

中国房地产长效调控范式选择： 房产税政策还是宏观审慎政策^{*}

杨源源 贾鹏飞 高洁超

内容提要：党的十九大报告明确指出，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。提高防范化解重大风险的能力是推动经济高质量发展的必然要求。本文构建多部门动态随机一般均衡(DSGE)模型，据以系统分析宏观审慎政策和房产税政策两类长效调控政策防范化解房地产风险、促进房地产市场健康发展的能力。研究表明，宏观审慎政策和房产税政策均能有效遏制房价上涨，但房产税政策对房价上涨的抑制能力明显占优；房产税政策无论是对刚性或改善型购房需求还是投资投机型购房需求均表现为挤出效应，宏观审慎政策则既可有效促进刚性或改善型购房需求亦可有效抑制投资投机型购房需求。鉴于房产税政策更能有效抑制房价非理性攀升而宏观审慎政策更符合“房住不炒”的政策内涵，本文认为政府应根据市场发展特征灵活相机遴选合意的房地产长效调控范式：即在房价攀升过于严重时，应采取以房产税政策为主的房地产调控范式；在房价呈温和上涨态势时，则应采取以宏观审慎政策为主的房地产调控范式。

关键词：房地产风险 宏观审慎政策 房产税政策 DSGE 模型

作者简介：杨源源，南京审计大学金融学院讲师、博士，211815；

贾鹏飞（通讯作者），南京大学经济学院助理教授、博士，210093；

高洁超，上海对外经贸大学国际经贸学院讲师、博士，201620。

中图分类号：F812；F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2021)08-0053-14

一、引言

中国经济在过去很长一段时期较为依赖房地产拉动增长，并多次在应对经济下行时取得显著成效。但多轮房地产政策刺激结束之后，经济增长乏力的局面再次显现。现实经济表明，过度依靠房地产“稳增长”会弱化经济增长的动力源泉，不利于长期经济增长。而伴随中美贸易摩擦加剧，社会各界对中国经济高速增长展开审视和反思，发现高房价引致的房地产投资高回报率在很

^{*} 基金项目：国家自然科学基金青年项目“影子银行扩张背景下中国货币政策与宏观审慎政策的协调研究”(71803127)；江苏省高校优势学科建设工程三期项目“南京审计大学应用经济学”(苏政办发〔2018〕87号)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。贾鹏飞电子邮箱：pengfei@nju.edu.cn。

大程度上削弱了实体经济投入创新和技术研发的动力,进而弱化了全社会创新,阻碍了中国价值链转型升级。据此,学界和实务界普遍认为继续依靠房地产刺激实体经济已不再适宜,中国长期的经济增长动能衍生及培育必须依赖科技创新。2019年7月30日,中共中央政治局召开会议,明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,落实房地产长效管理机制,不将房地产作为短期刺激经济的手段”。这一表述主要透露了两大政策信号:一是强调建构房地产的长效调控机制,坚持“房住不炒”的发展定位;二是首次提出不将房地产作为短期刺激经济的手段,逐步降低经济增长对房地产市场的路径依赖。就此而言,控房价、稳预期、坚持“房住不炒”以逐步建立促进房地产健康发展的长效调控机制成为政府今后房地产市场调控的主要工作思路。

世界经济政治格局深度调整以及国内矛盾深层次叠加使得中国经济的不确定性增大,经济长期高速增长背后潜在的房地产泡沫、影子银行等各类风险逐步显性化。2020年12月29日,党的十九届五中全会审议通过《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》,明确要“维护金融安全,守住不发生系统性风险底线”。从现实来看,房地产是我国金融风险的重要源头,金融资源过多集中于房地产部门,以致该部门呈现高价格、高杠杆、高度金融化等特征,而房价高企进一步吸引各种社会资本涌入,加剧房地产市场扭曲和泡沫化演进。房价持续攀升,一方面导致家庭房价收入比大幅上升,制约可支配收入和消费需求;另一方面引致企业面临多类要素价格高企,对生产成本造成压力。房价持续高企会抑制微观主体消费提质和投资转型升级潜力,不利于中共中央关于“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”重大战略的有效布局。就此而言,致力破解长期积累的房地产风险难题,不仅是引导房地产市场长效发展的现实要求,而且是当前政府防范化解重大风险、抓好国内大循环任务的重中之重。

肇始于2007年的美国次贷危机给美国金融系统带来了巨大冲击,并由此引发全球性金融危机。学界审视危机爆发的深层次原因发现,房地产市场非理性繁荣是导致危机爆发的内在根源,而宏观审慎监管缺失是导致房价过度攀升进而引致危机爆发的主要原因,因此构建和完善宏观审慎框架至关重要(张宇、刘洪玉,2008)。美国、欧盟、英国等纷纷颁布金融监管改革法案并分别成立金融稳定监督委员会(FSOC)、欧洲系统性风险委员会(ESRB)以及审慎监管局(PRA)等组织,通过赋予其宏观审慎监管功能以有效监测和应对系统性风险。对于中国而言,2011年开始建立差别准备金动态调整和合意贷款管理机制,2016年央行将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系(MPA),宏观审慎监管框架得以进一步完善。与此同时,党的十九大报告明确提出要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱框架,严防系统性金融风险发生。

毋庸置疑,宏观审慎政策借由紧缩金融机构信贷扩张可对房地产市场过度繁荣起到有效抑制作用。但现实经济运行表明,单纯依赖宏观审慎监管并不能完全达到抑制房地产市场风险的目标,并有可能对其他经济部门造成非合意伤害。近年来,我国房地产投资投机性需求持续旺盛,房地产价格从一、二线城市的居高不下逐步演变为三、四、五线城市的全面普涨,房地产市场非理性繁荣呈现蔓延态势。面对房地产市场所浮现出的各类风险,中央和地方政府不断出台“限贷”“限购”“限售”“限价”等房地产调控政策。2016年10月,中央政治局会议明确强调宏观经济政策要注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险;2017—2020年连续四年的中央经济工作会议均指出要构建房地产市场健康发展长效机制,坚持“房住不炒”发展定位。综观现行“限贷”“限购”“限售”“限价”等房地产调控政策,其本质均属于短期“应急性”政策,并非促进房地产市场健康发展的长效机制。如何建构和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制,无疑考验着各级政府和学界的集体智慧。

在房地产市场风险不断积累以及打好防范化解重大风险攻坚战目标定位下,加快制定和实施房产税政策的呼声此起彼伏。出于稳定房价、引导居民合理住房消费以及增加财政收入的考虑,国务院于2010年5月发布《关于2010年深化经济体制改革重点工作意见的通知》,首次提出要“逐步推进房产税改革”;2011年1月,重庆、上海两市先后正式试点开征房产税;2017年12月,财政部部长肖捷在《人民日报》刊文指出要推进房产税立法和实施,逐步建立完善的现代房地产税制度;2019年3月,《政府工作报告》中明确提出要“稳步推进房产税立法”。由此可见,政府关于实施房产税制度的态度愈加明确,而市场对房产税政策的预期亦愈加浓烈。但房产税政策对房地产风险能够起到多大程度的抑制作用?对宏观经济又会产生何种冲击?学界和实务界对此着墨甚少。房产税政策和宏观审慎政策对房地产市场均具有长效调控属性,房产税政策通过增加购房人持有成本这一调控机制来抑制房价过度攀升,宏观审慎政策则通过管控抵押信贷渠道发挥对房价过度攀升的抑制作用,两种房地产长效调控政策究竟孰优孰劣?各自又又会存在何种局限性?学界对此亦未展开深入探讨。本文立足党的十九大报告“坚决打好防范化解重大风险攻坚战”的任务要求以及中共中央政治局关于房地产市场“房住不炒”的发展定位,构建包含宏观审慎政策和房产税政策的动态随机一般均衡(DSGE)模型,系统探讨和比较不同长效调控政策抑制房地产泡沫化风险的效果,并剖析各类政策对宏观经济影响的优劣。

二、文献综述

关于房价高企抑或房价攀升演进机制,学界已展开深入探讨。自1999年房地产市场化改革以来,全国各大城市房价一路高涨,一线城市房价涨幅高达5倍,二线城市房价上涨3.92倍(Fang等,2016)。中国经济增长前沿课题组(2011)指出房价持续快速上涨导致财富分配不平等加剧以及工商业成本攀升,并使得系统性金融风险不断累积,房价泡沫化已成为阻碍中国经济持续增长的重大隐患。针对我国房价持续高涨的原因,学界已从多重视角予以合理剖析。况伟大(2010)认为住房投机和房地产繁荣预期是导致中国房地产泡沫形成的主要原因。王永钦和包特(2011)发现住房供给弹性、首付率、信贷市场有限责任制度、住房质量和产权保护度等对泡沫形成具有重要影响。王锦阳和刘锡良(2014)通过研究北京、天津、上海与重庆4个直辖市间的房价泡沫联动关系,发现房价传染效应是房地产泡沫形成的重要原因之一。王频和侯成琪(2017)指出现行房地产紧缩政策并未真正导致过高房价下跌,主要原因在于房地产开发商和房产需求者均已形成房地产紧缩政策不会持久的预期。

房地产部门具有系统重要性,房价持续高企不仅导致微观主体生产、生活成本攀升,而且导致宏观系统性风险不断累积。房地产与信贷市场紧密相关以及金融摩擦使得房地产泡沫不断积聚,对宏观经济产生了严重的负面冲击(Miao等,2015)。美国次贷危机引致的2008年全球金融危机爆发更是深刻诠释了房地产非理性繁荣的危害性,并证实了缺乏对房地产风险的监管可能诱发宏观经济系统性风险。不少学者认为宏观审慎监管缺失是导致房价泡沫加剧并引致危机爆发的主要原因,因此构建宏观审慎框架至关重要。国外文献针对宏观审慎监管展开了丰富的研究,如Landau(2009)指出宏观审慎监管的主要任务在于避免宏观经济泡沫产生;Crowe等(2013)认为忽视房地产泡沫将对宏观经济产生灾难性冲击,宏观审慎监管可以起到遏制房价泡沫的作用。近年来,国内亦掀起宏观审慎监管研究热潮,如王爱俭和王璟怡(2014)研究发现宏观审慎政策对抑制金融波动具有重要作用,并对货币政策起到有效辅助效果;程璐(2015)研究发现在面临金融冲击、

房地产需求冲击时,双支柱调控政策更有利于维护金融稳定。

宏观调控实践表明,现行“限贷”“限购”“限售”“限价”等应急紧缩调控政策并未起到抑制房价非理性上涨的作用,反而呈现房价越调越涨的现实窘境。不少学者认为,房价持续高位运行的重要原因在于缺乏针对房地产市场的长效调控机制。面临当前房地产市场调控困境,自2016年以来政府多次提出要构建房地产市场健康发展长效机制,出台房产税政策的建议由此受到广泛关注。作为长效机制的一部分,房产税政策无疑对抑制房价上涨、调节收入分配和缩小财富差距等有积极影响。国内外学者关于房产税政策能否有效抑制房价攀升展开了激烈的讨论,Alpanda 和 Zubairy (2017) 研究发现房产税与房产价值之间存在很高的负相关性,房产税冲击对房价的影响效应为负;刘甲炎和范子英(2013)通过研究房产税试点效果发现房产税能显著抑制试点城市的房价上涨;曾繁荣(2017)研究发现征收房产税可以起到降低房价波动的作用,房产税政策可作为货币政策、宏观审慎政策的有效补充;王敏和黄滢(2013)则认为征收房产税对房价的抑制效应并不明显。

综上,学界对防范化解房地产风险日益重视,并就房价攀升机制及政策调控效果展开探讨,普遍认为构建房地产长效机制极为必要。而宏观审慎监管与房产税政策本质上均具有长效调控属性,究竟何种调控更能有效抑制房价非理性上涨?现有文献并未就此展开讨论。此外,李永友和丛树海(2006)以及卞志村和杨源源(2016)指出中国居民受流动性约束影响较大,易受流动性约束影响的非李嘉图居民占比持续保持在60%以上,并且这一占比呈上升态势。流动性约束对居民购房倾向及动机存在重要影响,易受流动性约束影响的居民大多以刚性或改善型购房需求为主,而能够有效应对流动性约束的居民则大多以投资投机型购房需求为主。鉴于现有研究鲜有涉足不同房地产调控政策对不同结构居民房产需求影响的探讨,本文区分不同房产投资属性的居民,构建同时包含异质性家庭部门、最终品和投资品两类厂商部门以及涵盖宏观审慎政策和房产税政策的宏观调控部门在内的多部门DSGE模型,以重点比较两类长效调控政策对房价高企的抑制效果以及对不同居民购房需求的异质性影响,据此有效遴选符合“防范化解房地产市场风险”以及“房住不炒”两大目标内涵的最优房地产长效机制政策。

三、DSGE 模型的构建

假设模型经济由家庭、厂商和政府三大经济主体的决策行为构成,具体构建过程如下。

(一)家庭部门的经济问题

根据流动性约束理论,受流动性约束的居民通常表现出三大特征:第一,难以通过借贷获得资金;第二,较为短视,投资投机型偏好较低;第三,储蓄意识较强。参照 Forni 等(2009)的做法,假定存在李嘉图居民和非李嘉图居民两类居民,李嘉图居民应对流动性约束的能力较强,可通过选择最优消费、劳动、房产投资、资本投资、抵押贷款等追求效用最大化,其房产投资主要呈现投资投机型购房需求特性,并表现为借贷者;非李嘉图居民对流动性约束较为敏感,仅通过选择最优消费、劳动、房产投资等以追求效用最大化,其房产投资主要呈现刚性或改善型购房需求特性,并表现为储蓄者。

1. 李嘉图居民

假设李嘉图居民效用函数遵循如下可分效用形式:

$$\max: E_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s v_{t+s} \{ \log [C_{t+s}^R(i) - \zeta C_{t+s-1}^R] + \xi_H \log H_{t+s}^R(i) - \xi_N N_{t+s}^R(i)^{1+\vartheta} / (1 + \vartheta) \} \quad (1)$$

其中, $C_{t+s}^R(i)$ 、 $H_{t+s}^R(i)$ 、 $N_{t+s}^R(i)$ 分别为李嘉图居民的实际消费、住房持有和劳动供给水平; β 为贴现因子, ζ 为外部消费习惯参数, ϑ 为劳动供给弹性的倒数, ξ_H 、 ξ_n 分别为房产和劳动效用的权重系数, v_t 为当期效用偏好冲击。李嘉图居民面临的劳动需求函数为 $N_t^R(i) = [W_t^R(i)/W_t^R]^{-\eta_t^w} N_t^R$, 其中 $W_t^R(i)$ 为名义工资, η_t^w 为劳动供给替代弹性。 $\theta_t^w = \eta_t^w/(\eta_t^w - 1)$, 用以衡量实际工资加成率, 并满足自回归外生形式^① $\log \theta_t^w = (1 - \rho_w) \log \bar{\theta}^w + \rho_w \log \theta_{t-1}^w + \varepsilon_t^w$, ρ_w 为自回归系数, ε_t^w 为冲击扰动项。根据异质性流动性约束假定, 可知李嘉图居民面临的预算约束方程为:

$$C_t^R(i) + q_{h,t} \tilde{I}_{h,t}^R(i) + q_{k,t} \tilde{I}_{k,t}^R(i) + M_t(i) P_t^{-1} + \tau_{p,t} q_{h,t} H_{t-1}^R(i) + B_t P_t^{-1} = (1 - \tau_n) W_t^R(i) N_t^R(i) P_t^{-1} + (1 - \tau_k) r_{k,t} K_{t-1}(i) + tr_t^R + L_t(i) P_t^{-1} + (1 + R_{t-1}) B_{t-1} P_t^{-1} - \kappa_h [H_t^R(i)/H_{t-1}^R(i) - 1]^2 q_{h,t} H_t^R/2 - \kappa_k [K_t(i)/K_{t-1}(i) - 1]^2 q_{k,t} K_t/2 - \kappa_w [W_t^R(i) \pi_{t-1}^{-\zeta_w} \bar{\pi}^{\zeta_w-1}/W_{t-1}^R(i) - 1]^2 W_t^R(i) P_t^{-1} N_t^R(i)/2 \quad (2)$$

其中, $\tilde{I}_{h,t}^R(i)$ 、 $\tilde{I}_{k,t}^R(i)$ 分别为李嘉图居民新增房产和资本品投资, $M_t(i)$ 、 $L_t(i)$ 分别为贷款本息偿还和新增抵押贷款, K_t 、 tr_t^R 分别为资本存量和转移支付; P_t 、 π_t 分别为物价和通胀率; $q_{h,t}$ 、 $q_{k,t}$ 、 $r_{k,t}$ 分别为房价、资本价格及收益率; $\tau_{p,t}$ 、 τ_n 、 τ_k 分别为房产、劳动和资本税率。 $\kappa_h [H_t^R(i)/H_{t-1}^R(i) - 1]^2 q_{h,t} H_t^R/2$ 、 $\kappa_k [K_t(i)/K_{t-1}(i) - 1]^2 q_{k,t} K_t/2$ 、 $\kappa_w [W_t^R(i) \pi_{t-1}^{-\zeta_w} \bar{\pi}^{\zeta_w-1}/W_{t-1}^R(i) - 1]^2 W_t^R(i) P_t^{-1} N_t^R(i)/2$ 分别为房产、资本投资及工资更新的调整成本; κ_h 、 κ_k 、 κ_w 为调整参数; ζ_w 为居民按照前期通胀调整工资的指数程度。房产和资本存量方程分别为: $H_t^R(i) = (1 - \delta_h) H_{t-1}^R(i) + \tilde{I}_{h,t}^R(i)$; $K_t(i) = (1 - \delta_k) K_{t-1}(i) + \tilde{I}_{k,t}^R(i)$ 。假设李嘉图居民每期可新增贷款遵循如下演进形式:

$$L_t(i)/P_t = \phi_t q_{h,t} \tilde{I}_{h,t}^R(i) + \gamma [q_{h,t} (1 - \delta_h) H_{t-1}^R(i) - (1 - \kappa) D_{t-1}(i)/P_t] + \xi_{l,t} \quad (3)$$

其中, D_t 为贷款存量, ϕ_t 为抵押贷款价值比(LTV), γ 为净房产权益可变率, κ 为偿还上期贷款存量的本金比率。 $\xi_{l,t} = \rho_l \xi_{l,t-1} + \varepsilon_t^l$ 为新增贷款外生冲击, ρ_l 为自回归参数, ε_t^l 为冲击扰动项。 $D_t(i)$ 和 $M_t(i)$ 的演进方程分别为: $D_t(i) = (1 - \kappa) D_{t-1}(i) + L_t(i)$; $M_t(i) = [R_{t-1}^M(i) + \kappa] D_{t-1}(i)$ 。其中, $R_t^M(i)$ 为李嘉图居民偿还抵押贷款实际支付的加权平均市场利率, 假定其遵循如下决定形式: $R_t^M(i) = [1 - L_t(i)/D_t(i)] [(1 - \Phi) R_{t-1}^M(i) + \Phi R_t^F] + L_t(i)/D_t(i) R_t^F$ 。 R_t^F 为长期均衡借贷利率, Φ 表示李嘉图居民每期按长期均衡借贷利率支付存量抵押贷款的比例。

2. 非李嘉图居民

非李嘉图居民因自身局限性而无法通过抵押贷款为其跨期最优决策融资, 仅能通过劳动收入、政府转移支付和储蓄积累为其消费、住房等生活支出项目融资, 而不参与资本和债券投资。不失一般性, 假定非李嘉图居民效用最大化方程满足如下形式:

$$\max: E_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s v_{t+s} \{ \log [C_{t+s}^{NR}(i) - \zeta C_{t+s-1}^{NR}] + \xi_H \log H_{t+s}^{NR}(i) - \xi_n N_{t+s}^{NR}(i)^{1+\vartheta} / (1 + \vartheta) \} \quad (4)$$

其中, $C_{t+s}^{NR}(i)$ 、 $H_{t+s}^{NR}(i)$ 、 $N_{t+s}^{NR}(i)$ 分别为非李嘉图居民的实际消费、住房持有和劳动供给水平。根据异质性流动性约束假定, 可知非李嘉图居民面临的预算约束方程为:

$$C_t^{NR}(i) + q_{h,t} \tilde{I}_{h,t}^{NR}(i) + L_t(i) P_t^{-1} + \tau_n W_t^{NR}(i) N_t^{NR}(i) P_t^{-1} + \tau_{p,t} q_{h,t} H_{t-1}^{NR}(i) \leq W_t^{NR}(i) N_t^{NR}(i) P_t^{-1} + tr_t^{NR} + M_t(i) P_t^{-1} - \kappa_h [H_t^{NR}(i)/H_{t-1}^{NR}(i) - 1]^2 q_{h,t} H_t^{NR}/2 - \kappa_w [W_t^{NR}(i) \bar{\pi}^{\zeta_w-1} \pi_{t-1}^{-\zeta_w}/W_{t-1}^{NR}(i) - 1]^2 W_t^{NR}(i) N_t^{NR}(i) P_t^{-1}/2 \quad (5)$$

① 带上标“-”表示对应变量稳态值,下同。

其中, $\tilde{I}_{h,t}^{NR}(i)$ 、 tr_t^{NR} 、 $W_t^{NR}(i)$ 分别为非李嘉图居民的住房投资、转移支付以及名义工资;
 $\kappa_h [H_t^{NR}(i)/H_{t-1}^{NR}(i) - 1]^2 q_{h,t} H_t^{NR}/2$ 、 $\kappa_w [W_t^{NR}(i)/W_{t-1}^{NR}(i) - 1]^2 W_t^{NR}(i) N_t^{NR}(i) P_t^{-1}/2$ 分别为
 住房投资和工资更新调整成本。与此同时, 非李嘉图居民所面临的劳动需求函数的住房持有量演
 进方程分别遵循如下形式: $N_t^{NR}(i) = [W_t^{NR}(i)/W_{t-1}^{NR}(i)]^{-\eta_i} N_{t-1}^{NR}(i)$; $H_t^{NR}(i) = (1 - \delta_h) H_{t-1}^{NR}(i) + \tilde{I}_{h,t}^{NR}(i)$ 。

(二) 厂商部门的经济问题

厂商部门主要包含商品生产厂商和投资品生产厂商两类, 均依循利润最大化原则进行最优决策。

1. 商品生产厂商

最终品生产厂商按照 Dixit-Stiglitz 形式对中间品进行生产组合, 并以价格 P_t 在完全竞争市场
 销售获取利润。其生产函数为 $Y_t = [\int_0^1 Y_t(j)^{(\eta_t^p-1)/\eta_t^p} dj]^{1/(\eta_t^p-1)}$, 其中 η_t^p 表示对中间品的时变需求价格
 弹性。最终品生产厂商在生产函数约束下依循成本最小化原则决策得到其对中间品的需求方程:
 $Y_t(j) = [P_t(j)/P_t]^{-\eta_t^p} Y_t$ 。 $\theta_t^p = \eta_t^p/(\eta_t^p - 1)$ 表示中间品价格加成率, 满足外生自回归形式 $\log \theta_t^p =$
 $(1 - \rho_p) \log \bar{\theta}^p + \rho_p \log \theta_{t-1}^p + \varepsilon_t^p$, 其中 ρ_p 为自回归系数, ε_t^p 为冲击扰动项。

中间品生产厂商具有垄断竞争特性, 可对中间品进行最优化定价。中间品生产厂商生产函数
 满足 Cobb-Douglas 形式: $Y_t(j) = Z_t [u_t(j) K_{t-1}(j)]^\alpha [N_t^R(j)^\varphi N_t^{NR}(j)^{1-\varphi}]^{1-\alpha}$ 。其中, Z_t 为中间品生产
 厂商生产所使用的中性技术进步, $u_t(j)$ 为资本利用率, α 、 φ 分别为有效资本的产出份额和李嘉
 图居民比例。假定 Z_t 服从自回归形式 $\log Z_t = (1 - \rho_z) \log \bar{Z} + \rho_z \log Z_{t-1} + \varepsilon_t^z$, 其中 ρ_z 为平滑参数,
 ε_t^z 为冲击扰动项。中间品生产厂商在生产函数约束下依循利润最大化原则进行最优定价:

$$\max: \Pi_t(j)/P_t = Y_t(j) P_t(j)/P_t - N_t^R(j) W_t^R/P_t - N_t^{NR}(j) W_t^{NR}/P_t - r_{k,t} K_{t-1}(i) - \kappa_u [u_t(j)^{1+\bar{\omega}} - 1] K_{t-1}(i)/(1 + \bar{\omega}) - \kappa_p [P_t(j) \pi_{t-1}^{-\zeta_p} \pi_t^{\zeta_p-1}/P_{t-1}(j) - 1]^2 Y_t/2 \quad (6)$$

其中, $\kappa_u [u_t(j)^{1+\bar{\omega}} - 1] K_{t-1}(i)/(1 + \bar{\omega})$ 刻画中间品生产厂商的资本利用成本, κ_u 、 $\bar{\omega}$ 分别为
 资本利用参数及弹性。 $\kappa_p [P_t(j) \pi_{t-1}^{-\zeta_p} \pi_t^{\zeta_p-1}/P_{t-1}(j) - 1]^2 Y_t/2$ 为中间品生产厂商的价格调整成本, κ_p
 为调整参数, ζ_p 用以衡量厂商按照前期通胀进行价格调整的指数化程度。

2. 投资品生产厂商

投资品生产厂商主要包括资本品生产厂商和房产生产厂商两类。资本品生产厂商以大小为 1
 的相对价格从最终品生产厂商处购买资本投资品 $I_{k,t}$, 以生产有效投资品 $\tilde{I}_{k,t+s}$, 并以价格 $q_{k,t}$ 出售
 给李嘉图居民投资者。具体而言, 资本品生产厂商的生产函数为 $\tilde{I}_{k,t} = Z_{k,t} I_{k,t}$, 其中 $Z_{k,t}$ 用以衡量
 资本品生产所使用的生产技术。据此, 资本品生产厂商的利润最大化问题遵循如下形式:

$$\max: E_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s (\lambda_{t+s}^R/\lambda_t^R) [q_{k,t+s} \tilde{I}_{k,t+s} - I_{k,t} - \kappa_{ik} (I_{k,t+s}/I_{k,t+s-1} - 1)^2 q_{k,t+s} Z_{k,t+s} I_{k,t+s}/2] \quad (7)$$

其中, λ_t^R 为李嘉图居民的拉格朗日乘子, $\kappa_{ik} (I_{k,t}/I_{k,t-1} - 1)^2 q_{k,t} Z_{k,t} I_{k,t}/2$ 为资本品投资调整成
 本, κ_{ik} 为调整成本参数。同理, 假定房产生产厂商的生产函数为: $\tilde{I}_{h,t} = Z_{h,t} I_{h,t}$; $I_{h,t} = I_{h,t}^R + I_{h,t}^{NR}$ 。其
 中, $Z_{h,t}$ 为房产生产厂商所使用的生产技术。由此, 房产生产厂商的利润最大化问题为:

$$\max: E_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s (\lambda_{t+s}^R/\lambda_t^R) [q_{h,t+s} \tilde{I}_{h,t+s} - I_{h,t} - \kappa_{ih} (I_{h,t+s}/I_{h,t+s-1} - 1)^2 q_{h,t+s} Z_{h,t+s} I_{h,t+s}/2] \quad (8)$$

其中, $\kappa_{ih} (I_{h,t}/I_{h,t-1} - 1)^2 q_{h,t} Z_{h,t} I_{h,t}/2$ 为房产生产厂商面临的投资调整成本, κ_{ih} 为对应的调整

成本参数。假定资本品生产厂商和房产生产厂商的生产技术 $Z_{k,t}$ 、 $Z_{h,t}$ 均满足外生自回归形式： $\log Z_{k,t} = (1 - \rho_{z_k}) \log \bar{Z}_k + \rho_{z_k} \log Z_{k,t-1} + \varepsilon_t^{z_k}$ ； $\log Z_{h,t} = (1 - \rho_{z_h}) \log \bar{Z}_h + \rho_{z_h} \log Z_{h,t-1} + \varepsilon_t^{z_h}$ 。其中， ρ_{z_k} 、 ρ_{z_h} 为对应的自回归系数， $\varepsilon_t^{z_k}$ 、 $\varepsilon_t^{z_h}$ 为外生冲击扰动项。

(三) 政府部门的决策问题

结合中国实际，政府部门主要由财政部门、中央银行构成，其中财政部门负责财政政策的制定与实施，中央银行负责货币政策和宏观审慎政策的制定与实施。

1. 财政部门

财政政策以产出均衡和财政可持续演进为主要目标，其收支决策须遵循如下预算约束：

$$\tau_n(W_t^R N_t^R + W_t^{NR} N_t^{NR})/P_t + \tau_k r_{k,t} K_{t-1} + \tau_p q_{h,t} H_{t-1} + B_t/P_t = g_t + tr_t + (1 + R_{t-1})B_{t-1}/P_t \quad (9)$$

其中， g_t 、 tr_t 分别为财政支出和转移支付。财政部门通过征收劳动税、资本税、房产税以及发行债券为政府支出、转移支付以及前期债务还本付息融资。假定财政支出满足外生自回归形式 $\log g_t = (1 - \rho_g) \log \bar{g} + \rho_g \log g_{t-1} + \varepsilon_t^g$ ，其中 ρ_g 为自回归系数， ε_t^g 为冲击扰动项，财政部门根据宏观经济周期演变情况外生决定财政支出冲击的程度。转移支付支出遵循如下演进形式： $tr_t = \Xi \bar{Y} - \Im_b B_{t-1}/P_{t-1}$ 。其中， Ξ 为转移支付的稳定支出比例， $\Im_b$ 为转移支付对前期政府债务的反应系数。李嘉图居民和非李嘉图居民所接收的政府转移支付分别为： $tr_t^R = \varphi tr_t$ ； $tr_t^{NR} = (1 - \varphi) tr_t$ 。区别于对劳动和资本收入的固定征税率，假定房产税率遵循随时间变化的自回归形式 $\tau_{p,t} = \rho_{\tau_p} \tau_{p,t-1} + (1 - \rho_{\tau_p}) \bar{\tau}_p + \varepsilon_t^{\tau_p}$ ，其中 ρ_{τ_p} 为税率平滑参数， $\varepsilon_t^{\tau_p}$ 为房产税政策冲击。

2. 中央银行

我国货币政策的目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。鉴于此，本文假设央行货币政策决策部门主要参照通胀和产出缺口对名义利率进行调整：

$$\log R_t = \rho_R \log R_{t-1} + (1 - \rho_R) [\log \bar{R} + \partial_\pi \log(\pi_t/\bar{\pi}) + \partial_y \log(Y_t/\bar{Y})] + \xi_t^R \quad (10)$$

其中， ρ_R 为利率平滑参数， ∂_π 、 ∂_y 分别刻画央行利率调整对通胀和产出缺口的反应弹性。 $\xi_t^R = \rho_r \xi_{t-1}^R + \varepsilon_t^R$ 为外生货币政策冲击，其中 ρ_r 为自回归系数， ε_t^R 为冲击扰动项。

宏观审慎调控具有丰富的政策工具箱（李波，2018）。鉴于本文重点探究房地产调控问题，因此参照荆中博和方意（2018）将 LTV 作为宏观审慎工具的方法。宏观审慎政策的目标在于维护金融稳定，而信贷过度扩张是造成金融不稳定的重要因素（李波，2018）。为此，本文设定宏观审慎部门通过调整 ϕ_t 以控制新增贷款 L_t ，进而防范和化解投资泡沫。具体而言，本文假定央行宏观审慎决策部门主要参照上期 LTV 值以及抵押贷款存量变化情况来调整 ϕ_t ：

$$\log \phi_t = \rho_\phi \log \phi_{t-1} + (1 - \rho_\phi) [\log \bar{\phi} - \partial_d \log(D_t/\bar{D})] + \xi_t^\phi \quad (11)$$

其中， ρ_ϕ 为宏观审慎平滑参数， ∂_d 刻画 LTV 对抵押贷款变化的反应弹性。 $\xi_t^\phi = \rho_\theta \xi_{t-1}^\phi + \varepsilon_t^\phi$ 为外生宏观审慎政策冲击， ρ_θ 为一阶自回归系数， ε_t^ϕ 为冲击扰动项。

四、模型参数设定

对于部分结构性参数和经济变量稳态值，本文主要结合代表性文献及中国实际经济运行情况校准得到；对于其余部分参数，则主要基于中国经济运行数据通过贝叶斯估计得到。

(一)参数校准

参照范从来和高洁超(2018)的方法,本文取贴现因子 $\beta = 0.99$,取季度资本折旧率 $\delta_k = 0.025$ 。考虑到房产较资本品耐耗损,本文取季度房产折旧率 $\delta_h = 0.015$ 。参照王频和侯成琪(2017)的方法,取资本产出份额 $\alpha = 0.5$ 。参照卞志村和杨源源(2016)的方法,取李嘉图居民占比 $\varphi = 0.3$ 。参照岳树民和李静(2011)的方法,取劳动收入税率 $\tau_n = 0.07$ 、资本收入税率 $\tau_k = 0.22$ 。参照上海市房产税试点政策,取稳态时房产税率 $\bar{\tau}_p = 0.0042$ 。我国购房首付比例最低要求为30%,但银行放贷时一般要求略高于此,本文取LTV稳态值为0.65,对应首付比例为35%。对于产品价格、资本品价格、房产价格以及各类厂商技术进步稳态值,不失一般性均取1。对于模型其他变量稳态值,本文根据模型稳态均衡内生求解。

(二)贝叶斯估计

本文采用贝叶斯方法估计其余参数,选取季度产出、消费、资本投资、房地产投资、贷款存量、房价、通胀率、名义利率、长期均衡借贷利率等作为主要观测变量。产出、消费、贷款存量分别取GDP当季值、社会消费品零售额当季值以及金融机构人民币贷款余额季末值;房地产投资取房地产开发投资当季值,资本投资为固定资产投资当季完成额减去房地产开发投资当季值;房价主要由商品房当季销售额除以商品房当季销售面积得到;通胀率为季度CPI通胀率;名义利率根据银行间同业拆借量和拆借平均利率的月度数据加权得到;长期均衡借贷利率取10年期国债收益率的月度平均值。数据主要来源于中经网统计数据库和中国债券信息网,由于中国债券信息网自2002年6月开始公布10年期国债收益率数据,因此本文选取数据样本区间为2002年第三季度至2018年第四季度。将产出、消费、资本投资、房地产投资、贷款存量等变量名义数据除以CPI定基比数据可得到对应变量实际值,并进行季节性调整处理。同时,对所有观测变量均取对数并经HP滤波处理后用以估计参数。表1为模型其余待估参数的先验分布与后验估计结果。

表 1 待估参数的先验分布与后验估计结果

参数	先验分布	后验均值	90% 置信区间	参数	先验分布	后验均值	90% 置信区间
ζ	Beta[0.7, 0.15]	0.8894	[0.8885, 0.8941]	ρ_{z_R}	Beta[0.5, 0.2]	0.3306	[0.3181, 0.3754]
ϑ	Gamma[5, 2]	5.3944	[4.1694, 5.7439]	ρ_{z_h}	Beta[0.5, 0.2]	0.9612	[0.9533, 0.9825]
κ_k	Unif[0, 20]	13.4937	[12.7342, 15.1531]	ρ_w	Beta[0.5, 0.2]	0.3248	[0.3142, 0.3746]
κ_h	Unif[0, 20]	0.4327	[0.4093, 0.5030]	ρ_p	Beta[0.5, 0.2]	0.1193	[0.1024, 0.1853]
κ_{ik}	Unif[0, 10]	0.0988	[0.0473, 0.1231]	ρ_r	Beta[0.5, 0.2]	0.2822	[0.2715, 0.3463]
κ_{ih}	Unif[0, 10]	2.0018	[1.6323, 2.1482]	ρ_g	Beta[0.5, 0.2]	0.7710	[0.7475, 0.7728]
		0.4455	[0.3675, 0.4565]	ρ_l	Beta[0.5, 0.2]	0.9982	[0.9982, 0.9986]
		0.8722	[0.8665, 0.8997]	σ_z	InvG[0.005, ∞]	0.0029	[0.0029, 0.0031]
		0.7843	[0.7654, 0.8005]	σ_{z_R}	InvG[0.005, ∞]	0.0207	[0.0203, 0.0213]
ζ_p	Beta[0.5, 0.2]	0.2619	[0.2174, 0.2798]	σ_{z_h}	InvG[0.005, ∞]	0.0150	[0.0140, 0.0155]
ζ_w	Beta[0.5, 0.2]	0.4922	[0.4562, 0.5286]	σ_w	InvG[0.005, ∞]	0.6003	[0.4830, 0.6270]
$\Im_b$	Beta[0.02, 0.005]	0.0099	[0.0097, 0.0100]	σ_p	InvG[0.005, ∞]	0.0595	[0.0584, 0.0654]
ρ_R	Beta[0.5, 0.2]	0.7329	[0.6991, 0.7427]	σ_r	InvG[0.005, ∞]	0.0015	[0.0015, 0.0016]
∂_π	Gamma[1.5, 0.2]	1.2844	[1.2657, 1.3817]	σ_l	InvG[0.005, ∞]	0.0049	[0.0049, 0.0049]
∂_y	Gamma[0.125, 0.005]	0.1107	[0.1056, 0.1118]	σ_g	InvG[0.005, ∞]	0.0118	[0.0109, 0.0120]
		0.1516	[0.1378, 0.1899]				
		0.7837	[0.7771, 0.7852]				
ρ_z	Beta[0.5, 0.2]	0.9924	[0.9875, 0.9942]				

注: σ 表示外生冲击扰动项标准差。

五、数值模拟：房产税政策和宏观审慎政策效应的对比分析

基于上述模型构建及参数设定,本文利用 MATLAB 环境下的 Dynare 工具箱进一步对宏观审慎政策和房产税政策的宏观经济效应进行数值模拟,并对其抑制房价攀升的效力进行对比。

(一)宏观审慎政策的宏观经济效应分析

图1具体刻画了政府强化宏观审慎监管的政策冲击对主要宏观经济变量的影响。由图1可知,政府强化宏观审慎监管(即降低LTV)时,总信贷会立即受到抑制并在滞后4期紧缩效应达到最大,之后逐期式微。信贷紧缩导致李嘉图居民资本投资大幅下降,进而导致资本品价格迅速下跌。李嘉图居民资本投资支出在宏观审慎政策从紧冲击初期大幅减少,替代效应的存在引致其短期将投资转向升值空间较大的房地产市场,但信贷紧缩效应不断发酵最终使房产投资在滞后2期亦开始大幅下降。信贷约束收紧、资本投资低迷以及李嘉图居民房产投资投机型需求的下降,导致公众产生悲观预期,进而使房价下跌。在房价下降初期,非李嘉图居民往往持观望态度并在短期减少住房支出,但最终会在房价下跌至合宜水平时理性购房以满足其刚性或改善型购房需求。据此,可发现宏观审慎政策从紧冲击对李嘉图居民和非李嘉图居民的房产投资存在异质性影响,对李嘉图居民的投资投机型购房需求则主要表现为负向影响,对非李嘉图居民的刚性或改善型购房需求主要表现为正向影响。我国受流动性约束影响的非李嘉图居民占比较大,这使得宏观审慎政策从紧冲击对我国房产投资的影响总体为正。又由于宏观审慎政策冲击对资本投资的负面影响明显占优于对房产投资的正面影响,这也使得社会总投资水平下降,进而导致社会总产出下降,最终导致居民总消费下降。

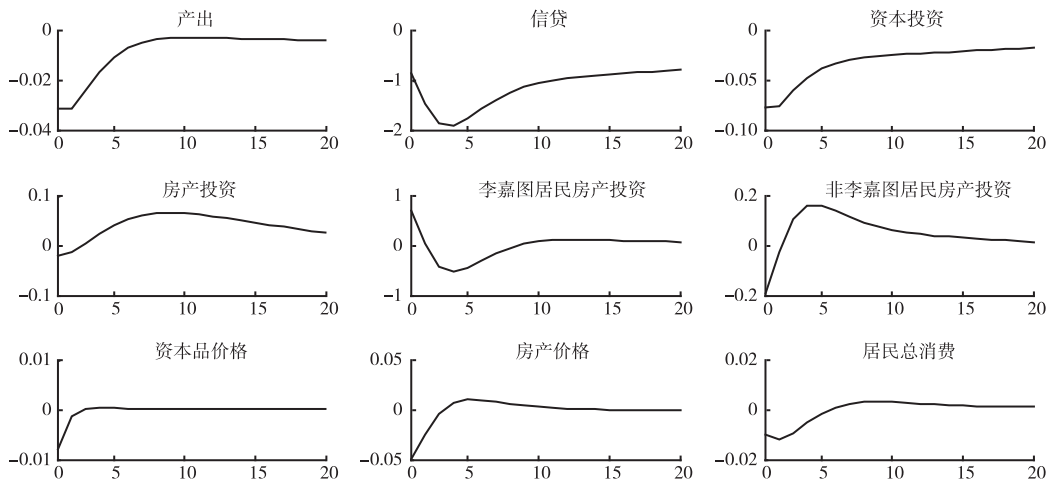


图1 宏观审慎政策冲击对主要宏观经济变量的影响

(二)房产税政策的宏观经济效应分析

图2具体刻画了征收房产税的政策冲击对主要宏观经济变量的影响。由图2可知,当政府征收房产税时,居民持有房产的机会成本增加,由此导致公众对房地产市场产生悲观预期,进而引致房价大幅下跌。房价大幅下跌导致短期李嘉图居民投资投机型购房需求增加,抵押贷款随之亦大幅增加,但长期来看房价下降导致抵押资产价值降低,进而可抵押贷款资金减少,李嘉图居民的投资投机型购房需求随之减少。房产税提高直接导致非李嘉图居民税收支出增加、可支配收入降低,

加之此类居民对流动性约束较为敏感,以致其刚性或改善型购房需求减少。这表明房产税政策冲击对李嘉图居民和非李嘉图居民的购房需求存在异质性影响,对李嘉图居民先大幅挤入后微幅挤出,对非李嘉图居民则主要为挤出效应。中国居民以易受流动性约束影响的非李嘉图居民为主,由此最终导致总房产投资量减少。房产税政策冲击会导致信贷短期增加,但增加的信贷主要流向李嘉图居民投机性房产投资支出,且在李嘉图居民税收支出增加以及长期抵押贷款价值下降的情形下,李嘉图居民会被迫减少资本投资,资本投资需求下降将进一步导致资本品价格下跌。由此可见,房产税增加会导致房地产投资和资本品投资水平双双下降,并对社会总产出产生负面影响。社会总收入的下降以及房产税支出的增加导致居民可支配收入下降,进而使得居民的总消费水平下降。

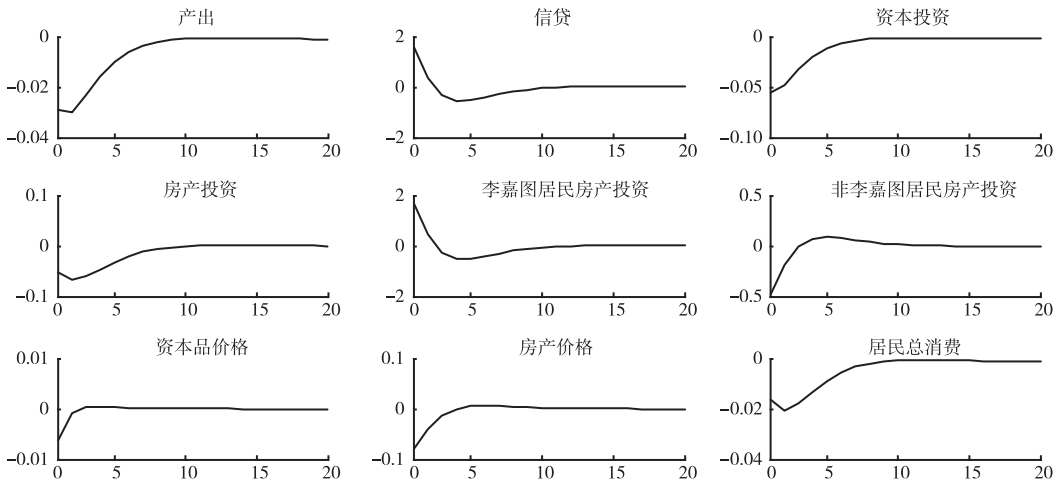


图 2 房产税政策冲击对主要宏观经济变量的影响

(三)房地产市场长效调控范式选择分析

根据前文的分析,无论是征收房产税的政策冲击还是趋严的宏观审慎政策冲击,均可对房价过度上涨起到抑制作用。单就抑制房价上涨风险而言,究竟是房产税政策有效还是宏观审慎政策更为有效?学界对此并未做深入研究。而关于何种房地产长效调控政策更符合“房住不炒”的发展定位,现有文献更是着墨甚少。客观而言,能否真正有效地引导“房价稳定”以及“房住不炒”两大调控目标的实现,无疑是甄别能否促进房地产市场健康可持续发展的长效调控机制的重要标准。为此,本文进一步比较两类房地产宏观调控政策防范房价攀升风险和促进“房住不炒”的效应强弱,据以遴选引导房地产市场健康发展的合意调控范式。

1. 基于脉冲模拟分析视角的房地产调控效应比较

现有研究在比较不同政策和不同外生冲击效应时,大多直接采用相同单位标准差的不同冲击所引致的效应差异予以刻画。但由于不同经济政策的属性特征、调控方式、作用机制迥然不同,基于相同单位标准差的不同政策冲击引致的经济效应实际上并不具有直接可比性,因此依循这一方式展开的比较分析存在严重偏误。征收房产税和强化针对房地产市场的宏观审慎监管均会引致产出下滑,因此本文以产出损失同等程度为基准进行标准化处理,以有效评判房产税政策和宏观审慎政策两类政策冲击对房地产市场主要变量的异质性影响。具体方法如下:首先,给模拟经济体施加 1 单位标准差的正向房产税政策扰动冲击和 1 单位标准差的负向宏观审慎政策扰动冲击;

其次,根据两大冲击的脉冲响应图测算各自带来的产出损失大小;再次,以1单位标准差的负向宏观审慎政策扰动冲击的产出损失大小为基准,计算导致产出损失为同等程度时需要施加多少标准差的正向房产税政策冲击;最后,对模拟经济体施加标准化后的负向宏观审慎政策扰动冲击和正向房产税政策冲击,并据此进行脉冲效应比较分析。

图3具体刻画了两类政策冲击在标准化处理后,各自对主要经济变量的异质性影响。不难发现,在控制产出损失相同程度(-0.1654)^①情形下,房产税政策冲击对房价攀升的抑制作用相较于宏观审慎政策冲击更加显著,且对房地产投资的抑制作用亦明显更强,但对信贷以及资本投资的挤出效应则弱于宏观审慎政策。这主要是因为房产税政策将直接导致房产所有人的持有成本发生变化,以致房价和房地产投资对房产税政策的冲击响应更为明显;宏观审慎政策会对信贷产生最直接的影响,而资本投资相对而言对信贷市场的波动更加敏感。对于不同类型居民的购房需求而言,房产税政策冲击对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求的影响主要表现为挤出,对李嘉图居民投资投机型购房需求的影响则主要表现为短期大幅挤入、长期微幅挤出;宏观审慎政策冲击对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求的影响主要表现为挤入,对李嘉图居民投资投机型购房需求的影响则主要表现为挤出。与此同时,本文还发现房产税政策和宏观审慎政策均会抑制居民消费和就业,其中房产税政策的抑制效应更加明显。引致这一结果的机理主要在于,征收房产税的宏观调控政策直接导致居民部门的税支出增加,居民部门可支配收入的降低或压缩在一定程度上会对整个社会的总消费需求产生抑制效应;尽管征收房产税对资本投资的抑制程度低于降低LTV的宏观审慎政策,但其对房地产投资以及居民总消费的挤出效应明显高于宏观审慎政策,由此导致其对就业的挤出效应较宏观审慎政策明显。

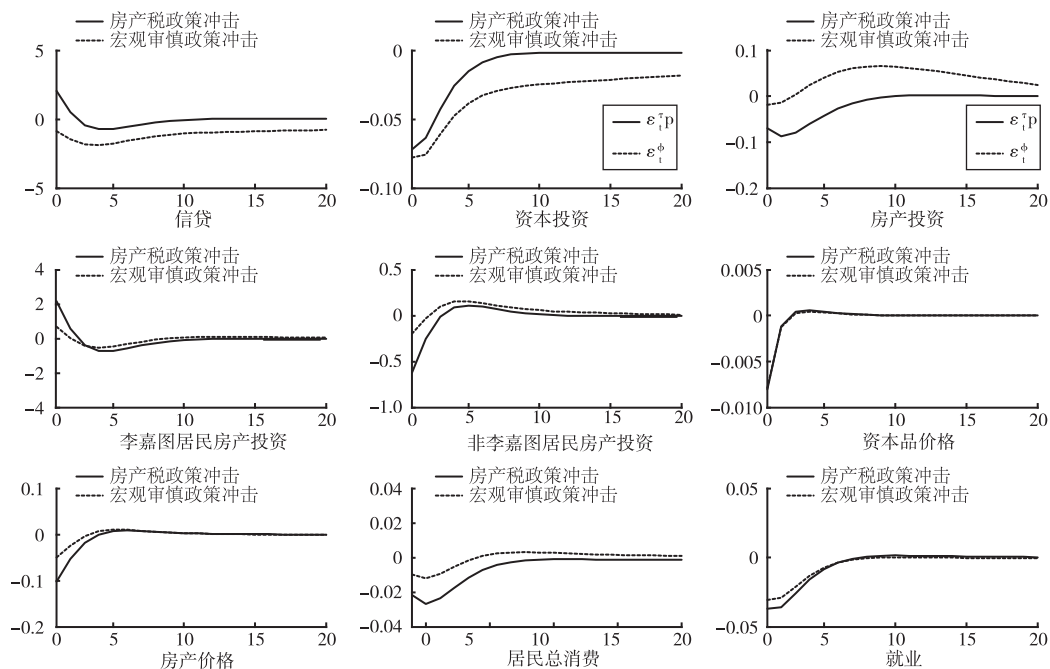


图3 产出损失同等程度下两类政策冲击对房价及其他变量影响的对比

① 此基准数值仅表示将两类房地产调控政策对产出损失的影响控制在相同程度,基准数值可为任一负值。

2. 基于乘数效应量化视角的房地产调控效应比较

立足前文分析,本文采用乘数分析法以量化房产税政策和宏观审慎政策对房价以及房产投资的差异性影响,设定政策乘数函数为: $PV(\Delta X_j^{\text{房产税政策冲击}}) = E_t \sum_{i=0}^{20} \beta^i \Delta X_j^{\text{房产税政策冲击}}$; $PV(\Delta X_j^{\text{宏观审慎政策冲击}}) = E_t \sum_{i=0}^{20} \beta^i \Delta X_j^{\text{宏观审慎政策冲击}}$ 。表 2 量化了两类政策冲击的乘数效应,由表 2 可知房产税政策冲击对房价的乘数效应为 -0.1384,为宏观审慎政策冲击(-0.0334)的 4.1437 倍。就房产投资而言,房产税政策冲击对房产投资的乘数效应为 -0.3759,宏观审慎政策冲击对房产投资的乘数效应为 0.6942。这表明宏观审慎政策冲击对房产投资呈挤出效应,房产税政策冲击对房产投资呈挤出效应。从结构上来看,宏观审慎政策冲击对李嘉图居民投资投机型购房需求的乘数效应为 -0.2008,为房产税政策冲击(-0.1774)的 1.1319 倍,表明宏观审慎政策更能抑制李嘉图居民的投资投机型购房需求;宏观审慎政策冲击对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求的乘数效应为 0.9103,而房产税政策冲击对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求的乘数效应为 -0.4238,表明宏观审慎政策能有效促进非李嘉图居民的刚性或改善型购房需求。

表 2 房产税政策冲击和宏观审慎政策冲击的政策乘数量化(基于产出损失为 -0.1654 的标准化处理)

政策冲击	房产价格	房产投资	李嘉图居民房产投资	非李嘉图居民房产投资
房产税政策冲击	-0.1384	-0.3759	-0.1774	-0.4238
宏观审慎政策冲击	-0.0334	0.6942	-0.2008	0.9103

综上,房产税政策和宏观审慎政策均是调控房地产市场的有效工具,房产税政策更能有效抑制房价泡沫化演进,但宏观审慎政策更符合当前“房住不炒”的调控逻辑。鉴于此,本文认为政府对房地产的调控范式应根据市场发展特征灵活相机遴选:在房价攀升过于严重时,应采取以房产税政策为主的调控范式;在房价持续高位且呈现温和上涨态势时,则应采取以宏观审慎政策为主的调控范式。我国宏观审慎监管制度尚不健全,房产税征收制度还处于研讨阶段,本文的研究亦在一定程度上表明构建房地产长效调控机制须遵循差异化和结构性原则,分类指导、因城施策,由此方能实现避免房价过度攀升和“房住不炒”的双赢目标。

六、结论与建议

本文构建 DSGE 模型,据以形成探讨防范化解高房价风险的系统性研究框架。综合全文分析,主要得到如下结论与政策建议。

(1)宏观审慎政策和房产税政策对李嘉图居民和非李嘉图居民购房决策的影响机制存在异质性,两类政策均能有效抑制房价过度上涨。脉冲分析表明,宏观审慎政策和房产税政策对李嘉图居民和非李嘉图居民购房决策的影响机制存在明显差异:房产税政策冲击通过改变购房人持有成本直接影响李嘉图居民和非李嘉图居民购房决策,进而对房价和房产投资产生影响;宏观审慎政策则是通过管控抵押信贷渠道作用于居民购房行为,其通过紧缩信贷资金来源直接限制李嘉图居民投资投机型购房需求的购房决策行为,并通过影响房价间接影响非李嘉图居民购房决策行为。具体模拟结果表明,降低 LTV 的宏观审慎政策冲击主要通过紧缩抵押信贷渠道遏制了房价上涨;提高房地产税率的政策冲击则主要通过增加房产所有人的持有成本而发挥房价抑制效应。就房

产投资而言,宏观审慎政策冲击对李嘉图居民投资投机型购房需求主要表现为短期刺激、长期抑制的效应,对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求则主要表现为短期抑制、长期促进的效应;房产税政策冲击对李嘉图居民投资投机型购房需求主要表现为促进效应,而对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求则主要表现为抑制效应。与此同时,本文还发现从紧的宏观审慎政策和房产税政策不可避免地会造成产出损失。本文认为在当前房地产风险逐步显现以及以“限”为主的短期应急调控政策渐显乏力之际,政府应加快构建促进房地产健康发展的长效调控机制,构建渐趋完善的房地产金融审慎监管制度和现代房地产税征收制度,综合运用宏观审慎政策和房产税政策有效抑制房价非理性攀升。

(2) 房产税政策较宏观审慎政策更能有效抑制房价上涨,但宏观审慎政策更符合中共中央关于房地产市场“房住不炒”的发展定位。本文以产出损失同等程度为基准进行标准化处理,结果表明房产税政策对房价的抑制效应更为明显,其引致的房价下降幅度为宏观审慎政策的 4.1437 倍。单从防范化解房价非理性上涨风险角度来看,房产税政策无疑是最为合宜的房地产调控政策。与此同时,在引致产出损失同等程度的情况下,房产税政策对房产投资主要表现为挤出,而宏观审慎政策对房产投资则主要表现为挤入。具体从结构上来看,房产税政策冲击对李嘉图居民投资投机型购房需求和非李嘉图居民刚性或改善型购房需求均表现为挤出,且对非李嘉图居民购房需求的挤出尤为明显;宏观审慎政策冲击对李嘉图居民投资投机型购房需求表现为挤出效应,而对非李嘉图居民刚性或改善型购房需求表现为挤入效应。也就是说,致力于防范化解房价非理性上涨风险的房产税政策无论是对投资投机型房产需求还是对刚性或改善型购房需求均表现为挤出效应;而宏观审慎政策既可有效促进刚性或改善型购房需求,亦可有效抑制投资投机型购房需求。另外,本文模拟研究还表明征收房产税的宏观调控政策对居民总消费以及就业的抑制效应较宏观审慎政策更为明显。为此,本文认为政府对房地产的调控范式应根据市场发展特征灵活相机遴选:在房价攀升过于严重时,应采取以房产税政策为主的调控范式;在房价持续高位且呈现温和上涨态势时,则应采取以宏观审慎政策为主的调控范式。

目前学界和实务界关于如何征收房产税存在较大分歧,探究何种房产税征收制度更能有效引导房地产市场健康合理发展并减轻对宏观经济的意外伤害亦极具重要性。另外,房产税本质上属于地方税,征收房产税除了能有效稳定房价外,还具备改善地方财政收入的功能,并有利于缓解长期累积的地方政府债务。为此,如何征收房产税,以及房产税政策能否破解财政分权背景下地方财政收支失衡难题,值得展开深入探讨,此亦为笔者下一步的研究方向。

参考文献:

1. 卞志村、杨源源:《结构性财政调控与新常态下财政工具选择》,《经济研究》2016年第3期。
2. 程璐:《货币政策与宏观审慎政策的效用结果研究——基于新凯恩斯 DSGE 模型》,《当代经济科学》2015年第6期。
3. 范从来、高洁超:《银行资本监管与货币政策的最优配合:基于异质性金融冲击视角》,《管理世界》2018年第1期。
4. 荆中博、方意:《中国宏观审慎政策工具的有效性和靶向性研究》,《财贸经济》2018年第10期。
5. 况伟大:《预期、投机与中国城市房价波动》,《经济研究》2010年第9期。
6. 刘甲炎、范子英:《中国房产税试点的效果评估:基于合成控制法的研究》,《世界经济》2013年第11期。
7. 李波:《构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架》,中国金融出版社 2018 年版。
8. 李永友、丛树海:《居民消费与中国财政政策的有效性:基于居民最优消费决策行为的经验分析》,《世界经济》2006年第5期。
9. 王爱俭、王璟怡:《宏观审慎政策效应及其与货币政策关系研究》,《经济研究》2014年第4期。
10. 王锦阳、刘锡良:《住宅基本价值、泡沫成分与区域溢出效应》,《经济学(季刊)》2014年第4期。
11. 王敏、黄滢:《限购和房产税对房价的影响:基于长期动态均衡的分析》,《世界经济》2013年第1期。
12. 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。
13. 王永钦、包特:《异质交易者、房地产泡沫与房地产政策》,《世界经济》2011年第11期。

14. 岳树民、李静:《对我国劳动、资本、消费课税的比较及分析》,《涉外税务》2011年第6期。
15. 中国经济增长前沿课题组:《城市化、财政扩张与经济增长》,《经济研究》2011年第11期。
16. 曾繁荣:《房产税和房价波动关系研究——来自美国的证据》,《金融发展评论》2017年第3期。
17. 张宇、刘洪玉:《美国住房金融体系及其经验借鉴——兼谈美国次贷危机》,《国际金融研究》2008年第4期。
18. Alpanda, S. , & Zubairy, S. , Addressing Household Indebtedness: Monetary, Fiscal or Macroprudential Policy? . *European Economic Review*, Vol. 92, 2017, pp. 47 – 73.
19. Crowe, C. W. , Dell, A. G. , & Igan, D. , How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, No. 3, 2013, pp. 300 – 319.
20. Fang, H. , Gu, Q. , & Xiong, W. , Demystifying the Chinese Housing Boom. NBER Macroeconomics Annual, No. 30, 2016.
21. Forni, L. , Monteforte, L. , & Sessa, L. , The General Equilibrium Effects of Fiscal Policy: Estimates for the Euro Area. *Journal of Public Economics*, Vol. 93, No. 3 – 4, 2009, pp. 559 – 585.
22. Landau, J. P. , Bubbles and Macroprudential Supervisor. Remarks at the Joint Conference on the Future of Financial Regulation, Banque de France and Toulouse School of Economics (TSE) , Paris, Jan. 28, 2009.
23. Miao, J. , Wang, P. , & Zhou, J. , Asset Bubbles, Collateral, and Policy Analysis. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 76, No. 1805, 2015, pp. 57 – 70.

The Choice of China's Real Estate Long-Term Regulatory Paradigm: The Property Tax Policy or the Macro-Prudential Policy?

YANG Yuanyuan (Nanjing Audit University, 211815)

JIA Pengfei (Nanjing University, 210093)

GAO Jiechao (Shanghai University of International Business and Economics, 201620)

Abstract: The report to the 19th CPC National Congress clearly points out that China's economy has shifted from a stage of rapid growth to a stage of high-quality development, and improving the ability to guard against and defuse major risks is an inevitable requirement for promoting high-quality economic development. In this paper, a multi-sector DSGE model is constructed to systematically analyze and compare two types of long-term regulatory policies, namely the macro-prudential policy and the property tax policy, in fending off the real estate risks and promoting the healthy development of the real estate market. The research shows that both the macro-prudential policy and the property tax policy can effectively curb the housing price rise, but the latter is obviously superior; the latter can crowd out the rigid demand, the trade-up demand and the profit-seeking demand in the housing market, while the former can effectively stimulate the rigid demand and the trade-up demand while inhibiting the profit-seeking demand. In view of that the property tax policy is more effective in restraining the irrational rise of housing price and the macro-prudential policy is more consistent with the policy connotation that "housing is for living in, not for speculation," this paper argues that the government should flexibly select the desirable long-term regulation paradigm of real estate according to the characteristics of market development. To be specific, we should adopt the property tax policy to regulate the real estate market when the house prices are rising too fast, and the macro-prudential policy when the house prices are only modestly rising.

Keywords: Real Estate Risk, Macro-Prudential Policy, Property Tax Policy, DSGE Model

JEL: E58, R31, C61

责任编辑:非同