

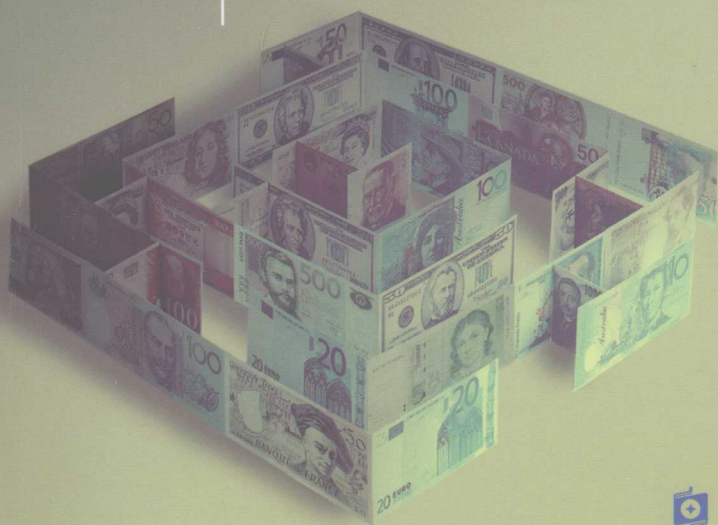


金融博士论丛·第十一辑

资产价格波动与 货币政策反应研究

ZICHAN JIAGE BODONG YU
HUOBI ZHENGCE FANYING YANJIU

徐慧贤 著



 中国金融出版社



金融博士论丛·第十一辑

资产价格波动与 货币政策反应研究

ZICHAN JIAGE BODONG YU
HUOBI ZHENGCE FANYING YANJIU

徐慧贤 著

 中国金融出版社

责任编辑：彭元勋 贾 真

责任校对：李俊英

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与货币政策反应研究 (Zichan Jiage Bodong
yu Huobi Zhengce Fanying Yanjiu) /徐慧贤著. —北京:中国金
融出版社, 2008.8

(金融博士论丛. 第11辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4682 - 9

I. 资… II. 徐… III. 资本市场—经济波动—影响—
货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 056661 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8.25

字数 200 千

版次 2008 年 8 月第 1 版

印次 2008 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—2500

定价 23.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4682 - 9/F.4242

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

《资产价格波动与货币政策反应研究》一书是徐慧贤同志在其博士论文的基础上修改而成的。近几年来，我国房地产价格和股票价格的跌宕起伏，引起了中央银行的热切关注以及理论界、学术界的热烈讨论。过去也有一些学者从中央银行是否应该对资产价格波动进行反应的角度进行了研究，但是从中央银行应该如何对资产价格波动进行反应的角度进行系统研究的文献还是很少见。本书作者从货币政策的资产价格传递机制入手，重点分析了当资产价格波动时，货币政策是否应该对其进行反应；如果进行反应，是否应该将资产价格纳入到通货膨胀目标体系中；中央银行如何预防由于资产价格的波动而导致的金融体系的不稳定。本书不仅拓展了货币政策理论研究，同时也丰富发展了通货膨胀理论以及金融稳定理论。

本书具有如下特点和创新：

在结构体系上，本书试图建立起一套完整的资产价格波动与货币政策反应理论体系。通过在不同货币政策制度下，对不同资产价格波动进行反应的货币政策的绩效评价与分析，最终得出了最优货币政策。

在分析方法上，本书主要采用了如下几种方法：第一，理论与实证相结合的分析方法。本书的分析模式基本上是：先对提出的问题通过理论及模型进行分析，然后通过典型事件、对历史数据作计量分析，来印证相关理论。第二，宏观分析与微观分析相结合。在模型的建立中，通常是在宏观分析框架下进

行微观机理分析,从而得出更为直接的结论及更具操作性的货币政策。第三,博弈论与信息经济学的运用。本书根据博弈论与信息经济学原理,分析了当资产价格波动时,由于不同的中央银行所采用的货币政策制度不同,对资产价格波动的来源所拥有的信息不同,因而对资产价格波动进行反应的货币政策的收益也不同。第四,最优控制分析方法。在本书中,通常是通过理论、模型、实证的分析,最后提出最优货币政策。

此外,作者得出的一些研究结论对于实际政策的操作具有重要的启发意义:

第一,通过对不同政策的成本—收益比较与绩效评价,最终得出了不同情况下的最优货币政策:在小型开放经济体中,如果增加对汇率的反应,则会降低宏观经济的稳定性;在大型开放经济体中,如果货币当局对资产价格反应过强,尽管资产价格波动减少了,但是由于增加了通货膨胀、产出和利率的波动,整个福利损失还是增加了;当资产价格受到非理性预期冲击时,拥有完全信息、恪守固定政策规则的中央银行所应采取的最优政策是:或者在未来提高实际利率,或者降低资本的未来实际租金收入,以便消除正向预期冲击的继续增加;拥有有限信息、恪守固定政策规则的中央银行所应采取的最优政策是:由于中央银行对预期冲击是否已经发生不确信,因此应该尽量避免对资产价格波动进行反应;拥有完全信息、执行相机抉择规则的中央银行所应采取的最优政策是:通过减少中期劳动投入而放慢经济增长,而非通过提高未来实际利率而扭曲经济增长;拥有有限信息、执行相机抉择规则的中央银行所应采取的最优政策是:由于对预期冲击是否发生不确定,因而应该避免对资产价格波动进行反应。如果确信预期冲击已经发生,那么在冲击发生之初,就应该采取措施来减少投资的增加。

第二,通过对 OECD 国家 20 世纪 70—90 年代的消费价格

变动和其他的解释变量进行回归发现：各个变量对于通货膨胀变动率的预测作用是不同的：无论是提前一年还是两年，实际 GDP 增长率都是非常有帮助的；当提前一年时，利率变动率居于第二位，房地产价格变动率居于第三位，利率缺口居于第四位；当提前两年时，房地产价格变动率和利率缺口分别升至第二位和第三位。总之，实际 GDP 增长变动率和房地产价格变动率在预测通货膨胀变动水平时，要远远优于货币增长率、汇率变动率及股票价格变动率。

第三，实行以资产为基础的准备金要求体系（Asset-Based Reserve Requirements System, ABRRs）有如下宏观和微观好处：当政府受到财政政策约束或是存在其他金融目标（如汇率稳定）时，ABRRs 能够提供另外一种稳定宏观经济的工具；准备金要求的增加将会导致资产价格的下降。与此同时，利率仍保持不变。因此，盯住资产价格不会对投资支出和汇率产生负面作用。ABRRs 是根据风险建立的，从而加大风险贷款的成本，降低过度风险贷款。如果风险贷款违约，那么根据贷款提取的准备金就会自动增加。另外，当经济衰退时，在 ABRRs 下，货币当局能够通过公开市场操作注入准备金，从而向银行提供流动性，帮助银行增加贷款，维护金融体系的稳定。此外，ABRRs 的实行还会产生大量的铸币税。

作为徐慧贤同志博士论文的指导老师，我和广大读者一样，衷心地希望她能够在已经取得的研究成果的基础上，继续跟踪国际国内前沿理论，进一步研究我国资产价格波动和货币政策反应之间的关系，为我国货币政策的实际操作提供更有意义的借鉴。

刘玉操

2007 年 6 月于南开园

摘 要

最近二十多年来,虽然许多国家的通货膨胀得到了有效控制,但是资产价格的波动却日趋激烈。资产价格泡沫的破灭,给整个经济的发展及金融体系的稳定造成了极大的影响。20世纪90年代初,日本股票市场和房地产泡沫的破灭,导致日本经济陷入了长期衰退;1997年的东南亚金融危机,使得不少国家和地区的经济出现了大幅度的倒退。从资产价格的波动与同期的中央银行的货币政策来看,虽然不乏美联储的成功经验,但是更多的是诸如日本等国中央银行的失败教训。总之,当资产价格波动时,各国中央银行仍然缺乏良策:如果采取前瞻性的货币政策来刺破泡沫,有可能造成像日本那样整个经济的长期衰退;如果采取适应性的货币政策,资产价格泡沫有可能被进一步放大,从而给经济造成更大的隐患。中央银行陷于这种两难境地,而有关资产价格和货币政策的理论研究又不充分,且结论不一致,对中央银行解决面临的问题不能提供理论上的帮助。

本书通过理论和实证研究,分析了当资产价格波动时中央银行应该采取的最优货币政策。本书首先分析了货币政策的资产价格传递机制;其次回答了货币政策应如何对资产价格波动进行反应,其中包括资产价格波动与最优货币政策的选择、资产价格波动是否有助于预测未来通货膨胀水平、资产价格波动与金融体系稳定之间的关系;最后构建了面对资产价格波动时的我国货币政策的新框架——这对我国中央银行制定和实施货

币政策有着重要的理论意义和现实意义。

本书在分析过程中,主要运用以下研究方法:

1. 理论与实证相结合的分析方法。本书的分析模式是:先对提出的问题通过理论及模型进行分析,然后通过典型事件对历史数据作计量分析来印证相关的理论。

2. 宏观分析与微观分析相结合。本书在模型的建立中,通过在宏观分析框架下进行微观机理分析来得出更为直接的结论及更具操作性的货币政策。

3. 博弈论与信息经济学的运用。本书根据博弈论与信息经济学的原理,分析了当资产价格波动时,由于不同的中央银行所采用的货币政策不同,对资产价格波动的来源所拥有的信息不同,因而对资产价格波动进行反应的货币政策的成本—收益也不同。

4. 最优控制分析方法。本书通过理论、模型、实证的分析,最后提出最优货币政策,这对于实际政策的操作具有启发意义。

本书通过理论与实证研究,对资产价格波动与货币政策反应的研究结论概括如下:

1. 由于我国资产价格效应不显著,期望通过刺激股票、房地产市场而拉动经济增长的做法是不切实际的。在我国,由于在股票市场制度设计上存在缺陷,股票市场与货币市场之间的一体化程度又较低,因而股票价格的财富效应、投资效应及资产负债表效应均不显著。此外,我国的房地产市场不发达,房地产还远未成为我国居民最重要的、可流动的和可支配的资产,因此,房地产价格的财富效应在我国也不明显。由此可知,在我国,期望利用股票、房地产价格的短期上涨来带动消费增长的愿望是不切实际的。

2. 在不同的开放经济体中,对不同资产价格波动进行反应

的货币政策的绩效不同。在小型开放经济体中,如果货币政策对实际汇率进行反应,就会增加经济的波动性,降低政策绩效;如果货币政策对房地产价格或股票价格进行反应,相对于只对产出和通货膨胀进行反应的泰勒规则来说,政策绩效就会有较大的改善。在大型开放经济体中,如果货币当局对资产价格反应过强,尽管资产价格波动减少了,但是由于增加了通货膨胀、产出和利率的波动,整个福利损失还是增加了;只有对资产价格失调采取温和的反应,才会减少整个经济的波动。

3. 货币政策是否对资产价格波动进行反应,主要取决于冲击的来源。当资产价格受到非理性预期冲击时,拥有不同信息、恪守不同政策规则的中央银行所应采取的最优货币政策也不相同。当资产价格波动是受技术进步影响时,货币政策没有必要对资产价格波动进行反应;当资产价格受到非理性预期冲击时,拥有完全信息、恪守固定政策规则的中央银行所应采取的最优政策是:或者在未来提高实际利率,或者降低资本的未来实际租金收入,以便消除正向预期冲击的继续增加;拥有有限信息、恪守固定政策规则的中央银行所应采取的最优政策是:由于中央银行对预期冲击是否已经发生不确定,因此应该尽量避免对资产价格波动进行反应;拥有完全信息、执行相机抉择规则的中央银行所应采取的最优政策是:通过减少中期劳动投入放慢经济增长,而非通过提高未来实际利率而扭曲经济增长;拥有有限信息、执行相机抉择规则的中央银行所应采取的最优政策是:由于中央银行对预期冲击是否发生不确定,因而应该避免对资产价格波动进行反应。如果确信预期冲击已经发生,那么在冲击发生之初,就应该采取措施来减少投资的增加。

4. 房地产价格的变动率是预测通货膨胀变化的最好的指示器。当提前一年或两年对通货膨胀变化率进行预测时,实际

GDP 增长率的预测能力将居于第一位。当提前一年时, 各个变量对于通货膨胀变化率的预测能力分别是: 利率居于第二位, 房地产价格居于第三位, 利率缺口居于第四位。当提前两年时, 房地产价格变动率和利率缺口对于预测通货膨胀变化率的能力分别升至第二位和第三位。总之, 实际 GDP 增长率和房地产价格变动率在预测通货膨胀变动率时, 要远远优于货币增长率、汇率变动率及股票价格变动率。

5. 以资产为基础的准备金要求体系 (ABRRs) 可以预防资产价格泡沫的产生和保持金融体系的稳定。实行 ABRRs 有许多优点: 第一, 由于准备金比例的确定是随着资产类别的不同而变化的, 因此, 货币当局可以通过调整准备金比例来改变持有不同资产的相对成本, 同时还可以保持利率水平不变; 第二, ABRRs 有良好的自动反周期特性; 第三, 通过重建准备金要求体系, ABRRs 加强了货币政策的实施; 第四, ABRRs 的实行还会产生大量的铸币税。ABRRs 是一种制度的转变, 它不同于传统方法中以负债为基础的准备金要求体系; 它不但适用于银行体系, 而且还适用于其他金融中介; 由于 ABRRs 有良好的自动反周期特性, 因而能够更有效地保证整个金融体系的稳定。

目 录

摘要	1
1 导论	1
1.1 研究的背景及意义	1
1.2 文献综述	6
1.2.1 资产价格波动与货币政策反应	6
1.2.2 资产价格波动与通货膨胀目标	10
1.2.3 资产价格波动与金融体系稳定	12
1.3 研究方法 & 结构安排	14
1.4 创新	15
2 货币政策的资产价格传递机制	18
2.1 货币政策的股票价格传递机制	19
2.1.1 股票价格波动对投资的影响	19
2.1.2 资产负债表效应	20
2.1.3 家庭流动性效应	21
2.1.4 家庭财富效应	22
2.2 货币政策的房地产价格传递机制	23
2.2.1 对房屋支出的直接影响	23
2.2.2 家庭财富效应	24
2.2.3 银行的资产负债表效应	24
2.3 货币政策的汇率传递机制	24

2 资产价格波动与货币政策反应研究

2.3.1	汇率变动对净出口的影响	25
2.3.2	汇率变动对资产负债表的影响	25
2.4	我国货币政策的资产价格传递效应分析	26
2.4.1	股票价格的传递效应分析	26
2.4.2	房地产价格的传递效应分析	27
2.4.3	相关政策建议	28
3	资产价格波动与货币政策反应	29
3.1	文献回顾与评价	30
3.1.1	文献回顾	30
3.1.2	评价	33
3.2	小型开放经济体中的资产价格波动和货币政策反应	36
3.2.1	模型的建立	36
3.2.2	模型的性质与资产价格效应	39
3.2.3	利率规则	44
3.3	大型开放经济体中的资产价格波动和货币政策反应	49
3.3.1	模型的建立与调整	49
3.3.2	政策选择	53
3.4	不同冲击引起的资产价格波动与货币政策反应	57
3.4.1	投资和非基本冲击模型	58
3.4.2	政策评价方法	60
3.4.3	不同冲击下的资产价格波动与货币政策反应	61
3.4.4	脉冲反应方程	63

3.5 不同制度、不同信息的中央银行的最优货币政策	65
3.5.1 外部冲击	65
3.5.2 最优货币政策	67
3.5.3 政策效果	69
3.5.4 两个延伸	73
3.6 资产价格泡沫的历史回顾与分析	76
3.6.1 泡沫的定义	76
3.6.2 美国股票市场泡沫	77
3.6.3 18 个经济合作与发展组织国家中发生的 资产价格泡沫 (20 世纪中后期)	99
3.7 我国资产价格波动与货币政策反应	115
3.7.1 我国股票价格波动与货币政策反应	115
3.7.2 我国房地产价格波动与货币政策反应	120
4 资产价格波动与通货膨胀目标	127
4.1 文献回顾与评价	128
4.1.1 文献回顾	128
4.1.2 评价	132
4.2 模型的建立	133
4.2.1 Alchian 和 Klein 模型	133
4.2.2 将资产价格加入价格指数中的方法	135
4.3 资产价格波动与通货膨胀预测的实证研究	138
4.3.1 预测通货膨胀的变量选择	142
4.3.2 资产价格在通货膨胀预测中所占的权重	148
4.3.3 对模型及检验结果的理论说明	150
4.4 不同货币政策的成本—收益分析	152
4.4.1 宏观经济模型	152

4.4.2	货币政策的成本—收益分析	153
4.4.3	政策评价	156
4.5	我国资产价格波动与货币政策目标	158
4.5.1	股票价格对货币需求的影响途径和传递机制	161
4.5.2	我国股票市场对货币需求及货币流通速度的影响	161
4.5.3	结论及政策建议	165
5	资产价格波动与金融体系稳定	168
5.1	文献回顾	170
5.2	模型	172
5.2.1	资产价格泡沫与信用扩张	172
5.2.2	货币政策与信用约束	175
5.3	典型事实	180
5.3.1	美国	180
5.3.2	日本	184
5.3.3	东南亚金融危机中的各个国家和地区	188
5.4	导致资产价格波动放大成金融体系不稳定的因素	190
5.4.1	导致资产价格波动放大成金融体系不稳定的因素	191
5.4.2	政策含义	192
5.5	以资产为基础的准备金要求体系的建立	195
5.5.1	ABRRs 的建立	196
5.5.2	ABRRs 的宏观经济基础	197
5.5.3	ABRRs 的作用	200
5.6	我国的资产价格波动与金融体系稳定	204

5.6.1 股票价格波动与金融体系稳定	204
5.6.2 房地产价格波动与金融体系稳定	210
6 研究结论及需要进一步研究的问题	216
6.1 我国货币政策框架的构建	216
6.1.1 货币政策框架构建的国际趋势	216
6.1.2 我国货币政策框架的构建	218
6.2 研究结论及需要进一步研究的问题	221
参考文献	227
附 录	239
后 记	244

1

导 论

1.1 研究的背景及意义

在过去的二十多年中，许多国家的中央银行都成功地控制了通货膨胀。但是，新的问题又不断出现。近些年来，由资产价格波动而引起的经济及金融体系的不稳定问题日益受到人们的关注。

1994年，在庆祝英格兰银行成立300周年的会议上，时任美联储主席的格林斯潘提到：中央银行是否应当更多地关注资产价格泡沫问题；1999年8月27日，在美国怀俄明州的 Jackson Hole 举行的货币政策会议上，格林斯潘又强调：由于金融资产在美国家庭财富中所占的比重越来越大，因此美联储的货币政策将会更多地考虑资产价格因素。“在评价货币政策起作用的宏观经济环境时，我们不能再仅仅对商品和服务的流量作粗浅的分析。关于资产价格的行为走势及其对家庭和企业决策的影响，还有许多重要的、而且是难度极大的问题。如果我们要更好地理解资产负债表的变化对经济以及货币政策的影响，

我们就只能别无选择地迎接这些问题提出的挑战。”^①以此为契机,引发了20世纪中后期国际上对中央银行的货币政策是否应该对资产价格波动作出反应的讨论。

具体来说,对资产价格和货币政策关系的讨论主要是基于如下理论和现实背景。

1. 资产价格波动使得货币政策传导机制更加复杂。

在过去的二十多年里,无论是发达国家还是发展中国家,都经历过资产价格的大幅下跌对国民经济造成的负面影响。特别是日本长达几十年的经济不振,通常被看做是20世纪80年代泡沫经济破灭的结果。1989年,日本中央银行开始紧缩银根,股票价格和房地产价格大幅下降,从而使得许多商业银行出现了大量不良贷款;银行进一步收缩贷款,结果导致日本经济长时间的衰退。虽然资产价格波动会对宏观经济及货币政策带来巨大影响已众所周知,但是其中的影响机制还有待于进一步了解;资产价格波动所反映出来的经济信息,无论对于市场参与者还是对于宏观经济政策的决策者仍然是不确定的;资产价格波动的原因很复杂,不同原因引发的资产价格波动是否会对宏观经济及货币政策的影响不一致也有待于进一步考证。

2. 资产价格波动对货币政策最终目标的挑战。

目前,大多数国家都把抑制通货膨胀,即保持商品和服务价格水平的稳定作为中央银行货币政策的主要最终目标,甚至是唯一目标。1929年的美国经济大危机、1992年的日本资产价格泡沫崩溃所导致的经济的长期衰退,就是由于中央银行没有关注资产价格波动,没有对之作出及时反应。美国经济学家欧文·费雪在《货币的购买力》(1931年)中提出:政策制定者应

^① At a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 1999.