

# 房地产财富效应 与中国城镇居民消费不对称性<sup>\*</sup>

齐红倩 黄宝敏

**摘要** 本文基于消费者效用最大化选择模型,兼顾房地产的抵押信贷效应,综合房屋价格、房屋面积等要素,建立房地产财富效应对居民消费不对称性影响的分析框架。利用1999-2011年的季度数据,实证检验我国房地产财富效应对我国城镇居民消费的作用程度,以及房地产财富效应对我国城镇居民消费影响的不对称性。实证表明,我国房地产财富效应显著,且房地产财富升值阶段的消费变化程度大于房地产财富紧缩阶段的消费变化程度,即我国房地产财富效应具有显著的不对称性;同时,对我国房地产财富升值阶段和紧缩阶段构成的系统VECM估计结果显示,升值和紧缩阶段均具有较好的短期修正机制,对暂时偏离均衡状态的波动也具有较强的调整力度。

**关键词** 房地产;财富效应;消费;不对称性

中图分类号 F063.2 文献标识码 A 文章编号 1001-8263(2013)06-0008-06

**作者简介** 齐红倩,吉林大学商学院暨数量经济研究中心教授、博导 长春 130012;黄宝敏,吉林大学商学院博士研究生 长春 130012

## 一、引言

我国城镇居民住房制度改革以来,房地产市场迅速发展,对国民经济的拉动作用持续增强。由于房地产资产是居民固定资产的主要来源,在居民固定资产中占有较大的比重,房地产作为居民财富的一部分,其价格波动将会导致居民财富的变化,因此住房价格的波动已经成为直接影响城镇居民投资和消费的重要因素,特别是对居民消费行为的影响。数据显示,我国商品房平均销售价格由1999年第一季度的2022元/平方米上升到2011年第四季度的5124元/平方米,与此同时,我国城镇居民人均消费性支出由1999年第一

季度的1201元上升到2011年第四季度的3966元。由此可见,房地产财富的增减(财富效应)对城镇居民消费产生了实质性的影响。

财富效应最早由哈伯勒提出,是指由资产(金融资产和实物资产)价格上涨或下跌而引起居民实际财富的增加或减少,进而影响居民消费的增加或减少。目前资产财富效应的研究主要集中在股票财富效应、房地产财富效应两个方面。其中房地产财富效应的研究涉及消费效应、替代效应和流动性约束效应。

首先,房地产对居民消费具有财富效应,但房地产财富对居民消费的影响尚无形成统一认识。Elliot(1980)最早对非金融资产和居民消费的关

<sup>\*</sup> 本文受教育部人文社会科学研究项目“扩大我国居民消费需求长效机制的微观机理与实证研究”(11YJA790117);教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“中国新生代农民工收入状况与消费行为研究”(12JZD028);吉林省社会科学规划基金资助项目“扩大吉林省居民文化消费对策研究”(2012B05)的资助。

系进行了研究, Thaler(1990)和 Hoynes, Mcfadden (1996)、Levien(1998)、Buiter(2009)、骆柞炎(2007)、刘旦(2008)、赵杨(2011)等人也认为非金融资产存在着非流动约束,不能变现成现实的购买力,因此房地产财富效应和居民消费并不存在显著的相关关系。而与此结论不同, Case、Shiller(1987)对美国的房价波动与居民消费关系进行了实证研究,认为房价的上涨显著刺激了美国居民的消费, Case et. al(2001)通过对15个国家的面板数据进行研究,认为房地产的财富效应显著地刺激了居民消费。 Benjamin、Chinloy、Jud(2004)、Campbell、Cocco(2005)、黄静(2009)等人也得出了一致的实证结果。其次,房地产价格的上涨能够使居民获得更多的抵押贷款,从而增加消费,即房地产具有抵押信贷效应。Iacoviello(2004)以房地产的抵押信贷效应为理论基础,对美国1986-2002年的数据进行实证研究,认为房屋价格的上涨导致了抵押信贷效应,刺激了居民的消费。最后,房地产价格的上涨挤出了准备购房者的现期消费。Sheiner(1995)利用微观数据对美国房价和居民消费关系进行研究,认为房价的上升提高了准备购房者的储蓄,从而减少了目前的消费,即房价的上升对消费具有“挤出效应”。余永定(2000)、尉高师(2003)等人研究表明,我国房价的上升对居民消费具有挤出效应,抑制了现阶段居民的消费,增加了储蓄。

国内现有文献大都仅考虑财富效应对消费的影响,缺少对房地产财富升值与紧缩阶段其消费变化程度大小的研究,因此本文基于消费者最优选择模型,建立房地产财富效应对居民消费不对称影响的分析框架,对房地产财富效应的不对称性进行理论研究。其次,在研究房地产财富对居民消费的影响时,我们慎重考虑选取能真实反应我国居民房地产财富对消费影响的指标。由于我国存在城镇居民收入的较大差距,不同收入阶层拥有房地产的目的、数量亦不同,因此仅以房价波动代表房地产财富波动来研究与居民消费的关系存在一定程度误差,我们综合考虑价格、面积等要素构建房地产财富指标,以期更合理、全面地反应房地产财富效应对居民消费的影响,并根据我国

最新数据实证检验我国城镇居民房地产财富效应及其不对称性。最后是结论及对策建议。

## 二、消费者最优选择模型、财富效应与不对称性

财富效应对消费的不对称性影响始于股票财富效应的不对称性,即当股票价格处于上涨和下降阶段,股票财富的正面效应和负面效应是不同的。

基于消费者最优选择模型,我们对房地产财富与居民消费的作用关系以及房地产财富效应对居民消费的不对称性影响进行研究。根据永久收入假说,考虑一个生命周期为T的消费者的效应函数和其消费预算约束,模型如下:

$$\begin{aligned} & \text{Max} E_0 \left[ \sum_{t=0}^T \left( \frac{1}{1+\theta} \right)^t U(C_t) \right] \\ & \text{s. t. } W_{t+1} = (1+r)(W_t + Y_t - C_t) \end{aligned} \quad (1)$$

其中,  $U(C_t)$  代表消费者在第t期的效用函数,  $W_t$  代表消费者在t期拥有的资产财富,  $Y_t$  代表消费者在第t期的收入水平,  $C_t$  代表消费者在第t期的消费,  $r$  代表利率,  $\theta$  代表折现率,  $E_0$  代表基于基期所获得的信息。

求解该最优化问题得出最优消费规模:

$$C_t = \frac{r}{1+r} W_t + \frac{r}{1+r} \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j E_t Y_{t+j} \quad (2)$$

我们令  $\alpha = \frac{r}{1+r}$ ,  $\beta = \frac{r}{1+r} \sum_{j=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^j$ , 则:

$$C_t = \alpha W_t + \beta E_t Y_{t+j} \quad (3)$$

即当期消费不仅与对未来的劳动收入预期有关,还与当期的资产财富有关,居民资产影响居民消费。本文中,我们把  $W_t$  作为居民的房地产财富来进行研究。

为了对房地产财富效应的不对称性进行理论分析,借鉴胡永刚、郭长林(2012)关于股票财富效应对居民消费的不对称影响的理论模型,同时考虑房地产财富效应的抵押信贷效应。当房地产财富增加时,个人更容易获得贷款,并且个人愿意获得更多的贷款进行消费;当房地产财富收缩时,银行往往惜贷,不愿意把资金借贷给个人,从而导致个人不能得到更多的贷款进行消费。我们在前面分析的基础上引入t期个人贷款数额  $D_t$ , 模型

如下:

$$\text{Max} E_0 \left[ \sum_{t=0}^T \left( \frac{1}{1+\theta} \right)^t U(C_t) \right]$$

$$\text{s. t. } C_t + W_{t+1} \leq (1+r) W_t + D_t - (1+r) D_{t-1} + Y_t$$

$$W_t \geq 0$$

$$D_t \leq \phi W_t \quad (4)$$

求解此最优化问题,我们得出:

$$U'(C_t) - \lambda = \frac{1+r}{1+\theta} E_t(U'(C_{t+1})) \quad (5)$$

其中  $\lambda$  为约束条件  $D_t \leq \phi W_t$  的拉格朗日乘子。

令  $r = \theta$ , 我们有:

$$U'(C_t) - \lambda = E_t(U'(C_{t+1})) \quad (6)$$

同时我们假设房地产财富存在临界值  $\bar{W}$ , 且满足以下两个条件:

(1) 当  $W_t \geq \bar{W}$  时, 意味着房地产财富的升值, 由于房地产财富的抵押信贷效用, 银行等金融机构更容易给个人贷款, 故  $D_t = \phi W_t$ 。

(2) 当  $W_t < \bar{W}$  时, 意味着房地产财富的紧缩, 银行考虑到个人的资产价值和还贷能力而不愿意给个人发放贷款, 故  $D_t < \phi W_t$ 。

结合互补松弛条件, 得出以下假说:

假说一: 当  $W_t \geq \bar{W}$  时,  $U'(C_t) > E_t(U'(C_{t+1}))$ 。

假说二: 当  $W_t < \bar{W}$  时,  $U'(C_t) = E_t(U'(C_{t+1}))$ 。

由假说一和假说二我们可以看出, 假说一中居民的当期边际效用大于假说二中居民当期的边际效用, 证明房地产财富在升值和紧缩阶段其消费的变化程度是不同的, 升值阶段消费变化的幅度大于紧缩阶段消费变化的幅度, 即房地产财富对居民消费具有不对称性影响, 且房地产财富的增加会导致居民消费增加的幅度更大。

### 三、实证结果与分析

#### (一) 变量选取与数据处理

本文利用中国经济景气月报 1999 年第一季度到 2011 年第四季度的经济数据, 建立向量误差修正模型 (VECM), 研究房地产财富效应对我国

城镇居民消费的影响, 以及房地产财富效应对居民消费影响的不对称性。在变量的选取上, 选取城镇居民人均消费支出 (consumption) 为因变量、城镇居民人均可支配收入 (income) 为控制变量、居民房地产财富 (wealth) 为自变量。另外, 国内相关文献对居民房地产财富指标的选取均以房屋价格衡量, 如商品房销售价格指数、商品房销售额与商品房销售面积之比等。我们认为, 居民的房地产财富不仅包含价格因素, 还包含居民的实际购买房屋面积因素, 对房地产财富效应的研究应加入房屋面积要素。本文选取的房地产财富指标兼顾价格要素和面积要素, 其计算公式如下:

$$\frac{\text{商品房销售额}}{\text{商品房销售面积}} \times \frac{\text{商品房销售面积}}{\text{城镇人口}} = \frac{\text{商品房销售额}}{\text{城镇人口}} \quad (7)$$

即本文用商品房销售额与城镇人口之比 (wealth) 作为衡量居民房地产财富的指标。因此上式中引入了能够反映居民不同收入群体特征的房屋面积指标。由于不同收入阶层面对房屋价格波动的消费行为不同, 如对以投资为目的的人群来说, 房屋价格的上升意味着其投资品价值升值, 其财富增加, 完全可以增加当期消费; 而对于准备买房用于居住的刚性群体来说, 房价的上升意味着他们必须为了买房进行更多的储蓄, 从而减少当期消费。这些消费行为也正是与房地产对消费的财富效应、房地产价格上升对消费的挤出效应相对应的。

本文数据均由中国经济景气月报相关数据整理而来。并以 1999 年第一季度作为基期进行了数据的定基处理, 以居民消费价格指数 (CPI) 作为衡量通货膨胀的指标来剔除掉价格因素对各个变量的影响。同时由于本文所选数据为季度数据, 通过 X12 季节调整方法对各个变量去掉季节变动要素, 以使各个经济时间序列能够真实地反映其运动的客观规律。对于城镇人口变量由于无法得到季度数据, 我们通过运用低频数据向高频数据的转换方法, 实现了年度数据向季度数据的转换, 我们运用两种方法实现了低频数据向高频数据的转换, 其实证结果差别很小, 因此仅选择一种转换数据来研究本文的问题。

#### (二) 实证检验

### 1. 我国房地产财富效应

我们通过使用 ADF 单位根检验方法对我国城镇居民人均消费、城镇居民人均可支配收入、房地产财富(商品房销售额与城镇居民人口之比)进行单位根检验,原始序列在 1% 的显著性水平上均为不平稳序列,经过一阶差分之后变为平稳序列。我们以房地产财富(wealth)、城镇居民人均消费(consumption)和城镇居民人均可支配收入(income)三个变量系统为基础进行分析,协整检验结果表明该模型构成的动态系统变量之间均存在着长期均衡关系。

模型估计结果如表 1 所示,房地产财富对我国城镇居民消费具有显著的刺激作用,房地产财富每增加一个单位,我国城镇居民人均消费就会增加 1.1141 个单位,即房地产财富效应对我国城镇居民消费的促进作用明显。城镇居民人均可支配收入每增加一个单位,我国城镇居民人均消费就会增加 0.3198 个单位,和房地产财富效应相比,我国城镇居民人均收入对消费的影响低于房地产财富效应对消费影响 0.7943 个单位,房地产财富效应对居民消费的影响远远高于城镇居民收入水平对消费的影响,说明我国城镇居民拥有的房地产财富对其消费行为产生了重要影响,房地产在居民生活和国民经济中变得越来越重要。房地产财富对我国城镇居民消费的显著刺激作用,表明在以城镇总体人口为研究对象的前提下,房地产财富与城镇居民消费的显著正相关关系。平均来看,我国城镇居民对购房在很大程度上具有投资的性质,也验证了我国居民很大一部分人将房地产作为一种投资品来买卖,对房价进行炒作的现实。

表 1 模型一协整向量

	城镇居民人均消费支出 (consumption)	城镇居民人均可支配收入 (income)	房地产财富 (wealth)
模型一	1.000	-0.3198 (0.3036)	-1.1141 (0.5736)

说明:括号内为标准差

### 2. 我国房地产财富效应的不对称性

为了分别度量我国房地产财富的升值与紧缩对居民消费影响的程度,即对房地产财富效应的不对称性进行分析,我们依据 Apergis&Miller

(2006) 的观点和胡永刚、郭长林 (2012) 的方法,将房地产财富(wealth) 变量分解为升值部分和紧缩部分,以此来研究房地产财富效应的不对称性。为了把变量 wealth 的升值部分和紧缩部分分解开来,定义以下变量:  $\Delta wealth_t$  为 wealth 的增长率序列,  $wealth\_positive_t$  为变量 wealth 序列中的升值部分,  $wealth\_negative_t$  为变量 wealth 序列中的紧缩部分。同时定义指示函数如下:

$$\chi_A(\Delta wealth) = \begin{cases} 1 & \Delta wealth \geq 0 \\ 0 & \Delta wealth < 0 \end{cases} \quad (8)$$

$$\chi_B(\Delta wealth) = \begin{cases} 1 & \Delta wealth \leq 0 \\ 0 & \Delta wealth > 0 \end{cases} \quad (9)$$

升值部分和紧缩部分及其关系如下:

$$wealth\_positive_t = \chi_A(\Delta wealth_t) \Delta wealth_t \quad (10)$$

$$wealth\_negative_t = \chi_B(\Delta wealth_t) \Delta wealth_t \quad (11)$$

$$\Delta wealth_t = wealth\_positive_t + wealth\_negative_t \quad (12)$$

研究居民房地产财富对我国城镇居民消费的不对称影响,就是分别研究其升值部分(wealth\_positive)和紧缩部分(wealth\_negative)对我国城镇居民消费影响的差异程度,即研究 wealth\_positive 和 wealth\_negative 的系数关系。由于 wealth\_negative 为负数,为了使 wealth\_positive 和 wealth\_negative 对居民消费的影响系数具有可比性,我们参照胡永刚、郭长林 (2012) 的方法,取 wealth\_negative 的负值,升值部分和紧缩部分分别建立模型如下:

模型二:以房地产财富升值部分(wealth\_positive)、城镇居民人均消费(consumption)和城镇居民人均可支配收入(income)三个变量系统为基础进行分析。

模型三:以房地产财富紧缩部分(wealth\_negative)、城镇居民人均消费(consumption)和城镇居民人均可支配收入(income)三个变量系统为基础进行分析。

对变量 wealth\_positive 和 wealth\_negative 进行单位根检验,变量均为一阶单整序列,且模型二和模型三的相关变量之间均存在长期均衡关系,其协整向量如表 2 所示:

表 2 升值、紧缩阶段的协整向量

	城镇居民人均 消费支出 (consumption)	城镇居民 人均支配收入 (income)	升值阶段 (wealth_positive)	紧缩阶段 (wealth_neagive)
模型二	1.000	-0.5923(0.6328)	-2.6000(0.2946)	
模型三	1.000	-0.6467(0.6220)		1.2615(0.1635)

注:括号为变量标准差

从模型估计结果可以看出,房地产财富升值阶段和紧缩阶段对居民消费的影响程度不同,房地产财富升值阶段,房地产财富每升值 1 个单位,城镇居民人均消费支出大约就会增加 2.6 个单位,而在房地产财富紧缩阶段,房地产财富每减少一个单位,城镇居民人均消费支出大约下降 1.26 个单位,升值阶段房地产财富对居民消费的作用系数大于紧缩阶段的作用系数 1.3 个单位,因此我国房地产财富效应对居民消费表现出强烈的不对称性,这也验证了我们前面导出的分析框架。

房地产财富效应对居民消费的不对称性影响类似于居民消费的“棘轮效应”,居民财富增加时会大幅度提高其消费水平,而当财富紧缩时,居民

对于模型二(升值阶段)有:

$$\Delta consumption_t = -0.5027ecm_{t-1} - 0.4354\Delta consumption_{t-1} - 1.3480\Delta wealth\_positive_{t-1} - 0.7441\Delta income_{t-1} \quad (13)$$

( -2.000)                      ( -2.611)                      ( -2.083)                      ( -0.977)

对于模型三(紧缩阶段)有:

$$\Delta consumption_t = -0.8445ecm_{t-1} - 0.2834\Delta consumption_{t-1} + 0.6026\Delta wealth\_negative_{t-1} - 1.6139\Delta income_{t-1} \quad (14)$$

( -3.928)                      ( -2.022)                      (3.563)                      ( -1.298)

从式(13)、(14)中可以看出,模型二和模型三中误差修正项的调整系数均显著,说明对于模型二和模型三构成的变量系统均具有较好的短期调节机制。即对于模型二,当房地产财富处于升值阶段,误差修正项的调节系数为 -0.5027,表明当短期波动偏离长期均衡时,短期调节机制将以 0.5027 的调整力度将短期的暂时偏离拉回到均衡状态,消费对误差修正项的调整力度较快。对于模型三,房地产财富紧缩阶段,误差修正项的调节系数为 -0.8445,表明当短期波动偏离长期均衡时,短期机制将以 0.8445 的调整力度将短期的暂时偏离拉回到均衡状态,下降阶段消费对误差修正项的调整力度大于上升阶段的调整力度。

由于消费理性而不会大幅度地降低其消费。

同时,从表 2 我们还可以看到,在房地产财富升值阶段,居民人均收入每提高 1 个单位,城镇居民人均消费就会提高 0.59 个单位,而在房地产财富紧缩阶段,居民人均收入每提高 1 个单位,城镇居民人均消费却提高了 0.65 个单位,大于房地产财富升值阶段的作用系数。其原因在于,房地产财富的升值可以使居民更容易、更多的获得抵押贷款,即房地产财富的抵押信贷效应使居民增加了当期消费,且其消费资金很大一部分来源于其抵押贷款;而在房地产财富紧缩阶段,其投资品减值,不易也无法获得更多的抵押贷款,由于消费者“棘轮效应”的存在,为了保持相对较高的消费水平,居民会把收入中一大部分用于消费来弥补信贷的下降导致的消费减少。

基于模型二和模型三中相关变量长期关系的分析,我们估计出向量误差修正模型(VECM)来分析其短期关系,估计结果如下式所示:

#### 四、结论及对策建议

本文在借鉴胡永刚、郭长林(2012)股票价格对居民消费不对称性理论模型的基础上,兼顾房地产财富的抵押信贷效应,提出房地产财富效应对居民消费不对称性影响的分析模式,并实证检验了我国房地产财富效应及其不对称性。实证结果表明,我国房地产财富效应呈现显著效应。在此基础上我们对房地产财富的升值阶段和紧缩阶段进行分解,进一步验证了房地产财富效应对居民消费不对称性影响的理论分析结论。与房地产财富紧缩阶段相比,房地产财富升值阶段居民消费变动幅度更大,对升值和紧缩阶段构成的系统VECM估计结果显示,升值阶段和紧缩阶段均具有较好的短期修正机制,对暂时偏离均衡状态的

调整力度均有力。

本文实证研究表明,房地产财富的增加显著刺激了我国城镇居民消费,而当房地产财富紧缩时,会相应降低居民消费。房地产财富的升值与紧缩会通过财富效应影响居民消费微观波动,最终导致宏观经济的波动,房地产行业的波动将会对国民经济产生巨大冲击,从而对国内经济的稳定性产生不利影响。一方面,房地产及其相关行业的快速发展能够极大地促进我国GDP增长,房地产行业的发展带动了其他相关产业的发展,已经成为国民经济的重要组成部分,同时,房地产作为一种投资品和消费品,其价格上升能够促进居民消费,扩大内需。对此,政府在制定房地产相关政策上,要充分发挥其宏观调控能力,充分利用房地产财富效应的积极影响,保持房地产行业的健康发展,要针对不同群体、不同地区制定不同的住房政策,采用行政、金融等收入调整居民住房结构。另一方面,尽管房地产财富的升值对居民消费有显著的促进作用,但是当房屋价格严重偏离其价值时就会导致房地产泡沫现象的发生。因此,应防止房价过高出现的房地产泡沫,我国高房价出现的一个重要原因源于地方政府高额的土地出让金,以及我国目前过热的房地产投机行为。目前,我国推出的房产税以及二套房首付比例的上升等政策对于抑制房地产投机行为具有重要影响。政府要加强经济适用房建设,限制房地产投机行为,既满足广大居民的住房需求,又避免囤房现象发生。因此,从房地产财富效应的视角对房地产价格进行宏观调控有其现实性,能够促进房价稳定、合理,经济持续健康发展。

本文的后续研究将涉及到以下工作:(1)由于各省市数据的可获得性等原因,对房地产财富效应的研究是以全国城镇为总体,对各个省市的房地产财富效应进行研究将更具有针对性。(2)对不同收入阶层的房地产财富效应进行研究,更能对房地产财富效应进行深入分析,为我国政府的宏观调控提供基础依据。

参考文献:

(1) Elliott J. 1980. Wealth and Wealth Proxies in a Permanent In-

come Model. *Quarterly Journal of Economics*, 95: 509 - 535.

(2) Thaler R. H. 1990. Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts. *Journal of Economic Perspective*, 4(1): 193 - 205.

(3) Hoynes W. H. and McFadden D. L. 1996. The Impact on Demographics on Housing and Non - Housing Wealth in the United States. University of Chicago Press, 153 - 194.

(4) Levin L. 1998. Are Assets Fungible? Testing the Behavioral Theory of Life - Cycle Savings. *Journal of Economic Organization and Behavior*, 36: 59 - 83.

(5) Buiter W. H. 2008. Housing Wealth Is not Wealth. NBER Working Paper, 14204: 1 - 29.

(6) 骆祚炎 《基于流动性的城镇居民住房资产财富效应分析——兼论房地产市场的平稳发展》,《当代经济科学》2007年第4期。

(7) 刘旦 《中国城镇住宅价格与消费关系的实证研究——基于生命周期假说的宏观消费函数》,《上海财经大学学报》2008年第1期。

(8) 赵杨、张屹山、赵文胜 《房地产市场与居民消费、经济增长之间的关系研究——基于1994 - 2011年房地产市场财富效应的实证研究》,《经济科学》2011年第6期。

(9) Case K. E. and Shiner R. J. 1987. The Behavior of Home Buyers in Boom and Post - Boom Markets. *New England Economic Review*, November/December: 29 - 46.

(10) Case K. E., Quigley J. M. and Shiller R. J. 2001. Comparing Wealth Effects: the Stock Market Versus the Housing market. NBER Working Paper, 5(1): 1235 - 1235.

(11) Benjamin J. D., Peter C. and Donald J. 2004. Real Estate Versus Financial Wealth in Consumption. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29(3): 341 - 354.

(12) Campbell J. Y. and Cocco J. F. 2005. How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro data. *Journal of Monetary Economics*, 54(3): 591 - 621.

(13) 黄静、屠梅曾 《房地产财富与消费:来自家庭微观调查数据的证据》,《管理世界》2009年第7期。

(14) Iacoviello M. 2004. House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle. *American Economic Review*, 95(3): 739 - 764.

(15) Sheiner L. 1995. Is Housing Wealth a Sideshow. *Journal of Urban Economics*, 38(1): 94 - 125.

(16) 余永定、李军 《中国居民消费函数的理论与验证》,《中国社会科学》2000年第1期。

(17) 尉高师 《求解中国消费之谜——熊彼特可能是对的》,《管理世界》2003年第3期。

(18) 胡永刚、郭长林 《股票财富、信号传递与中国城镇居民消费》,《经济研究》2012年第3期。

(19) Apergis N. and Miller S. 2006. Consumption Asymmetry and the Stock Market: Empirical Evidence. *Economics Letters*, Vol. 93: 337 - 342.

(责任编辑:清 菡)

(下转第29页)

## The Forging of Strategic Emerging Industries Innovation Value Chain: Top-down or Bottom-up?

*Ren Zhicheng*

**Abstract:** In the forging of strategic emerging industries innovation value chain, the government or enterprises can choose two strategies. One is top-down, select the commanding heights of the innovation value chain and expand to the whole innovation chain from the very beginning. The other is bottom-up, select the end, even the low-end of the innovation value chain to make it rise from the imitation. The studies of the biomedical industry cases have shown that the top-down strategy faces high-yield and high-risk. While the bottom-up strategy can give full play to the comparative advantage, but also be limited by ownership protection and other restrictions. So, the rising along the value chain is blocked. Both strategies require matched factor endowments. The research of the forging of regional innovation value in strategic emerging industries in China found that the top-down and bottom-up strategies can be interdependent and symbiotic when based on specialization. The way of symbiotic requires both strategies' open innovation and innovation gathering. Besides, in the forging of innovation value chain, the innovation of public service platform is the key to linking the direction of the two strategies.

**Key words:** strategic emerging industries; innovation value chain; top-down; bottom-up

(上接第 13 页)

## Real Estate Wealth Effect and Asymmetry of Chinese Urban Residents' Consumption

*Qi Hongqian & Huang Baomin*

**Abstract:** Based on the maximization model of consumer utility, taking into account the mortgage credit effect of the real estate, as well as the factors of housing prices and housing areas, we have established a asymmetry analysis framework of the real estate wealth effect. Using the quarterly data of the period 1999 - 2011, we test the wealth effect of real estate on China's urban residents' consumption, as well as the asymmetry of real estate wealth effect. The empirical results show that China's real estate wealth effect is significantly, and the changes of consumption of rising of real estate wealth effect is greater than the stage of decline, that is to say that China's real estate wealth effect has a significant asymmetry. The VECM of the rising and falling stage show a better short-term correction mechanism, and the temporary departure from equilibrium has a strong adjustment efforts.

**Key words:** real estate; wealth effects; consumption; asymmetry