



目 录

1. 绪论	1
1.1 选题背景及意义	1
1.2 国内外研究现状	2
1.2.1 国外研究现状	2
1.2.2 国内研究现状	4
1.2.3 文献评述	6
1.3 研究思路与框架结构	6
1.4 本文的创新与不足	8
2. 国内外房地产市场与股票市场发展现状	9
2.1 房地产市场与股票市场的相关概念及特点	9
2.1.1 房地产市场的相关概念与特点	9
2.1.2 股票市场的相关概念与特点	10
2.2 我国房地产市场与股票市场发展现状	11
2.2.1 我国房地产市场发展现状	11
2.2.2 我国股票市场发展现状	13
2.3 国外房地产市场与股票市场相关关系表现	14
2.3.1 美国房地产市场与股票市场历史表现	14
2.3.2 日本房地产泡沫破灭与股市崩盘	16
2.3.3 东南亚房地产泡沫与股市泡沫	17
3. 房地产市场与股票市场关联关系的理论分析	20
3.1 信贷机制作用理论	20
3.2 财富效应理论	21
3.2.1 房地产市场财富效应	21
3.2.2 股票市场财富效应	22
3.2.3 财富效应下房地产市场与股票市场关联机制	22
3.3 宏观经济的传导作用	23
3.3.1 房地产市场与宏观经济相互作用的机制分析	23
3.3.2 股票市场与宏观经济相互作用的机制分析	25
3.3.3 宏观经济传导作用下的房地产市场与股票市场关联机制	26
3.4 投资组合理论	27
4. 中国房地产市场与股票市场关联性的实证分析	29

4.1 数据采集与描述性统计分析	29
4.1.1 数据采集	29
4.1.2 数据的描述性统计分析	30
4.2 中国房地产市场与股票市场的协整关系检验	31
4.2.1 平稳性检验	31
4.2.2 协整检验	33
4.3 我国房地产市场与股票市场的 Granger 因果关系检验	34
4.4 我国房地产市场与股票市场的脉冲响应分析	35
4.5 实证结果分析	40
4.5.1 1998 年 1 月至 2002 年 5 月期间两市场相关关系解释	40
4.5.2 2002 年 6 月至 2007 年 8 月期间两市场相关关系解释	41
4.5.3 2007 年 9 月至 2009 年 12 月期间两市场相关关系解释	42
5. 结论与启示	45
5.1 结论	45
5.2 政策启示	47
参考文献	49
附 录	52
致 谢	56

Contents

1. Introduction	1
1.1 Background and Significance	1
1.2 Literature Review	2
1.2.1 Foreign Literature Review	2
1.2.2 Domestic Literature Review	4
1.2.3 Comment	6
1.3 Research Ideas and Research Framework	6
1.4 Innovation and Insufficiency	8
2. Development Status of Real Estate Market and Stock Market	9
2.1 Concepts and Characters of Real Estate Market and Stock Market	9
2.1.1 Concepts and Characters of Real Estate Market	9
2.1.2 Concepts and Characters of Stock Market	10
2.2 Development Status of China's Real Estate Market and Stock Market	11
2.2.1 Development Status of China's Real Estate Market	11
2.2.2 Development Status of China's Stock Market	13
2.3 Correlation between Real Estate Market and Stock Market Overseas	14
2.3.1 Historical Performance of US Real Estate Market and Stock Market	14
2.3.2 Burst of Property Bubble and Crash of Stock Market in Japan	16
2.3.3 Real Estate Bubble and Stock Market Bubble in Southeast Asia	17
3. Theoretical Analysis of Correlation between Real Estate Market and Stock Market	20
3.1 Effect of Credit Mechanism	20
3.2 Wealth Effect Theory	21
3.2.1 Wealth Effect of Real Estate Market	21
3.2.2 Wealth Effect of Stock Market	22
3.2.3 Correlation between Real Estate Market and Stock Market Caused by Wealth Effect	22
3.3 Macroeconomic Conduction	23
3.3.1 Interaction between Real Estate Market and Macroeconomy	23
3.3.2 Interaction between Stock Market and Macroeconomy	25
3.3.3 Correlation between Real Estate Market and Stock Market Caused by Macroeconomic Conduction	26

3.4 Portfolio Theory	27
4. Empirical Analysis of Correlation between Real Estate Market and Stock	
Market in China	29
4.1 Data and Statistical Description	29
4.1.1 Data Acquisition	29
4.1.2 Statistical Description of Data	30
4.2 Co-integration Analysis of Real Estate Market and Stock Market in China	31
4.2.1 ADF Test	31
4.2.2 Co-integration Analysis	33
4.3 Granger Causality Test on Real Estate Market and Stock Market in China	34
4.4 Impulse Response Function Analysis of Real Estate Market and Stock	
Market in China	35
4.5 Empirical Results	40
4.5.1 Correlation of the two markets from January 1998 to May 2002	40
4.5.2 Correlation of the two markets from June 2002 to August 2007	41
4.5.3 Correlation of the two markets from September 2007 to	
December 2009	42
5. Conclusion and Revelation	45
5.1 Analysis Results	45
5.2 Policy Implication	47
References	49
Appendix	52
Acknowledgments	56

摘 要

在现代经济社会中,房地产与股票已成为全球投资市场中两种最主要的投资产品,发源于资本主义国家的房地产市场与股票市场,它们的发展状况已经对各国乃至全球经济的运行起到至关重要的影响作用。而在中国,改革开放的浪潮强力地推动了两个市场的壮大。经过十多年的快速成长,中国股票市场的总市值规模已位居全球第二,仅次于美国。而房地产业则已成为我国国民经济发展的支柱型产业,其市场波动状况关系着整个国民经济的发展命脉。作为现代经济社会中的两个关键性市场,房地产市场与股票市场的波动是否会产生互动效应,在互动关系中哪一个市场占据着主导地位,如何利用两个市场间的关联性来促进我国国民经济的健康、持续发展。这些问题的解决对提高我国的宏观调控水平、正确引导国民经济健康发展有着重要的意义。针对这些问题,本文运用理论分析与实证检验相结合的方法进行了探究。

本文首先介绍了房地产市场与股票市场的相关概念及主要特性,列明了两个市场与普通商品市场间的不同之处。

接着,简要介绍了我国房地产市场与股票市场的历史发展脉络,指出我国两个市场发展时间短、发展速度快、市场成熟度不高的特点,并简要分析了两个市场目前所存在的问题。

之后,文章回顾了美国、日本以及东南亚各国房地产市场与股票市场间关联性的历史表现,发现虽然各国所处的经济环境各不相同、资本市场特点也表现各异,但在一定的时期内,各国两个市场的波动轨迹都呈现出了一定的关联性,并且这种关联关系在资产泡沫破灭时表现得尤为明显。

简述完各国的两个市场的历史表现后,本文开始从信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合理论出发,对房地产市场与股票市场联动关系的传导机理进行了理论解释。通过信贷机制的作用,房地产价格与股票价格的上涨均能引起信贷扩张,从而活跃市场投资活动,进一步推动房地产市场与股票市场的繁荣;房地产市场与股票市场均能通过财富效应影响社会的总投资、总消费水平,并因此对投资活动与消费活动产生影响,从而实现两个市场的互动关系;宏观经济层面的多种因素,如经济周期、货币供应量、利率以及通货膨胀率的改变,均会同时促进或抑制房地产市场与股票市场的发展,使得两个市场的波动状况呈现出同一趋势,表现出一定的关联性;而投资组合理论则从风险与收益的角度论述了房地产资产与股票资产间的相互替代关系。

随后,文章运用协整检验、Granger 因果检验、VAR 模型中的脉冲响应函数等

方法对我国的房地产市场与股票市场的历年波动情况进行了计量分析，并结合前文的关联性理论，对我国两个市场间的互动关系进行了剖析与解释。发现在经济景气度不同的各个时期，我国两个市场间呈现出的相关关系也不同，而导致这种现象的原因在于，不同时期信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合中的替代效应所发挥的效果不同。1998年至2002年5月的经济偏冷期，政府的扩张性财政与货币政策使得信贷机制与宏观经济的传导作用发挥了主要效应，两个市场在此阶段表现为正相关，并且股票市场在两个市场的互动关系中居于主导地位；2002年6月至2007年8月的经济稳定期，在国家实行稳健偏紧的财政与货币政策的背景下，以及股市低迷的情形下，替代效应发挥了主要作用，房地产市场在两个市场的互动关系中起主导作用；而在2007年9月之后的经济波动较大期，房地产市场与股票市场则呈现出较为复杂的相关关系，替代效应使得房地产开发投资市场对股票市场起到反向影响作用，而通过信贷机制作用与股市的财富效应，又使股票市场对房地产开发投资市场起着同向冲击作用，在此，房地产开发投资市场与股票市场互为 Granger 因果关系。

最后，文章结合我国房地产市场与股票市场所呈现出的关联性特点，为我国投资市场的监管以及宏观调控政策的制定与实施提出了一些建议。

关键词：房地产市场 股票市场 关联性 关联机制

Abstract

In modern economic society, real estate and stock are two of the most important investment assets. Real estate market and stock market were initiated in capitalist countries. The developments of these two markets have great impacts on the operation of the national economy and the whole world. In China, reform and opening up had prospered these two markets. With over ten years of fast development, China's stock market capitalization is the second largest one in the world now, just after US stock market. Real estate has become the pillar industry of China's national economy, and its fluctuation can affect the national economy. As two key markets in the modern economic society, whether there is an interaction between these two markets, which market plays the dominant role, and how to use the correlation between these two markets to promote the development of the national economy. Solving these problems is important to strengthen China's macro-control capability and guide the national economy develop healthily. This paper inquiries these questions by theoretical analysis and empirical test.

This paper firstly introduces some relevant concepts and the prominent characters of real estate market and stock market, and shows the differences between the two markets and ordinary commodity markets.

Secondly, the paper briefly reviews the historical development path of China's real estate market and stock market, points out that these two markets in China have just developed in a short time, developed fast and are not mature markets, and briefly analyzes the current problems of these two markets.

Then, the paper reviews the historical performance of the correlation of the two markets in US, Japan and various Southeast Asian countries. It finds that though there are different economic environments and different capital market characteristics in different countries, all the countries presents correlation between these two markets for a given period of time, especially when the asset bubble burst.

After review, the paper does theoretical research on the conduction mechanism of the correlation of these two markets from the aspects of function of credit mechanism, wealth effect, macroeconomic conduction and portfolio theory. Rise of property price and stock price can cause credit expansion by credit mechanism, then activate investing activities, and prosper real estate market and stock market. Real estate market and stock market can affect gross investment and overall consumption through wealth effect, then

they can affect investment activities, consumption activities, and achieve the interaction between the two markets. Changes of various macroeconomic factors such as economic cycle, money supply, interest rate, and rate of inflation can affect real estate market and stock market, make the fluctuation conditions of the two markets present the identical tendency, and display correlation. Portfolio theory discusses the substitute relation of real estate asset and stock asset through the aspect of risk reward.

Later, the article does an econometrics analysis of the correlation between China's real estate market and stock market with co-integration analysis, Granger Causality Test and Impulse Response Function. Also, this article explains the results with related theories. It finds that in different time of economical booming condition, there are different correlations between these two markets, and the reason is that there are different impacts of effect of credit mechanism, wealth effect, macroeconomic conduction and substitution effect in portfolio theory at different time. Between January 1998 and May 2002, China's economy condition was not good, expansionary fiscal and monetary policies caused credit mechanism and macroeconomic conduction to play the main effect. In this period, there was a positive correlation between these two markets, and stock market played a dominant role in the interaction of the two markets. From June 2002 to August 2007, China's economy was stable, stock market was murky, and the government took moderately contractive monetary and fiscal policy. At this time, substitution effect played a leading role, and real estate market resided in the dominant position. After September 2007, China's economy has experienced a fluctuation time, the correlation between these two markets became complicated. Substitution effect made real estate investment market have a negative impact on stock market, while stock market had positive impact on real estate investment market by the effect of credit mechanism and wealth effect. Real estate market and stock market are Granger cause mutually.

Lastly, related to the characters of China's real estate market and stock market, the paper makes some suggestions for China's investment market supervision and macro-control.

Key Words: real estate market, stock market, correlation, correlation mechanism

1. 绪论

1.1 选题背景及意义

自 1980 年起,我国开始实行城镇土地使用制度和住房制度改革,房地产业逐渐起步发展。1998 年,福利分房制度被停止,中国开始实行住房体制改革,我国的房地产消费需求得到了巨大的释放,房地产业开始持续高速发展。房地产业极快的发展速度使得我国的房地产市场同股票市场一样,在近年间成为国民经济体系中重要的资金集散地。同时,房地产与股票均已成为我国投资者在制定投资策略时所面对的最重要的两种选择对象。近年间,我国房地产市场与股票市场的发展轨迹跌宕起伏,就在这起起落落中,两个市场表现出了一定的关联性。不论何时,两个市场的发展态势都受到国内外宏观经济形势、国家的方针政策、市场资金流动状况以及投资者心理预期等因素的影响。

从 2002 年下半年开始,我国主要的大中型城市的房地产市场步入了一个价格快速上升与投资大幅增加的通道中。不到十年间,各地房地产价格普遍翻了一番,地王、标王不断更新。在某些热点地区,房地产价格涨幅甚至高达 200%。然而就在我国房地产业得到了巨大发展的同时,其发展轨迹也呈现出了一定程度的曲折性。2007 年下半年,国家开始出台一系列严厉措施,从开发投资领域与销售领域两方面同时调控房地产市场,以压制其过热势头,此后不久,全球金融危机爆发。在不利政策与恶劣的国际环境的双重压力之下,中国房地产市场价格的上扬势头被遏制住,并在 2008 年上半年开始走低,而房地产投资规模也随之迅速减小。也就在这短短几年时间中,我国的股票市场经历了有史以来的最大起伏。2005 年 6 月 6 日,上证指数探底 998 点,随后股价一路上扬,在 2007 年 10 月 16 日达到了历史最高水平 6124 点,此后大盘开始一路下挫,到 2008 年 10 月 28 日,上证指数跌至此番熊市的最低 1664 点。

近十多年间,中国的房地产市场和股票市场发展迅速,均已成为促进中国经济发展的重要源泉。两个市场各自的发展模式、发展特点以及两市场间波动信息的传导途径、传导机理和传导效果开始引起人们的关注。

二十世纪后半叶以来,许多国家都经历了或正在经历着投资市场波动带来的不利影响。2000 年,美国的网络泡沫破灭之后,美国房地产市场重回繁荣,然而美国房地产市场的持续高速发展助长了房地产泡沫的不断扩大,并带来了 2007 年的次贷危机,美国房地产业的坍塌强烈地冲击了整个金融业,同时引发了波及全球的金融海啸。日本经济自 20 世纪 60 年代以来,开始持续迅速增长,日本的房地产市场和股票市场也随之高速发展,并滋生出许多泡沫。到上世纪 80 年代末 90

年代初,日本的经济泡沫开始破灭,股市崩溃,房地产市场也一蹶不振,这一经济灾难将日本拖入了长达十年的经济低迷期。而上世纪 90 年代,因东南亚各国房地产市场与资本市场过度发展引发的东南亚金融危机,也曾给东南亚甚至全球经济发展抹上一层阴霾。这一段段惨痛的历史,无时无刻不在警示着后人。

我国房地产市场和股票市场近年间的迅速发展,是否同样埋下了资产泡沫的种子?两个市场繁荣的背后是否也潜藏着引发危机的导火索?本文试图探讨两个市场之间的关联机制,以此分析、研究我国的房地产市场与股票市场问题。

中国房地产市场和股票市场的关联性,既体现在风险的相互传递方面,又体现在国内外宏观经济形势的共同影响方面。在中国,房地产市场和股票市场是两个重要的投资市场,同时因为投资标的物的性质,使得两个市场也成为主要的风险积聚市场,风险会在两个市场中不断滋生,逐渐扩大,并迅速传递开。研究并掌握我国房地产市场与股票市场波动的关联性规律,可为加强我国金融体系的风险抗击度以及为政府制定更为妥善、合理的宏观经济政策提供一定的帮助。

对于我国投资者来说,1998 年以来,房地产市场与股票市场的一齐开放,为投资者得以同时进入两个市场、并将两种资产同时归于名下提供了机会。房地产与股票资产风险收益水平的变化,会促使投资者调整投资组合,同时投资组合的改变又会反过来影响资产价格的波动。因此,从投资者优化投资组合以达到风险收益最大化的角度出发,研究房地产市场与股票市场的关联性有着重要的实际意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

为了揭示出资产价格的波动机制,尤其是房地产价格与股票价格的互动关系,众多学者进行了大量的研究。

(1) 利用面板数据对房地产价格与股票价格进行关联性分析。

Quan 和 Sheridan Titman (1996) 通过对 1977~1994 年间美国、加拿大、澳大利亚的全部城市以及荷兰、日本、德国等全球其他的 14 个国家的大型城市的房价指数、房租指数与本国对应的股票收益数据进行截面数据回归分析,发现除美国以外,在其他的 16 国中,房地产的租售价值与股票价格之间存在着非常显著的正相关关系,而在亚太地区中,这种正相关性尤显强烈。

Case, Quigley 和 Shiller (2001) 通过对美国、丹麦、西班牙等 14 个发达国家在 1975~1996 年间的国民总收入、总消费、拥有的股票财富、住房财富的年度数据运用回归理论进行相关关系分析,发现相对于住房市场较强的财富效应,股票

市场的财富效应较弱。并且在这些发达国家中,房地产市场的价格波动对国民总消费的冲击更为强烈,而股价波动所能起到的影响作用则略显微弱。

(2) 利用时间序列数据对房地产价格与股票价格进行关联性分析。

Summers (1981) 对美国上世纪六、七十年代的通货膨胀率、居民可支配收入、住房价格以及股票价格等指标的季度数据进行了关联性分析。分析结果认为,在现有的税收体系中,通货膨胀可通过税收调节机制的不均衡影响作用提升自有住房的价值,同时降低股票的市场价值。而长期高位的通货膨胀率将通过影响投资标的物的价值而使得投资者投资组合的构成情况发生改变。

Stone 和 Ziemba (1993) 通过对日本 20 世纪 50 至 80 年代的全国土地价格指数与日经 225 指数、全国土地收益率与股票市场收益率的年度数据分别进行比对,发现日本的土地市场波动与股票市场波动呈现出较为显著的正相关关系,并且这种关系尤其明显地体现在了股票价格与商用地价格的联动关系中。同时,他们还对房地产市场与股票市场的泡沫问题及两个市场间的相互作用关系的机理进行了分析,认为利率变化与信用市场环境的改变均能够有效的影响两个市场泡沫程度的高低。

Okunev 和 Wilson (1997) 分别运用协整理论和非线性回归理论,对美国房地产价格和股票价格的月度数据进行了关联性分析,并将两种检验方法做出的分析结果进行了比对。协整检验的检验结果拒绝了两个市场的价格变化存在相关关系的假设;而非线性回归模型的分析结果却是两市场的价格变化存在着并不显著的非线性相关关系,并且在两者的相互作用中,股票价格变化是因,房地产价格变化是果。

Ling 和 Naranjo (1999) 运用多因素资产价格模型对美国的商业房地产市场与非房地产板块的股票市场的相关数据进行了关联性分析。结果显示,在美国,这两个市场联系紧密,并且在 20 世纪 90 年代,这种紧密关系更为凸显。

Okunev, Wilson 和 Zurbrugg (2000) 对美国 1972~1998 年间的房地产价格与标准普尔 500 指数的月度数据进行了因果关系检验。线性因果关系检验得出两个市场并不存在长期相关关系,而非线性因果关系检验结果则表明两个市场间存在着显著的间接因果关系,并且股票市场波动是导致房地产市场波动的原因。

Tse (2001) 对香港房地产价格与股票价格波动的相互影响关系进行了研究。发现因房地产股的市场价值总额在香港股市中占有很高的比例(超过 30%),所以在香港,房地产价格变动成为导致股票价格变动的关键性因素之一。同时,研究还发现非预期的房地产价格波动对股票价格的影响更为直接与强烈,而与两个市场均相关的基本经济要素的变化则会对两种资产的价格波动产生长期影响作用。

Okunev, Wilson 和 Zurbrugg (2002) 对澳大利亚 1980~1999 年间的房地产市

场与股票市场的价格波动情况进行了相关关系分析,发现在该时期澳大利亚的两个市场的互动关系中,股票市场处于主动地位,而房地产市场处于被动地位,随后的非线性因果检验则进一步证实了这种联动关系。

Ullah 和 Zhou(2003)通过建立多元自回归误差修正模型对代表美国 1972~1999 年间的住房成交量水平、住房价格水平、抵押贷款利率、股票收益率方面的月度指标数据进行了动态关系研究,发现以上四个指标间均存在着相关关系,而股票收益率波动是导致住房价格、住房成交量变化的 Granger 原因,并且这种因果关系是单向的。

Liow (2004)对至少拥有自身 20%股权的新加坡非房地产上市公司,在 1997~2001 年间的业绩情况做了研究。研究结果显示房地产市场的波动会影响股权密集型的非房地产上市公司的收益水平,进而影响其在股票市场中的表现,并运用风险收益理论对此现象进行了解释。

此外,一些学者还从信贷角度对房地产与股票两种资产的价格波动关系做了深入的分析。

房地产和股票是现代金融市场中的两大资产,它们价格的波动代表了资产价格的主要走向。Kiyotaki 和 Moore (1997)从信贷角度出发,对房地产价格与股票价格的相互作用关系进行了解释。他们认为借款者可通过抵押其所拥有的各种资产而获得等价的贷款。借款者持有的抵押物的预期价值限定了借款者的贷款能力,因此资产价格的波动会对信贷市场以及整个信贷周期产生重大影响,并因此影响其他资产的价格。

Chen (2001)对台湾 1973~1992 年的房地产价格与股票价格的波动状况进行了研究,结果显示在台湾,股票价格变化是房地产价格变动的 Granger 原因,相对于利率机制,信贷机制为这种关系的传导提供了更有效的途径,它可通过改变整个市场中资产所有者的借贷能力来影响房地产与股票价格的涨跌。房地产与股票作为两种重要的资产,它们的价格波动在信贷机制的作用下呈现出正相关关系。

1.2.2 国内研究现状

近十多年间,我国的房地产市场与股票市场发展迅速,国内许多学者也对我国两个市场的发展与宏观经济各因素的互动关系进行了较为广泛的研究。

(1)房地产市场与宏观经济的互动关系。国内学术界已注意到宏观经济与房地产价格之间的相互影响关系,并对其进行了探讨与研究。余晓(1996)从国家的货币与财政政策和行政手段、经济周期以及居民收入等因素出发,分析了房地产价格变动规律,得出宏观经济各因素可直接或间接地影响房地产市场的供给与需求水平,进而影响房地产价格变化这一结论,并提出要调控房地产市场合理发

展,使其与经济发展步伐相适的观点。李立、李永辉(2002)认为房地产价格受宏观多重因素影响,这里面即包括土地费等各项房地产开发费用因素,也包括国家的各项经济政策、税收、国民经济发展水平、居民收入等宏观经济因素。沈悦、刘洪玉(2002)对我国的房地产价格与一系列宏观经济指标进行了研究,认为房地产价格不仅会受到宏观经济发展水平的影响,同时也会对宏观经济发展产生反作用,房地产价格在合理范围内的上涨可一定程度刺激经济增长,而过快或过慢的房地产价格上涨速度,或是不合理的房地产价格下跌,则会对国民经济的发展带来非常严重的不良后果。

(2) 股票市场与宏观经济的互动关系。谈儒勇(1999)通过对1994~1998年间中国股票市场总市值、总成交金额以及GDP的季度数据进行线性回归分析,得出我国股票市场与经济增长并未起到相互促进作用这一结论。殷醒民、谢洁(2001)构建了我国股票市场发展指标、经济增长指标以及金融深化指标,并对以上指标在1993~1999年间的进行了回归分析,指出我国股票市场的发展对经济增长确实有促进作用。刘勇(2004)对1994~2002年间我国GDP、货币供应量、居民消费价格指数等宏观经济变量与上证指数的相关关系进行了研究,发现以上各宏观经济变量均能对我国股市发展产生显著影响。陈怡(2009)运用协整检验与Granger因果检验法对我国1993~2007年间股票市场发展与经济增长的相互作用关系进行了实证研究,发现经济增长对我国股市发展有着显著影响作用,而股市发展对经济增长的促进作用则比较弱。高春华、李亚伟(2009)将我国近年间各宏观经济变量与上证指数的波动趋势进行了对比,发现在我国股市发展的初期阶段,股市走势与经济发展相背离的情况较为严重,但随着我国股市规模的不断扩大以及市场规范程度的提高,我国股票市场与宏观经济的正相关关系已显著增强。

(3) 房地产市场与股票市场关系的研究。张红、邱峥(2005)通过建立MTV模型对我国数据进行实证研究,得出以下结论:宏观经济状况和国家政策是影响我国股票价格和房地产价格的主要因素,政府运用行政手段调控房地产市场可达到较好的效果,而对股票市场的调控则往往效果欠佳。罗来东、侯玉玲(2005)对我国的房地产市场、股票市场以及货币供给市场的相关关系进行了研究,指出当前我国这三个市场的发展存在着长期稳定的关系,并且房地产市场与货币市场的关系更为紧密。盛松成、李安定、刘惠娜(2005)测定了上海房地产价格指数与上证指数间的相关系数,发现两者之间所呈现出的相关关系并不明显,并指出中国的房地产金融产品较为匮乏是导致这一现象的主要原因。周京奎(2006)对中国近年间的商品房销售价格指数与沪、深两市股票价格指数的月度数据进行了关联性分析,指出两种资产的价格变化关系是单向的,仅能从房地产市场传递到股票市场,同时,研究还指明两种资产的价格均受到货币供给与信贷机制的影响,

货币政策的施行能够有效地影响资产价格。洪涛、高波（2007）指出在 2001~2005 年间，中国的房地产价格与股票价格呈负相关，并指出这是由于中国股票市场的财富效应非常微弱，同时由于国内缺乏多元投资渠道，导致替代效应相对较强造成的。汪伟全（2008）认为影响股票价格和房地产价格联动关系的途径有三条：财富效应使得房地产价格与股票价格同向运动；挤出效应则导致两个市场的价格呈反向变动；而价格破灭时，“流动性黑洞”产生，房地产价格与股票价格双双暴跌。张炯、贾仁甫、张兵（2009）对我国 2001~2008 年的信贷市场、房地产市场和股票市场的月度数据进行关联性分析，指出我国的房地产市场与货币、信贷市场呈正相关，而房地产市场与股票市场的相互作用关系具有阶段性特点，在 2001~2005 年间呈负相关，在 2006~2008 年间则表现为正相关。

1.2.3 文献评述

随着房地产市场与股票市场在世界各国的迅速兴起，越来越多的学者开始对两个市场的波动状况展开更为深入、更为广泛的研究，并且也从不同角度出发，论证了房地产市场与股票市场存在着一定的关联性这一观点，然而关于揭示我国房地产市场与股票市场联动关系及其内在机理的研究成果仍然较为少见。绝大多数的研究都是直接对数据进行实证分析，只分析其有无相关关系，相关关系是否显著，而不对其构成关联性的原因做出理论解释，显然，这种没有理论分析为基础的实证分析缺乏经济意义，并且这样的分析不够深入、不够彻底，不能挖掘出事物的本质与规律。

此外，现有的一部分研究只停留于定性分析，单纯从理论角度出发，没有与定量分析相结合，或是定量分析过于粗浅、简单，如有的文献只进行简单的相关系数分析。如此一来，大大减少了分析结果的说服力，并且无法深入、有效地解释房地产市场与股票市场相互作用的传导机制。

鉴于当前国内外研究的不足之处，本文拟在以下几个方面进行改进：首先把我国的房地产市场与股票市场作为研究重点，以凸显我国两个市场的发展现状与运行特点；其次分别从信贷机制作用、财富效应理论、宏观经济的传导作用以及投资组合理论出发，对房地产市场与股票市场的关联机制进行理论论证；再次利用我国近年来的相关数据，建立 VAR 模型，通过 Granger 因果检验以及脉冲响应分析，对我国房地产市场与股票市场的相互作用关系进行实证研究。

1.3 研究思路与框架结构

本文采用理论分析与实证分析相结合，定性分析与定量分析互为补充的方式，对我国的房地产市场与股票市场的相关关系及其特点进行分析，主要围绕两个市

场间互动关系的传导途径与互动关系的表现特点这两个问题展开研究。房地产市场与股票市场的关联性是本文的核心，对它的研究贯穿文章始末。

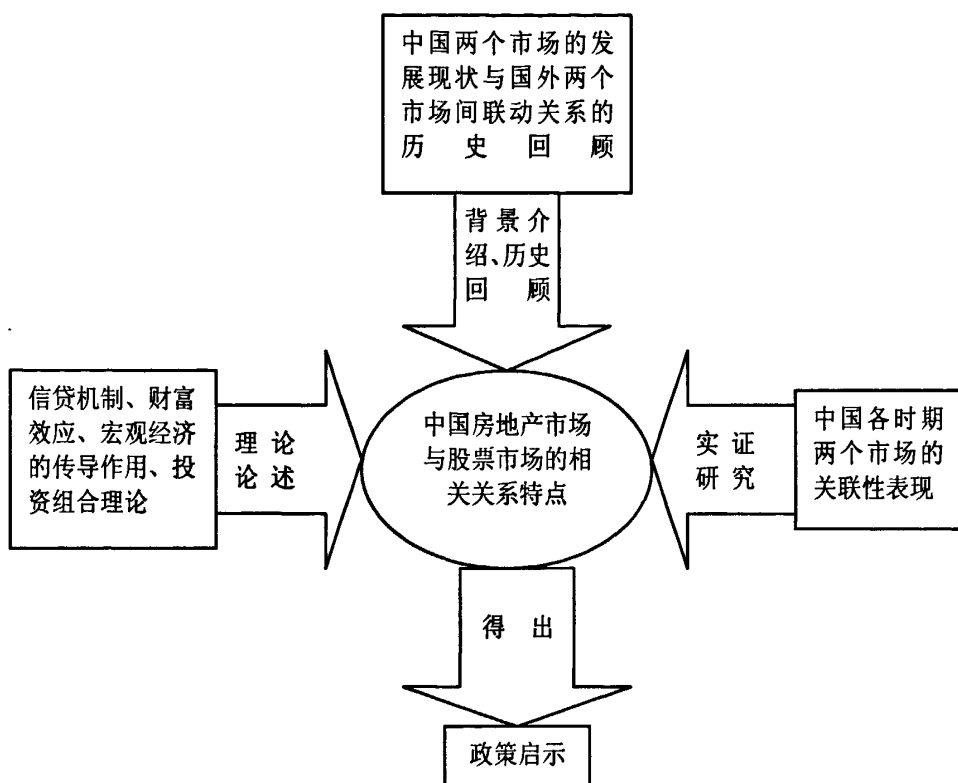


图 1-1 逻辑线路图

本文共分为五章：

第一章为绪论，主要介绍本文的选题背景与研究意义，对国内外学者在该领域的研究成果做一简要回顾，并对其做出小结与评价。然后在此基础上，给出本文的研究思路与框架，举出本文的创新与不足之处。

第二章主要为后面的理论与实证研究做出背景铺垫。先给出了房地产市场与股票市场的相关概念，接着简要介绍了我国两个市场的发展历史与现状，最后回顾了国外两个市场的相关关系表现，明示了分析两个市场相关性的实际意义。

第三章则分别从信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用和投资组合理论出发，对房地产市场与股票市场的互动关系的传导机制进行了理论分析。这是本文的核心部分，也是创新点之一。

第四章为实证研究部分，运用协整检验、Granger 因果分析、脉冲响应分析法，通过对我国房地产市场与股票市场在 1998 年到 2009 年的月度数据进行分析，发现在我国经济发展的不同阶段，房地产市场与股票市场的相关关系呈现出不同特点。同时，该章节还结合相关理论分析了导致这一现象的原因——信贷机制作用、

财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合理论中的资产替代效应在不同时期的作用效果不同。

第五章为结论与启示,对全文各部分内容与研究结果进行了总结,并结合我国的房地产市场与股票市场关联性特点提出了政策建议。

1.4 本文的创新与不足

本文的创新之处主要有以下两点:

第一,房地产市场与股票市场都是重要的投资市场,人们对这两个市场的关注主要集中在这两种资产具有投资性这点上。房地产投资不仅是通过购买、出售房地产实物来实现,其实,更多的投资是通过将资金投入到房地产开发中,建成房地产实物再进行销售这一途径实现的。房地产开发投资水平对房地产市场发展有着至关重要的影响作用。以往针对我国的房地产市场与股票市场关联性的研究都是单从房价与股价方面考虑,忽略了房地产开发投资对房地产市场发展的影响。本文在选取反应房地产市场情况的指标时考虑了这一因素,采用房地产开发投资指数和商品房销售价格指数两项指标来反映我国的房地产市场运行状况。

第二,本文运用定量与定性相结合、理论与实证相结合的方法,对房地产市场与股票市场的关联性进行了分析。文章从信贷机制作用、财富效应理论、宏观经济的传导作用以及投资组合理论出发,详细地阐释了两个市场间互动关系的传导机制。之后,结合以上理论并使用协整检验、Granger 因果检验、脉冲响应分析法,对我国的房地产市场与股票市场的关联性进行了实证分析,以此提高分析的准度与精度,并使分析结果更具说服力。

本文的不足之处在于,虽然从理论上解释了房地产市场与股票市场可通过信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合理论中的替代效应形成互动关系,但本文未能给出测定各种传导途径的传导效果的计量方法,不能对各种传导途径的传导效果水平做出精确的数值估计,而这将是本人今后进行深入研究的方向。

2. 国内外房地产市场与股票市场发展现状

2.1 房地产市场与股票市场的相关概念及特点

2.1.1 房地产市场的相关概念与特点

房地产是指土地以及固着于土地之上的附属物的总和，固着于土地之上的附属物包括建筑物、构筑物和其他附属物^①。与普通商品相比，房地产具有其独特的经济性质，其表现如下：

(1) 房地产的承载物——土地，具有数量的稀缺性与用途的多样性。一般来说，在一定区域内土地的供给量是固定不变的，这使得土地具有稀缺性。不同地区的土地稀缺程度也是不同的，它与当地的经济发达水平、产业结构、人口密度等因素密切相关。土地虽然稀缺，但并不缺少使用土地的方法，同样一块土地，既可以被开发成住宅用地、商业用地，也可以被用作为耕地，至于具体会被如何运用，则受到国家政策、市场竞争机制等因素影响。

(2) 房地产自然位置的不可变性与社会经济位置的可变性。房地产都依土地而建，与土地不可分离，土地的自然位置是固定不变的，房地产的自然位置当然也无法改变。房地产的自然位置虽无法改变，但其所处的社会、经济环境会因城市规划、经济发展而发生变化，完善的基础公共设施、便捷的交通和良好的人文环境都会提升人们对一处房地产资产的喜好程度，房地产的社会经济位置也因此而发生改变。

(3) 房地产商品兼具消费性与投资性。一方面，房地产是一种耐用消费品，是人们社会经济活动中不可或缺的生产、生活要素，此时，人们更在乎的是它的使用价值。另一方面，房地产又是一种资产，是一类重要的投资标的物，人们进行房地产交易是为了获得买卖期之间它所形成的价值增值。作为资产项目的房地产不仅是个人、家庭财富的重要组成部分，同时也是国家财富的主要构成要素之一。

与普通商品相比，房地产具有特殊性。与普通商品市场相比，房地产市场也拥有其特殊性质：

(1) 土地一级市场为卖方垄断市场。土地一级市场既是土地使用权出让的市场。在中国，土地归国家所有，因此，实际上国家成了土地一级市场上的垄断供给方，国家控制着土地的供给数量，及土地供给结构。

(2) 房地产市场是区域性市场。由于房地产的自然位置的不可移动性，使得其不可能形成一个跨区域的全国甚至全球统一市场。一个房地产市场基本上圈定

^① 张红. 房地产经济学[M]. 北京: 清华大学出版社, 2005. 15

在一个城市甚至是更小的社区范围之内，由此，也就不可能形成一个大范围的完全自由竞争的市场。也即因此，不同地区房地产价格的巨大悬殊常常令人咂舌，并且其价格层次尤为分明。

(3) 房地产市场是房产与地产合二为一的市场。房产与地产的交易经常是相连的，并且两种商品在价格上相互影响。房产所有权的转移囊括了其所依附的土地的使用权的转移；而土地使用权的转移，通常会使得土地之上的房屋等附着物的所有权也一并转移^①。一般来说，房地产市场价格会同时受到房产市场价格与土地市场价格的影响。

(4) 房地产市场受政府干预影响非常大。房地产业是受政府干预影响最大的行业之一，尤其是在我国这种土地完全国有化的情况下。政府不仅可以规定土地的用途，还可以通过立法、行政手段控制建筑物的密度、样式等。同时，政府可以运用财政政策、货币政策等宏观调控措施，调控房地产市场的发展速度与前进方向。

2.1.2 股票市场的相关概念与特点

股票是一种有价证券，它是股份有限公司签发的证明股东所持股份的凭证，即企业所有权的凭证，股东可依据股票获得股息和红利^②。

股票具有以下性质：

- (1) 收益性，这是股票具有投资价值的关键性因素。
- (2) 风险性，这是投资品共有的性质，风险的大小常与预期收益的高低成正比。
- (3) 流动性，即可以在二级市场上进行股票买卖，这是实现股票投资收益的重要途径之一。
- (4) 非偿还性，股票的发行者没有偿还股东股本金的义务，直接向发行者支付的购买股份的资金将纳入企业资本金中，不再退回给股东，股票一经发行，便只能在二级市场中流通，而不能进行回售（特定情况除外）。

相对于普通商品市场而言，股票市场有其显著特点：

- (1) 股票市场中的交易对象并非实物，而是代表股权的股票，人们购买股票并不是为了获取其使用价值，而是为了获得股息、红利以及资本增值。
- (2) 在股票市场中，随着股票交易的发生，其所代表的价值、财产权利以及所具有的风险也一同发生交换。
- (3) 股票市场的流动性之高是其他一般商品市场所无法企及的。

^① 崔建华. 房地产经济论[M]. 北京：经济科学出版社, 2003. 127

^② 中国证券业协会. 证券市场基础知识[M]. 北京：中国财政经济出版社, 2009. 25

(4) 由于股票是一种代表所有权的虚拟资产, 使得决定股票市场价格的因素多而繁杂, 不仅包括股票发行公司的经营盈利能力, 还包括宏观经济环境、国家政策、投资者的心理预期等, 并且相比于其他一般商品市场, 股票市场价格波动更为剧烈, 也更为频繁。

2.2 我国房地产市场与股票市场发展现状

2.2.1 我国房地产市场发展现状

1978 年, 在中国共产党十一届三中全会后, 中国开始了改革开放。这一方针政策的实施, 成为了当代中国发展的历史转折点, 不仅推动了中国经济体制的转变, 也对各产业的发展构成了深远的影响。

1980 年, 邓小平发表了关于建筑业和住宅问题的讲话, 在此次讲话中, 他首次谈到了住房体制改革方面的问题, 并强调了建筑业已成为部分资本主义国家国民经济发展中的支柱产业这一点^①。以此谈话为起点, 中国房地产业踏出了其成长的第一步。

1998 年 7 月《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》发布, 《通知》宣布从 1998 年下半年开始, 全国停止住房实物分配, 中国由此踏上了住房货币化改革之路。

自 2000 年开始, 我国银行的个人住房贷款业务得到巨大发展, 规模迅速扩大, 贷款消费的理念也渐为国人所接受, 加上国内居民收入逐年增加以及居民对改善居住环境的渴望程度大大加强等因素, 使得我国的房地产市场发展渐入佳境。同时, 中央及各级地方政府也开始从政策、法规等方面增加对房地产企业的支持力度。2001 年, 房地产行业扶持政策逐一下达, 这大大增加了房地产开发商的投资热情。与 2000 年相比, 2001 年房地产开发投资额增加了 25%, 商品房销售额增加了 18%, 房地产开发投资规模的扩大和销售市场的好转有力地推动了我国经济的增长。2003 年, 国务院首次下发通知, 提出房地产业已经成为我国国民经济的支柱产业这一论断。当年, 房地产业与建筑业所创造的增加值超过 9000 亿元, 占当时中国 GDP 的 1.9% 左右, 房地产行业对中国经济增长的关键性影响作用已显现出来。到 2004 年, 房地产业的高速发展进程仍在持续, 而持续的房地产市场过热态势也给我国的经济、社会发展带来了不良影响。为了控制这种不良影响的产生与扩大, 2004 年起, 国家开始出台一系列政策、法案, 以加大土地监管力度、紧缩信贷等方式调控房地产市场的发展速度, 使之与我国经济发展需求相协调。但在当时, 这些调控措施都收效甚微, 2004 年, 房地产开发投资额仍居高位, 为 13158.3

^① 邓小平. 沿着有中国特色的社会主义道路前进. 北京: 人民出版社, 1980.

亿元,同比增长 28.1%。之后的三年间,中国房地产市场投资过热化倾向越来越明显,房地产投资额增幅分别达到了 20.9%、22.1%、30.2%,数值逐年递增^①。

2008 年,世界金融危机爆发,并快速波及全球,受此影响,中国房地产业投资增速开始放缓。2008 年,全国房地产开发土地购置面积、房地产企业完成土地开发面积以及房地产房屋竣工面积都出现了不同程度的萎缩,而当年我国房地产业对 GDP 增长的直接贡献率也开始出现下降趋势。

从 2008 年下半年开始,为了扭转我国房地产市场低迷、经济发展动力不足的局面,国家出台了一揽子刺激方案,以推动住房消费、提高经济发展速度,与此同时,各地方政府也纷纷开始推行一些配套的救市举措。步入 2009 年,在一系列连续的、大剂量的经济刺激方案与救市措施的作用下,低迷的房地产市场终于开始重新振奋。自 2009 年第二季度起,房地产市场开始呈现出明显的回暖迹象,房地产销售状况大幅好转,商品房销售面积与销售额双双迅速放大,并且其增长幅度远高于市场预期,这大大恢复了市场信心,缓解了房地产开发投资企业资金周转紧张的局面。2009 年商品房销售面积达到 93713.04 万平方米,同比增长 42.1%;商品房销售额为 43994.54 亿元,同比增长 75.5%。

我国的房地产业经历了十多年的快速发展,已成为国民经济发展中的支柱产业,它对我国的经济发展所做出的贡献已得到人们的重视与肯定,但目前,我国的房地产市场发展仍面临着一些问题:

(1) 我国的房地产业对银行信贷业的依赖性过强。2001 年以来,我国历年的房地产贷款增长率持续高于我国全部金融机构人民币贷款增长率。到 2009 年底,我国的房地产开发贷款和个人住房按揭贷款已占到银行业贷款增量和整个贷款余额的 20%左右^②,银行对房地产企业的直接贷款已成为房地产开发企业的重要资金来源。对银行信贷业的过分依赖不仅不利于房地产业自身的健康发展,也为金融行业积累了大量风险。

(2) 居民对房地产价格的预期不如从前那般乐观,对房地产的投资与消费需求减少,更多的人步入到观望者行列中。

(3) 商品房成交量持续高涨的强劲势头虽然暂告一段落,但住房空置面积的持续增长形势却依然未变,尽管目前还没有制定一套统一的度量标准,但在认定我国的房屋空置率过高这一点上,众多学者已达成共识。

(4) 房地产投资占 GDP 比重过大,目前,中国的房地产投资已经占到国内总投资额的五分之一以上,2009 年,我国的房地产投资额达到 36232 亿元,占当

^① 李玫,高小红.我国房地产市场发展及现状解析[J].经济论坛,2009,(9):39-41.

^② 我国房地产开发贷和个人按揭贷占贷款增量的 20%

http://news.xinhuanet.com/fortune/2010-01/13/content_12801531.htm

年中国 GDP 的 10.8%。

2.2.2 我国股票市场发展现状

我国的股票市场发展大致可分为三个阶段：

第一阶段：新中国股票市场的萌生阶段（1978~1990 年）。随着 1978 年起的改革开放政策的实施，新中国资本市场开始萌生。1980 年，中国人民银行抚顺支行新抚办事处代理两家砖厂发行股票，筹集资金 211 万元，至此，新中国改革开放后最早的股票诞生。1984 年 11 月，上海飞乐音响股份有限公司首次面向社会公众发行了 50 万元人民币普通股，以此拉响了我国股市发展的奏曲。

第二阶段：新中国股票市场的初期快速发展阶段（1991~1998 年）。1990 年 12 月 19 日和 1991 年 7 月 3 日，上海证券交易所和深圳证券交易所先后挂牌成立，中国证券市场进入了规范发展阶段。1992 年 10 月，国务院证券管理委员会（后于 1998 年撤销）和中国证监会成立，标志着我国的证券市场开始真正逐步发展为全国性统一市场。1993 年 6 月，中国境内企业开始进入香港股市。1994 年 7 月 16 日，新股网上定价发行制度在深圳证券交易所推行。同年 10 月 24 日，信息即时披露制度在上海证券交易所宣告。1998 年 12 月，全国人大常委会通过了《中华人民共和国证券法》，该法于 1999 年 7 月 1 日正式实施，这是新中国第一部专门针对证券市场监管而制定的法律，它的颁布与实施将我国的证券市场发展推入了法制规范阶段。在这一阶段，中国的股票市场发展迅速，市场规模得到了极大地扩张，国有大中型企业成为了市场的主体，全国建立了统一的证券市场监管体系，监管制度也向法制化、正规化迈进。

第三阶段：中国股票市场的规范调整和进一步发展阶段（1999 年至今）。1999 年 5 月，国务院正式批准了“搞活市场六项政策”，该政策的发布立即迅速而强烈地刺激了我国的股票市场，使之踏入一直持续到 2001 年的牛市之路。这一轮牛市结束之后，我国股市步入了历时四年的调整期，在这一时期，全国证券公司连年全行业亏损。2004 年 1 月，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），将促进我国资本市场的发展这一任务提升到国家战略的高度，这极大地振奋了中国股票市场。在“国九条”的影响下，中国股票市场发展出现了转折性变化。2005 年 4 月，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，我国的股权分置改革工作正式启动，随着该工作的一步步落实，一些长期限制中国股票市场发展的历史遗留问题开始逐步得到解决。2006 年，我国股票市场迎来了最为壮观的大牛市，沪、深两市的市价总值在当年达到了 89403.9 亿元，全年涨幅位居全球各国股市的第一位，上证指数更是在 2007 年 10 月冲到了我国股市历史最高的 6124 点。此后，大盘一路下跌，上

证指数一直跌到 2008 年 10 月 28 日的最低 1664 点。在此阶段,我国股票市场经历了有史以来的最为强烈的起伏周期,并暴露出许多问题,而国家出台的多项改革措施以及对监管力度的加强,则进一步规范了我国股票市场的运行。同时,我国股票市场规模也在不断扩大,我国境内上市公司数从 1999 年的 949 家上升到 2009 年底的 1718 家。截止到 2009 年 12 月,我国股票市场的有效账户数已达到 12037.69 万户,2009 年累计股票成交金额达到 535986.74 亿元。

目前,虽然我国的股票市场市值总额已高居全球第二位,但我国股市的发展并未步入成熟阶段,还存在许多问题:(1)中国股市的投资性较弱,市场投机行为过度,参与股票买卖的投资者多看重股票价格短期波动带来的资本利得,从而往往进行短线投资,股票换手率很高;(2)上市公司的质量不高,业绩不稳,融资能力不强且融资渠道少,通常公司仅能通过银行获得信贷或在证券市场发行证券以获得融资;(3)股票市场的法制监管体系还不完善,监管能力不足,上市公司的不规范运作行为时有发生。

2.3 国外房地产市场与股票市场相关关系表现

2.3.1 美国房地产市场与股票市场历史表现

20 世纪 70 年代到 80 年代中期,为了促进房地产业的蓬勃发展,美国出台了很行业刺激方案,包括不少税收优惠政策,并且这些举措的效果明显。1979 年和 1980 年,美国的平均房价增速分别达到了 14.2%和 11.9%。宽松的信贷政策加之房价的高升与房地产市场需求的旺盛,使得美国金融机构住房信贷规模急剧扩张,到 1989 年底,美国商业银行房地产贷款已占到贷款总额的 40%左右。

房价的过快上涨影响了房价的稳定性,在这一时期,美国的一些主要城市的房价出现了较大的波动,经历了 70 年代末的上涨与 80 年代初期的下跌,以及起伏更为剧烈的 80 年代中后期的大涨大跌之潮。房价的快速上涨与大幅下跌,使得在房价高涨时发放了大量房地产抵押贷款的金融机构的房地产信贷风险急速扩大,这对美国的金融机构尤其是储蓄贷款协会构成了巨大的冲击。1983~1988 年间,储贷协会的备抵坏账占总资产的比例从 0.15%上升到 1.18%,许多地区的储贷协会不堪重负,接二连三地倒闭。金融市场的恶化,使得美国政府不得不加强对金融机构的监管,出台了一系列与之相关的政策与法案。最终,美国政府耗时十年、花费 1500 亿美元才解决了这次储贷协会危机。

就在美国房地产市场表现起伏不时,美国股票市场的发展也有上有下。1982 年起,道琼斯工业指数便开始稳步上升,从 1982 年的不到 1000 点一路升到 1987 年的 2700 多点。在 1987 年 10 月 19 日,美国股市经历“黑色星期一”,道指当天

狂泻 508 点，日跌幅达到 22.61%，为美国历史上第二大单日跌幅量。随后的两年，道指不断震荡。虽然在不断调整，但从整体来看，80 年代末期，道指主要呈现出上升趋势。在 1982~1990 年间，美国股票市场与房地产市场均时有波动，但两者之间并未显现出较为明显的相关关系。

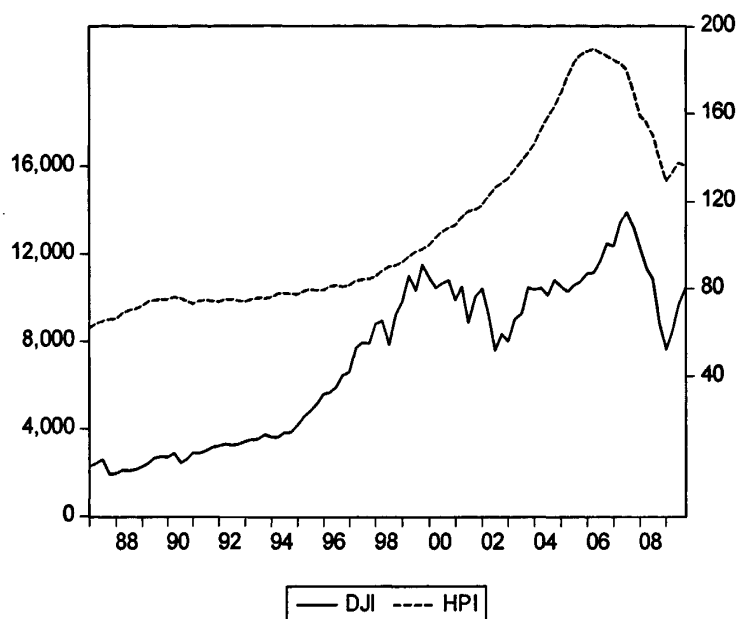


图 2-1 1987~2009 年道琼斯工业指数 (DJI) 与标准普尔美国房价指数 (HPI) 走势

20 世纪 90 年代中期的美国已拥有全球范围内最为庞大的投资群体，美国国内个人投资者踊跃进入股市，并进一步刺激了各类投资机构的加入，强有力地促进了美国股市的繁荣发展。在此时机，网络产业快速崛起，并推动网络股走红，巨额资本开始争相抢购市场中为数不多的网络股，极大地哄抬了股价，股市泡沫也就由此产生。在这一时期，技术型企业在标准普尔 500 指数中的比重已由 1989 年的 8% 上升到 37%，到 2000 年 1 月 14 日，道琼斯工业指数更是登上了 11850 点的当时历史最高位。

就在网络泡沫不断催生股市泡沫的这段时期内，美国的房地产市场正在上升通道中继续发展。标准普尔美国房价指数 (S&P/Case-Schiller U.S. National Home Price Index) 从 1995 年初的 77.74 持续稳步上升到 2000 年底的 107.9。在这一时期，股价上涨给众多美国民众带来了更多的财富，使他们拥有资金可投入房地产市场，美国的房地产市场与股票市场经历了一段共同繁荣期。

2000 年 4 月 14 日，道琼斯工业指数下跌 617 点，跌幅达到 5.66%。随即，网络股股价与网络公司市值开始大幅下降，终于在 2001 年，美国的网络泡沫破灭，美国股市日趋看淡。与此同时，美国的房地产业却进入了高速发展阶段。虽然经

历了“9.11”事件，但房地产市场并未同股市一般消沉。二十年间，美国房价增长率提高了 7 倍。标准普尔美国房价指数从 2001 年第一季度的 109.27 点上升到 2006 年第二季度的 189.93 点，上涨了 73.8%，涨幅之大令人惊叹。

美国的这一轮房地产市场疯狂发展阶段，催生了大量的泡沫，到 2007 年，美国房价终于支持不住，开始走下坡路，并引发波及全球的次贷危机。从这年开始，美国房价一路下滑，到 2009 年第一季度，标准普尔美国房价指数达到此轮向下趋势的最低点，为 129.24 点。2007 年 3 月 13 日，次贷危机首次波及股市，纽约股市遭遇“黑色星期二”。其后，次贷危机引发全球金融危机，道指一路下跌，美国股市自此步入下行通道。

2.3.2 日本房地产泡沫破灭与股市崩盘

战后的日本，将发展重心放在了经济建设上，自 20 世纪 60 年代起，日本经济开始持续高速增长，到 80 年代，日本已成为全球第二大经济体。大好的经济形势，加上国民对本就贫瘠的土地资源的巨大需求，使得人们对土地投资极其看好。极其乐观的预期引发了大规模的投机活动，从 1984 年到 1991 年，日本城市地价指数上涨了 11977 点，涨幅超过 200%。

表 2-1 1984~1992 年日本国内生产总值与东京都土地资产总值比较

单位：万亿日元									
年份	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
GDP	305	324	338	354	377	403	434	457	484
东京都土地资产总值	149	176	280	449	529	521	517	504	428

数据来源：罗清. 日本金融的繁荣、危机与变革[M]. 中国金融出版社. 2000

在 1956~1973 年间，日本平均经济增长速度高达 9.3%。日本的快速发展加之连年巨大的贸易顺差引起了以美国为首的西方国家的不满。1985 年，日本与西方四国在纽约广场饭店签署了著名的“广场协议”，此后，日元开始大幅升值，四年时间中，日元对美元汇率翻了一番。为了应对日元升值后的不利影响，日本政府开始推行扩张性的货币政策。1986 年，日本连续五次降低再贴现率，至 1987 年 2 月，日本的再贴现率已下降一半，仅为 2.5%。同时，日本货币供应量快速增加，从 1987 年到 1990 年，日本货币供应量 (M_2+CD) 年增长率高于 10%，远远超过日本的实际 GDP 增长速度，这使得日本市场中存在着过量的货币，但这些货币未能被实体经济所吸收，而是在大量投机活动的作用下流向了资本市场和房地产市场，巨额资金的涌入促使资产价格快速上涨，资产泡沫不断膨胀。1986~1990 年，日本的资产价格持续上涨，其中土地价格上涨了两倍多，到 1990 年底，日本土地

总市值达到 2389 万亿日元, 接近同期美国土地资产总值的 5 倍, 而日本的国土面积仅为美国的 4% 左右。1987~1991 年, 仅东京都的住宅土地资产总值就已高于同期日本国内生产总值。

房地产业的繁荣刺激了金融机构大力增发房地产贷款。从 1985 年起, 日本各大银行开始大量发放抵押贷款给土地持有者, 鼓励其进行房地产投机活动。到 1992 年, 银行发放的房地产抵押贷款余额已占其贷款总额的 35.5%。

就在日本房地产市场泡沫越积越多时, 日本的股市泡沫也膨胀起来。日经 225 指数从 1986 年初的 13000 点左右持续上升, 至 1989 年底, 飙升到 39000 点, 四年时间上涨了两倍多。

日本的国民资产总额在 1986~1989 年间增加了 2330 万亿日元, 其中超过六成是由地价、股价上涨所创造的资产增值贡献的。资本市场、房地产市场的爆发式扩张, 使得其严重偏离实体经济的发展。在这段时间中, 房地产市场与股票市场不断相互推动, 促使泡沫在两市中被越吹越大。

1989 年 5 月, 在持续实施了三年的扩张性货币政策后, 政策风向标开始转向, 日本银行连续三次上调再贴现率, 使之达到 4.25%。在此之后, 日本股市开始下跌, 但房地产市场并未受到影响。当日本银行将再贴现率调升至 6% 时, 这一举动如重锤一般砸向了日本股市, 到 1990 年底, 日本的股市市值缩水了近四成, 此后下跌趋势依然不改。1991 年, 日本股市最终崩盘, 并将日本经济拖入低谷。房地产泡沫也随之破灭, 日本土地总市值从 1990 年底的 2365 万亿日元减至 6 年后的 1740 万亿日元, 缩水幅度高达 26.4%。这一次的冲击给日本的金融业造成了巨大的伤害, 破产倒闭的金融机构不计其数, 其中不乏日本最具规模的部分商业银行, 而整个日本经济也因此陷入了长达十年的衰退期中。

2.3.3 东南亚房地产泡沫与股市泡沫

东南亚金融危机最初爆发于泰国。20 世纪 80 年代起, 泰国经济开始快速发展, 为了解决与其经济发展不相适宜的基础设施落后和资金短缺问题, 泰国政府实行了金融自由化改革。到 90 年代初期, 泰国的国内投资规模与信贷规模已急剧扩张, 其国内投资占 GDP 比重连年居高不下, 在 1995 年曾一度高达 47%, 也正在这一年, 泰国的私人部门贷款数额达到了同期泰国国内生产总值之数, 而其中相当大一部分贷款资金流入了房地产市场和股票市场。1993 年, 泰国开始对外开放金融市场, 资本市场的国际化使得大量外资争相涌入泰国, 泰国的外债从 1992 年的 200 亿美元猛增到 1997 年的 934 亿美元。大量国外资金充斥着泰国金融市场, 使得泰国房地产价格与股票价格暴涨。银行信贷的扩张, 进一步刺激了泰国各大城市的房地产价格急速上涨, 而房地产价格上涨带来的高额投资回报率, 反过来又吸引

了更多的国际资本涌入，致使泰国房地产泡沫越吹越大。在 1992 年到 1997 年 7 月之间，泰国土地价格年均增长率竟高达 40%。在地价不断上涨的同时，虽然房地产交易额与交易量都在不断扩大，但空置住房数却也在持续放大，到 1997 年，泰国住房空置率已超过 20%，此时的泰国房地产市场已积聚了大量的泡沫。就在房地产价格高涨的同时，泰国股市也在众多资金的簇拥下，催生了股价的一路攀升。

1996 年，受国际市场的影响，泰国贸易赤字加大，加上当时泰国政府的一系列错误的经济决策和其本身尚不健全的金融体系，使得人们开始对泰国资本市场有所警觉。1995 年底，泰国股市开始持续下跌，到 1997 年 4 月，其股市市值只有下跌前的 30%，而到 1998 年 8 月，其股市市值已累计缩水近九成。1997 年开始，众多泰国国内投资者的信心开始动摇，将资金向国外转移，此举动引发国际资本的迅速撤离，并导致泰国资本市场崩溃，房地产价格迅速下跌。仅在半年时间内，泰国房价就下跌了 30%，大量房地产企业相继破产，泰国的房地产泡沫就此破灭。

表 2-2 东南亚各国、各地区银行信贷在房地产业的聚集程度

单位：%					
地区 \ 指标	房地产贷款占比	其中：抵押品价值占比	不良贷款比率		资本充足率
	1997 年	1997 年	1997 年	1998 年	1997 年
泰国	30~40	80~100	15	25	6~10
马来西亚	30~40	80~100	7.5	15	8~14
中国香港	40~55	50~70	1.5	3	15~20

数据来源：Collyns. C and A. Senhaji (2002).

20 世纪 90 年代，马来西亚的经济已发展到相当水平，在此情形下，政府开始推行金融自由化政策，致使国际资本大量涌入马来西亚国内。与泰国一样，大量的国际资本并未投入到实体经济中，而是涌向了马来西亚的房地产市场和股票市场，推动了房地产价格与股票价格的迅速上涨。首都吉隆坡在 1995 年一年时间内，住房价格便上涨了 66%。高昂的房价与租金使得空置房越积越多，住房、写字楼空置率不断攀升。

由泰国引发的金融危机爆发后，马来西亚货币林吉特贬值了近一半，而 1997 年下半年的马来西亚股票市场的表现则同样惨烈，吉隆坡综合指数在半年时间内下跌了 45%，其中房地产和金融类股票受到的影响最大，留存市值不足原来的 30%。房地产交易状况也急剧恶化，到 1998 年上半年，马来西亚的各项房价指数均已呈负增长，价格的一路下跌使得房地产泡沫也随着股市的崩盘一同破灭。

20 世纪 90 年代开始，香港经济持续快速发展，良好的经济发展势头和居民收

入的不断增加，大大拉升了房地产市场的需求度，房地产价格上涨迅速。从 1984 年到 1997 年 7 月，香港房地产价格上涨了三倍，同时交易量也急剧扩大。宽松的银行信贷政策更是成了促使房地产泡沫不断膨胀的催化剂，房地产贷款占总贷款额的比重连年上升，其数值从 1993 年的 38% 上升至 1998 年的 45%。到 1998 年，香港因购买私人住宅而进行的贷款已占到当年 GDP 数额的 40%，是 20 年前的五倍。此时，相对于实体经济而言，香港房地产业的发展规模已过度扩张，潜藏着大量的泡沫。

1997 年 8 月，受到东南亚金融危机的冲击，香港股市开始暴跌，一年时间左右，恒生指数由 16820 点跌到 6544 点，整个资本市场开始动摇。1997 年底，香港房价开始下降，到 1999 年 3 月，香港的房地产价格只有东南亚金融危机爆发前的 40%。房价的下跌趋势一直持续了六年，直到 2003 年底才开始逐渐回复。

3. 房地产市场与股票市场关联关系的理论分析

3.1 信贷机制作用理论

作为现代经济社会中两种重要的资产，房地产与股票都已成为金融市场中较为普遍的信贷抵押物。抵押物的价值象征了借款人的贷款能力，因此，这两种资产的价格会对信贷市场和信贷周期产生重大影响。

房地产价格与股票价格的上涨，会提升房地产资产与股票资产持有者的贷款融资能力，并使得进行此类资产抵押贷款业务的金融机构的资产负债状况得到改善、放贷能力得到增强，这会引发信贷扩张，大量资金将流入抵押贷款者手中，而这些资金中的一部分又将通过贷款人的投资活动继续流入到房地产市场与股票市场中，推动股价与房价的进一步上涨。

然而，作为抵押物的房地产资产与股票资产的价格一旦下滑，将对整个信贷市场产生巨大冲击。资产价格的下降削弱了资产持有者的借贷能力，同时，抵押物价值的贬值加剧了金融机构面对贷款者选择放弃抵押物、停止偿债的风险，金融机构的坏账增多，资产负债状况恶化，放贷能力将会受到严重影响，这会引发信贷紧缩，进一步抑制房地产市场、股票市场的交易活动，加速房地产、股票资产的价格下跌。

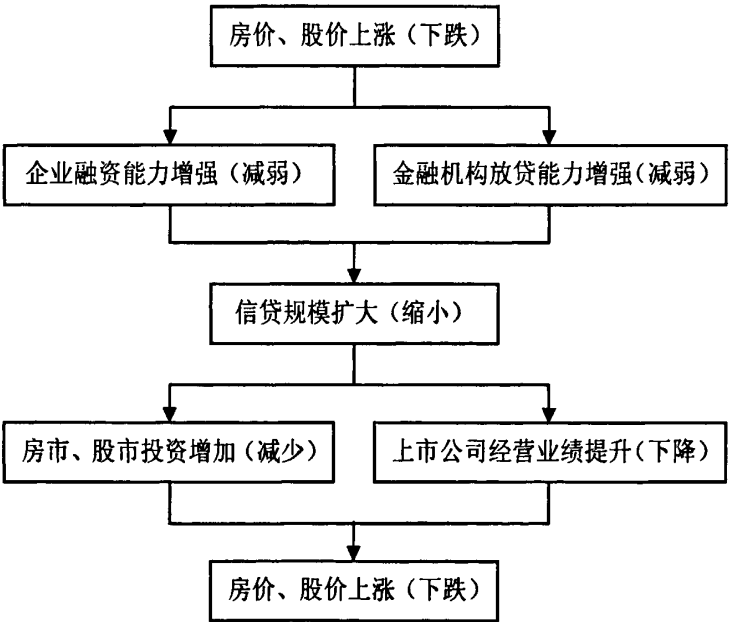


图 3-1 信贷机制作用路径图

另一方面，股价上涨提升了上市公司的净资产水平而使其融资能力增强，加上股价上涨带来的金融机构放贷能力的增强，可使上市公司更容易通过增发股票

或进行贷款获取资金,从而改进生产技术并加大投资,这可提高上市公司的经营绩效水平、提升利润,从而刺激股价的再次上扬。股票市场通过这一途径可达到自我强化的效果。而股价下跌则会起到相反的作用。

在信贷机制的作用下,房地产市场与股票市场同向发展,互为促进,表现为螺旋式前进过程。

3.2 财富效应理论

财富效应最早是由英国著名经济学家庇古提出的,故又被称作庇古效应。新帕尔格雷夫经济学大词典将财富效应定义为“如果其他条件不变,当货币余额发生变化时,总消费支出也会随之发生变动。”^①现代社会,财富的构成形式多种多样,不仅仅有货币、贵金属,还包括存款、房地产、证券、耐用消费品、金融衍生品等。因此,现代意义上的财富效应是指构成财富的各种资产的价格变动,将会对居民的消费支出产生影响。

3.2.1 房地产市场财富效应

房地产市场财富效应,是指房地产市场的价格上涨或下降导致房地产拥有者的财富发生增减变化,进而改变人们的消费支出水平,并因此影响整个宏观经济发展这样一种现象。

房地产财富效应的实现途径主要有四条:

(1) 房地产价格上涨时,房地产持有者可以将房屋、土地售出,将实物型财富货币化以获取资本升值带来的收益,增加其当期的可支配收入,从而影响其当期消费支出。

(2) 当房地产价格上涨时,房地产持有者也许不会立即将房地产售出以获取因资产升值带来的货币形式的财富增加,但持有者会从心理上感觉到自己富裕程度的上升,这种心理暗示会提升房地产持有者的收入预期水平,使其对未来更加乐观,从而增加其当期消费,拉动国民经济增长。

(3) 通过信贷机制的作用,房地产价格的上升可使资产持有者通过抵押贷款获得更多的资金,从而促进其当期消费。

(4) 然而,房地产价格的上涨也会起到降低消费支出的作用。其原因是,对于无房地产资产者来说,房地产价格的上涨通常会带来房屋租金的上涨,提高无房者的生活成本,为了填补这一缺口,无房者不得不减少其他消费支出,同时,无房者的收入预期也会因此恶化,从而减少消费。而计划买房者也会受到房价上涨的影响,他们不得不减少生活中的各项消费支出,增加储蓄,以备将来购置房产。

^① 约翰·伊特维尔. 新帕尔格雷夫经济学大辞典(4)[M]. 北京: 经济科学出版社, 1996. 954.

3.2.2 股票市场财富效应

股票市场财富效应,是指由于股票价格的上下波动导致股票持有者即股东的财富水平发生变化,进而影响其消费支出,并影响经济增长这一现象。

股票市场财富效应的实现方式有四种:

(1) 股票价格上升,股票持有者即股东可通过在股票二级市场出售股票以获取资本利得,将增加的财富货币化,提升了股票持有者的收入水平,进而使其扩大当期消费支出。此外,财富增加值中的一部分还会再次流入股市,进而进一步刺激股价上升,促进投资者扩大消费。

(2) 股票价格长期稳定的上升趋势,可增加股票持有者的富裕感,提高其收入预期,进而影响其消费水平。同时,作为国民经济“晴雨表”的股票市场,其股价一旦表现出持续、稳定的上升趋势,则常常能给人以经济运行良好的感觉,能增强投资者对未来经济发展的信心,从而影响人们的收入预期,进而扩大当期消费。

(3) 通过信贷机制的作用,股票价格的上升可促进上市公司增加融资提高经营绩效,从而增加公司所有者与公司员工的收入,推动消费。

(4) 股票价格的上涨趋势,可使股票持有者更为容易地在股票二级市场中将股票出售变现,降低了流动性风险,提升了股票的内在价值,而股票持有者将获得由此带来的收益。同时,股票持有者也将更为容易的通过出售股票来获取支持其消费支出的货币资金,进而影响当期消费支出水平。

3.2.3 财富效应下房地产市场与股票市场关联机制

房地产市场与股票市场都具有财富效应,两个市场的价格波动都会引起资产所有者的财富水平发生变化,进而影响消费、投资水平。股票是一种金融资产,在股票市场中投资者常将股票作为投资品进行交易,而房地产则兼具投资性和消费性,这使得它即被消费者消费又被投资者投资。股票和房地产所具有的特性使得其市场繁荣程度受人们的财富水平的影响巨大,财富效应成了连接两个市场的传导中介。

(1) 财富效应下,房地产市场对股票市场的影响。

当房地产市场价格上涨使得房地产持有者财富水平得到提升时,房地产持有者将增加消费支出,并同时增加其在资本市场中的投资,更多的资金将流入股票市场,并引起股票价格上扬。

然而从无房者和计划购房者的角度来看,房地产价格的上涨对股票价格却有着压制作用。房地产价格的上涨将导致无房者生活成本增加、富裕感降低,而计划购房者也将增加储蓄,这会引起消费支出与投资支出的减少,这一类人群对股

票投资的热度将降低，从而在一定程度上抑制股价的上涨。

因此，房地产市场通过财富效应对股票市场的影响作用并不确定，它的作用方向和作用效果会受到该地区房屋自有率的影响。房屋自有率越高，则房地产价格上涨对股票价格的拉升作用越强，房地产市场与股票市场的正相关关系越显著；而房屋自有率越低，则房地产价格上涨引起的股票价格下降的表现会越明显，房地产市场与股票市场的负相关关系越强。

同时，影响房地产市场对股票市场的推动作用的因素还包括房地产资产占其持有者的所有资产的比重。该比重越高，则房地产价格的上涨引发的财富效应越强，财富增加得越多，对消费、投资的影响越大，这会进一步增强投资者投资股票的意愿，加大对股市的资金投入，从而引起股价的更大幅度上扬。

(2) 财富效应下，股票市场对房地产市场的影响。

当股票价格上涨时，股票持有者的财富增加，股票持有者将增大消费和投资支出，人们对既是消费品又是投资品的房地产的需求将增大，大量资金将涌入房地产市场，房地产价格随之上涨。

同样，股票价值占其持有者的所有资产的比重的大小也会影响到股票市场对房地产市场的联动作用效果。股票价值占所有资产的比重越大，股票市场的财富效应越加明显，股价的上扬对总消费、总投资水平的影响越大，从而对房地产市场的促进作用越强。

不论是房地产市场还是股票市场，其资产价格变化趋势的持续性和稳定性均会显著地影响其财富效应的作用效果。只有持续、稳定的价格变动趋势才能显著地改变人们的收入预期、影响人们心理的富裕感，从而有效地影响居民消费支出。相对于价格波动频繁的股票市场来说，房地产市场的价格变动路径较为平坦。因此，从这点来看，房地产市场的财富效应要强于股票市场。仅从财富效应的角度上分析，在两个市场的互动关系中，房地产市场对股票市场的影响效果更强，而股票市场对房地产市场的影响效果则相对较弱。

3.3 宏观经济的传导作用

3.3.1 房地产市场与宏观经济相互作用的机制分析

自 20 世纪 80 年代以来，不少国家和地区的房地产市场都经历过繁荣与萧条相互更替的过程，而不少实证研究表明，房地产市场的波动与其所在地的宏观经济形势有着致为紧密的联系。

经济周期是指国民总产出、总收入和总就业的波动，是整体经济活动的波动

过程^①。宏观经济理论通常将一个完整的经济周期分为四个阶段：繁荣、衰退、萧条和复苏。宏观经济的周期波动往往会对房地产市场的供给与需求产生巨大影响，从而影响房地产市场的繁荣度。经济处于扩张阶段时，房地产市场中的需求量加大，促使房屋租金上涨，并直接为房地产价格上升提供动力。同时，投资者会加强对房地产市场未来行情的信心，于是增加房地产投资，使得市场中供给相对不足，推动房地产价格上涨。房地产价格的上涨趋势又可通过信贷机制的作用，得到进一步的加强。

当经济周期步入下行通道时，景气时期的房地产项目的过度开发加上经济下滑引起的投资活动的缩减，导致房地产市场需求不足、交易量减小、房屋空置率上升，资金周转上的困难迫使房地产投资者下调房地产价格以求资金兑现。经济的不景气导致悲观情绪的滋生并使之逐渐蔓延，人们开始下调收入预期，房地产市场的需求量进一步减少，这又加速了房地产价格的下跌。同时，通过信贷机制的作用，房地产价格的下降幅度将继续增大。

房地产市场走势与利率的变动往往呈相反方向。利率下降时，居民的储蓄意愿将会减小，相应地更倾向于增大消费支出，这在一定程度上会推动居民的房地产消费。低利率也使居民获得住房按揭贷款的成本降低，从而活跃了房地产市场交易。同时，从房地产市场供给方的角度来看，低利率能为房地产开发商节省融资成本，有利于其扩大房地产开发投资规模，繁荣市场。

在通货膨胀时期，货币的价值会不断下降，这使得人们对货币的喜好度减小，更偏好于持有实物资产。具有实物形态的房地产资产，不仅具有保值功能，还在通货膨胀率较高时存在一定的升值潜力。因此，在通货膨胀时期，投资者对房地产投资的热情度将会得到提升。

货币供应量的变化也会对房地产市场产生一定的影响。房地产业属于资金密集型产业，它的发展需要得到大量资金的支持。目前，在不少国家（如中国），与房地产相关的贷款在银行贷款总额中已占到相当大的比重。在货币供应量大量增加时，大量资金会通过直接或间接途径流入房地产市场，引起房地产市场需求大增，并推动房地产价格上涨。此外，货币供应量的增加，常常会导致利率下降，从而通过利率途径影响房地产市场。

房地产业作为许多国家的支柱型产业，其发展不仅受到宏观经济的影响，同时它也影响着一国或一地区的国民经济发展。

一方面，房地产价格的上涨，可通过房地产财富效应影响一国的总消费水平，进而影响该国的经济发展。通过这一途径发挥的作用效果受到该国房屋自有率以

^① 高鸿业. 西方经济学[M]. 北京：人民大学出版社, 2004. 709.

及房地产资产占国居民总财富比重的影响。

另一方面，由于房地产已成为现代社会中重要的贷款抵押物，房地产价格的变动可通过信贷机制的作用对信贷市场产生影响，进而改变社会总投资规模，并影响国民经济的运行。若国内的房地产市场对外开放，则因外资流动的迅速性，可进一步加强房地产市场对宏观经济的影响作用。

此外，从托宾的 Q 理论出发（在房地产市场中 Q 指房地产价格与房地产建造成本之比），当房地产价格上涨到一定水平时，Q 值便会高过一个临界点，即达到此值时便意味着房地产价格高于其建造成本，这时，进行房地产开发将有利可图，企业便会加大对房地产的开发力度，从而带动社会总投资的增加，促进经济增长。

3.3.2 股票市场与宏观经济相互作用的机制分析

当经济高速发展时，社会总需求增加，企业销售状况良好，利润增加，从而能为股东带来更多的股息与红利。投资者的收益增加，便会使其对股票未来收益形成乐观预期，投资者争相购买股票，致使股价上涨。股价的上涨趋势亦可通过信贷机制的作用得到进一步加强。

对于股票市场来说，利率是一个极为敏感的指标，无论在哪一地区、还是哪一时期，几乎每一次的调息，都会引发当地股票市场的急速震荡。因大部分企业都或多或少承担着债务，利率下降可减少企业的运营成本，使其利润增加，促进股价上涨。而低利率也会鼓励企业通过负债方式引进资金，以增加对新设备、新技术的投资，这又使企业的生产水平提高，从而提升股价。从另一方面看，利率下降会减小收益固定型资产（如债券）对投资者的吸引力，同时也会降低人们的储蓄意愿，促使资金流入股市，进一步提高股价。

通货膨胀导致的货币贬值会促使人们将手头的货币换成可保值增值的资产，股票即是选择之一，因此，通货膨胀可增加股票的市场需求，从而推动股价上涨。然而，当通货膨胀水平到达一定程度时，政府为了稳定市场并掌控好国民经济的发展走势，往往会实施一些紧缩政策，以控制通货膨胀，这通常会导致利率的上升，从而抑制股价上涨。

货币供应量可通过一定的途径影响股票市场。货币供应量的增加会促使人们为货币的使用寻找出路，一部分资金将流入股市，引起股价上涨。同时，货币供应量的增加往往会导致利率的下降，从而通过利率途径影响股票市场。

股票市场受多种宏观经济因素的影响，同样它也会反作用于宏观经济。通过股票市场的财富效应，股票价格的上涨会促进总消费的增加，从而依靠消费拉动经济增长。

股票价格的波动也会通过信贷渠道影响投资。在信贷机制的作用下，股价上

升会引起信贷扩张，并促进社会总投资规模的扩大，从而依靠投资推动经济增长。

从托宾的 Q 理论来看，如果股票价格高，则 Q 值（企业的市场价值与资本重置成本之比）高，当企业的市场价值高于资本重置成本时，企业便会通过发行股票来筹集资金以投资新厂房、新设备，从而增加社会总投资，并通过投资带动经济增长。

3.3.3 宏观经济传导作用下的房地产市场与股票市场关联机制

房地产市场与股票市场均会受到宏观经济的较大影响。根据宏观经济各因素分别与房地产市场、股票市场的互动关系分析，可看出两个市场的波动状况可通过宏观经济的传导作用联系起来。

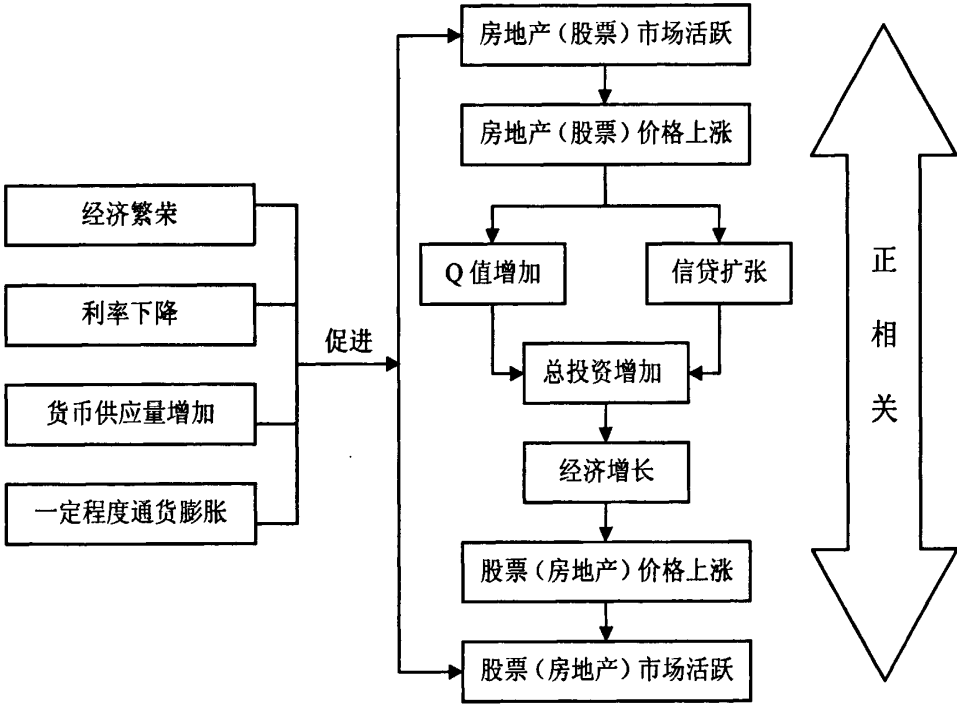


图 3-2 宏观经济的传导作用

房地产市场与股票市场都受经济周期影响，且在经济周期的影响下，两个市场的波动方向一致。经济处于扩张期，两个市场共同繁荣，市场交易额与交易量双双高涨；而经济衰退时，两个市场则一同陷入低迷。

房地产市场与股票市场都受利率水平、货币供应量和通货膨胀的影响，并且两个市场的变动方向一致。利率下降，促使资金流入两市，同时增加了房地产市场与股票市场的需求，促进了两市的繁荣。货币供应量的增加也会将资金引入两个市场。一定水平的通货膨胀会鼓励人们放弃货币转而持有具有保值增值功效的

资产, 房地产与股票均有此作用, 因此, 在一定的通胀水平下, 两个市场的投资活动会更加活跃。

当然, 两个市场的波动情况也都会影响国民经济的运行。房地产价格与股票价格的上升, 均能通过财富效应的作用推动社会总消费、促进国民经济增长。房地产市场和股票市场的价格上涨也都会通过信贷机制作用, 产生信贷扩张, 促进社会总投资的增加, 从而依靠投资拉动经济增长。而经济形势的良好状况, 又会继续对两个市场形成有利影响。

而从托宾的 Q 理论来看, 房地产价格的上升, 会促使房地产企业加大房地产开发规模, 从而拉动社会总投资, 推动经济增长, 并带动股票市场的繁荣。而股票价格的上升会鼓励公司通过发行股票筹集资金, 用以投资新厂房、新设备, 也会提高社会总投资额, 并会对房地产市场产生影响。

房地产市场和股票市场通过各自与宏观经济的相互影响作用, 呈现出一定的相关关系, 而宏观经济各因素则成了实现两市场互动关系的传导中介。

3.4 投资组合理论

1952 年, 哈里·马柯维茨 (Harry Markowitz) 发表了一篇名为“资产选择” (Portfolio Selection) 的文章, 文章中运用代数、概率论等方法, 结合投资者对风险的选择因素, 探讨了资产组合方法, 并因此建立了现代组合理论^①。现代投资组合理论的研究核心是建立最优投资组合, 即在一定收益条件下, 建立风险最小的投资组合或在一定风险条件下, 构建收益最大的投资组合。

通常, 我们用期望收益率计量收益率, 用方差计量风险水平。房地产和股票是现代经济生活中两种非常重要的投资品种, 假设有两种可供投资的资产: 房地产 A 和股票 B, 两者的投资比例分别为 x_A 和 x_B , 且 $x_A + x_B = 1$, 期望收益率分别为 $E(r_A)$ 和 $E(r_B)$, 方差分别为 σ_A^2 和 σ_B^2 。则投资组合 Z 的收益率 r_Z 为:

$$r_Z = x_A r_A + x_B r_B$$

投资组合 Z 的期望收益率和方差分别为:

$$E(r_Z) = x_A E(r_A) + x_B E(r_B) \quad (3-1)$$

$$\sigma_Z^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} \quad (3-2)$$

其中, ρ_{AB} 为资产 A 与 B 的相关系数, $\sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$ 为资产 A 与 B 的协方差。

由式 (3-1) 可知, 决定投资组合 Z 的期望收益率的因素有房地产 A、股票 B 的收益率及其各自在组合中的比重。增加收益率较高的资产的投资比例, 相应地在组合中缩减收益率较低的资产的比重, 可使总收益率增加。因此, 可知房地产

^① 杨朝军. 证券投资分析[M]. 上海: 上海人民出版社, 2007. 196.

与股票具有相互替代性，即其他条件不变，当两者的相对收益率发生变化时，为了达到投资组合收益最大化目标，投资者需要对投资组合中各资产的比例结构进行调整，加大相对收益率增加的资产的比重，减小相对收益率降低的资产的比重。

由式 (3-2) 和图 3-3 可知，投资组合 Z 的总风险会在一定的组合结构下达到最小，房地产投资比例 x_A 或股票投资比例 x_B 越接近 1，则资产组合 Z 的风险 σ_Z^2 越接近于房地产投资风险 σ_A^2 或股票投资风险 σ_B^2 ，即总风险 σ_Z^2 会越来越高于投资组合可达到的最低风险。因此，虽然房地产与股票具有相互替代性，但出于风险控制方面的考虑，两者的替代性是不完全的。在以房地产、股票为主要投资对象的投资组合中，制定怎样的投资比例，选择怎样的总收益率及与之相适应的风险度，会受到投资者的风险厌恶水平的影响。

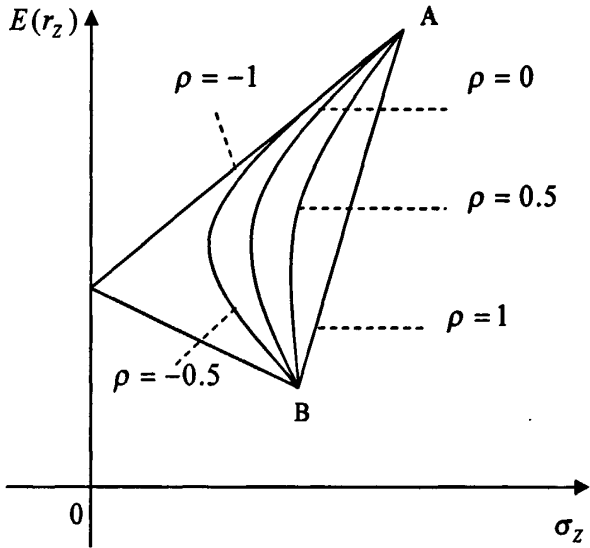


图 3-3 不同相关系数的投资组合线

从另一个角度看，大量资金从相对收益率下降的资产流向相对收益率上升的资产，将进一步推高相对收益率上升的资产的价格，价格的过度上涨将增大其投资风险。根据投资组合理论可知，投资者在追求收益最大化的同时也要求控制风险水平，以达到他所期望的风险收益水平。为了将风险控制在一定范围之内，投资者将调整其资产投资组合，适当地减少收益率较高而风险较大的资产比例，通过牺牲收益率来换取收益的稳定性。从这点上看，房地产市场与股票市场的相互替代作用也是不完全的。

4. 中国房地产市场与股票市场关联性的实证分析

1998年起,中国开始实行住房体制改革,中国房地产业的发展从此拉开序幕,并逐步走上了市场化道路。至2000年,我国各大银行已普遍开展了个人住房抵押贷款业务,为房地产市场提供了强有力的资金支持,刺激了消费者的购买欲望,进一步繁荣了房地产销售市场。同时,一系列扶持房地产企业发展的产业政策相继颁布,使得房地产开发投资市场也一齐火爆起来。中国的房地产市场就在国家、投资者、消费者的一齐参与下越显活跃,并且这种红火形势一直持续到了2004年。这期间,极为迅速的发展步伐将房地产业打造成了我国的支柱型产业,然而过热的发展势头也引发了一些不良后果,国家在2004年开始着手进行调控事宜。政府从土地供给、信贷规模等方面陆续进行调控,但这些措施在当时收效甚微,房地产市场投资过热化的倾向未能得到有效控制。从2005年至2007年,中国的房地产投资额依旧高速增长。直到2008年,因受美国次贷危机引起的全球金融危机的影响,中国房地产开发投资市场、销售市场才开始降温,国内施工面积、新开工面积显著减少,商品房销售额与销售量也大幅下挫。针对房地产市场的低迷表现以及严峻的宏观经济态势,国家连续出台了一系列刺激方案,以鼓励住房消费与房地产投资。进入2009年,全球各国的救市措施开始发挥效应,国际经济形势渐有好转,国内的大剂量经济刺激方案也开始彰显其效,房地产销售状况大幅好转,房价开始急速上升,房地产开发投资规模也随之扩大。

1999年7月,我国第一部专门规范证券发行与交易行为的法律《中华人民共和国证券法》正式实施,将我国证券市场的发展推入了一个新阶段。2004年1月,国务院发布了“国九条”,有力地推进了我国资本市场的改革,中国股票市场的发展出现了转折性变化。2005年,股权分置改革工作正式启动,随后,我国股票市场迎来了有史以来最为壮观的大牛市,并在2007年10月达到了历史最高价位。紧接着我国股市又经历了历史跌幅最大的熊市,在2008年10月跌入谷底,之后渐有回复。

1998~2009年十多年间,中国的房地产市场与股票市场都经历了高速发展与惨淡低迷的曲折之路。虽然在长期内,两个市场未能呈现出某种特定的相关关系,但在一定的发展阶段内却表现出了一定的特点。

4.1 数据采集与描述性统计分析

4.1.1 数据采集

中国房地产市场起步较晚,发展时间不长,对房地产市场的监控系统尚不完

善,各方面数据、资料不是很多。目前,中国最主要的房地产指数有全国房地产开发业景气指数(简称国房景气指数)、中国房地产指数系统(简称 CREIS)等。国房景气指数是从房地产业发展的基本要素(土地供给、市场资金、开发量和市场需求等)出发,对能反映房地产整体运行状况的八个方面构建分类指数,并对这些分类指数进行加权平均得到的综合指数。它综合地反映了房地产市场景气变化趋势与变化程度^①。由于国房景气指数是由国家统计局编制,具有一定的权威性,同时考虑到数据的可得性,本文选取了国房景气指数的八个分类指数中的商品房销售价格指数(记作 HP)和房地产开发投资指数(记作 HI)来代表我国的房地产市场的销售状况与开发投资情况,以对我国房地产市场的运行、发展情况进行分析。商品房销售价格指数反映的是商品房交易的平均价格水平,数值越大,表明景气程度越高。房地产开发投资指数反映的是房屋建设与土地开发项目的投资规模,数值越大,则景气程度越高。

相比于房地产市场,中国的股票市场发展时间更长,同时基于股票市场的特性,其公开的数据资料也更为丰富,股价指数能较好地反映股市的繁荣程度,而上证指数则为中国国内最具代表性的一支股价指数,因此,本文选用上证指数(记作 SZ)来代表我国股票市场运行状况。

本文用作计量分析的各指标数据均为月度数据,其中,上证指数的月度数据为每月最后一个交易日的收盘指数。数据采集区间为 1998 年 1 月至 2009 年 12 月,因 2009 年 1 月的商品房销售价格指数和房地产开发投资指数缺失,在此取 2008 年 12 月与 2009 年 2 月相应指标的平均值予以填充。本章节的统计分析均使用 Eviews6.0 软件进行。

4.1.2 数据的描述性统计分析

由表 4-1 可知,近十多年间,上证指数的标准差很大,说明我国的股票市场波动剧烈。除了商品房销售价格指数,其他两个指标均不服从正态分布。

由图 4-1 中三个指标在近年间的波动轨迹可知,房地产价格与股票价格总体呈上升趋势,而房地产开发投资指数则在 2004 年初开始下降,虽然在 2007~2008 年间有所回升,但其达到的最高点仍低于以往峰值。

^① 贾海. “国房景气指数”简介[J]. 中国统计 2000, (1): 48.

表 4-1 数据统计特征

	HP	HI	SZ
均值	103.1400	101.7107	1982.080
中位数	102.9450	101.7200	1643.635
最大值	115.2000	107.8600	5954.760
最小值	92.48000	91.20000	1060.740
标准差	4.484548	3.081149	989.8704
偏度	0.135467	-0.892341	1.956147
峰度	3.333720	4.436726	6.628234
JB统计量	1.108648	31.49562	170.8207
P值	0.574461	0.000000	0.000000
观察值	144	144	144

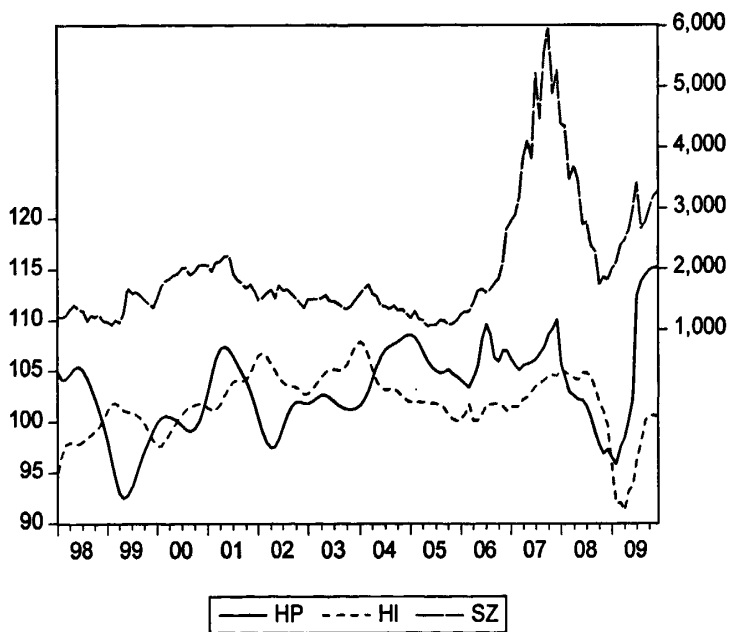


图 4-1 1998~2009 年中国房地产市场与股票市场走势

4.2 中国房地产市场与股票市场的协整关系检验

4.2.1 平稳性检验

协整理论最初由 Engle 和 Granger 提出,该理论认为,虽然一些经济变量本身是非平稳序列,但它们的线性组合却有可能是平稳的,这种平稳的线性组合被称为协整方程,方程中的各经济变量间则存在着协整关系,这是一种长期、稳定的均衡关系^①。协整关系不会因变量受随机因素、季节因素的干扰所引起的短期、暂

^① 高铁梅. 计量经济分析方法与建模: Eviews 应用及实例[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006. 154.

时的对均衡状态的偏离而受到影响。

在检验变量是否具有协整关系前,必须对各变量进行平稳性检验,对于非平稳的经济变量,只有当它们具有同阶单整性时,才有可能存在协整关系。检查序列平稳性的标准方法是单位根检验,其中,运用较为广泛的有 ADF 检验法。由于股票市场与房地产市场波动性较大,为了消除异方差,在此将各变量取对数,得到三个新变量 LNHP、LNHI、LNSZ。采用 ADF 检验法对 LNHP、LNHI、LNSZ 进行单位根检验,发现在 1998~2009 年间,上述三个变量并不具有同阶单整性,即这三个变量不具有协整关系。

表 4-2 ADF 检验结果

变量	水平检验结果		
	ADF-T 值	5%临界值	结论
LNHP	-3.913923	-3.442006	平稳
LNHI	-3.001968	-2.882127	平稳
LNSZ	-2.310732	-2.882127	非平稳

由第三章的宏观经济理论可知,房地产市场与股票市场的发展同国民经济总体发展是协调一致的,它们作为现代经济的重要组成部分,均会受到宏观经济波动的影响,且此影响效果较大。根据我国 1998~2009 年间的宏观经济景气水平状况,可把这 12 年时间分为三段,第一阶段:经济偏冷期(1998 年 1 月至 2002 年 5 月);第二阶段:经济稳定期(2002 年 6 月至 2007 年 8 月);第三阶段:经济波动较大期(2007 年 9 月至 2009 年 12 月)。分阶段对 LNHP、LNHI、LNSZ 进行单位根检验。从表 4-3 可看出,在各阶段内, LNHP、LNHI、LNSZ 均一阶单整。

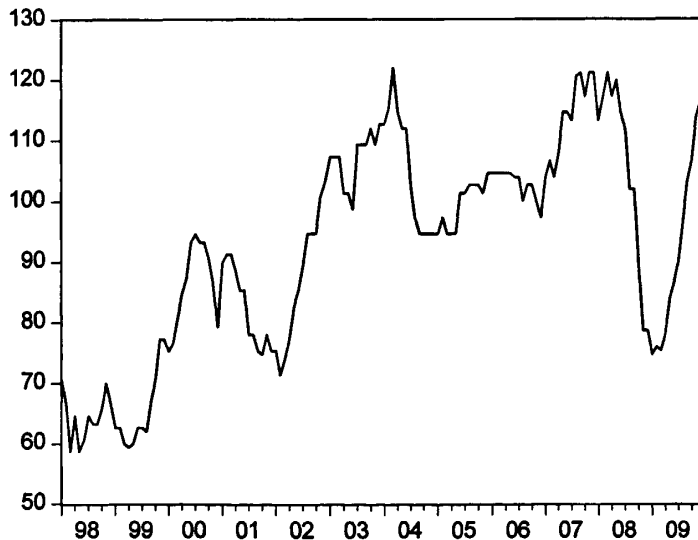


图 4-2 1998~2009 年中国宏观经济景气指数预警指数走势

表 4-3 单位根检验结果

变量		水平检验结果			一阶差分检验结果		
		ADF-T 值	5%临界值	结论	ADF-T 值	5%临界值	结论
1998.1~ 2002.5	LNHP	-2.154690	-2.928142	非平稳	-3.705108	-2.925169	平稳
	LNHI	-1.363543	-2.923780	非平稳	-3.131532	-2.923780	平稳
	LNSZ	-1.516139	-2.918778	非平稳	-6.064159	-2.919952	平稳
2002.6~ 2007.8	LNHP	-1.822570	-2.910860	非平稳	-5.938003	-2.910860	平稳
	LNHI	-1.839091	-2.910019	非平稳	-4.334030	-2.910019	平稳
	LNSZ	1.494093	-2.909206	非平稳	-7.070931	-2.910019	平稳
2007.9~ 2009.12	LNHP	-0.275662	-2.976263	非平稳	-3.446739	-2.981038	平稳
	LNHI	-0.314492	-1.954414	非平稳	-2.619214	-1.954414	平稳
	LNSZ	-1.862767	-2.976263	非平稳	-5.697835	-2.981038	平稳

4.2.2 协整检验

进行协整检验的方法有多种，本文选用 Johansen 检验法分别对三个时期内的 LNHP、LNHI、LNSZ 的协整关系进行检验，因滞后阶数的检验方法较多，在此，选择由各种检验方法中多数检验方法共同确定的滞后阶数为最优项。三个时期的滞后阶数分别为：6，4，2。设协整方程数为 r ，则房地产市场与股票市场的各阶段 Johansen 检验结果如表 4-4 所示。

表 4-4 房地产市场与股票市场 Johansen 检验结果

时间段	原假设	滞后阶数	特征值	迹统计量	5%临界值	P值
1998.01~ 2002.5	$r=0^*$	6	0.558276	67.66340	29.79707	0.0000
	$r\leq 1^*$	6	0.400617	30.07819	15.49471	0.0002
	$r\leq 2^*$	6	0.132396	6.532914	3.841466	0.0106
2002.06~ 2007.08	$r=0$	4	0.189165	19.16771	29.79707	0.4809
	$r\leq 1$	4	0.112938	7.005665	15.49471	0.5770
	$r\leq 2$	4	0.000947	0.054926	3.841466	0.8147
2007.09~ 2009.12	$r=0^*$	2	0.566926	40.20896	29.79707	0.0022
	$r\leq 1^*$	2	0.363090	19.28781	15.49471	0.0127
	$r\leq 2^*$	2	0.274130	8.009620	3.841466	0.0047

注：*代表在5%的显著性水平下拒绝原假设。

Johansen检验结果表明：

(1) 在1998年1月至2002年5月和2007年9月至2009年12月时期内，LNHP、LNHI、LNSZ三者之间存在较为显著的协整关系，即三者之间并非是独立运动的，

而是具有一定的长期、稳定的关系,它们具有共同的随机趋势。

(2) 在2002年6月至2007年8月时期内, LNHP、LNHI、LNSZ之间不存在显著的协整关系。

4.3 我国房地产市场与股票市场的Granger因果关系检验

房地产市场与股票市场的协整关系检验证实了在一定时期内,两个市场之间确实存在着一种稳定的均衡关系,但在两个市场的相互关系中,它们各自的主导地位如何,尚且无法确定,因此,需要采用基于向量自回归(VAR)模型的Granger因果检验方法对其进行检验。

VAR模型的原理是把系统中的每一个内生变量作为系统中所有内生变量的滞后值的函数来构造模型,从而估计出全部内生变量的动态关系^①。VAR(p)模型可表示为:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \cdots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t, \quad t=1,2,\cdots,T \quad (4-1)$$

其中, y_t 是 k 维内生变量向量, x_t 是 d 维外生变量向量, p 是滞后阶数, T 是样本个数, $k \times k$ 维矩阵 A_1, \cdots, A_p 和 $k \times d$ 维矩阵 B 是系数矩阵, ε_t 是 k 维扰动向量。

分别在三个时期中,对LNHP、LNHI、LNSZ三个变量建立VAR模型,由各种检验方法中多数检验方法共同确定的滞后阶数为最优项。在三个时期分别建立了VAR(6)模型、VAR(4)模型和VAR(2)模型,三个时期的VAR模型分别记作模型V1、模型V2、模型V3。基于已建立的VAR模型,对模型中的各变量进行Granger因果检验。

Granger因果关系检验的实质,其实就是检验一个变量的滞后项是否可以引入到其他变量方程中^②。对于两变量 Y 与 X , Granger因果检验要求估计以下回归:

$$Y_t = \sum_{i=1}^m \alpha_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i Y_{t-i} + \varepsilon_{1t}$$

$$X_t = \sum_{i=1}^m \mu_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \delta_i X_{t-i} + \varepsilon_{2t}$$

其中, ε_{1t} 与 ε_{2t} 为随机扰动项。

检验结果有四种:

- (1) X 是 Y 的原因但 Y 不是 X 的原因, 表现为 $\alpha_i \neq 0$ 且 $\mu_i = 0$;
- (2) Y 是 X 的原因但 X 不是 Y 的原因, 表现为 $\mu_i \neq 0$ 且 $\alpha_i = 0$;
- (3) Y 与 X 互为因果关系, 表现为 $\alpha_i \neq 0$, $\mu_i \neq 0$;
- (4) Y 与 X 不存在因果关系, 表现为 $\alpha_i = \mu_i = 0$ 。

^① 高铁梅. 计量经济分析方法与建模: Eviews 应用及实例[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006. 249.

^② 李子奈, 潘文卿. 计量经济学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2005. 157.

判断Granger因果检验结果，即判断系数 α_i, μ_i 是否为0，是通过F检验进行的。

对我国房地产市场与股票市场在三个时期中的关系进行Granger因果检验，检验结果如表4-5所示。可知，在10%的显著性水平下，在1998年1月至2002年5月期间，LNSZ是LNHP和LNHI的Granger原因，即股票市场波动是房地产市场波动的Granger原因；在2002年6月至2007年8月期间，LNHP和LNHI均是LNSZ的Granger原因，即房地产市场波动是股票市场波动的Granger原因；在2007年9月至2009年12月时期内，LNHI与LNSZ互为Granger因果关系，即房地产市场开发投资变动与股票市场波动互为因果关系。

表 4-5 Granger 因果检验结果

时间段	原假设	滞后项	F-统计量	P值	结果
1998.01~ 2002.05	LNSZ不是LNHP的Granger原因	6	5.50159	0.0005	拒绝
	LNHP不是LNSZ的Granger原因	6	1.84990	0.1186	接受
	LNSZ不是LNHI的Granger原因	6	2.02650	0.0890	拒绝
	LNHI不是LNSZ的Granger原因	6	1.24239	0.3097	接受
2002.06~ 2007.08	LNSZ不是LNHP的Granger原因	4	0.92800	0.4553	接受
	LNHP不是LNSZ的Granger原因	4	2.16989	0.0859	拒绝
	LNSZ不是LNHI的Granger原因	4	1.50855	0.2139	接受
	LNHI不是LNSZ的Granger原因	4	2.51452	0.0531	拒绝
2007.09~ 2009.12	LNSZ不是LNHP的Granger原因	2	0.24853	0.7822	接受
	LNHP不是LNSZ的Granger原因	2	0.40103	0.6747	接受
	LNSZ不是LNHI的Granger原因	2	4.27808	0.0276	拒绝
	LNHI不是LNSZ的Granger原因	2	4.71610	0.0203	拒绝

4.4 我国房地产市场与股票市场的脉冲响应分析

在对VAR模型进行分析时，常常会关注这样一个问题：当模型受到某种冲击时，即一个误差项发生变化时，整个系统会受到怎样的影响。针对这一问题，脉冲响应函数被提出^①。脉冲响应函数的实质是，当给随机扰动项施加一个标准差大小的冲击后，测算此冲击对内生变量的当期值和未来值所造成的影响。

根据式（4-1），可将没有外生变量的VAR（p）模型表示为无穷阶的向量动平均（VMA（∞））形式：

$$y_t = (I_k + C_1L + C_2L^2 + \cdots)\varepsilon_t$$

y_t 的第*i*个变量 y_{it} 可写成：

$$y_{it} = \sum_{j=1}^k (c_{ij}^{(0)}\varepsilon_{jt} + c_{ij}^{(1)}\varepsilon_{j,t-1} + c_{ij}^{(2)}\varepsilon_{j,t-2} + \cdots), \quad t=1,2,\cdots,T$$

^①高铁梅. 计量经济分析方法与建模：Eviews 应用及实例[M]. 北京：清华大学出版社, 2006. 264.

其中, k 为变量个数。

考虑两个变量的情形:

$$\begin{pmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_{11}^{(0)} & c_{12}^{(0)} \\ c_{21}^{(0)} & c_{22}^{(0)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} c_{11}^{(1)} & c_{12}^{(1)} \\ c_{21}^{(1)} & c_{22}^{(1)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t-1} \\ \varepsilon_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} c_{11}^{(2)} & c_{12}^{(2)} \\ c_{21}^{(2)} & c_{22}^{(2)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t-2} \\ \varepsilon_{2t-2} \end{pmatrix} + \dots$$

假设在基期给 y_1 一个单位的脉冲, 即:

$$\varepsilon_{1t} = \begin{cases} 1, & t = 0 \\ 0, & \text{其他} \end{cases}, \quad \varepsilon_{2t} = 0, \quad t = 0, 1, 2, \dots$$

由 y_1 的脉冲引起的 y_2 的响应函数为:

$$\begin{aligned} t = 0, \quad y_{20} &= c_{21}^{(0)} \\ t = 1, \quad y_{21} &= c_{21}^{(1)} \\ t = 2, \quad y_{22} &= c_{21}^{(2)} \\ &\vdots \end{aligned}$$

因此, y_1 因 y_1 的脉冲而产生的脉冲响应函数为:

$$c_{ij}^{(0)}, c_{ij}^{(1)}, c_{ij}^{(2)}, c_{ij}^{(3)}, \dots$$

y_1 因受到 y_1 的脉冲而产生的累积响应函数表示为 $\sum_{m=0}^{\infty} c_{ij}^{(m)}$

C_m 的第 i 行、第 j 列元素可表示为:

$$c_{ij}^{(m)} = \frac{\partial y_{i,t+m}}{\partial \varepsilon_{jt}}, \quad m = 0, 1, \dots, \quad t = 0, 1, \dots, T$$

该式为 m 的函数, 反映了给时期 t 上的第 j 个变量的扰动项添加一个单位的冲击, 而其他时期的扰动项为不变常数时, 第 i 个变量在时期 $t+m$ 时因此所受到的影响, 这便是脉冲响应函数^①。

做脉冲响应分析有一个前提, VAR 模型必须是稳定的, 即 AR 特征多项式根模的倒数值必须都位于单位圆内, 否则脉冲响应分析结果将会无效。

^① 计量经济分析方法与建模: Eviews 应用及实例[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006. 266.

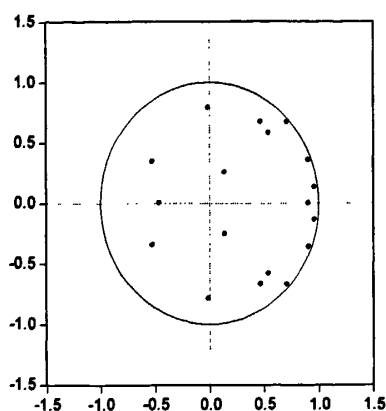


图4-3 第一阶段VAR(6)模型平稳性检验

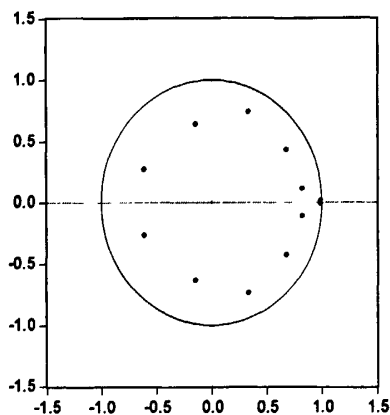


图4-4 第二阶段VAR(4)模型平稳性检验

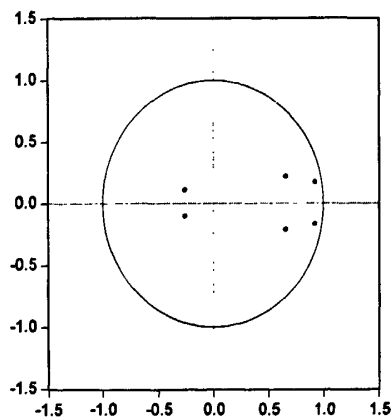


图 4-5 第三阶段 VAR(2)模型平稳性检验

对三个阶段的VAR模型分别进行稳定性检验，结果显示三个VAR模型均稳定。因此，在三个时期的房地产市场与股票市场波动的因果关系的基础上，可对各VAR模型分别做脉冲响应分析。脉冲响应函数如图4-6至图4-11所示。

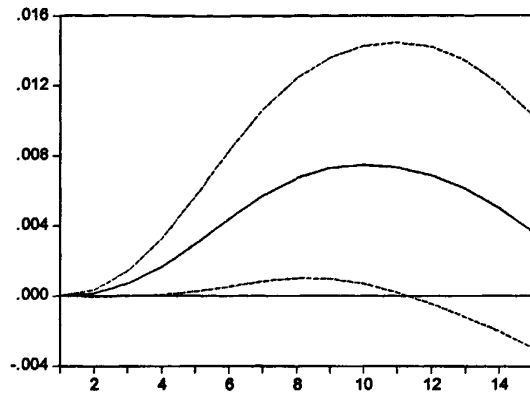


图 4-6 模型 V1 中股市冲击引起房地产销售市场的响应函数

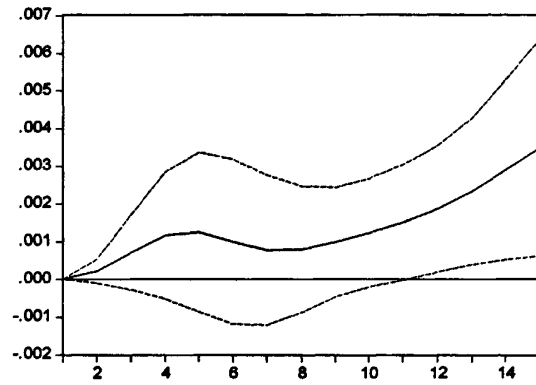


图 4-7 模型 V1 中股市冲击引起房地产开发投资市场的响应函数

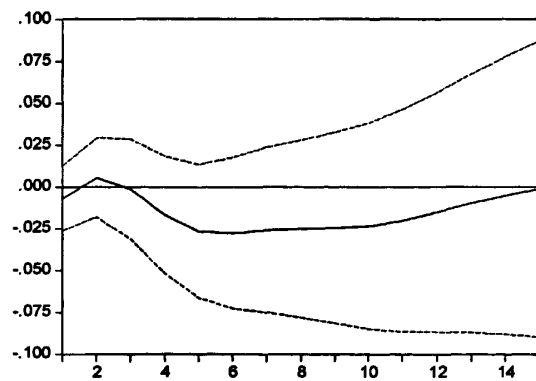


图 4-8 模型 V2 中房地产销售市场冲击引起股市的响应函数

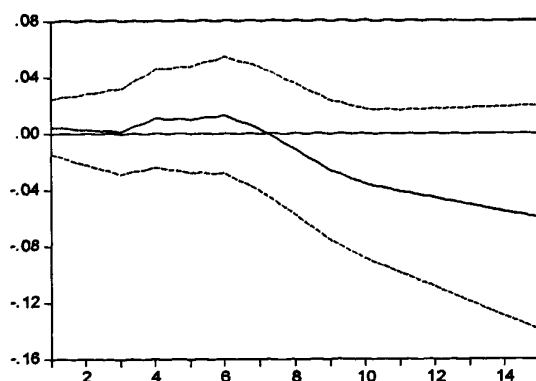


图 4-9 模型 V2 中房地产开发投资市场冲击引起股市的响应函数

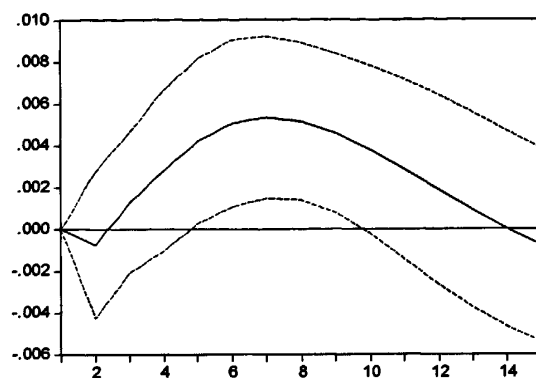


图 4-10 模型 V3 中股市冲击引起房地产开发投资市场的响应函数

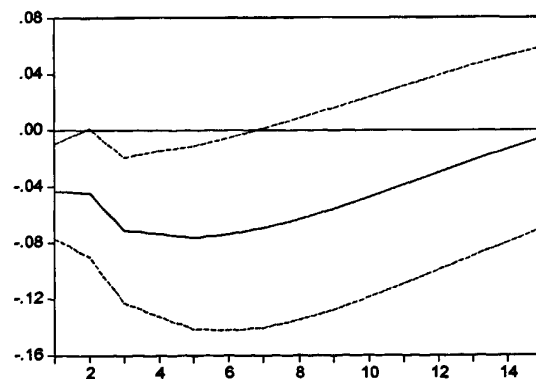


图 4-11 模型 V3 中房地产开发投资市场冲击引起股市的响应函数

图4-6和图4-7表示在1998年1月至2002年5月期间,股票市场价格的正向波动能够推动房地产销售市场的价格上涨,并促进房地产市场中开发投资规模的扩大。当LNSZ(上证指数的自然对数)受到一个单位的正向冲击后,房地产市场会随即做出一个正向反应,其中房地产销售市场的反应在第10期达到最大,LNHP(商品房销售价格指数的自然对数)在此时上升到0.0075左右,之后开始下降。而LNHI(房地产开发投资指数的自然对数)因LNSZ受到正向冲击而产生的正向反应会在

第5期达到一个小高峰,之后渐有回落,并从第8期开始再次加强。

图4-8和图4-9是2002年6月至2007年8月期间V2模型的脉冲响应函数图,描述的响应效果稍显复杂。商品房销售价格指数受到一个正冲击后,股市瞬间会有一个反向反应,在第2期,股市的反应回正,但反应较为微弱,随后又回到反向。对房地产开发投资指数施加一个正向冲击,股票市场将瞬间产生一个正向反应,该微弱的正向反应会持续到第7期,随后反应方向改变,反向走势将一直持续下去。

图4-10和图4-11描述的是2007年9月至2009年12月时期内,房地产开发投资指数与上证指数的相互作用关系。股票市场的一次正向波动,会即刻引起房地产开发投资指数做出反向反应,但此反应持续时间很短,从第3期起反应回正,并在第7期达到最大,随后回落。房地产开发投资指数突然正向变动时,将会瞬间引起股市做出反向反应,且此反应较为强烈,在第5期达到高峰后,其强度开始逐渐减弱。

4.5 实证结果分析

由协整检验、Granger 因果检验以及脉冲响应分析,可知我国的房地产市场与股票市场存在着一定的相关关系,但此相关关系并非是简单的正相关或负相关,而是具有一定的阶段性与复杂性。根据前一阶段的关联性分析,可以将两个市场的相关关系总结为:1998年1月至2002年5月期间,房地产市场与股票市场的波动呈正相关;2002年6月至2007年8月期间,房地产销售市场与股票市场的变化呈负相关,而房地产开发投资市场与股票市场波动在短期内呈微弱的正相关,长期则呈负相关;2007年9月至2009年12月期间,股票市场对房地产市场的影响主要集中在开发投资方面,短期内,股票市场对房地产开发投资市场起反向影响作用,长期影响作用则为正,而房地产开发投资市场对股票市场则始终起着反向影响作用,同时房地产销售市场与股票市场之间不存在明显的互动关系。

4.5.1 1998年1月至2002年5月期间两市场相关关系解释

这一时期,中国的房地产业刚刚步入市场化发展阶段,房地产投资增速缓慢,而房价则经历了先跌后涨的过程。因东南亚金融危机的影响,中国的国际环境遭受不利冲击,加之1998年前的一段时间,中国一直实行着适度从紧的财政和货币政策,1998年开始,中国的经济增速开始走低,并将整个国民经济带入通货紧缩状态,使得经济景气状况呈现出偏冷的态势。为了拉动中国经济增长,1998年,国家开始推行积极的财政政策和稳健的货币政策为经济发展加温,这种扩张的经济刺激方案施用了五年,并在提高中国经济发展速度、促进固定资产投资方面起到了一定作用。也就在同一时期,中国股票市场开始繁荣兴起,《中华人民共和国证券法》的正式实施为股票市场的规范发展提供了法律上的支持,进一步推动了

我国股票市场的健康发展,而1999年“搞活市场六项政策”的发布更是给我国的股票市场打了一剂“强心针”,以此为契机,中国股票市场开始了其持续两年多的牛市之路。

在此时期,宏观经济的偏冷态势使得房地产市场投资水平、销售状况受到不利影响,房地产市场较为冷清。而国家推出的扩张性调控政策和经济刺激方案又在一定程度上推动了房地产市场和股票市场的向上发展。由前文的计量经济分析可知,在1998年1月至2002年5月期间,股票市场与房地产开发投资市场、销售市场间存在着显著的协整关系,股票市场是房地产市场波动的单向 Granger 原因,并且两者为正相关关系。

这一阶段,宏观经济的传导功能和信贷机制为两个市场的相关关系的实现发挥了重要作用。国家在经济较不景气时实施的扩张性财政与货币政策(下调利率、增加货币供应量等),使得大量资金涌入股票市场与房地产市场,推动两个市场共同发展。这一时期,一片繁荣的股票市场对资金极具吸引力,股票价格大幅上涨,信贷机制作用得以有效发挥。股价上涨提高了上市公司的净资产水平,使之融资能力增强,同时扩张性财政与货币政策推动了可作为贷款抵押物的各类资产的价格上涨,改善了银行的资产负债状况,从而增强了其放贷能力,引起信贷扩张,这使得公司更为容易进行融资以扩大投资、提高公司经营水平,从而提高经营业绩,进一步推动公司股价上涨。而在股票价格轮番上涨的过程中,因公司的融资能力加强,使得其对固定资产的投资需求增加,从而推动了房地产市场的繁荣。

此外,财富效应发挥作用。股票价格上涨,增加了投资者财富,提升了人们的消费需求与投资需求,兼具消费性与投资性的房地产资产受到人们的青睐,从而促进了房地产投资的扩大与房地产销售情况的好转。不过在此阶段,股票价值占中国国内居民财富总额的比重还不高,因此,股票市场的财富效应的作用效果还比较有限。

因在该时期内,相比于较为冷清的房地产市场,股票市场更显繁荣,股票投资活动也更为活跃,所以在两个市场的互动关系中,股票市场居于主导地位,并对房地产市场起到同向影响作用。

4.5.2 2002年6月至2007年8月期间两市场相关关系解释

这一阶段,房地产市场与股票市场不存在较为显著的协整关系,而在10%的显著性水平下,Granger 因果检验表明房地产市场是股票市场波动的单向 Granger 原因。脉冲响应分析则表明房地产市场对股票市场主要起到反向影响作用,仅在短期内构成微弱的同向冲击。

这一时期,中国的宏观经济发展形势较为稳定,保持了较高的经济增长速度,

同时国家也实施了稳健偏紧的财政与货币政策。2002年起,房地产市场开始回暖,至2006年,房地产投资年增长率一直保持在20%以上。而我国的股市则在2001年结束了牛市之后步入了为期四年的调整期,直到2006年下半年才重返活跃。

在这段时期中,替代效应发挥了主要作用,信贷机制作用及财富效应较不明显。国家采取的偏紧的货币政策,使得整个社会中资金供给趋紧,这在一定程度上影响了信贷机制作用的发挥。从投资组合理论来看,房地产市场的繁荣和股市的萧条、股票市场中收益率水平的持续走低,会促使人们对投资组合进行调整。为了使投资组合获得较高的总收益,投资者会增加收益率较高的房地产资产的投资比例,并相应地缩减收益率较低的股票资产的投资比例,投资者对股票的需求减少,资金从股票市场中流出,流入房地产市场。而此时趋紧的社会总资金供给状况更是增强了资金在这两个市场中的转移效果,替代效应作用明显。房地产市场对股票市场短暂且微弱的正向冲击作用归因于房地产市场财富效应的发挥。中国的房屋自有率虽然较高,但是整个社会对房地产的需求仍非常大,众多居民省吃俭用,加大储蓄,为的就是追赶日渐上涨的房价,以实现买房目标,因此,房地产市场的财富效应虽有所作用,但其力度不强,维持时间也不长。

股市的低迷和收益率的降低会使股东的财富水平下降,进而通过财富效应对社会总消费产生影响,影响房地产的消费与投资。但在此阶段,股票价值占我国投资者财产总额的比重较小,限制了其财富效应的发挥。并且在股市调整期,股票价格波动频繁,股价变动趋势不稳定,更加削弱了我国股票市场财富效应的作用效果,使得股价的波动不能对房地产市场产生显著影响。

因此,在这一阶段,房地产市场是股票市场波动的单向 Granger 原因,并且主要起着反向影响作用。

4.5.3 2007年9月至2009年12月期间两市场相关关系解释

在这一时期,房地产开发投资市场、销售市场与股票市场间存在着显著的协整关系,房地产开发投资市场与股票市场互为 Granger 因果关系,股票市场变动对房地产开发投资市场有着正向冲击影响,而房地产开发投资市场波动则对股票市场起着反作用。

在此阶段,中国经济走过了一段从偏热到偏冷随后稍有回暖的起伏波折之路,而中国的股票市场与房地产市场也共同经历了一个高位跳水、再一定程度回位的过程。到2008年初,中国的消费者物价指数不断攀升,通货膨胀压力越来越大,经济过热的势头有所显现。为了维持国民经济的健康发展,国家开始实施一系列紧缩政策,以控制经济增长节奏,并调整经济发展结构。正在此时,由美国次贷危机引发的全球金融危机开始席卷全球,各国经济发展均遭受重大冲击,中国也

未能幸免,经济增速开始放缓,宏观经济形势日趋严峻。为了保增长、促发展,国家开始推行一系列经济刺激方案:鼓励银行业金融机构加大对企业的信贷支持,增加大型基建项目的开发,推行积极的财政与货币政策,鼓励消费以提高内需等。世界各国也相继推出了程度不一的经济刺激计划。在大力度的救市举措下,全球经济下滑态势得到了控制,终于在2009年第二季度,中国经济开始全面回暖,随后世界经济也逐步复苏。

2006年下半年开始的中国股市大牛市吸引了大量投资者进入股票市场,一度引起全民炒股热,使得股票在投资者财产中的比重大幅提升。而股改后,中国股市中上市公司分红比例大大提升,2007年,约有一半的上市公司进行了分红派息。这些因素都大大增强了股票收益对人们财富水平的影响程度。并且在这一时期,股票价格走势较为明显,趋势维持时间较长,持续的暴涨后便是持续的暴跌,探底后又保持了一段较为稳定的回升势头,因此,股票市场的财富效应开始发挥较为显著的作用。股票价格上升(下降)改变了投资者财富水平,并通过财富效应增加(减少)了总消费、总投资,进而扩大(减小)了对房地产的开发投资规模。同时,信贷机制也发挥了作用,增强了两者的正相关关系。股价上升引起了信贷扩张(收缩),使得上市公司获取融资更为容易(艰难),促进(抑制)了投资的增加,从而加大(减小)了房地产开发投资需求。

2008年上半年,中国消费者物价指数同比上涨7.9%,物价的不断上涨使得房地产业成本大大增加,房地产开发投资规模逐渐减小,资金开始从房地产市场撤出,转入已走出谷底开始回复的投资回报速度更快的股票市场中。此后,受世界金融危机影响,中国宏观经济形势一路走低,投资者信心下降。房地产市场投资回报时间长,而对未来预期的下降使得投资者更为谨慎,这进一步减少了房地产投资需求,进而将资金转入股市这个可以进行短线操作、短期投资的市场,促进了股票价格的上涨,使得股票市场对房地产市场的替代效应较为显著。在遭受全球金融危机冲击的这段时间中,中国政府为了提高经济发展动力,大力推行经济刺激计划,最主要的措施就是加大投资力度,靠投资拉动经济增长,2008年11月宣布的4万亿投资计划就是措施之一。高强度的投资方案最主要用在了固定资产投资上,而在我国的固定资产投资中,房地产投资一直占有很高的比重,2009年上半年,房地产投资占城镇固定资产投资总额的22.2%,而在2008年,此比重则为23.8%。大规模的经济刺激计划将侧重点对准了增加固定资产投资上,鼓励大量资金涌入其中,不少资金便由此流入房地产市场。同时,政府还从加大土地供给、实行税收优惠、降低贷款利率等方面出发,为房地产市场加温。资金是有限的,而有政策大力支持的房地产开发投资市场挤占了大量资金,这对股票市场形成了不利冲击,在对房地产利好政策的影响下,房地产市场对股票市场的替代效

应得以发挥。

在经济遭受巨大冲击时，投资市场往往最先受到影响，并且其所受影响通常较为巨大。因为投资者对各种经济因素的变化最为敏感，他们的投资收益会因经济环境的细小变化而改变，在追求投资收益最大化的目标下，投资市场一旦有任何风吹草动，投资者便会迅速改变投资策略。因此，在这一时期，房地产开发投资市场与股票市场间的联动关系较为显著，而作为消费市场一部分的房地产销售市场，则未能与作为投资市场的股票市场呈现出如此明显的直接互动关系。

5. 结论与启示

5.1 结论

本文采用理论分析与实证分析相结合,定性分析与定量分析互为补充的方式,对中国房地产市场与股票市场的关联性进行了分析。本文首先介绍了我国房地产市场与股票市场的发展历史与现状,接着从国外角度出发,回顾了各国不同经济发展时期的房地产市场与股票市场的相关关系表现,然后从信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合理论的角度出发,对房地产市场与股票市场间的互动关系进行了理论阐释,最后运用计量经济方法对我国两个市场的关联性进行了数量分析,并结合有关理论进行了实证研究,得出以下结论:

第一,借鉴国外历史经验,可看出各国的房地产市场与股票市场都存在一定的联动关系。20世纪70年代以来,美国的房地产市场与股票市场时而共荣共衰,时而一盛一衰,并没有保持一个持续、稳定的相互作用关系。

相比于美国的两个市场所呈现的时正时负的相关关系,日本及东南亚各国、各地区的房地产市场与股票市场则表现了更为稳定的协同关系。20世纪80年代末,日本的房地产价格与股票价格持续高涨,导致日本的国民资产总额在短短的四年间增加了2330万亿日元,两个市场相互推动,泡沫也在两个市场中被越吹越大。终于在日本银行的一次次上调再贴现率的举动下,两个市场再也支撑不住。1991年,日本股市崩盘,随即房地产价格开始暴跌,泡沫的覆灭将日本拖入了长达十年之久的经济衰退期中。

20世纪80年代末到90年代初期,东南亚各国发展迅速,经济持续繁荣,各国也相继进行了金融自由化改革,将国内资本市场国际化,大量国际游资迅速涌入国内。然而由于各国的金融市场尚不规范,监管体系亦不完善,使得这些国家对国际游资没有形成有效监控,大量外资未能流向实体经济,而是进入了金融市场。巨额资金充斥着房地产市场与股票市场,使得房价、股价持续高涨,不可避免地积聚起大量泡沫。1996年起,国际环境的不利影响强力地冲击了泰国经济,股市暴跌,房地产市场趋于冷淡,流动性极高的国外游资开始大规模撤出泰国市场,更是加速了泡沫的破灭。经济衰退、泰铢贬值,引发了东南亚金融危机,并波及整个东南亚地区,其他国家、各地区的房地产市场与股票市场也开始走向低迷。

从国外各国历史发展经验看,房地产市场泡沫的破灭总是与股票市场的暴跌相伴随,房地产市场、股票市场中的一个在经历了高速发展后发生逆转情形时,投资者信心会受到强烈冲击,并且这种悲观情绪会迅速蔓延开,影响整个投资市

场,进而使得两个市场一同萧条不振。

第二,从理论上分析,房地产市场与股票市场间的互动关系可通过信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用、投资组合理论进行解释。其中,在信贷机制的作用下,房地产市场与股票市场的波动通过影响信贷规模,进而影响两市场的投资活动这一途径,使得两市场呈现出正相关关系。

在财富效应理论中,股票市场通过财富效应,会对房地产市场产生正向影响,股票占投资者资产的比重越大,其影响越显著。而房地产市场对股票市场的作用方向却并不确定,它受到房屋自有率和居民买房计划的影响。房屋自有率越高,则房地产市场与股票市场正相关关系越强;房屋自有率越低,则房地产市场与股票市场负相关关系越强。

宏观经济的传导作用包含的内容较多,房地产市场与股票市场可通过宏观经济中的多种因素如货币供应量、利率、通货膨胀率、经济周期等对两市场的共同影响作用而产生关联,同时两个市场也会在信贷机制的作用下与宏观经济互为影响,并因此构成关联关系。通过宏观经济的传导作用,两个市场通常表现为正相关关系。

从投资组合理论的角度出发解释两个市场的关系,则替代效应发挥主导作用。当房地产资产与股票资产的相对收益率发生变化时,相对收益率上升的资产将会对投资者具有更大的吸引力,投资者会加大这一类资产的投资比例,资金会从相对收益率降低的资产流向相对收益率上升的资产,资金的转移又会进一步拉大两个市场的收益率差距,价高的将更高,而价低的则继续走低。然而对一种资产过大比例的投资,将增加整个投资组合的风险,并且当一种资产的价格上涨到一定程度后,其风险将增加。投资者为了追求其最为理想的风险收益水平,将调整投资组合,适当地减少收益率高、风险高的资产比例,增加收益率低、风险低的资产比例。

从不同的角度对房地产市场与股票市场的关联性做出理论解释,归根到底,两者的关系不是共荣共衰,就是相互替代,至于哪种关系更为显著,则由市场环境决定,包括宏观经济形势、政府的政策走向、资本市场的发达程度、投资者的投资水平等。

第三,通过实证研究,发现在不同时期,我国的房地产市场与股票市场的关联性呈现出不同特点,两者之间并不存在长期稳定的正相关或负相关关系。1998年1月至2002年5月期间,两个市场呈正相关关系,股票市场是房地产市场波动的单向 Granger 原因。在这一阶段,宏观经济的传导功能以及信贷机制发挥了主导作用。为了刺激不太景气的国民经济向上发展,国家实施了扩张的财政与货币政策,推动了房地产与股票价格的上涨,同时在信贷机制的作用下,资产价格的上

涨引起了信贷扩张,使得较为繁荣的股票市场对房地产市场起到推动作用,并且财富效应也增强了两个市场间的互动关系。

在我国经济较为平稳的2002年6月至2007年8月期间,政府实行了稳健偏紧的财政与货币政策,房地产市场逐渐回暖,而股票市场却在2001年后经历了四年的低迷期。在此阶段,房地产市场对股票市场主要起着反向影响作用,投资组合理论中的替代效应居于主导地位。股市的低迷让投资者将目光转向渐为繁荣的房地产市场,为了追求较高的收益率,投资者选择增持房地产资产,而减持股票,这使得两个市场呈现出负相关关系。受我国居民对住房仍存在大量需求的影响,房地产市场的财富效应虽有所显现,但作用力度不强,持续时间也不长。而股票市场因价格波动频繁、股票资产占投资者总财产比例较小的缘故,其财富效应的发挥也受到抑制。

2007年9月之后,中国经济受到全球金融危机的影响,经历了一次大震荡。中国的房地产市场与股票市场也经历过了一个大跌后逐渐回升的过程。虽然两个市场在这一阶段的波动趋势相似,但两者的相互作用关系却并不是简单的正相关。替代效应使得房地产开发投资市场对股票市场起到反向影响作用,而通过信贷机制与股市的财富效应,又使股票市场对房地产开发投资市场起着同向冲击作用。两个市场的关系在巨大的经济冲击和政府的一系列大剂量的救市方案的作用下变得更为复杂。

5.2 政策启示

结合我国各阶段出现的房地产市场与股票市场的相关关系表现,我国在对投资市场实施监管、进行宏观经济调控时应注意以下几个方面:

第一,在国家经济运行的不同阶段,应权衡房地产市场与股票市场的互动特点,实行协同调控,防止风险的积聚与传递。我国房地产市场与宏观经济的相互影响作用较强,同时,股票市场的发展状况与国民经济发展状况也高度相关。因此,需要密切关注两个市场在不同经济形势下的波动特点,认真研究两个市场的周期波动规律。通过信贷机制作用、财富效应、宏观经济的传导作用以及投资组合理论中的替代效应,资金在我国的房地产市场与股票市场之间流动,并使得两个市场呈现出一定的关联性。然而在不同时期,由于国内外经济环境的改变、市场特点的变化,使得各种效应的作用效果不同,这就影响了资金在两个市场间的流向与流量。因此,在对一个市场进行政策调控时,必须根据当时两个市场的关联性特点,同时考虑到另一个市场的反应,这样才能提升调控效果,而不至于引起过多、过于强烈的预期外的不良反应。此外,在两个市场的互动关系中,若能把握好哪一个市场居于主导地位这一点,并据此施行调控措施,则能达到事半功

倍的效果。

第二，政府部门应合理控制信贷规模、严密监测信贷资金流向，防止因信贷扩张过度而引起的风险大量积聚与风险在不同市场之间的迅速传递。信贷机制在影响我国房地产市场与股票市场的相关关系方面起着重要作用。房地产市场与股票市场中相当大一部分的资金来源于银行等金融机构的贷款，当股票价格或房地产价格发生逆转时，许多由房地产和股票作为抵押物的贷款将变为不良贷款，使得银行坏账增多，资产负债状况恶化，风险将会在金融系统内大量、迅速地暴露出来，极易引发金融震荡，甚至引起经济危机。因此，政府应妥善管理信贷市场，不能一味地为房地产市场与股票市场的发展提供高额的资金支持，以防止泡沫在两个市场中滋生，避免风险在经济发展的路途中大量积聚。监管当局应兼顾经济发展的速度与平稳度，合理、有效地推动我国房地产市场与股票市场健康、持续发展。

第三，从近年间我国房地产市场、股票市场的发展走势与宏观调控措施的落实情况来看，在经济较不景气时期，两个市场对扩张性财政与货币政策较为敏感，市场信心也较容易提升，此时，宏观调控效果往往较好。而在两个市场处于过热发展阶段时，紧缩性的调控措施则显效较慢，通常会有一定的时滞性。针对这一现象，国家在对房地产市场与股票市场实施宏观调控时，应根据两市场所处的经济发展阶段的特点，掌握好调控力度，把握好调控时机，以使宏观调控效果达到最佳。

第四，应大力发展金融市场，拓宽我国的投资与融资渠道。相比于发达国家，我国的金融产品相当匮乏。投资市场中，房地产与股票投资占据了绝对主导地位，而房地产市场与股票市场间显著的关联关系则进一步削弱了投资市场的稳定性，这会对整个国民经济的运行产生不利影响。因此，在我国应鼓励金融创新，丰富金融产品，建立多元化投融资渠道，以此降低市场中风险的积聚程度，并为国民经济的持续、稳定发展提供有利环境。

参考文献

- [1] 余晓. 宏观经济因素与房地产价格[J]. 中国科技产业月刊, 1996, (1): 45~46.
- [2] 李立, 李永辉. 论当前影响房价的因素及变动趋势[J]. 东岳论丛, 2002, 23 (6): 36~38.
- [3] 沈悦, 刘洪玉. 房地产价格与宏观经济指标关系的研究[J]. 价格理论与实践, 2002, (8): 20~22.
- [4] 谈儒勇. 中国金融发展和经济增长关系的实证研究[J]. 经济研究, 1999, (10): 53~61.
- [5] 殷醒民, 谢洁. 中国股票市场与经济增长关系的实证研究[J]. 复旦学报(社会科学版), 2001, (4): 96~102.
- [6] 刘勇. 我国股票市场和宏观经济变量关系的经验研究[J]. 财贸经济, 2004, (4): 21~27.
- [7] 陈怡. 我国股票市场与经济增长关系的实证研究[J]. 经济经纬, 2009, (4): 28~30.
- [8] 高春华, 李亚伟. 中国宏观经济与股票市场互动关系的分析[J]. 经济研究导刊, 2009, (1): 86~87.
- [9] 张红, 邱峥. 基于 MTV 模型的房价与股价互动关系研究[J]. 中国房地产金融, 2005, (3): 11~14.
- [10] 罗来东, 侯玉玲. 房地产和股票市场同货币供应量协同性实证研究[J]. 统计与决策, 2005, (1): 74~76.
- [11] 盛松成, 李安定, 刘惠娜. 上海房地产市场发展周期与金融运行关系研究[J]. 上海金融, 2005, (6): 4~7.
- [12] 周京奎. 1998~2005 年我国资产价格波动机制研究--以房地产价格与股票价格互动关系为例[J]. 上海经济研究, 2006, (4): 21~29.
- [13] 洪涛, 高波. 中国股价与房价关系分析: 2001—2006[J]. 价格理论与实践, 2007, (1): 64~65.
- [14] 汪伟全. 试析房价与股价间关系[J]. 商场现代化, 2008, (20): 343~344.
- [15] 张炯, 贾仁甫, 张兵. 2001~2008 年我国房地产价格与金融市场关系的实证研究[J]. 建筑经济, 2009, (12): 47~50.
- [16] 张红. 房地产经济学[M]. 北京: 清华大学出版社, 2005. 15~21.
- [17] 崔建华. 房地产经济论[M]. 北京: 经济科学出版社, 2003. 126~127.
- [18] 李玫, 高小红. 我国房地产市场发展及现状解析[J]. 经济论坛, 2009, (11): 39~41.

- [19]崔阳. 我国股票市场的发展过程、现状及建议[J]. 消费导刊, 2008, (9): 52~53.
- [20]中国人民银行营业管理部课题组. 房地产价格与房地产泡沫问题[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2007. 34~53.
- [21]胡胜, 刘旦. 房地产价格财富效应的传导机制分析[J]. 中国物价, 2009, (3):20~23.
- [22]王子龙, 许箫迪, 徐浩然. 房地产市场财富效应理论与实证研究[J]. 财贸经济, 2008, (12):116~122.
- [23]李晋彪. 中国股票市场财富效应研究[D]. 济南: 山东大学, 2009.
- [24]沈悦. 房地产价格与宏观经济的关系研究[M]. 北京: 中国水利水电出版社:知识产权出版社, 2006. 68~89.
- [25]彭晓莲. 国内外房地产经济周期研究综述[J]. 当代经济, 2009, (9): 148~149.
- [26]陈奕播, 田益祥. 股市、房市与 GDP 的相关性研究[J]. 统计与决策, 2008, (12): 86~87.
- [27]杨朝军. 证券投资分析[M]. 上海: 上海人民出版社, 2007. 209~226.
- [28]王松涛, 李娜. 香港认股权证市场与房地产市场互动关系研究[J]. 财经问题研究, 2006, (11): 56~60.
- [29]李子耐, 潘文卿. 计量经济学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2005. 156~157.
- [30]高铁梅. 计量经济分析方法与建模: Eviews 应用及实例[M]. 北京: 清华大学出版社, 2006. 249~276.
- [31]张中华, 朱新荣, 唐文进. 房地产与资本市场[M]. 北京: 中国金融出版社, 2009. 259~275.
- [32]沈悦, 卢文兵. 中国股票价格与房地产价格关联性研究[J]. 当代经济科学, 2008, 30 (4): 87~92.
- [33]梁涛, 昭雄, 李仁德. 我国证券市场对房地产市场影响的实证分析[J]. 金融经济, 2009, (24): 58~59.
- [34]解保华, 李彬联, 石立. 中国股票市场与房地产市场泡沫问题研究[J]. 上海财经大学学报, 2009, 11 (1): 64~71.
- [35]Daniel C. Quan and Sheridan Titman. Commercial Real Estate Prices and Stock Market Returns: An International Analysis[C], working paper presented at the Homer Hoyt meeting, 1996.
- [36]Karl E. Case, John M. Quigley and Robert J. Shiller, Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market[R]. NBER Working Paper No. 8606, 2001.
- [37]Lawrence H. Summers. Inflation, the Stock Market and Owner Occupied Housing[R]. American Economic Review, 1981, 71 (2): 429~434.
- [38]Douglas Stone and William T Ziembra. Land and Stock Prices in Japan[J]. Journal

of Economic Perspectives, 1993, 7 (3):149~166.

[39]John Okunev and Patrick J. Wilson. Using Nonlinear Tests to Examine Integration between Real Estate and Stock Markets [J]. Real Estate Economics, 1997, 25: 487~503.

[40]David C. Ling and Andy Naranjo. The Integration of Commercial Real Estate Markets and Stock Markets [J]. Real Estate Economics, 1999, 27: 483~515.

[41]John Okunev, Patrick Wilson and Ralf Zurbrueg. The Causal Relationships between Real Estate and Stock Market[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 2000, 21 (3): 251~261.

[42]Raymond Y. C. Tse. Impact of Property Prices on Stock Prices in Hong Kong[J]. Review of Picnic Basin Financial Markets and Policies, 2001 (1): 29~43.

[43]Okunev John, Wilson Patrick and Zurbrueg Ralf. Relationships between Australian real estate and Stock Market Prices-A Case of Market Inefficiency[J]. Journal of Forecasting, 2002 , 21: 181~187.

[44]Aman Ullah and Zhong-Guo Zhou . Real estate and stock returns: a multivariate VAREC model[J]. Property Management, 2003, 21 (1): 8~17.

[45]Kim Hiang Liow. Corporate Real Estate and Stock Market Performance[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2004, 29 (1): 119~140.

[46]Nobuhiro Kiyotaki and John Moore. Credit cycles[J]. Journal of Political Economy, 1997, 105 (2): 211~248.

[47]Nan-kuang Chen. Asset price fluctuations in Taiwan: Evidence from stock and real estate price 1973 to 1992[J]. Journal of Asian Economics, 2001, 12: 215~232.

[48]James M. Poterba. Stock Market Wealth and Consumption[J]. Journal of Economic Perspectives, 2000, 14 (2): 99~118.

[49]Nikola Dvornak and Marion Kohler. Housing Wealth, Stock Market Wealth and Consumption: A Panel Analysis for Australia[J]. Economic Record, 2007, 83: 117~130.

[50]Kim Hiang Liow, Haishan Yang. Long-Term Co-Memories and Short-Run Adjustment: Securitized Real Estate and Stock Markets[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2005, 31:3, 283~300.

[51]McCue T. and J. Kling. Real Estate Returns and Macroeconomy: Some Empirical Evidence from Real Estate Investment Trusts 1972~1991[J]. Journal of Real Estate Research, 1994, 9 (3): 277~287.

[52]John L. Glascock, Chiuling Lu and Raymond Wai-Man So. Further Evidence on the Integration of REIT, Bond and Stock Returns[J].Journal of Real Estate Finance and Economics, 2000, 20 (2): 177~194.

附 录

中国房地产市场与股票市场相关数据

时间	国房指数商品房销售价格指数	国房指数房地产开发投资指数	上证指数
1998.01	104.92	95.01	1222.91
1998.02	104.13	96.68	1206.53
1998.03	104.12	97.71	1243.02
1998.04	104.62	97.96	1343.45
1998.05	105.19	97.81	1411.21
1998.06	105.42	97.81	1339.2
1998.07	105.07	98.02	1316.92
1998.08	104.26	98.34	1150.22
1998.09	103.27	98.7	1242.9
1998.10	102.21	99.04	1217.32
1998.11	101.05	99.45	1247.42
1998.12	99.65	100.13	1146.7
1999.01	97.93	101.05	1134.67
1999.02	96.04	101.73	1090.09
1999.03	94.27	101.8	1158.05
1999.04	93	101.46	1120.93
1999.05	92.48	101.11	1279.33
1999.06	92.71	100.95	1689.43
1999.07	93.54	100.84	1601.46
1999.08	94.73	100.67	1627.11
1999.09	95.96	100.38	1570.7
1999.10	97.11	99.83	1504.56
1999.11	98.15	99	1434.97
1999.12	99.08	98.13	1366.58
2000.01	99.84	97.58	1535
2000.02	100.32	97.58	1714.58
2000.03	100.53	98.06	1800.23
2000.04	100.51	98.8	1836.32
2000.05	100.31	99.5	1894.55
2000.06	99.99	100.13	1928.11
2000.07	99.6	100.72	2023.54
2000.08	99.23	101.18	2021.2
2000.09	99.06	101.46	1910.16
2000.10	99.3	101.63	1961.29
2000.11	100.03	101.72	2070.61

续表

时间	国房指数商品房销售价格指数	国房指数房地产开发投资指数	上证指数
2000.12	101.27	101.64	2073.48
2001.01	102.87	101.34	2065.61
2001.02	104.59	101.07	1959.18
2001.03	106.1	101.13	2112.78
2001.04	107.06	101.66	2119.18
2001.05	107.37	102.51	2214.26
2001.06	107.09	103.32	2218.03
2001.07	106.42	103.88	1920.32
2001.08	105.64	104.04	1834.14
2001.09	104.83	103.94	1764.87
2001.10	103.95	104.06	1689.17
2001.11	102.91	104.68	1747.99
2001.12	101.68	105.63	1645.97
2002.01	100.31	106.43	1491.67
2002.02	98.99	106.71	1524.7
2002.03	97.95	106.39	1603.91
2002.04	97.42	105.71	1667.75
2002.05	97.53	105	1515.73
2002.06	98.27	104.35	1732.76
2002.07	99.42	103.82	1651.59
2002.08	100.58	103.52	1666.62
2002.09	101.45	103.45	1581.62
2002.10	101.88	103.33	1507.5
2002.11	101.93	103	1434.18
2002.12	101.82	102.69	1357.65
2003.01	101.81	102.75	1499.82
2003.02	102	103.18	1511.93
2003.03	102.32	103.8	1510.58
2003.04	102.59	104.38	1521.44
2003.05	102.61	104.81	1576.26
2003.06	102.35	105.09	1486.02
2003.07	101.96	105.11	1476.74
2003.08	101.59	105.02	1421.98
2003.09	101.33	105.05	1367.16
2003.10	101.21	105.54	1348.3
2003.11	101.19	106.5	1397.23
2003.12	101.27	107.47	1497.04
2004.01	101.54	107.86	1590.73

续表

时间	国房指数商品房销售价格指数	国房指数房地产开发投资指数	上证指数
2004.02	102.1	107.45	1675.07
2004.03	102.98	106.39	1741.62
2004.04	104.13	105.12	1595.59
2004.05	105.37	103.99	1555.91
2004.06	106.41	103.29	1399.16
2004.07	107.06	103.07	1386.2
2004.08	107.4	103.15	1342.06
2004.09	107.63	103.19	1396.7
2004.10	107.85	102.94	1320.54
2004.11	108.16	102.49	1340.77
2004.12	108.47	102.09	1266.5
2005.01	108.56	101.9	1191.82
2005.02	108.31	101.88	1306
2005.03	107.7	101.91	1181.24
2005.04	106.86	101.89	1159.15
2005.05	106.01	101.83	1060.74
2005.06	105.35	101.76	1080.94
2005.07	104.97	101.72	1083.03
2005.08	104.81	101.61	1162.8
2005.09	104.86	101.32	1155.61
2005.10	105.13	100.77	1092.82
2005.11	104.7	100.29	1099.26
2005.12	104.4	100.03	1161.06
2006.01	104.04	100.18	1258.05
2006.02	103.67	100.72	1299.03
2006.03	103.31	101.63	1298.3
2006.04	104.2	100.13	1440.22
2006.05	105.49	100.09	1641.3
2006.06	108.06	100.68	1672.21
2006.07	109.54	101.52	1612.73
2006.08	108.6	101.66	1658.64
2006.09	106.29	101.72	1752.42
2006.10	105.91	101.68	1837.99
2006.11	107	101.46	2099.29
2006.12	106.96	101	2675.47
2007.01	106.16	101.42	2786.34
2007.02	105.55	101.44	2881.07
2007.03	105.02	101.47	3183.98
2007.04	105.53	102.17	3841.27
2007.05	105.68	102.37	4109.65

续表

时间	国房指数商品房销售价格指数	国房指数房地产开发投资指数	上证指数
2007.06	105.82	102.85	3820.7
2007.07	106.07	103.41	5218.82
2007.08	106.67	103.72	4471.03
2007.09	107.31	104.07	5552.3
2007.10	108.51	104.42	5954.76
2007.11	109.07	104.53	4871.78
2007.12	109.97	104.46	5261.56
2008.01	105.63	105.07	4383.39
2008.02	104.26	104.83	4348.54
2008.03	102.89	104.48	3472.71
2008.04	102.53	104.28	3693.11
2008.05	102.15	104.08	3433.35
2008.06	102.13	104.79	2736.1
2008.07	101.51	104.77	2775.72
2008.08	100.38	104.4	2397.37
2008.09	98.89	103.22	2293.78
2008.10	97.7	101.94	1728.79
2008.11	96.83	100.98	1871.16
2008.12	97.23	99.66	1820.8
2009.01	96.495	95.77	1990.66
2009.02	95.76	91.88	2082.85
2009.03	97.43	92	2373.21
2009.04	98.3	91.2	2477.57
2009.05	100.01	93.13	2632.93
2009.06	101.96	93.6	2959.36
2009.07	112.35	96.28	3412.06
2009.08	113.76	97.75	2667.74
2009.09	114.38	100.01	2779.43
2009.10	114.88	100.49	2995.85
2009.11	115.12	100.6	3195.3
2009.12	115.2	100.42	3277.14

致 谢

光阴似箭，两年半的学习生活即将结束。非常感谢江财给了我如此宝贵的学习机会，使得我能够在美丽的江财校园中不断地充实自己，得到成长，并为将来进一步奋斗积蓄力量。在这两年半的学习过程中，我得到了恩师罗良清教授的悉心指导和教诲，他严谨的治学态度、渊博的知识、谦虚随和的学者风范深深感染了我，并使我受益终生。承蒙恩师的教导，在此对罗老师致以我最诚挚的敬意与感谢。

其次，我要感谢金融与统计学院的每一位老师，他们孜孜不倦的教诲与诲人不倦的师德风范让我受益良多，不仅让我在专业学习领域上得到进一步的提高，也让我对未来的工作、生活有了更多的认识。

此外，我要感谢 08 统计专业的所有研究生同学。他们的热情与聪慧，以及他们给予我的无私帮助令我终生难忘。与各位同窗的真挚友谊，将是我人生旅途中获得的最大财富。

最后，我要感谢一直关心我，支持我，一直深爱着我的父母亲人，感谢他们二十多年的养育之恩，和他们源源不断的关怀和帮助。

黄姗

2010 年 9 月