

# 公众预期、政策协调与房地产 金融宏观审慎政策有效性

肖争艳 武佳慧 江 艳

房地产业作为连接实体经济与金融体系的关键行业，其稳定关乎居民福祉与社会发展。近年来，我国房地产市场供求关系发生重大变化，预期转弱、有效需求不足等问题日益凸显。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出推动房地产高质量发展，统筹推进房地产风险有序化解，2026年《政府工作报告》与2025年中央经济工作会议强调要着力稳定房地产市场。在这一背景下，改善预期是稳定房地产市场的关键，而加强房地产金融宏观审慎管理是构建房地产发展新模式的重要抓手。

传统的房地产金融宏观审慎政策（MPR）主要通过调节信贷条件和风险管理要求抑制市场过热、防范金融风险。已有研究表明，以贷款价值比为代表的房地产金融宏观审慎政策在收紧阶段能够有效抑制信贷扩张和房价上涨。然而，在房地产市场迈入转型调整与风险出清并存的新阶段，MPR的政策目标与实施环境均发生了重要转变。下行风险逐渐成为新的主要风险点，MPR的调控重心由抑制上涨转向止跌回稳与防范风险传染。与此同时，公众房价预期的变化也给MPR有效性带来挑战。尤其在市场下行阶段，悲观预期显著强化，这种结构性预期逆转可能阻碍政策效果传导。为有效做好预期管理，政策沟通与宏观政策协调已成为完善宏观调控的重要内容。然而，现有文献对公众房价预期管理的研究相对不足，特别是在MPR框架下关于房地产政策沟通与政策协调效果的研究仍较为缺乏。

在这一背景下，本文围绕公众预期、政策协调与房地产金融宏观审慎政策效果的关系展开研究。首先，构建包含公众房价预期的

DSGE 模型，从理论角度分析公众预期对 MPR 效果的影响，并讨论政策沟通与货币政策协调对 MPR 效果的调节作用，提出与本文研究相关的三个理论命题。其次，结合央行城镇储户调查中的公众房价预期数据，以及基于监管当局政策沟通文本构建的房地产政策沟通强度与政策沟通一致性指标，采用局部投影方法对上述理论命题进行实证检验。

研究发现，第一，MPR 对房价缺口具有显著的逆周期调节作用，但顺周期的房价预期会削弱上述政策效果。乐观预期在房地产上行阶段会削弱紧缩 MPR 效果，悲观预期则会在房地产下行阶段削弱宽松 MPR 效果。第二，房地产政策沟通对于 MPR 效果的提升具有重要意义。增加政策沟通频率有助于降低预期分歧，提升 MPR 生效的及时性和持续性，保持政策沟通与政策操作的取向一致则有助于提升 MPR 有效性。第三，保持 MPR 与货币政策的取向一致性有助于提升 MPR 效果，但 MPR 的逆周期调控效应具有方向差异性与货币政策区制依赖性。其中，紧缩 MPR 效果整体优于宽松 MPR 效果。紧缩 MPR 与紧缩数量型货币政策配合有助于更好地抑制房价上涨风险，宽松 MPR 与宽松价格型货币政策配合则有助于更好地缓解房价下行压力并减弱公众预期对政策效果的负面影响。

本文的边际贡献主要体现在三个方面：第一，将公众房价预期纳入房地产金融宏观审慎政策分析框架，拓展了房地产调控领域的预期分析框架。第二，在政策目标转型背景下，以房价缺口作为逆周期调控目标，在兼顾上行风险的同时将下行风险纳入考量，丰富了房地产金融宏观审慎政策效果的识别视角，弥补了现有研究对下行阶段政策效果关注不足的局限。第三，将政策沟通与货币政策协调引入房地产金融宏观审慎政策分析，外延了房地产政策协同的实证研究边界。基于文本主题模型与大语言模型构建的房地产领域政策沟通测度框架，也丰富了相关领域的实证研究方法和数据基础。

基于上述结论，本文提出三点政策建议。第一，构建适配预期转弱阶段的 MPR 响应机制，提升政策的前瞻性与稳定性。在房地产

深度调整背景下，应强化对公众房价预期的系统性管理。通过微观调查与大数据分析完善预期监测体系，即时把握公众房价预期的动态变化。深入挖掘预期的影响因素，提前锚定预期方向。将公众预期纳入MPR的政策反应函数，以更加精准地把握政策时点与力度，防止陷入“预期转弱—信贷收缩—房价下跌”的负向循环。

第二，强化房地产领域的政策沟通机制，重点增强政策沟通与政策操作的取向一致性。有效的政策沟通有助于提高监管部门的政策透明度，减少公众对经济发展形势和趋势的误判，缓解公众预期的异质性波动。政策沟通与政策操作保持“言行一致”则是政策生效的前提，能够确保政策信息有效引导市场预期，转化为稳定的市场预期锚定。因此，监管部门应更加注重信息披露的有效性与一致性，避免因政策立场不清晰而向市场释放混杂信号、诱发观望情绪。通过构建持续、制度化的房地产政策沟通机制，以稳定、明确且前后一致的政策信号引导公众预期，方能为房地产金融宏观审慎政策效果的充分发挥创造良好的预期环境。

第三，强化货币政策与MPR的协调配合，并考虑数量型与价格型工具的功能差异。紧缩数量型货币政策与紧缩MPR形成合力有助于更好地抑制房价扩张，宽松价格型货币政策与宽松MPR的有机配合有助于更好地缓解房价下跌并稳定公众房价预期。因此，在不同时期应在数量型货币政策和价格型货币政策间有所侧重。在当前市场环境下，建议充分利用宽松价格型货币政策与MPR的有机配合，发挥稳定预期对稳定房价的驱动作用。此外，应在多政策协调的框架下建立不同政策变量互动的模拟体系，从而精准把握最佳的政策力度，实现对政策空间的有效利用，避免政策空间挤出或政策效果的相互抵消，确保政策组合的整体效果最大化。

# 《公众预期、政策协调与房地产金融宏观审慎政策有效性》附录

## 附录 1 理论命题证明

(一) 命题 1 的证明

借款者的住房 FOC 为  $u_{c,t}Q_t - \beta^B \mathbb{E}_t^p[u_{c,t+1}Q_{t+1}(1 - \delta_h)] = \psi_h u_{c,t} v_h(H_t^B) + \mu_t m_t \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1})$ , 其隐函数形式为:

$$\Phi(Q_t; m_t, \dots) \equiv \underbrace{u_{c,t}Q_t - \beta^B \mathbb{E}_t^p[u_{c,t+1}Q_{t+1}(1 - \delta_h)]}_{\equiv L_t} - \underbrace{(\psi_h u_{c,t} v_h(H_t^B) + \mu_t m_t \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1}))}_{\equiv R_t} = 0$$

给定正则条件:  $u_c > 0, u_{cc} < 0, v_h > 0, v_{hh} < 0$ , 则在稳态邻域内  $\Phi_Q \equiv \frac{\partial \Phi}{\partial Q_t} > 0$  即净持有

成本随价格边际递增, 由隐函数定理可得:  $\frac{\partial Q_t}{\partial m_t} = -\frac{\Phi_m}{\Phi_Q} = \frac{\mu_t \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1})}{\Phi_Q} > 0$ 。由于房价缺口响应方

向与房价相同, 因此可得  $\frac{\partial q_t}{\partial m_t} = \frac{1}{Q_t} \frac{\partial Q_t}{\partial m_t} > 0$ , 故 MPR 收紧 ( $m_t \downarrow$ ) 显著降低房价缺口。

进一步考察公众预期偏差  $\delta_t$  的调节作用。一阶近似下  $\Phi_\delta < 0$ 。混合二阶导  $\Phi_{m\delta} = -\mu_t < 0$ 。

由隐函数定理求二阶偏导  $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t} = -\frac{\Phi_{m\delta} \Phi_Q - \Phi_m \Phi_{Q\delta}}{\Phi_Q^2} \approx -\frac{\Phi_{m\delta}}{\Phi_Q^2} > 0$ 。至此, 命题 1 得证。

(二) 命题 2 的证明

假设公众预期偏差演化方程为  $\delta_t = (1 - \rho_\delta) \bar{\delta}(\text{Cons}_t) + \rho_\delta \delta_{t-1} + \sigma_\delta(\text{Comm}_t) \varepsilon_t^\delta$ ,  $\mathbb{E}[\varepsilon_t^\delta] = 0, \text{Var}(\varepsilon_t^\delta) = 1, \sigma_\delta'(\cdot) < 0$ 。令住房价格由一阶条件隐式决定  $Q_t = g(\delta_t, Z_t)$  ( $Z_t$  代表其他状态), 在稳态邻域一阶近似下, 公众预期偏差  $\delta_t$  的方差为  $\text{Var}_t(\delta_t) = \sigma_\delta(\text{Comm}_t)^2$ 。

利用 Delta 方法 (一阶泰勒)  $\mathbb{E}_t[Q_t] \approx g(0, \bar{Z}) + g_\delta \mathbb{E}_t[\delta_t]$  可得房价的近似方差  $\text{Var}_t(Q_t) \approx g_\delta^2 \text{Var}_t(\delta_t)$ 。对  $\text{Comm}_t$  求偏导:  $\frac{\partial \mathbb{E}_t[Q_t]}{\partial \text{Comm}_t} = g_\delta \cdot \frac{\partial \mathbb{E}_t[\delta_t]}{\partial \text{Comm}_t} = 0$ ,  $\frac{\partial \text{Var}_t(Q_t)}{\partial \text{Comm}_t} = g_\delta^2 \cdot \frac{\partial \text{Var}_t(\delta_t)}{\partial \text{Comm}_t} < 0$ 。同时  $\psi_t = -$

$\Phi_m / \Phi_Q = \psi(\delta_t, Z_t)$  在稳态邻域可微, 做一阶泰勒:  $\psi_t \approx \psi(0, \bar{Z}) + \psi_\delta \cdot \delta_t$ 。同理可证  $\frac{\partial \mathbb{E}_t[\psi_t]}{\partial \text{Comm}_t} =$

$\psi_\delta \cdot \frac{\partial \mathbb{E}_t[\delta_t]}{\partial \text{Comm}_t} = 0$ ,  $\frac{\partial \text{Var}_t(\psi_t)}{\partial \text{Comm}_t} = \psi_\delta^2 \cdot \frac{\partial \text{Var}_t(\delta_t)}{\partial \text{Comm}_t} < 0$ 。命题 2 (a) 得证。

接下来考察一致性  $\text{Cons}_t$  对 MPR 调控效果  $\frac{\partial Q_t}{\partial m_t}$  的影响。由链式法则:  $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial \text{Cons}_t} = \frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t} \cdot \frac{\partial \delta_t}{\partial \text{Cons}_t}$

$\frac{\delta_{\text{Cons}}}{\delta_t} < 0$ ,  $\frac{\partial^3 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t \partial \text{Cons}_t} = \frac{\partial^3 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t^2} \cdot \frac{\delta_{\text{Cons}}}{\delta_t}$ 。再由隐函数定理  $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t} \approx -\frac{\Phi_{m\delta} \Phi_Q}{\Phi_Q^2} = -\frac{-\mu_t \Phi_Q}{\Phi_Q^2} = \frac{\mu_t}{\Phi_Q}$  对  $\delta_t$

求导  $\frac{\partial^3 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t^2} \approx \frac{1}{\Phi_Q} \frac{\partial \mu_t}{\partial \delta_t} - \frac{\mu_t}{\Phi_Q^2} \frac{\partial \Phi_Q}{\partial \delta_t} \approx \frac{\mu_\delta}{\Phi_Q}$  又  $\mu_\delta \equiv \partial \mu_t / \partial \delta_t \geq 0, \Phi_Q > 0$  得 (A)  $\geq 0$ 。从而  $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial \delta_t \partial \text{Cons}_t} < 0$ ,

命题 2 (b) 得证。

(三) 命题 3 的证明

考察利率  $x \in \{i_t, i_t'\}$  对 MPR 效果的影响, 由隐函数定理:  $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial x} = -\frac{\Phi_{mx} \Phi_Q - \Phi_m \Phi_{Qx}}{\Phi_Q^2}$ 。接下

来分别考察 A 与 B 的符号。

对于 B 而言， $\Phi_{Qx} > 0$  (利率上升提高“价格边际系数”)。 $\Phi_Q = \frac{\partial L_t}{\partial Q_t} - \frac{\partial R_t}{\partial Q_t} = u_{c,t} - 0 = u_{c,t}$ ,

因利率上升使  $u_{c,t}$  增大 (跨期替代)，故  $\Phi_{Qi} \equiv \frac{\partial \Phi_Q}{\partial i_t} = \frac{\partial u_{c,t}}{\partial i_t} > 0, \Phi_{Qit} > 0$ ，于是  $\Phi_{Qx} > 0, -\Phi_m \Phi_{Qx} > 0$ 。

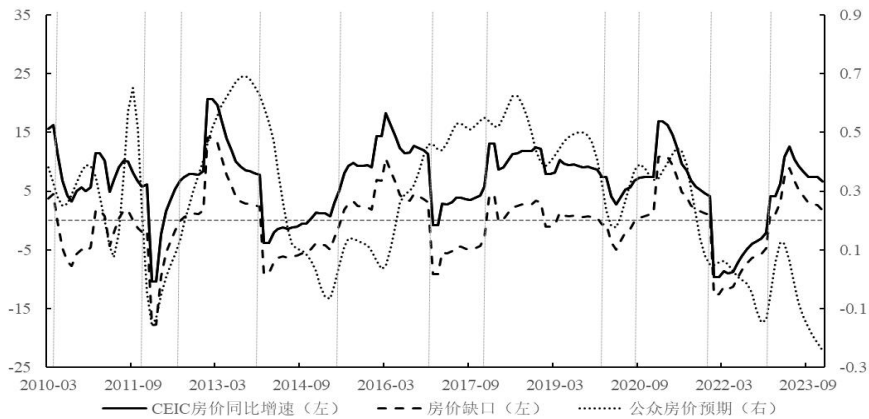
对于 A 而言， $\Phi_{mx}$  的符号 (“资金价格→抵押通道”) 可通过下式判断：

$$\Phi_m = -\mu_t \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1}) \Rightarrow \Phi_{mx} = -\left( \underbrace{\mu_x \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1})}_{\geq 0} + \underbrace{\mu_t \frac{\partial \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1})}{\partial x}}_{\leq 0} \right).$$

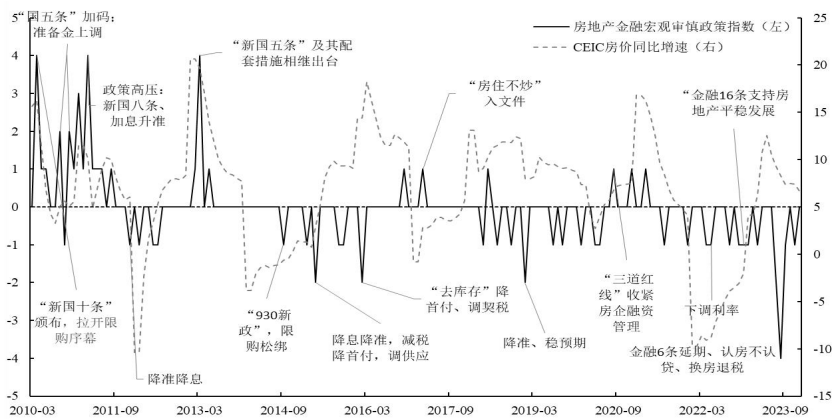
可见，利率上升会一方面会让预算更紧→抵押约束更可能绑定  $\Rightarrow \mu_x \geq 0$ ；另一方面会通过贴现/融资成本抑制未来房价的合理预期  $\Rightarrow \partial \mathbb{E}_t^p(Q_{t+1}) / \partial x \leq 0$ 。因此括号内的两项合并后的符号取决于利率在上述两条渠道中的影响强弱，当预期渠道的管理效应强于抵押约束渠道效应时，则有  $\Phi_{mi} \geq 0, \Phi_{mit} \geq 0$ 。据此可得  $\Phi_{mx} \geq 0, \Phi_{mx} \Phi_Q \geq 0$ ，则在此条件下， $\frac{\partial^2 Q_t}{\partial m_t \partial x} = -$

$\frac{\Phi_{mx} \Phi_Q - \Phi_m \Phi_{Qx}}{\Phi_Q^2} < 0, x \in \{i_t, i_t^l\}$ 。至此命题 3 得证。

## 附录 2 关键变量走势及描述性统计结果



附图 1 房价同比增速、房价缺口与公众房价预期的时间序列趋势图

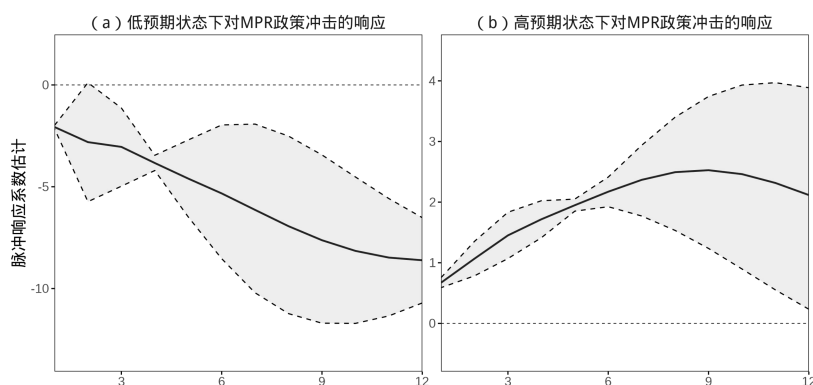


附图 2 房地产金融宏观审慎政策指数 MPR 走势

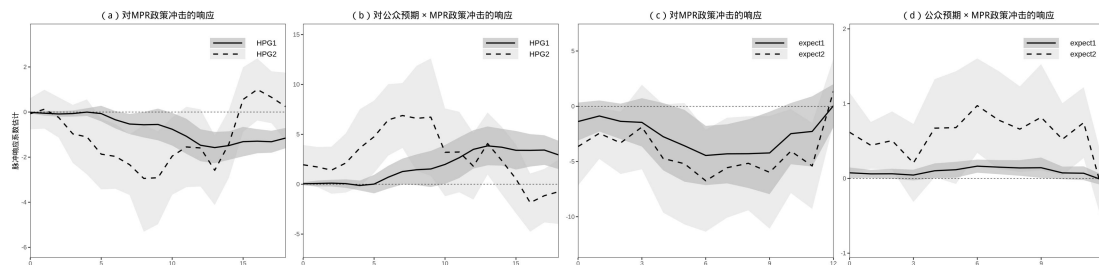
附表 1 变量描述统计表

| 变量            | 符号     | 均值      | 标准差     | 最小值      | 最大值     | 样本量 |
|---------------|--------|---------|---------|----------|---------|-----|
| 房价缺口          | HPG    | -0.3140 | 5.7160  | -17.8385 | 14.1484 | 166 |
| 房地产金融宏观审慎政策冲击 | shock  | 0.0000  | 0.7510  | -3.3106  | 3.2805  | 166 |
| 公众房价预期        | expect | 0.2781  | 0.2320  | -0.2431  | 0.6927  | 166 |
| 工业增加值增速       | IP     | 8.0424  | 5.0120  | -6.1250  | 21.7700 | 166 |
| 消费者价格同比增速     | CPI    | 2.2619  | 1.4027  | -0.3700  | 6.2224  | 166 |
| 居民人均收入同比增速    | IC     | 6.0083  | 2.7984  | -3.6031  | 12.2018 | 166 |
| 对数人口          | LPO    | 11.5063 | 0.0192  | 11.4745  | 11.5233 | 166 |
| 老龄化指数         | AGI    | 69.1807 | 11.9090 | 53.4337  | 93.9860 | 166 |
| 对数房地产开发施工面积   | LHS    | 11.3050 | 0.6964  | 9.5238   | 12.2761 | 166 |
| 对数房地产开发竣工面积   | LHC    | 10.5203 | 0.5761  | 9.2034   | 11.5433 | 166 |
| M2 同比增速       | M2     | 11.8735 | 3.0396  | 8.0000   | 21.1680 | 166 |
| 7 天质押式回购利率    | LR     | 2.4919  | 0.8204  | 1.1308   | 6.7084  | 166 |
| 因城施策限购强度      | LB     | 2.8816  | 0.8870  | 0.0000   | 3.4918  | 166 |

附录 3 内生性及稳健性检验结果

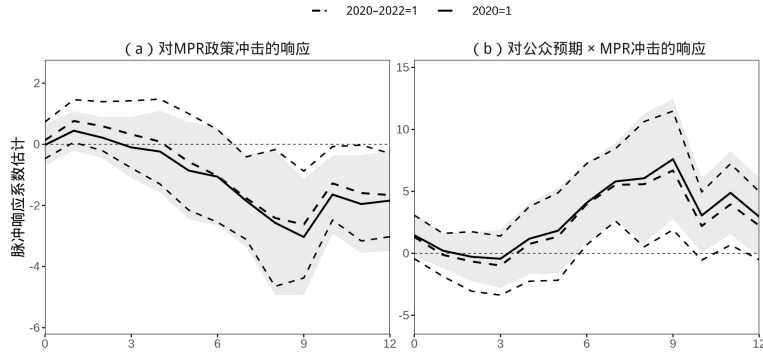


附图 3 T-FAVAR 模型下房价缺口对 MPR 冲击的脉冲响应



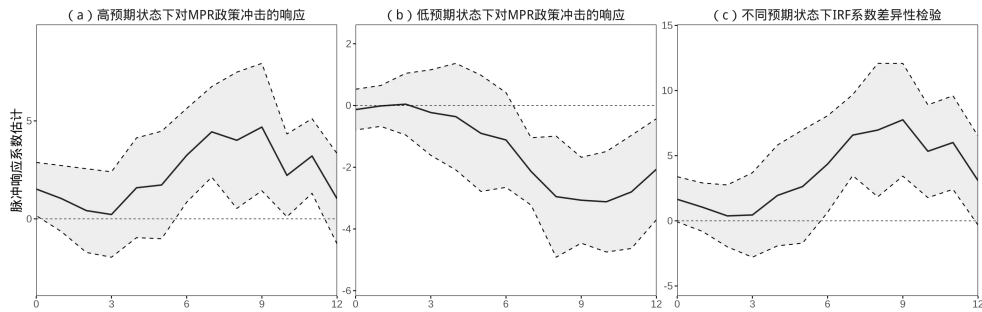
附图 4 替换房价缺口和公众房价预期指标指标的稳健性检验结果

注：HPG1 为中国 70 个大中城市二手房价格指数计算的新房价缺口，HPG2 为房价同比增速；expect1 为预期房价上涨的比例，expect2 为基于概率法计算的房价预期指标。



附图 5 控制疫情结构性影响的脉冲响应系数估计结果

注：实线和灰色阴影带是将 2020 年作为疫情时期的估计结果，虚线和虚线置信区间是将 2020~2022 年作为疫情时期的估计结果。



附图 6 状态依存模型下的稳健性检验结果

注：图（c）脉冲响应系数差异的置信区间由 Newey-West 调整的 HAC 协方差矩阵估计得到。

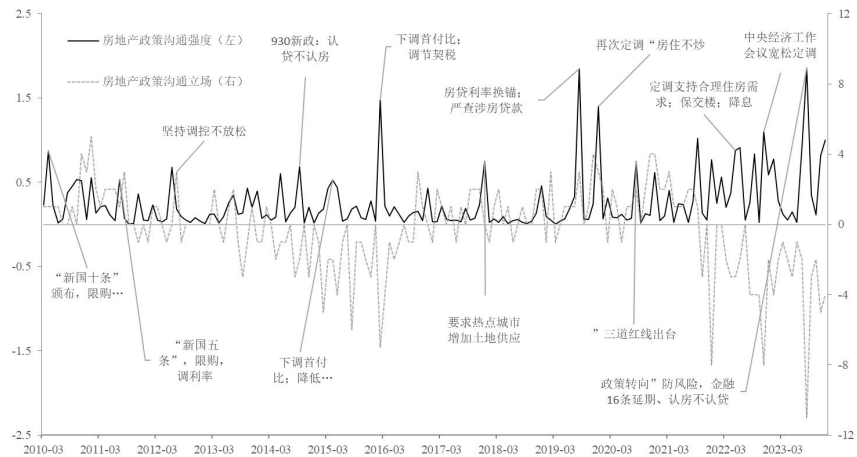
#### 附录 4 房地产政策沟通测算过程及结果

附表 2 KeyATM 文本主题及关键词估计结果

| 文本主题         | 主题关键词   |
|--------------|---|
| 1.房地产市场      | 市场、 <b>房地产</b> 、住房、房贷、利率、利率、 <b>预期</b> 、 <b>lpr</b> 、货币政策、养老、资金、投资、财政、收入、需求、管理、预算、债务、借款、居民  |
| 2.绿色金融       | <b>绿色</b> 、市场、 <b>科技</b> 、金融机构、管理、 <b>技术</b> 、环境、开放、产业、转型、标准化、 <b>生态</b> 、试点、试验区、资源、投资、 <b>节能</b> 、信息化、区域、 <b>气候</b>                              |
| 3.经济基本面      | 贷款、人民币、余额、债券、存款、 <b>社会融资规模</b> 、消费、 <b>实体经济</b> 、融资、市场、非金融、 <b>投资</b> 、 <b>供应</b> 、 <b>通胀</b> 、利率、本外币、同业拆借、存量                                     |
| 4.货币政策       | <b>利率</b> 、市场、 <b>货币政策</b> 、金融机构、 <b>流动性</b> 、 <b>回购</b> 、预期、贷款、平稳、信贷、基点、存款准备金、均衡、总量、票据、成本、贬值、供求、   |
| 5.金融稳定       | 资本、资产、 <b>金融机构</b> 、投资、国际、 <b>金融稳定</b> 、 <b>金融风险</b> 、 <b>金融危机</b> 、 <b>宏观审慎</b> 、互联网、 <b>监测</b> 、金融业、 <b>金融监管</b> 、压力、资金、 <b>金融体系</b>            |
| 6.跨境资本流动与全球化 | 人民币、 <b>国际</b> 、市场、 <b>外汇</b> 、投资、 <b>跨境</b> 、贸易、货币、全球、 <b>汇率</b> 、境外、管理、 <b>g2</b> 、 <b>全球经济</b> 、互换、 <b>顺差</b> 、储备、清算、 <b>日元</b> 、境内、 <b>本币</b> |
| 7.普惠金融       | <b>小微企业</b> 、信用、融资、市场、 <b>普惠金融</b> 、 <b>普惠小微贷款</b> 、民营企业、金融机构、中小企业、激励、共享、征信、贷款、精准、供给、失信   |
| 8.乡村振兴与农业强国  | <b>农村</b> 、金融机构、贷款、 <b>扶贫</b> 、信贷、农业、试点、资金、再贷款、贫困地区、 <b>三农</b> 、 <b>农户</b> 、信用、 <b>涉农</b> 、 <b>脱贫</b> 、商业、农民、 <b>支农</b> 、 <b>县域</b>               |

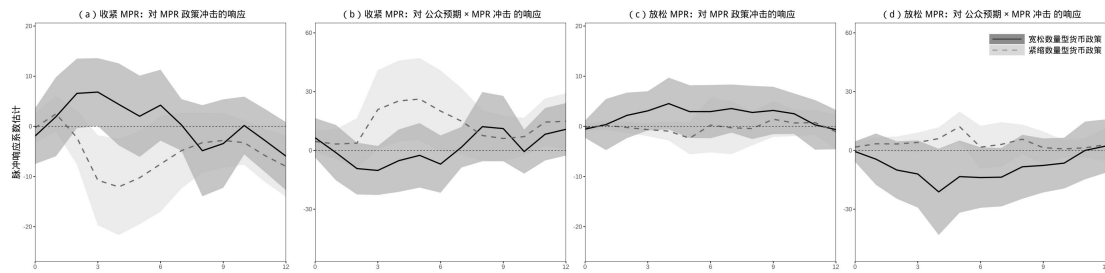
|         |   |
|---------|---|
| 9.支付体系  | 支付、 <b>银行卡</b> 、 <b>现金</b> 、支付机构、 <b>人民币</b> 、管理、清算、商业、 <b>支付业务</b> 、 <b>备付金</b> 、 <b>商户</b> 、网络、开户、消费、受理、 <b>资金</b> 、 <b>电子</b> 、 <b>假币</b>  |
| 10.疫情   | <b>疫情</b> 、 <b>防控</b> 、 <b>国库</b> 、 <b>小微企业</b> 、再贷款、就业、市场、恢复、延期、 <b>精准</b> 、 <b>成本</b> 、 <b>复工</b> 、 <b>生产</b> 、 <b>财政</b> 、 <b>复产</b> 、 <b>新冠肺炎</b> 、 <b>供应</b> 、 <b>预算</b> 、 <b>冲击</b>   |
| 11.常规描述 | <b>市场</b> 、 <b>价格</b> 、 <b>资本</b> 、 <b>商业</b> 、 <b>资产</b> 、 <b>资金</b> 、 <b>平稳</b> 、 <b>需求</b> 、 <b>管理</b> 、 <b>收入</b> 、 <b>投资</b> 、 <b>生产</b> 、 <b>消费</b> 、 <b>指数</b> 、 <b>金融机构</b> 、 <b>压力</b> 、 <b>回落</b> 、 <b>货币</b> 、 <b>出口</b> 、 <b>债券</b> |

注：表中为非关键词主题数量 $k = 3$ 时的识别结果。主题关键词 $n$ 按其在主题 $i$ 中的分布期望 $E[\hat{\phi}_{i,n}|W, \hat{\theta}_{i,D}, D]$ 由大至小进行排序，粗体关键词为先验关键词，鉴于篇幅限制本表只列出各主题中出现频率较高的关键词。

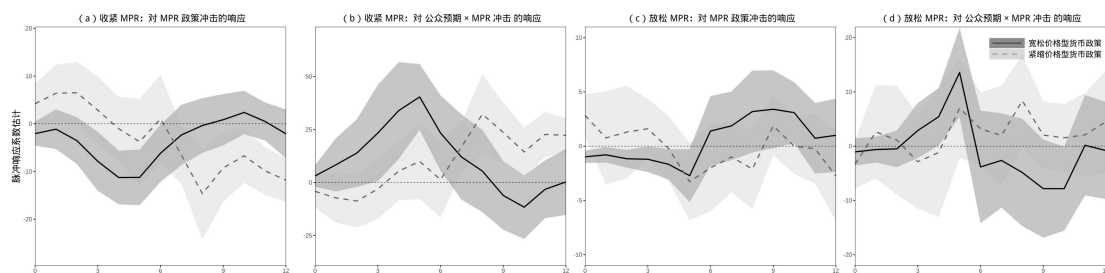


附图 7 房地产政策沟通强度与政策沟通立场

### 附录 5 货币政策协调效应分析结果



附图 8 不同数量型货币政策力度下房价缺口对 MPR 冲击的脉冲响应



附图 9 不同价格型货币政策力度下房价缺口对 MPR 冲击的脉冲响应