

# 货币供应量对我国房地产市场的溢出效应

## ——基于 DSGE 模型的仿真分析

黄文

(河海大学 商学院,江苏 南京 210024)

**[摘要]**随着房地产市场与资本市场以及实体经济的关联度愈发紧密,探究货币供应量对房地产市场的溢出效应对于未来提高货币政策传导效率、促进经济平稳运行有着现实意义。通过构建包含房地产中间厂商的 DSGE 模型,探求货币供应量对房地产市场的影响机制与影响程度,为此在模型中引入货币冲击的外生冲击变量,以更好地模拟现实经济运行机制。仿真分析结果发现,货币供应量不直接影响房地产市场,主要通过利率水平下降与物价水平上升等传导路径对房地产市场产生正向冲击,并且这一间接影响期限短、程度深。为了促进房地产市场的健康发展,以研究结论为现实指导,从控制货币供应量、开发多样化金融产品和加强境外资金流入管理三方面提出针对房地产市场的监管策略。

**[关键词]**房地产市场;货币供应量;溢出效应;DSGE 模型;货币政策传导效率;房地产金融;货币政策;宏观经济

**[中图分类号]**F832.3      **[文献标志码]**A      **[文章编号]**1004-4833(2018)05-0110-08

### 一、引言

房地产行业作为经济体的支柱性产业,对经济发展和社会稳定均有着重要的影响。一方面,房地产市场与实体经济紧密联系,在 20 世纪 80 年代末和 20 世纪 90 年代初日本与英国等发达国家,房地产市场波动就对通货膨胀起到了先行指示器的作用。另一方面,房地产市场还与股市、债市、外汇市场等资本市场存在着密切的联动机制,房地产市场的稳定发展直接关系到我国金融行业的稳定。因而,为了实现房地产市场的有效调控以促进整个经济体系的稳健运行,必须要对房地产市场波动的深层原因进行探究,从源头上把握房地产市场的发展方向。

房地产作为典型的资金密集型行业,无论是开发投资还是购房消费均与银行业的金融支持密切相关;同时,房价的不断攀升推动房地产投资收益的提高,加之在宏观经济持续高速增长的环境下房地产投资风险低,在这种情况下,银行往往热衷于将信贷资金集中投放于房地产市场。因而,货币政策的松紧对于房地产市场而言至关重要,尤其是在以利率为主的价格型货币政策传导效率低下的现实背景下,以调整货币供应量为主的数量型货币政策对房地产市场波动的影响更为突出。当经济衰退时,政府增加货币供应量,房地产市场的资金链得以继续,继而推动了相关产业和金融业的发展。在经济出现虚假繁荣时,信贷紧缩又使得房地产市场的融资成本和融资难度大大提升,不断下跌的利润率也使得上下游供应商的利润大幅缩减,金融业的贷款业务难以大规模展开,整个经济增速由此下降。可见,货币供应量变化深刻影响着房地产市场的发展方向。因而,必

**[收稿日期]**2018-06-14

**[作者简介]**黄文(1971—),女,江苏南京人,河海大学商学院博士研究生,从事房地产金融研究,E-mail:61298026@qq.com。

须厘清货币供应量对房地产市场溢出效应的内部传导机制与传导效果,从根本上为我国房地产市场的健康发展提供现实指导。

已有国内外学者基于货币供应量对房地产市场的溢出效应进行了深入研究。Kim & Lastrapes 使用美国自 1963 年 1 月至 1999 年 8 月的时间序列数据进行经验考察,发现狭义货币供给(M1)正向的一个单位标准差的冲击造成房地产价格与房屋销售量在短期内的上升<sup>[1]</sup>。Goodhart & Hofmann 发现货币增长不仅会显著提高房地产市场价格,而且会带来信用扩张,而信用扩张则会进一步推动房地产市场价格上涨<sup>[2]</sup>。张中华等则利用我国 2005—2011 年的统计数据并对数化处理,构建 VAR 模型,研究显示货币供给数量变化会对房价产生正向冲击<sup>[3]</sup>。而徐忠等借助协整检验模型、IRF 和 VEC 模型等其他实证方法,研究表明货币供应量也对房地产市场有正向影响<sup>[4]</sup>。研究货币供应量以何种路径影响房地产市场的文献较少。魏玮考察了货币政策对于房价波动的作用,对货币政策影响房价波动的渠道,如利率渠道与信贷渠道等进行了较为深入的分析<sup>[5]</sup>。胡冉借助 VAR 模型、格兰杰因果检验、IRF 等实证分析方法,研究表明货币供给数量增加能够加快房价的上涨,主要通过扩大房地产企业开发贷款和居民住房贷款两种渠道实现<sup>[6]</sup>。

可见,房地产市场对以货币供应量为主的数量型货币政策极为敏感,所以房地产市场成为连接货币政策和宏观经济的纽带。王晓芳等通过构建 SVAR 模型发现房地产市场价格在货币政策和宏观经济中间发挥了主要的传导作用,尤其在信贷渠道,这种传导作用更为明显,所以房地产市场价格、货币政策、宏观经济三者之间存在密不可分的联系<sup>[7]</sup>。冯科研究发现货币政策传导到房地产市场的效果十分明显而且速度较快,但是房地产市场的波动只在物价层面具有良好的传导性,对于投资和居民消费的传导能力十分有限,即我国房地产市场的财富效应和投资效应较弱<sup>[8]</sup>。张红和李洋也注意到房地产市场在货币政策传导中的重要作用,其运用 2001—2010 年我国 30 个省市地区的月度数据,通过 GVAR 模型,发现货币供应量的增加会推动工业产出和房地产投资,而不同地区受到的影响程度存在较大差异,而且发现数量型货币政策的传导效果要优于价格型货币政策<sup>[9]</sup>。房地产市场的冲击在短期内表现为对地区工业产出的拉动,但长期表现为抑制性的挤出。从居民消费角度,房地产市场价格对居民消费具有显著的财富效应和信心效应,而且东部地区更为明显。王擎和韩鑫韬则认为我国房地产市场价格增长率对经济增长率波动的影响不显著,即货币政策没有必要去直接盯住房地产价格,但是应该控制房地产价格的波动范围,从而保持经济的稳定增长<sup>[10]</sup>。

综上所述,国内外学者主要针对货币供应量对房地产市场的溢出效应以及房地产市场在货币政策传导中的重要作用进行了研究,为本文的进一步研究提供了思路与方法借鉴。但是,现有文献较少就货币供应量对房地产市场产生溢出效应的实现路径进行深入分析。在数据选择与研究方法上,多数研究主要是围绕宏观或行业数据进行相关性计量分析,或者是基于投入产出方法的研究,未能对房地产市场波动做出全方位的刻画与分析。因而,本文通过构建多变量的 DSGE 模型,分析货币供应量对房地产市场溢出效应,并对其溢出效应的深度与广度进行研究,为相关政策制定者有效干预房地产市场提出可行的建议。

## 二、理论基础与研究设计

### (一) 货币供应量对房地产市场溢出效应的理论基础

房地产市场与货币发行量之间的关联性主要通过利率与外汇占款数量两方面关系来体现。一方面,房地产作为资金密集型行业,与商业银行存在密切的联系与合作,大量资金需要通过商业银行间接融资获得。当利率较低时,房地产开发商更容易从商业银行处获得资金进行开发,推动房地产市场景气度的提升,房屋供给量增加,房价相对降低;相反的,当利率较高时,贷款渠道缩紧,房地产开发商

获得银行贷款数量较少,部分项目无法进行,导致房地产市场扩张速度放缓,房屋供给量减少,房价相对上升。

另一方面,当外汇占款数量逐渐增加时,货币供应量也会随之增加,当货币供应量超过居民所愿持有的货币数量时,居民将开始考虑重新调整自己的资产配置比例。房屋作为特殊的投资品,有着生活必需品的特性,在国际市场无法进行交易,成为本国居民很好的保值增值的投资选择,能够为居民跨期投资提供较为稳定且客观的收益。外汇占款增加引发的货币供应量还会导致市场利率的变化,由于我国利率尚未完全市场化,这一机制更多通过政府与货币当局对利率的调控政策体现出来。利率的变动对房地产开发成本、消费者购房成本、房地产投资收益以及储蓄或债券收益均有直接影响,进而间接影响房地产开发的规模、消费者的房地产需求量、房地产投资需求量以及其他投资规模,这些方面包含了房地产供给、房地产需求以及其他投资需求等,房地产市场价格也因此而产生变化。

## (二) DSGE 模型设计

DSGE 模型不仅能够可以避免卢卡斯批判,使得以货币供应量为主要的数量型货币政策实验具有现实意义;而且通过冲击反应函数,可以让经济体系各个外生冲击的动态传导过程透明化,进而了解货币冲击对于经济体系的动态影响<sup>[11-12]</sup>。因此,本文通过构建涉及房地产厂商的 DSGE 模型,并在模型中添加外生冲击变量,全面分析货币供应量对房地产厂商及其他经济主体的影响程度。

本文构建的 DSGE 模型包含四个经济主体:家庭、房地产中间厂商、最终厂商以及中央银行。如图 1 所示,家庭由居民构成,为整个经济体提供劳动,并获得劳动报酬,即工资;同时家庭还是经济体存量资本的所有者,向生产部门持续提供投资,并获得资本投资收益。房地产中间厂商以家庭提供的劳动和资本为生产要素,进行房地产商品的生产活动,并将房地产商品作为最终产品的生产要素提供给最终厂商。最终厂商以各类中间厂商的产品作为生产要素,进行经济体所需的最终产品的生产活动,最终产品一部分作为消费品供居民消费,另一部分作为投资品进行投资,作为下一期生产部门的生产要素。在现实经济运行过程中,房地产的上游行业,如钢铁、建材、化工、机械等行业均可视作房地产中间厂商,而房地产开发商利用上游行业的“中间产品”进行生产,可视为房地产最终厂商。本文模型中还引入一个外生冲击变量,即货币冲击变量,货币当局作为货币政策的制定者,会根据当前经济体内的货币存量和市场利率对经济发展的影响来调整货币政策,避免经济增速下滑或过度通货膨胀的出现。货币冲击变量的引入使模型与实际经济发展的拟合度更高,更真实反映实际经济运行的发展与变化,也使本文结论与建议的适用性更强。

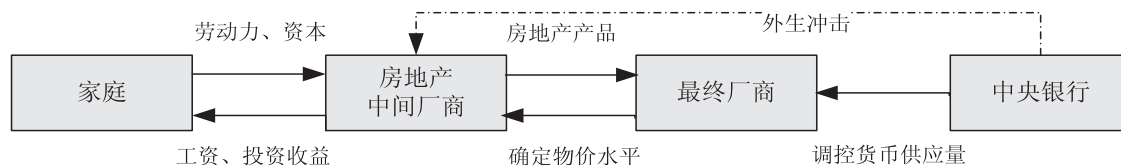


图 1 基于 DSGE 模型的房地产市场体系运行框架

如图 1 所示,本文 DSGE 模型中的家庭部门连接房地产中间厂商,为其提供劳动与资本,并获得工资收入与投资收益,房地产中间厂商从家庭部门获得生产要素进行房地产产品的生产,并将产品交由最终厂商进行加工,形成模型中的最终产品,同时最终厂商还拥有产品定价权,每期的最终产品由家庭部门获得,形成消费和下期生产投资。在本文模型中,中央银行不参与生产过程,仅通过货币供应量增减调控宏观经济。

### 1. 家庭部门

家庭是整个经济体资源的所有者,向生产部门提供劳动力和资本品,并获得劳动收入和投资收益,从而进行本期的消费和下期生产的投资。本文 DSGE 模型中,家庭的目标函数见式(1):

$$\frac{\max}{\{c_t, m_t, d_t, k_t, h_t\}} E_t \sum_{v=0}^{\infty} \beta^v U_{t+v} \quad (1)$$

公式(1)中, $c_t$  代表第  $t$  期家庭部门的最终消费量, $m_t$  代表第  $t$  期家庭部门的货币持有量, $h_t$  代表第  $t$  期家庭部门的劳动供给量, $E_t(\cdot)$  代表第  $t$  期家庭部门的效用期望函数, $\beta$  代表家庭部门的贴现因子, $U_t$  代表第  $t$  期家庭部门的效用函数。家庭部门效用函数的具体形式见式(2):

$$U_t = \frac{1}{1-\gamma} c_t^{1-\gamma} + \frac{1}{1-\mu} m_t^{1-\mu} - \frac{1}{1+\psi} h_t^{1+\psi} \quad (2)$$

公式(2)中, $\gamma$  代表居民消费的跨期替代弹性的倒数, $\mu$  代表货币需求对利率弹性的倒数, $\psi$  代表劳动供给对工资收入弹性的倒数。家庭部门面临的约束条件见式(3):

$$W_t H_t + R_{t-1}^K K_{t-1} + R_{t-1}^D D_{t-1} + M_{t-1} - T_t = C_t + I_t + M_t + D_t \quad (3)$$

公式(3)是家庭部门面临的名义约束条件,其中, $W_t$  代表第  $t$  期家庭部门的名义工资率, $R_t^K$  代表第  $t$  期经济体适用的资本投资收益率, $R_t$  代表第  $t$  期家庭部门所持有的名义资本存量, $K_t$  代表第  $t$  期经济体适用的银行存款利率, $R_t^D$  代表第  $t$  期家庭部门的名义银行存款量, $D_t$  代表第  $t$  期家庭部门的纳税总额, $T_t$  代表第  $t$  期家庭部门的总投资额。 $I_t$  在第  $t$  期,家庭部门的收入包括本期的工资收入、上期的资本投资收益、上期的银行存款利息和上期持有的货币存量,支出包括本期消费、本期投资、本期持有的货币存量、本期银行存款量以及本期纳税额。

在考虑物价的情况下, $P_t$  代表第  $t$  期经济体内的物价指数,公式(3)可写为实际约束条件:

$$\frac{W_t H_t}{P_t} + \frac{R_{t-1}^K K_{t-1}}{P_t} + \frac{R_{t-1}^D D_{t-1}}{P_t} + \frac{M_{t-1}}{P_t} - \frac{T_t}{P_t} = \frac{C_t}{P_t} + \frac{I_t}{P_t} + \frac{D_t}{P_t} \quad (4)$$

### 2. 房地产中间厂商

房地产中间厂商吸收家庭部门提供的劳动以及资本,生产出房地产成品,并向家庭部门提供劳动报酬以及资本收益。房地产中间厂商生产出的产品在模型内视作最终产品的生产要素,最终与其他厂商生产出来的半成品相结合,在最终厂商的生产过程中形成居民所需的最终产品。借鉴 C-D (Cobb - Douglas, 简称 C - D) 生产函数,本文将低风险企业的生产函数设为:

$$y_t = A_t k_t^\delta h_t^{1-\delta} \quad (5)$$

在公式(5)中, $y_t$  代表第  $t$  期房地产中间厂商生产的房地产产品, $A_t$  代表第  $t$  期房地产中间厂商的生产技术水平, $\delta$  代表房地产中间厂商生产的资本产出弹性。模型中假设房地产中间厂商处于完全竞争市场中,则在市场出清的条件下,边际资本实际收益应与资本实际成本一致,即:

$$\delta \frac{y_t m p_t}{k_t p_t} = r_t^k \quad (6)$$

在公式(6)中, $m p_t$  代表第  $t$  期中间产品的价格水平, $p_t$  代表第  $t$  期最终产品的价格水平,假设  $m c_t = \frac{m p_t}{p_t}$ ,则公式(6)可整理为:

$$\delta m c_t y_t = r_t^k k_t \quad (7)$$

相应的,在市场出清的情况下,劳动也满足边际劳动实际收益与劳动实际成本一致的关系:

$$(1 - \delta) m c_t y_t = w_t h_t \quad (8)$$

另外,资本存量在模型中每期均会有折旧,折旧率为  $\sigma$ ,在获得下期投资的情况下,共同成为下期的资本存量:

$$k_{t+1} = (1 - \sigma)k_t + i_{t+1} \quad (9)$$

### 3. 最终厂商

最终厂商在模型中的作用是根据一定的规则,形成最终产品的合理价格,保证家庭部门所需的最终消费量及投资量与本期的社会生产量出清。本文模型中的物价水平通过菲利普斯模型确定,具体形式见式(10):

$$\pi_t = \lambda_a E_t \pi_{t+1} + \lambda_b \pi_{t-1} + \lambda_{mc} mc_t \quad (10)$$

在公式(10)中, $E_t \pi_{t+1}$ 表示第 $t$ 期通货膨胀率对于稳态的偏离, $\lambda_a$ 、 $\lambda_b$ 、 $\lambda_{mc}$ 分别代表后顾性定价因子、保持价格比例以及贴现因子。在公式(10)中,最终厂商的作用更多以确定社会物价的功能出现,从而探求房地产中间厂商的产出对社会物价水平的影响。

### 4. 中央银行

中央银行不参与经济体的生产与消费过程,仅通过控制货币供应量的方式调控宏观经济。本文模型中,本期货币供应量与上一期货币供应量有着必然联系,并且存在外生冲击的影响,具体情况见式(11):

$$M_t = (\xi + e_{ut})M_{t-1} \quad (11)$$

在公式(11)中, $M_t$ 表示第 $t$ 期的货币供应量, $\xi$ 表示上一期货币供应量对本期货币供应量的影响因子, $e_{ut}$ 表示第 $t$ 期货币供应量受到的外生冲击因子。货币供应量在外生冲击的影响下,会使经济体的房地产产出、消费、投资、物价等内生经济变量产生波动,最终回归经济稳态。

### 5. 四部门变量间的关联效应分析

首先,由公式(5)可知,房地产市场的产出量( $y_t$ )与家庭部门的资本存量( $k_t^\delta$ )以及劳动供给量( $h_t^{1-\delta}$ )成正相关关系。一方面,由公式(8)可知,边际劳动实际收益与劳动实际成本保持一致的关系;另一方面,由公式(7)可得,资本存量与中间产品的价格水平( $mp_t$ )成正相关关系,与资本实际成本( $r_t^k$ )成反比例关系。同时,由公式(3)和公式(4)可以看出,无论资本存量或是劳动供给量都与家庭部门中的消费( $C_t$ )、投资( $I_t$ )、持有货币存量( $M_t$ )、银行存款量( $D_t$ )以及纳税额( $T_t$ )存在非线性相关关系,进而影响家庭部门的资本存量和劳动供给量,并对房地产市场的产出量产生影响。此外,通过公式(11)可以发现,中央银行的货币供应量( $M_t$ )会受到外生冲击因子( $e_{ut}$ )的影响。

### 6. 外生冲击

本文重点分析货币发行量对房地产市场的溢出效应,因此模型引入货币冲击变量,货币冲击变量通过中央银行的货币政策函数影响经济体的内生变量,具体形式见式(12):

$$u_t = Q_u u_{t-1} + \varepsilon_t^u, \varepsilon_t^u : N(0, \sigma_u^2) \quad (12)$$

在公式(12)中, $u_t$ 表示第 $t$ 期的货币冲击变量, $Q_u$ 表示上一期的货币冲击变量对本期货币冲击变量的影响因子, $\varepsilon_t^u$ 代表第 $t$ 期货币冲击变量的外生波动因子,本文假设 $\varepsilon_t^u$ 服从正态分布,正态分布均值为零,方差为 $\sigma_u^2$ 。

## 三、冲击效应检验

### (一) DSGE 模型校准

本文在完成 DSGE 模型建立后,需要对模型涉及的外生变量值进行校准,以进行下一步的模型稳态求解。DSGE 模型中外生参数分为两类:一类表征模型的稳态特征,可参考现有文献的研究结果,并结合经济发展的实际数据进行校准;另一类则表征模型的动态特征,已有研究借助贝叶斯估计方法来实现。由于本文涉及的外生变量均为 DSGE 模型建模过程中常见变量,现有文献多次进行分析与估计,已基本形成稳定共识,因此本文模型的外生变量校准以相关文献成果为基础,通过调研结合经济发展实际数据的方式进行。

在模型涉及的外生变量中,部分变量可以通过借鉴现有文献研究成果的方式进行校准。其中,根据刘斌、裘翔和周强龙的研究,本文将主观贴现率 $\beta$ 设定为0.99<sup>[13-14]</sup>;借鉴陈晓光和张宇麟的研究,本文将资本产出弹性 $\delta$ 设定为0.6<sup>[15]</sup>;根据范从来等的研究,并进行相应计算后,本文将消费跨期替代弹性的倒数 $\gamma$ 、货币需求对利率弹性的倒数 $\mu$ 、劳动供给对工资收入弹性的倒数 $\varphi$ 分别设定为1.50、2.00、1.00<sup>[16]</sup>;已有文献通常将季度折旧率设定为0.025,本文沿用该设定,将低风险企业资本折旧率 $\sigma$ 设定为0.025<sup>[17]</sup>。除上述6个外生变量可通过借鉴现有文献研究的方式确定数值外,本文其他变量则以调研结合经济发展实际数据的方式进行参数赋值。其中,本文通过对中央银行货币政策宏观调控的调研,将货币冲击跨期影响因子 $Q_u$ 设定为0.55,将货币政策跨期影响因子 $\xi$ 设定为0.50;另外,将货币冲击波动因子标准差 $\sigma_u$ 设定为10。具体结果见表1。

表1 根据相关文献所得的部分参数赋值结果

参数	参数描述	参数值	参数	参数描述	参数值
$\beta$	主观贴现率	0.99	$\gamma$	消费跨期替代弹性的倒数	1.50
$\delta$	资本产出弹性	0.60	$\sigma$	企业资本折旧率	0.025
$\mu$	货币需求对利率弹性的倒数	2.00	$\varphi$	劳动供给对工资收入弹性的倒数	1.00
$Q_u$	货币冲击跨期影响因子	0.55	$\xi$	货币政策跨期影响因子	0.50
$\sigma_u$	货币冲击波动因子标准差	10			

## (二) DSGE 模型冲击效应检验

本文使用 Dynare 软件对模型进行稳态求解以及外生冲击条件下的内生变量波动模拟。在货币冲击外生变量的影响下,各类内生经济变量会受到相应程度的波动。货币冲击不直接影响房地产中间厂商,而是通过物价、利率等渠道间接影响房地产厂商的产出,并且使得经济体内的总产出、消费量和投资量发生变化,最终影响房地产市场价格与产量的稳态。图2给出了模型在处于稳态时,受到货币冲击后的波动情况。

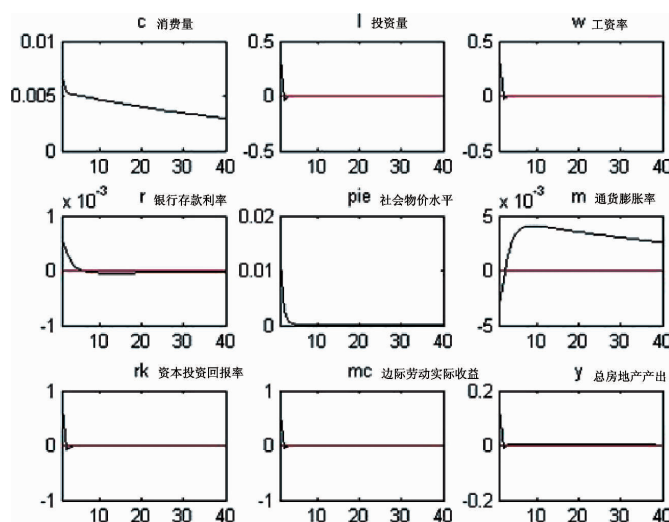


图2 货币冲击下内生经济变量脉冲响应

由图2的结果可以看出,在货币供应量受到一个标准差的外生冲击时,经济体内的各内生变量均会出现不同程度的波动反应。具体来说,当货币供应量增加后,社会物价水平、银行存款利率和资本投资回报率首先做出反应,随后在一个标准差的货币供给冲击下,通货膨胀率偏离现有稳态,当期上

升1%,随后逐渐回归到新的稳态;银行存款利率和资本投资回报率反应相对比较复杂,短期内货币供应量增加推动经济繁荣,经济交易频繁,长期内货币增量的影响机制符合西方经济学的经典理论,货币供给大于货币需求,作为货币价格的利率水平相应下降,同时导致消费量、投资量以及工资率的下降。而总房地产产出与工资率成正相关关系,与边际劳动实际收益与资本产出弹性具有反向关联效应。因此,最终随着货币冲击影响的消失,伴随各类内生经济变量逐渐回归到新的稳态,房地产市场产出与价格也收敛于新稳态。

在货币冲击的脉冲响应中,房地产产出量在波动传导的链条中更多扮演着间接影响的角色。货币冲击首先对物价水平、利率水平等经济指向标造成直接影响,此后间接影响到房地产产出、消费、投资等实体经济变量。其中,房地产作为经济体的支柱性产业,自身产出量的波动不仅直接影响到了经济总产出,还将影响传导到了股市、债市以及外汇市场。在短期,货币供应量上升触发物价水平提升,推动房地产市场和股市的繁荣,刺激经济增长,本币价值提升,汇率提高,造成贸易逆差,从而吸引海外资本流入本国市场,进一步将促进本国投资量增加。

#### 四、结论与建议

为了分析房地产市场波动的深层原因,本文构建了包含房地产中间厂商的DSGE模型,并引入了货币外生冲击变量以更好地切合现实经济的运转方式,在此基础上模拟了货币供应量对房地产市场的溢出效应。通过相应的脉冲响应函数及DSGE模型的模拟结果可以得知,货币供应量的增减影响房地产市场发展,在货币当局增加经济体的货币存量时,利率下降与物价上升推动房地产市场走向繁荣,资金从债市流向股市与房地产市场。另外,货币供应量对房地产的影响期限短、程度深,能够有效控制房地产市场的发展趋势,为房地产市场的健康发展提供有效指导。因此,以本文主要结论为基础,针对房地产市场发展提出如下监管策略。

首先,有效控制货币供应量。由本文的结论可知,货币供给数量的增减会使得房地产市场的价格上涨或者下降,并且能够在极短的时间内发挥较强的效用。人民银行可以使用数量型货币工具或价格型货币工具来变动货币供应量,其中数量型货币工具包括公开市场业务、存款准备金率等,价格型货币工具包括基准利率等,公开市场业务主要通过直接或间接的方式影响货币供应,短时间内不会使货币供应量发生太大变化。数量型货币工具可以直接影响货币供应量,利率等价格型货币工具可以间接影响货币供应量,变动利率即改变资金使用的价格,会直接影响开发商及买房者的资金使用成本,进一步影响市场中的货币供应量,从而影响到房地产市场价格。

其次,开发多样化金融产品,拓宽投资渠道,压缩房地产泡沫。由本文结论可知,货币供应量的增加会使得国内大量资本流入房地产市场,从而推动房价不断攀升,甚至引发房地产泡沫的出现。而房地产市场对经济增长和物价稳定均有重要作用,若房地产泡沫破裂,则对国计民生为害甚大。因此,必须从根本上解决资金过量涌入房地产市场的问题。金融监管部门应充分鼓励金融创新,支持金融机构开发多样性的金融产品,拓宽社会投资渠道,使过量资金逐渐流出房地产市场,压缩房地产泡沫,推动房地产行业更健康地发展。如,大力推动互联网金融的发展,运用大数据、云计算等高科技方式发展新型的普惠金融产品,吸引社会闲置资金投资,打破高房价与资本投资之间的恶性循环。

最后,加强境外资金流入管理。由本文结论可知,货币供应量的增加会推动房地产市场与其他资本市场的繁荣,这吸引了国外游资不断冲击着房地产市场,导致我国房价与物价被迫推高,最终产生恶性循环。为防止国外投机资本带来的不利影响,我国应加强对境外资金涌入的监管,尤其是对非法资金进行严厉打击,以保证房地产市场的良性发展。

参考文献:

- [1] Kim D K, Lastrapes W D. Re-examining the cost channel of monetary transmission[J]. University of Georgia, 2002,143(6):231-245.
- [2] Goodhart C, Hofmann B, House prices, money, credit and the macroeconomy[R]. Working Paper, 2008.
- [3] 张中华, 林众, 雷鹏. 货币政策对房价动态冲击效果研究——基于供求关系视角[J]. 经济问题, 2013(2):37-40.
- [4] 徐忠, 张雪春, 邹传伟. 房价、通货膨胀与货币政策——基于中国数据的研究[J]. 金融研究, 2012(6):1-12.
- [5] 魏玮. 货币政策对房价波动的区域异质性研究[M]. 上海:复旦大学出版社, 2011.
- [6] 胡冉. 我国货币供给量变动对房价的动态影响分析[J]. 统计与决策, 2009(23):131-134.
- [7] 王晓芳, 毛彦军, 徐文成. 我国房价在货币政策信贷传导渠道中的作用研究——基于SVAR模型的实证分析[J]. 中央财经大学学报, 2011(6):41-45.
- [8] 冯科. 中国房地产市场在货币政策传导机制中的作用研究[J]. 经济学动态, 2011(4):42-49.
- [9] 张红, 李洋. 房地产市场对货币政策传导效应的区域差异研究——基于GVAR模型的实证分析[J]. 金融研究, 2013(2):114-128.
- [10] 王擎, 韩鑫韬. 货币政策能盯住资产价格吗?——来自中国房地产市场的证据[J]. 金融研究, 2009(8):114-123.
- [11] 方福前, 王晴. 动态随机一般均衡模型:文献研究与未来展望[J]. 经济理论与经济管理, 2012(11):32-48.
- [12] 刘斌. 我国DSGE模型的开发及在货币政策分析中的应用[J]. 金融研究, 2008(10):1-21.
- [13] 刘斌. 货币政策冲击的识别及我国货币政策有效性的实证分析[J]. 金融研究, 2001(7):7-9.
- [14] 裘翔, 周强龙. 影子银行与货币政策传导[J]. 经济研究, 2014(5):91-105.
- [15] 陈晓光, 张宇麟. 信贷约束、政府消费与中国实际经济周期[J]. 经济研究, 2010(12):48-59.
- [16] 范从来, 盛天翔, 王宇伟. 信贷量经济效应的期限结构研究[J]. 经济研究, 2012(1):80-91.
- [17] 刘鹏, 鄢莉莉. 银行体系、技术冲击与中国宏观经济波动[J]. 国际金融研究, 2012(3):69-76.

[责任编辑:高婷]

## The Association Effect between China's Real Estate Market and Monetary Supply: Based on the Simulation Analysis of DSGE Model

HUANG Wen

(School of Business, Hohai University, Nanjing 210024, China)

**Abstract:** After the reform of the housing market in 1998, the real estate industry has developed rapidly and is closely related to various macroeconomic variables and capital markets in China. The paper first constructs the DSGE model which includes the real estate intermediary manufacturers, and then explores the influence mechanism and influence degree of the real estate industry on the macro economy, and finally introduces the currency shock impact in the model, which can better simulate the real economic operating mechanism. The results show that there is a short-term and significant impact between the monetary policy and the real estate market, mainly in the price level, interest rates and other economic indicators indirectly affected. On the basis of considering the relationship between the real estate market and the macroeconomic factors, the paper puts forward the supervision strategy for the real estate market from three aspects: controlling the money supply, developing diversified financial products and strengthening the management of foreign capital inflow.

**Key Words:** real estate market; monetary supply; association effect; DSGE Model; transmitting effect of monetary policy; real estate finance; monetary policy; macro-economy