价的持续膨胀和货币流动性过剩的不断积累，这两个问题的同时存在不禁让人产生这样的联想：流动性过剩导致了房价的上涨。因而引发了这样的担忧：流动性过剩是否正在或将会导致房产泡沫？美国自2007年8月至今的次级抵押贷款危机更使人们对目前我国的货币流动性过剩可能引发的资产泡沫而忧心忡忡。那么，我国的房价与货币流动性过剩之间到底存在怎样的关系，本文以下就要通过回归分析和Granger因果检验对此进行说明。

### 2.1 回归分析

运用EViews5.0统计软件对流动性过剩指标 ( $ELM$ ) 与房价指标 ( $P$ ) 作回归分析，结果如表1，由表1中的数据可得知，该回归模型对房价变动的解释效果是非常理想的，回归模型为：

$$P = -1207.614 + 2554.920ELM$$

$$(-3.086) \quad (8.660)$$

$$R^2 = 0.83$$

表1 房价与流动性过剩指标的回归分析结果

变量	系数	标准差	T 统计量	相伴概率
<i>ELM</i>	2554.920	295.0372	8.659654	0.0000
<i>C</i>	-1207.614	391.2987	-3.086169	0.0075
$R^2$	0.833314	因变量均值		2107.235
调整的 $R^2$	0.822202	因变量标准差		793.4656
回归标准差	334.5738	Akaike 信息准则		14.57372
平方残差和	1679094	Schwarz 准则		14.67175
似然比	-121.8766	<i>F</i> 统计量		74.98960
Dubin-Watson 统计量	0.420618	<i>F</i> 统计量的 <i>P</i> 值		0.000000

## 2.2 Granger 因果检验

回归分析并不能对变量之间是否真的具有因果关系作出解释，两组毫不相干的变量也许在回归分析中具有高相关性，那便是一种偶然。因此，对变量再进行因果关系研究是十分必要的。考虑到我国不同历史阶段的不同国情和政策变革，本文把整个大的样本区间划分为若干子区间，结果发现 *P* 与 *ELM* 在子样本区间 1999-2007 年中，*ELM* 是 *P* 的 Granger 原因，而反过来 *P* 不是 *ELM* 的 Granger 原因，详见表 2。这进一步验证了上述回归分析的合理性。

表2 Granger因果检验

原假设	<i>F</i> 统计量	相伴概率
<i>ELM</i> 不是 <i>P</i> 的 Granger 原因	7.51641	0.03366
<i>P</i> 不是 <i>ELM</i> 的 Granger 原因	0.02339	0.88346

## 3 货币流动性过剩推动房价持续走高的原因

以上实证分析的结论可总结为：流动性过剩对房价上涨具有很好的解释能力（样本区间为 1991-2007 年）；1999 至 2007 年，流动性过剩是房价的 Granger 原因且具有很高的显著性水平，这恰恰反映了我国房地产发展的一个历史性变革。1998 年的“23 号文件”拉开了我国住房商品化的序幕，结束了我国由国家、企业分配住房的历史，至今我国住房市场化制度的确立已经 10 年了。在这 10 年里我国房地产行业蓬勃发展，房屋销售价格逐年提高，尤其是近几年房价大幅攀升，这一现象的存在是由于 1998 年房改之后，我国持续的货币流动性过剩导致的。

### 3.1 货币流动性过剩对房产供给面的影响分析

房地产行业的资金密集型特点决定了房价的上涨必然是大量资金推动的。李宏谨、项卫星（2007）对美国、日本、东南亚金融危机研究发现，银行信贷是推动房价上升的重要原因。房地产市场处于繁荣阶段时，房地产开发贷款往往成为银行优质业务，银行针对房地产业的过度信贷扩张使得房地产价格在短期内迅速脱离均衡价格。流动性过剩背景下，银行贷款有力支持了开发商的土地购置，从2004年实行招拍挂之后，全国各地地价不断上升，不少地方的楼面地价甚至超过现在出售楼盘的价格，形成银行信贷推动地价上涨，增加的地价推高房价，进一步推动地价上涨的循环。因此，银行的金融支持是房价与地价螺旋式上升的原因。

### 3.2 货币流动性过剩对房产需求面的影响分析

我国住房分配的全面市场化始于1998年，与此同时，我国住房信贷政策也开始走上历史舞台。住房按揭贷款的实施使大量城市居民通过贷款完成了购房的过程，减少了积累时间。自实行住房按揭政策以来，我国住房个人贷款业务也保持着高增长态势。2007年我国住房按揭贷款余额已达到3万亿元，比年初增加7622亿元，增长33.6%，增速比上年快14.6个百分点，是1998年490亿元的60多倍。

银行按揭贷款提高了居民住房支付能力，增加了住房需求，促进了住房消费。但因为房地产的自然垄断属性，土地的不可移动性，短期内住房供给难以迅速增加，需求增加引致房价上涨，房价上涨引发“羊群效应”，强大的购买力又加快了房屋销售价格攀升。房地产价格上涨形成财富效应，吸引更多资金进入，更进一步加剧了房地产市场的流动性过剩，导致投机增加。因此，在流动性过剩背景下，银行的信贷扩张支持了购房投机需求和真实住房需求，进而推动了房价的持续上涨。

## 4 政策建议

### 4.1 治理货币流动性过剩

由以上的研究可知，房价持续膨胀的主要原因是货币流动性过剩，因而治理货币流动性过剩就成为抑制房价上涨的治本之策，本文认为应从以下三个方面入手：

#### （1）继续施行紧缩的货币政策，改革财政政策

2007年，中国人民银行加强了银行体系流动性管理，在灵活开展公开市场操作的同时，十次上调存款准备金率共5.5个百分点，六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。在各项宏观调控措施综合作用下，货币信贷增长加快的势头有所减缓，金融运行平稳，但信贷扩张压力依然较大。2007年末，广义货币供应量 $M_2$ 同比增长16.7%，增速比上年低0.2个百分点。人民币贷款余额同比增长16.1%，增速比上年高1个百分点，比年初增加3.6万亿元，流动性过剩问题依然严峻。因此，货币当局应当继续实行紧缩的货币政策，继续搭配运用公开市场操作、存款准备金、存贷款利率等政策工具回收银行体系流动性，控制金融机构贷款扩张的能力。根据宏观调控的需要，确定工具组合方式和对冲力度，提高对冲效率。

随着税收体系的完善，政府收入的增长速度已经连续数年远高于GDP的增长速度。而且，经过再分配调整之后的政府收入所占比例上升速度更快，说明政府的再分配机制并没有对全

社会收入分配结构发挥积极的调节作用。鉴于此，今后政府因改革财政政策，加速向公共财政转型，适度增加社会福利支出，将近年迅速增加的政府储蓄转用于全民医疗卫生服务、全民义务教育、全民低收入保障等社会公共产品的投放。“减税增支”应当成为今后一段时期安排财政政策的基础之一。这样，既能直接缩减流动性，又能起到鼓励消费的作用。

### （2）发展多层次的资本市场体系

过剩的流动性必然要找到出泄口，而出泄口主要有三个：商品市场、房地产市场和资本市场。而商品市场和房地产市场涉及到全体人民的衣食住行，关系到国计民生，目前消费物价指数和房地产价格已持续在高位运行，不能将它们作为疏导流动性过剩的出口，国家近期出台多项政策措施对它们的调控力度很大。与之相比，我国的资本市场规模仍然偏小，资本市场时值与GDP比重不仅低于西方国家，也低于印度和泰国，因此，发展多层次的资本市场体系对吸收流动性过剩有巨大潜力。

具体建议为：首先，要加快中小企业板建设，尽快推出创业板；二是要继续推动大型优质企业上市，包括大型国有企业上市、央企整体上市和优质海外上市企业回归国内，做优做强主板市场；三要积极推动公司债券、资产证券化等固定收益类产品的发展；四要适时建立证券交易所的金融衍生品市场；五要整合代办股份转让系统，将代办系统建设成为全国性的、统一监管下的非上市公司股份报价转让平台。

### （3）优化经济结构

本文第一部分提到，我国内部经济结构不平衡和对外贸易的失衡状态是造成货币流动性过剩的主要原因，因而优化经济结构是治理流动性过剩的根本之策。在目前状况下，我国应转变经济增长模式，将现行“出口依赖”模式改变为“启动内需”的增长模式。我国现行的“出口依赖”增长模式不可持续发展，对外贸易依存度达到70%，巨额的外贸顺差带来一系列的经济问题，如国际贸易摩擦不断、人民币升值压力很大等。如果能有效启动内需，提高国内消费水准，则可减少对外贸易的依存度，当人民币汇率自由浮动后，将可以使货币政策真正发挥作用，从而使信贷政策真正调控房地产。启动内需包含两个方面：一是要提高居民收入在国民收入中的比重。首要的任务是完善劳动法，督促企业增加劳动报酬的支付，保护劳工的合法权益。另外，还应通过税收和转移支付政策提高低收入阶层的购买力。二是要建立和完善社会保障体系，改革医疗卫生制度，建设以真正的义务教育为基础的多层次教育体系，以解除居民的后顾之忧，提升消费需求。只有经济结构得到了优化，达到了均衡，才能从根本上缓解流动性过剩，并使房产价格趋向合理。

## 4.2 强调房屋的使用需求，抑制房产投机

房价上涨是因为房地产供给少了或对房地产的需求过多了，因此抑制房价上涨无外刺激供给与压抑需求这两条。在现阶段中国城市居民仍对商品住宅有着巨大需求。2007年商品房竣工增速仍然低于销售增速，但施工面积增长较快，商品房竣工面积5.8亿平方米，增长4.3%；销售面积7.6亿平方米，增长23.2%。竣工增速比销售增速低18.9个百分点，增速差比上年扩大6.1个百分点。商品房施工面积23.6亿平方米，增长21.1%，比上年加快4个百分点。年末，全国商品房空置面积为1.3亿平方米，比上年末减少8%；其中，空置商品住宅6756万平方米，比上年减少16.6%。这些数据均表明目前我国居民改善居住条件的正常需求还是很高的，如果政

策抑制了房地产供给的增长，对于抑制房价的目的而言，只能是适得其反。因而抑制房价应从需求一端采取措施。而对抑制需求来说，不应是抑制居民主体改善居住条件的正常需求，而是要抑制高收入群体对房地产的投资与投机性需求，这就要尽快开征财产税（物业税），使非居住住宅的持有成本大幅度上升。

在今后长期内，即使中国可以有效改善分配关系，从发达市场经济国家的历史经验来看，仍会有一半左右的城市居民家庭买不起房，需要政府提供廉租屋。自1998年中国实行房改以来，基本上走了一条住宅商品化的道路，城市居民除了买房，已经没有其他改善居住条件的手段。但是2000-2005年，中国有近40%的城市中、低收入家庭，年收入增长率不足5%，显著低于房价增长率，如果政府不提供廉租屋，这些城市居民将永远没有改善居住条件的希望。此外，应当加大房地产行业对经济适用房的投资和建设的调控力度，优化住房供应结构，增加有效供给。

## 参考文献

- [1] 中国人民银行货币政策分析小组. 中国货币政策执行报告2007年第四季度[J]. 中国货币政策执行报告, 2007, (4): 1-50.
- [2] 熊伟. 我国房价持续上涨的流动性过剩因素分析与对策[J]. 生产力研究, 2007, (19): 87-147.
- [3] 李宏谨、项卫星. 银行信贷扩张和房地产泡沫: 美国、日本和东亚各国的教训[J]. 国际金融研究, 2007, (3): 54-60.
- [4] 张育军. 大力发展资本市场缓解流动性过剩[J]. 资本市场, 2007, (10): 20-22
- [5] 吴秀波. 流动性过剩背景下房地产金融调控的难点与对策[J]. 中国房地产金融, 2007, (1): 14-17.