

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级

学号: 15620061151066

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

货币政策对房地产价格的影响  
Monetary Policy Impacts On Real Estate Price

胡绘明

指导教师姓名: 康国彬 副教授

专 业 名 称: 投资学

论文提交日期: 2009年4月

论文答辩时间: 2009年5月

学位授予日期: 2009年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009年5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): 胡绘明

2009年4月10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）：胡绘明

2009年4月10日

## 摘 要

前几年，中国房地产市场交易非常活跃，房价飞速上涨，引起了政府部门和学术界的高度关注。关于房地产价格异常上涨的原因也存在不少争论。本文从货币政策方面来分析其原因，论述不恰当的货币政策在房地产价格异常飙升过程中所起的推动作用。所要阐述的主要问题是：为了实现传统的政策目标而实施的不恰当货币政策是导致房地产价格异常上涨甚至形成泡沫的重要原因。在理论研究的基础上，本文还以史为鉴，在研究了上个世纪八十年代末日本的地产泡沫、九十年代东南亚金融危机中泰国地产泡沫以及台湾的地产泡沫后，进一步考察了我国房地产价格波动的原因，并作了实证分析。

本文研究货币政策对房地产价格的影响，主要出于两方面的原因：首先是房地产业带动产业多、影响面大，因此应该作为制定货币政策时关注的重点；其次，随着资本市场的迅速发展，与实体经济相对的虚拟经济正发挥着越来越重要的作用，而房地产兼有虚拟经济的特征，因此应该作为制定货币政策时关注的重点。可见，无论作为实体经济还是虚拟经济来看，房地产都应该作为制定货币政策时关注的重点。因此，研究货币政策对房地产价格的影响，对央行制定出恰当的货币政策具有重要的参考意义。本文与前人研究不同之处主要表现在两个方面：第一，在宏观分析框架下结合了很多经典微观经济学原理进行分析；第二，实证研究中采用了商品房平均销售价格的绝对量进行分析，这和以往绝大多数人采用商品房销售价格指数进行研究不同。在理论与实证研究的基础上，本文得出不恰当的货币政策是导致房地产价格异常上涨的重要结论。最后，我对今后一段时期内的货币政策提出了一些思考和建议。

**关键词：**货币政策；政策目标；房地产价格；实证研究

## Abstract

In the previous years, the real estate's price had jumped, which gave rise to both government and academics's highly attention. There are many debates on the reason of real estate's price soar. This paper searches after the reason from the perspective of monetary policy, and discusses that improper monetary policy urged the real estate's price soar. The primary question I want to discuss is that improper monetary policy which was used to carry out traditional goals is the main reason of the real estate's price soar. On the foundation of theoretical researches, I also analyse the Japanese's real estate's bubble in the late 1980s, as well as Thailand and Taiwan real estate's bubbles in 1990s, then research the cause of real estate's price fluctuations in our country, and employ an empirical study on this issue.

I research this question for two reasons: For the first, real estate involves so many industries that it should be paid more attention to when constitute monetary policy; For the second, with the development of capital market, virtual economy reacts more and more important to real economy. Therefore, the real estate market, which partly belongs to the virtual economy, should be paid more attention to when planning monetary policy. Thus, it is important to research this issue, which would do a deed of merit to the People's Bank of China. There are two new ideas in this paper: Firstly, I apply many classical Microeconomics principles to my research; Secondly, I use real estate's price rather than its Price Index to do empirical study, which differs from many other's methods. Under the theoretical and empirical study, I conclude that improper monetary policy is the main reason of real estate's price soar. In the end, I put forward some thoughts and recommendations about monetary policy in the following years.

**Key words:** Monetary policy; Policy objectives; Real estate price; Empirical study

# 目 录

1	引言	1
1.1	研究的目的和意义	1
1.2	相关研究成果回顾	2
1.3	研究思路和研究方法	3
1.4	与前人研究不同之处与不足	6
2	货币政策对房地产价格影响的原理分析	8
2.1	经济增长目标下的货币政策对房地产价格的影响	8
2.1.1	实体经济增长与虚拟经济增长	8
2.1.2	货币信贷总量的扩张政策对房地产价格的影响	9
2.1.3	低利率政策对房地产价格的影响	9
2.2	物价稳定目标下的货币政策对房地产价格的影响	11
2.2.1	商品价格与资产价格两种不同的决定原理	11
2.2.2	物价稳定与资产价格波动并存现象	13
2.2.3	价格非对称变化现象产生的经济学原理分析	14
2.3	国际收支平衡目标下的货币政策对房地产价格的影响	16
2.3.1	国际收支结构不平衡的两种情况	16
2.3.2	国际收支、汇率与利率的变动关系	18
2.3.3	汇率、利率与房地产泡沫	19
3	货币政策对房地产价格影响的国际案例分析	22
3.1	日本 20 世纪 80 年代中后期地产泡沫	22
3.2	泰国 20 世纪 90 年代房地产泡沫	28
3.3	台湾地区房地产泡沫分析	31
3.4	国际案例分析小结	32
4	我国货币政策与房地产价格分析	34
4.1	我国房地产价格波动的成因分析	34
4.2	货币政策影响房地产价格的实证分析	39
4.3	政策分析及建议	49
5	总结	59
	参考文献	60
	后 记	63

# CONTENTS

Chapter 1 Introduction .....	1
1.1 Purpose and significance of this paper .....	1
1.2 Review of relative achievements .....	2
1.3 Means and method of this paper .....	3
1.4 New ideas and deficiencies .....	6
Chapter 2 Theoretical analysis of main topic.....	8
2.1 Under the aim of economic growth to analyse.....	8
2.1.1 Growth of objective and virtual economy .....	8
2.1.2 Expanding credit impacts on real estate's price .....	9
2.1.3 The impact of low rate .....	9
2.2 Under the stable price aim to analyse.....	11
2.2.1 Determination of goods and capital's price .....	11
2.2.2 Co-existence of different price level .....	13
2.2.3 Theoretical analysis of unsymmetric variation.....	14
2.3 Under the balance aim to analyse.....	16
2.3.1 Two situations of unbalance .....	16
2.3.2 Relations among balance,exchange rate and rate .....	18
2.3.3 Exchange rate,rate and real estate's price.....	19
Chapter 3 International cases analysis on topic .....	22
3.1 Japanese real estate's bubble in late 1980s .....	22
3.2 Thailand real estate's bubble in 1990s.....	28
3.3 Taiwan real estate's bubble.....	31
3.4 Some conclusions of this chapter .....	32
Chapter 4 Analysis on the topic in China.....	34
4.1 Reasons of real estate's price fluctuations .....	34
4.2 Empirical study on topic .....	39
4.3 Ananalysis of policies and recommendations.....	49
Chapter 5 Draw a conclusion.....	59
References.....	60
Postscript .....	63

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# 1 引言

## 1.1 研究的目的和意义

众所周知，前几年我国大部分地区的房地产价格都大幅上涨了，特别是沿海地区，上涨的幅度远远超过了工薪阶层工资的上涨水平。其间，中央一直都在下达对相关产业调整的文件，要求给部分过热的行业降温。然而，政策调整的效果却很有限，不但没有控制住像房地产行业的过热行为，还一定程度上加剧了国内产业资本、金融资本和国际热钱进入房地产行业，使得房地产价格一路飙升。从中反思我国房地产价格异常上涨的原因，可以发现，其和上个世纪八十年代日本的政策失误有很多相似的地方。

我们知道，前几年在我国也不同程度地存在着货币供应量持续增加、利率水平偏低及汇率升值压力等问题，其与日本地产泡沫形成过程中的背景很相似。上个世纪八十年代中后期，日本经历了一次可以说是现代经济史上规模最大的泡沫经济过程，泡沫从根本上改变了日本经济的传统运行模式。九十年代以来，日本经济一直未能得到复苏，整个日本社会感觉很无助。尤其是巨大的地产泡沫的破灭，不但造成了社会福利的严重损失，也向传统的日本经济、金融制度提出了很大的挑战。泡沫经济过后，日本政府及经济金融学界对这次泡沫经济过程进行了深刻的反思，研究泡沫形成时期宏观政策的失误。学术界已达成的一致结论是：为优先协调国际关系而采取的日元大幅升值、为保证经济增长而采取长期低利率等一系列不适当的货币政策促成了泡沫的形成和不断膨胀，最终导致泡沫崩溃和经济的持续萧条。在这以后爆发的东南亚金融危机中，房地产泡沫的破灭也对许多东南亚国家的经济造成了巨大的冲击，而这些国家货币当局实施的不恰当的货币政策无疑也是促使泡沫形成的重要因素。

长期以来，经济增长、物价稳定、国际收支平衡是各国货币政策的主要目标，但事实证明，在通货膨胀得到有效控制的同时，各国资产价格波动日益剧烈，这正是货币信贷量的过度扩张或是缺乏弹性的汇率制度以及长期的低利率造成的。随着资本市场的迅速发展，与实体经济相对的虚拟经济正发挥着越来越重要的作用。而作为虚拟经济的微观部分，虚拟资产价格的形成和变化均与

实物资产有着很大的差别，它不仅改变了传统的货币政策传导机制，而且与各个中间目标紧密联系、相互作用，对实体经济造成巨大的影响。因此，传统政策目标指导下的货币政策不但会掩盖资产价格的异常波动，而且还很有可能促使资产价格泡沫的形成。房地产作为资产的重要组成部分，具有实物资产与虚拟资产的双重特征，由于其带动产业多、影响面大，因而应该作为制定货币政策时关注的重点。因此，研究货币政策对房地产价格的影响就具有重要的现实意义。

## 1.2 相关研究成果回顾

资产价格和货币政策的关系问题是近几年来经济金融学界和中央银行都十分关注的课题，各国学者对此从不同的角度进行了广泛的理论和实证研究。由于股票价格和房地产价格的波动相对比较频繁，对宏观经济的影响较大，因此一般所讨论的资产价格主要指股票价格与房地产价格。在研究对象上，国外对股票价格的研究起步较早，取得了大量的理论研究成果，而专门针对房地产价格的研究从上个世纪九十年代末才刚刚起步，可谓是一个崭新的课题。在研究内容上，关于资产价格与货币政策关系的研究主要集中在三方面：首先，是关于资产价格在货币政策决策中的地位和作用问题的研究；在这方面研究中做出较大贡献的主要有 Andrew J. Filardo (2001)<sup>[1]</sup>，Charles Goodhart 和 Boris Hofmann (2001)<sup>[2]</sup>，Ben Bernanke 和 Mark Gertler (1999)<sup>[3]</sup>。其次，对资产价格所能反映的未来经济信息问题进行研究；这一领域的杰出代表是 James H. Stock 和 Mark W. Watson (2000)<sup>[4]</sup>。再次，考察了中央银行在货币政策的制定和运作过程中对资产价格进行反应的措施和效果。这方面的主要代表研究员是 Philip Lowe 和 Christopher Kent (1997)<sup>[5]</sup>。

日本的泡沫经济崩溃之后，日本金融学术界涌现出不少关于货币政策影响资产价格的相关论述。原日本银行金融研究所所长、著名经济学家铃木淑夫在分析泡沫经济时期的货币政策时提出了三点思考：优先协调国际政策是否正确？只要物价稳定，对货币供给的过剩，是否可以不予理睬？怎样灵活、有效地运用利率政策？这些研究不约而同地提到了不恰当的货币政策会引起资产价格的异常波动，最终促使泡沫的形成。

国内对资产价格和货币政策关系的研究还主要集中于股票价格波动对我国国民经济和货币政策的影响，而关于房地产价格的研究贡献较大的是谢经荣(2002)<sup>[6]</sup>，他对 20 世纪末发生在亚洲各国(主要是日本和东南亚国家)的房地产泡沫现象给予了定量分析和实证研究，指出地产泡沫产生初期多伴有不合理的货币政策，尤其是内外目标的冲突是导致资本市场不稳定的重要因素。余明(2003)<sup>[7]</sup>也从日本的经验中分析了货币政策在资产价格泡沫形成和崩溃中的作用。认为日本银行在泡沫经济时期长期实行过于宽松的政策，以及泡沫崩溃后取消紧缩政策的行动过慢。我国在前几年中也存在类似的情况，长时间实行宽松的政策，导致资产价格大幅上涨。为了实现物价稳定，央行接下来采取了一系列的紧缩政策。后来，经济形势恶化了，央行却没有及时取消紧缩的政策，导致资产价格特别是房地产价格剧烈波动。

### 1.3 研究思路和研究方法

本文从货币政策的角度出发，着眼于货币政策的几大传统政策目标及其与房地产价格波动之间的联系，从经济增长、物价稳定、国际收支平衡三个角度论述了货币政策在房地产泡沫形成过程中的作用。由于充分就业和经济增长之间是同向变化关系，所以本文没有单独考虑充分就业的影响。所要阐述的主要问题是：为了实现传统的政策目标而实施不恰当的货币政策是导致房地产价格异常上涨甚至形成泡沫的重要原因。在理论研究的基础上，本文主要考察了上个世纪八十年代以来亚洲国家和地区的泡沫经济与金融危机的经验，尤其以上个世纪八十年代末日本的地产泡沫及九十年代东南亚金融危机中泰国的地产泡沫为重点，进一步研究了我国房地产价格波动大的原因，并对货币政策影响房地产价格作了实证分析。最后，对今后一段时期内的货币政策提出了一些自己的看法。

本文分为五章：

第一章是引言。首先从我国前几年房地产价格急速上涨的现象出发，分析了研究的目的和意义，并回顾了近几十年来国内外学术界的相关研究成果，此外还介绍了本文主要的研究思路和研究方法。最后，简单介绍了一下本文不同的研究方法与不足之处。

第二章是货币政策对房地产价格影响的原理分析。笔者从经济增长、物价稳定、国际收支平衡三大货币政策的传统目标出发，具体介绍了在实现这三大目标的过程中，一系列不恰当的货币政策措施会通过货币信贷总量、利率、汇率等因素传导到房地产市场，最终导致房地产价格快速上涨。

第三章是货币政策对房地产价格影响的国际案例分析。具体考察了上个世纪八十年代至九十年代发生在日本、泰国及中国台湾等亚洲国家和地区的房地产泡沫情况，以及这些国家的货币当局在泡沫产生前后的一系列不恰当的货币政策对泡沫形成及膨胀造成的影响。

第四章是我国货币政策与房地产价格分析。本章通过对 1998 年以后实施的宽松的货币政策的考察，从货币供给增长过快、利率持续偏低、人民币升值带来外资流入三个方面分析了造成此轮价格上涨的原因。此外，本文还通过实证检验的方法分析了房地产价格与货币供应量、利率两个货币政策中间变量的关系。最后，考察了 2003 年后央行针对房地产价格实施宏观调控的相关政策，对政策的效果进行了分析，并提出了今后一段时期内货币政策调控房地产价格的一些看法。

第五章是结论。对全文各部分所得的研究结论进一步概括和总结。

基本思路框架如下图 1.1 所示：

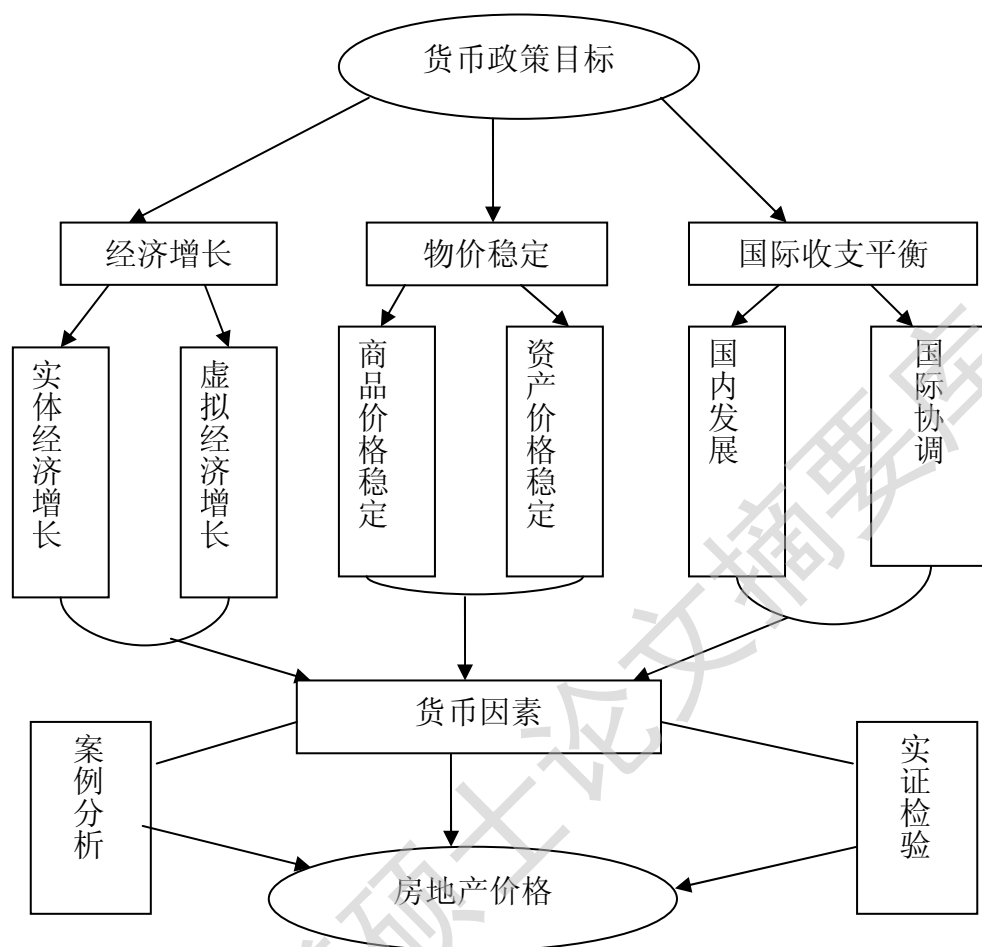


图 1.1：全文思路框架图

本文从货币政策的经济增长、物价稳定以及国际收支平衡三大传统政策目标出发，经过理论和实证分析得出，央行为达到上述目标而采取的不合理的货币政策，是导致房地产价格异常波动的重要原因。

本文始终以经济理论、货币理论以及投资学理论等作为理论基础，并在理论研究的基础上结合实证进行分析。本文的研究方法主要表现在以下几个方面：

第一，将微观经济学的一些理论引入到宏观分析框架中。货币政策是一种宏观政策，而资产价格的形成、货币供求对资产价格的影响等是一些微观经济学的问题。因此，本文采用了在宏观分析框架下加入微观经济学原理进行分析的方法。

第二，在理论分析方面，本文大量采用了凯恩斯学派、货币主义学派等货币经典理论，并结合经济学理论以及投资学理论对问题进行阐述。此外，在对

我国货币政策对房地产价格的影响分析中，增加了实证分析，增强了论述的说服力。

第三，与以往大多数人的实证研究不同，本文在作实证研究时，采用了商品房销售价格的绝对量进行分析。虽然国内有很多这方面的实证研究，但是他们大多使用了商品房价格指数来研究，而商品房价格指数变化很小，不能够真实地反映房地产价格的变化。

第四，在计量分析方面，主要采用了 Eviews5.0 等统计软件工具。

## 1.4 与前人研究的不同之处与不足

近几年来，关于资产价格和货币政策关系的讨论可谓是一个热点话题，但研究的范围和内容仍比较狭窄，还没有形成完整的研究体系。本文在学习和借鉴已有的研究成果的基础上，有以下三点新想法：

第一，本文从货币政策的角度出发，构建了货币政策传统目标→各个目标内部出现的新问题→货币因素→资产价格的研究方向，研究和分析了货币政策对资产价格尤其是房地产价格的反作用，以及不恰当的货币政策在房地产价格异常波动和泡沫形成过程中的作用。这与以往多数人的研究方向相反。

第二，在研究范围上，国内的研究多局限于股票价格的变化、股票市场的发展对货币政策的影响，而对房地产价格关注较少。但笔者认为，房地产业是资金密集型产业，且带动的相关产业多，货币当局应给予其更高的关注程度，所以本文尝试着选择房地产价格作为研究对象。

第三，在研究方法上，将微观的一些经济学理论例如价格决定理论、需求弹性理论等引入到宏观分析的框架内，深入地分析了商品与资产价格形成机制的不同，并结合货币需求理论进行解释，这是以往的研究中未涉及的。此外，运用蒙代尔—弗莱明模型研究汇率、利率与房地产价格之间的关系，也是笔者在研究方法上的一次探索。

不过，笔者感觉有一个缺陷是在后面的国际案例分析中，只分析了日本、泰国以及台湾的地产泡沫问题，这与本文题目的口径有些不符合，或者说它们还不能完全代表世界主要国家和地区的情况。因此，笔者认为就货币政策与房地产价格关系问题的研究，今后还有必要找更多具有典型代表性的国际案例进

行研究，期望就此问题得出能够服众的一般性结论。

此外，由于学习能力有限，可能对某些理论的理解不是非常透彻。在实证研究中，由于统计资料不完备、数据收集有一定难度等客观原因，样本的选取可能比较单一，说服力不够强。因此，还有待于就该问题进行更为深入的分析和研究。

对于以上三个新想法，我在今后的研究中还会进一步强化，对于以上不足之处，我今后一定努力完善，兢兢业业做好这方面的研究工作。

厦门大学博士论文摘要库

## 2 货币政策对房地产价格影响的原理分析

众所周知，一国货币政策的最终目标主要包括经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。其中，经济增长和充分就业之间可以相互促进。因为经济的高速增长可以更好地实现充分就业，所以各国实际上主要关注经济增长、物价稳定和国际收支平衡这三大政策目标。在经济发展的各个阶段，一国政府为了实现这三大目标，都会通过货币信贷量、利率、汇率等手段作用于实体经济。但随着资本市场的逐步发展，这种货币政策在实现传统目标的同时有可能引起房地产价格的异常波动，甚至导致泡沫的产生。本文正是出于上述原因，分析为达到这三个目标而采取的货币政策怎样对房地产价格产生影响。

### 2.1 经济增长目标下的货币政策对房地产价格的影响

#### 2.1.1 实体经济增长与虚拟经济增长

现代经济可分为实体经济与虚拟经济两个部分。所谓实体经济，是用于描述物质生产、销售以及直接为此提供劳务所形成的经济活动的概念，它是建立在真实资本的循环和运转的基础上，包括农业、工业、交通运输业、商业、建筑业、邮电业等产业部门。而随着经济的不断货币化和信用化，产生于物质生产和交换的金融业，已经从真实资本中派生出另一种资本形态——虚拟资本，它既与真实资本相联系，又具有相对独立性，具有自身的运动规律。虚拟资本的不断运动，逐渐形成了与实体经济相对的虚拟经济。因此，虚拟经济是指与虚拟资本的循环运动有关的经济活动。以上定义参考了姜波克（2001）<sup>[8]</sup>给出的定义。

经济增长一直是货币政策最重要的政策目标之一，但传统目标对经济的定义仅停留在实体经济的层面上。根据宏观经济学中 IS-LM 模型分析可知，货币政策通过货币供求和利率等因素将货币市场与商品市场两大市场联系起来，在两大市场都处于均衡状态时，总供给与总需求也达到平衡状态，即 IS-LM 均衡。然而，随着虚拟经济对国民经济的作用逐渐增强，这种平衡也随着虚拟资本市



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