

## 摘 要

我国个人消费信贷业务发展至今,业务范围和业务规模得到了较快的扩大。在所有的贷款种类中,个人住房消费贷款发展更为迅速。因此对个人住房消费贷款业务的研究尤其是在美国次贷危机愈演愈烈的时期对促进我国经济快速发展,同时保证经济体系的稳定有着重要的意义。

本文第一章首先论述了研究背景和意义,然后对国内外相关的研究成果做了简要介绍。第二章先详细论述了我国个人住房消费贷款的概念,对个人住房抵押贷款和个人住房公积金贷款做了介绍和比较,介绍了我国房地产市场及个人住房消费贷款市场现阶段的发展状况。第三章实证部分采用了计量分析模型中的 VAR 模型。首先,收集了 2002 年到 2008 年上半年个人住房消费贷款的季度数据和相关的宏观经济数据后;随后,运用 Eviews 软件对个人住房消费贷款和几个宏观因素运用 ADF 检验证明其平稳性,在得到几个变量皆为一阶单整的变量的结论后,再对各变量进行协整性检验得到他们之间的协整关系;然后,建立 VECM 模型,通过脉冲响应分析和 Granger 因果关系检验分别分析各宏观因素对个人住房消费信贷的影响程度;最后通过分析得出个人住房消费贷款受国内生产总值和城镇居民平均可支配收入两个宏观经济因素的影响不显著,受到贷款利率和货币投放量水平两个宏观政策因素的影响较显著的结论。第四章分析了美国次贷危机形成原因和中国当前状况后得出结论:中国当前的情况和美国次贷危机前的情况具有颇多相似之处,因此需要重点关注我国个人住房消费信贷的风险问题。

最后在第五章提出相应建议:加强对金融机构的监管力度;积极防范全球金融体系中的风险;关注国际市场,加强跨境监管与协调;建立个人财产申报制度和个人基本账户制度;完善个人住房贷款保险机制;加快与个人住房贷款相关的法律法规建设;科学的发展我国的住房抵押贷款证券化市场。防止我国出现由于信用制度的不健全和盲目发展个人住房消费信贷业务而造成经济的不稳定。

**关键词:** 个人住房消费贷款 VECM 模型 次贷危机

## ABSTRACT

China's personal consumption loan has develop so far and the scope and scale of the business have been expanding faster especially the personal housing consumption loans. Statistics of People's Bank of China show that as of July 2008 the housing consumption loans account for the absolute proportion of the consumption loan. Therefore, the study of personal housing consumption makes sense to the China's rapid economic development while ensuring the stability of the economy. Especially during the subprime crisis in the United States Personal housing consumption should become a major issue of concern.

Author discusses background and significance of the paper in Chapter 1 section 1 and introduce past research at home and abroad in section 2. The conception of housing consumption loan is demonstrated detailly and personal housing mortgage loans personal housing accumulation fund loan are compared in chapter 2 section 1. China's real estate investment market and the individual housing consumer loan market are describ in section 2. Empirical analysis is included in chapter 3. Data from 2002 to 2008 is collected to use. The Eviews software is used to test the stability and the cointegration of the variables, constructed the VECM model and made the impulse response function and Granger causality tests to analyze the impact of those macro economy factors to the personal housing consumption loans. At last give the conclusions that Individual housing consumer loans are not significantly affected by the gross domestic product and urban residents average disposable income but significantly affected by the lending rate and monetary amoun. In chapter 4, author compares the situation our country face and the situation the American faced before and warn that there are many similar factors which we should pay attention to.

Author gives some suggestions such as establish personal property declaration system and the basic personal account system, Improve the individual housing loan insurance mechanisms, speed up the construction laws and regulations related to individual housing loans and develop China's mortgage securitization market Rationally.

**Keywords : Personal Housing Consumption Loan**

**VAR Model**

**Crisis of American Subprime Mortgage**

## 原创性声明

本人声明：所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已发表或撰写过的研究成果。参与同一工作的其他同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签 名： 张震 日期： 2009年3月9日

## 本论文使用授权说明

本人完全了解上海大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留论文及送交论文复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容。

（保密的论文在解密后应遵守此规定）

签 名： 张震 导师签名： 杨志 日期： 2009年3月9日

# 第一章 绪论

## 1.1 研究背景及研究意义

### 1.1.1 研究背景

个人消费信贷业务属于个人银行业务的一种，主要是指商业银行将资金借贷给个人或家庭使用和消费，在约定时间内收回并按一定的利率计取利息的信贷业务。我国个人消费信贷试点开始于1998年，1999年2月中国人民银行印发《关于开展个人消费信贷的指导意见》，以个人住房消费贷款、汽车贷款和助学贷款为主体的个人消费信贷业务迅速发展。随着社会医疗养老、保险等制度的日益成熟，以原始积累的方式进行消费的传统观念正逐步被信贷消费理念所取代，越来越多的居民开始接受消费信贷服务。

我国消费信贷业务发展至今，业务范围和业务规模得到了较快的扩大。主要包括个人住房消费贷款，个人住房装修贷款、汽车消费贷款、个人存单质押贷款、个人耐用消费品贷款、个人助学贷款、个人留学贷款、个人旅游贷款等。

表 1.1 国内主要银行开展的消费信贷业务的品种<sup>1</sup>

开展银行	信贷品种
工商银行	个人购置住房按揭贷款、个人住房公积金贷款、个人商用房贷款、个人家居消费贷款、个人住房装修贷款、转按揭贷款、加按揭贷款、个人二手房贷款、个人质押贷款、个人汽车消费贷款、个人综合消费贷款、个人小额短期信用贷款、个人助学贷款（国家助学贷款、一般商业性助学贷款）
中国建设银行	个人住房贷款、个人汽车贷款、个人消费额度贷款、个人装修贷款、个人权利凭证质押贷款、个人耐用消费品贷款、个人助学贷款、个人委托贷款
中国银行	房屋按揭贷款（住房按揭贷款、个人商业用房贷款）、直客式房贷、二手房贷款（二手房抵押贷款、二手房转按揭贷款）、房屋二次抵押贷款、住房公积金贷款、汽车贷款、个人投资经营贷款（个人投资经营贷款、下岗

<sup>1</sup> 资料由各银行官方网站收集整理

	失业人员小额担保贷款、柯达创业宝贷款)、教育助学贷款(国家助学贷款、出国留学外汇贷款、商业性助学贷款)、其他贷款(个人信用贷款、家居装修贷款、大额耐用消费品贷款、度假旅游贷款、个人委托贷款)
中国农业银行	个人住房贷款、住房按揭贷款、个人存单质押贷款、二手房贷款、个人营 业用房贷款、个人住房抵押贷款、公积金贷款、个人汽车消费贷款、个人 助学贷款、个人商铺贷款、个人耐消费品贷款、个人经营性贷款、农机具 贷款、个人旅游贷款、大额耐用消费品贷款、小额质押贷款
交通银行	个人住房贷款、个人汽车贷款、个人房产装修贷款、个人耐用消费品贷款、 个人旅游贷款、个人助学贷款、个人留学贷款、个人小额抵押贷款、个人 商铺贷款、个人小型设备贷款、个人周转性流动资金贷款、个人临时贷款
招商银行	个人汽车消费贷款、个人消费贷款、个人住房贷款、个人住房循环授信、 教育学资贷款、凭证式国债质押贷款、自助贷款、固定利率按揭贷款
中信银行	新建房按揭贷款、二手房按揭贷款、住房加按揭贷款、住房转按揭贷款、 指定楼盘贷款、非指定楼盘贷款、公积金组合贷款、住房装修贷款个人家 用轿车贷款、个人家用二手车贷款、个人投资经营贷款、商用房贷款、房 产抵押贷款、经营用车贷款、国家助学贷款、商业教育贷款、个人留学贷 款证明
浦东发展银 行	个人住房商业性贷款、个人住房组合贷款、个人商用房贷款、房梦圆住房 按揭贷款、个人汽车消费贷款、个人消费贷款、助学贷款、留学贷款、理 财房贷、存单国债质押贷款、个人综合授信
民生银行	个人质押信用组合贷款、民生家园汽车消费贷款、一手楼按揭贷款、二手 楼按揭贷款、住房装修贷款、车位按揭贷款、移动按揭银行
光大银行	“车自达”汽车消费贷款、“大赢家”个人助业贷款、“及时雨”个人有价 单证质押贷款、“圆家梦”个人房屋贷款、固定利率按揭贷款
华夏银行	个人住房贷款、个人汽车贷款、个人综合消费贷款、个人教育助学贷款、 个人小额质押贷款、个人自助贷款、个人小额短期信用贷款
深圳发展银 行	“创业宝”个人展业贷款、个人生产机械设备及车辆贷款、村民致富贷款、 商铺按揭贷款、“车行乐”间客式汽车贷款、“车友乐”直客式汽车贷款、 “合家欢”一手楼按揭贷款、“安居乐”二手房按揭贷款、“家家乐”个人 转按揭住房贷款、“装饰易”住房装修贷款个人保证贷款、个人信用贷款、 房产抵押贷款、存单国债质押贷款、财政贴息教育贷款、商业助学贷款、 个人耐用消费品贷款

表 1.2 中所列出的是 2001 年至 2008 年中国人民银行个人消费信贷统计数据：

表 1.2 我国 2001-2008 年个人消费信贷余额表<sup>2</sup>

单位：亿元，%

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
余额	6990.3	10669	15732	19879	22000	24127	32729	37210
增长率		52.6%	47.5%	26.4%	10.7%	9.66%	35.6%	13.6%
占贷款总额比例	6.2%	8.1%	9.9%	10.6%	10.8%	10.7%	12.5%	12.2%

数据显示：从 2001 年开始我国的个人消费信贷的统计有了长足的发展，从 2001 年的 6990 亿元发展到 2008 年的 37210 亿元，翻了超过 5 倍。温家宝总理在第十一界人大代表会上提出的 2008 政府的重要任务中提到：改善居民住、行条件，积极发展旅游、文化、健身等服务性消费。合理调整消费税，规范和发展消费信贷，抓紧清理、修订现行抑制消费的不合理规定和政策，促进居民消费结构升级。可见消费信贷的发展已经提到了经济发展的议事日程上，作为促进我国扩大内需发展消费的一项重要举措。

在所有的个人消费贷款种类中，个人住房消费信贷占有的比重最大。截至 2008 年 7 月个人住房消费贷款的总额为 29088 亿元，占全部消费贷款额度的 81.5%。个人住房消费信贷对我国的经济发展有着重要的作用，已经大大促进了我国房地产业的发展。其作用包括（1）增强中低收入者的购房能力，促进住房自有化和房地产消费市场的发展。个人住房抵押贷款的出现和发展，是以银行业务经营多样化和房屋买卖与房地产市场的发育为基础的。住房投资是很多人一生中的一项重大的投资项目，但是在社会上存在着大量的中低收入者，不可能一次性付清所有购房款，个人住房消费信贷的推出可以让这批人只提供一笔少量的首付款，其他通过向银行借贷的方式获得买房所需资金。可以使购房者及早获得住房。（2）发挥储蓄功能，调节居民消费行为，促进经济的平衡发展。个人住房消费信贷具有储蓄功能，居民一旦获得住房抵押贷款，随即实现住房消费，同时为了以后分期偿还住房抵押贷款本息，需要进行储蓄，以保证按期偿还本息能力。（3）促进房地产业的发展，个人住房消费贷款将居民的长期储蓄变为实际的购

<sup>2</sup> 数据来源：《中国人民银行统计季报》

买能力的同时，也大力提高了房地产业的投资水平。购房者通过贷款向开发商支付了全部购房款，开发商提早收回前期的投资并盈利后，可以将获得的资金用于开发的再投资，这样资金的周转速度加快，房地产业开发速度也相应加快。

2007 年开始出现在美国的次贷危机给世界个人住房消费贷款业务的发展敲响了警钟。出现的原因主要是由于，在 2006 年之前的 5 年里，美国住房市场持续繁荣，加上前几年美国利率水平较低，美国的次级抵押贷款市场迅速发展。住房抵押贷款和伴生的衍生品规模不断扩大，到 2006 年底达到 4890 亿之巨，一旦房地产市场低迷、房价下降、基准利率上升等因素出现，贷款者的还贷压力加大，而房屋的现期价格又不足以支付贷款时就会出现大量的理性违约，提供住房消费贷款的金融机构将面临巨大的压力。然而经过了抵押贷款证券化的放大作用后，这些压力就转移到整个经济体中。近来美联储连续 17 次提息，联邦基金利率从 1% 提升到 5.25%。利率大幅攀升一方面直接造成购房者借贷成本大幅提高，另一方面又压抑了潜在购房者的需求，导致美国房地产市场的繁荣的逆转，2005 年下半年以来，美国住房价格开始回落。上述原因造成购房者预期贷款支付总额大于住房价值，违约率自然上升；提供个人住房抵押贷款尤其是次级抵押贷款的银行出现大量的坏账；涉足个人住房抵押贷款的对冲基金、保险公司、养老保险基金等金融机构均受到重大损失。截至到今年 9 月份，美国的金融市场受到重大打击，美国的投资银行贝尔斯登公司、美林证券和雷曼兄弟公司先后在这次危机中倒下，并且这次危机的影响不断扩大，开始逐渐影响到美国的实体经济，给美国的整个经济体系造成巨大的冲击。

在接受了美国的次贷危机的教训后，怎样发展个人住房抵押贷款市场，哪些是影响住房抵押贷款规模的主要影响因素，怎样防范金融体系的危机，也成为当前我国金融业要考虑的重要问题。

### 1.1.2 研究意义

在所有的个人消费贷款总量中，个人住房消费贷款占有的比重最大，对个人住房消费贷款的管理应占个人消费贷款管理的重要部分，只有对个人住房消费贷款进行分析和有效管理，才能在保证我国经济快速发展的同时保持银行系统的稳



健经营。在经历了美国的次贷危机后，我国应怎样发展自己的个人住房消费贷款更加成为了大家讨论的热点话题。所以我国的个人住房消费贷款同宏观经济、政策因素之间的关系和美国次贷危机对中国的启示是本文讨论的主要话题。

## 1.2 国内外研究概况

### 1.2.1 国外研究概述

YOKO MORIIZUMI(2000) [1]用日本的数据为基础进行分析，通过联立方程等方法研究结果表明当前的财富水平是影响住房购买和个人住房消费贷款的重要因素。得到结论:在日本富裕的住房所有者较少使用贷款；个人住房消费的水平对于个人住房消费贷款有显著的正向影响。

Brueckner(1994)[2]的研究结果显示，抵押贷款最优需求量受到贷款者期望住房大小、购房者家庭财富、购房者收入和购房者的风险偏好的影响。Brueckner认为，在金融资产收益不确定的前提下（当非住宅资产的收益为随机时），购房者的抵押贷款额应低于最大可能贷款额，即使非住宅资产的预期收益大于抵押贷款成本。

Ioannides(1989)[3], Linneman and Wachter(1989)[4], and Rosenthal(1991)[5]等人实证研究表明，住房抵押贷款需求与收入水平正向相关；Follain 和 Dunsky(1996)[6]的研究表明住房抵押贷款需求与购房者的收入水平之间存在非线性关系：收入弹性与低收入购房者的收入水平存在正相关关系，而与高收入购房者的收入水平存在负相关关系；总而言之，并没有明确的证据表明购房者的收入水平在住房抵押贷款需求决策中究竟扮演着什么样的角色。

住房抵押贷款需求理论认为非住宅资产与住房抵押贷款存在替代关系。Hendershott and Lemmon(1975)[8], Jeffee and Rosen(1979)[9], and Ioannides1989[3]的实证研究结果表明非住宅资产的增长会减少购房者对住房抵押贷款的需求。

### 1.2.2 国内研究概述

国内学者对个人住房消费贷款也已经进行了大量的研究，但是以定性分析为主，通过实证研究的很少，散见与各报刊杂志上。

### 1.2.2.1 理论研究

中国工商银行总行住房信贷部熊燕(1999)[13]认为：个人住房消费信贷的发展受消费者的经济承受能力与传统的消费心理，个人住房消费贷款风险防范水平和相关的中介业务等因素的影响。

吉林大学杨红梅(2004)[14]认为：个人住房消费贷款首先受收入与房价比例的合理度影响，居民的收入水平必须与所购买的住房价格相匹配，购买行为才能完成，才能产生对消费的款的需求。其次受到贷款利率的影响，很多人要以抵押方式借款购买房产，利率是借款的成本，利率和住房消费贷款呈反向关系。

吉林大学孙琪(2007)[15]认为：影响住房消费信贷的因素分为借方因素、贷方因素、借款方和贷款方信息不对称因素和我国的住房公积金制度因素。在借方因素中居民的收入水平与所购买的住房价格相匹配购买行为才能完成，才有可能发生贷款行为；由于贷款利率是贷款的成本所以贷款利率对住房消费贷款有反向的影响作用。在贷方因素中贷款手续的复杂程度、银行对抵押物的处置能力、银行的风险管理能力和银行的风险转移机制这些问题的解决也是影响住房消费信贷发放状况的重要因素。在借方和贷方信息不对称因素中，个人住房贷款中的道德风险问题和个人住房贷款中的逆向选择问题也是影响贷款发放的重要因素。此外住房消费信贷的发展还依赖于住房公积金制度的发展。

### 1.2.2.2 实证研究

哈尔滨商业大学的陈敏、刘小辉(2003) [16]以美国消费贷款数据作为样本，采用回归分析，以消费和国内生产总值作为被解释变量，实证分析了消费信贷的宏观经济意义，得出结论是美国的宏观经济的发展由贷款推动的。

武汉科技大学何红连(2007)[17]通过对我国住房消费贷款的研究认为影响住房消费贷款的因素分为经济因素和非经济因素。经济因素包括：住宅价格与住房消费贷款余额两者之间存在着明显的线性关系；个人住房消费贷款余额与名义利率之间并不存在显著的线性关系，与实际利率之间存在一定的线性；首付比例与住房消费贷款需求呈反向关系；家庭收入的增长对住房消费贷款需求有正向的影响。非经济因素包括：人口越多对住宅需求量越大，相应的对住房消费贷款的需

求量就越大；宏观经济政策也会影响住房消费贷款的需求。作者还通过回归模型证明个人住房抵押贷款与城镇居民年人均可支配收入和住宅价格正向相关，与利率反向相关。

中国人民银行上海总部葛瑛，童士清(2006)[18]通过对时间序列数据的格兰杰因果检验表明 2000 年一季度至 2002 年四季度，个人住房贷款累放额是商品住房交易量的格兰杰原因，而 2003 年一季度至 2006 年二季度，商品住房交易量是个人住房贷款累放额的格兰杰原因。随后得出结论随着上海房地产市场的逐步成熟，个人住房贷款的发放对商品住房交易的推动作用日益减弱，在很大程度上已由商品住房交易量被动决定，

湖南科技大学商学院廖湘岳，戴红菊(2007)[19]研究了个人住房抵押贷款和房地产价格之间的关系，从对 1998-2005 年我国商品房平均销售价格与个人住房贷款余额的历史数据分析可知，商品房平均售价和个人住房贷款余额大致保持线性关系。相关系数为 0.92，表明商品房平均售价与个人住房贷款余额是高度正相关的。认为房地产价格的上涨拉动了对个人住房抵押贷款的需求，而银行对个人住房抵押贷款放贷的增加又刺激了房地产价格的进一步上涨。

## 第二章 我国个人住房消费贷款概述

### 2.1 个人住房消费贷款概述

#### 2.1.1 个人住房消费贷款的种类

在我国现阶段,个人住房消费贷款包括个人住房商业贷款和个人住房公积金贷款,两者分别有着不同的发放规则和利率。下面将分别介绍两者的概念、要素。

##### 2.1.1.1 个人住房商业贷款

个人住房商业贷款是指银行等金融机构发放的,以个人或家庭为贷款对象,以购买住房或与住房有关的其他用途为目的,以所购买的住房为抵押品,按照固定或浮动利率计息,在较长的时间内还本付息的贷款。

个人住房商业贷款的要素有:

1、贷款人:个人住房商业贷款的贷款人在我国是指经中国人民银行批准,持有《金融机构法人许可证》或《金融机构营业许可证》,并经工商行政管理部门核准登记的商业银行和其他从事房地产抵押贷款业务的金融机构。

2、借款人:个人住房商业贷款的借款人是具有完全民事行为能力的自然人等。

3、贷款率、期限和利率:贷款率是指房地产抵押贷款金额占抵押物价值的比例,贷款率通常又称为贷款成数。贷款率的确定以借款人的资信情况和还款能力为依据。我国商业银行规定商业性住房贷款率最高不得超过 80%,一般不得超过 70%。贷款期限是指贷款从投放到收回本息的期限,贷款期限的长短与借款人的信用程度、偿还贷款能力、借款金额以及贷款银行的资金实力有关,也受到中国人民银行贷款期限的制约。目前我国房地产商业贷款的期限最长为 30 年,一般实务操作上以 10—20 年的较多。贷款利率是影响贷款银行或委托贷款人收益的一个重要因素,也是影响贷款成本的一个重要因素。我国的住房贷款利率一

般由中央银行制定,其他与住房消费有关的利率也按中国人民银行公布的法定利率的上下限,由商业银行确定具体利率。随着利率政策的改革,银行对非政策性的房地产抵押贷款利率等商业性贷款利率将有较多的自主决定权。

4、还款方式:个人住房抵押贷款的偿还方式有多种。目前主要有三种还款方式,分别为到期一次还本付息方式,等额本息还款方式,等额本金还款方式。

5、房地产的估价、保险和抵押合同公正:在设定房地产抵押关系时应当对抵押物价值予以确定。对抵押物价值的确定,除了法律法规另有规定外,可以由贷款银行与抵押人协商确定,贷款银行与抵押人协商不成的,也可以经过双方当事人协商委托有资格的独立的房地产估价机构进行评估确认。为保障贷款银行的利益,一般应要求抵押人对抵押物作相应的保险,如投保建筑工程险、房屋财产险等,保险期限不得短于贷款合同约定的贷款期限。

#### 2.1.1.2 个人住房公积金贷款

住房公积金是指根据政府的专门规定或法律要求,对必须参加住房公积金的职工,一律每月按其工资收入的一定比例,同时从职工个人的工资收入和职工所在单位(企业)的有关资金中提取,并存入职工个人专门账户归职工个人所有,除离退休、彻底脱离单位(企业)、出国定居和死亡后等情况下可提取并销户外,只能用于参加住房公积金职工的住房投资和消费支出的一种储金。

住房公积金的管理实行住房公积金管理委员会决策,住房公积金管理中心运作、银行专户存储、财政监督的原则。住房公积金的存贷利率由中国人民银行提出,经征求国务院建设行政主管部门的意见后,报国务院批准。直辖市和省、自治区人民政府所在地的市以及其他设区的市设立住房公积金委员会,作为住房公积金管理的决策机构,并设立住房公积金管理中心。

住房公积金贷款是为推进城镇住房制度改革而发放的政策性住房贷款,是为职工购买、建造、大修自住住房而发放的住房抵押贷款。住房公积金贷款一般采用委托发放的方式。住房公积金贷款的贷款资金主要来源于职工和单位缴存的住房公积金。

个人住房公积金贷款的要素有:

1、借款人，申请住房公积金贷款的对象必须是具有当地城镇常住户口或者有当地居民证，并按规定缴存住房公积金的职工（与住房公积金缴存对象一致），为构建自住住房的产权人或翻建、大修私房的产权人或共有产权人。

2、贷款的额度、期限和利率，住房公积金贷款的额度、期限和利率要根据贷款资金来源及成本、借款职工的还款能力和中国人民银行的利率政策来确定，一般情况下个人住房公积金贷款的利率要低于个人住房商业贷款。

3、贷款本息的偿还方式，和住房商业性贷款一样住房公积金贷款本息的偿还方式主要有三种：到期一次还本付息、等额本息还款和等额本金还款。

4、抵押物，借款人购、建、修的住房一般应作为贷款的抵押物，抵押物在抵押期间，借款人无权出租、变卖、馈赠或再抵押。

5、抵押物保险，借款人将购、建、修的住房作为贷款抵押物与受托银行签订贷款合同、抵押合同后，应向保险公司投保抵押住房保险，建、修房的，应先投保建修保险。抵押物的保险期限应与贷款期限一致。

住房和城乡建设部公布了“2007 年全国住房公积金缴存使用情况”。统计显示，至 2007 年末，共有 7187.91 万名职工缴存了住房公积金，缴存总额为 16230.30 亿元，同比增长 27.92%；同时，累计为 830.04 万户职工家庭发放个人住房贷款 8565.90 亿元，同比增长 34.59%。2007 年住房公积金新增缴存额为 3542.92 亿元，同比增长 21.01%。去年提取额为 1808.78 亿元，同比增长 37.4%，并占同期缴存额的 51.05%；发放个人住房贷款 2201.57 亿元，同比增长 24.72%，占当年缴存额的 62.14%。住房公积金贷款已经成为了当今中国个人住房消费贷款的中要组成部分，为我国房地产业的发展 and 居民实现居者有其房做出了巨大贡献。

### 2.1.1.3 住房公积金贷款和住房商业贷款的比较

住房公积金贷款和住房商业贷款两者相比较在以下几个方面不同：

#### 1、贷款管理不同：

个人住房公积金贷款是商业银行接受住房公积金管理机构（中心）的委托发放的贷款，有关贷款规则主要是由住房公积金管理机构制定，商业银行作为委托业务管理，政策性较强；个人商业性住房贷款是商业银行的自营贷款业务，有关

贷款规则是由商业银行根据中国人民银行有关贷款办法制定的，商业性较强。

## 2、贷款对象不同

个人住房公积金贷款的对象是住房公积金的缴存人，其贷款的对象是特定的；个人住房商业贷款的对象是具有完全民事行为能力的自然人，不限于住房公积金的缴存人。

## 3、贷款额度不同

个人住房公积金贷款的最高额度一般低于个人住房商业贷款的最高贷款额度。

## 4、贷款利率不同

个人住房公积金贷款的利率一般低于个人住房商业贷款。

### 2.1.2 个人住房消费贷款的作用

国际经验表明，发展住房抵押市场能提高住房拥有率，改善居民居住条件和生活水平；促进房地产市场的繁荣并带动相关行业，诸如钢铁水泥等建材行业、家具行业及住房保险业的展；而且对城镇基础设施建设和城市化进程都有积极的影响。

#### 1、个人住房抵押贷款将居民住房消费意愿转化为有效需求

近几年，随着住房价格的不断攀高，房价收入比越来越高，目前约为 7~8，即一套房屋的销售价格为城镇居民家庭年可支配收入的 7 至 8 倍，也就是说城镇居民家庭需至少储蓄 7~8 年才能一次性付款买房，市场上难以形成有效的住房需求。而个人住房抵押贷款允许购房者先支付 20%-30%的购房首付款，余款以所购房屋为抵押物向银行贷款，购房者只需在之后较长的一段时期内（最长 30 年）每个月偿还较少的贷款本息就可以提前享有房屋使用权。这种合理预支将来收入的抵押贷款方式大大提高了居民的购买能力，有效地将居民的住房需求转化为有效需求。

#### 2、个人住房抵押贷款是金融业的内在需求

发展个人住房抵押贷款业务有利于银行调整信贷结构，盘活信贷资产，提高信贷质量。在发展住房抵押贷款早期，商业银行向房地产市场发放的贷款有 90%

以上投向了房地产开发企业，信贷投向比较单一，在住房有效需求得不到释放的情况下，开发企业的资金难以收回，不良贷款率较高。而发展个人住房抵押贷款一方面改善了商业银行的贷款结构，合理匹配了贷款期限；另一方面又因形成了住房市场的有效需求而提高房地产开发企业的贷款质量；同时，个人住房抵押贷款的违约率低，贷款质量高，为银行带来了较高的收益。所以，商业银行普遍把发展个人住房抵押贷款视为业务发展重点，目前，我国的个人抵押贷款余额已经超过房地产企业的开发贷款余额。

### 3、个人住房抵押贷款是宏观调控的有力工具

早期，国家对房地产业的调控主要依靠行政手段，通过颁布各项法律法规和规章制度等来管理和引导房地产业发展。而住房抵押贷款的发展为国家提供了除行政手段之外的经济手段。在城镇住房改革初期，国家借助发展个人住房抵押贷款有效地转变了住房消费方式，促进了住房商业化，并达到了发展房地产市场，拉动内需的目的。之后，国家通过调节住房抵押贷款的首付比例、贷款利率、贷款期限、贷款条件等等方式，对住房消费需求进行积极引导，从而最终影响住房开发建设规模和结构，实现国家对房地产市场调控的目的。

## 2.2 我国个人住房消费贷款市场发展现状

### 2.2.1 我国房地产投资市场发展现状

2000年以来我国房地产市场快速、健康发展主要得益于国民经济持续、快速增长，居民收入水平提高及市场化进程的加快。房地产业在社会生活中的作用越来越重要，表 2.1 是 1994 年到 2007 年的 GDP、固定资产投资额、房地产开发投资额、房地产开发投资占全社会固定资产投资比重的统计表。



表 2.1 GDP、固定资产投资额、房地产开发投资额状况<sup>3</sup>

单位：亿元、%

年份 \ 项目	GDP	固定资产投资额	房地产开发投资额	房地产开发投资占全社会固定资产投资比重
1994	46759	17042	2554	15
1995	58478	20019	3149	15.7
1996	67885	22914	3216	14
1997	74463	24941	3178	12.7
1998	78345	28406	3614	12.7
1999	82068	29855	4103	13.7
2000	89468	32918	4983	15.1
2001	97315	37214	6344	17.1
2002	105172	43500	7791	18
2003	117390	55567	10154	18.3
2004	136876	70477	13158	18.7
2005	182321	88773	15759	17.8
2006	209609	109998	19382	17.62
2007	246619	137239	21298	15.51

可以看出自 1994 年以来随着 GDP 的不断增长, 固定资产投资额投资也在逐年上涨, 而固定资产投资中的房地产开发投资额的上涨速度更加迅速, 由 1994 年的 2554 亿元增长为 2005 年的 15759, 其在全社会固定资产投资的比重也大幅增加, 房地产开发投资占全社会固定资产投资比重由 1997 年的 12.7% 增长为 2005 年的 17.8%。

表 2.2 是 1998 年到 2005 年在所有的房地产投资总额、住宅投资额和住宅投资额在所有的房地产投资中所占的比重。

<sup>3</sup> 数据来源: 《中国统计年鉴》等

表 2.2 住宅投资额占房地产投资的比重<sup>4</sup>

单位：亿元、%

项目 年份	投资总额	住宅	所占比例
1998	3614	2018	57.6
1999	4103	2638	64.3
2000	4984	3311	66.5
2001	6344	4216	66.5
2001	7790	5227	67.1
2003	10153	6776	66.7
2004	13158	8836	67.2
2005	15759	10768	68.3
2006	19382	13638	70.3
2007	21298	16854	79.1
2008.10	23917	20480	85.6

从表 2.2 中可以看出，从 1998 年开始到 2008 年 10 月随着房地产业投资总额的逐年增长，住宅投资的比例也大量增长。1998 年住宅投资额仅有 2018 亿元，而到 2008 年的 10 月底住宅投资额就已经增加到 20480 亿元，比 1998 年增长了 10 倍，而且已经超过了 2007 年全年的水平。不仅在总量上住宅投资额明显增加，而且住宅投资占投资总额的比例也由 1998 年的 57.6% 增加到 2008 年 10 月的 85.6%。

由上述分析可见房地产在社会经济生活中的作用越来越重要。如果房地产业出现问题对社会经济的影响将是不可估量的，而在所有的房地产业中占比例最高的住宅投资对社会经济的影响更是所要面对的重要问题。

### 2.2.2 我国个人住房消费贷款发放情况

2000 年以来我国房地产市场快速、健康发展，不仅得益于国民经济的快速健康发展和城市化进程的加快，个人住房消费信贷的发展也是促进房地产市场，特别是个人住房市场发展的重要因素。正是由于个人住房消费信贷的持续发展，加速了中低收入家庭买房的速度和数量，进而加速了房地产开发投资的速度。在

<sup>4</sup> 数据来源：《中国统计年鉴》等

个人住房消费信贷的发展进程中，我国个人住房贷款业务的开展是以建行 1987 年颁布《住宅储蓄存款和住宅借款暂行办法》为标志的，目前已经发展成为我国商业银行贷款的最重要的组成部分之一，成为支持我国房地产市场发展的重要支柱。除银行商业贷款外，住房公积金贷款也是支持职工住房信用消费的重要资金来源。公积金贷款最大的优越性是利率比银行同期贷款利率低，办理抵押和保险等相关手续时收费减半。

我国个人住房抵押贷款的发展得到了政策的大力支持。1996 年，有关方面提出要“启动市场”，国家计委、建设部有关部委负责人也相继发表谈话，表示要大力发展住房金融业务，以住宅建设作为新的经济增长点。1997 年 4 月，中国人民银行等有关部门发布了《个人住房担保贷款管理试行办法》，从政策上对住房信贷作了相应的明确规定。1998 年初，国务院出台了《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系，发展住房金融，培育和规范住房交易市场，把发展金融服务作为深化城镇住房制度改革的一项重要内容。此后，中国人民银行又相继颁布了《关于加大住房信贷投入支持住房建设和消费的通知》和《个人住房贷款管理办法》，并允许所有商业银行在所有城市对所有普通商品房开办个人住房担保贷款，取消贷款规模限制，改进贷款担保方式。一系列政策方面的支持，促进了我国个人住房抵押贷款的迅速发展。

除了政策支持外，银行的对个人住房抵押贷款业务的积极发展也是促进这一业务迅速发展的重要原因。由于在我国能够获得住房抵押贷款的个人均是经过审批，具有稳定工作和收入的群体，信用等级较高，违约可能性小。加上对房价还将持续上涨的判断，商业银行认为只要持有不断增值的房地产抵押品就无需担忧，所以普遍把个人住房抵押贷款当成低风险的优质资产，全力扩张住房按揭业务，采取多种手段降低个人按揭房贷的审批门槛，扩大信贷规模。他们通过降低审批标准、简化贷款流程等手段放宽了个人住房按揭贷款者市场进入门槛。

随着我国住房分配制度的改革和银行我国的个人住房抵押贷款的规模在原有基础上迅速扩张。下列是反映我国自 1997 年以来个人住房消费信贷发展状况的描述图表。表 2.3 和图 2.1 是 1997 年至 2008 年 7 月的个人住房消费贷款余额和贷款统计表和柱状图。图 2.2 是 1998 年至 2008 年个人住房消费信贷的增加额

的柱状图，图 2.3 是 1998 年至 2008 年个人住房消费信贷增长率的折线图<sup>5</sup>。

表 2.3 个人住房消费贷款余额

单位：亿元

年份	个人住房消费贷款余额
1997	190
1998	427
1999	1358
2000	3316
2001	5598
2002	8252
2003	11780
2004	15922
2005	18430
2006	22700
2007	27031
2008.7	29088

单位：亿元

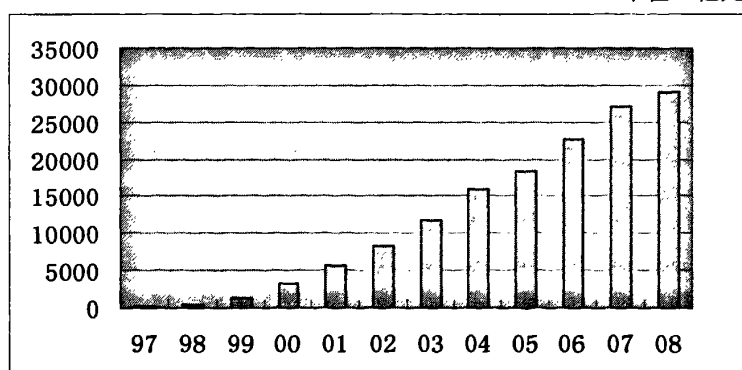


图 2.1 个人住房消费贷款

<sup>5</sup> 数据来源：中国人民银行

单位：亿元

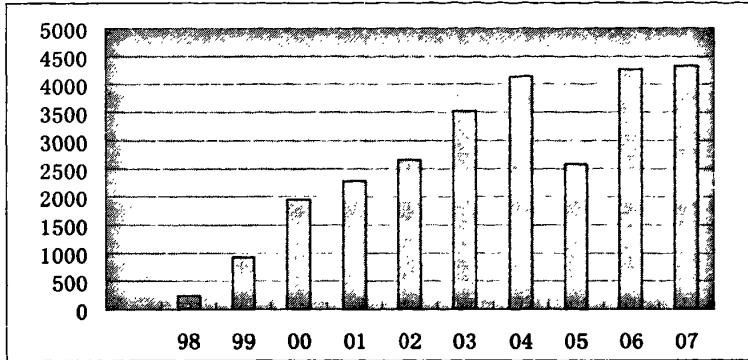


图 2.2 个人住房消费贷款增长额

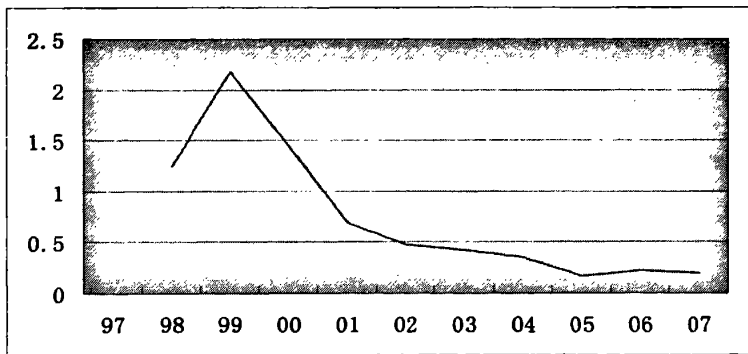


图 2.3 个人住房消费贷款增长率

从上面的表格和图示可以看出：个人住房消费贷款的总额，1997 年开始每年均保持强劲的增长势头。1997 年我国个人住房贷款余额规模仅为 190 亿元；到 2000 年底增加到 3316 亿元，已经是 1997 年的 17 倍之多；在 2005 年底 2006 年初即已经达到 1997 年总额的 100 倍；2008 年 7 月底达到 2.9 万亿元，10 年间增长了 100 多倍。

从 1997 年至 2008 年的住房消费贷款的增长额看来，除了 2005 年有所下降外，每年均保持旺盛的增长势头。随着经济的增长、居民收入的增加和个人住房消费贷款基数的增大，使住房消费贷款增长率呈逐年下降趋势，但是其绝对增长额除了 2005 年外仍然呈现逐年增长的趋势。

## 第三章 个人住房消费贷款的宏观影响因素实证分析

前文已经总结了住房消费贷款影响因素的相关理论研究,同时分析了我国住房消费贷款的发展现状。本章将用计量经济的办法,以统计数据为基础定量分析我国住房消费贷款和宏观经济因素之间的关系。运用计量经济模型,借助于 Eviews 软件进行实证分析。

### 3.1 数据的选取

#### 3.1.1 研究变量的选取

由于本文要研究的是住房消费贷款和宏观经济因素之间的关系,因此本文首先要选取的变量是个人住房消费贷款余额 XD。其次,要选择的是和住房消费贷款紧密相关的宏观因素。本文预备将选取的宏观变量分为两类,分别是:(1)反映宏观经济水平的变量:由于国内生产总值 GDP 是反映宏观经济状况的最重要的指标,所以本文选取 GDP 作为衡量我国经济发展状况的主要指标变量;同时,考虑到个人住房的消费水平受到收入水平的显著影响,进而可能影响到个人住房消费贷款的水平,因此选择城镇平均每人可支配收入 SR 作为另一个反映宏观经济水平变量。(2)反映宏观经济政策的变量:贷款利率水平 I 直接影响到贷款的发放情况,因此选择贷款利率为宏观经济政策变量,由于住房消费贷款多为中长期贷款,所以选择中国人民公布的 5 年以上长期贷款利率数据;另外选择和贷款数量密切相关的货币供给量 M1 作为另一宏观经济政策变量。

#### 3.1.2 数据的收集和处理

文中的数据基于统计分析的需要,选取的是从 2002 年第一季度到 2008 年第二季度的季度数据。住房消费贷款余额 XD 是从中国人民银行网站公布的《中国货币政策执行报告》中获得;反映宏观经济状况的两因素:国内生产总值 GDP 季度数据和各地区城镇居民家庭可支配收入基本情况 SR 是由中华人民共和国国家

统计局的季度统计数据中获得；反映宏观政策的因素：货币供给量 M1 和贷款利率 I 数据在中国人民银行网站的统计公布数据中获得。

为了方便数据分析，对所获得的数据进行加工。第一：在所获得的宏观数据中，各地区城镇居民家庭可支配收入基本情况 SR 的季度数据和国内生产总值 GDP 参看数据的分布发现存在明显的季节性，第四季度的 GDP 明显高于其他季度，第一季度的 SR 明显高于其他季度，因此采用移动平均法进行季节调整。第二：为避免数据剧烈波动，对所有变量取对数，进行对数化处理，处理后的变量分别用 LNXD、LNGDP、LNSR、LNI、LNM 表示。变量对数化处理除了可以尽量避免数据的波动外，误差项可以由绝对误差变为相对误差，而相对误差往往比绝对误差小。

## 3.2 检验步骤及分析方法

### 3.2.1 检验步骤

本文的实证研究采用相关性分析、平稳检验、协整检验、向量误差修正模型分析 (VECM)、脉冲响应函数、Granger 因果关系检验方法。实证研究共分为以下几个步骤：

第一步，检验各宏观经济影响因素 LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 和住房消费贷款 LNXD 的相关系数，初步确定几个变量之间具有的相关性。

第二步，检验 LNXD、LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 的平稳性，如果几个时间序列单正阶数相同则可以进行后面一系列分析，如果几个时间序列的单正阶数不同则不能进行。

第三步，通过 VAR 模型确定模型的滞后阶数。

第四步，运用 Johansen 检验对上述的向量进行协整检验，得到时间序列之间的协整关系，在协整关系基础上建立误差修正模型，用以研究变量之间的动态特征。

第五步，运用脉冲响应分析检验住房消费贷款额 LNXD 对 LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 冲击的回应程度。

第六步，通过 Granger 因果关系检验确定 LNXD、LNGDP、LNSR、LNMI、LNI 之间是否存在显著的影响关系。

### 3.2.2 分析方法

#### 3.2.2.1 平稳性检验

平稳性检验即对变量进行单位根检验来验证数据是否稳定。Dickey 和 Fuller 提出用统计量来检验变量是否为平稳序列，DF 检验采用最小二乘法估计。原假设为  $H_0: \rho = 1$ ，对此假设的检验会得出过程是否为非平稳的结论；备择假设为  $H_1: \rho < 1$ ，用以检验过程是否为趋势平稳过程。其公式为：

$$(1) Y_t = \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.1)$$

$$(2) Y_t = \alpha_0 + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.2)$$

$$(3) Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \rho Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.3)$$

上面三个公式两边同时减去  $Y_{t-1}$ ，得到

$$(1) \Delta Y_t = (\rho - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.4)$$

$$(2) \Delta Y_t = \alpha_0 + (\rho - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.5)$$

$$(3) \Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 + (\rho - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.6)$$

设  $\gamma = \rho - 1$ ，这时原假设为  $H_0: \gamma = 0$ ，备择假设为  $H_1: \gamma < 1$

$$(1) \Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.7)$$

$$(2) \Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.8)$$

$$(3) \Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.9)$$

采用 ADF 检验方法。ADF 检验是 Dickey 和 Fuller 于 1979、1980 年对 DF 检验进行了扩展为了消除原来 DF 检验中随机误差项  $\varepsilon_t$  不满足为白噪声的情况，这是目前普遍应用的单整检验方法。原假设  $H_0: \gamma = 0$ ，原过程非平稳；备择假设为  $H_1: \gamma < 1$ ，原过程平稳。为其公式为：

$$(1) \Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.10)$$



$$(2) \Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.11)$$

$$(3) \Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \gamma Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.12)$$

其中  $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ 。

### 3.2.2.2 协整性检验

协整是指两个以上同阶单整的非平稳时间序列的线性组合是平稳时间序列，则这些变量之间的关系就是协整的。对协整的检验方法有 Engle 和 Granger 于 1987 年提出两步的检验两变量协整关系的 EG 检验法；和 Johansen 和 Juselius 提出的检验多个变量之间协整关系的 Johansen 检验。本文中采用 Johansen 检验法。

对于  $k$  个时间序列  $y_t = (y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{kt}) (t=1,2,\dots,T)$ ，讨论这  $k$  个经济指标之间是否具有协整关系。协整定义如下：

$k$  维向量  $y_t$  的分量间被称为  $d$ ， $b$  阶协整，记为  $y_t \sim CI(d,b)$ ，如果满足：

- (1)  $y_t \sim I(d)$ ，要求  $y_t$  的每个分量  $y_{it} \sim I(d)$ ；
- (2) 存在非零向量  $\beta$ ，使得  $\beta' y_t \sim I(d,b)$ ， $0 < b \leq d$ 。

简称  $y_t$  是协整的，向量  $\beta$  又称为协整向量。

Johansen 检验的基本思想是首先建立一个 VAR 模型

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.13)$$

其中  $y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{kt}$  都是平稳的  $I(1)$  变量； $x_t$  是一个确定的  $d$  维的外生向量，代表趋势项、常数项等确定性项； $\varepsilon_t$  是  $k$  维扰动向量。将其差分变换后，可得下面得式子：

$$\Delta y_t = \Pi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + Bx_t + \varepsilon_t \quad (3.14)$$

$$\text{其中：} \Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I, \quad \Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^p A_j$$

变量间是否存在协整关系主要依赖矩阵  $\Pi$  的秩， $\Pi$  可分解为矩阵  $\alpha$  和  $\beta$  的乘积： $\Pi = \alpha\beta'$ ，其中  $\alpha$ 、 $\beta$  的秩均为  $r$ 。

$$\text{则上式写为: } \Delta y_t = \alpha \beta' y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + Bx_t + \varepsilon_t \quad (3.15)$$

上式要求  $\beta' y_{t-1}$  为一个  $I(0)$  向量, 每一行都是  $I(0)$  组合变量, 即  $\beta$  的每一行所表示的  $y_{1,t-1}, y_{2,t-1}, \dots, y_{k,t-1}$  线性组合都是一种协整形式, 所以矩阵  $\beta$  决定了  $y_{1,t-1}, y_{2,t-1}, \dots, y_{k,t-1}$  之间协整向量的个数与形式,  $r$  为协整向量的个数。

### 3.2.2.3 误差修正模型

误差修正模型 (VECM) 是建立在协整基础上的 VAR 模型。如果式(3.13)的  $y_t$  所包含的  $k$  个  $I(1)$  过程存在协整关系, 则不包含外生变量的式(3.15)可写为:

$$\Delta y_t = \alpha \beta' y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + Bx_t + \varepsilon_t \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.16)$$

其中的每个方程的误差修正项都具有平稳性。一个协整体系具有多种表示形式, 用误差修正模型表示是当前处理这种问题的普遍方法, 即:

$$\Delta y_t = \alpha ecm_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.17)$$

其中的每一个方程都是一个误差修正模型。  $\alpha ecm_{t-1} = \beta' y_{t-1}$  是误差修正项, 反映变量之间的长期均衡关系, 系数向量  $\alpha$  反映变量之间的均衡关系偏离长期均衡状态时, 将其调整到均衡状态的调整速度。所有作为解释变量的差分项的系数反映各变量的短期波动对作为被解释变量的短期变化的影响, 我们可以剔除其中统计不显著的滞后差分项。

### 3.2.2.4 脉冲响应分析

用时间序列模型来分析影响关系的一种思路, 是考虑扰动项的影响是如何传播到各变量的。脉冲响应函数的基本思想如下:

$$\begin{aligned} x_t &= a_1 x_{t-1} + a_2 x_{t-2} + b_1 y_{t-1} + b_2 y_{t-2} + \varepsilon_{1t} \\ y_t &= c_1 y_{t-1} + c_2 y_{t-2} + d_1 x_{t-1} + d_2 x_{t-2} + \varepsilon_{2t} \end{aligned} \quad (3.18)$$

其中  $\alpha_i, b_i, c_i, d_i$  是参数, 扰动项  $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t})'$ , 假定是具有下面这样性质的白噪声向量:

$$E(\varepsilon_i) = 0,$$

$$\text{Var}(\varepsilon_i) = \sigma \quad (3.19)$$

假定上述系统从 0 期开始活动, 且设  $x_{-1} = x_{-2} = y_{-1} = y_{-2} = 0$ , 又设于第 0 期给定了扰动项  $\varepsilon_{10} = 1$ ,  $\varepsilon_{20} = 0$ , 并且其后均为 0, 即  $\varepsilon_{1t} = \varepsilon_{2t} = 0 (t = 1, 2, \dots)$ , 称此为第 0 期给  $x$  以脉冲, 下面讨论  $x_t$  和  $y_t$  的响应,  $t = 0$  时:

$$x_0 = 1, \quad z_0 = 0$$

将其结果代入式 (3.18),  $t = 1$  时:

$$x_1 = a_1^2 + a_2 + b_1 c_1$$

$$y_1 = c_1 a_1 + c_2 + d_1 c_1 \quad (3.20)$$

继续这样计算下去, 设求得结果为:  $x_0, x_1, x_2, x_3, x_4, \dots$  称为由  $x$  的脉冲引起的  $x$  的响应函数。

同样所求得  $y_0, y_1, y_2, y_3, y_4, \dots$  称为由  $x$  的脉冲引起的  $y$  的响应函数。

当然, 第 0 期的脉冲反过来, 从  $\varepsilon_{10} = 0$ ,  $\varepsilon_{20} = 1$  出发, 可以求出  $y$  的脉冲引起的  $x$  的响应函数和  $y$  的响应函数。因为以上这样的脉冲响应函数明显地捕捉到冲击的效果, 所以同用于计量经济模型的冲击成数分析是类似的。

我们可以把上述讨论推广到多变量的 VAR 模型上去, 一般地, 由  $y_j$  的脉冲引起的  $y_i$  的响应函数可以求出如下:

$$c_{ij}^{(0)}, c_{ij}^{(1)}, c_{ij}^{(2)}, c_{ij}^{(3)}, c_{ij}^{(4)}, \dots$$

且由  $y_j$  的脉冲引起的  $y_i$  的积累响应函数可表示为  $\sum_{q=0}^{\infty} c_{ij}^{(q)}$ 。

$c_q$  的第  $i$  行, 第  $j$  列元素可以表示为

$$c_{ij}^{(q)} = \frac{\partial y_{i,t+q}}{\partial \varepsilon_{jt}} \quad q = 0, 1, \dots, t = 1, 2, \dots, T \quad (3.21)$$

作为  $q$  的函数, 它描述了在时期  $t$ , 其他变量和早期变量不变的情况下  $y_{i,t+q}$  对  $y_{jt}$  的一个瞬时变化的反应, 我们把它称作脉冲响应函数。

### 3.2.2.5 Granger 因果关系检验

Granger 因果关系检验假定了有关的两个变量中任意一个变量的预测信息全部包含在这些变量的时间序列中，因果关系检验是要求估计以下的回归模型：

$$\Delta y_t = u_1 + \sum_{i=1}^k \Gamma_{i-1}^{11} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \Gamma_i^{12} \Delta x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (3.22)$$

$$\Delta x_t = u_2 + \sum_{i=1}^k \Gamma_{i-1}^{21} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \Gamma_i^{22} \Delta x_{t-i} + \eta_t \quad (3.23)$$

其中，两残差  $\varepsilon_t$ 、 $\eta_t$  假定为不相关。在以  $\Delta y_t$  作为解释变量时，即式(3.20)。如果把  $\Delta x_t$  的过去或滞后值包括进来可以显著地改进对  $\Delta y_t$  的预测，这就表明  $\Delta x_t$  是  $\Delta y_t$  的 Granger 原因。而当把  $\Delta y_t$  的过去或者滞后值包括进来可以显著改进对  $\Delta x_t$  的预测，则表明  $\Delta y_t$  是  $\Delta x_t$  的 Granger 原因。

## 3.3 数据的实证分析

### 3.3.1 变量间的相关性分析

首先对所搜集到的数据进行相关性分析，将数据输入生成相关系数矩阵，获得的相关系数矩阵如表 3.1 所述：

表 3.1 相关性检验结果

	LNXD	LNGDP	LNSR	LNMI
LNXD	1.000000	0.989325	0.952116	0.982142
LNGDP	0.989325	1.000000	0.959257	0.986677
LNSR	0.952116	0.959257	1.000000	0.958225
LNMI	0.982142	0.986677	0.958225	1.000000

从输出的相关系数矩阵中看出，所选取的宏观经济变量中所有的变量均与住房消费信贷变量存在大于 0.9 的相关系数，其中 LNXD 同变量 LNGDP、LNSR、LNMI 之间的相关系数超过 0.95，可以确定选取的宏观经济变量与住房消费信贷均存在着紧密的正相关关系。

### 3.3.2 平稳性检验

运用 Eviews 软件, 采用 ADF 检验方法对变量进行单位根检验, 得出的单位根检验结果表 3.2。

表 3.2 单位根检验结果

变量	ADF 统计量	Prob	5%临界值	AIC	(c,t)	滞后阶数	结论
LNXD	-2.287	0.425	-3.603	-5.046	(c,t)	0	不平稳
$\Delta$ LNXD	-4.276	0.013	-3.612	-4.792	(c,t)	0	平稳
LNGDP	-0.975	0.927	-3.633	-5.763	(c,t)	3	不平稳
$\Delta$ LNGDP	-8.357	0.000	-3.633	-5.796	(c,t)	2	平稳
LNSR	-1.784	0.680	-3.612	-5.143	(c,t)	1	不平稳
$\Delta$ LNSR	-6.208	0.000	-3.622	-5.081	(c,t)	1	平稳
LNMI	-1.258	0.875	-3.603	18.881	(c,t)	0	不平稳
$\Delta$ LNMI	-6.922	0.000	-3.612	-4.447	(c,t)	0	平稳
LNI	-1.433	0.825	-3.603	-4.763	(c,t)	0	不平稳
$\Delta$ LNI	-4.604	0.007	-3.622	-4.707	(c,t)	1	平稳

说明: c,t 表示带有趋势项和截距项;  $\Delta$  为差分算子

从检验的结果可以看出 LNXD、LNGDP、LNSR、LNMI、LNI 均为非平稳的时间序列。但是经过一阶差分后  $\Delta$  LNXD、 $\Delta$  LNGDP、 $\Delta$  LNSR、 $\Delta$  LNMI、 $\Delta$  LNI 均为平稳的时间序列。则可以得出结论上述的 LNXD、LNGDP、LNSR、LNMI、LNI 均为一阶单整的时间序列。由于各时间序列的单正阶数相同, 因而可以进行协整分析。

### 3.3.3 协整性检验

本文中选取的变量均为  $I(1)$ , 有可能存在协整关系, 所以下面对序列进行协整检验。通过 AIC 和 SC 标准判断模型的滞后阶数为 2 阶, 用 Eviews 对各变量之间的协整关系进行检验, 表 3.3 和表 3.4 是 Johansen 检验的统计结果:

表3.3 时间序列的协整关系检验迹统计量

假设	特征根	迹统计量	5%临界值	Prob
没有协整关系	0.928357	132.9443*	69.8189	0.0000
至多存在一个协整关系	0.807628	72.31502*	47.8561	0.0001
至多存在两个协整关系	0.642010	34.40356*	29.7971	0.0137
至多存在三个协整关系	0.363999	10.77678	15.4947	0.2256

表3.4 时间序列的协整关系检验最大特征根统计量

假设	特征根	最大特征根统计量	5%临界值	Prob
没有协整关系	0.928357	60.62927*	33.8768	0.0000
至多存在一个协整关系	0.807628	37.91146*	27.5843	0.0017
至多存在两个协整关系	0.642010	23.62678*	21.1316	0.0218
至多存在三个协整关系	0.363999	10.40877	14.2646	0.1864

上述结果表明 LNXD、LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 这 5 个变量在显著性为 0.05 的情况下，拒绝了协整关系为 0 的假设，则可以断定上述的 5 各变量之间存在协整关系，进一步的出结论，5 变量之间存在 3 个协整关系，说明个人住房消费贷款和国内生产总值、城镇居民可支配收入、货币供给量、贷款利率之间存在着长期均衡的关系。将协整检验的结果写为数学表达式即：

$$E1 = LNXD + 2.938LNGDP - 0.1943LNSR - 3.797LNM1 + 2.855LNI \quad (3.24)$$

(0.43)            (0.6211)            (0.3685)            (0.22529)

上式反映了 LNXD、LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 这 5 个变量的长期均衡关系。

### 3.3.4 VECM 模型的建立

由于本文中的 5 各变量 LNXD、LNGDP、LNSR、LNM1、LNI 存在协整关系，因此需要建立一个施加协整关系约束的 VECM 模型。由于作为差分项的解释变量反映了多变量之间的短期波动关系，而向量误差修正项(即表示变量之间的关系偏离长期均衡状态)又反映了长期均衡对短期变化的影响。所以，用 VECM 模型表示具有协整关系的 VAR 模型，能够同时反映短期波动和长期均衡关系，避免直接对非均衡时间序列数据回归可能造成的“伪回归”现象，其系数具有良好的经济解释。公式 (3.21) 是通过 Eview 软件估计出的误差修正模型公式：

$$\begin{aligned}
\Delta LNXD = & -0.4554ecm_{t-1} - 0.0738\Delta LNXD_{t-1} - 0.0574\Delta LNXD_{t-2} + 0.1488LNGDP_{t-1} \\
& (0.1386) \quad (0.2359) \quad (0.2889) \quad (0.3094) \\
& [-3.285] \quad [0.313] \quad [-0.1985] \quad [-0.4809] \\
& 0.1063LNGDP_{t-2} + 0.6507LNSR_{t-1} + 0.2382LNSR_{t-2} - 0.6637LNM1_{t-1} \\
& (0.1419) \quad (0.3375) \quad (0.1918) \quad (0.4255) \\
& [0.7489] \quad [1.9281] \quad [1.2419] \quad [-1.5597] \\
& + 0.0145LNM1_{t-2} + 0.475LNI_{t-1} + 0.017LNI_{t-2} \\
& (0.3111) \quad (0.2699) \quad (0.2386) \\
& [0.04664] \quad [1.7599] \quad [-0.0718]
\end{aligned}
\tag{3.25}$$

说明: ( ) 中为参数估计值的标准误差 [ ] 中为参数估计值的 t 统计量

$ecm$  项的 t 检验值为 -3.285, 表明该系数的估计值显著。由于  $ecm$  项的系数表明对偏离长期均衡的调整力度, 该值为 -0.4554, 说明 LNXD 的实际值与长期或者均衡值的差距有 45.54% 得到纠正。

### 3.3.5 脉冲响应函数

在系统中, 第  $i$  个变量的冲击不仅直接影响到第  $i$  个变量, 而且会通过 VAR 模型的滞后结构传递到其他变量。脉冲响应函数了一个随即误差项的冲击对每个内生变量当期及以后各期的影响。

图 3.1 由上到下是用 Eviews 进行分析得出的分别为个人住房消费贷款本身、居民可支配收入、国内生产总值、货币供给量和利率对个人住房消费贷款影响的脉冲响应分析结果:

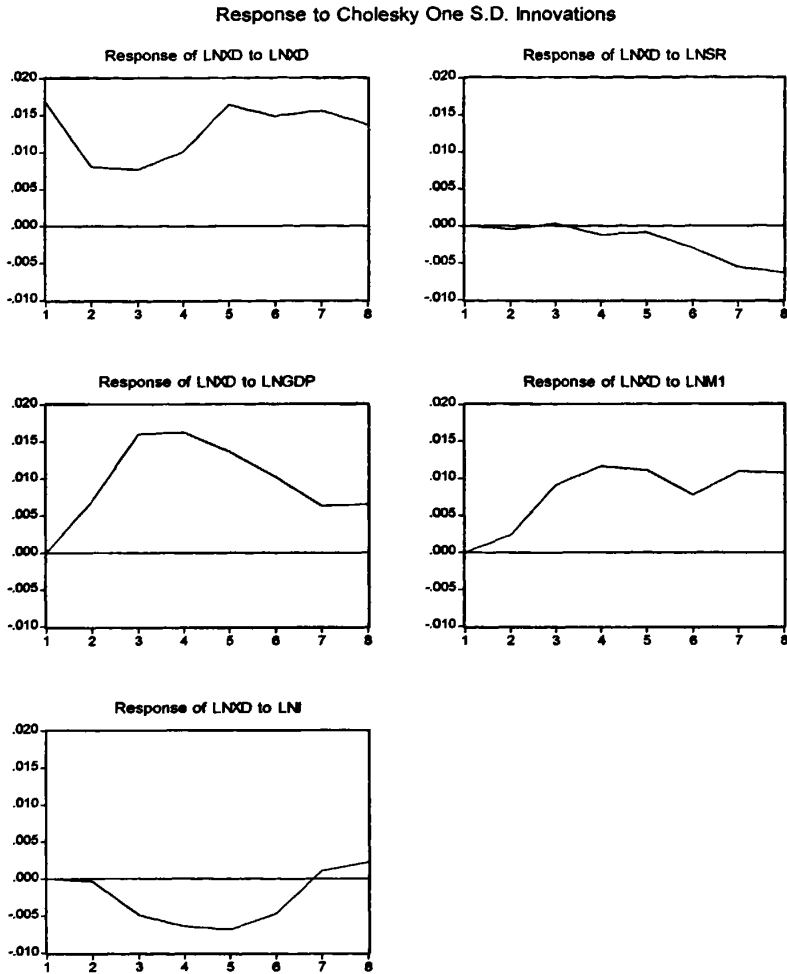


图 3.1 脉冲响应分析结果

从第一个图中的结果可以看出：个人住房消费贷款对于其自身一个标准差的冲击，立刻就有一个较大的正的反应，然后的几期中有一些波动，在第三期的影响达到最小，随后逐渐上升至第五期后达到相对稳定状态。可以得出结论前一期个人住房消费贷款的增加会对几期个人住房消费贷款产生积极的影响。个人住房消费信贷的发展对其自身有着明显的促进作用。

从第二个图中可以看出，个人住房消费贷款对居民可支配收入的一个标准差的冲击在前三期并不明显，从第三期后个人住房消费贷款对居民可支配收入的影响产生一个持续的负方向的反应，而且反应的程度随着时间的推移逐渐增加。可



以看出,居民可支配收入增加后居民可用于购房的资金增加,相应的就会减少个人住房消费贷款的额度,而且在长期中,这种影响更加明显。

从第三个图中可以看出,国内生产总值一个标准差的冲击对个人住房消费贷款有一个正方向的影响,这个影响在第三期达到最大,随后逐渐下降,在第七期后达到稳定。可以得出结论,国内生产总值的增加对住房贷款有促进作用。

从第四个图可以看出,对于货币供给量 M1 一个标准差的冲击个人住房消费信贷有一个正方向的反应,这种反应在冲击出现后不断增大,随后在第四期后逐渐保持一种稳定的状态,说明宏观经济政策的放松对个人住房消费贷款有积极影响。

从上方的第五个图中可以看出,对于利率的变化,个人住房消费贷款的反应是负方向的,这是由于利息是贷款的主要成本,成本越高,居民贷款就相应的越少。

### 3.3.6 Granger 因果关系检验

为了检验个人住房消费贷款和国内生产总值、居民收入状况、货币供给量和利率是否是存在因果关系,对上述的五个变量进行 Granger 因果关系检验。下表是用 Eviews 分析得出的结果:

表 3.5 Granger 因果关系检验结果

原假设	F统计量	Prob	结论
LNXD不是LNGDP的Granger原因	0.13375	0.97433	LNXD不是LNGDP的Granger原因
LNGDP不是LNXD的Granger原因	2.20987	0.47990	LNGDP不是LNXD的Granger原因
LNXD不是LNI的Granger原因	17.1826	0.18457	LNXD不是LNI的Granger原因
LNI不是LNXD的Granger原因	2080.00	0.01696	LNI是LNXD的Granger原因
LNXD不是LNM1的Granger原因	0.16838	0.95924	LNXD不是LNM1的Granger原因
LNM1不是LNXD的Granger原因	29.0504	0.14257	LNM1是LNXD的Granger原因
LNXD不是LNSR的Granger原因	0.81025	0.70114	LNXD不是LNSR的Granger原因
LNSR不是LNXD的Granger原因	0.85905	0.68793	LNSR不是LNXD的Granger原因

从上述的结果可以看出:

在所有影响个人住房消费信贷的因素中,两个宏观经济因素:国内生产总值

GDP 和居民的收入 SR 同个人住房消费贷款 XD 之间不存在 Granger 因果关系;

两个宏观经济政策因素: 货币供给量 M1 和贷款利率 I 同个人住房消费信贷之间存在着单向的 Granger 因果关系。LNM1 和 LNI 是 LNXD 的 Granger 原因。

可以认为: 由于住房的需求具有刚性, 所以宏观经济的状况并不能显著的影响住房和住房贷款的需求, 居民不会由于收入等经济状况变化的影响而明显的改变对于住房消费贷款的需求程度; 但是宏观经济政策变量直接影响到住房消费贷款的数量水平, 因此住房贷款的增长更大程度上是取决于消费观念的转变和宏观经济政策的松紧程度。

### 3.4 小结

通过上述的实证分析可以看出:

一、通过协整分析的结果可以知道: 个人住房消费贷款的规模和反映国家整体经济水平的国内生产总值 GDP、居民可支配收入 SR、货币供给量 MI、长期利率水平 I 之间存在长期均衡关系。

二、通过误差修正模型的分析得到结论: 个人住房消费信贷的实际值和长期均衡值之间的差距有 45.54% 得到误差修正值的修正。

三、通过脉冲响应分析得出结果: 个人住房消费贷款的发展水平对于后期的消费信贷的规模有正向影响; 国内生产总值对消费贷款发展有正向的影响; 居民收入对于个人住房消费信贷有负方向影响; 货币供给量对个人住房消费信贷有一个正方向影响; 利率 I 对于个人住房消费贷款存在负方向的影响。

四、通过 Granger 因果关系的检验得出结论: 居民收入和国内生产总值的多少并不是造成个人住房消费贷款发生变化的最主要的因素; 代表宏观经济政策的贷款利率和货币供给量对个人住房消费贷款有着显著的影响。

## 第四章 次贷危机对我国个人住房消费贷款的启示

### 4.1 次贷危机的产生

#### 4.1.1 次贷危机的产生原因

在美国，对个人的贷款按照信用评分主要分最优贷款、超 A 类贷款和次级贷款等 3 种。次级债本义即指次优级抵押贷款证券，是相对优先级抵押贷款证券而言的，其贷款对象均为较差信用分数个人。

在 2006 年之前的 5 年里，由于美国住房市场持续繁荣，图五为美国 1985 年至 2005 年的房屋价格走势图<sup>6</sup>。

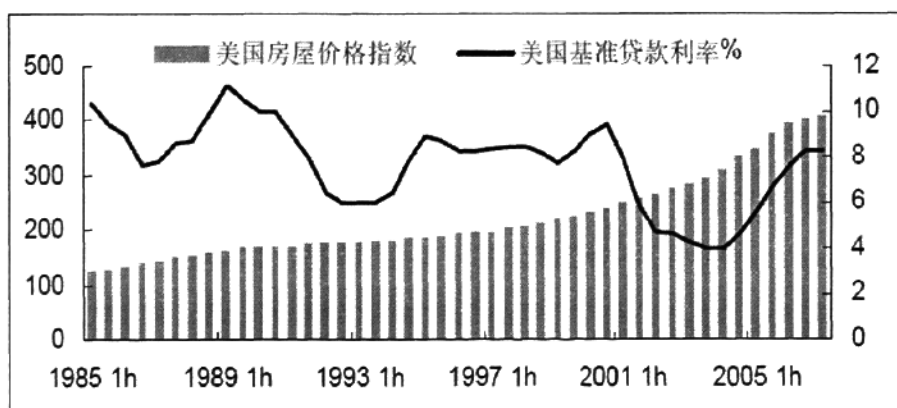


图 4.1 美国 1985 年至 2005 年的房屋价格走势图

从图示中看出，美国在 2005 年前的 20 年内房价持续上涨。加上之后的几年美国利率水平较低，美国的次级抵押贷款市场迅速发展。人们深信住房市场会持续繁荣，高涨的房价是按期归还贷款的可靠保障，信用程度较差和收入不高的借款人获得住房抵押贷款，而提供这些贷款的机构又由房利美和房迪美等公司将这些贷款打包证券化并经过一系列处理后获得了 AAA 的评级被出售给各养老基

<sup>6</sup> 数据来源：佐思网

金,对冲基金等金融机构,以获得流动资金用以继续提供其他贷款。在住房价格持续上涨预期和金融机构对住房抵押贷款的大力发展双重作用下,住房抵押贷款和伴生的衍生品规模不断扩大,到2006年底达到4890亿之巨。

一旦房地产市场低迷、房价下降、基准利率上升等因素出现,贷款者的还贷压力加大,而房屋的现期价格又不足以支付贷款时就会出现大量的理性违约,这些金融机构将面临巨大的压力。然而经过了抵押贷款证券化的放大作用后,这些压力就转移到整个经济体中。近来美联储连续17次提息,联邦基金利率从1%提升到5.25%。

表 4.1 美联储自 2001 年以来历次利息调整的情况<sup>7</sup>

单位: %

调整时间	调整后利率	调整幅度	调整时间	调整后利率	调整幅度
2001.01.03	6	-0.5	2004.06.30	1.25	+0.25
2001.01.31	5.5	-0.5	2004.08.10	1.5	+0.25
2001.03.20	5	-0.5	2004.09.21	1.75	+0.25
2001.04.18	4.5	-0.5	2004.11.10	2	+0.25
2001.05.15	4	-0.5	2004.12.14	2.25	+0.25
2001.06.27	3.75	-0.25	2005.02.02	2.5	+0.25
2001.08.21	3.5	-0.25	2005.03.22	2.75	+0.25
2001.09.17	3	-0.5	2005.05.03	3	+0.25
2001.10.02	2.5	-0.5	2005.06.30	3.25	+0.25
2001.11.06	2	-0.5	2005.08.09	3.5	+0.25
2001.12.11	1.75	-0.25	2005.09.20	3.75	+0.25
2002.11.06	1.25	-0.5	2005.11.01	4	+0.25
2003.06.25	1	-0.25	2005.12.13	4.25	+0.25
			2006.01.31	4.5	+0.25
			2006.03.28	4.75	+0.25
			2006.05.10	5	+0.25
			2006.06.29	5.25	+0.25

利率大幅攀升一方面直接造成购房者借贷成本大幅提高,另一方面又压抑了潜在购房者的需求,导致美国房地产市场的繁荣的逆转,2005年下半年以来,

<sup>7</sup> 数据来源: 彭博资讯

美国住房价格开始回落。在以上两因素的影响下，购房者预期贷款支付总额大于住房价值，住房抵押贷款违约率自然上升。

美国前期大力发展的住房抵押贷款证券市场，此时正如同他放大贷款规模一样，迅速放大着违约带来的消极影响。参与其中的商业银行、投资银行、保险公司、对冲基金公司等均收到不同程度的影响，发生巨额亏损甚至倒闭。

商业银行中先后有迈阿密山谷银行、密苏里道格拉斯银行、密苏里州的休姆银行、融国民协会银行、明尼苏达第一诚信银行、加州印地麦克银行、内华达州第一国民银行、加州第一传统银行、金佛罗里达第一优先银行、哥伦比亚银行信托公司、佐治亚 Inergrity 银行、诚信银行、银州银行、华盛顿互惠银行破产。美国的五大投资银行中贝尔斯登、美林证券先后被人收购，雷曼兄弟公司倒闭，仅剩摩根和高盛两家。美国政府接管房利美、房迪美和 AIG 集团，美国的金融机构受到前所未有的打击。

金融体系的一连串问题，造成美国市场流动性严重不足，股票价格疯狂下跌，养老基金等市值下降，居民的投资损失严重。此外，出于对失业及资产贬值等问题的担忧，居民开始减少消费，实体经济中的企业出现亏损，由于市场流动性的缺乏，企业一时又难以获得短期周转资金，开始出现亏损倒闭现象。至此，次贷风波影响到整个美国的实体经济。

在经济全球化的今天，次贷危机不仅仅是美国一个国家的危机，已经随着贸易金融等方面的交流传播到其他各国，开始成为全球范围内的经济金融大危机。

#### 4.1.2 次贷危机的过程

2007年2月13日，美国抵押贷款风险开始浮出水面，汇丰控股为在美次级房贷业务增18亿美元坏账拨备，美最大次级房贷公司 Countrywide Financial Corp 减少放贷，美国第二大次级抵押贷款机构 New Century Financial 发布盈利预警。

3月13日，New Century Financial 宣布濒临破产，美股大跌，道琼斯指数下跌2%、标准普尔指数下跌2.04%、纳斯达克指数下跌2.15%。

4月4日，裁减半数员工后，New Century Financial 申请破产保护，标志着美国次贷危机爆发。

7月，标准普尔降低次级抵押贷款债券评级，全球金融市场大震荡，贝尔斯登旗下对冲基金濒临瓦解。

8月，麦格理银行声明旗下两只高收益基金投资者面临25%的损失，贝尔斯登称美国信贷市场呈现20年来最差状态，美国第五大投行贝尔斯登总裁辞职，房地产投资信托公司 American Home Mortgage 申请破产保护，金属原油期货和现货黄金价格大幅跳水，美联储一天三次向银行注资380亿美元以稳定股市，沃尔玛和家得宝等数十家公司公布因次级债危机蒙受巨大损失，美股大跌至数月来的低点，美国欧洲和日本三大央行再度注入超过720亿美元救市；8月16日，全美最大商业抵押贷款公司股价暴跌，面临破产、亚太股市遭遇911以来最严重下跌；8月17日，美联储降低贴现利率50个基点至5.75%；8月22日，美联储再向金融系统注资37.5亿美元；8月23日，美联储再向金融系统注资70亿美元；8月28日，95亿美元；29日52.5亿美元；8月30日，100亿美元；8月31日，布什承诺政府将采取一揽子计划挽救次级房贷危机。

9月，国际清算银行与标准普尔公司对次级贷危机严重程度产生分歧；9月18日，美联储将联邦基金利率下调50个基点至4.75%；9月25日，国际货币基金组织 IMF 指出美国次贷风暴影响深远，但该机构同时认为各国政府不应过度监管。

10月，欧盟财长会议主要讨论美国经济减速和美元贬值问题；10月13日，美国财政部帮助各大金融机构成立一支价值1000亿美元的基金用以购买陷入困境的抵押证券；10月23日，美国破产协会公布9月申请破产的消费者人数同比增加了23%，接近6.9万人；10月24日，美林证券07年第三季度亏损79亿美元，此前的一天日本最大的券商野村证券也宣布当季亏损6.2亿美元；10月30日，欧洲资产规模最大的瑞士银行宣布，因次贷相关资产亏损，第三季度出现近5年首次季度亏损达到8.3亿瑞郎。

11月，美国银行、花旗银行和摩根士丹利三大行达成一致，同意拿出至少750亿美元帮助市场走出次贷危机；美国银行开始带领花旗银行、摩根大通为超级基金筹资800亿美元；11月28日，美国楼市指标全面恶化、10月成屋销售连续第八个月下滑，房屋库存增加1.9%，第三季标普/希勒全美房价指数季率下跌1.7%，为该指数21年历史上的最大单季跌幅。

12月, 巴菲特开始购入 21 亿美元得克萨斯公用事业公司 TXU 发行的垃圾债券; 12月6日, 美国抵押银行家协会公布, 第三季止赎率攀升 0.78%; 12月7日, 布什决定在未来五年冻结部分抵押贷款利率; 12月12日, 美国、加拿大、欧洲、英国和瑞士五大央行宣布联手救市; 12月14日, 为避免贱价甩卖, 花旗集团将 SIV 并入帐内资产; 12月17日, 欧洲央行保证以固定利率向欧元区金融机构提供资金; 12月18日, 美联储提交针对次贷风暴的一揽子改革措施、欧洲央行宣布额外向欧元区银行体系提供 5000 亿美元左右的两周贷款; 12月19日, 美联储定期招标工具向市场注入 28 天期 200 亿美元资金; 21日, 超级基金经理人 BlackRock 宣布不需要再成立超级基金; 12月24日, 美林宣布了三个出售协议, 以缓解资金困局; 12月28日, 高盛预测花旗、摩根大通和美林可能再冲减 340 亿美元次贷有价证券。美国的这次危机迅速蔓延到美国的整个金融系统, 进而影响整个美国乃至世界经济。

进入 2008 年, 次贷危机的影响愈演愈烈: 2008 年 1 月 4 日, 美国银行业协会数据显示, 消费者信贷违约现象加剧, 逾期还款率升至 2001 年以来最高; 1 月 16 日, 穆迪预测 SIV 债券持有者损失了 47% 资产, 布什政府有意放松对房迪美和房利美的监管; 美国去年 12 月新屋开工数量下降 14.2%, 为 16 年最低; 1 月 22 日, 美联储紧急降息 75 个基点; 1 月 30 日, 美联储降息 50 个基点。

2 月 1 日, 美国 1 月非农就业人数减少 1.8 万, 为超过 4 年来首次减少; 2 月 9 日, 七国集团财长和央行行长会议声明指出, 次贷危机影响加大; 2 月 12 日, 美国六大抵押贷款银行为防范止赎的发生, 宣布“救生索”计划, 巴菲特愿意为 800 亿美元美国市政债券提供再保险; 2 月 18 日, 英国决定将诺森洛克银行收归国有; 2 月 19 日, 美联储推出一项预防高风险抵押贷款新规定的提案, 也是次贷危机爆发以来所采取的最全面的补救措施; 2 月 21 日, 英国议会批准国有化诺森洛克银行; 2 月 28 日, 伯南克声称即使通胀加速也要降息

3 月 5 日, 美元兑欧元刷新历史新低; 3 月 7 日, 美联储宣布两项新的增加流动性措施, 一是定期招标工具, 二是决定开始一系列定期回购交易; 3 月 11 日, 美联储再次联合其它四大央行宣布继续为市场注入流动性, 缓解全球货币市场压力; 3 月 13 日, 美国财长保尔森和美联储主席伯南克等监管官员将提议对银行资本实行更严格的监管, 美国官方首次预测经济衰退; 3 月 14 日, 贝尔斯

登向摩根大通和纽约联储寻求紧急融资，市场对美国银行业健康程度的担忧加深；3月17日，美联储意外宣布调低窗口贴现率25个基点，到3.25%，摩根大通同意以2.4亿美元左右收购贝尔斯登；3月19日，美联储宣布降息75个基点，并暗示将继续降息；3月24日，美国联邦住房金融委员会允许美国联邦住房贷款银行系统增持超过1000亿美元房迪美和房利美发行的MBS；3月27日，欧洲货币市场流动性再度告急，英国央行和瑞士央行联袂注资，美联储透过定期证券借贷工具向一级交易商提供了750亿美元公债。

4月8日，IMF称全球次贷亏损一万亿美金；4月10日，高盛再次宣布裁员，瑞银集团预测华尔街企业可能不得不裁减最多达35%的员工，美国参议院通过价值超过41亿美元的一揽子房屋市场拯救计划；4月15日，花旗集团副总裁William Rhodes声称，美国经济正接近风暴中心，可能正处于衰退中，RealtyTrac Inc.报告美国3月房屋止赎率上升57%，美国3月新屋开工数量急剧下降11.9%，降至17年最低水平，美联储褐皮书指出各个地区的贷款标准；4月17日，美林公司第一季净亏损达19.6亿美元，亏损大于预期，且为连续第三季亏损，再裁员3000人，预期未来数月的形势将“更加艰难”；4月18日，花旗集团宣布，在冲减逾130亿美元损失后，一季度净亏损51.1亿美元，每股损失1.02美元；4月24日，3个月欧元Libor周四再次上升，创4个月新高，显示货币市场持续紧缩，美国3月份新屋销售进一步下滑，创1991年以来的最低水平，美国4月份消费者信心创1982年3月以来最低水平，美国人口普查局公布报告显示，2008年第一季度美国房屋空置年率刷新2.9%的历史高点；4月30日，美联储降息25个基点，美国一季度GDP增长0.6%，但瑞士信贷认为主要依靠库存增加取得。

5月2日，美国4月非农就业人数仅仅减少2万，失业率降至5.0%，结果好于预期，美联储将TAF规模从500亿美元扩大到750亿美元，同时扩大与欧洲央行和瑞士央行货币互换的额度，白宫表示，美国经济迄今为止并未出现衰退信号，英国Halifax 4月房价连续三个月下滑；5月6日，美联储提供了总额750亿美元的28天TAF，房利美宣布今年第一季度损失21.9亿美元，每股亏损2.57美元；5月8日，保尔森预计美国经济今年晚些时候将加速，退税支票能立刻助其走出困境，格林斯潘表示，信贷危机最糟糕的阶段已经过去，但是房价的下跌仍有很长的一段路要走，欧洲两大央行均宣布维持利率，以对抗通胀，美国请失



业金人数减少 1.8 万,至 36.5 万人,结果好于预期,美国 3 月批发库存月率意外下降 0.1%,美国众议院通过一项法案,建立规模为 3000 亿美元的抵押贷款保险基金,并向房屋所有者再提供数以十亿美元计的资助。

6 月 2 日,标准普尔表示,摩根士丹利、美林和雷曼兄弟可能需要减记更多资产;6 月 3 日,一些分析师预估雷曼兄弟可能将公布 1994 年以来首个亏损季报,该投行因此可能需要筹集 30-40 亿美元资金;6 月 9 日,巴克莱资本认为,失业率暴增将给抵押贷款损失带来显著风险,雷曼兄弟预期季度亏损 28 亿并宣布筹资 60 亿美元;6 月 13 日,哈佛大学经济学教授 Martin Feldstein 表示,房市已经成为美国经济的最大风险,房价还需要再下跌 15%;6 月 18 日,美国抵押贷款银行家协会表示,美国上周住房抵押贷款申请活动指数进一步下降,这也是在过去五周的时间内,该指数连续第四次下降;6 月 22 日,花旗集团计划裁减旗下投资银行部门约 6,500 名员工,许多高级管理人员将离职;6 月 26 日,花旗集团第二季进一步减记 90 亿美元资产并需额外筹资,并预计花旗第二季每股亏损 0.75 美元,此前预估为每股亏损 0.25 美元。

7 月 2 日,摩根士丹利预测,信贷危机的影响可能延续至 2009 年;7 月 8 日美国联邦住宅管理局表示,将放宽其抵押再贷款计划,帮助更多未能履行合约,及遇到失业等困难的贷款人,美国 5 月份 NAR 成屋签约销售指数月率下降 4.7%,降幅高于预期;7 月 13 日,美联储宣布对房利美和房地美两家机构提供直接贷款,美国财政部也表示可能会为其提供资金支持,希望以此重塑市场对这两个房贷巨头的信心;7 月 15 日,银行业股价综合指数大幅下跌,纽约股市三大股指与 2007 年 10 月份的高点相比,跌幅均已超过 20%;7 月下旬,花旗集团、美国银行及富国银行(Wells Fargo)第二季业绩优于预期,非金融类企业如麦当劳、Caterpillar 等公司第二季业绩旨优于预期。

8 月至 9 月,房利美,房迪美陷入财政危机,被美国政府接管。9 月 15 日,美国第四大投资银行雷曼兄弟公司陷入严重财务危机并宣布申请破产保护,更加严重的金融危机来临,欧洲央行当天宣布向商业银行系统共注资 300 亿欧元,期限为一天,平均利率为 4.39%,高于欧洲央行主导利率 4.25%的水平,这是欧洲央行自去年夏季全球金融市场出现危机以来首次采取这种干预方式;9 月 20 日,布什政府正式向美国国会提交拯救金融系统的法案,财政部将获得授权购买

最长达 7000 亿美元的不良房屋抵押贷款资产；9 月 22 日，德国财政部长施泰因布吕克在与西方七国集团财政部长和中央银行行长电话磋商后表示，西方七国集团其他成员国拒绝参与美国金融救援计划；9 月 25 日，全美最大的储蓄及贷款银行——华盛顿互惠公司(Washington Mutual Inc.)被美国联邦存款保险公司(FDIC)查封、接管，成为美国有史以来倒闭的最大规模银行；9 月 29 日，美国众议院否决七千亿美元的救市方案，美股急剧下挫，道指暴泻 777 点，是历来最大的点数跌幅，单日跌幅高达 7%，亦是 1987 年环球股灾以来最大的跌幅，市场信心薄弱，道指不断沉底，10000 点的关口岌岌可危。

10 月 2 日，美国参议院 74 票对 25 票通过了布什政府提出的 7000 亿美元新版救市方案，美参议院投票表决的救市方案总额从原来的 7000 亿美元提高到了 8500 亿美元，增加了延长减税计划和将银行存款保险上限由目前的 10 万美元提高到 25 万美元的条款，目的是安抚紧张的美国公众及支持经济增长；10 月 8 日，各大央行同时行动，对金融市场的动荡作出明确的回应，接连宣布降息，美联储降息 50 个基点至 1.5%，欧洲央行、英国央行、加拿大央行、瑞典央行和瑞士央行也纷纷降息 50 个基点，澳大利亚联邦储备银行(RBA)将银行基准利率下调 1%至 6.00%，以色列央行也宣布下调利率 50 个基点至 3.75%；10 月 9 日，步中国的后尘，韩国、日本、中国香港地区、中国台湾地区和印度尼西亚等有关当局，纷纷采取措施放松了货币政策，向银行注资。

金融行业的危机开始逐渐传播至实体经济，通用汽车公司和福特汽车公司 11 月 7 日公布的第三季度财务报告双双报出巨额亏损。面对信贷紧缩、经济疲软以及消费者信心下挫，美国三大汽车制造商现金流频频告急。

美国的次贷危机给世界经济带来巨大打击。受美国次贷危机影响，全球各大股市大幅下挫。2007 年 8 月 1 日恒生指数跌 3.15%，创 2007 第二大单日跌幅。8 月 3 日欧美股市全线大幅下挫，跌幅均超过 1%。8 月 6 日房地产信托公司(American Home Mortgage)申请破产保护。8 月次贷危机重燃，全球大部分股指下跌，欧洲三大股市下跌，美股暴跌，金属原油期货何现货黄金等价格大幅跳水，法国最大银行巴黎银行宣布卷入美国次级贷风暴。在法国巴黎银行宣布旗下三只基金的交易后，投资者对信贷市场的担忧加剧，导致欧洲和美国股市大幅下跌。2008 年次贷进一步影响欧洲经济，危机一方面使得欧洲银行造成数千亿美

元直接经济损失，使银行融资成本增加，从而迫使金融机构紧缩信贷，如控制本国的房地产贷款；另一方面，欧元升值和美国消费减少都对欧洲出口和整体经济造成较大不利影响，预计 2009 年欧洲经济将持续低迷。

美国次贷危机也给中国经济带来以下不利影响：

首先：中国的股市前期已经经历了很大幅度的下跌，次贷危机造成的美国、欧洲和周边股市的下跌带动了我国股市的进一步下跌。

第二：由于金融行业中的问题逐渐影响到实体经济，美国次贷危机将会透过降低美国国内消费需求，影响到中国对美国的出口大幅下降，出口不振将增加就业和产业结构调整的压力。除此之外，美国次贷危机迅速波及中国出口企业导致对美应收账款和坏账的成倍增长，2008 年上半年，中国信保全国范围内共接到出口信用险索赔案件报案 936 宗，金额 2.34 亿美元，同比增加 108%。其中，美国报损案件 202 宗，同比增长 31.2%，报损金额 1.05 亿美元，同比增长 235.6%，占报损总金额的 44.8%。

从美国次贷危机对美国本国和世界经济的严重打击中可以看出，银行系统中存在的信用风险不仅会影响本银行的经济收益和生存，还会对其整个经济体的安全造成严重的影响。

## 4.2 次贷危机对中国的启示

### 4.2.1 我国和美国次贷危机发生前状况的相似点

在经历了美国次贷危机的冲击后，中国的银行业在发展个人住房消费信贷的时候怎样注意违约风险问题就成了整个国家需要考虑的重要问题。而中国个人住房消费贷款的发展状况也类似美国次贷危机前的状况。

首先：从我国个人住房信用贷款的发展状况来看，住房消费贷款的迅速发展类似美国次贷危机前的状况。美国次贷危机发生的一个重要因素是前期过度发展的住房消费贷款规模，尤其是次级抵押贷款的规模。

自 1998 年以来，商业银行调整了其信贷资产结构由于住房抵押贷款的相对低风险特性，商业银行在信贷资产结构调整大量增加了住房消费贷款的发放量。大量的住房消费贷款正是造成我国近年来房地产价格快速上涨的重要原因之一，

因为信贷的增长增加了房地产市场现实的有效需求。

其次：从房价的走势来看，我国房价走势类似美国次贷危机前的状况。1975至1995年间，美国的房价相当稳定，平均每年上涨0.5%；自1995年至2005年间美国房价一直处在攀升阶段增长率都在6%以上，10年内上涨了40%；2006年，美国房地产进入市场修正期，至8月房地产开工指数同比下降40%；2007年，住宅房地产销售量和销售价格继续下降，二手房交易的下跌程度为1989年以来之最，二季度整体房价甚至创下20年来的最大跌幅。

在我国，在经济水平提高，利率降低，农村城市化进程和投机等因素的影响，自2002年以来，我国的房价呈逐年上升的趋势。2004年，全国大中城市房屋销售价格同比涨幅在10%左右；2005年则在9%左右；但从2006年维持在5%左右；2007年涨幅为7.6%。图五是2004年1月至2008年1月的全国70个大中城市房屋销售价格的汇总（以2003年价格为100）<sup>8</sup>

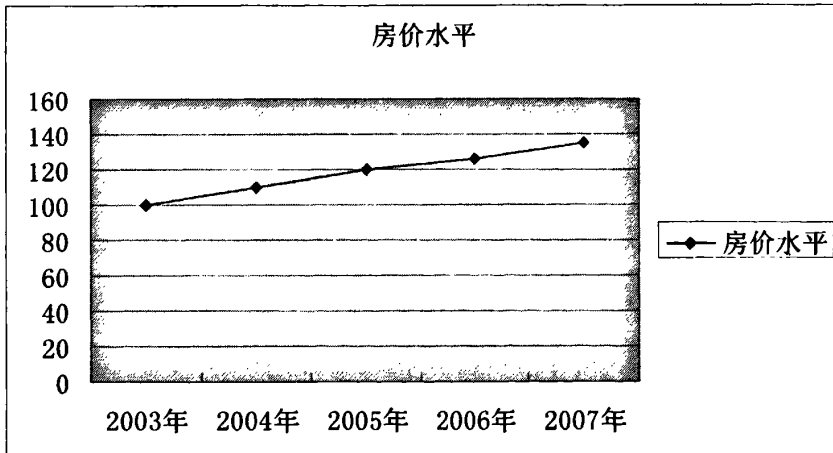


图 4.2 全国 70 个大中城市房屋销售价格水平

我国房地产价格从2002年以来呈现逐年上涨趋势。从图中看出，从2003年开始全国大中城市房屋销售价格同比涨幅在10%左右。此后的几年里这种涨势一直延续，每年的涨幅均超过5%。在某些大中城市，如北京、上海、杭州等地，房价上涨幅度更大。上海市的平均房价在2004年上涨了23.75%。在个别地段房

<sup>8</sup> 数据来源：国家统计局

价上涨超过了 50%。

在 2008 年的房屋价格争论中可以看出房地产前期的疯狂涨势已经不再持续。据国家发展和改革委员会、国家统计局 7 月 16 日发布的调查结果显示，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 8.2%。从数据可以看出，08 年 6 月房价涨幅跌势明显比 5 月加大，且是房价涨幅连续第五个月出现回落。其中，北京、上海、广州、深圳四大一线城市中，深圳房价还在跌；北京房价上涨基本停滞，成交量达到去年同期水平；上海房价较为坚挺，但成交量大幅下滑；广州成交量也不容乐观。在持续了几年的涨势后房地产在紧缩的政策下面临压力。

中国的房地产市场和美国的房地产市场的走势极为相似，不得不让国人为中国是否会发生美国次贷危机类似的房地产信贷市场甚至是整个经济体的危机感到担忧。

此外：从我国的宏观经济政策方面来看，类似美国次贷危机前的政策轨迹。从前一节谈到美国次贷危机发生的原因中可以看出，美国是在经历了一个宏观经济政策的由松到紧的过程中发生了次贷危机。

下面我国的宏观经济政策状况，表 4.2 是我国自 1993 年至 2007 年中国人民银行每次的利率调整状况表：

表 4.2 中国人民银行每次的利率调整状况<sup>9</sup>

单位：%

调整时间	活期	定期					
		3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
1993.07.11	3.15	6.66	9	10.98	11.7	12.24	13.86
1996.05.01	2.97	4.86	7.2	9.18	9.9	10.8	12.06
1996.08.23	1.98	3.33	5.4	7.47	7.92	8.28	9
1997.10.23	1.71	2.88	4.14	5.67	5.94	6.21	6.66
1998.03.25	1.71	2.88	4.14	5.22	5.58	6.21	6.66
1998.07.01	1.44	2.79	3.96	4.77	4.86	4.95	5.22
1998.12.07	1.44	2.79	3.33	3.78	3.96	4.14	4.5
1999.06.10	0.99	1.98	2.16	2.25	2.43	2.7	2.88
2002.02.21	0.72	1.71	1.89	1.98	2.25	2.52	2.79
2004.10.29	0.72	1.71	2.07	2.25	2.7	3.24	3.6
2006.08.19	0.72	1.8	2.25	2.52	3.06	3.69	4.14
2007.03.18	0.72	1.98	2.43	2.79	3.33	3.96	4.41
2007.05.19	0.72	2.07	2.61	3.06	3.69	4.41	4.95
2007.07.21	0.81	2.34	2.88	3.33	3.96	4.68	5.22
2007.08.22	0.81	2.61	3.15	3.6	4.23	4.95	5.49
2007.09.15	0.81	2.88	3.42	3.87	4.5	5.22	5.76
2007.12.21	0.72	3.33	3.78	4.14	4.68	5.4	5.85

从上表看出，1997年亚洲金融危机之后，为应对当时的严峻经济形势，我国开始实行稳健的货币政策。那时面临通缩压力，稳健的货币政策取向是增加货币供应量。直至2002年2月中国人民银行连续下调存款利率，一年期存款由1993年的10.98%下降到2002年的1.98%。

在经历了几年的调整之后，我国国民经济平稳快速发展。工业生产增长加快，消费需求较旺，居民收入、企业利润与财政收入均有较大幅度增长。截至2007年上半年，实现国内生产总值（GDP）10.7万亿元，同比增长11.5%，增速比上年同期提高0.5个百分点；但是出现了贸易顺差过大、投资增长过快等矛盾，价格总水平上涨较快。此外中国的A股市场出现了过度繁荣的局面。

针对银行体系流动性持续偏多、货币信贷扩张压力较大的问题，中国人民银

<sup>9</sup> 数据来源：中国人民银行统计数据

行按照党中央、国务院统一部署，及时采取了一系列措施加强金融宏观调控，维护总量平衡。从2006年8月19日开始，直至2007年12月21日，中国人民银行在一年半的时间里连续采取了七次加息政策，一年期贷款基准利率上调0.18个百分点，由现行的7.29%提高到7.47%；其他各档次存贷款基准利率也相应调整。同时在2007年一年内十次上调存款准备金2007年12月25日起执行14.5%存款准备金率。

中国也和美国一样经历了宏观经济政策由松到紧的过程。通过前面的实证分析可以知道宏观经济的松紧程度是影响房贷市场发展的重要因素。那么相似的原因就有可能带来相似的结果。从前述第三章的分析中得到结论，宏观经济政策是影响住房抵押贷款的最重要的因素，因此我国前期类似美国的宏观经济政策走势很有可能让中国走向贷款规模迅速扩大，而后房地产市场出现泡沫，信用风险大面积出现，危机经济安全的情况。

不容忽视的事实是，随着中国房地产价格出人意料地上涨，中国住房抵押贷款的风险已经越来越大了；随着央行多次提高存贷款的利率，借款人的偿付压力增大了，他们也越来越难以预测未来偿付现金支出的变化。个人住房消费贷款市场随时可能出现风险。这也同美国发生次贷危机前的情况相似。

高盛的研究报告认为，内地房地产行业成交量的持续下滑、购房者信心的疲弱、库存的增加和毛利率的下滑将导致一些开发商遭遇现金流困境。而中国银行业的房地产不良贷款风险将在2008年第四季度和2009年上半年初露端倪。

中国银行高档分析师温彬也警告，如果房地产价格下跌幅度超过贷款抵押比例，必将会使开发贷款和住房抵押贷款的违约率上扬。而当前出现的房地产商楼盘滞销、资金回笼困难等问题，令房地产开发贷款风险同样暴露出来。内地国银行业房地产贷款集中度逐步提高，银行商业性房地产贷款余额占人民币贷款的比重一般在20%左右，部分银行高达30%以上。资料显示，日本1992年地产泡沫破灭前夕不动产抵押占贷款总额35.5%，1990年美国经济危机时期不动产贷款余额占比为41.5%，1996年印尼地产危机时房地产贷款占贷款总额的20%，1998年新加坡地产危机时这一比例为30%-40%。“相比这一水平，部分商业银行的房地产贷款比例已经值得警惕。

#### 4.2.2 我国当前应注意的问题

由于中国的房地产业对中国经济增长的贡献占有相当的比重，因此，一旦房地产抵押贷款风险暴露，这又会对房地产市场、乃至整个宏观经济造成严重的冲击。

我国的房地产市场在前期价格的飞速上涨后已经在一些城市出现了下降的趋势。以深圳为例，根据来自深圳国土房管局的统计显示，2008年前5个月深圳房价分别为15080元/平方米、16314元/平方米、13618元/平方米、11962元/平方米和11014元/平方米。与2007年10月17350元/平方米的历史高位相比，到今年5月，深圳房价已经下跌了36.5%。按照负资产的概念，只要房价下跌超过30%，首付在三成的购房者，不仅首付化为乌有，手中的房产按照市场现价也无法抵偿银行贷款，就已经是名副其实的负资产，这时个人住房消费贷款的违约现象就会出现，这种现象，在2008年初时的深圳已初见端倪。根据人民银行深圳中心支行发布的消息，今年深圳房贷业务不良率略有上升。到3月末，深圳全市个人住房不良贷款余额为13.36亿元，比去年末增加了0.81亿元。房贷不良率为0.58%，比去年末上升了0.04个百分点。不过，相比较深圳而言，其他的大中城市如上海，杭州等城市未出现过于明显的房价下跌和贷款者断供的现象。

尽管大规模的负资产和住房消费贷款的大面积违约并未出现，但这并不意味着可以商业银行的个人住房消费贷款就没有风险。深圳大学国际金融研究所所长国世平说：“深圳的银行在住房贷款方面呆账坏账情况不算太坏，这主要是与美国次贷相比，中国的住房贷款主要是给优质客户的，也就是说，国内购房者的经济条件和还款能力都比次贷客户高，所以还没有出现大问题。但这不等于银行违规放贷没有风险，如果房价继续下调，今年下半年或明年将迎来客户违约的高峰。”

如果由于房价的下调造成了个人住房消费信贷的大面积违约，将会给银行带来巨大的风险。虽然我国没有造成美国次级抵押贷款危机的条件—发达的金融衍生品市场，但是大面积违约的出现还是会给银行业带来严重的打击，如果国家采用给商业银行发放贷款的方式帮助银行摆脱困境，那么势必会加重经济体中通货膨胀的压力。



### 4.2.3 次贷危机对中国当前的启示

美国政府在对待金融监管上基本是本着任其自然的自由主义态度,对于房地产价格的虚高,贷款者信用程度的漠视和金融衍生产品的过度发展均采取放任自流的态度,最后造成了难以估量的损失。次贷危机表面上是美国房价走低、利率走高所致,根本原因是资金供应方降低信贷门槛、忽视风险管理,需求方过度借贷、反复抵押融资。尽管这种风险基本上通过证券化的方式已经分散了,但是这些风险并没有消失,一旦条件具备,风险就会暴露出来,而且风险通过证券化的渠道影响更为广泛。

次贷危机的愈演愈烈将金融业的风险防范和监管问题提上了各国的议事日程。美国次贷危机无疑也为中国金融风险的防范与监管提供了反面的经验教训,尤其是引起人们对中国住房按揭贷款市场潜在风险的高度关注。中国会不会重蹈美国次贷危机之覆辙?他山之石,可以攻玉。美国次贷危机对完善我国金融风险的防范与监管具有以下一些重要启示:

#### 1、加强对金融机构的监管力度

为了防止企业、个人利用职务之便违规操作,进行欺诈性行为,我国应进一步加强对金融机构的监管力度,有效防范利益驱动下的金融机构影响整体经济稳定发展的环境。第一,有效加强金融机构应对全球化一体化策略的监管力度。全球的金融体系在某种程度上处于高度联动状态,即蝴蝶效应,由于现今经济金融都在逐步走上全球化一体化道路,蝴蝶效应的范围也在逐步扩大,这种趋势是不可避免的。就好比我国虽然离美国很远,但在美国次贷危机影响其股市的情况下,我国股市也受到一定波及,人们对全球经济的担忧使得投资者对我国经济的预期也不甚理想。第二,有效地对从业人员进行监督管理。在对金融机构成员的自律要求不断提高的今天,如何防止其滥用职权进行暗箱操作成为监管的又一重点。第三,有效合理地运用高科技手段是对监管部门的一大挑战,监管领域也扩大到了科技层面。第四,与金融机构协作,深入掌握金融产品的风险传导机制,能够在力所能及的范围内有效地控制风险,让广大的投资者了解产品的详细信息。第五,监管机构要有敏锐的市场洞察力,在一定程度上提供预警,及早发现问题。

#### 2、关注国际市场,加强跨境监管与协调

美国此次危机造成全球股市恐慌性下跌,尚未完全开放的中国股市也不例外。因此,我们应密切关注美国等大国的经济波动,及时采取措施抑制危机对我国的影响。同时在开放环境下,中国会越来越多地参与到国际资本市场中去,这就要求政府及监管部门加强跨境监管和协调,防范风险。

### 3、努力建立个人财产申报制度和个人基本账户制度

我国尚未建立起个人财产申报制度,个人及家庭的收入状况很不透明,个人住房贷款的发放依据仅为个人的工资证明,这为伪造证明骗取贷款提供了可乘之机。为配合个人信用体系建设,减小个人住房贷款的信用风险,应该尽快建立个人财产申报制度和个人基本账户制度。

个人财产申报制度是指公民必须定期地向有关部门申报自己的真实收入,否则给以一定的处罚。个人基本账户是居民个人在银行开立的以储蓄实名制为基础的综合性信用账户。只有明确的了解到居民的实际收入状况,才能合理的估计所发贷款的风险状况,才能保证个人住房消费贷款本息的收回。

应充分利用商业银行先进的综合网络等信息传导手段,将个人的一切资金往来置于这一基本账户之下,统一管理个人的资产、负债等业务,提供其所需的一切金融服务。在具体操作上,以个人基本账户为核算基点,分类连续记录个人客户的金融业务活动。银行通过建立个人基本账户系统,最终实现为客户服务的多项功能,也为推行个人信用制度奠定基础。现实中,应在已部分实行的个人工资账号的基础上将个人的现金收入来源逐步归结到个人银行账户系统中,通过严格的财务制度,把现金支取改为以个人银行账户为基础、统一由指定银行支取的方式。

### 4、完善个人住房贷款保险机制

在住房抵押贷款中由于不可抗力风险的存在,应该有保险的参与来防止各种灾害造成的个人和财产损失,而且由保险费所形成的保险基金金额大,来源稳,使用周期长,有能力部分承担抵押贷款中的风险损失。为此我国应建立较为完善的住房抵押贷款保险机制,按贷款的风险程度决定是否使用商业保险,当贷款比例高、风险大时,贷款必须由保险公司承保,在未达到这一比例时,可鼓励客户选择由保险公司承保。同时应建立完备的风险储备基金,完善的资本和再保险制度,实施长期风险防范战略。保险公司要适应个人住房贷款市场的需求,积极创

新保险产品。随着市场经济体制的不断完善，利率市场化的逐步形成，保险市场的竞争日益加剧，为满足住房贷款市场不同需求，可以借鉴国外住房贷款发展的经验，逐步开发出抵押住房产权保险、住房贷款团体保险，根据借款人的信用状况自由选择保额、保险期限和保费支付方式的住房贷款保险等，甚至可以借鉴荷兰的经验，保险公司和银行合作开发住房贷款定期人寿还本保险。应形成能提供多样化保险产品、活跃的住房贷款保险市场，从而为广大居民购房提供多样化优质服务。对于不能享受政策性保险的中等偏上和高收入群体，可通过购买保险公司的保险，从而获得银行的住房抵押贷款。在大力创新产品、开拓市场的同时，要严格保险标准，降低信用风险。开展个人住房贷款业务的保险公司接受贷款保险业务时，首先要审查抵押人的合法性，即审查抵押人是否为

将依法取得的财产提供给抵押权人，作为本人或第三人履行债务担保的公民。一般来说，承租人不可充当抵押人。其次审查抵押房屋的合法有效性，以《城市房地产抵押管理办法》为参照标准。最后审查抵押合同的真实性、完备性、合法性，将可能引发信用风险的逆向选择和道德风险因素降至最低。同时还要根据借款者所从事的职业以进一步检查借款人目前和将来的偿付能力，注意区别政府机关，企事业等单位的优质客户和一般信用客户，并在费用上加以体现。

#### 5、加快与个人住房贷款相关的法律法规建设

虽然我国年出台了《个人住房担保贷款管理试行办法》，对当前个人住房抵押贷款的对象、条件、程序、期限、利率、担保、房屋保险、贷款合同的变更和终止、抵押物和质押物的处理等，均作了统一的规定，但其具体的实施细则不明确，妨碍了它的可操作性。应尽快出台《住宅法》、《住宅抵押贷款法》、《住宅金融法》、《住宅保险法》等，并继续完善商业银行个人住房贷款信用风险管理外部环境建设应的住房贷款具体实施细则。比如可建立专门处置银行抵押资产的小额债权速审法庭，减少繁杂的手续和环节，增加其公平度和透明度，杜绝法院暗箱操作，使其能充分、公正地考虑借贷双方的利益，维护双方的合法权利，彻底解决法律诉讼时间长、费用高，执行难的问题。这样可以让违约者得到应有的惩罚，道德风险得到有效遏制。另外，要通过司法解释回避“回购”的法律风险。鉴于个人住房消费贷款业务具有不同于公司贷款业务的特殊性，“回购”问题是个人住房消费贷款业务中实难回避的问题。银行为回避抵押物的“执行”难的问题，

不得要求开发商“回购”，从而转嫁抵押物的执行和变现风险。法院应从既无损于现行相关法规的完整性、严肃性，又兼顾贷款人、借款人、开发商利益的全局出发，对“回购”问题做出司法解释，以便在今后的司法实践中加以遵循。通过健全和完善个人住房贷款各个环节的法律法规，使我国个人住房贷款市场的发展真正建立在法制化的轨道上来。

#### 6、科学的发展我国的住房抵押贷款证券化市场

美国的次贷危机的导火索是紧缩的经济政策造成了贷款利率提高和房价的下降，原有的贷款人面临着即将归还的债务超过房屋出售价格的困境，结果造成大量的住房抵押贷款的违约。但是归根结底的原因是美国的贷款金融机构一味看多市场，而忽视了市场本身存在的风险，发放大量的次级贷款，并且将这些资质较差的贷款打包出售给各个投资机构。正是由于贷款机构不负责任的行为造成了最后金融机构的倒闭，银行惜贷，市场流动性匮乏，并最终导致次贷危机的发生。

资产证券化的核心理论是基础资产的现金流分析原理，即有稳定可预计的现金流是资产证券化的先决条件，证券化的实质是基础资产带来的现金。因此资产证券化的表面是资产支持，但实际上资产所带来的现金流才是真正的可考量因素。2005年以来，我国在资产证券化领域进行了一系列的实践，其中最为引人关注的是由中央银行和银监会主导的两项最早的银行信贷资产证券化项目：2005年12月15日，国家开发银行发行“开元”信贷资产支持证券(ABS)，同时中国建设银行发行“建元 2005-1”个人住房抵押贷款支持证券(MBS)。这两个项目的顺利实施对化解商业银行不良资产的途径探索以及丰富资本市场特别是固定收益证券市场有着重要的意义。

但是在接受了美国次贷危机的教训后，在发展我国资产证券化市场时我们更要科学研究证券化可能给我国带来的效用和风险。在选择证券化资产是要十分慎重，资质达不到标准的资产尽量不列入证券化资产的范围。此外需要更严格的监管及更有效的信息披露制度。美国次级贷危机前期，美国的经济特别是房地产市场已处于从高峰下滑的弱势阶段经过某些金融机构的刻意包装以及得到评级机构失去公正性的评级结论后得以大量出售。中国的信息披露制度尚不完善，投资者可得到的信息更是少之又少，因此在发展我国资产证券化市场的时候，要同时建立合理的信息披露制度和程序。

## 第五章 结论

我国个人住房消费贷款在所有的个人消费贷款种类中占有的比重最大,对我国的经济发展有着重要的作用。因此本文首先介绍了我国个人住房消费贷款的基本情况,接下来以我国宏观因素对个人住房消费贷款的影响为研究对象,收集数据并引入计量经济分析模型 VAR 及 VECM 模型进行了实证分析。

根据实证分析的结果,可以得出以下结论:

1、房地产业尤其是住宅投资在社会生活中的作用越来越重要。因此房地产业尤其是住宅开发投资的变化就会影响到整个经济的发展。

2、个人住房消费贷款发展迅速,占据了消费信贷最主要的部分,对住房建设投资及银行业务的发展都有着极大的促进作用。

3、居民收入和国内生产总值的多少并不是造成个人住房消费贷款发生变化的最主要的因素,宏观经济因素变化不能显著影响个人住房消费贷款的水平。

4、代表宏观经济政策的贷款利率和货币供给量对个人住房消费贷款有着显著的影响,宏观经济政策是影响个人住房消费贷款的最主要因素。因此,政策手段是调节个人住房消费贷款的首选方式。

5、我国应当开始注意个人住房消费贷款的违约问题。中国个人住房消费贷款的发展和外部环境状况都类似美国次贷危机前的情况,虽然中国没有美国一样发达的住房抵押贷款证券化的市场,但是大面积的违约还是会给银行业带来巨大的风险,给经济的稳定带来负面影响。如果采取向银行系统注入资金的办法缓解银行的压力又有可能给市场带来通货膨胀的压力。因此,我国需要加强住房贷款风险的监督和管理,以保证市场的稳定。

本文将数据的定量分析引入对个人住房消费贷款影响因素的分析,对于个人住房消费贷款影响因素的分析,较之以往的定性分析具有直观性和解释性。但是由于我国的统计数据体系的发展时间较短,统计数据的样本较少,统计的可靠性也有待改进,鉴于上述原因本文只是粗浅做了一些分析,更深入的探讨还有待今后数据的丰富。另外,变量的选取有一定的主观性。因此,对于个人住房消费贷款的研究还有很多地方有待完善,作者将会在以后的时间加以进一步的研究。

## 参考文献

- 【1】. YOKO MORIIZUMI. Current Wealth, Housing Purchase, and Private Housing Loan Demand in Japan[J]. Journal of Real Estate Finance and Economics
- 【2】. J. K. Brueckner. The demand for mortgage debt: Some basic results[J]. Journal of Housing Economics, 1994,(3).
- 【3】. Y. M. Ioannides, Housing, other real estate, and wealth portfolios[J]. Regional Science and Urban Economics, 1989,(19).
- 【4】. P. Linneman , S. Wachter. The impact of borrowing constraints on homeownership[J]. American Real Estate and Urban Economics Association Journal 1989,(17).
- 【5】. S. S. Rosenthal, J. V. Duca, S. A. Gabriel. Credit rationing and the demand for owner-occupied housing[J]. Journal of Urban Economics, 1991,(30).
- 【6】. J. R. Follain , R. M. Dunsky. The Demand for Home Mortgage Debt and the Income Tax, Center for Policy Research, Metropolitan Studies Program Series Occasional Paper No. 179, Maxwell School of Citizenship and Public Affairs, Syracuse University, 1996.
- 【7】. P.H. Hendershott, Y. Won. Introducing risky housing and endogenous tenure choice into a portfolio-based general equilibrium model[J]. Journal of Public Economics, 1992,(48).
- 【8】. P. H. Hendershott , R. C. Lemmon. The financial behavior of households: Some empirical estimates[J]. Journal of Finance, 1975,(30).
- 【9】. D. M. Jaffee , K. T. Rosen. Mortgage credit availability and residential construction[J]. Brookings Papers Economics Activity, 1979,(2).
- 【10】. Johansen, Soren and Katarina Juselius Maximum Likelihood Estimation and Inferences on Cointegration-with applications to the demand for money[J]. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 1990,(52).
- 【11】. Robert Van Order. Comment: Some Notes of the Effects of Fannie Mae and Freddie Mac on Mortgage Markets[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2001,(11).
- 【12】. Keith D. Harvey, M. Cary Collins, Peter Nigro , Breck Robinson. Disparities in

- Mortgage Lending, Bank Performance, Economic Influence, and Regulatory Oversight[J].The Journal of Real Estate Finance and Economics,2001,(11)
- 【13】. Joseph Nichols, Anthony Pennington-Cross, Anthony Yezer Joseph. Borrower Self-Selection, Underwriting Costs, and Subprime Mortgage Credit Supply [J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2005,(3).
- 【14】. Michael E. Staten, Anthony Yezer. Introduction to the Special Issues on the Subprime Mortgage Market, Part II. Theoretical and Empirical Studies of Subprime Lending [J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2005, (3).
- 【15】. Peter Chinloy, Nancy Macdonald. Subprime Lenders and Mortgage Market Completion [J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2005,(3).
- 【16】. David Feldman, Shulamith Gross. Mortgage Default: Classification Trees Analysis [J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2005, (6).
- 【17】. 王世豪.房地产信贷战略与实务[M].中国金融出版社, 2006: 162—196.
- 【18】. 寇慧丽.房地产金融[M].人民交通出版社, 2007: 67—90.
- 【19】. 熊燕.个人住房消费信贷发展的现状与前景[J].中国房地产金融, 1999,(10).
- 【20】. 杨红梅, 我国住房消费信贷市场分析及应对策略.吉林大学研究生学位论文, 2004
- 【21】. 孙琪, 我国住房消费信贷市场分析及应对策略.吉林大学研究生学位论文, 2006
- 【22】. 陈敏, 刘小辉.实证分析消费信贷的宏观经济意义[J].商业研究, 2003, (5).
- 【23】. 何红连, 个人住房抵押贷款发展及影响因素分析.武汉大学研究生学位论文, 2007.
- 【24】. 葛瑛, 童士清.个人住房贷款增长与商品住房交易量的关系[J].上海金融, 2006, (9).
- 【25】. 廖湘岳, 戴红菊.商业银行贷款与房地产价格的关系研究[J].上海经济研究, 2007, (11).
- 【26】. 张文强.美国次债危机及其对我国房地产金融业的启示[J].房地产金融, 2008, (6).
- 【27】. 刘菊芳.关于我国发展个人住房贷款的思考[J].中国农业银行武汉管理干部学院学报, 1999, (3).
- 【28】. 高铁梅, 计量经济分析方法与建模—Eviews 应用及实例[M].清华大学出版社, 2006:249-297.

- 【29】. 张晓峒, *Eviews 使用指南与案例*[M].机械工业出版社, 2007: 114—123.
- 【30】. 党玺, 美国次债危机对中国金融市场的警示[J]. *经济导刊*,2008, (6) .
- 【31】. 奚正刚, *金融创新与房地产*[M].复旦大学出版社, 2006: 19—38.
- 【32】. 王琳.由美国次债危机引发的对中国资产证券化发展的思考[J]. *金融经济*,2008,(10).
- 【33】. *中国房地产发展报告*[M].社会科学文献出版社, 2006: 1—18.
- 【34】. 张鸿, 殷红.*房地产金融学*[M].清华大学出版社, 2007: 399—409.
- 【35】. 江帆.商业银行房贷风险与防范[J]. *湖南涉外经济学院学报*,2007, (2) .
- 【36】. 徐滇庆.*房价与泡沫经济*[M].机械工业出版社, 2006: 269—276.
- 【37】. 王亦平.美国“次债”危机对完善我国信贷资产证券化制度的启示[J]. *法学论坛*,2008, (3) .
- 【38】. 牛凤瑞.*中国房地产发展报告*[M].社会科学文献出版社, 2006: 1—18.
- 【39】. 曹小武.美国次债危机对我国资产证券化创新的启示与对策研究[J].*经济学研究*,2008, (5) .
- 【40】. 谭建梅.*我国消费信贷发展研究*.四川大学研究生学位论文, 2006.
- 【41】. 陶静.析消费信贷之个人住房贷款[J].*重庆行政*,2007, (6) .
- 【42】. 范红雷.美国次债危机对我国个人住房信贷的警示[J].*财经科学*,2008, (4) .
- 【43】. 潘丽娟.我国消费信贷现状分析[J]. *合作经济与科技*,2008, (2) .
- 【44】. 汪坤良,陈头喜.我国个人消费信贷风险的现状分析及防范[J]. *企业经济*,2007, (11).
- 【45】. 吴波伟.对个人消费信贷的研究[J].*现代商业银行导刊*, 2002, (4) .
- 【46】. 马健.*住房金融风险防范机制研究*[J].*上海城市金融*, 1998, (3) .
- 【47】. 张春霞.商业银行金融产品营销策略的探讨[J].*商业研究*, 2005, (4) .
- 【48】. 张菁.*房地产金融体系的国际比较与借鉴*.上海交通大学硕士学位论文, 2005.
- 【49】. 沈游.个人住房消费贷款的特征与住房抵押贷款发展[J].*山东经济*, 2002 (9) .
- 【50】. 杨杰.*房地产金融业务现状及发展对策研究*.华中科技大学硕士学位论文, 2003
- 【51】. 尚耀华, 万威武.*住房抵押贷款: 收益背后的风险*[J].*经济导刊*, 2007 (3) .
- 【52】. 陈为涛, 杨晓庄.加息对我国住房抵押贷款影响的实证研究[J].*商业研究*, 2005 (11) .
- 【53】. 耿群.*次优贷款风波*[J].*新财富*,2007 (8) .



## 作者在攻读硕士学位期间公开发表的论文

- 【1】张露, 余飞飞. 上海世博会资产证券化融资可行性探索[J]. 《特区经济》, 2007, (8)
- 【2】余飞飞, 张露. 中小民营企业绩效考核方法[J]. 《经营与管理》2007, (6)
- 【3】余飞飞, 张露. 安徽省农产品物流的 SWOT 分析[J]. 《中国市场》2007, (23)
- 【4】张露, 余飞飞. 我国中小企业人力资源管理的现状及对策研究 [J]. 《现代商业》2007 (23)

## 致 谢

本文是在导师杨奇志副教授的悉心指导下完成的。在研究生期间承蒙杨老师在学习和生活上的精心指导和亲切关怀，使我在学习和生活中受益匪浅，少走了很多弯路。杨老师平时有大量的教学任务，空闲时仍抽出时间给予我学术上的指导和帮助，特别是在关系我前途的大事上面给我提供了很多无私的建议和帮助。杨老师对学生认真负责的态度、严谨的科学研究方法、敏锐的学术洞察力、勤勉的工作作风、勇于创新的精神以及视学生如自己儿女般的胸怀是我永远学习的榜样。在此，谨向杨老师致以深深的敬意和由衷的感谢，这三年，您辛苦了！在此，还要感谢我的父母，他们在生活上给予我无私的支持和鼓励，是他们给予我努力学习、奋发向上的信心和力量，使我能够在学习和生活的道路上不断充实自己、完善自己。

最后，感谢所有关心我、支持我和帮助过我同学、朋友和亲人，在我最困难的时候，你们给予我的无私的帮助，是我一生中最大的收获。