

中国股价及房价对居民银行净储蓄的影响 ——基于状态空间模型的实证研究

杨玲玲¹, 陈 军²

(1. 云南师范大学 经济与管理学院, 云南 昆明 650500;

2. 云南大学 工商管理与旅游管理学院, 云南 昆明 650091)

摘要: 本文致力于研究近年引起我国居民银行净储蓄减少的重要因素——资产价格。以状态空间模型检验了2000年1季度至2009年4季度股价和房价对居民银行净储蓄的影响。股票和房地产市场对居民银行净储蓄都有分流作用,且房价对居民银行净储蓄的影响大于股价的影响,特别是在2006年以后更加明显。因此,在平抑资产价格异常波动的前提下,发展股票和房地产等资产市场应当是今后较长时期内分流中国居民银行储蓄积极而有效的途径,它不仅有助于居民分散资产风险,而且能够增加居民资产收入,更好地提升可持续的中长期消费能力。

关键词: 股价; 房价; 居民银行净储蓄; 状态空间模型

中图分类号: F832.5; F830.48 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2014)04-0041-09

一、研究背景

至2011年末,中国居民银行储蓄存款余额为35.35万亿,增长速度较往年有所趋缓,这其中股票、房地产等资产市场的分流起到了不可忽视的作用。为了更准确地刻画沉淀在银行体系的居民储蓄资金量,本文提出居民银行净储蓄这一概念,它与通常所指的净储蓄(net saving)有所区别,^①定义为居民银行总储蓄与居民总贷款之间的差额。^②它着眼于居民部门的银行储蓄这种具体资金形式,在扣除了贷款部分之后,比总储蓄更能清晰地表示居民部门沉淀在银行体系内的实际储蓄资金规模。从总量趋势来看,1992年以来中国居民银行净储蓄余额始终为正值,从1992年的10820.88亿元持续升至2009年的178984.76亿元;从增长速度来看,居民银行净储蓄余额增速在1993-1994短暂上升之后连续下降至2009年的历史低点3.13%。结合图1中所示的同期股价和房价走势来看,居民银行净储蓄的这种变动趋势似乎与股价和房价的波动呈反向关系,且这种关系在2000年以后更为明显。那么,两类核心资产价格的变动对居民银行净储蓄的分流作用究竟如何?不同类型的资产所具有的分流作用有何特点,又各自呈现出何种变化趋势?其背后的原因何在?本文将就这些问题进行深入分析。

二、文献回顾

许涤龙和乔增光(2002)^[3]、何德旭等(2002)^[4]、张建华和孙学光(2009)^[5]、汪伟(2008)^[6]等学者具体

① 根据张明(2009)^[1]的定义,净储蓄指的是国民净储蓄,等于国民净产值(net national product, NNP)减去最终消费,这是一个研究对象涵盖了政府、企业和居民部门在内的抽象宏观经济学概念。

② 从经济学意义上来说,储蓄是指产出或收入未用于消费而剩余的部分(任若恩、覃筱,2006)^[2],按部门可划分为政府储蓄、企业储蓄和居民储蓄。就居民部门来说,储蓄就是居民收入扣除消费支出后的余额。可以对居民储蓄从广义和狭义角度进行区分:标准定义所指的储蓄可视为广义概念,是国民收入核算的一个余额,常作为宏观经济学研究对象;而日常生活中人们所指的居民储蓄存款或银行储蓄可视为狭义储蓄概念,是居民存放于金融机构中的资产项目,也即本文的研究对象。

收稿日期:2014-04-20

作者简介:杨玲玲(1982-),云南昆明人,讲师,经济学博士,主要研究方向为国际金融;

陈 军(1980-),云南昆明人,讲师,在读博士,主要研究方向为技术经济。

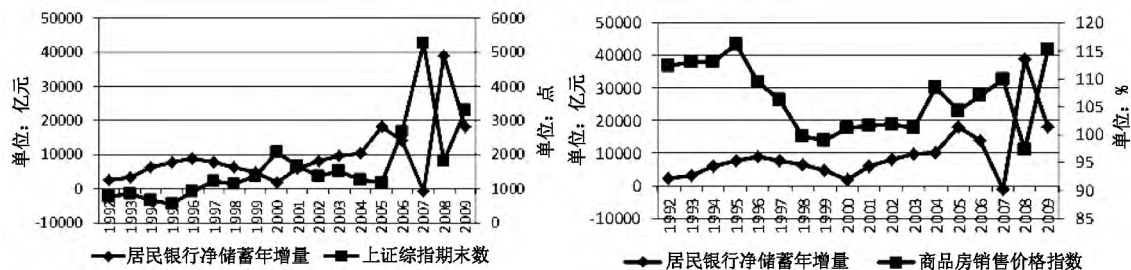


图1 1992-2009年中国居民银行净储蓄余额

资料来源《中国统计年鉴》,《中国金融年鉴》,中国人民银行官方网站。

地研究我国居民储蓄存款变动的作用因素之后发现,其中作用膨胀率的主要变量。问题的关注始终没有间断,主要研究方向总体来说最重要的因素仍不外乎收入、利率、通货膨胀率,关于这三个变量的作用关系,收入具有正向影响,通货膨胀率具有负向影响,而利率的影响则无定论。而在其他变量中,资产因素的作用也日益重要。特别是随着二十世纪90年代以来资产市场的迅速发展壮大,越来越多的学者意识到资产价格已经成为决定居民储蓄(或消费)的重要因素(Poterba et al., 1995; Ludwig and Sløk, 2001; Bayoumi and Edison, 2003),^[7-9]研究对象也聚焦于股票和房地产这两大典型资产市场。

关于股市与居民储蓄的关系, Catherine and Dewenter(1999)^[10]分析了16个新兴经济体中股市影响储蓄的理论机制,并证实了股市规模及其流动性对储蓄率有显著的正相关关系。而当 Levine and Zervos(1998)^[11]将研究对象扩充至47个国家时,结果就变得不显著。国际学术界关于股市对居民储蓄率的作用大小及作用方向尚未得出一致性结论,这是由于所选的研究对象不同,各国资本市场的发展水平存在差异所致。而在中国,股市对居民银行储蓄的影响也日益引起学者的重视。Liu and Xu(1996)^[12]以1981-1993年间上海的居民储蓄和投资变化来窥探中国经济改革的进程,揭示了证券市场发展对分流居民储蓄和提高民间储蓄资金使用效率的积极作用。Burdekin and Redfern(2009)^[13]认为仅用股票市盈率所反映的投资者情绪就足以解释居民储蓄分流的现象,而上证A股指数对居民定期储蓄存款增长率的负相关关系在统计上并不显著。许涤龙、乔增光(2002)^[3]以1994-2000年季度数据进行OLS回归的结果表明,股市市值与居民储蓄总额正相关但不显著。何德旭等(2002)^[4]则发现,无论是市价总值还是交易金额都对居民银行储蓄有显著的正向影响。汪红驹和张慧莲(2006)^[14]则另辟角度,从资产选择的角度出发研究股市对我国居民储蓄存款需求的作用,采用局部均衡分析方法得出股市收益率的相关系数为负,股市收益率方差的相关系数为正。

由于房地产作为特殊的耐用消费品具有投资品的保值增值功能,财富效应成为连接房地产价格与居民储蓄(或消费)的纽带。Bhatia(1987)^[15]和 Walter(1980)^[16]较早地关注了房地产财富效应,他们发现房地产对居民消费具有显著影响。Engelhardt(1996)^[17]讨论了房地产的资产属性,检验了二十世纪80年代美国住房价格上涨与住房拥有者的储蓄行为之间的联系,最终发现房地产价格变动并不构成美国居民储蓄行为改变的原因。Kennedy and Andersen(1994)^[18]从国际比较视角出发研究了房地产价格变动对于家庭总储蓄行为的影响,发现房地产价格对居民储蓄率具有负相关关系。Girouard and Blöndal(2001)^[19]的研究结果显示,OECD国家的房地产价格对私人消费支出具有显著的正向作用。尽管国内学者对房地产价格与储蓄的研究起步较晚,但财富效应的存在性和作用效果依然是研究的核心问题。黄平(2006)^[20]对中国的房地产财富效应做了初步检验,结果发现房地产仅存在微弱的财富效应。刘旦、姚玲珍(2008)^[21]进一步发现中国房地产市场不仅不存在财富效应,而且对居民消费有抑制作用。黄静、屠梅曾(2009)^[22]利用家庭微观调查数据对中国居民房地产财富对消费的财富效应进行了检验,得到的结论是房地产财富对居民消费有显著的促进作用,房价上涨并没有使中国房地产财富效应增强,反而有所减弱。杜莉等(2010)^[23]认为房地产价格可以通过“财富效应”、“抵押贷款效应”和“购房支出压力效应”三大机制影响居民消费行为,利用中国172个地级城市的面板数据进行实证,发现房地产价格上升抑制了居民消费,房地产价格对居民消费的财富效应并不存在。

由此可见,现有文献大多研究单一资产价格对居民储蓄(或消费)的影响,而极少同时将股票和房地产

纳入进来,特别是资产价格对居民储蓄资金的作用存在性尚未得出一致性结论,这与实证方法、变量和研究时段等的选择不同有关。要得到更为可信的结论,需要系统地考察较长时期内中国股价和房价对居民银行储蓄究竟产生了何种影响。

三、计量分析

本文选取股票和房地产作为代表性资产进行实证检验,并构建状态空间模型考察股价和房价对居民银行净储蓄影响的动态变化,其侧重点在于分离出在各个时点上,居民银行净储蓄对两类资产价格的敏感度或弹性,并发现该变量随着资产价格的周期性波动而表现出何种结构性变化。

(一) 数据说明及指标选取

以居民银行净储蓄余额 $\ln NSAV$ ^① 为被解释变量,关注股价 $\ln SHP$ 和房价 $\ln HP$ 在其中的作用,其他的控制变量则选取实际国内产出 $\ln GDP$ 、通货膨胀率 $\ln CPI$ 和实际利率 IR 。除 IR 以外,各变量的指标均为对数形式。为确保实证模型包含尽可能多的样本数量,采用季度数据进行检验,实证区间为2001年1季度—2009年4季度。

表1 各实证变量的含义

变量类型	指标名称	指标含义	数据来源
被解释变量	$\ln NSAV$	居民银行净储蓄余额	中国人民银行网站,《中国货币政策执行报告》各期
解释变量	$\ln SHP$	上证综合指数月末收盘价	WIND 资讯
	$\ln HP$	商品房销售价格指数	WIND 资讯
控制变量	$\ln GDP$	实际国内生产总值	WIND 资讯
	$\ln CPI$	CPI 同比指数	WIND 资讯
	IR	1 年期储蓄存款实际利率	WIND 资讯

(二) 实证过程及结果

采用状态空间模型对居民银行净储蓄 $\ln NSAV$ 与 $\ln SHP$ 、 $\ln HP$ 、 $\ln GDP$ 、 $\ln CPI$ 、 IR 等五个变量之间的动态关系进行检验。在构建状态空间模型之前,本文对各变量的平稳性及协整关系进行了检验。ADF 检验判定所有变量都为 $I(1)$ 序列,且存在唯一的长期协整关系。

表2 Johansen 协整检验结果

特征值	迹检验			最大特征值检验		
	原假设	迹统计量	5% 临界值	原假设	最大特征值统计量	5% 临界值
0.7673	None*	117.2006	95.7537	None*	48.1142	40.0776
0.6298	At most 1	69.0864	69.8189	At most 1	32.7907	33.8769
0.5255	At most 2	36.2957	47.8561	At most 2	24.5983	27.5843
0.2129	At most 3	11.6974	29.7971	At most 3	7.9004	21.1316
0.1081	At most 4	3.7970	15.4947	At most 4	3.7739	14.2646
0.0007	At most 5	0.0231	3.8415	At most 5	0.0231	3.8415

对于存在协整关系的时间序列,构建状态空间模型。经过反复尝试,将状态空间模型的形式设定为:量测方程:

$$\ln NSAV_t = C_0 + \alpha'_t \ln SHP_{t-1} + \beta'_t \ln HP_{t-1} + \gamma'_t \ln GDP_{t-1} + \delta'_t \ln CPI_{t-1} + \theta'_t IR_{t-1} + u'_t$$

状态方程:

① 受居民银行净储蓄的数据可得性限制,居民总贷款季度数据无法获得,以居民消费贷款余额来代替,故此处实证所用的居民银行净储蓄余额是居民总储蓄余额与消费贷款余额之差。中国居民消费性贷款在该部门总贷款中占有较大比重,以居民消费贷款余额计算得出的居民银行净储蓄余额变化趋势并不会发生改变,从而不会影响实证结果的可信度。

$$\alpha'_t = \alpha'_{t-1} \quad \beta'_t = \beta'_{t-1} \quad \gamma'_t = \gamma'_{t-1} \quad \delta'_t = \delta'_{t-1} \quad \theta'_t = \theta'_{t-1}$$

其中 \mathcal{C}_0 为常数, $\ln NSAV_t$ 是信号变量, 需要估计的状态变量有 α'_t 、 β'_t 、 γ'_t 、 δ'_t 、 θ'_t 。转移方程中的各个状态变量被设定为递归形式, 状态变量之间的协方差为零, 滞后阶数由 AIC 准则和 SC 准则确定。采用 Eviews6.0 进行拟合, 得出的估计结果为:

量测方程:

$$\ln NSAV_t = 3.54 + \alpha'_t \ln SHP_{t-1} + \beta'_t \ln HP_{t-1} + \gamma'_t \ln GDP_{t-1} + \delta'_t \ln CPI_{t-1} + \theta'_t IR_{t-1}$$

状态方程:

$$\alpha'_t = \alpha'_{t-1} \quad \beta'_t = \beta'_{t-1} \quad \gamma'_t = \gamma'_{t-1} \quad \delta'_t = \delta'_{t-1} \quad \theta'_t = \theta'_{t-1}$$

各状态变量的估计序列如表 2 以及图 3 所示。根据图表所反映的内容可以得出:

第一, 居民银行净储蓄对两类资产价格的弹性系数相比较, 股价的弹性系数绝对值小于房价, 且二者的变化趋势各有规律。股价的弹性系数在 2002 年以后为负值, 且弹性不断减弱, 2007 年以后又开始逐渐增强; 房地产的价格弹性系数波动相对更大, 但弹性却呈现出逐渐增强的趋势, 且在 2006 年以后明显增强。这表明, 股票市场对居民银行净储蓄的分流作用先是在 2002 年以后逐渐减弱, 后又从 2007 年开始逐渐增强; 而房地产市场对居民银行净储蓄的分流作用在 2002 年以后不断增强, 2006 年以后表现更为明显。相比之下, 股票市场的分流作用弱于房地产市场。

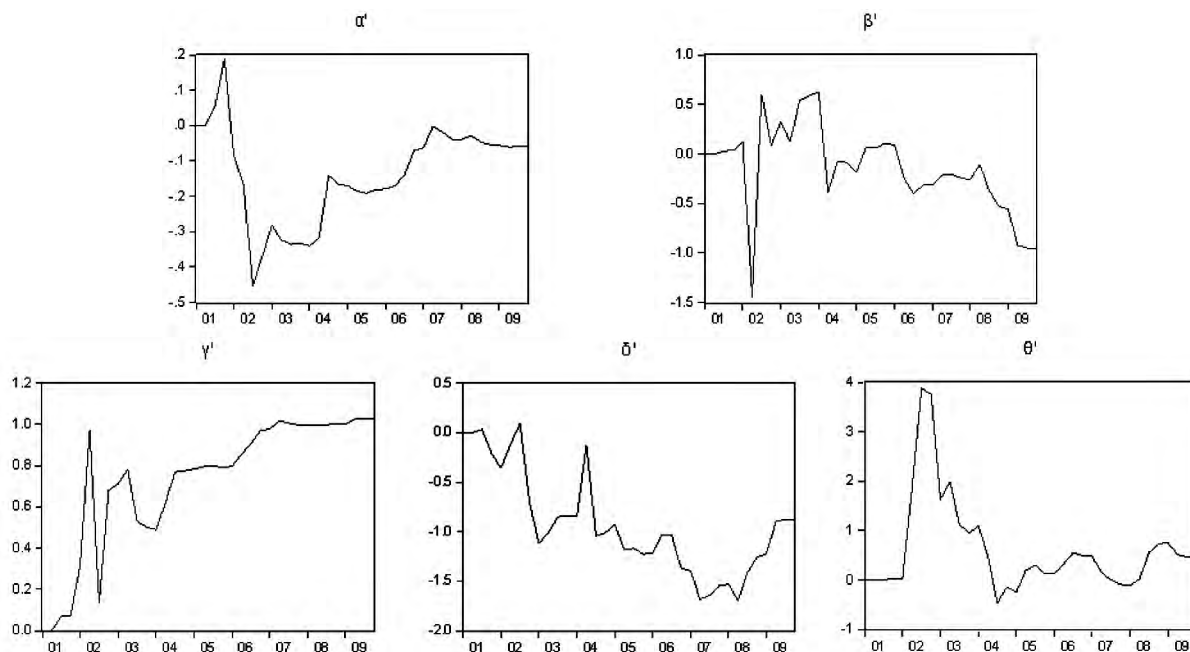


图3 居民银行净储蓄对各变量的弹性曲线

第二, 房价弹性曲线很有特点, 其波动幅度更大, 而且呈 2002 - 2003 年、2004 - 2005 年、2006 - 2007 年、2008 - 2009 年四阶段的锯齿状波动。这一波动形态似乎在更大程度上跟随了房价的走势, 由此可推知, 房价对居民银行净储蓄的影响与房地产市场的周期波动联系紧密。

第三, 总体来看, 收入和利率对居民银行净储蓄具有正弹性, 通货膨胀率则具有负弹性, 除此以外, 股价和房价的弹性均为负值。这表明, 与居民银行总储蓄一样, 居民银行净储蓄也会随着资产价格上升而减少。从平均弹性系数的比较中仍然可以发现, 收入、通胀率和利率的弹性系数绝对值更大, 也就意味着长期内, 宏观经济基本面因素对净储蓄的影响更为重要。

表3 居民银行净储蓄对各变量的弹性系数

	弹性波动范围			
	2001Q1 ~ 2009Q4	2001Q1 ~ 2002Q4	2003Q1 ~ 2006Q4	2007Q1 ~ 2009Q4
α'_t	[-0.45 0.19]	[-0.45 0.19]	[-0.34, -0.07]	[-0.06 0.002]
β'_t	[-1.44 0.63]	[-1.44 0.61]	[-0.40 0.63]	[-0.95, -0.11]
γ'_t	[0.07 1.03]	[0.07 0.97]	[0.49 0.97]	[0.98 1.03]
δ'_t	[-1.70 0.09]	[-0.71 0.09]	[-1.37, -0.13]	[-1.70, -0.88]
θ'_t	[-0.47 3.88]	[0.001 3.88]	[-0.47 1.99]	[-0.11 0.75]
	弹性平均值			
	2001Q1 ~ 2009Q4	2001Q1 ~ 2002Q4	2003Q1 ~ 2006Q4	2007Q1 ~ 2009Q4
α'_t	-0.14	-0.14	-0.22	-0.04
β'_t	-0.16	-0.09	0.05	-0.47
γ'_t	0.77	0.37	0.74	1.01
δ'_t	-0.98	-0.21	-1.00	-1.34
θ'_t	0.65	1.60	0.53	0.33

四、实证结果的进一步分析

实证结果得出的总结论^①是:股票和房价上升对居民银行净储蓄都有分流作用,且这种作用在1998年以后的时期明显增强;对比两种资产价格对居民银行净储蓄的作用,则股价的影响小于房价的影响;针对净储蓄的实证检验确实体现了股票和房价的影响,尤其是房价的作用。这三个层次的主要结论可以从以下几个方面进行解释。

(一) 资产价格能够分流储蓄的原因

第一,以股票市场为代表的金融市场不断发展,房地产市场也迅速壮大,为储蓄分流创造了市场条件。上海证券交易所已成为全球最大的新兴市场,中国股票市场也已成为亚洲第一、全球第二大市场,在美国次贷危机后规模扩容加速迹象尤其明显。中国房地产市场经过十余年的发展和积累,投资规模不断扩大,至2009年末累计投资4.94万亿元,2010年^②已经成为全球最具吸引力的房地产投资市场。虽然近几年中国房地产市场存在过热迹象,政府宏观调控也增加了市场不确定性,但持续上涨的房价还是使房地产投资成为获利最丰厚的行业。

第二,随着各类资产市场的发展,居民投资更加多元化。二十世纪后半期以后,居民资产配置在结构上发生了明显的改变,从单一的银行储蓄向证券、房地产、债券、基金、保险等种类延伸,银行储蓄在居民拥有的金融资产中的比例逐渐下降,使股票和房地产等资产价格对居民银行储蓄的分流作用更加明显。中国人民银行《全国城镇储户问卷调查》数据显示,2005年、2006年、2007年、2008年连续四年的2季度,居民家庭拥有的最主要金融资产中的银行储蓄占比从68%、66.5%降至52.3%和59.8%,累计下降约15个百分点。与此同时,从2006年开始,其他金融资产的在居民金融资产组合中的地位开始超过银行储蓄,仅当年4季度中基金的占比就猛升至10%,成为居民家庭除银行储蓄外拥有最多的金融资产,2007年3季度中股票和基金的占比与上年同期相比又提高了27.5个百分点。

第三,居民投资意识逐渐增强,使储蓄分流成为现实。居民持有股票和房地产能够获得的收益高于银行储蓄,这种意识觉醒让股票和房地产成为比银行储蓄更有吸引力的投资品,也令居民对资产价格的变动更为

① 本文还选取1998年1月-2009年12月的数据序列,对居民银行总储蓄与lnSHP、lnHP、lnGDP、lnCPI、IR等五个自变量的状态空间模型进行了稳健性检验,得到的结果与正文一致,但限于篇幅就不再详细列示。

② 该报告结果由美国FCCI保险公司与安永会计师事务所联合发表。资料内容摘自《中国成为了全球最具吸引力的房地产投资市场》,载于《建材发展导向》2010年第5期,第70页。

敏感,其投资意愿往往会随资产价格的波动而快速调整。图4中关于居民银行储蓄意愿、股票投资意愿和购房意愿等三条曲线的变动趋势直观地反映了这种关系。代表居民储蓄意愿的曲线与另外两条代表股票投资和房地产投资意愿的曲线大致上呈反向变动关系,特别是由于股价的波动更为剧烈和频繁,使居民储蓄意愿和股票投资意愿的反向关系体现得更为明显。

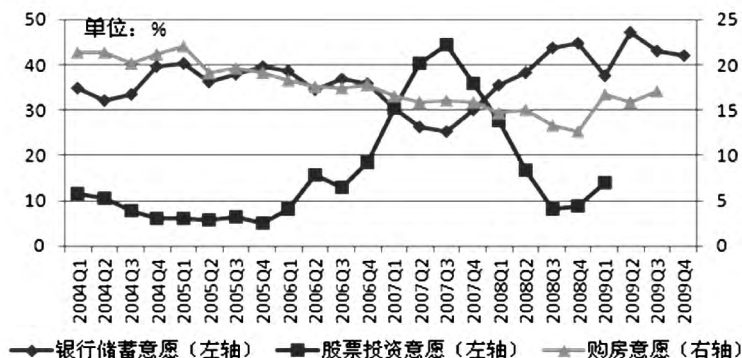


图4 中国居民银行储蓄及资产投资意愿

资料来源:人民银行定期公布的《全国城镇储户问卷调查》季报,历年《中国金融年鉴》。

(二) 股价与房价对储蓄分流作用的差异

第一,不同类型的资产对居民的重要性程度不同。在中国居民的资产组合中,房地产的重要性甚于股票。房地产给居民提供了一种主要的资产形式,住房也成为除金融资产以外居民持有的最重要资产。^①不仅如此,中国居民的住房资产比股票资产的持有更加均匀、覆盖面更广。据统计,截止2009年末全国股民总量为1.4亿人,占全国人口比例为10.5%,占城镇人口比例为22.6%,^②而2008年末全国城镇居民自住房拥有率已达87.8%,^③房价变动对居民储蓄的影响当然更大。

第二,资产本身性质具有差异性。股票是一种纯粹的金融投资品,而房地产却同时兼具耐用消费品和投资品的双重性质,它们给居民带来的效用有所不同。与美国、日本等国家有所不同,中国的房地产市场存在着大量待释放的刚性需求,改善性和投资性需求仍不够强烈,^④住房更多地行使了耐用消费品的性质。当然,住房类的房地产即使作为投资品也具其独特的优势,一方面能够作为抵押物获取贷款来缓解居民的流动性约束,支持消费支出,另一方面又具有良好的保值增值功能和抗通胀性,是厌恶风险程度较高的中国居民所偏好的投资品。相比之下,股票投资面临的投资风险较大,进行股票交易对投资技术要求甚高,居民在是否选择进入股票市场时更为慎重,只有在股票市场较为繁荣的时期才会入市投资。房地产的这些特殊效用是股票所不具备的。

第三,资产价格波动风险存在着较大差异。股价的变动大于房价变动,短时期内往往发生频繁而剧烈的波动,因此居民投资股票时,面临的不确定性更高,相应的投资风险也较大。中国居民普遍收入不高,且风险厌恶程度比较高,在进行投资决策时更加谨慎。从图5中也可以看出,居民股票投资意愿受股价波动影响非常明显,其曲线的走势也紧随上证综合股指而变,二者相关系数高达0.94;而购房意愿受房价的影响稍弱,曲线的走势大致与商品房价格指数保持一致,二者相关系数为0.43。从两类资产的投资意愿与其资产价格走势的关系对比来看,居民对股票投资的决策更为谨慎,调整也更为迅速。

① 转引自《2004年中国房地产金融报告》,人民银行官方网站。

② 股民总数来源于WIND统计,为1.4亿人,全国总人口来源于中国人口信息网公布的《2009年全国人口和计划生育事业发展公报》,为13.35亿人,城镇总人口来源于中国社科院城市发展与环境研究所于2010年7月29日发布的《2010年城市蓝皮书》,为6.2亿人。

③ 数据来源于2010年10月4日“2010年世界人居日”庆典活动在上海发布的《中国城市状况报告2010/2011》。

④ 转引自中国工商银行城市金融研究所课题组的《中国房地产市场近期风险评价》,载于《经济研究参考》2010年第60期,第28页。

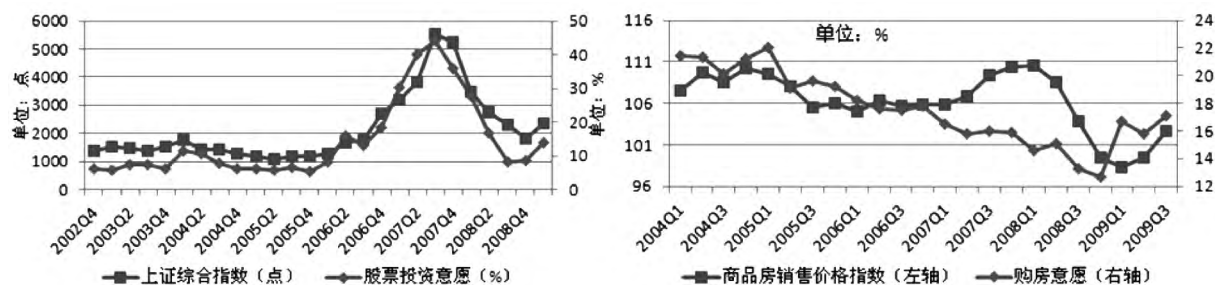


图5 中国股价、房价及居民投资意愿

资料来源: WIND 资讯, 人民银行定期公布的《全国城镇储户问卷调查》季报, 《中国金融年鉴》。

(三) 房价对居民银行净储蓄的影响

银行净储蓄的变动既有可能来自于总储蓄, 也有可能来自于总贷款。在决定净储蓄的变动情况时, 股价的变动一般只能给总储蓄造成影响, 而房价的变动则很有可能同时影响到总储蓄和净储蓄, 并使二者发生反向变动, 因而房价的对居民银行净储蓄的影响更大。

第一, 在购房成为居民主要储蓄动机的前提下, 高额购房成本支出分流了居民银行总储蓄。人民银行定期进行的《中国城镇储户问卷调查综述》结果显示, 打算将银行储蓄用于“购房或住房装修”的居民占 11% 以上, 打算将银行储蓄用于“购买其他金融资产”的居民占比还不足 6.5%。这表明, 除社会保障、教育费等预防性储蓄外, 在中国居民的各类投资动机中, 购房成为最重要的储蓄动机, 投资股票的动机相对较弱。房地产在中国居民心目中的重要性不仅源于其投资品和耐用消费品的双重性质能给居民带来诸多效用, 而且还在于购房成本非常高。国内权威机构公布的数据显示, 2009 年美国房价收入比^①为 4.18, 英国为 4.3, 韩国为 6.5, 香港为 11.9, 而中国大陆的房价收入比在 2007 年和 2008 年分别为 7.44 和 6.78, 尤其是在北京、上海、广州、深圳等东部沿海城市, 房价收入比均已超过 10。购房已经成为中国居民的大宗支出, 而这种支出的资金来源在现阶段主要还是依赖于银行储蓄的积累。甚至在某些情况下, 居民为了支付购房款, 不仅将银行储蓄取出, 也会将其持有的股票进行抛售套现, 这就使居民可动用的资金从银行和股市同时流向了房地产市场, 导致银行总储蓄减少。

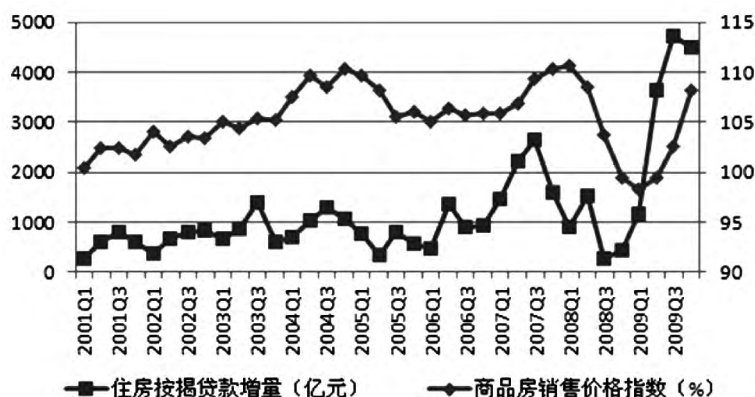


图6 中国居民房贷与房价的关系

资料来源: WIND 资讯; 各期《中国货币政策执行报告》, 中国人民银行网站。

第二, 房地产信贷扩张带动了居民总贷款上升, 进一步使净储蓄减少。中国房地产金融市场为居民提供了适宜的信贷工具——住房按揭贷款, 使居民能以较少的自有资金来购买价值量巨大的房地产, 并且将大额

^① 房价收入比是衡量居民购房成本高低的一个指标, 指房屋总价与居民家庭年收入的比值, 具体计算方法各国存在差异。此处, 中国大陆的房价收入比数据取自杨红旭的《我国房价收入比研究》, 载于《上海房地》2009 年第 10 期, 第 42-45 页; 其余国家和地区的房价收入比数据取自招商证券 2009 年 8 月公布的《全球房地产行业月报》。

债务均匀地分散到未来各期,从而减小了储蓄压力。此外,居民以信贷方式购房的行为实际上类似于杠杆交易,房价的上升将使其获得比投资其他资产更高的净回报率。正因为房地产信贷较好地迎合了市场需求,房价上升才能使居民总贷款更快地扩张。从图 6 可以看到,中国居民住房按揭贷款年增量与商品房销售价格指数的变动趋势非常一致。房价上升的时期往往会伴随着房地产按揭贷款总量的增加,由于房地产贷款是居民消费贷款的最重要组成部分,因此按揭贷款余额的增加也会导致居民消费贷款的增加,进而使得总贷款增加,使之拉动净储蓄减少。

五、结论

本文提出了居民银行净储蓄的概念,运用状态空间模型检验了股价和房价同时变动对居民银行净储蓄的影响后认为,股票和房地产市场总体上对净储蓄都具有分流作用,且房价对居民银行净储蓄的影响大于股价的影响,特别是在 2006 年以后更加明显,但长期内通胀率和利率等宏观经济基本因素对居民银行储蓄的影响更为重要。

透过本文结论可进一步发现,中国居民银行储蓄长期高企的原因不仅在于消费不足,还与股票和房地产等资产市场不够稳定成熟有密切关联。在此背景下,股价和房价常常大幅震荡,市场风险偏高,在一定程度上抑制了分流作用的发挥,进而剥夺了居民分享国家经济增长果实的机会,不利于居民的财产性收入提高以及消费能力的释放。因此,降低中国居民储蓄率不仅限于直接增加居民消费这条途径,还应考虑以政府监管和正确引导平抑资产价格异常波动,提高市场稳定性和成熟度,使长期沉淀的居民储蓄资金流向各类资产市场以获得更高的投资收益,最终通过提高资产性收入来刺激居民消费,发展资产市场的意义正在于此。

参考文献:

- [1]张明. 中国的高储蓄——特征事实与部门分析[M]. 北京: 中国金融出版社, 2009.
- [2]任若恩, 覃筱. 中美两国可比居民储蓄率的计量: 1992 - 2001 [J]. 经济研究, 2006(3): 67 - 81.
- [3]许涤龙, 乔增光. 中国居民储蓄函数及其实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2002(3): 86 - 89.
- [4]何德旭, 高伟凯, 王轶强. 股票市场对居民储蓄的影响: 一个实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2002(11): 9 - 12.
- [5]张建华, 孙学光. 中国居民储蓄存款误差修正模型与分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2009(4): 129 - 138.
- [6]汪伟. 投资理性、居民金融资产选择与储蓄大搬家[J]. 当代经济科学, 2008(3): 33 - 38.
- [7]Poterba J. M., Samwick A. A., Shleifer A., Shiller R. J. Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1995(2): 295 - 372.
- [8]Ludwig A., Sløk T. The Impact of Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries[J]. IMF Working Paper, 2002, No. 1.
- [9]Bayoumi T., Edison H. Is Wealth Increasingly Driving Consumption? [J]. DNB Staff Reports, 2003, No. 101.
- [10]Catherine B. N., Dewenter K. L. Does Financial Market Development Stimulate Savings? Evidence from Emerging Stock Markets[J]. Contemporary Economic Policy, 1999, 17(3): 370 - 380.
- [11]Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth[J]. The American Economic Review, 1998, 88(3): 537 - 558.
- [12]Liu J. C., Xu L. L. Household Savings and Investment: The Case of Shanghai[J]. Journal of Asian Economics, 1996, 8(1): 77 - 91.
- [13]Burdekin Richard C. K., Redfern L. Sentiment effects on Chinese share prices and savings deposits: The post - 2003 experience[J]. China Economic Review, 2009, 20(2): 246 - 261.
- [14]汪红驹, 张惠莲. 资产选择、风险偏好与储蓄存款需求[J]. 经济研究, 2006(6): 48 - 58.
- [15]Bhatia K. B. Real Estate Assets and Consumer Spending[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1987, 102

- (2): 437 – 444.
- [16] Walter E. J. Wealth and Wealth Proxies in a Permanent Income Model [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1980, 95(3): 509 – 535.
- [17] Engelhardt G. V. House prices and home owner saving behavior [J]. Regional Science and Urban Economics, 1996, 26(3 – 4): 313 – 336.
- [18] Kennedy N., Andersen P. Household Saving and Real House Prices: An International Perspective [J]. BIS Working Paper, 1994, No. 20.
- [19] Girouard N., Blöndal S. House Prices and Economic Activity [J]. OECD Economics Department Working Papers, 2001, No. 279.
- [20] 黄平. 中国房地产“财富效应”与货币政策关系的实证检验 [J]. 上海金融, 2006(6): 32 – 34.
- [21] 刘旦, 姚玲珍. 中国城镇住宅财富效应的微观检验 [J]. 北京科技大学学报(社会科学版), 2008(3): 33 – 39.
- [22] 黄静, 屠梅曾. 房地产财富与消费: 来自于家庭微观调查数据的证据 [J]. 管理世界, 2009(7): 35 – 45.
- [23] 杜莉, 潘春阳, 张苏予, 蔡江南. 房价上升促进还是抑制了居民消费——基于中国 172 个地级城市面板数据的实证研究 [J]. 浙江社会科学, 2010(8): 24 – 30.

The Role of Stock Price and Housing Price on Chinese Residents' Net Bank Deposits——Based on the Empirical Analysis of State Space Model

YANG Lingling¹, CHEN Jun²

(1. School of Economics and Management, Yunnan Normal University, Kunming, Yunnan 650500, China;

2. School of Business and Tourism Management, Yunnan University, Kunming, Yunnan 650091, China)

Abstract: This paper deals with the important factor that causes a decrease of residents' net bank deposits, i. e. the asset price. The role of stock price and housing price to residents' net bank deposits during the first quarter of 2000 to the end of 2009 has been tested by state space model. The results show that stock price and housing price have shunting effect to residents' net bank deposits in China, and the latter has greater influences than the former, particularly after 2006. Therefore, it will be an effective way for the diversion of household deposits to stabilize the asset price, develop the stock market and real estate market. Such measures could not only help to reduce assets risks, but also to increase the residents' income and enhance the long – and medium term purchasing power of the residents constantly.

Key words: stock price; housing price; net bank deposits of the residents; state space model

(责任编辑: 黎芳)