

房地产市场对银行收益的系统性影响研究^{*}

——以美国、中国香港、中国大陆市场为例

李 宏, 曹 宁

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘 要: 文章研究了三地上市银行和房地产公司股票之间的收益关系, 发现三个市场的银行股票收益都显著地受到房地产股票波动的影响, 并且利用三地数据的结构化差异点, 确定了次贷危机发生作用的时点。对比次贷危机前后的三个市场银行股和房地产股票收益的关系后发现, 代表银行股收益对房地产股波动敏感性的回归系数在次贷危机后均有所增大, 显示美国和中国的银行业所面临的房地产风险已经由非系统性风险转变为系统性风险, 其风险敞口在加大。

关键词: 房地产; 按揭抵押贷款; 次贷危机

中图分类号: F832.33 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)11-0125-11

一、引 言

房地产业是典型的资本密集型行业, 其中银行贷款是房地产业资金的主要来源之一。银行贷款对房地产业显示出突出的重要性, 主要缘于: 一方面作为资金密集型行业的房地产业需要银行的信贷支持; 另一方面, 房地产业本身的高利润以及抵押贷款的相对安全性, 促使房地产贷款往往能成为银行业的优质资产, 从而为银行带来丰厚利润, 因此银行长期以来都把房地产抵押贷款和房地产企业融资贷款作为自身的优质业务。但是, 需要注意的是, 房地产价格持续上涨的趋势很容易使银行放松对其风险的警惕, 而导致大量信贷资金流入房地产市场。一旦房地产价格上涨的势头发生逆转, 抵押贷款者就会行使蕴含在抵押贷款中的“看跌期权”, 发生违约行为, 放弃价值大幅下跌的抵押物, 将房价下跌的损失转嫁给银行, 这必然会影响到银行的流动性和清偿力。特别由于资产证券化的推行, 致使风险在更广阔的范围内传播, 从而有可能给经济带来更为严重的负面影响。

二、文献综述

在国际上, 学术界非常重视银行业与房地产业关系的实证研究。目前的

收稿日期: 2009-06-01

基金项目: 国家社会科学基金项目(09CJY082)

作者简介: 李 宏(1970—), 男, 湖北武汉人, 上海财经大学金融学院副教授, 博士;

曹 宁(1984—), 男, 辽宁大连人, 上海财经大学金融学院硕士。

研究主要集中在:(1)个人住房抵押贷款微观特征研究。这些微观特征研究主要集中在三个维度上,即融资风险维度、财产风险维度和借款人风险维度。(2)模型定量分析。应用各种模型分析宏观和微观指标特征与住房抵押贷款违约风险之间的关系,为进一步降低银行住房抵押贷款风险、建立科学合理的指标体系提供了科学依据。(3)个人住房抵押贷款一、二级市场互动研究。(4)银行股和房地产股票收益互动关系研究。Mei J 和 A Saunders(1994)指出银行风险溢价的变化部分由利率和房地产市场情况决定,并且 20 世纪 80 年代房地产市场因素对商业银行有重要影响。He 等人(1996)指出,银行股的收益率对于地产股的收益波动敏感性很强。Peek 和 Rosengren(1994)发现银行由于参与发放高风险的房地产贷款,因此可能会遭受巨大的资本损失。Peek 和 Rosengren(1996)指出,在银行监管机构采取正式的监管措施后,资本充足率较低的银行会显著降低房地产信贷。Ghosh, Guttery 和 Sirmans 指出在有关房地产市场负面消息公布之时,金融机构的股价会显著下降,两者之间存在明显的正相关效应。Hancock 和 Wilcox 在 1993 年、1994 年以及 1997 年完成了关于银行信贷和房地产市场活动关系的文章。总结起来,他们发现 20 世纪 90 年代银行信贷的下降主要是由房地产市场的问题引起的。另外,他们还发现银行资金量的下降会减少私人客户的住房信贷规模,扩大机构房地产信贷规模,而银行信贷危机则无论对机构房地产还是私人房地产投资来说都会产生显著影响。William Poole(2003)就美国当时的房地产按揭贷款占总贷款的高额比率而言,认为住宅市场融资出现任何不稳定问题,不仅会给房地产市场带来巨大影响,而且甚至会危及整体经济的运行。

Sandeep, Anthony 和 Anand(2003)运用独特的银行贷款数据来检验当借款人遭遇财务困境时贷款银行的财富效应。结果发现,当主要的公司借款人违约或破产时,银行当期都会公布大额减值准备或损失。借款企业中陷入财务困境的比例越大,相对应的银行公布负收益的时间就越长。Quigley(2001)指出,东南亚地区的房地产活动引发了 1997 年的危机。他认为房地产市场监管的改进以及金融机构对房地产贷款监管的完善有利于防止类似泡沫的产生。Lu 和 Yu(1999)指出在中国台湾房地产市场对于银行股票估值具有重要作用。Chiuling 和 Raymond(2005)详细分析了东南亚七个国家的银行股和地产股收益关系,并且对比发现东南亚金融危机前后,这七个国家的银行股和地产股收益关系具有显著差异。

国内专家同样做过不少房地产业与银行业相关关系及其影响的研究,只是结合本次金融危机的研究还不多。既有研究主要集中在:(1)对于国外房地产金融制度的借鉴和国内房地产金融未来发展之路的探讨,以及对国外房地产金融的模式、经验和现状的探讨。张宇、刘洪玉(2008)从美国房地产金融体系的发展历史和现状特点出发,重点分析了公共住房政策在美国住房金融体

系中的作用。戴秋菊(2008)对于我国房地产融资渠道和现状进行了分析,认为我国房地产业资金需求过度依赖银行贷款的现状不利于我国房地产业的未来发展,并对其他可能的融资渠道予以探讨。张艳(2008)分析了我国房地产上市公司的现状和问题,并提出我国房地产上市公司融资与发展的相关政策建议。(2)房地产贷款业务风险管理,即对各种按揭贷款业务中可能存在的风险识别、风险分类和风险应对进行研究。(3)美国次贷危机对我国房地产业及银行业的启示等。

我们在以往研究的基础上,侧重比较分析金融危机前后美国、中国香港和中国大陆三地的房地产市场收益变化对银行业的系统性影响,从而为银行控制外部系统性风险提供参考。

三、三地银行股和房地产股收益实证分析

(一)模型与数据。通过建立多变量模型来衡量银行股收益受地产股收益的影响程度,并对比美国、中国香港、中国大陆三个不同地区上市银行股和地产股相关性的差异。主要模型如下:

$$R_{jt} = \beta_{0j} + \beta_{mj} R_{mjt} + \beta_{lj} I_{jt} + \beta_{Rj} R_{Rjt} + e_{jt} \quad (1)$$

其中, R_{jt} 为在 t 时刻 j 地区的银行股投资组合的收益率; R_{mjt} 为 t 时刻 j 地区的市场投资组合(通常意义上的“大盘”)的收益率; I_{jt} 为 t 时刻 j 地区的利率; R_{Rjt} 为 t 时刻 j 地区的房地产资产组合的收益率; β_{mj} 、 β_{lj} 、 β_{Rj} 为待估计的系数,它们分别表示其他自变量不变时,银行股投资组合收益率受市场投资组合收益率、利率、房地产投资组合收益率的影响程度。 β_{0j} 为常数项, e_{jt} 为残差。模型(1)借鉴了2005年Yuan Ze和Chung-Li研究地产股对银行股影响时采用的三因素模型。同时,模型(1)也是Booth(1985)、Brewer和Lee(1990)以及Kohers和Nagy(1991)文章中两因素模型的一个拓展,这三篇文章都是研究利率水平和市场整体收益率在多大程度上影响银行股收益率的问题。由于利率水平也是房地产市场的重要影响因素之一,而房地产股的涨跌往往在很大程度上又影响整个大盘的走势,因此该模型可能存在一定的多重共线性问题。Yuan Ze和Chung-Li(2005)的实证研究发现,模型(1)中的三个自变量能够很好地涵盖影响银行股收益率变化的各种因素,其他没包括在模型中的影响因素在统计上并不显著。

美国和中国香港的数据,主要通过Bloomberg数据终端获得。采用2005年1月1日至2008年9月17日的各个交易日的日数据。中国大陆市场的数据来自Wind数据终端,采用2005年1月1日至2009年2月27日的各个交易日的日数据。同时,利用三个地区最具代表性的股票指数来近似地反映该地区市场投资组合的收益情况:美国市场采用标准普尔500指数;中国香港市场采用恒生指数;中国大陆市场则选用上证综指。^①利率采用最具代表性、交

易最活跃的 3 个月银行间拆借利率来表示,美国市场采用的是 3 月期 LIBOR 利率,中国香港市场采用的是 3 月期 HIBOR 利率,中国大陆市场采用的是 3 月期 CHIBOR 利率。美国和中国香港市场的房地产股投资组合,采取按股票市值加权平均方法编制指数,再计算该房地产指数的日收益率。用 $P_{k,j,t}$ 表示 t 天在 j 市场中的房地产公司 k 的收盘价, $N_{k,j,t}$ 表示 t 天在 j 市场中房地产公司 k 流通股数量, t 天 j 市场房地产投资组合市值 $MV_{j,t}$ 表示如下:

$$MV_{j,t} = \sum_{k=1}^M P_{k,j,t} \times N_{k,j,t} \tag{2}$$

则 j 市场房地产投资组合的日收益率可表示为:

$$R_{Rjt} = \ln(MV_{j,t}) - \ln(MV_{j,t-1}) \tag{3}$$

美国和中国香港银行股投资组合的日收益率计算方法,与房地产投资组合的日收益率计算方式相同。仅选取在标普 500 指数成分股中的银行股和房地产股作为美国市场银行股和房地产股的样本,其中银行股 23 家,地产股 15 家。中国香港市场中,上市商业银行有 17 家,上市房地产公司有 109 家。

中国大陆市场的收益率计算方法略有不同,没有利用公式(2)编制指数,而是直接利用 Wind 二级行业指数中的“银行指数”和“房地产指数”,采用公式(3)计算出相应的日收益率。Wind 指数成分与行业成分保持一致,以流通股作为权重加权平均。其指数编制方式基本与上文指数的编制方式一致。Wind 指数基期为 1999 年 12 月 31 日,基点为 1 000 点。

表 1 三个市场收益率的描述统计

	最小值	最大值	平均数(100)	标准差
银行收益率				
美国	-0.127	0.176	-0.044	0.019
中国香港	-0.086	0.090	0.027	0.013
中国大陆	-0.104	0.109	0.095	0.026
市场收益率				
美国	-0.048	0.042	0.001	0.009
中国香港	-0.091	0.102	0.028	0.015
中国大陆	-0.093	0.090	0.051	0.021
房地产收益率				
美国	-0.099	0.103	0.095	0.028
中国香港	-0.066	0.084	-0.043	0.016
中国大陆	-0.110	0.086	0.037	0.017

表 2 各收益率间的相关性

	银行与地产收益率	银行与市场收益率	地产与市场收益率
美国	0.761***	0.775***	0.764***
中国香港	0.778***	0.837***	0.883***
中国大陆	0.715***	0.827**	0.833**

注:**、*** 分别表示在 5%、1%的水平下显著。下同。

(二)实证分析。表 1 和表 2 为数据的描述性统计。中国大陆市场收益率的标准差远大于美国和中国香港市场,这与中国股市从 2006 年起的牛市及此后的大跌行情相符合。受股权分置改革和人民币升值等多重利好因素的影响,上证综指从 2006 年初的 1 180 点上升至 2007 年 10 月 16 日最高点 6 124 点,此后受宏观经济走软、宏观调控趋紧以及“大小非”解禁等不利因素影响,股市一路下跌。2008 年 11 月时曾一度跌破 1 700 点。美国房地产股票投资日收益率的标准差远大于中国大陆和中国香港,这印证了美国楼市泡沫的破裂,致使房地产公司在这场金融危机中遭受沉重打击。而中国香港和中国大陆的房地产市场受到的冲击则相对有限。在这三个市场中,房地产收益率和银行收益率都具有显著的正相关性,在某种程度上说明银行股的涨跌受房地产股票涨跌的影响,银行的盈利状况受房地产市场的影响。三地的银行收益率、房地产收益率和市场收益率都存在显著的正相关性,意味着模型(1)中可能存在联立方程偏误。

表 3 2005 年至 2009 年整个数据区间内方程(1)回归系数

	常数项	市场收益率	拆借利率	房地产收益率	调整后的 R ²
美国	0.000 (0.001)	0.932*** (0.059)	0.000 (0.000)	0.437*** (0.032)	0.668
中国香港	0.001 (0.001)	0.775*** (0.027)	0.000 (0.000)	0.098*** (0.025)	0.824
中国大陆	0.000 (0.002)	0.948*** (0.040)	0.003 (0.047)	0.079*** (0.030)	0.686

(三)模型回归结果。通过对方程(1)的回归,我们可以得到银行股收益率相对于市场收益率、拆借利率、房地产股收益率变化的敏感性,即回归方程的系数。回归结果列示在表 3 中。从中可见,第一,三个市场回归方程的常数项均接近于零,并且不显著,说明“市场收益率”、“拆借利率”和“房地产收益率”这三个自变量所带来的信息,已经能够很完整地解释“银行收益率”这个因变量。换言之,没有被包括在方程(1)中,又可能对银行股涨跌产生影响的因素,其本身的影响力很小,且不显著。第二,对比其他系数,我们不难发现,在三地市场中,“市场收益率”的系数不仅显著而且最大,说明银行股影响最大的因素还是来自于市场本身。第三,拆借利率的系数都接近于零且不显著。该统计结果有悖于常理,一般来说,由于存款利率与贷款利率的息差是银行利润的主要来源之一,因此拆借利率水平本应对银行股的涨跌产生影响。对于这种现象有两种可能的解释:其一,可能是由于近年来政府对于银行等金融机构的监管加强所致;其二,可能是由于自变量之间存在较强的相关性(见表 3),当“拆借利率”和“房地产收益率”同时作为自变量时,方程(1)可能存在多重共线性问题。此时,“拆借利率”对于“银行收益率”的影响其实通过“房地产收益率”这个自变量已经显现出来。第四,“房地产收益率”这个自变量的系数为正,且

统计上显著。这说明银行业受到房地产市场表现的影响,正如我们在本次金融危机中看到的,房地产市场的泡沫破裂,将导致银行遭受灾难性的损失。第五,对比三地“房地产收益率”的系数发现,美国市场的系数最大(0.437),中国香港市场(0.098)和中国大陆市场(0.079)都很小,且较为接近。这主要是和三地商业银行在房地产市场中的参与程度不同有关。美国银行业参与房地产业发展的历史悠久且程度较深,与中国香港和中国大陆市场相比,其最明显的特点是具有发达的房地产抵押二级市场。

在表 2 中,我们看到对于公式(1)的回归中,中国香港“房地产收益率”的系数明显小于美国市场的回归系数,这是因为:其一,和美国市场相比,中国香港房地产市场在次贷危机中受到的冲击相对有限。房地产行业对于银行业的冲击自然也相对较小。其二,由于本次危机发源于美国而非中国香港本地,中国香港上市的银行所面临的房地产市场风险并非全部来自于中国香港的房地产企业。银行的一部分房地产风险是由于其资产组合中持有或变相持有与美国房地产市场相关的资产证券化产品所致。因此该回归系数相对较小。

(四)金融危机发生的时间点。本次由次贷危机带来的经济危机尚无一个公认的日期作为开始日,而且危机从何时对我国产生影响也尚无定论,本文通过 CHOW 检验来查找和验证美国、中国香港数据的结构性变化点,以此来界定危机的开始日期,目的是比较该时点前后金融市场受房地产市场影响的程度,由此确定该时点后房地产市场对金融市场的影响已由原来的非系统风险和个体性的影响演变为系统性风险和整体冲击。

对于美国次贷危机发生的开始日有很多说法,但较为被认可的是 2007 年 2 月 7 日。这天,美国次级抵押贷款市场最大参与者之一的汇丰银行,在伦敦发布一则声明,声明中称鉴于美国次级房屋抵押市场近期高涨的违约率,公司将大幅增加针对房贷市场的坏账准备金,并且指出其 2006 年的坏账将高达 105 亿美元,随后华尔街各大金融机构均报出高额次贷损失。以下我们通过 CHOW 检验来验证 2007 年 2 月 7 日前后两个子样本数据是否发生了结构性变化,以判断这一天作为美国次贷危机的开始日是否合适,结果见表 4。由表 4 可见,该检验结果在统计上是显著的,说明 2007 年 2 月 7 日前后两个子样本数据发生了结构性的变化,即该时间点作为危机发生的开始日是合理的。

表 4 美国市场 CHOW 检验结果

F-statistic	31.0444	Probability	0.0000
Log likelihood ratio	117.5218	Probability	0.0000

中国香港和中国大陆的情况较为不同,这两个市场不是危机的发源地,而是受传导冲击的两个市场。欧美金融危机对于中国香港和中国大陆的影响主要通过两个渠道产生影响:第一条危机传播渠道是进出口贸易,该渠道作用较为缓慢,从 2007 年危机一开始便悄然开始发生作用。美国和欧洲等经济体一直

是亚太地区市场的主要贸易伙伴。第二条危机传播渠道是金融体系,该传播途径表现得更加突然和剧烈,主要是从 2008 年 9 月 15 日雷曼宣布倒闭开始,香港金融监管局 2008 年 12 月公布的《货币与金融稳定情况半年报告》和中国人民银行公布的 2008 年第四季度《中国货币政策执行报告》中,都提到雷曼宣布倒闭的 2008 年 9 月中旬后,金融危机对两地市场产生显著的负面影响。

这里我们同样是通过 **CHOW** 检验来验证 2008 年 9 月 15 日前后中国香港的数据序列是否发生了结构性变化,从实证的角度来判断这场金融危机何时开始对中国香港市场产生显著影响。我们以 2008 年 9 月 16 日为分割点,对中国香港市场的数据做 **CHOW** 检验,得到的结果见表 5。由表 5 可

表 5 中国香港市场 CHOW 检验结果

F-statistic	66.70539	Probability	0.000000
Log likelihood ratio	238.9491	Probability	0.000000

见,次贷危机的影响从 2008 年 9 月中旬后在中国香港市场开始显著发生作用。

对中国大陆数据做 **CHOW** 检验,得到的结果如表 6 所示,说明次贷危机的影响在中国大陆市场是从 2008 年 9 月中旬后开始显著发生作用的。

表 6 中国大陆市场 CHOW 检验结果

F-statistic	5.128714	Probability	0.000430
Log likelihood ratio	20.46959	Probability	0.000403

(五)危机发生前后三地市场回归方程的差异

表 7 三地危机前方程(1)回归系数

	常数项	市场收益率	拆借利率	房地产收益率	R ²
美国	-0.001 (0.001)	0.873*** (0.040)	0.000 (0.000)	0.037 (0.025)	0.609
中国香港	0.001 (0.001)	0.509*** (0.029)	0.000 (0.000)	0.213*** (0.027)	0.715
中国大陆	-0.001 (0.003)	0.947*** (0.062)	0.069 (0.091)	0.014 (0.047)	0.556

我们比较危机发生前后三个市场回归方程(1)的变化(见表 7、表 8):首先,危机前后三地的回归系数中,最大的都是“市场收益率”变量的系数,说明银行股收益率最大的影响因素还是市场本身。其次,危机发生后回归方程调整后的 R 平方均有一定程度的上升,说明在危机发生后方程(1)的自变量能够更好地解释银行股收益的变化。再次,危机发生前后“房地产收益率”的系数均有不同程度的上升,其中美国市场的上升幅度最大,由 0.037 上升到 0.552;中国大陆市场由 0.014 上升到 0.119;中国香港市场的上升幅度最小,由 0.213 仅上升到 0.254。这表明三地市场均不同程度地受到次贷危机的冲击,银行业的房地产信贷风险敞口加大。最后,在次贷危机发生前,中国香港市场中模型(1)的“房地产收益率”自变量系数是显著的,而美国和中国大陆市

场则不显著;在次贷危机发生之后,三地“房地产收益率”的系数均为显著。这说明次贷危机发生前,中国香港房地产公司股票价格波动对中国香港银行股有显著影响,而在美国和中国大陆上市的房地产公司股票价格波动并未对这两个地区上市的银行业股票价格的波动产生显著影响。

表 8 三地危机后方程(1)回归系数

	常数项	市场收益率	拆借利率	房地产收益率	R ²
美国	0.000 (0.003)	0.913*** (0.101)	0.000 (0.001)	0.552*** (0.053)	0.714
中国香港	0.002 (0.002)	0.591*** (0.057)	-0.001 (0.000)	0.254*** (0.056)	0.955
中国大陆	0.000 (0.003)	0.947*** (0.053)	0.012 (0.079)	0.119*** (0.040)	0.775

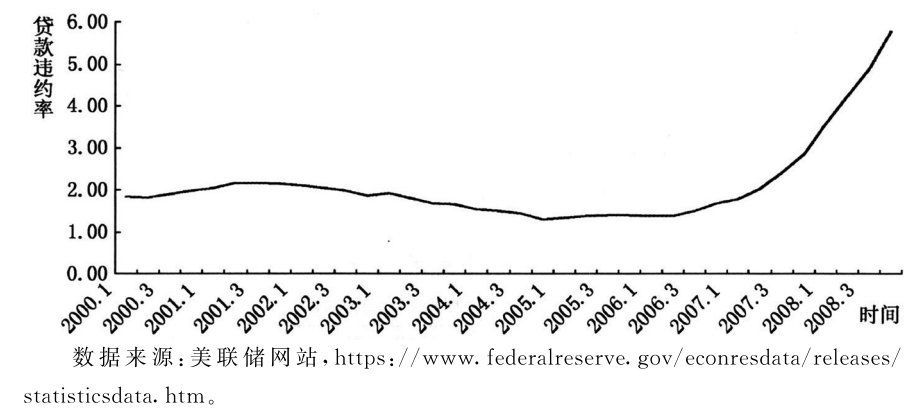


图 1 美国全国房地产贷款违约率

在三个市场中,美国是银行业介入房地产领域程度最深的市场。在次贷危机发生前,美国银行业虽然也面临房地产信贷相关的信用风险,但这种风险仅仅是非系统风险。即对于银行来讲,单笔房地产信贷确实存在信用风险,但是由于银行并不是将所有房地产信贷资金都贷给一个客户,而是分散化地贷给大量不同的客户。这种分散化的投资有效地消除了银行房地产信贷的非系统风险(见图 1)。这是在美国市场上本应对银行收益产生影响的房地产收益率因素却并不显著的原因,但次贷危机的发生改变了这一现象。在次贷危机背景下,银行不得不面对超出正常水平的大量的房地产信贷的违约风险,这意味着房地产信贷风险已经由非系统性风险转变为系统性风险,银行所面临的房地产风险敞口增大(见图 2)。

与美国和中国大陆不同的是,中国香港在本次次贷危机发生前,房地产业就已经对银行业产生了显著影响,银行业已经面临着来自房地产业的系统性

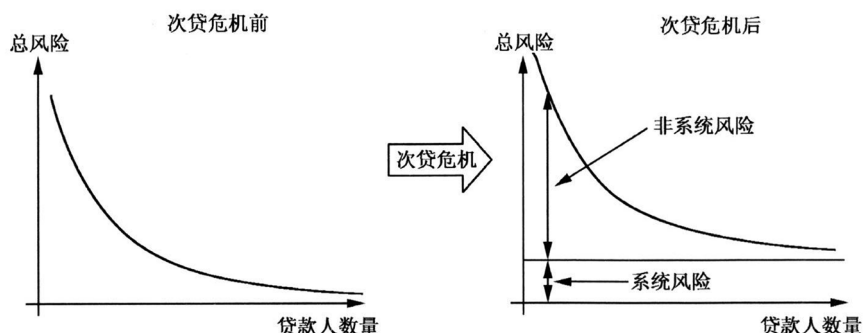


图 2 分散化及次贷危机冲击

风险,次贷危机的发生只不过是这一风险敞口小幅增大了而已。对于这一现象的合理解释是,受东南亚金融危机冲击的影响,1997年至2003年中国香港房地产价格下跌65%,许多在高价位买房的按揭贷款者的房产成了“负资产”,银行房地产贷款违约率上升,按揭贷款坏账增多。Chiuling 和 Raymond (2005)的文章也证实了这种观点,其在分析对比了1997年东南亚金融危机前后中国香港银行股和房地产股收益关系后发现,1997年金融危机后中国香港银行股受房地产股票收益的影响显著。

虽然中国大陆市场开展房地产金融的历史较短,和另两个发达市场相比,银行业资金介入房地产业的程度有限。但对比危机前后的股票收益关系我们发现,次贷危机对中国银行业和房地产业的关系产生了实质性的影响,由危机前的房地产股票对银行股无显著影响,变为危机后的具有显著性影响,并且代表影响敏感性的系数也有了大幅提升。这意味着中国银行业面临的房地产风险已经由之前非系统性的房贷信用风险转化为系统性风险。中国大陆银行业所面临的房地产风险敞口明显增大。

四、结论与建议

基于实证分析的结论可知,包括房地产市场在内的外部市场多重因素对金融机构有不同程度的影响,这些因素一旦由非系统性影响演变为系统性干扰时,就会对金融市场甚至整体经济产生严重损害。我们应该研究和建立规避导致这种系统性信用风险的机制和策略,进而帮助金融市场有效控制和减少涉及系统性风险的业务,同时还要防范金融市场面对的来自其他市场或行业的系统性风险,以确保金融市场和整体经济的稳定发展。为此,首先金融监管机构和商业银行自身在市场条件发生变化和技术水平得以提高后,不仅要防范金融市场的非系统性风险,而且要充分考虑外部市场如房地产市场的系统性影响:(1)建立动态金融监管机制,及时预测、控制和管理金融市场的系统

风险,以提高监管部门对银行系统性风险的管理能力。(2)完善信用评估体系。随着房地产市场的快速发展,房价不断攀升,银行系统的个人房屋信贷的平均不良率显著上升,商业性房贷逾期违约率也在上升,这就需要银行业尽快完善个人征信系统,提高个人房屋信贷资产质量,加强个人住房信贷监管,减少各种恶意欺诈行为。(3)合理发展住房抵押贷款二级市场,保证流动性的实现。其次为充分评估和测量外部市场和银行自身的系统性影响和干扰,银行业还应进一步强化分析和控制金融业的系统性风险:(1)要从根本上关注基本资产的质量和安全性,调整所含风险的比值,建立影响和导致金融市场波动和紊乱的指标参数,进而建立对金融市场系统风险的监控体系,及时、持续地跟踪、控制和降低金融市场上、外所产生的系统性风险。(2)严格监控金融市场的杠杆率,关注与金融市场关联度较高的行业,以及金融行业过度依赖的行业和市场,避免金融机构为这些市场提供过多的杠杆。(3)加强对信用评级机构及中介机构的管理,强化信息披露制度要求,同时确保信用评级机构和其他中介机构所提供的信息是真实有效的,避免信息失误产生的误导。(4)减少各个环节的道德风险与延伸到金融市场的系统性风险影响。追求利润最大化容易导致投资者有意或无意忽视潜在的风险,甚至在风险加剧时依然盲目攫取利润,而不顾对整个市场的不利影响,对此必须减少金融市场和其他市场中的道德风险和操作风险,尽可能将人为因素形成的系统性风险降至最低。^②

* 本文还获得上海市浦江人才计划浦江学者项目的资助。

注释:

- ①之所以采用上证综指来作为反映中国大陆市场的指数,是因为银行股样本中 80% 的公司是在上证所上市,房地产股样本中 58% 的公司也是在上证所上市。此外,上证综指和深证成指的联动性极强。因此,这里选用上证综指作为中国大陆市场投资组合的代表。
- ②因版面所限,部分参考文献刊略,有需要者请与笔者联系。

参考文献:

- [1]Booth J R, D T Officer, G V Henderson. Commercial bank stocks, interest rates, and systematic risk [J]. Journal of Economics and Business, 1985, 37: 303—310.
- [2]Fung K K, R Forrest. Institutional mediation, the Hong Kong residential housing market and the Asian financial crisis [J]. Housing Studies, 2002, 17: 189—207.
- [3]Ghosh C, R Guttery, C F Sirmans. The effects of the real estate crisis on institutional stock prices [J]. Real Estate Economics, 1997, 25: 591—614.
- [4]Hancock D, J A Wilcox. Bank capital, loan delinquencies, and real estate lending [J]. Journal of Housing Economics, 1994, 3: 121—146.
- [5]Mei J, A Saunders. Bank risk and real estate: An asset pricing perspective [J]. Journal of Real Estate Finance and Economics, 1995, 10: 199—224.

(下转第 143 页)

shocks, the paper makes a regression test of shock variance sequences and finds that the decrease of business cycle volatility is mainly due to the gradual stabilization of demand shock and money shock. Supply shock has no significant effects on real output volatility. Therefore, macro-economic control in China should adhere to the policy orientation of demand management in order to maintain the sustainable and stable economic growth.

Key words: business cycle; demand shock; supply shock; money shock
(责任编辑 喜 雯)

(上接第 134 页)

Study on the Systematic Effect of Real Estate Market on Banks' Earnings: Based on the Markets in USA, Hong Kong and the Chinese Mainland

LI Hong, CAO Ning

(School of Finance, Shanghai University of Finance
and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: The paper makes studies on the relationship between the stock returns of listed banks and the ones of real estate companies in USA, Hong Kong and the Chinese mainland, and finds that the fluctuation of real estate stocks has significant impacts on the stock returns of banks. Then it points out the function time of mortgage crisis through analyzing the structural differences of the data from USA, Hong Kong and the Chinese mainland. The regression coefficients which indicate the sensitivity of stock returns of banks to the fluctuation of real estate stocks are bigger after the mortgage crisis than the ones before the mortgage crisis. The real estate risks that bank industries in USA and China are faced with have been changed from non-systematic ones to systematic ones, and are more serious.

Key words: real estate; mortgage loan; mortgage crisis

(责任编辑 喜 雯)