

“稳房价”与“调结构”双重目标下的房价 调控政策研究

赵扶扬 梅冬州*

摘 要：本文基于 DSGE 范式发现房价波动会导致宏观经济的结构性波动，金融摩擦和土地用途分割在传导机制中扮演关键作用。因此，房价调控政策应兼顾平抑房价和调节宏观经济结构双重目标。本文对比了六种房地产调控政策，研究发现：需求侧调控能较好地矫正经济结构但会抑制福利，供给侧调控可提高福利但需要较多投入，政策间的协调搭配是必要的；短期增加商品房供应反而会刺激投资性购房行为，导致更强扭曲效应，提高无产权保障性住房的供给可克服供给侧政策的两难困境。

关键词：房地产的挤出效应；宏观经济结构性波动；房价调控政策

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2023.03.23

一、引 言

自 1998 年住房分配货币化政策实施以来，房地产市场进入了快速发展的黄金时期，房价呈现出持续上涨的态势。高房价扭曲宏观经济，带来系统性金融风险，为保证中国经济持续健康增长，采用各种措施调控房价尤为必要。

房价调控政策将不可避免地对宏观经济各方面造成影响。已有丰富的文献从各个角度探讨了房价与宏观经济波动的关系。房地产在宏观经济中扮演支柱角色，通过房地产投资和土地财政背后的基建投资，对我国 GDP 具有明显带动作用（杨俊杰，2012；赵扶扬等，2017）。然而，房地产也对宏观经济存在结构性的扭曲和抑制作用：第一，我国居民消费受到抑制（陈斌开和杨汝岱，2013；李江一，2018）；第二，我国实体经济的投资、融资和创新被挤出（王文春和荣昭，2014；罗知和张川川，2015；Dong et al., 2022）；第三，我国居民债务节节攀升（阮健弘等，2020；李波和朱太辉，2020）；第四，房地产还会间接通过地方政府的土地融资带来扭曲和风险（鲁元平等，2018；梅冬州等，2021）。综上，本文认为，房价的波动会导致宏观经济的结构性波动，而房价的持续上涨会导致宏观经济结构的持续分化；因此调控政策的目标不应当局限于抑制房价，更应该注重调节宏观经济结构，矫正宏观经济扭曲。

当前，房地产市场调控已成为我国宏观调控体系的重要组成部分。文献对房价调控

* 赵扶扬，中央财经大学经济学院；梅冬州，中央财经大学国际经济与贸易学院。通信作者及地址：梅冬州，北京市海淀区学院南路 39 号，100081；电话：15910687707；E-mail: meidongzhou@126.com。本文得到国家自然科学基金青年项目（72003211）、国家社科基金重大项目（22&ZD131）、国家自然科学基金面上项目（72073149）和中央高校基本科研业务费专项资金的资助。作者感谢匿名审稿人的建设性意见，当然文责自负。

政策的研究可以大致分成需求端和供给端两个方面，需求端的政策主要包括限购政策（张德荣和郑晓婷，2013；邓柏峻等，2014）、交易税费政策（朱国钟和颜色，2014；王频和侯成琪，2017）、房产税政策（刘建丰等，2020）和信贷政策（叶光亮等，2011；司登奎等，2019），供给端的政策主要包括土地供给调节（靳相木和杨翠迎，2005）和保障房建设（陈超等，2011）。在文献基础上，本文试图作出两方面的边际贡献。一方面，本文将房价的宏观影响和房价调控政策的研究相结合，既注重讨论房价如何影响宏观经济，又注重讨论政策如何平抑房价和矫正宏观经济。毕竟，只有在正确拟合宏观经济、理清房价影响宏观经济机制的基础上，才能更好地评估和制定调控政策。另一方面，本文将在一般均衡的视角下，基于统一的框架和一致的标准，全面而有针对性地对不同调控政策的效果和影响，以提高政策分析的可信性。

本文在梳理特征事实的基础上建立了一个包含居民和企业杠杆、金融部门、地方政府土地财政的多部门 DSGE 模型，发现房价的波动会导致宏观经济的结构性波动，并指出金融摩擦和土地用途分割是房价波动产生影响的两个核心机制。模拟结果发现，房价的上涨提高了有房贷家庭的抵押和借贷能力，触发了基于金融摩擦的家庭杠杆与房价的正反馈循环，大幅度挤出了消费。房地产信贷的扩张提高了利率，而金融中介的摩擦进一步推动了利率的上升。由于土地市场存在分割，房价的上涨无法外溢到工业用地上，使得制造业企业无法基于土地价值上涨触发抵押融资的扩张机制，只能在利率上升的情况下面临融资和投资双双被挤出的局面。最后，房价上涨提高了地方政府土地财政收入，拉动了基建投资，间接拉动总投资和 GDP，但代价是消费和企业投资被挤出。

接着，本文在上述框架中引入房价调控政策，在相同的房价平抑能力下，观察不同政策对宏观经济结构和居民福利的影响。在针对需求侧的房价调控政策中，我们考察了直接抑制需求的限购政策、增加交易税费的政策、增加住房持有成本的房地产税政策和提高房贷利率的信贷政策。四个需求侧政策不仅降低了房价，同时矫正了房价对金融市场和实体经济的扭曲，缓解了居民杠杆的攀升，企业融资、投资被挤出现象也得到了明显缓解；此外，除房地产税政策外，其他三个政策还可以缓解居民消费被挤出现象。前三个政策的作用机制是通过抵消住房需求冲击，削弱房价通过金融摩擦和土地市场分割对经济波动的传导作用；提高房贷利率政策则是直接抑制了居民杠杆，通过降低金融市场利率促进企业融资和投资。

在针对供给侧的房价调控政策中，我们考察了增加土地供给和增加无产权保障性住房政策。我们发现，增加土地供给的房价调控政策，只有在持续性非常强的前提下，才能实现充分抑制房价波动和矫正经济结构扭曲的效果。倘若土地供给只在短期内增加，居民预期到房地产供给和房价会较快地回到调控前的水平，会选择在短期大幅增加住房支出，进一步推动资源向房地产聚集从而加剧了结构分化。然而土地供给持续性地增加，意味着国土资源的极大消耗，在实践上并不可行。而无产权的保障性住房因为剥离了投资和抵押属性，为供给侧调控提供了新的突破思路，模拟发现该政策的综合效果较好。

本文有三方面政策含义。第一，需求侧和供给侧的调控政策，在平抑房价和矫正宏观经济扭曲中，具有不同的优势，因此，政策间的协调搭配是非常必须的。第二，没有针对性地增加住宅用地供给不仅是国土资源的巨大消耗，更有可能导致投资性购房支出

骤增,进一步恶化经济结构,因此供给侧政策应注重剥离房地产的交易、投资和抵押属性。第三,调控房价可能会影响地方财政可持续性,应深入财税体制改革并完善地方政府的激励机制。

本文后续部分安排如下:第二部分梳理特征事实,突出文章的研究动机;第三部分介绍模型设置;第四部分阐述房价影响宏观经济的结构性机制;第五部分引入房价调控政策,进行政策的对比和福利分析;第六部分总结全文。

二、基本事实:房价如何影响宏观经济的结构性波动?

(一) 房价与中国宏观经济结构

本文首要关注的,是房价与主要宏观经济变量的结构性关系。表 1 展示了中国房价与 GDP、消费和投资的相关性,其中房价来自国家统计局公布的 70 个大中城市新建住宅价格指数(2005Q3—2019Q4),为了增强稳健性,表 1 同样使用了 Wu et al. (2012) 建立并更新至 2017 年的中国住宅地价数据(2004Q1—2017Q4)。所有数据均经过了季节调整,并转换为实际值,为了进一步剔除增长趋势的影响,对所有数据进行了取对数后 HP 滤波处理。

表 1 房价地价与宏观变量的相关性

	房价				住宅地价			
	t	$t-1$	$t-2$	$t-3$	t	$t-1$	$t-2$	$t-3$
GDP	0.3305**	0.3342**	0.3152**	0.2544*	0.5236***	0.4906***	0.3158**	0.1662
消费品零售额	-0.0048	-0.1024	-0.2232*	-0.3277**	0.0701	-0.0053	-0.0413	-0.1518
总投资	0.4849***	0.3739***	0.2689**	0.1374	0.4463***	0.3729***	0.2119	-0.1543
房地产投资	0.3851**	0.4340***	0.3567***	0.2196**	0.3851***	0.2621*	0.1743	-0.0120
非房地产投资	-0.0345	-0.2382*	-0.3627***	-0.4291***	-0.1423	-0.3793**	-0.6388***	-0.5535***
制造业投资	-0.0469	-0.1665	-0.2503*	-0.2362*	-0.1124	-0.3571***	-0.5572***	-0.4906***

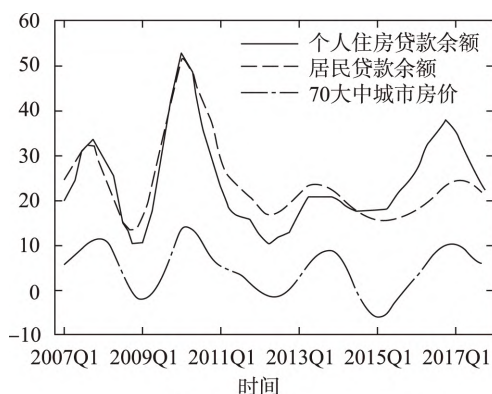
注:*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$ 。

从表 1 可以得到如下观察。第一,房(地)价与 GDP 的相关性是正的,这表示房地产繁荣与整体宏观经济的繁荣是正相关的。第二,从消费和投资这两个 GDP 的需求侧组成部分来看,房(地)价与消费是负相关的,与总投资是正相关的,其中,滞后期房(地)价对消费品零售额的负相关性逐渐增强,暗示房价的上涨会对未来的居民消费存在挤出作用。第三,尽管总投资与房价是正相关的,但相关性在总投资内部组成结构之间也存在巨大不同,房(地)价与房地产投资存在明显的正相关关系,但以非房地产投资和制造业投资为代表的“实体经济”投资却与房(地)价呈现了负相关的关系,其中,滞后期的房(地)价对实体经济投资的相关性仍然是负的,且负相关性并未随着滞后期的处理而减弱,暗示房(地)价对未来的实体经济投资存在挤出效应。

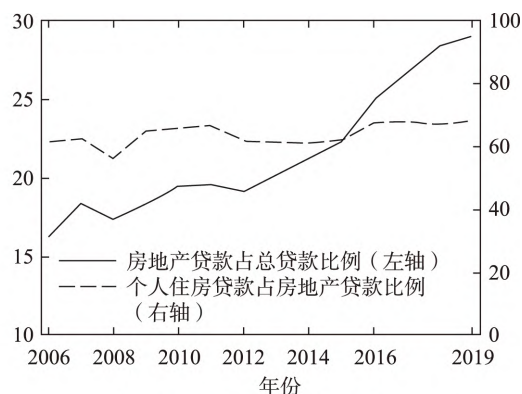
(二) 房价与金融摩擦

因为金融摩擦的存在, 房地产成为最重要的抵押品。大量国际前沿文献证明 (Iacoviello, 2005; Liu et al., 2013), 房地产通过金融摩擦放大了宏观经济波动。在我国, 房地产占据更为重要的地位。据中国社会科学院发布的《中国国家资产负债表 (2018)》, 2000 年以来我国居民住房价值占家庭非金融资产的比重平均为 92.6%; 作为对比, 美国居民及非盈利机构的房地产价值占非金融资产比例仅有 82.5%。房地产通过金融摩擦放大经济波动的结论在我国同样存在, 甚至更为明显。如图 1 (a) 所示, 房价增速与个人住房贷款增速表现出高度的协同性, 侧面说明房价对信贷乃至宏观经济的驱动作用。

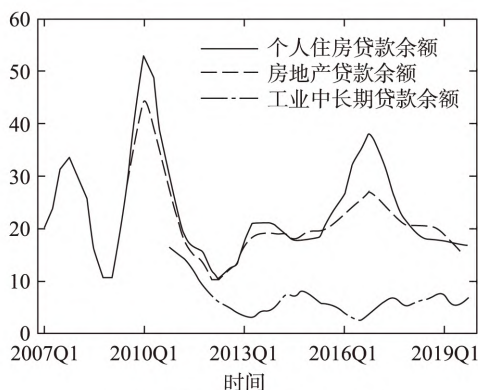
房地产吸纳贷款的能力非同一般。如图 1 (b) 所示, 房地产贷款占总贷款的比重持续快速攀升; 房地产贷款由个人购房贷款和房地产开发贷款组成, 其中个人购房贷款占据主要部分, 约为 65%—70%。快速扩张的房地产信贷, 势必对实体部门融资造成挤压。如图 1 (c) 所示, 房地产贷款和个人购房贷款的同比增速一直维持在高位, 2010—2019 年两口径贷款的年均增速约为 20%, 但同一时期工业部门贷款年均增速仅为 6.9%。



(a) 居民贷款与房地产价格同比增速 (%)



(b) 房地产相关贷款所占比例 (%)



(c) 不同类型贷款同比增速 (%)

图 1 中国居民杠杆与房地产贷款

数据来源：中国人民银行、国家统计局。

综上, 金融和信贷渠道是房价影响宏观经济结构的机制之一。考虑到“家庭杠杆攀升”是我国房地产金融的一个较新的特征事实, 本文基准模型将重点探讨家庭房贷的作

用机制。至于其他房地产相关的信贷,包括房地产企业信贷扩张以及地方政府债务扩张的影响,由于现有文献已做了较充分的研究,受篇幅所限,本文将在附录三的模式拓展中展开讨论。¹

(三) 房价、土地财政与土地用途分割

土地是住房建造中的关键要素,地价也是房价的关键组成部分。地方政府是中国土地的主要供给者,也是主要获益者。图 2 (a) 显示,地方政府对土地财政的依赖性越来越强,且大部分的土地财政收入投入了基础设施建设中(图 2 (c)),2008 年后快速的基建投资成为拉动总投资乃至宏观经济的重要因素。

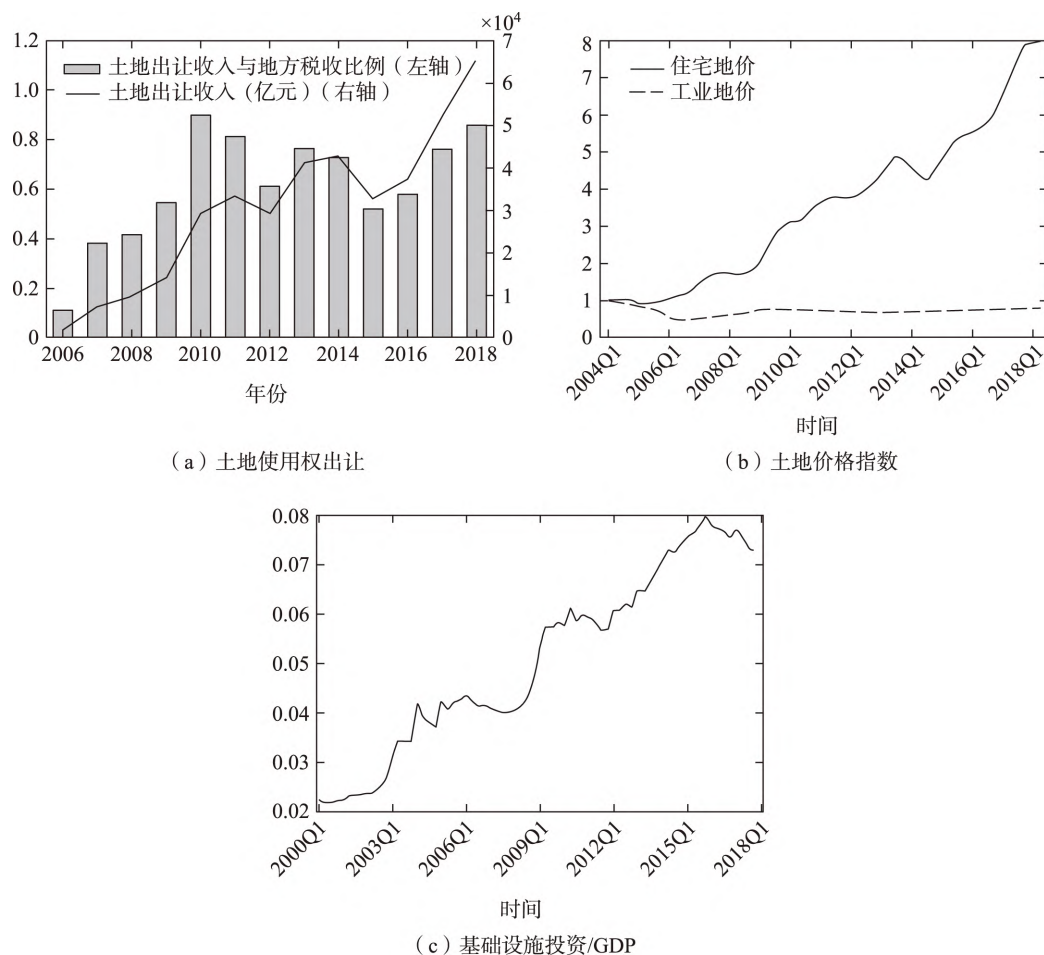


图 2 土地财政与基建投资

数据来源:财政部、CQER 中国宏观数据库、中国土地市场网、作者计算。

除通过基建投资拉动总体经济外,土地财政还会通过土地用途分割机制对宏观经济产生结构性影响。我国土地用途管制事实上非常严格,土地使用者在一级市场获取土地

¹ 由于篇幅限制,附录未在正文呈现,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载。

使用权之后，不可以改变规定好的土地用途。在 GDP 和财税收入双重考核压力下，地方政府一方面通过低廉的工业用地招商引资，即“引资生税”，另外一方面通过价格持续上涨的商服和住宅用地获取高额的土地出让收入，即“以地生财”，这些行为形成了以土地出让为核心的“土地财政”模式（陶然等，2009；雷潇雨和龚六堂，2014）。²如图2(b)所示，我国住宅用地的实际价格自2004年起快速上升，这支撑起了土地财政规模的快速上涨；而工业用地的实际价格则一直维持平稳——价格的巨大差异凸显了不同用途土地存在的市场分割。我们将在后文论证，在房地产繁荣时，土地市场分割导致房价上涨无法外溢到工业用地地价上，因而制造业企业难以出现基于土地抵押的信贷扩张，反而会出现信贷和投资被挤出现象。

（四）小结：房地产调控政策应兼具“调结构”功能

综合上述分析，本文认为，房价的波动会导致宏观经济的结构性波动，而房价的持续上涨则会导致宏观经济结构的持续分化。文献也逐步发现，房地产调控政策往往对宏观经济的其他部分存在外溢性，并不是所有抑制房价的政策都有利于整体宏观经济的协调（黄志刚和许伟，2017；梅冬州和温兴春，2020；马理和范伟，2021）。因此，房价调控政策不应仅仅关注房价的稳定，而应该兼顾“调整经济结构”的职能。

现有文献为我们理解房地产调控提供了丰富的视角和坚实的基础，但仍然未能在一个统一的框架下给出一致的、可比的政策分析。一方面，实证文献缺乏一般均衡和理性预期的视角，不仅无法完整地探讨调控措施对房价和宏观经济各方面的影响，其政策评估结果更容易落入卢卡斯批判而不具备现实意义。另一方面，相关话题的动态随机一般均衡（DSGE）文献正在涌现，但已有文献仍局限在某一视角，尚难以在一个统一的框架下同时复制房地产繁荣时居民消费、金融信贷、实体经济、地方政府财政等宏观经济各方面的特征事实。上述观察和思考恰为本文提供了充足的研究动机，本文试图在一个一般均衡框架下将房价的宏观影响和房价调控政策相结合，探讨各类房价调控政策对宏观经济的综合影响。

三、模型设置

本文搭建了一个包含家庭部门、银行部门、企业部门、地方政府和中央政府的DSGE模型。为了刻画房价与家庭杠杆的互动关系，本文引入无房贷家庭和有房贷家庭。为了研究房价与房地产贷款、金融市场的互动关系，本文引入银行部门的金融摩擦。为了刻画实体企业投资和信贷受到的影响，本文设置企业的抵押融资约束。为了讨论土地制度和地方政府行为的影响，本文引入不同用途土地供给行为、土地财政收入和基础设施投资行为。最后，中央政府具有需求侧和供给侧共计六种调控房价的政策工具。

² 此外，地方政府还形成了以土地抵押担保为核心的“土地金融”模式，本文在附录的拓展模型研究了房地产繁荣下地方政府债务的影响，见附录三（三），感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网（<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>）下载。

(一) 家庭部门

家庭部门分两类：一类是无房贷家庭，用脚标 h 标记；另一类是有房贷家庭，用脚标 s 标记。家庭最大化如下目标函数：

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta_i^t \left[\lambda_t \log(C_{it} - \gamma C_{i,t-1}) + \varphi_t \log(H_{ir,t} + H'_{ir,t}) - \psi_t \frac{N_{it}^{1+\eta}}{1+\eta} \right], i \in \{h, s\}, \quad (1)$$

其中， C_{it} 为 i 类家庭的消费， N_{it} 为 i 类家庭的劳动供给； $H_{ir,t}$ 为 i 类家庭拥有产权的商品房³， $H'_{ir,t}$ 为 i 类家庭的无产权保障性住房，后者为政府调控房地产市场的手段之一。 $\beta_i \in (0, 1)$ 为 i 类家庭的主观贴现因子；假设有房贷家庭比无房贷家庭更加不耐心，即 $\beta_s < \beta_h$ ，这反映了其借钱消费和购房的特质。 $\gamma \in (0, 1)$ 衡量消费习惯程度， $\eta > 0$ 是 Frisch 劳动供给弹性的倒数。 λ_t 代表消费需求冲击，稳态为 1 且服从如下随机过程：

$$\ln \lambda_t = \rho_\lambda \ln \lambda_{t-1} + \varepsilon_{\lambda t}, \quad (2)$$

其中 $\rho_\lambda \in (-1, 1)$ 衡量了冲击的持续性， $\varepsilon_{\lambda t}$ 是一列独立同分布的正态随机过程，而正态分布的均值为 0，标准差为 σ_λ 。令 φ_t 代表住房需求冲击，且服从随机过程：

$$\ln \varphi_t = (1 - \rho_\varphi) \ln \bar{\varphi} + \rho_\varphi \ln \varphi_{t-1} + \varepsilon_{\varphi t}, \quad (3)$$

其中 $\bar{\varphi} > 0$ 是冲击的稳态值，衡量稳态时住房效用的重要程度， ρ_φ 和 $\varepsilon_{\varphi t}$ 的含义与式 (2) 类似。 ψ_t 是劳动供给冲击，具体形式与式 (3) 类似。

无房贷家庭的收入包含工资收入 $w_{ht} N_{ht}$ ，以及将储蓄 D_t 存于银行赚取存款利息 R_{dt} 的利息收入；支出包括消费品支出、以 Q_{rt} 为房价的购房支出，以及新形成的储蓄 D_t 。假设商品房折旧率为 δ_h ，同时家庭无需为保障性住房支付费用。无房贷家庭约束可写为

$$C_{ht} + (1 + \tau_t) Q_{rt} [H_{hrt} - (1 - \delta_h) H_{hrt-1}] + \omega_t (1 - \delta_h) H_{hrt-1} + D_t \leq w_{ht} N_{ht} + R_{dt-1} D_{t-1} + \Pi_{ht}, \quad (4)$$

其中 τ_t 表示房屋交易中的税费（率）， ω_t 表示房地产税，是家庭住房的持有成本，两个政策均可看作是政府房地产调控的手段。此外， Π_{ht} 表示从中央政府获取的转移支付。

有房贷家庭的收入包括工资收入 $w_{st} N_{st}$ ，支出包括一般消费品支出 C_{st} 和以 Q_{rt} 为房价的购房支出。有房贷家庭不储蓄，反而背负贷款。令 L_{st} 表示其房贷存量，令 R_{st} 表示房贷利率，当没有相关调控时 R_{st} 等于一般贷款利率 R_{lt} 。有房贷家庭的预算约束为

$$C_{st} + (1 + \tau_t) Q_{rt} [H_{srt} - (1 - \delta_h) H_{srt-1}] + \omega_t (1 - \delta_h) H_{srt-1} + R_{st} L_{st-1} \leq w_{st} N_{st} + L_{st} + \Pi_{st}, \quad (5)$$

其中 Π_{st} 表示从中央政府获取的转移支付。

最后，有房贷家庭面临借贷约束，即其债务不能大于商品房价值的一个比例

$$L_{st} \leq \rho_s L_{s,t-1} + (1 - \rho_s) m_{st} E_t (Q_{r,t+1} H_{srt+1} / R_{s,t+1}), \quad (6)$$

其中，为了刻画现实中家庭不能灵活随意地调整债务，本文引入了债务调整系数 $\rho_s > 0$ ； m_{st} 衡量了有房贷家庭的杠杆率冲击，具体形式与式 (3) 类似。

(二) 银行部门

银行部门从无房贷家庭吸收存款 D_t ，发放房贷 L_{st} 和企业贷款 L_{et} 。金融市场存在摩

³ 基准模型将“住房”与“住宅用地”混同，拓展模型中将引入房地产部门，届时“住房”与“住宅用地”有概念上的区分，该内容见附录三（二），感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn> 下载。

擦,参考Curdia and Woodford (2010),假设银行在发放贷款时面临成本 $AC_b(L_{st} + L_{et})$, $AC'_b > 0$, $AC''_b > 0$ 。在中国背景下金融市场中的“凸成本”特征更为明显(Chang et al., 2016)。

在“凸成本”函数的设定下,金融市场中的存款利率 R_{dt} 和贷款利率 R_{lt} 应满足如下关系,

$$R_{lt} = R_{dt} + \kappa_t + \theta_1 \left[\left(\frac{L_{st} + L_{et}}{\bar{L}_s + \bar{L}_e} \right)^{\theta_2} - 1 \right], \quad (7)$$

其中, θ_1 、 θ_2 均为大于零的常数, $\kappa_t + \theta_1 \{[(L_{st} + L_{et}) / (\bar{L}_s + \bar{L}_e)]^{\theta_2} - 1\}$ 表示存贷利差。 κ_t 表示金融冲击,具体形式与式(3)类似。可以看到,在动态中,存贷利差将随着贷款总量的上升而上升。事实上,式(7)具备充分的微观基础,可以由银行部门在监管约束下的最大化问题推导出来。⁴

最后,本文假设银行部门利润将转移支付给家庭户,体现在 Π_{ht} 和 Π_{st} 之中。

(三) 企业部门

企业部门主要以制造业等实体行业为代表。企业雇用劳动 N_{ht} 和 N_{st} , 积累工业用地 H_{et} 和实物资本 K_{et} , 生产最终产品 Y_t 。同时,基础设施水平 K_{gt} 也对企业的产出具有正外部性。生产函数为

$$Y_t = Z_t K_{e,t-1}^{1-a_t-a_n} H_{e,t-1}^{a_l} (N_{ht}^\mu N_{st}^{1-\mu})^{a_n} K_{g,t-1}^{a_g}, \quad (8)$$

其中 a_l 与 a_n 分别代表工业用地和劳动的产出弹性, μ 为劳动报酬中无房贷家庭获取的份额, a_g 衡量基础设施对产出的外部性。 Z_t 代表生产技术冲击,具体形式与式(2)类似。

企业部门是风险厌恶的,其最大化如下经营目标

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta_e^t \log(\Pi_{et}), \quad (9)$$

其中 Π_{et} 为各期的净利润,与银行部门一样,企业利润也将归属于家庭户,体现在 Π_{ht} 和 Π_{st} 之中; β_e 为企业部门的贴现因子,为保证稳态时企业的借贷约束是紧的,要求 β_e 小于 β_h 。

企业的预算约束中,收入端包括扣除掉工资后的经营收入 $Y_t - w_{ht}N_{ht} - w_{st}N_{st}$ 以及贷款收入 L_{et} , 支出端包括保留利润 Π_{et} 、商业投资 I_{et} 、以价格 Q_{et} 购入的工业用地以及贷款还本付息支出 $R_{lt}L_{e,t-1}$ 。假设工业用地和住房具有相同的折旧率 δ_h , 且企业面临同样的贷款利率为 R_{lt} 。综上,企业的预算约束应写为

$$\begin{aligned} \Pi_{et} + I_{et}/Z_{qt} + Q_{et}[H_{et} - (1-\delta_h)H_{e,t-1}] + R_{lt}L_{e,t-1} \\ \leq Y_t - w_{ht}N_{ht} - w_{st}N_{st} + L_{et} - AC_{et}, \end{aligned} \quad (10)$$

其中 $AC_{et} = \chi_e (K_{et} - K_{e,t-1})^2/2$ 表示商业资本的投资调整成本。 Z_{qt} 代表投资技术冲击,具体形式与式(2)类似。

⁴ 受篇幅所限,相关推导和证明参见附录三(一),感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn/> 下载。

令 δ_k 表示资本折旧率, I_{et} 为商业投资, 则商业资本的积累方程为

$$K_{et} \leq (1 - \delta_k) K_{e,t-1} + I_{et}. \quad (11)$$

企业从银行部门获取贷款 L_{et} , 但其借贷能力受到限制, 债务总量不能大于自身固定资产价值的一个比例

$$L_{et} \leq \rho_e L_{e,t-1} + (1 - \rho_e) m_e E_t (Q_{e,t+1} H_{et} / R_{l,t+1} + K_{et}), \quad (12)$$

其中 $m_e > 0$ 衡量了企业部门杠杆率的高低。为了刻画现实中企业不能灵活随意地调整债务, 本文引入了债务调整系数 $\rho_e > 0$ 。

(四) 土地财政与基础设施投资

为使模型更简明而突出, 本文不对地方政府的动机、最优行为进行细致的刻画, 而是简化地假设地方政府将土地相关收入全部投入基础设施投资 I_{gt} 中。地方政府对基础设施存量 K_{gt} 的积累方程为

$$K_{gt} \leq (1 - \delta_k) K_{g,t-1} + I_{gt}. \quad (13)$$

令 h_{rt} 和 h_{et} 分别代表住宅用地供给和工业用地供给, 基础设施投资应等于土地出让收入与房地产税收入之和

$$I_{gt} = Q_{rt} h_{rt} + Q_{et} h_{et} + \omega_t (1 - \delta_h) (H_{hr,t-1} + H_{hs,t-1}). \quad (14)$$

本文将住房和住宅用地等同, 因此房价 Q_{rt} 与住宅地价是一致的。住宅用地 h_{rt} 和工业用地 h_{et} 的供给受到明显的分割, 难以被市场需求所影响, 两类土地具有不同的价格, 即 Q_{rt} 和 Q_{et} 。

(五) 房地产调控政策

房地产市场调控可以分为需求端的房地产调控和供给端的房地产调控。

在需求端, 政府首先可以通过限购等相关措施, 直接对国民的住房需求进行调节。在模型中, 直接影响住房需求的是变量 φ_t 。在引入限购政策前, φ_t 仅表示住房需求冲击。在引入限购政策后, 可令 φ_t 服从如下过程

$$\ln \varphi_t = (1 - \rho_\varphi) \ln \bar{\varphi} + \rho_\varphi \ln \varphi_{t-1} - \varphi_\varphi \ln (Q_{rt} / \bar{Q}_r) + \varepsilon_{\varphi t}, \quad (15)$$

其中 $\varphi_\varphi > 0$ 表示住房需求调控政策对房价的反应弹性。

在需求端, 政府其次可以通过增加住房交易成本和持有成本调节房地产市场, 在模型中体现为变量 τ_t 和 ω_t 对房价的反应。

$$\ln(1 + \tau_t) = \rho_\tau \ln(1 + \tau_{t-1}) + \varphi_\tau \ln(Q_{rt} / \bar{Q}_r), \quad (16)$$

$$\ln(1 + \omega_t) = \rho_\omega \ln(1 + \omega_{t-1}) + \varphi_\omega \ln(Q_{rt} / \bar{Q}_r), \quad (17)$$

其中 $\varphi_\tau > 0$ 和 $\varphi_\omega > 0$ 分别表示两类调控政策对房价的反应弹性, ρ_τ 和 ρ_ω 表示政策持续性。此外, 中央政府还可以通过房贷利率 R_{st} 来调控房地产市场, 这本质是货币政策和宏观审慎双支柱框架中的重要组成部分。假设 τ_t 和 R_{st} 分别服从如下调控规则

$$\ln(R_{st} / R_{lt}) = \rho_r \ln(R_{s,t-1} / R_{l,t-1}) + \varphi_r \ln(Q_{rt} / \bar{Q}_r), \quad (18)$$

其中 φ_r 和 ρ_r 的含义与式 (16) 类似。上述三个政策会创造额外的财政或金融收入, 为保证模型封闭, 令房地产税作为地方政府的财政收入, 令其他两类政策带来的收入通过

中央政府转移支付给家庭户，体现在 Π_{ht} 和 Π_{st} 中。

在供给端，假设政府对住宅用地的供给 h_{rt} 是随房价变动的，房价偏高是住宅用地供给上升，反之则下降，因此可假设其服从如下调控规则

$$\ln h_{rt} = (1 - \rho_h) \ln \bar{h}_r + \rho_h \ln h_{r,t-1} + \varphi_h \ln(Q_{rt}/\bar{Q}_r), \quad (19)$$

其中 \bar{h}_r 表示住宅用地供给在不进行调控时的稳态值， φ_h 和 ρ_h 的含义与式 (16) 类似。

在供给端，除了商业性质的土地和住房供给，政府还可以供给保障性、政策性的住房。后者与前者的不同之处在于，保障性、政策性的住房仅可以用来居住，不能用于交易或抵押。假设政府分配给两类家庭的保障性住房与其商品房比例相同，即 $\xi_t = H'_{hr,t}/H_{hr,t} = H'_{sr,t}/H_{sr,t}$ ，则保障性住房的供给可服从如下规则

$$\ln(1 + \xi_t) = \rho_\xi \ln(1 + \xi_{t-1}) + \varphi_\xi \ln(Q_{rt}/\bar{Q}_r), \quad (20)$$

其中 φ_ξ 和 ρ_ξ 的含义与式 (16) 类似。

(六) 均衡与市场出清

金融市场出清要求存款供给和贷款需求相等

$$D_t = L_{st} + L_{et}. \quad (21)$$

由于不同用途的土地市场分割，住宅用地（住房）和工业用地有各自不同的价格 Q_{rt} 和 Q_{et} ，也有各自的市场出清条件

$$H_{hrt} + H_{srt} - (1 - \delta_h)(H_{hrt-1} + H_{srt-1}) = h_{rt}, \quad (22)$$

$$H_{et} - (1 - \delta_h)H_{et-1} = h_{et}, \quad (23)$$

其中住宅用地的供给 h_{rt} 服从式 (19)，而工业用地的供给 h_{et} 可不失一般性地设为常数 $h_{et} = \bar{h}_e$ 。最后根据瓦尔拉斯法则，产品市场出清自然成立。

四、基本结论：房价如何驱动宏观经济

(一) 参数校准与估计

本文采用校准和贝叶斯估计相结合的方式确定模型参数。校准的参数依据经典文献取值或中国宏观数据。贝叶斯估计则基于 2004Q1—2017Q4 的六列季度数据，包括住宅用地价格、GDP、居民消费、居民信贷余额、工业企业投资、固定资产投资价格指数。数据来源为 Wu et al. (2012) 构建并更新至 2017 年的 Hedonic 地价数据、中国社会科学院国家资产负债表研究中心公布的家庭债务数据和 Chang et al. (2016) 构建并持续更新的 CQER 中国宏观数据库。所有数据均为实际变量，并进行了对数差分的处理。在基准模型中，本文单独考察房价驱动宏观经济的影响机制，暂不引入房价调控政策，因此调控政策对应的变量在基准模型中均固定在稳态值，调控政策的反应参数暂不需要校准或估计。⁵

⁵ 受篇幅所限，校准参数的取值和校准依据、待估参数的先验分布和后验结果置于本文见附录一（一）、（二），感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn> 下载。

估计结果显示,住房需求冲击具有较强的持续性(Q 9724)和较大的波动性(Q 2691),与文献中的估计结果非常一致。本文在贝叶斯估计后进行了方差分解,结果显示,住房需求冲击是本文模型框架中解释宏观经济波动最重要的冲击。⁶在后续的内容中,本文也将以住房需求冲击为起点进行模拟。

(二) 住房需求冲击下的宏观经济波动

图 3 展示了宏观经济变量在住房需求冲击下的百分比变化,脉冲图的 68% 置信区间范围较窄,印证了贝叶斯估计结果的可信性。总体来看,在房价的驱动下,宏观经济出现结构性波动,这一模拟结果与第二部分展示的特征事实是一致的。

当家庭户产生对住房的正向需求冲击时,房价大幅上升。家庭户的总消费却受到负向的影响,有房贷家庭户的消费下降程度远大于无房贷家庭户。受到住房需求和房价变动的驱动,有房贷家庭的贷款迅速攀升。更多的贷款流向房贷,导致金融中介总体的贷款利率上升。更高的贷款利率提高了企业的融资成本,挤出了企业的信贷和投资。此外,地方政府的土地财政收入大幅增加,地方政府将增加的收入用于基础设施建设支出,进而拉动了基建投资的上升。总投资是由基建投资和商业投资共同构成,房价的上升挤出了商业投资,但带来了地方政府基建投资的大幅上升,两者共同作用下总投资也出现较弱的上升。最终,虽然基建投资拉升了 GDP,但总消费的萎缩和商业投资的挤出也抵消了一部分 GDP 的正向波动。

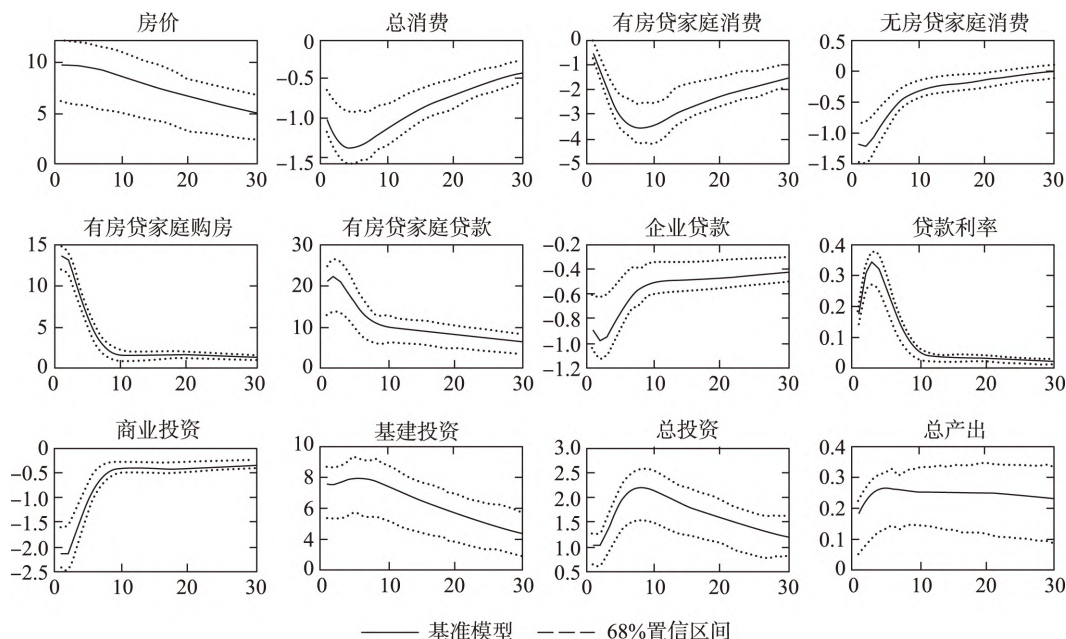


图 3 房价与主要宏观变量: 1 单位正向住房需求冲击下的脉冲图

⁶ 受篇幅所限, 方差分解结果置于本文见附录一(三), 感兴趣的读者可在《经济学》(季刊) 官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn> 下载。

（三）机制分析

基于反事实模拟，本文挖掘造成这一系列经济现象背后的两个关键渠道⁷，即金融摩擦和土地用途分割。⁸

金融摩擦渠道简述如下：在居民部门的金融摩擦下，住房可以作为抵押物放松家庭融资约束，导致房价和家庭杠杆存在相互强化的作用，最终挤出了消费；在银行部门的金融摩擦下，当大量贷款流向房贷时，贷款利率的上升会进一步强化，这提高了企业的融资成本，挤出企业投资。

土地用途分割渠道简述如下：尽管以土地财政为支撑的基建投资拉动了总投资和GDP，但在土地市场分割下，房价上涨仅带动了住宅地价的上涨，却很难对工业地价产生任何影响，企业部门手中的厂房和工业用地没有增值，也难以通过融资抵押效应增加企业的融资能力，反而出现了企业信贷被房地产信贷扩张挤出的情况。

五、政策分析：房价调控政策的影响及作用机制

在本部分，我们引入不同房价调控政策，关注各个政策在房价繁荣时对宏观经济结构的矫正作用。具体的引入方式是通过调整政策反应弹性和政策持续性，使得在住房需求冲击下，房价的波动约为基准模型房价波动的一半。在这种方式下，所有政策平抑房价的效果是相似的，只需要对比它们对宏观经济结构和居民福利的影响即可。

（一）需求侧房价调控政策

在需求侧，我们首先分析直接抑制住房需求 φ_i 、增加交易成本 τ_i 和增加持有成本 ω_i 这三个政策。由于 φ_i 的持续性 (ρ_φ) 已经由贝叶斯估计得到，对这一政策仅需要校准政策反应弹性，得到 φ_φ 取 0.1。 τ_i 的反应弹性 φ_τ 取 0.9、持续性 ρ_τ 取 0.4。 ω_i 的反应弹性 φ_ω 取 0.02、持续性 ρ_ω 取 0.55。三个政策的调控效果在图 4a 中展示。三个政策对宏观经济其他变量产生了相似的影响，在保证房价降低一半的前提下，三者均能缓解房价对金融市场和实体经济的扭曲：抑制了居民杠杆的攀升、平抑了金融市场利率波动、缓解了对企业融资和投资的挤出效应。从调控机制来看，这三个政策本质上均是从居民的住房需求方面施加了抑制作用，部分抵消了正向住房需求冲击，进而削弱了金融摩擦和土地市场分割对经济波动的作用。

三个政策的差异，是对消费和地方财政的影响存在不同。抑制住房需求直接引导居民替代性地增加一般消费品支出，增加交易成本是将所收税费转移支付给家庭，两者均

⁷ 在文献中，房地产对实体经济的挤出效应可大致分为三类：第一，非房地产企业为追求高回报而进行房地产投资或进入房地产领域，导致主营业务投资受到挤压；第二，金融市场上的信贷配置更偏向于房地产相关领域，抬高了实体部门的融资成本；第三，房地产部门在扩张时提高了生产要素的价格，对其他部门的生产成本带来压力。可以说，本文提出的“土地用途分割”具有理论创新意义。本文在附录三（二）、（三）的模型拓展中，通过引入房地产部门论证了房地产企业贷款扩张带来的挤出效应，通过引入完整的地方财政设置论证了地方政府债务扩张带来的挤出效应，感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn> 下载。

⁸ 受篇幅所限，相关模拟和论证过程参见附录二，感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网 <https://ceq.ccer.pku.edu.cn> 下载。

可以缓解家庭消费的下降。然而,增加住房持有成本则是通过房地产税的形式进入了地方政府收入中,这不仅抑制了家庭住房需求,还给家庭预算约束带来了压力,导致居民消费进一步下降,但同时刺激了地方财政的扩张。

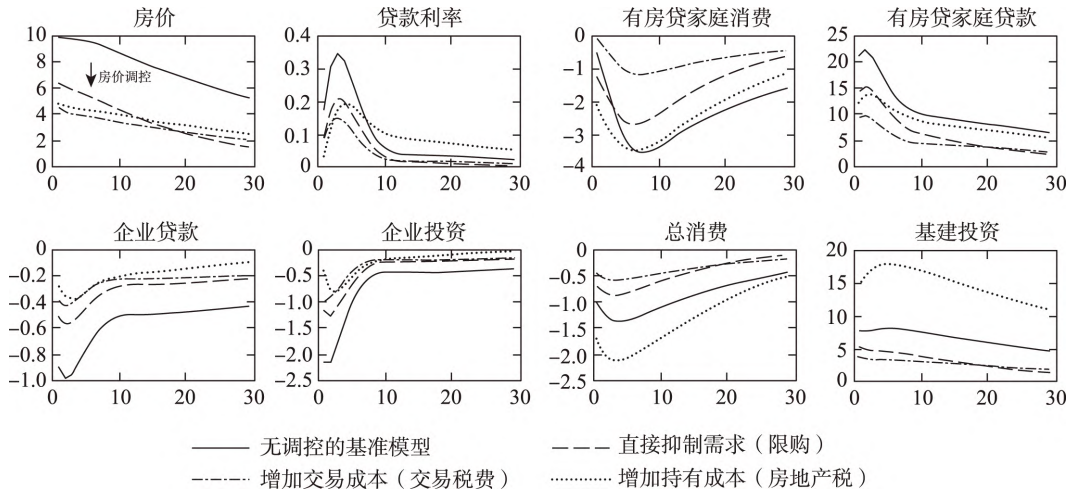


图 4a 需求侧调控的效果

在需求侧,我们接着分析提高房贷利率 R_{st} 的金融信贷政策,为将房价波动抑制一半,反应弹性 φ_r 取 0.1、持续性 ρ_r 取 0.9。如图 4b 所示,该政策同样能缓解房价对宏观经济的扭曲:缓解了居民消费的下降、抑制了居民杠杆的攀升、平抑了金融市场利率波动、缓解了对企业融资和投资的挤出效应。从调控机制来看,该政策从房贷成本上抑制了居民购房需求,作用机制与前两个需求侧调控政策的机制部分重合。不同的是,该政策直接挤出了居民杠杆,导致了金融市场上的资金总需求大幅下降,其他类型的贷款利率下降,从而刺激了企业融资和投资。

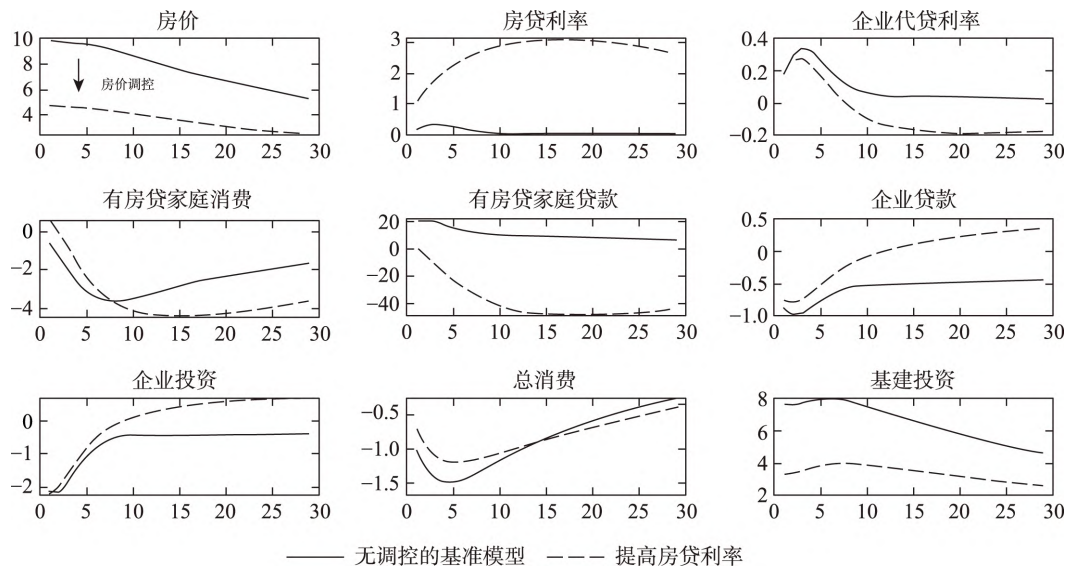


图 4b 需求侧调控的效果

(二) 供给侧房价调控政策

在供给侧,我们首先分析增加土地供给 h_{rt} 的调控政策,为将房价波动抑制一半,令反应弹性 φ_h 取0.035、持续性 ρ_h 取0.995。然而,我们发现这一政策持续性过高,一旦政策实施,在没有其他因素的干扰下,约需要 $1/4/(1-\rho_h)=50$ 年的时间才能充分衰减。在这一过程中,需要增加大量的土地供给,在当前城镇建设用地非常有限的情况下,可行性明显不高。因此,我们同时考虑了一种相对短期的土地供给政策,将政策持续性下调为0.8,即一个政策约持续1.25年。图5a对比了两种土地供给政策对经济的影响。

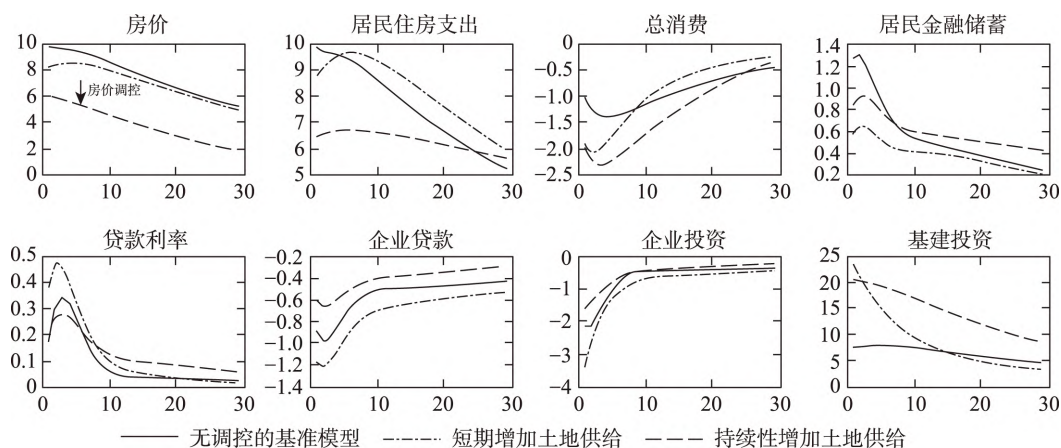


图5a 供给侧调控的效果

从图5a可以看到,短期增加土地供给和持续性增加土地供给的影响存在巨大差异。第一,两类政策对房价的影响不同,前者只能在短期降低房价波动,只有后者才能将房价波动水平持续性地维持在基准模型的一半。第二,两个政策对宏观经济其他变量的影响不同:前者增加了居民住房支出、提高了贷款利率、挤出了企业融资和投资;而后者降低了居民住房支出、缓解了企业融资和投资的挤出。同样是增加土地供给,为什么短期政策和持续性政策在调节宏观经济中存在完全相反的效果?

事实上,土地供给从两个方面影响宏观经济。第一,房地产不仅具有使用价值,还具有投资和抵押价值,后者在家庭的跨期决策中起到关键作用。由于短期的供给侧政策仅使得房价在短期受到调控,家庭最优决策是在短期尽可能多地购入房地产,从而在未来房地产供给下降和房价上升时处于更有利的地位——这将挤出消费和金融储蓄,贷款利率将进一步增加,企业融资和投资将进一步恶化。只有房地产供给在未来持续增加,居民将预期到房价持续走低,房地产的投资价值才会被削弱。第二,持续增加土地供给,将极大扩充地方政府的土地财政收入,进而形成基建基础设施的快速积累,对企业的生产带来正外部性,并提高了商业资本的边际生产率,因此持续性政策下企业投资动机更强,投资被挤出现象得以缓解。

总结来看,增加土地供给的房价调控政策,只有在持续性非常强的前提下,才有可能实现充分抑制房价波动和缓解宏观经济扭曲的效果,但这在当前城市土地供给非常有

限的情况下不具备实践上的可行性。那么怎样的供给侧调控方式才能克服这个“两难困境”?事实上,房价之所以能够驱动宏观经济周期,土地供给政策之所以在短期和长期存在效果上的差别,其根本在于房地产的投资和抵押属性。剥离房地产的投资和抵押属性,是供给侧房地产调控的突破思路之一。

为此,在供给侧我们继续分析增加无产权保障性住房的调控政策。为了将房价波动抑制一半,反应弹性 φ_{ε} 取0.3、持续性 ρ_{ε} 取0.9。如图5b所示,该政策同样能缓解房价对宏观经济的扭曲:缓解了居民消费的下降、抑制了居民杠杆的攀升、平抑了金融市场利率波动、缓解了对企业融资和投资的挤出效应。由于保障性住房没有产权,不能像商品住房一样被交易,因此其不具备投资和抵押属性。保障性住房的供给增加,导致居民对商品住房的需求替代性地下降,削弱了商品房房价通过金融摩擦和土地市场分割对经济波动的影响。

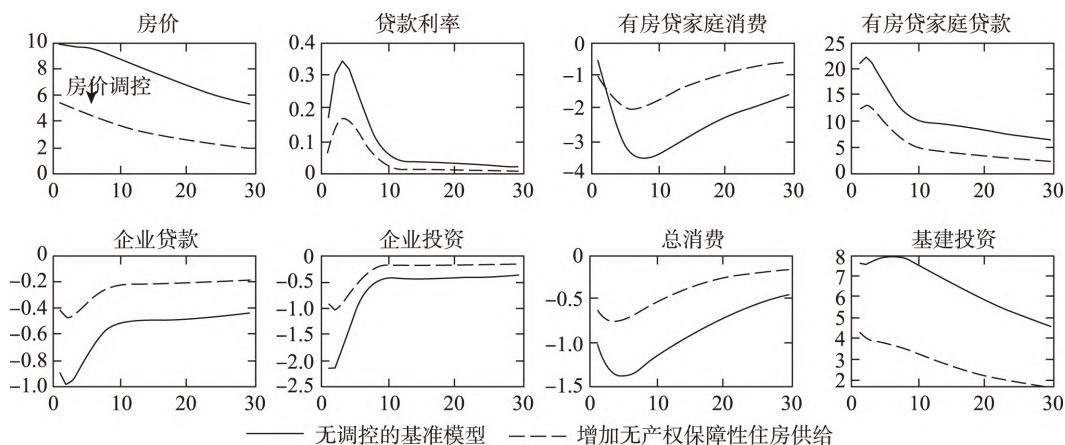


图5b 供给侧调控的效果

(三) 福利分析

本小节进行福利分析。根据标准文献设定,将社会福利改进 Ω 定义为,需要给政策实施前的家庭消费补偿 Ω 比例,使得家庭效用在政策实施后无差异。令 $Wel_{h,t}$ 和 $Wel_{s,t}$ 分别表示无房贷家庭和有房贷家庭的终身效用,

$$Wel_{i,t} = E_0 \sum_{k=t}^{\infty} \beta_i^k \left[\lambda_k \log(C_{ik} - \gamma C_{i,k-1}) + \varphi_k \log(H_{ir,k} + H'_{ir,k}) - \phi_k \frac{N_{ik}^{1+\eta}}{1+\eta} \right], i \in \{h, s\}. \quad (24)$$

社会总福利 $Wel_{a,t}$ 就是两类家庭终身效用的加权之和

$$Wel_{a,t} = \mu Wel_{h,t} + (1-\mu) Wel_{s,t}. \quad (25)$$

为了将目光集中在调控政策在抑制房价时起到的作用,我们模拟的是住房需求冲击到来时施加调控政策的条件福利改进(conditional welfare improvement)。令 Ω_h 、 Ω_s 和 Ω_a 分别表示政策对无房贷家庭、有房贷家庭和全部家庭的福利改进,表2列出了计算结果。

表 2 房价调控的福利分析（基于住房需求冲击的条件福利度量）

福利改进	需求侧调控				供给侧调控		
	直接抑制需求	增加交易成本	增加持有成本	提高房贷利率	临时增加土地供给	持续增加土地供给	增加无产权住房
Ω_h	-1.61%	0.03%	-0.32%	1.33%	0.19%	0.54%	0.95%
Ω_s	0.35%	1.69%	0.01%	-9.71%	-0.59%	0.16%	2.87%
Ω_a	-1.02%	0.53%	-0.22%	-2.12%	-0.04%	0.43%	1.52%

从表 2 可以看到，虽然不同政策对房价的平抑效果是类似的，但对居民福利的影响大不相同。通常来说，需求端的调控政策往往恶化居民福利，而供给端的调控政策往往改善居民福利，但表 2 中并不尽然。在需求端，直接抑制需求、增加持有成本和增加房贷利率的政策，很明显地恶化了居民福利；而提高交易成本却提高了居民福利，因为税费收入转移支付给了家庭，使其消费出现替代性改善。在供给端，持续性增加土地供给和增加无产权保障性住房可以改善居民福利；而短期增加土地供给却恶化居民福利，这是因为短期居民增加购房支出的过程中，挤出了消费和金融储蓄，使得贷款利率上升，进一步影响了有房贷家庭的消费和福利。纵览表 2，对居民总福利改善最大的是增加无产权住房的调控政策。

表 3 进一步列出了不同政策对宏观经济各方面的影响，是改善还是恶化。表 3 中的相关结论，在图 4、图 5 和表 2 中已经得到了展示和论证。表 3 中，供给侧增加无产权住房和需求侧提高交易成本的政策，是综合来看比较适宜的政策工具，而从福利改进的数值来看，前者效果明显高于后者。

表 3 房价调控的效果对比

对比标准	需求侧调控				供给侧调控		
	直接抑制需求	增加交易成本	增加持有成本	提高房贷利率	临时增加土地供给	持续增加土地供给	增加无产权住房
平抑房价	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
促进居民消费	✓	✓	×	?	×	×	✓
平抑居民债务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
平抑贷款利率	✓	✓	✓	✓	×	?	✓
促进企业融资	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
促进企业投资	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
提高地方财政	×	×	✓	×	?	✓	×
提高总福利	×	✓	×	×	×	✓	✓

表 3 进一步提供了不同调控政策对地方政府财政的影响。地方政府是房价地价高企的实际受益者，房价波动与地方财政息息相关。此外，图 4、图 5 均展示了不同调控政策下基建投资的反应。结合表 3 和图 4、图 5 我们发现：第一，大多数需求侧房地产调控政策会通过压低房价的方式挤压地方财政，这也是地方政府想要维持房价的主要原因；第二，由于房地产税归地方政府所有，其可以在抑制房价的同时推动地方财政的增

加,是未来缓解地方政府对土地财政依赖的可行方式之一;第三,增加土地供给带来的是量增价减,并不一定会促进土地出让收入的增加(尤其是短期增加土地供给),这也是为什么地方政府试图控制住宅用地供应,除了要为招商引资而供给大量工业用地外,还要在量和价之间寻找一个平衡点,以追求最大的土地出让收入(赵扶扬等,2017;赵扶扬等,2021)。因此,在调控房价的过程中,我们需要格外警惕房价对地方财政可持续性的影响。

六、总 结

房价波动和房地产调控是永不过时的研究话题。“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”的愿景被写入了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中。2020年一、二线城市房价飙升和新一轮的房价调控政策,也为本文赋予了更强的研究意义。本文在一个一般均衡框架下将房价的宏观影响和房价调控政策相结合,探讨各类房价调控政策对宏观经济的综合影响,并得出如下结论。

房价的波动会导致宏观经济的结构性波动。在房价上涨和房地产市场繁荣的背景下,中国出现居民部门杠杆攀升和消费萎缩,经济增长日益依赖土地财政和基建投资,实体经济投资被大量挤出现象。在房价与宏观经济深度交织的背景下,房价调控需要慎之又慎,不仅要考虑政策平抑房价的效果,更要考虑政策对宏观经济结构的影响。

在多维度的分析中,我们提炼出三方面政策含义。第一,需求侧和供给侧的调控政策,在平抑房价和矫正宏观经济扭曲中,具有不同的优势。需求侧调控政策可操作性强,能较好地矫正经济结构,但往往抑制福利;供给侧的调控政策往往提高福利,但需要较多的城镇建设用地和财政投入,政策成本较高。第二,本文对单方面支持供给侧增加土地供给的文献提出了警示。没有针对性地增加住宅用地供给不仅是国土资源的巨大消耗,更有可能导致投资性购房支出骤增,进一步挤出居民消费、抬升金融市场融资成本、挤出实体经济。只有通过剥离房地产的交易、投资和抵押属性,有针对性地提高无产权保障性住房的供给,才能克服上述困境。第三,调控房价可能会影响地方政府的土地财政收入,威胁地方财政可持续性。面对“稳房价”还是“保地方财政”的两难困境,应当深入财税体制改革,同时完善地方政府的激励机制。

参 考 文 献

- [1] Chang, C., K. Chen, D. F. Waggoner, and T. Zha, “Trends and Cycles in China’s Macroeconomy”, NBER Macroeconomics Annual, 2016, 30 (1), 1-84.
- [2] 陈斌开、杨汝岱,“土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄”,《经济研究》,2013年第1期,第110—122页。
- [3] 陈超、柳子君、肖辉,“从供给视角看我国房地产市场的‘两难困境’”,《金融研究》,2011年第1期,第73—93页。
- [4] Curdia, V., and M. Woodford, “Credit Spreads and Monetary Policy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 2010, 42, 3-35.
- [5] 邓柏峻、李仲飞、张浩,“限购政策对房价的调控有效吗”,《统计研究》,2014年第11期,第50—57页。

- [6] Dong, F., Y. Guo, Y. Peng, and Z. Xu, “Economic Slowdown and Housing Dynamics in China: A Tale of Two Investments by Firms”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 2022, 54 (6), 1839-1874.
- [7] 黄志刚、许伟, “住房市场波动与宏观经济政策的有效性”, 《经济研究》, 2017年第5期, 第103—116页。
- [8] Iacoviello, M., “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle”, *American Economic Review*, 2005, 95 (3), 739-764.
- [9] 靳相木、杨翠迎, “地根: 撬动中国经济的第三杠杆”, 《山东农业大学学报(社会科学版)》, 2005年第4期, 第40—44页。
- [10] 雷潇雨、龚六堂, “基于土地出让的工业化与城镇化”, 《管理世界》, 2014年第9期, 第29—41页。
- [11] Liu, Z., P. Wang, and T. Zha, “Land-Price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations”, *Econometrica*, 2013, 81 (3), 1147-1184.
- [12] 李波、朱太辉, “债务杠杆、金融素养与家庭金融脆弱性——基于中国家庭追踪调查CFPS 2014的实证分析”, 《国际金融研究》, 2020年第7期, 第25—34页。
- [13] 李江一, “‘房奴效应’导致居民消费低迷了吗?”, 《经济学》(季刊), 2018年第1期, 第405—430页。
- [14] 刘建丰、于雪、彭俞超、许志伟, “房产税对宏观经济的影响效应研究”, 《金融研究》, 2020年第8期, 第34—53页。
- [15] 鲁元平、张克中、欧阳洁, “土地财政阻碍了区域技术创新吗?——基于267个地级市面板数据的实证检验”, 《金融研究》, 2018年第5期, 第101—119页。
- [16] 罗知、张川川, “信贷扩张、房地产投资与制造业部门的资源配置效率”, 《金融研究》, 2015年第7期, 第60—75页。
- [17] 马理、范伟, “促进‘房住不炒’的货币政策与宏观审慎‘双支柱’调控研究”, 《中国工业经济》, 2021年第3期, 第5—23页。
- [18] 梅冬州、温兴春, “外部冲击、土地财政与宏观政策困境”, 《经济研究》, 2020年第5期, 第66—82页。
- [19] 梅冬州、温兴春、王思卿, “房价调控、地方政府债务与宏观经济波动”, 《金融研究》, 2021年第1期, 第31—50页。
- [20] 阮健弘、刘西、叶欢, “我国居民杠杆率现状及影响因素研究”, 《金融研究》, 2020年第8期, 第18—33页。
- [21] 司登奎、葛新宇、曾涛、李小林, “房价波动、金融稳定与最优宏观审慎政策”, 《金融研究》, 2019年第11期, 第38—56页。
- [22] 陶然、陆曦、苏福兵、汪晖, “地区竞争格局演变下的中国转轨: 财政激励和发展模式反思”, 《经济研究》, 2009年第7期, 第21—33页。
- [23] 王频、侯成琪, “预期冲击、房价波动与经济波动”, 《经济研究》, 2017年第4期, 第48—63页。
- [24] 王文春、荣昭, “房价上涨对工业企业创新的抑制影响研究”, 《经济学》(季刊), 2014年第2期, 第465—490页。
- [25] Wu, J., J. Gyourko, and Y. Deng, “Evaluating Conditions in Major Chinese Housing Markets”, *Regional Science and Urban Economics*, 2012, 42 (3), 531-543.
- [26] 杨俊杰, “房地产价格波动对宏观经济波动的微观作用机制探究”, 《经济研究》, 2012年第S1期, 第117—127页。
- [27] 叶光亮、邓国营、黎志刚, “个人住房贷款行为与房贷调控的有效性分析”, 《经济研究》, 2011年第S1期, 第105—115页。
- [28] 张德荣、郑晓婷, “‘限购令’是抑制房价上涨的有效政策工具吗?——基于70个大中城市的实证研究”, 《数量经济技术经济研究》, 2013年第11期, 第56—72页。
- [29] 赵扶扬、陈斌开、刘守英, “宏观调控、地方政府与中国经济发展模式转型: 土地供给的视角”, 《经济研究》, 2021年第7期, 第4—23页。
- [30] 赵扶扬、王仟、龚六堂, “土地财政与中国经济波动”, 《经济研究》, 2017年第12期, 第46—61页。
- [31] 朱国钟、颜色, “住房市场调控新政能够实现‘居者有其屋’吗?——一个动态一般均衡的理论分析”, 《经济学》(季刊), 2014年第1期, 第103—126页。

Housing Price Control Policy under the Dual Objectives of “Stabilizing Housing Price” and “Improving Macroeconomic Structure”

ZHAO Fuyang MEI Dongzhou*

(Central University of Finance and Economics)

Abstract: Housing price control policies should take into account the dual goals of stabilizing housing prices and improving the macroeconomic structure. This article compares six different housing price control policies, and draws the following conclusions. (a) Demand-side policies are suitable to improve economic structure, but tend to suppress welfare; supply-side policies could improve welfare, but require more input. (b) A short-term land supply would increase households' investment in housing, resulting in a stronger macroeconomic distortion effect; increasing the supply of indemnificatory housing may be the solution for the dilemma. (3) Housing price controls may threaten the sustainability of local finances.

Keywords: crowding-out effect of housing price; structural macroeconomic fluctuations; housing price control

JEL Classification: E32, E44, E61

* Corresponding Author: Mei Dongzhou, No. 39 South College Road, Haidian District, Beijing 100081, China; Tel: 86-15910687707; E-mail: meidongzhou@126.com.