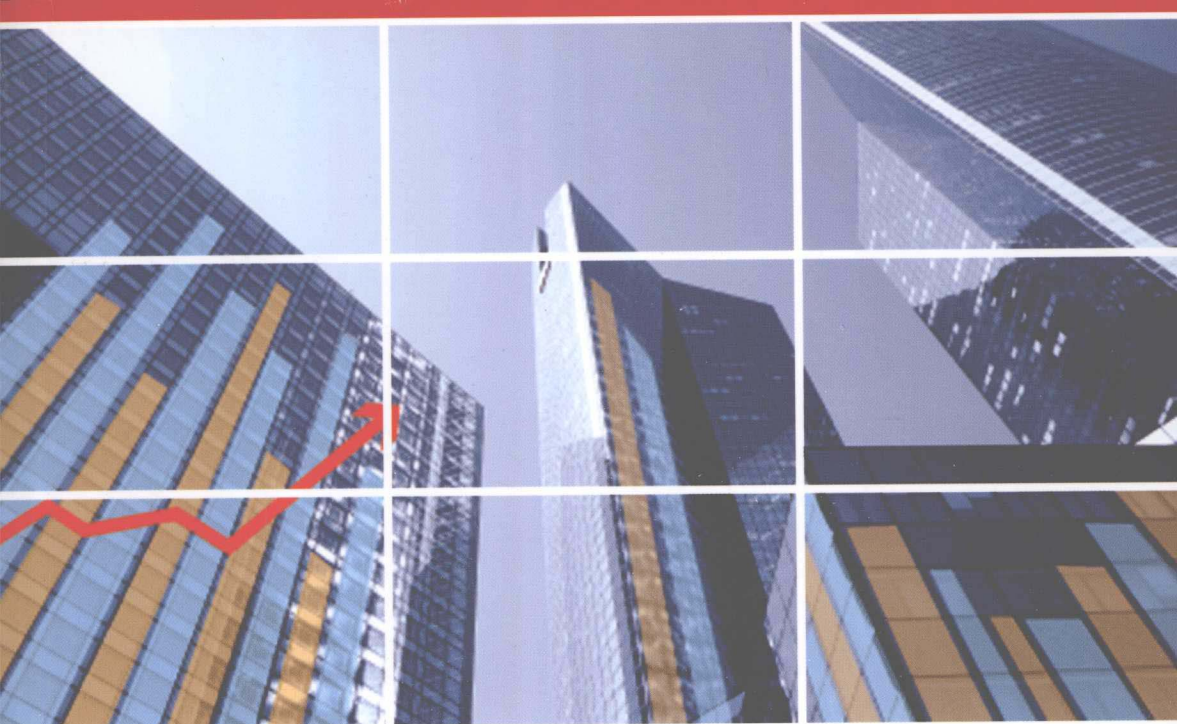




Monetary Policy and Asset Prices

货币政策与资产价格



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

gtz



经济科学出版社
Economic Science Press

货币政策与资产价格

(中英文版)

中国人民银行研究局 编
德国技术合作公司

经济科学出版社

责任编辑：王长廷 游 泳

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目(CIP)数据

货币政策与资产价格(中英文版)/中国人民银行研究局,
德国技术合作公司编. —北京: 经济科学出版社, 2010. 1

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8836 - 4

I. 货… II. ①中…②德… III. ①货币政策 - 世界 - 文集
②资本市场 - 世界 - 文集 IV. F821.0 - 53 F831.5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 214430 号

货币政策与资产价格

(中英文版)

中国人民银行研究局 编
德国技术合作公司

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

787 × 1092 16 开 21.5 印张 320000 字

2010 年 4 月第 1 版 2010 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8836 - 4 定价：66.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

由于国际金融危机的爆发，中央银行如何对待资产价格在全球范围内得到了高度的重视。

为了推动中德两国中央银行和国内研究机构在货币政策与资产价格这一领域的合作，中国人民银行研究局与德国中央银行和德国技术合作公司于2009年5月7日在北京联合召开了货币政策与资产价格研讨会。来自中国人民银行、国内金融机构、学术研究机构、大学、德国中央银行和德国技术合作公司的约40名专家学者参加了会议。会议就货币政策与资产价格问题进行了充分的讨论，中外专家做了精彩的演讲。

归纳各位专家的观点主要有六点：

第一，中央银行制定货币政策要关注资产市场和资产价格波动。各种观点都同意资产价格中包含货币政策制定与实施所需要的信息。建议将更多的资产价格信息纳入中央银行观测和研究的范围，如房地产价格、市场情绪等。建议前瞻性地考虑货币政策对资产价格所产生的影响，并且将资产价格未来变动的趋势作为影响货币政策有效性的参考因素之一。

第二，由于主要资产和竞争性商品的价格形成机制的变化，CPI（特别是核心CPI）已经成为滞后指标，CPI明显上涨可能预示经济金融泡沫即将破灭。

第三，从实证上看，货币政策对资产市场影响是复杂的，在不同时期、不同国家、不同市场的影响都不同。如在德国，货币政策影响不显著，没有出现过真正意义上的楼市、股市泡沫。

第四，由于缺乏足够的信息和工具，且货币政策对一些资产价格的影响存在非对称性，专家普遍不同意采取货币政策刺破泡沫的做法，同意在

泡沫破裂后央行给予流动性救助的思路，但需要十分谨慎，避免加大道德风险。

第五，“情绪”作为影响经济的重要变量，需要加以研究和关注。如果货币政策可以对“情绪”进行对冲操作，则可能优化货币政策。

第六，货币政策只是应对资产泡沫的一种工具。贷款发放和抵押品要求，以及资本市场和银行业的监管对于关注资产通胀等风险起着同样重要的作用。

为了推动货币政策和资产价格的研究继续深入进行，我们特将此次研讨会上中外专家的演讲结集成书，奉献给广大读者，希望能对这一领域的研究有所帮助。

中国人民银行研究局
德国技术合作公司
2009年7月
北京

目 录

中央银行要关注资产市场

一 在“货币政策与资产价格”研讨会上的致辞/易纲	1
关于货币政策与资产价格研究中需要关注的问题/张健华	6
关于资产价格与货币政策问题的一些思考/张晓慧	11
现有的货币与金融理论不能支持央行把调控资产价格 作为货币政策目标/宋逢明	20
资产价格应成为货币政策的重要参考因素/连平 徐光林	29
货币政策须对冲市场情绪：理论模型和政策模拟/李稻葵 汪进 冯俊新	41
信贷增长与资产价格/高善文	62
信贷扩张的合理界限与房地产价格波动的研究/易宪容	66
资产市场与货币政策关系简析/郝联峰	86
德意志联邦银行资产价格及货币政策专题研究/海因茨·赫尔曼	97
资产价格与货币政策：若干疑议研究/斯特凡·格拉赫	103
美国的货币政策、房地产繁荣和金融（不）平衡/桑德拉·埃克米尔 博瑞斯·霍夫曼	119
关于股票市场繁荣的模式：简述/马丁·克林姆	131
GTZ中国 — 致力于可持续发展的德国合作伙伴	144

中央银行要关注资产市场

一 在“货币政策与资产价格”研讨会上的致辞

中国人民银行副行长 易纲

易纲，生于1958年，经济学博士。1978~1980年，在北京大学经济系学习；1980~1986年，分别在美国哈姆林大学工商管理专业、伊利诺大学经济学专业学习，获经济学博士学位；1986~1994年，在美国印第安那大学经济系先后担任助教、副教授，其中1992年获终身教职；1994年回国，与林毅夫等发起组建北京大学中国经济研究中心，任教授、副主任、博士生导师；1997~2002年，任中国人民银行货币政策委员会副秘书长；2002~2003年，任中国人民银行货币政策委员会秘书长（正司局级）兼货币政策司副司长；2003年，任中国人民银行货币政策司司长；2007年12月~2009年8月，任中国人民银行党委委员、副行长；2009年7月至今，任中国人民银行党委委员、副行长、国家外汇管理局局长。

《中国人民银行法》明确规定，中国人民银行是中华人民共和国的中央银行，在国务院的领导下，制定和执行货币政策。其首要任务是依法保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。实践中，货币币值是否稳定主要是以CPI作为标准来衡量，这是一个比较窄的测度，是一个国家货币币值对内的测度。对外而言，保持币值稳定的基本含义就是保持人民币汇率处于合理均衡位置上。中央银行制定货币政策要关注资产市场，但是不能直接以资产价格为依据，这是我最基本的结论。

一、资产价格的波动对经济周期具有较大影响

我们所说的资产市场，主要指股票市场、房地产市场等。在过去的经济周期中，我们观测到了资产市场对经济周期，对宏观经济有着重要的影响。资产市场的价格波动也会对经济周期和资产市场产生影响。

20世纪80年代以来，各国资产市场的价格出现了比以往幅度更大、频率更高的波动，其间还数次出现了“崩盘”，比如1987年美国股灾，1989年以来日本股市的持续下跌，最近发生的2007年以来美国房地产市场的大幅度下滑。由于全球资本市场的发展和资产存量的累积，其对宏观经济的影响不断强化，这些主要资产市场的波动都对整个金融体系乃至宏观经济产生了明显的波及效应，使各国央行不得不积极研究资产价格变动背后的丰富内涵，思考是否需要和如何实现以货币政策来应对资产价格波动，从而进一步稳定物价和社会产出。

资产市场对整个宏观经济和物价的稳定有着重要的影响，资产价格中包含的通货膨胀信号是中央银行一直关注的焦点。随着资本市场深入国民经济各个系统，中央银行必须关注资产价格波动对实体经济的干扰，及其与目标通货膨胀率的关联程度，并理解这种变化对货币政策实施产生的各种影响。资产价格还可以向中央银行传递更广泛的经济信息，反映投资者对经济形势的预期，这种预期是中央银行制定货币政策的重要参考依据。

资产价格所包含的信息非常丰富，存在相当的解释难度。实体经济的发展、宏观金融变量的因素仅能解释一小部分的价格波动，而其他因素如制度性的障碍、非理性行为、羊群效应等也会对资产市场产生较大的影响。近年来，由于大多数金融机构均使用了雷同的复杂金融产品定价模型，资产价格上涨和下跌的幅度都被加剧。资产市场的波动可以由经济的基本面引起，在经济基本面发生变化以后，人们的情绪也会加剧资产市场波动的幅度。有的时候人们过于乐观，有的时候人们过于悲观。还有的学说认为资产市场和太阳黑子有关。但是在资产市场上，我们要研究的重点是由情绪所引发的“羊群行为”对资产市场价格波动的放大作用。

此外，资产价格确定本身亦是一个极富挑战性的话题。各类投资机构普遍采用公允价值会计准则，用盯市或按模型定价等方法对金融资产进行定价，但这次金融危机中，这种定价方法却加剧了市场的动荡。

二、中央银行制定货币政策要关注资产市场

第一，因为资产市场、资产价格中包含了大量的信息，反映了经济主体对未来的预期。中央银行从资产市场的价格波动中能够收集到非常重要的信息，这些信息对经济周期有些是超前指标，有些是同步指标，有些是滞后指标，反映了经济主体对未来的预期。众所周知，制定和实施货币政策时需要有效地引导和管理预期。既然资产市场可以说是人们预期的最主要测度的场所，中央银行当然要关注资产市场。

第二，资产价格可以通过多种渠道影响以CPI为测度的通货膨胀。例如房地产市场的波动可能会引起房租的上涨或者下调。尽管房地产价格没有直接纳入CPI的计算，但是可以通过租房价格的变动间接对CPI产生影响。股市的波动也可能对消费产生很大的影响。

第三，历史的数据还可以证明，资产市场、资产价格实际上可以对整个经济总供给和总需求产生影响。

以上三个理由促使我们要关注资产市场和资产价格。

既然资产市场、资产价格这么重要，中央银行制定货币政策的时候就要有一个原则，即货币政策应该有利于资产价格的稳定，这里要考虑劳动生产率、全要素生产率、资本的回报率（包括资本的平均回报率和边际回报率）、个人储蓄率和国际收支平衡。在考虑这些因素以后，货币政策应有利于资产价格稳定和资本市场稳定，如果利率太低或者是在低水平上保持的时间过长，就可能引起资产市场的泡沫。特别需要注意的是，利率是否太低，需要综合经济主体的需要和流动性宽松程度等因素综合判断。

三、中央银行制定货币政策不能直接以资产价格为依据

中央银行考虑货币政策的时候，不应该考虑对资产市场直接实施“托市”或者是救市，也不应该有意地去刺破资产泡沫。其原因有二。

一是中央银行目前掌握的知识和信息不足以支持做出什么时候托市、什么时候救市、什么时候刺破资产泡沫这样的政策决定。现有的研究成果显然不足以形成相应货币政策制定的理论基础。2008年3月18日，美联储前主席格林斯潘在英国《金融时报》上发表了题为《美国次贷危机的教训》的文章。他认为“从数学意义上讲堪称一流”的模型也无法捕捉到驱动全球经济的全部主要变量，更难以预测出金融危机或经济衰退出现。在他看来，目前的风险管理和宏观计量经济学模型中均缺失一个重大的“解释性变量”，即人类的情绪在欣快与恐慌之间摇摆。这使资产价格泡沫的膨胀和破裂从18世纪以来就反复出现。

在货币政策如何回应资产价格波动问题上，形成了两种针锋相对的观点。有西方权威学者^①研究发现，采取通货膨胀目标制政策的中央银行，如果对资产价格异常波动加以适当回应，将可降低资产泡沫形成的可能，减轻经济周期的风险。这种观点主张，资产价格应当以某种加权方式包括在货币政策稳定物价的最终目标中，以便中央银行积极地调整政策，在资产价格处于上升阶段时就可以提前采取措施进行干预，从而在泡沫破灭时有助于抑制潜在的风险。

但是，另一些同样权威的西方经济学家^②指出，央行一旦回应资产价格将产生不良后果。货币政策应该保持追求低通胀和稳定增长的宏观经济目标，仅仅处理资产价格破灭后的附带结果，即仅当资产价格的变动或冲击对实体经济、对央行的通货膨胀（及经济增长）目标的影响达到一定程度时，货币政策才应做出反应。

二是执行工具不够。即便是你有能力来做出这样的决定，你不一定有能力来执行这样的决定。也就是说你有没有工具来执行这样的决定。中央

① Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg and Sushil Wadhvani, *Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework*, Conference: Asset Price Bubble, 2002.

② Batini and Nelson (2000), Bernanke and Gertler (2001).

银行的首要任务是保持币值的稳定，主要指保持一个以CPI为测度的较低的通货膨胀。如果中央银行的注意力转移到试图以资产价格为依据来制定货币政策，很有可能把最重要的任务牺牲掉。这是得不偿失的。

鉴于资产价格与货币政策关系的不确定性，各国在实践中更倾向于不干预观点。但是，这种观点在实践中依然遇到了难题——许多国家出现了低通胀与资产价格迅速上升共同存在的经济现象。例如伯南克在2000年曾表示：“过去二十年，世界主要中央银行皆大体成功地控制了通货膨胀。……未来中央银行家的主要战斗将在另外的战场。有一个重要现象已经引起政策决策者的高度重视，那就是金融体系不稳定显著增加，其中的重要环节就是资产价格剧烈波动。”

虽然中央银行不能“托市”和救市，也不宜主动刺破资产泡沫，但在资产泡沫破灭后，中央银行应提供必要的流动性，以避免泡沫破灭后偶然恐慌和流动性不足所产生的引发资产价格下跌的恶性循环，尽量缩小泡沫破灭以后的阵痛，维持金融市场的稳定。

总之，中央银行的首要任务必须明确，就是保持币值的稳定；中央银行要关注资产价格，但是不能够直接以资产价格为依据来制定货币政策。

关于货币政策与资产价格研究中需要关注的问题

中国人民银行研究局局长 张健华

张健华，博士，研究员，现任中国人民银行研究局局长。1965年出生，1987年毕业于清华大学，获学士学位；1989年毕业于中国人民银行研究生部，获硕士学位；2003年于清华大学获得博士学位。张健华局长1989年进入中国人民银行工作，曾在金融管理司、非银行司、金融稳定局工作。张健华局长在金融监管、财政税收、金融风险监测与评估、存款保险等领域具有丰富的理论基础和实际操作经验，并发表过大量专著和论文。

通货膨胀曾经是各国中央银行的头号敌人。20世纪90年代以来，货币政策在抑制通胀方面取得重大进展，世界多数国家都保持了一般物价水平的基本稳定。但随着金融市场的快速发展，资产价格波动以经济泡沫和金融危机的极端形式向货币政策提出新的挑战。1991年，日本“泡沫经济”破灭造成10年经济衰退。2000年美国“互联网泡沫”破灭，结束了战后美国最长的景气周期。2007年以来，由美国房地产市场泡沫引发了次贷危机，并迅速演变为全球金融危机，给世界经济造成了4万亿美元以上的损失。

多数国家已就通货膨胀理论达成共识，但对于资产价格问题仍存在重大分歧。长期以来，全球经济学界和实务界曾对资产价格与货币政策关系等问题进行过深入探索，提供了一些非常具有启发性的讨论框架，在货币政策与通货膨胀之间的关系等领域提出了相对成熟的理论和做法。但是，国际金融危机爆发为资产价格与货币政策关系的讨论提供了新的证据，对货币政策如何应对通货膨胀等问题又提出了新的挑战，这要求我们以更新的视角和方法研究相关问题。

一、货币政策是否要对资产价格变动做出直接反应？

货币政策是否应对资产价格做出直接反应？或者说中央银行是否应该挤破泡沫？这是目前国际学术界争论最多、分歧最大的问题。

过去，经济学家大都将资产价格泡沫归因于投资者的非理性行为、非理性躁动（irrational exuberance）、噪声交易和羊群效应。最近学术界开始关注资产价格与货币条件关系问题，有经济学家提出，资产价格泡沫形成可能与扩张性货币政策有关；资产价格泡沫破灭可能与紧缩性货币政策有关。但到目前为止，还没有出现具有说服力的实证和经验分析。

关于货币政策是否要对资产价格变动做出直接反应，目前国际学术界存在两种截然对立的观点：以伯南克（Bernanke）和米什金（Mishkin）为代表的一方认为，除非资产价格膨胀影响通货膨胀预期，货币政策才应对资产价格有所反应，而且即使资产价格变化影响到预期通胀率，货币政策也不应直接对资产价格做出反应，而是对通胀率的变动做出反应。以切凯蒂（Cecchetti）和古德哈特（Goodhart）为代表的另一方认为，在资产价格生成时，货币政策就应该进行干预，以阻止泡沫扩大，减少投资波动。他们认为，中央银行作为最后贷款人，要负责处理由资产价格泡沫破裂引发金融危机，因此，应该选择先发制人的策略，及时刺破泡沫。

目前较多的经济学家倾向于第一种观点，即货币政策不应对资产价格做出直接反应。多数经济学家指出，中央银行在实践中要判断什么是泡沫非常困难。如果中央银行为了稳定资产价格而直接干预资本市场，不仅违背公平和效率原则，也缺乏技术上和操作上的可行性。

坡森（Posen）认为，资产价格泡沫一般源自“非理性繁荣”、技术进步和金融自由化等因素，货币条件变动与资产价格变动之间的联系十分微弱，无论是扩张性货币政策与泡沫形成、还是紧缩性货币政策与泡沫破裂之间的联系都十分微弱，因此，货币政策既没有必要、也没有可能对资产

价格变动做出直接反应。米什金也认为，股票价格变动要么由基本面变动引起，要么由投资者的“动物情绪”（animal spirit）所致，在大多数情况下，与货币政策无关。

格林斯潘（Greenspan）认为，要想干预资产价格，中央银行必须比投资者更加熟悉资本市场和资产价格变化趋势，这实际是不可能的。中央银行没有高于私人部门的信息优势，货币政策制定者也不可能掌握比市场更充分的信息。

从经验角度看，资产价格泡沫与货币条件没有必然联系。先来看日本，1985年，日本股票市场和房地产市场价格持续走高，1987年，日本银行开始提高利率，并没有能够抑制资产价格上涨，一直到1990年，在日本银行对房地产市场实行信用控制后，泡沫才破裂。再来看美国，此次全球金融危机之前，从2004年下半年起，美联储连续15次提高联邦基金利率至5.25%，并维持这一较高的利率水平，也没能改变房地产价格大幅走高的趋势，直到2007年次贷危机爆发。

因此，如果简化这一问题，即如果暂不讨论货币政策是否应干预资产价格，仅从操作角度看，货币政策对资产价格变动做出直接反应也是相当困难的。在金融市场高度发达的今天，中央银行早已不是流动性的唯一来源。比如，2001～2007年，美国许多投资银行通过住房抵押贷款证券化，将金融衍生产品以高倍杠杆打包出售，制造了大量流动性，造成房地产市场泡沫，最后引发了次贷危机。这里也是近来西方一些学者所称“影子银行”体系，主要涉及了是否应建立新的货币政策框架及更广泛金融监管制度的问题。

二、物价稳定与资产价格稳定之间有什么关系？

一般认为，物价水平的稳定有助于金融稳定和经济稳定，在物价稳定的环境中资产价格也会保持稳定状态。但是，经验表明，物价稳定并不等

同于金融稳定和经济稳定，有时物价稳定反而导致经济主体过分承担风险的行为，造成资产价格膨胀。比如，20世纪20年代美国的股票市场泡沫、20世纪80年代日本的泡沫经济、20世纪90年代美国的互联网泡沫，大都发生在消费物价水平相对较低的环境中。

对低通胀会助长资产价格膨胀可能有如下解释：微观上，较低的物价水平容易使投资者产生“货币幻觉”，增加借贷和投资；宏观上，在低通胀时期，中央银行倾向于维持宽松的货币政策，名义利率和实际利率较低，风险溢价下降，资产价格上升。另外，在低通胀环境中，“资产泡沫”破灭对国民经济的危害更大一些，因为此时资产价格调整只能通过名义价格大幅下跌来实现，会对家庭、企业和金融部门的资产负债状况产生更严重的冲击。

关于物价稳定与资产价格稳定之间的关系，由于缺少相应的实证和经验论据，还存在着许多需要深入探讨的地方。如果是低通胀通过名义利率和实际利率下降在客观上助长了资产价格上升，那么，货币政策应该如何应对？中央银行是否需要重新设计自己的政策目标、重新安排自己的工具箱？

三、是否应将资产价格纳入通货膨胀的统计口径？

目前世界大多数国家都采用消费物价指数、生产价格指数和国内生产总值平减指数等指标来测量通货膨胀水平。这些指标在测量通胀率时都没有将资产价格的波动考虑在内。原因在于，一般物价水平是用来反映不同时点上商品和服务的成本变动情况，属于流量分析，因而很难将作为存量的资产纳入其中。

近年来，一些经济学家提出，应调整通货膨胀的统计方法，将资产价格纳入到通货膨胀的统计口径。他们认为，通胀指标应当衡量的是货币购买力而不仅仅是当前消费品价格；是整个生命周期中的消费，而不是当前的消费物价水平。因此，应该将决定未来消费的资产价格与当前消费价格

一起纳入到通货膨胀的统计中。还有一些经济学家认为，由于房地产、股票等资产在金融市场和经济运行中作用越来越大，如果中央银行仅以消费物价指数作为政策调整的依据，有可能导致政策失误。

从目前情况看，将资产价格纳入到通货膨胀统计中存在实际困难。第一，那种要求将资产价格纳入物价指数的观点，是认为它们反映了未来消费物价水平变化。但实际上，资产价格变动的原因非常复杂，未必都反映未来消费价格的变化。比如，地价上涨可能是由于生产力进步导致土地的利用价值提高，也可能是由于投机行为引起，未必就意味着与土地相关的未来商品或服务价格上涨。

第二，如果将资产价格纳入通胀的统计体系，可能需要构造一个生命周期的消费物价指数，由于生命周期中大部分消费都是未来消费，当前消费物价所占的权重过小，资产价格所占的权重过大，这会带来一系列问题，比如，通货膨胀指数将主要反映资产价格变动情况；资产价格成为货币政策目标；大量噪音进入统计体系。当问题过于复杂时就削弱了可行性。

最后，随着中国金融市场的快速发展，中国也面临着如何处理资产价格与货币政策关系问题。所以，以上三个问题既是理论问题也是现实问题，希望通过相关研究和讨论能够进一步推动国内学者和相关部门对这一问题的探索，促进中国经济又好又快的发展。

关于资产价格与货币政策问题的一些思考*

中国人民银行货币政策司司长 张晓慧

张晓慧，博士，毕业于中国人民银行研究生部，曾进修于香港科技大学。先后担任过中国人民银行货币政策司副司长、办公厅副主任、中国人民银行驻美洲代表处首席代表、金融市场司司长。2004年8月出任中国人民银行货币政策司司长。

引 言

一般认为，货币政策的主要目标是保持币值稳定。不过，如何全面、准确地衡量和判断币值稳定却是一个难度相当大的问题。20世纪90年代以来，世界各国经济运行中出现一个新的现象，即一般消费品（如核心CPI中所包含的商品）价格总体比较稳定，但资产价格波动明显加大，对金融稳定及经济运行的影响也显著增加。由此，资产价格与货币政策的关系成为理论界及中央银行家们相当关注，但又存有较多争议的一个话题。2007年国际金融危机爆发以来，对这个问题的讨论再次成为热点。对此，我们也在进行持续的关注和研究。应当看到，伴随近些年来经济全球化加快推进，通货膨胀的形成机理和表现形式也在发生变化，这对传统的思维方式和经济理论分析框架提出了挑战。为进一步完善金融宏观调控与货币政策操作，更好地履行中央银行职责，我们需要深化对资产价格、物价稳定及货币政策关系的研究。

* 本文是张晓慧根据她本人在2009年5月7日“货币政策与资产价格研讨会”的演讲内容，加工整理形成的文章。