

文章编号:1002-980X(2007)09-0041-04

汇率变化与房地产市场的联动趋势 ——预期及其他因素的实证浅析

宋 晗

(浙江大学 经济学院, 杭州 310027)

摘要:研究了2005年汇率改革前后人民币汇率变化对房地产市场的影响。研究发现:预期因素相对其他渠道而言是人民币汇率影响房地产价格的主导因素,而即期和远期汇率牌价不同变化趋势与上海住宅和写字楼指数的不同变化趋势的相关性也充分支持了该观点。人民币升值预期对房地产市场的影响主要归因于房地产商品自身兼具消费品和资本品双重特性以及供求的特殊性。因此,有关部门在考虑和制定相关政策时须充分考虑预期机制的作用。

关键词:人民币汇率;房地产;预期;升值

中图分类号: F293.3; F830.92 **文献标志码:** A

自从2005年7月21日人民币汇率改革以后,人民币持续升值,特别是2006以来,人民币升值势不可挡,突破了7.7大关。有关方面预测,2007年人民币将进一步上升到7.48兑1美元左右。人民币汇率的变化折现出我国汇率市场化改革的实质性成果:从有浮动的管理汇率制度向有管理的浮动汇率制转变。由于汇率的市场化改革是在强大的内外压力下推进的,人民币与美元的浮动更多的朝向人民币升值的方向有波动的推进。因此,本币升值压力成为一种公众的预期信念,进而影响到了社会经济的多个领域。而作为同时期的经济热点中国房地产市场在这种背景下也随之呼应,两者之间的互动机制更加引人注目。

本文旨在研究2005年改革前后汇率变化对我国房地产市场的影响机制,尤其关注于在本币升值压力环境下公众预期对房地产市场的影响,分析汇率变化与房地产市场的联动关系。

1 汇率预期机制及其实证研究

外汇有动态和静态两种含义,广义的静态外汇是指一切用外币表示的资产。我国以及其他各国的外汇管理法令中一般沿用这一概念。从外汇的定义看,外汇本身也是一种资产,持有外汇成为个人和机构财富构成的一个部分。房地产产品兼具消费品和资本品的性质,既是一种商品,也是一种资产。两者

的资产属性既是应有之义,同时也与资本市场的发展和成熟分不开。也正因为如此,资产市场上汇率的变化通过多个渠道影响着房地产市场。目前,国内学术界对于汇率机制影响房地产市场的渠道主要总结为三个方面:即财富机制、溢出机制和预期机制^[1]。但是现有文献也仅仅从表象对三个机制进行理论性的阐述,而没有对不同影响机制的相对地位和影响程度做进一步的研究。下文笔者将就预期机制予以详细的实证分析,在此基础上对其他影响渠道进行比较研究。

笔者以为,目前汇率主要通过预期机制作用于房地产市场。预期机制是指当一国货币存在升值预期时,投资者倾向于持有本币,但本币持有存在机会成本,更多的表现为购买该国的资产,而房地产是最重要的投资品之一,投资者通过购买房地产后等待本币升值,这样投资者将有可能获得本币升值和房地产上涨的双重收益。人民币近年一直面临较大的升值压力是客观存在的。亚洲金融危机后,要求人民币升值的国际舆论此起彼伏。2002年,人民币名义汇率与美元基本保持稳定,但对欧元和日元则分别贬值了14.4%和4.7%,如果考虑通货膨胀因素,对三大货币的实际汇率分别下降2.8%、16.5%和5.2%。并据IMF估算,2003年人民币相对于其他主要贸易伙伴的名义有效汇率下降了6%。与此同时,中国GDP、对外贸易和吸收外资都保持了强劲

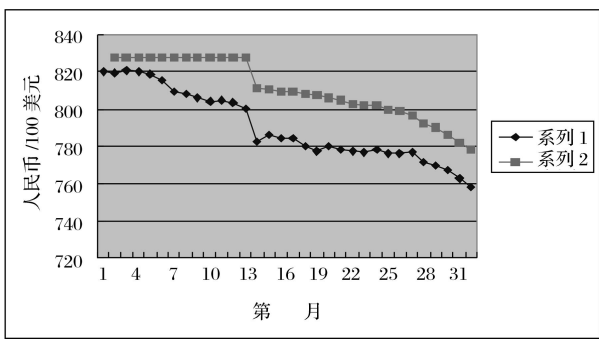
收稿日期:2007-04-05

作者简介:宋晗(1979-),女,湖南长沙人,浙江大学经济学院博士研究生,研究方向:国际金融。

发展势头^[2]。在这一前提下,要求人民币升值的呼声日益高涨。

从外汇管理的角度看,尽管我国资本项目并未完全开放,但境外资金在限制条件下通过种种途径仍实现了巨额的资本流动。无论是正常途径还是非法途径进入的“热钱”都通过投资于地产形式赌人民币升值。在这种背景下,本身已处于高位的房地产市场价格进一步飙升。为了控制我国房地产市场的正常健康发展,2006 年 7 月 11 日国家有关部门出台了旨在抑制外资投资房地产市场的文件,即《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》。然而文件发布实施以后,并没有从根本上限制外资进入中国房地产市场,因此实际效果不甚明显,其原因在于《意见》的出台并未阻断预期机制的作用通道。根据国家统计局发布的《中华人民共和国 2006 年国民经济和社会发展统计公报》称,2006 年全国 70 个大中城市房屋销售价格上涨 5.5%,与此同时,房地产开发投资持续保持较高的增幅,其中境外投资的增幅达到惊人的 51.9%。另据 2007 年 1 月中房指数显示,住宅指数方面,全国十大城市除上海、深圳、成都小幅下跌外,另外七大城市均呈现上涨的态势。北京、广州、杭州环比涨幅分别达到 2.5%、4.7%和 2.5%,显示较强的上升势头^[3]。

预期本身是对某一事物未来发展态势的一种主观判断,因为数据获得的局限很难精确测度,目前对汇率升值影响房地产市场的预期机制分析多仅限于理论探讨,实证层面欠缺。笔者这里通过借助人民币一年期远期美元汇率来替代人民币汇率的预期。图 1 是人民币一年期远期美元汇率走势图(即汇率预期变化图):

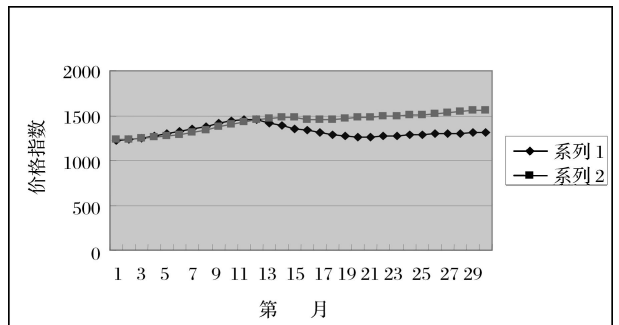


系列 1:人民币兑美元即期月平均汇率;
系列 2:人民币兑美元一年远期汇率
数据来源:中国工商银行网站

图 1 2004 年 7 月 - 2007 年 1 月人民币即期远期汇率牌价

从图 1 可以看出,前 12 个月(即从 2004 年 7 月汇率改革一年前到 2005 年 7 月改革之前),由于人民币实行的是钉住美元的制度,人民币兑美元的当期实际牌价稳定在 827.65 这一数值上,但是这一时期内,人民币的一年期远期汇率逐月下降,显示出较为稳定持续的升值预期,表明尽管由于这一时期汇率制度保持固定不变,但是由于面临着较大的升值压力,人民币持续稳定升值预期强劲。从该时期内业界对于汇率的预测,即作为判断指标的一年期人民币远期外汇牌价从 820.33 的高位持续下降到改革前 6 月 22 日的 800.34 就不难知道这一点。2005 年 7 月 21 日实行放弃与美元挂钩,引入参考一篮子货币时,两条线均在这一时期出现较大振荡。如果我们将预期线水平向右横移 12 个单位,即一年的时间,可以发现两条线在 2005 年 7 月以后有相当的重合度。从走向上来看,两条线在 2005 年 7 月前呈发散趋势,之后呈收敛趋势。这种趋势也表明,人民币汇率在实行一篮子方案以来,逐渐朝着实际汇率的目标区间靠拢,那么这一持续的升值事实和升值预期如何影响房地产市场呢?

虽然国际金融市场上有大量的游资在赌人民币升值,通过购置房地产资产获取利润,但是因为人民币在资本项目下实行非常严格的管理,进入的渠道和方式较为有限。但是这种限制只是从形式上影响了外资的进入,实际上,作为外商投资企业在购买或者租赁房地产作为其生产成本投入的一部分的情况在操作层面较为简单而且普遍。由于房地产作为地产的属性和外资进入形式上的限制,因而使得外资的房地产投资具有极强的区域性的特点,所以升值预期的影响在不同的地区和不同用途类型的房地产方面显示不同的效果。如图 2:



系列 1:中房上海住宅指数;系列 2:中房上海写字楼指数

图 2 2004 年 7 月 - 2006 年 12 月上海房地产分类指数

由图 2 可以看出,作为外资投向前沿阵地的上海,其住宅价格指数和写字楼价格指数自从 2004 年

人民币强势升值预期以来,一直维持一个稳定上升的趋势,这个数字的上涨从众多个案中也可见一斑。但是2005年前后同期住宅类房地产的指数变化与写字楼指数的变化趋势有明显的差异,在2005年4月27日国务院提出八条措施调控房地产市场等宏观调控措施的前提下,或许可以解释住宅指数在这一时间后出现拐点的现象。但是,受到外资影响最大的写字楼资产价格指数却依然保持上升态势。根据上海市统计局2006年11月6日发布的数据显示,2006年1-9月房地产业外资合同金额达到24.16亿美元,比去年同期增长了1.4倍,增幅远高于第三产业吸收外资合同金额的平均增长率。应该说人民币紧随其后实际汇率的升值一定程度上削弱了相关宏观政策的力度,而且不仅如此,还进一步导致房地产市场的持续上扬。

以上进一步数据显示房地产根据其价格指数变化幅度可以细分为不同的需求市场,这些市场对于人民币的汇率弹性是不一致的,因而对于汇率变化呈现出不同的敏感度。但是本质上,由于房地产同时作为房产和地产的特殊性,短时间内由于其作为房产用途的不同而具有不可替代性,所以住宅和写字楼的指数表现出不同的趋向性,但是最终作为地产的同质性,不同房地产商品又可以相互替代和转化,所以,住宅指数还是在一定时期的升降调整之后,显示出逐渐向写字楼指数靠拢的趋势。这也正是由于预期的指示性作用机制产生影响的表现,这在下文原因分析当中有所论述。所以,虽然目前业界和学术界对于房地产市场价格涨跌的不同预见各执一词,但是从汇率的走势和影响的预期渠道,我们仍然可以预计今后一个时期的总的变化趋势和房地产局部市场的不同变化趋势,尽管这些不同局部市场在变化上有不同的时滞。所以,在目前人民币坚持逐步升值,进一步的汇率弹性调整和由于参考一篮子货币制度和美元相对其他货币贬值的前提下,人民币预期升值仍将持续,并进一步引导相关房地产市场价格上扬,无论是从长期还是从短期而言,在不计入宏观政策因素的影响下,这是一个显而易见的结论。

那么在预期机制之外,另外两种机制又是如何发挥作用呢?

所谓财富机制是指汇率下降,货币升值,将会导致出口减少,进口增加,引起国内商品价格走低,多余的资金流向房地产^[4]。显然,这一渠道从影响路径上分析,对于住宅房地产和写字楼指数的影响应该是一致的。而且,商品价格走低相比较房价的上涨幅度而言很小,甚至可以说是微乎其微,而多余的资金从路径上分析也可以流向其他资产;实际上从图2来看,写字楼指数的实际变化趋势在2005年7月前后并没有产生很大变化,甚至增幅略有减小的趋势,这与图1分析当中发现升值预期在这一时点之后和实际汇率趋向收敛的现象暗合。就商品价格上涨来衡量,2005年7月份的全国企业商品价格指数为102.72,即2004年同月为基数100,商品价格一年上涨幅度为2.72%,即使扣除物价上涨幅度,商品价格上涨实际可能为负,即国内商品价格指数实际走低时,这一变化显然与房地产价格变化从相对和绝对数字的比较上都几乎不足为虑。

溢出机制是指由于人民币升值,引起一系列经济指数的变化,如生产成本、工资、货币供应量变化,导致物价下降、经济紧缩、政府采取扩张性的财政政策,可能促使部分资金流向房地产市场。由于这些种种因素的影响方向也是不确定的,比较间接的,有的甚至是相反的,因而从实证上较难。

2 预期机制原因分析

从上述分析和比较而言,预期机制是汇率变化对房地产市场影响的主要渠道,其原因主要是以下几个方面。

汇率影响房地产价格的预期机制,从根本上分析是由于房地产商品的特殊性引起的^[5]。让我们从分析房地产商品的特殊性开始:房地产作为一项特殊的物品,既可以是消费品,又可以是投资品,还可以同时是消费品和投资品,对于供求双方甚至也兼具这一特性,作为投资品它又有着消费品的必须性,作为消费品又有着投资品折旧率低特征和保值性。一手房市场和二手房市场类似于股票的一板市场和二板市场,作为一手市场的地产供方的国家和作为地产的需求者和房产的供应者的房地产开发商而言,由于土地国有和土地资源的有限性,以及房地产市场的高门槛,两者在这一市场具有绝对的垄断。

注:以凯德置地集团(中国)为例,凯德置地是新加坡嘉德置地集团在华的全资子公司,一直致力于高品质住宅和商用房产的投资、开发与管理。自其1994年进入中国以来,就一直活跃在中国房地产投资与开发市场,目前在华总投资规模已达120多亿人民币。凯德置地(中国)在中国的投资70%都在上海,除了部分高档楼盘,凯德也主要投资于写字楼。

而对于需求方而言,即作为将房地产视为消费品的居民而言,这种消费品是必须而且不可替代的,因而相对于股票债券等虚拟市场,这个市场从来不会缺乏实际有效需求。另外,投资者和投机者也充斥于这个市场,投资者分为两种,机构投资者和个人投资者,机构投资者也分为购买房地产将其出租视为收益的投资者和租赁房地产并将其视为生产成本的投资者,两者并没有严格意义的区分,但却是一个形态成熟的房地产市场链上必然存在的一个环节。而个人投资者和投机者又并无严格的区分。个人投资者是购买房产并用于出租以取得收入的人,投机者是在一定价格下购买房地产待价格上涨后抛售赚取差价的人。可以说,正是由于房地产市场存在垄断供应者、刚性需求者和灵活的投资、投机者,才让这个市场的预期具有理性和非理性双重性,并且影响了房地产市场一手和二手市场交易的全过程。对于汇率的理性预期使得热钱进入房地产市场,促使具有指标性的房地产市场价格上扬,对房价上涨的理性预期使得投资者和投机者又相继进入房地产市场,在供应完全垄断,需求存在刚性,而供需又完全市场化的条件下,理性预期使得指标性房地产价格的上涨引起了局部市场价格的上扬,又带动非理性预期的增加,从而进一步促使整个市场的价格飙升。可以说,有别于其他商品市场,并且类似于其他资本市场的特点是,房地产市场的预期因素主导着供求,在房地产交易市场上发挥着决定性的作用,但有别于其他资本市场的是,因为房地产市场开发、投资和转让的周期性,以及房地产作为消费品的必需性,“热钱”的进出难以产生如同在股票和债券市场那样的短期波动效应,因此这种预期的作用在一般情况下是推动性、刺激性的,在相当长的一定时间内都会存在。可见,预期机制之所以成为其主要影响渠道,是由于房地产市场本身的特殊性引起的,而这一过程又作用于房地产市场供求交易的全过程。

3 建议

无论是从汇率政策的角度,还是从房地产本身

调节的角度,预期机制的分析都有理论和现实上的意义。由于人民币升值的巨大压力,房地产市场的整体和局部因而产生过热的现象难以避免。目前,中央针对这种现象出台了种种措施和政策,虽然效果不甚明显,但是可以说如果没有这些政策的实施,房地产市场价格涨跌幅度则将变得更加不可预测。这些政策从一定意义上或多或少通过影响市场预期,起到了稳定房地产价格的作用。当然,就该机制本身的意义而言,维持和稳定预期是一个方面,而改变和打破预期则是政策的另外一面。应该说,一篮子货币政策之后汇率适度逐步下降的走势一方面市场供求为基础的调节机制的结果,实质上也从一定程度上改变了人民币过度快速升值的预期,所以图1的两条曲线趋向收敛,这也是实际汇率趋向均衡的征兆。所以,在人民币汇率制度改革以后,适度的浮动区间既成为其反映市场需求的一个有力指标,也成为有关部门在采取相关措施稳定或者影响房地产价格时可以考虑的因素。当然,这里也牵涉到汇率变化对于房地产价格影响预期机制更加具体化的数量分析,这种分析是可以做的,并且具有作为操作依据的实际价值。

参考文献

- [1]高波,毛中根. 汇率冲击与房地产泡沫演化:国际经验及中国的政策取向[J]. 经济理论与经济管理,2006(7).
- [2]宋勃,陈海博. 人民币升值对房地产市场的影响[J]. 湖南工程学院学报,2006(9).
- [3]尹中立. 汇率与银行改革刺激房地产价格上涨[J]. 中国房地产金融,2006(10).
- [4]刘雪梅. 我国房地产价格走势与利率、汇率机制改革[J]. 经济问题探索,2005(5).
- [5]扬帆. 透视汇率——兼论非均衡市场与中国涉外经济,股票和房地产[M]. 北京:中国经济出版社,2005.

(下转第116页)

**In Inner Mongolia Medium and Small Industrial Enterprise Present
Situation Analysis and the Countermeasure Study**

QI Yong-xing

(Inner Mongolia Finance And Economics College , Huhehot 010051 ,China)

Abstract : This article according to in the national first economical general survey , the Inner Mongolia Autonomous Region economical general survey data carries on the thorough excavation , medium and small industrial enterprise's present situation conducts the analysis research in view of Inner Mongolia in , proposed the existence universal question and produces reason. Walks the new industrialization path in our country , will advance the industry leap frog development furiously in the advancement , the small industrial enterprise plays the extremely vital role , therefore , how will take the effective action , will support the medium and small enterprise vigorously , will impel its health fast development to have the huge practical significance.

Key words : inner Mongolia ;medium and small enterprises ;industry ;countermeasure

(上接第 44 页)

**Correlations between Exchange Rate Fluctuation and Real Estate Market
——Analyzing factors of expectation and Etc. .**

SONG Han

(College of Economics , Zhejiang University , Hangzhou 310027 , China)

Abstract : Through the correlation of exchange rate fluctuation on real estate market before and after the reform of its regime in July , 2005 , we find that expectations on exchange rate serve as the main factor to affect the real estate price , which is proved in the correlations between different trends of current and forward exchange rate and different price index of housing and office building in Shanghai. This is due to the unique feature of real estate to be both consumer goods and assets , as well as speciality of its demand and supply. Therefore , it is necessary to take this factor into account for the concerned departments in policy-making.

Key words : exchange rate of RMB ; real estate ; expectation ; revaluation

(上接第 59 页)

**DEA Application to Evaluation on the Efficiency of Technological
Innovation in Parts of Industries in China**

HAN Ying , XU Pei-chuan , MEI Kai

(School of Business Administration ,Northeastern University , Shenyang 110004 ,China)

Abstract : Technological progress is a primary factor of industry development , and technological innovation of industry is mainly impetus to drive industry development. So it is necessary to promote industry development and carry out development. We must consider the efficiency of technological innovation in the process of carrying out technological innovation. In this paper , we evaluate efficiency of technological innovation on 29 industries in China by DEA model and analyze these industries from DEA efficiency , return to scale and redundancy of input and output. We conclude that the efficiency of industrial technological innovation is universal low , return to scale is not ideal , the redundancy of input and output is excessive.

Key words : industry ; technological innovation ; efficiency ; DEA