

资产价格波动 与金融稳定性研究

张庆君 著



 吉林大学出版社

资产价格波动与金融稳定性研究

张庆君 著



吉林大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与金融稳定性研究 / 张庆君著. —长春 :

吉林大学出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5601 - 7872 - 1

I. ①资… II. ①张… III. ①资本市场—经济波动—
研究②金融市场—稳定性—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 231005 号

书 名: 资产价格波动与金融稳定性研究

作 者: 张庆君 著

责任编辑、责任校对: 陈颂琴 郑 宇

吉林大学出版社出版、发行

开本: 787 × 1092 毫米 1/16

印张: 14 字数: 255 千字

ISBN 978 - 7 - 5601 - 7872 - 1

封面设计: 林雪

长春市泽成印刷厂 印刷

2011 年 11 月第 1 版

2011 年 11 月 第 1 次印刷

定价: 34.00 元

版权所有 翻印必究

社址: 长春市明德路 501 号 邮编: 130021

发行部电话: 0431 - 89580026

网址: <http://www.jlup.com.cn>

E-mail: jlup@mail.jlu.edu.cn

前 言

随着资本市场的发展,金融资产的总量不断增长,金融资产占经济的比重也在不断的增加,截至2010年11月末,中国银行业金融机构的总资产突破92万亿元,106家证券公司总资产超过2.24万亿元,62家基金公司管理资产超过2.51万亿元,保险业总资产达4.9万亿元。这意味着,银行、证券、保险再加上基金行业的总资产规模相加已突破100万亿元大关,达到101.65万亿。而中国国家统计局2011年1月20日公布2010年全年GDP初步统计全国国内生产总值为397893亿元,金融资产占GDP的比例为255.47%。可见,金融资产的总量显著地高于GDP总量,已经达到GDP的2.5倍以上。所以,资产价格的波动,尤其是资产价格的大幅波动必然会对金融稳定产生一定的影响,资产价格波动对金融稳定性的影响也成为学术研究者、政策制定者和市场参与者日益关注的一个重要话题。

自2007年以来,由美国次贷危机引发的全球金融危机给世界经济带来巨大的创伤,也引起世界经济的动荡。金融危机的大规模爆发迫使各国央行采取各种手段和措施对金融危机进行救助,而金融稳定也成为非常时期各国央行重点关注的目标,金融稳定再度引起了广泛的关注。在金融不稳定时期常常伴随着资产价格的剧烈波动,资产价格波动虽然不一定意味着金融不稳定,但是资产价格的过度波动会给市场参与者传递不稳定的信息,造成投资者、金融机构或金融市场的恐慌,导致资产价格的持续下跌,从而引发金融不稳定。金融危机期间,美国三大股指美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数和标准普尔500指数最大跌幅分别是53.54%、55.63%和56.68%,都超过了50%,给金融市场带来巨大的冲击,也加剧了金融的不稳定。所以,对资产价格波动与金融稳定性问题的研究有非常重要的理论和现实意义。

本书在对资产价格波动与金融稳定相关概念和相关文献的梳理的基础上,以金融稳定为研究目标,以资产价格波动为研究着眼点,从宏观和微观两个视角来考察和分析资产价格波动理论和资产价格波动特征,进而研究资产价格波动对金融稳定影响的渠道和途径,并重点以资产价格波动对金融稳定性的影响进行了不同层面的

研究。本书分别基于资产价格波动对银行体系稳定性影响,资产价格波动对货币政策的影响,资产价格波动对汇率稳定的影响等方面进行了理论和实证分析,并利用传统方法结合中国的数据构建了中国银行体系稳定性指数。然后,本书以次贷危机期间资产价格波动表现、经济状况和货币政策实施等代表变量的联动性,分析了资产价格过度波动引发金融不稳定的特征,并对资产价格波动条件下如何更好地维护金融稳定提出了几点建议。最后,提出了本书的结论和展望。

本书主要通过九章来研究资产价格波动与金融稳定性问题。首先是第1章绪论,对本书的研究目的和意义,国内外研究现状综述、研究的思路和方法,以及研究结构进行了介绍。第2章以资产价格为中心,对资产价格、资产定价模型、资产价格波动和资产价格泡沫等相关概念和相关性进行了解释和界定,并结合相关理论对中国股票市场价格泡沫及泡沫风险进行了考察。第3章以金融稳定为中心,在对金融稳定的概念界定的基础上,介绍了金融不稳定的理论,金融稳定的评估体系。第4章将资产价格波动与金融稳定性联系起来考察,从财富效应、投资效应、信贷效应、金融加速器效应、货币政策困境和汇率波动等方面解释和介绍了资产波动影响金融稳定性的作用机制。第5章从资产价格波动对银行体系稳定的影响渠道、银行体系稳定性的测度方法、中国银行体系稳定性的测算、资产约束与银行稳定性、银行收入结构等方面重点考察了资产价格波动对银行体系稳定的影响,并采用中国的相关数据对资产价格波动对银行体系的稳定性进行了实证分析。第6章分析了货币政策从货币目标到通胀目标,再到金融稳定目标的转移,并在对中国金融稳定性状况指数和趋势进行了估算的基础上,比较了通胀水平和金融稳定状况指数。然后,通过资产价格波动对货币政策的传导、资产价格波动与货币政策反应等方面重点考察了资产价格波动与货币政策困境,并以美国的相关数据实证分析了资产价格波动与最优货币政策反应。第7章重点考察了资产价格变动与汇率、汇率与金融稳定两方面内容,以国际油价对人民币汇率的冲击角度实证分析了资产价格波动对汇率的影响,以汇率波动对货币替代影响的角度实证分析了汇率波动对金融稳定的影响。第8章以美国次贷危机期间股票指数、原油价格等资产的价格走势与代表宏观经济变量GDP增长率和CPI,以及与代表货币政策的变量利率和货币供给量之间的价格走势关系,分析了资产价格过度波动引发金融不稳定的特征,并对资产价格波动条件下如何更好地维护金融稳定提出了几点建议。第9章是本书的结论与展望,对全文进行了简要的总结,提出了本书的不足之处和还有待于继续深入研究的

问题。

本书主要通过定性分析与定量分析相结合的方法、以及实证分析和规范分析相结合的方法对资产价格波动与金融稳定问题进行论述。本书在进行相关理论和数理分析的基础上,通过大量实证数据和实证分析来反应实际问题。为了检验资产价格波动与银行体系稳定性,资产价格波动与货币政策动态,资产价格波动与汇率稳定等相关问题,本书收集和选取大量的中国和美国的时间序列数据,并利用 Eviews、Spss 等研究工具,采用 VAR 模型、状态空间模型、自回归分布滞后模型 (ARDL) 等研究方法,检验了相关变量之间的联系机制和影响效果,并结合实证分析的结果,提出相关的结论和对策建议,从而,把分析问题与实证研究有效的结合起来,增强了分析问题的理论性和实践性,提出的研究结果和政策建议可以为政策制定者和决策者提供参考。

本书的出版得到了渤海大学重点培育学科建设基金的资助,在此表示衷心感谢。希望我们的努力能为渤海大学应用经济学学科的建设和发展贡献一份力量。

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题的目的、理论与现实意义	1
1.2 国内外研究的文献综述	5
1.2.1 国外文献综述	5
1.2.2 国内文献综述	14
1.3 基本思路和方法	17
1.4 可能的创新之处与不足	19
第2章 资产价格与资产价格泡沫	21
2.1 资产价格与资产定价模型	21
2.1.1 资产	21
2.1.2 资产价格	22
2.1.3 资产定价模型	23
2.2 资产价格波动	27
2.3 资产价格泡沫	28
2.3.1 资产价格泡沫的含义	28
2.3.2 资产价格泡沫的理论模型	29
2.4 中国股票市场泡沫与风险	37
2.4.1 沪深股票市场的波动状况	37
2.4.2 沪深股票指数收益率的波动性检验	38
2.4.3 沪深股票指数收益率风险 VaR 值的估算	43
2.4.4 沪深股票市场泡沫度的检验	45
2.5 本章小结	47
第3章 金融稳定的界定、理论与评价	49
3.1 金融稳定的界定	49

3.1.1 金融稳定条件、要素和特征的视角	49
3.1.2 金融系统抵御外部冲击能力和风险管理能力	50
3.1.3 金融体系功能的视角	50
3.1.4 金融不稳定的视角	51
3.1.5 对金融稳定界定的启示	52
3.2 金融不稳定性的基本理论	52
3.2.1 马克思的金融体系内在不稳定性理论	52
3.2.2 明斯基的信贷体系不稳定假说	54
3.2.3 金德尔伯格金融不稳定理论	55
3.3 金融稳定性的评价方法	56
3.3.1 货币状况指数	56
3.3.2 金融状况指数	57
3.3.3 金融部门评估规划	59
3.4 本章小结	62
 第4章 资产价格波动影响金融稳定性的作用机制	 63
4.1 资产价格波动对宏观经济的影响	63
4.1.1 财富效应	63
4.1.2 投资效应	65
4.1.3 资产负债表效应	66
4.2 资产价格波动对银行体系的影响	67
4.2.1 信贷风险效应	68
4.2.2 市场风险效应	70
4.2.3 非利息收入效应	71
4.3 资产价格波动的金融加速器效应	71
4.3.1 金融加速器效应	71
4.3.2 金融加速器的作用机制	72
4.3.3 引入资产价格泡沫的金融加速器模型	73
4.4 资产价格波动与货币政策困境	74
4.5 资产价格波动与汇率稳定	76
4.5.1 资产价格波动对汇率稳定的影响	76
4.5.2 汇率波动与金融稳定	77

4.6 本章小结	81
第5章 资产价格波动与银行体系稳定性	82
5.1 资产价格波动、资本约束与银行体系稳定	82
5.2 银行体系稳定性的测度	84
5.2.1 银行体系稳定性的测度方法	84
5.2.2 中国银行体系稳定性的测度	88
5.3 资产价格波动对银行体系稳定性影响的实证研究	91
5.3.1 样本选择与数据处理	91
5.3.2 实证检验	95
5.3.3 实证检验结论与启示	100
5.4 资产波动、银行收入结构与银行风险	101
5.4.1 银行收入结构与银行风险	101
5.4.2 中国银行体系风险测度——基于14家商业银行的考察	102
5.4.3 资产价格波动对银行收入结构和银行风险的影响	106
5.5 本章小结	110
第6章 资产价格波动与货币政策	112
6.1 从货币目标到通胀目标	112
6.2 通胀目标与金融稳定	114
6.2.1 从通胀目标到金融稳定目标	114
6.2.2 CPI与FCI的实证比较	115
6.3 资产价格波动与货币政策反应	122
6.3.1 资产价格对货币政策的传导	122
6.3.2 货币政策是否应该对资产价格波动做出反应	123
6.3.3 资产价格波动与货币政策非对称性	124
6.4 资产价格波动与最优货币政策的一个理论模型	125
6.5 资产价格波动与最优货币政策——基于美国数据的实证研究	128
6.5.1 金融危机期间美国资本市场的表现	128
6.5.2 金融危机期间美国的货币政策	131
6.5.3 资产价格波动与最优货币政策的实证分析	134
6.6 本章小结	150

第7章 资产价波动与汇率稳定	153
7.1 资产价格波动与汇率稳定之间的关系	153
7.2 资产价格波动与汇率稳定—基于国际原油价格的实证	155
7.2.1 原油价格波动与人民币汇率	156
7.2.2 原油价格波动对汇率影响的理论模型	157
7.2.3 国际原油价格波动对汇率影响的实证检验	159
7.3 人民币汇率波动与金融稳定—基于货币替代视角的实证	169
7.3.1 人民币汇率波动与货币替代	169
7.3.2 人民币汇率波动对货币替代影响的实证研究	170
7.4 本章小结	176
第8章 资产价格波动条件下维护金融稳定的对策探讨	177
8.1 资产价格过度波动引起金融不稳定的特征分析	177
8.1.1 经济和金融市场繁荣催生资产价格泡沫	177
8.1.2 经济和金融条件恶化引发资产价格泡沫破裂	181
8.1.3 资产价格泡沫破裂加剧金融不稳定	182
8.2 资产价格波动条件下维护金融稳定的几点建议	183
8.2.1 维护易于滋生泡沫的资本市场稳定	183
8.2.2 银行体系应该重视资产价格波动风险	184
8.2.3 货币政策应该关注资产价格的异动	185
8.3 本章小结	186
第9章 结论与展望	187
9.1 主要结论	187
9.2 需要继续研究的问题与展望	190
参考文献	192
附 录	204
后 记	210

第1章 绪论

1.1 选题的目的、理论与现实意义

金融稳定是关系国家金融安全的一个重大的理论和现实问题，也一直是备受学术界和实务界关注的话题。瑞典中央银行和欧洲中央银行较早地把金融稳定作为央行的工作目标，后来越来越多国家的中央银行开始履行金融稳定的职能。金融危机的频繁使金融稳定的关注度备受提升。由于金融系统的复杂性以及各国金融体系的差异等原因，人们通常从不同角度出发对金融稳定的现象和含义进行总结和概括，对金融稳定性状况进行考量和评估，对金融不稳定因素进行防范和预警。

随着资本市场的发展，金融资产的总量不断增长，金融资产占经济的比重也在不断的增加。截至2010年11月末，中国银行业金融机构的总资产突破92万亿元，106家证券公司总资产超过2.24万亿元，62家基金公司管理资产超过2.51万亿元，保险业总资产达4.9万亿元，这意味着，银行、证券、保险再加上基金行业的总资产规模相加已突破100万亿元大关，达到101.65万亿。而中国国家统计局2011年1月20日公布2010年全年GDP初步统计全国国内生产总值为397893亿元，金融资产占GDP的比例为255.47%。可见，金融资产的总量显著地高于GDP总量，已经达到GDP的2.5倍以上。所以，资产价格的波动，尤其是资产价格的大幅波动必然会对金融稳定产生一定的影响，关注资产价格波动对金融稳定的影响机制也成为学术研究者、政策制定者和市场参与者关注的一个重要话题。

自2007年以来，由美国次贷危机引发的全球金融危机给世界经济带来巨大的创伤，也引起世界经济的动荡，金融危机的大规模爆发迫使各国央行采取各种手段和措施对金融危机进行救助，而金融稳定也成为非常时期各国央行重点关注的目标，金融稳定再度引起了广泛的关注。在金融不稳定时期常常伴随着资产价格的剧烈波动，资产价格波动虽然不一定意味着金融不稳定，但是资产价格的过度波动会给市场参与者传递不稳定的信息，造成投资者、金融机构或金融市场的恐慌，导致资产价格的持续下跌，从而引发金融不稳定。金融危机期间，美国三大股指美国道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数和标准普尔500指数最大跌幅分别是

53.54%、55.63%和56.68%，都超过了50%，给金融市场带来巨大的冲击，也加剧了金融市场的不稳定。而到2008年末这场危机已经演变为自20世纪30年代大萧条以来最为严重的金融危机。美国爆发次贷危机，不断引爆数家国际知名贷款机构、投资银行和商业银行面临危机甚至倒闭。美国次贷危机不断扩散，对实体经济的影响持续加深，世界经济增长明显放缓。所以，对资产价格波动与金融稳定性问题的研究有非常重要的理论和现实意义。

从我国股票市场来看，1999年1月中国上证股票市值仅为10609.79亿元，到2007年12月上证股票市值达到最大值269838.9亿元，是1999年1月的25.43倍。上证指数也由1999年1月的1140点上涨到2007年10月的6057点，是1999年1月的5.31倍。这期间也有资产价格的巨幅震荡，如2006~2007年中国股市走出长达5年的熊市，并出现井喷行情，上证综合指数由2006年1月5日的1180.45点升至2007年10月16日的6124.04点，最高增幅达418.8%。2008年，受金融危机的影响中国股市又急转直下，上证综合指数由2008年01月14日的5499.6点下降到2008年10月28日1664.93点，最高跌幅达78.8%，创下了18年来最大的年阴线。而深圳成指从2005年6月3日的2627.02点最低点上涨到2007年10月31日的19531.15点，上涨16904.13点，涨幅高达643.47%。之后，受金融危机的影响，到2008年11月7日跌至5753.1点，下跌13778.1点，跌幅高达70.54%。可以说股票价格的大幅波动，给投资者带来了巨大损失，也对金融稳定产生了一定的影响，所以，资产价格波动和资产价格泡沫问题应该引起市场参与者和监管者的重视。

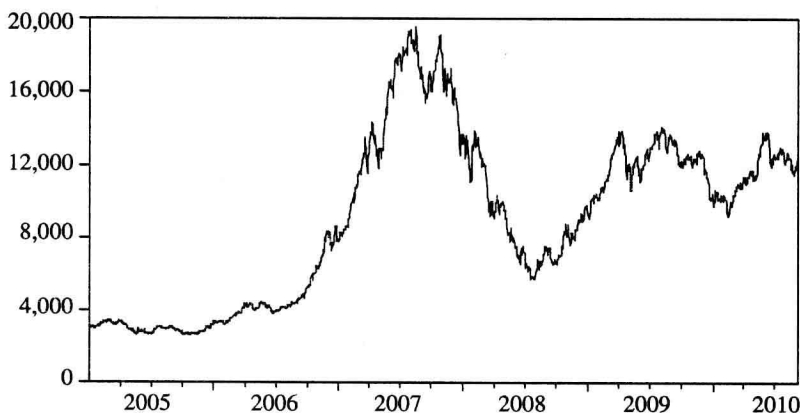


图 1-1 2005 年 1 月至 2010 年 1 月上证指数走势图 (收盘价)

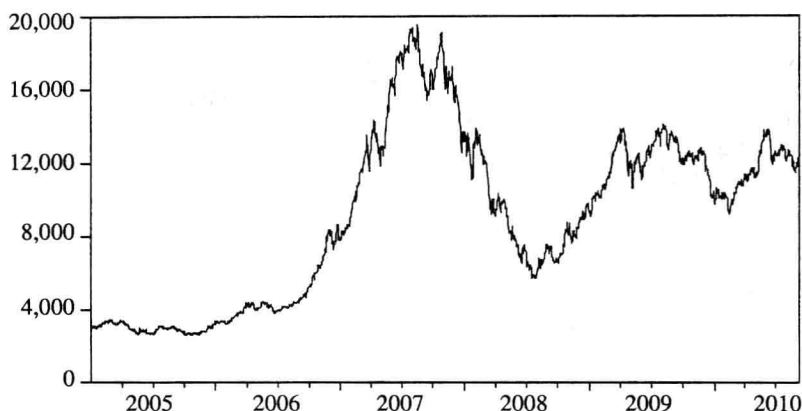


图 1-2 2005 年 1 月至 2011 年 1 月深证指数走势图 (收盘价)

另一方面, 房地产价格也呈现出明显的上涨和波动的趋势 (见图 1-2)。中国最典型的资产泡沫案例是 90 年代初的海南房地产泡沫、北海房地产泡沫。1999 年以来, 我国房地产价格指数一路持续上涨, 直到 2004 年 12 月, 在房地产泡沫压力之下, 国际出台了一些抑制房价过快上涨的政策, 我国房地产市场出现了一个拐点, 使得房价在 2005 年和 2006 年得到一定的控制, 而到 2008 年 3 月, 受国际金融危机及我国对房地产价格一系列调控政策出台的影响, 我国的房地产价格开始再次下降, 出现第二次拐点, 并引起房地产危机的争论和继续下跌的恐慌, 于是 2008 年 10 月一系列房地产新政出台支持房地产, 到 2009 年 3 月我国房地产市场在经历了短暂时间的低谷之后, 又开始了新一轮的上涨。高房价问题成为 2010 年 3 月两会讨论的热点问题, 于是 2010 年 4 月抑制房价过快上涨的房地产新政出台, 对房地产价格的稳定产生了一定的影响。当前高房地产已成为我国经济的热点问题。

从国际经验和历史事件来看, 在金融危机发展史中有很多著名的金融危机事件, 如郁金香泡沫、南海泡沫、1929 年大崩盘、黑色星期一、墨西哥金融危机、亚洲金融危机以及次贷危机等, 在这些金融危机事件中, 每一次危机都与资产价格泡沫相关, 形成资产价格泡沫危机的资产基本上就是郁金香、股票、房地产和汇率这四种。在金融市场日益发达的今天, 我们首先就要重点关注常规地最易于发生泡沫的股票、房地产和汇率这三种资产, 而这三种资产泡沫对经济和金融的影响力都比较大。因此, 维护股票市场、房地产市场和外汇市场稳定将成为关注资产价格泡沫的重点。

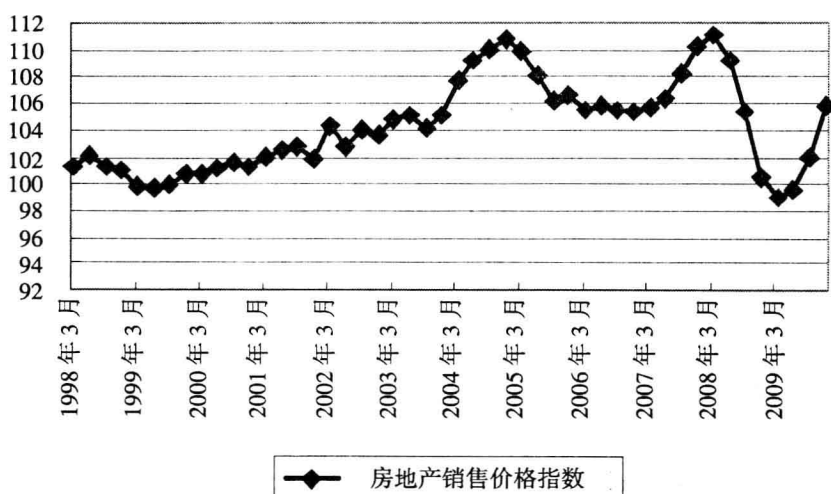


图 1-3 中国房地产销售价格指数，数据来源：resset 数据库

几个世纪以来，经济学家们就一直致力于资产价格波动问题的研究。传统经济学家在理性预期的基础上，从理性预期方程出发得到很多资产价格泡沫形式，并称之为理性泡沫，但这些泡沫形式在现实中不一定存在，因此，经济学家在理性预期方程中增加横断条件剔除了部分理性泡沫，但到目前为止还没有关于理性泡沫剔除的一般性结论。更重要的是，理性泡沫无法解释市场存在的诸多异常现象（如超常反应、过度波动等）的事实及其本身存在的联合假设问题（当资产价格不符合理性预期方程的无泡沫特点时，无法判断这是由资产价格泡沫造成的，还是基于理性预期的资产定价模型与现实不符造成的）都对传统经济学家提出了严峻的挑战。今天，越来越多的科学家加入到研究资产价格波动的行列中。

国外已有的研究成果表明，金融危机发生前，总有一些与其相关的资产价格出现异常的征兆，那么研究这些资产价格波动的变化规律，运用计量经济学手段，建立资产价格异常波动预警系统，及时发现、识别资产价格波动风险，这将为金融机构、金融市场及监管部门采取有效的应对措施提供依据。因此，对资产价格波动与金融稳定的研究是涉及到经济健康发展、金融市场稳定和金融监管的重大课题，它有助于政府决策者随时监控金融体系的风险变化情况，防患未然。从金融危机的历史事件中我们可以看到，几乎每一次金融危机都伴随着资产价格的剧烈波动，也许有的金融不稳定事件并不是由于资产价格泡沫引起的，但是资产价格波动却对金融不稳定事件起到推波助澜的作用。因此，维护金融稳定有必要关注资产价格波动，研究资产价格波动与金融不稳定的联系机制、分析资产价格波动对金融稳定性的影

响,分析资产价格波动条件性金融不稳定的特征,导致金融风险恶化的原因,建立灵活、有效的金融风险防范机制,对可能发生的危机进行预警,有助于我们提前做好应对危机的准备,这对于增强我国金融体系的抗风险能力,抵御国际金融危机的冲击具有重要的理论意义和现实意义。

1.2 国内外研究的文献综述

1.2.1 国外文献综述

在金融的发展过程中,总是伴随着金融危机和金融不稳定事件的发生,而金融危机和金融不稳定事件的频发,往往会给经济发展造成很重的冲击和影响,如何维护金融稳定成为中央银行家和学者们关注的话题。金融市场作为金融的重要载体,当金融危机和金融不稳定事件发生时,通常表现出资产价格的强烈波动,因此,从资产价格波动的角度来研究金融稳定性成为了一个重要的研究视角,有很多学者围绕资产价格波动对金融稳定性的影响开展了研究。^①

1.2.1.1 资产价格波动对金融稳定性的影响

(1) 资产价格波动通过宏观经济影响金融稳定

资产价格波动可以通过影响宏观经济消费和投资从而影响金融稳定,资产价格波动可以通过财富效应影响消费。Haberler (1939) 认为价格下降时,财富的实际价值会增加,因此,货币财富的持有者会通过支出过多的货币,来减少他们增加的实际货币余额。这种价格导致的财富效应在理论上的正确性,已被各种类型的货币财富所证实。Pigou (1943) 描述了消费、金融资产和物价水平之间相互关系,认为物价水平下降造成金融资产实际价值的增加从而产生的消费刺激效应。后来 Patinkin (1965) 把它表述成庇古效应和实际余额效应。Friedman (1957) 提出的持久收入假设认为,消费支出是生命周期期中资产的函数,资产价格的变化比如影响消费支出。Modigliani (1963) 认为当投资者持有的股票增值时,投资者可以交易股票获得收益,消费就会增加。此外,如果投资者预期股票价格增值时,虽然投资者没有通过交易实现收益,但是由于投资者预期自己未来的收入和财富会增加,也会增加消费支出。

资产价格波动影响投资的理论主要有托宾 q 理论、金融加速器和资产负债表等。Tobin (1969) 提出了著名的 Q 比率,它是资本的市场价值与其重置成本的比值。当 $Q > 1$ 时,投资者购买新生产的资本产品更有利,这会增加投资的需求;当

^① 段忠东,曾令华. 资产价格波动与金融稳定关系研究综述 [J]. 上海金融, 2007 (4): 16-21

$Q < 1$ 时, 投资者购买现成的资本产品比新生产的资本产品更便宜, 这样就会减少投资需求。所以, 只要企业的资产负债的市场价值相对于其重置成本来说有所提高, 那么, 已计划资本的形成就会有所增加。

Fisher (1933) 较早的提出了金融放大效应的观点, 认为企业的抵押资产是整个债务链条中最重要的变量, 抵押资产越多, 企业就能借贷得越多, 投资也就越多, 从而价格和产出就会上升, 并引起下期抵押资产的增加; 抵押资产越少, 企业借贷的就越少, 甚至在债务高的时候被迫清偿债务, 结果投资减少, 价格和产出也减少, 并引起下期抵押资产的减少, 因此, 企业抵押资产微小的变动可能造成较大的波动。后来这个思想被引入真实经济周期的框架之后, 对经济的波动有较强的解释力。

Bernanke 和 Gertler (1986) 考察了一个内生的新古典商业周期动态模型, 认为在不完全信息的条件下, 借方清偿债务的能力变化能够启动和放大商业周期。当经济景气的时候, 融资企业的清偿能力越高, 其担保价值越大, 融资的代理成本就降低; 在经济衰退时则相反。企业的担保价值和代理成本存在反向关系, 担保价值的顺周期造成了代理成本的逆周期, 从而放大了投资和产出的波动。这个模型是金融加速器理论的开始。之后 Bernanke 和 Gertler (1989) 又建立一个时代交叠模型, 正式将金融合约引入了随机动态的一般均衡模型之中, 认为由于信贷市场的信息不对称, 企业可以获得的贷款数量是其抵押资产价值的倍数, 当经济景气时, 企业的市值上升, 企业可提供的抵押资产的价值较高, 可以获得较多的贷款进行投资; 在经济衰退时则相反。因此, 当企业遭受到经济中的正向冲击或负向冲击, 其净值也随之升高或降低时, 经由信贷市场的作用会使这种冲击对经济的影响放大, 这种效应称为金融加速器效应。Bernanke 和 Gertler 强调了企业资本金在经济周期中的顺周期效应及其重要作用, 认为影响企业自有资本的可能性因素包括: 上期收入、资产价格和债务的真实值。外部冲击通过自有资本金的变化对产出波动起到更大的影响。这显然就是改进版的费雪债务通货紧缩理论。

(2) 资产价格波动通过货币政策影响金融稳定

资产价格波动可以通过货币需求来影响货币政策, 交易动机、投机动机和预防动机是凯恩斯的货币需求理论提出的, 是影响货币需求的三种主要因素, 这三种动机中与资产价格波动联系最直接最紧密的是投机动机。一般来说, 当资产价格上升, 资产预期收益率增加时, 投资者就会减少货币持有量, 反之则相反。Friedman (1988) 对美国股票价格和货币需求的分析也认为股票价格与货币需求有负向的影响。一个新的代表性的观点认为流行过剩对资产价格有正的影响 (Aladid and Detken 2007, Bagus 2008, Borio 2008), 他们研究发现过剩的流动性首先流向

房地产和股票市场而不是消费品市场。Rigobon 和 Sack (2004)、Bernanke 和 Kuttner (2005) 研究发现利率决定对美国股票市场有影响, 而 Bohl (2007) 认为在欧元区未预期的利率下降增加股票的价格, Greiber 和 Setzer (2007) 货币增长和美国及欧洲房地产市场有双向的相互关系, 同样 Goodfriend 和 Hofmann (2008) 货币增长和房价之间有双向的关系, 而近些年两者都在增长。

欧洲央行认为资产价格泡沫可能导致的结果是货币数量的持续增长和信贷的急剧扩张, 由于资产价格的上涨和经济基本原则没有直接关系, 所以不能产生明显的通胀预期, 在传统的 Taylor 规则框架下, 不能引起货币政策对其作出反应 (Issing 2002)。详细的货币分析可能因此提供早期的市场信息, 这样就使影响经济活动和通胀的金融不稳定信息得到及早地发现, 然而, 现实当中也会发生货币供给数量超过经济基础要求的情况, 也没有资产价格泡沫相伴随。反应资产价格的信息包含在指标显示器当中, 随着时间的推移而变化, 这表明中央银行对货币分析的权重赋值可能是状态依赖。Detken 和 Smets (2004) 发现在经济繁荣的初期, 资产价格高成本的上涨经常伴随着货币数量和信贷的迅速上涨, 所以金融资产的上涨是有益的, 资产价格的波动逐渐的影响实体经济。这时货币政策应该充分关注货币和信贷扩张的进展, 从而把握金融的失衡现象 (Hildebrand 2008)。

资产价格也对经济体的产出有影响, 例如 Bernanke 和 Gertler (1999) 认为股票市场的积极发展能改善公司的资产负债表, 减少公司风险。通过减少风险提升资产价格, 从而使企业的贷款成本降低, 于是, 银行投资增长。此外, 股市的上涨伴随着投资者更高的消费支出, 增加资产持有人的收入。随着产出和消费的增加, 资产价格可能继续膨胀。Roffia 和 Zaghini (2007), Belke (2006), Aladid 和 Detken (2007) 研究发现如果资产价格增加预先发生, 那么在货币扩张期之后便会发生通货膨胀。

(3) 资产价格波动通过通货膨胀目标影响金融稳定

Bernanke 和 Mishikin (1997)、Bernanke (2003) 都认为价格稳定和金融稳定的目标是一致的, 可以在通货膨胀目标制下, 通过货币政策的相机抉择来实现。价格稳定是一国经济保持长期持续稳定增长的前提条件, 是货币政策执行的长远目标。货币政策应该通过保持价格水平的稳定来维护金融的稳定。而通货膨胀目标制的政策选择是一个可以稳定通货膨胀预期, 从而可以稳定价格水平和保持金融稳定的货币政策策略。尽管通胀目标为货币政策提供了一个首要的选择, 但是它仍然不能解决经济中的很多不确定性的问题。Gabridl Caldas Montes (2010)^① 认为, 很难

^① Gabridl Caldas Montes. Uncertainties, monetary policy and financial stability: challenges on inflation targeting [J], Brazilian Journal of Political Economy, vol 30, January - March, 2010, NO. 1 (117), pp: 89 - 111.