

中国经济热点观察丛书

# 资产价格与通货膨胀

唐斯斯 著

 商务印书馆  
The Commercial Press

2011年·北京

# 总 序

中国经济持续 30 多年的高速增长被国外一些人称为神话,赞叹羡慕者有之,冷静观察者有之,怀疑和“唱衰”者有之,恶意攻击者甚至也不乏其人。国内民众和研究界,在切身感受祖国日新月异变化的同时,越来越多地议论和分析我们在经济发展过程中所遇到的问题和挑战。其中大多数问题和挑战,在过去我们发展水平很低的时候,一般不会出现,或没有像今天这样严重。经过一段时期的发展,新的问题和挑战还会不断涌现出来。正像邓小平曾经预言的那样,中国发展起来以后,可能比不发展时遇到的问题还要多。

中国经济发展和转型,是在全球化、市场化、工业化、城市化、信息化的背景下展开的。今天,这五大趋势不断深化,对中国经济的影响比改革开放初期要明显得多,深刻得多。我国和平发展的外部环境复杂多变,不确定因素增加;中国经济社会转型所涉及的人口规模和地区范围之巨大、时间之紧迫,在世界历史上绝无仅有;中国经济发展的后发优势(例如可借鉴外国先进经验和技術)和后发劣势(例如受制于历史包袱和外部挤压)紧密交织在一起;资源环境人口压力明显加大;中国社会转型蕴含的多元利益矛盾空前复杂,公正和谐的诉求和呼声空前高涨,如此等等。这些问题和挑战是中国成长过程中不得不面对的,可以说是成长的烦恼,前

进的困惑。

“多歧路，今安在？”中国人不相信什么神话和奇迹，我们更愿意运用自己的头脑和双手，经过一代又一代承前启后、披荆斩棘的努力，扫清前进道路上的障碍，化解面临的各种风险和挑战。我们不仅需要直挂云帆、长风破浪的豪情壮志，更需要慎思、明辨、笃行的严谨务实。对经济研究者来说，我们尤为需要对当前面临的热点问题进行客观冷静的观察，进行视野广阔的对比，进行有前瞻性的研究，最终都是为了增强我们经济社会肌体的免疫力，扩大中国经济和社会应对各种冲击的回旋余地。

丛书共四册，四位青年经济学者分别对中美产业互补性和贸易、城市化与金融发展、资产价格与通货膨胀、城市品牌与政府信息化等热点问题进行了比较深入的思考和有益的理论探索，为从事经济学研究的同行提供了有价值的研究成果和文献资料。四位作者注重利用现实经济素材，特别重视理论与实践相统一，发现问题与解决问题相结合，为解决中国经济发展中存在的现实问题提出了一些有创见的政策思路，让我们感受到青年经济学者对中国经济的敏锐洞见，他们对国家命运的责任感、使命感和与时俱进的实践价值取向，也是令人印象深刻的。

张丽平博士的《中美产业互补性研究》，客观分析了中美产业互补关系和贸易对两国带来的积极影响，并尖锐指出这种互补关系客观上也造成“顺差在中国、利益在美国”的双边贸易不平衡，实质上反映了利益分配的不平衡。中国的对外贸易仍以劳动密集型为主，资源环境对出口和经济发展的约束越来越突出，传统的低成本优势正在弱化。作者提出，我们应当抓住全球化、低碳经济、金融危机以及美国国内政策调整等机遇，利用自身的劳动力成本相

对低廉、国内市场规模大、制造业能力强等优势,重新塑造中美之间的经济互补关系,化解风险和应对挑战。中国首先应加快外贸转型升级,力争掌握全球价值链未来发展的主动权,摆脱受制于人的局面;其次要保持与美国经贸关系的稳定,尽量避免敌对状态的出现,努力争取更加平等互利的中美产业互补关系。作者多年在国务院发展研究中心对外经济研究部从事政策研究,这本书具有开阔的国际视野,实践依据比较扎实,政策建议思路也有较强的针对性。

赵峥博士的《中国城市化与金融支持》,综合运用宏观经济学、发展经济学、空间经济学、产业经济学和城市经济学等学科的相关理论,对中国城市化进程中的金融支持问题进行了深入探讨。作者结合中国城市化的发展特点,围绕人口、产业和空间布局三大主线,研究了金融支持城市化的内在机理,提出了推动中国城市化进程的金融支持路径,为深化相关研究提供了新的思路。特别值得提到的是,作者设计了城市化指数和金融支持度指数,并构建了相应的评价指标体系。根据作者的测度,金融支持对中国城市化的推动作用非常显著,金融支持水平每提高1个百分点,能促进城市化水平提高0.855个百分点。这在金融支持与城市化的量化研究中具有一定的创新性。作者在北师大学习期间,参与了中国市场化进程的多年连续研究,把相关的数量测度方法运用到金融支持与城市化的研究中,使实证分析有更加鲜明的说服力。这种善于运用多学科方法拓宽研究视野从而深化研究内容的做法,是值得称道的。

唐斯斯博士在《资产价格与通货膨胀》一书中,分析了资产价格波动影响通货膨胀的传导机制、影响效果,政策应当如何调控等

问题。作者阐明资产替代行为是资产价格波动进而影响通货膨胀的微观基础；引入资产价格因素，构建了广义的价格水平指标 API，并且证明其能很好反映居民消费价格 CPI 的未来走势，也阐明了资产价格的波动对通货膨胀的作用路径。作者计算出能更为合理调控我国经济波动的规则利率值，认为规则利率应该等于均衡实际利率加上通货膨胀变动率、产出缺口率以及房价变动率的加权值，这样更能及时调控经济的冷热，也更能反映物价的变动情况。大家知道，近些年来人们对物价总水平涨幅的实际感受与 CPI 统计数字有较大出入，非议较多，一个重要原因在于 CPI 不包括房价。根据国际通行统计方法，房价和股价属于资产价格，不宜包括在 CPI 中。随着我国楼市和股市等资产市场的发展，资产价格与物价总水平、与宏观经济稳定的关系越来越密切，我们需要不断完善和补充更为符合经济运行复杂状况的观察方法和宏观调控依据，作者的研究成果对深化学术探讨和提供政策参考，都是有益的。

钱明辉博士的《城市品牌与政府信息化》一书，通过对中国主要城市政府网站开展实证研究，专门探讨了基于城市品牌的政府网站建设模式和建设策略，把城市品牌的研究与政府信息化建设的研究结合起来，具有一定的前瞻性。这个选题反映了我国城市化进程和政府公共管理方面的某些新动向、新趋势，在可资借鉴的研究成果不多的情况下，作者努力进行实证分析和案例研究，能够取得目前的成果，也是难能可贵的。

总体上看，丛书选题角度新颖，视野开阔，论证条理清晰，资料详实，注重专业性，同时注意运用交叉学科的研究方法；既展现了青年经济学者严谨的治学作风、良好的学术背景和研究能力，也反

映了年轻人敏捷活跃的思维和积极探索的精神。当然,中国经济发展中的热点问题相当复杂,一些短期热点问题可能会很快变化,而一些中长期热点问题则可能具有相对稳定性,需要不断跟踪、积累资料和完善研究方法。丛书的选题需要反映这些进程,现有的研究需要深化,观察问题的角度需要深入挖掘,有些观点也还需仔细斟酌。青年学者最令人羡慕的是拥有活力和未来,最值得期许的是立足现实,心怀天下,砥砺学养,提炼真知。



2011年6月3日

# 序

实践证明,无论是资产价格的大幅波动还是通货膨胀的剧烈变化都会对一国经济产生重大影响。近些年来,我国政府部门和众多学者就如何应对房地产价格、实体部门价格持续攀高的问题进行了多角度研究,对资产价格与通货膨胀的关系进行了深入探讨,这对于实现中国经济的长期平稳较快发展,具有重要的现实意义和理论价值。

股票与房地产是中国百姓投资的主要资产品种,作者通过股票价格与房地产价格的研究,进一步探索了我国资产价格与通货膨胀之间的逻辑关系。作者在梳理和总结前人研究成果的基础上,立足于资产价格波动的微观基础即资产替代进行深入分析,对资产价格的波动如何影响通货膨胀进行了理论阐释和实证研究。作者认为,资产价格波动对通货膨胀具有滞后影响,需引起我国政府高度重视,仅用CPI作为货币政策制定的参考指标已经不能全面准确地反映现实情况。书中构建了一个纳入资产价格的广义的价格水平指标API数据,初步论证了该指标比CPI更适合用于制定货币政策参考指标的理由。同时,作者对泰勒规则进行了修正并计算出可以更为合理调控我国经济波动的规则利率值,认为该规则利率应该等于均衡实际利率加上通货膨胀变动率、产出缺口率以及房价变动率的加权值。作者的研究方法和一些结论具有一定的学术价值和政策制定参考价值,其勇气和探索精神值得称赞。

本书也存在一些欠缺之处。比如,通货膨胀对资产价格的影响分析相对较少,资产价格受预期影响而出现剧烈波动的问题,资产价格的广义价格指数稳定性问题等方面尚未涉及,希望作者在以后的研究中进一步深入和加强。

看到新一代青年学者逐渐成长令人欣慰。他们勤奋,热情,朝气蓬勃,展现出较强的开拓精神和创新精神。国家信息中心承担着为国家宏观经济管理部门提供决策支持的任务,鼓励青年学者致力于中国经济的热点、难点问题深入研究,并通过重大课题研究培养和促进青年研究人员的快速成长。我衷心祝愿唐斯斯博士能够在未来的研究工作中取得新的成绩。

王长胜

2011年10月

# 前 言

随着金融市场的发展,资产价格对宏观经济的影响日益增强,适度的波动对宏观经济没有不利影响,但是资产价格的过度波动将对宏观经济产生负面效应。2006年开始出现的高资产价格与高通货膨胀率同时存在的“双高”现象,使得人们更加关注资产价格对宏观经济的影响。2007年底爆发的美国次贷危机已经逐渐演变成了全球性的经济衰退。这场源于房地产价格持续上涨后的猛然下跌导致的国际金融危机,对世界经济造成了巨大影响,再次证明了资产价格与宏观经济之间存在密切的关联。2010年以来,资产价格与通货膨胀都再次出现高涨,政府对房地产市场实施了一系列的调控措施,旨在稳定房地产价格,但是通货膨胀仍然居高不下。一直以来我都在关注资产价格与宏观经济的关系,此书积淀了自己多年来的思考,也解答了一些基本的疑问,比如:资产价格与通货膨胀之间是什么关系?相互之间影响的渠道是什么?政府是否应该关注资产价格?应当如何关注?

本书研究的资产价格主要指股票价格与房地产价格,通货膨胀是指价格总水平,后者采用通用的居民消费价格指数(CPI)来衡量。本书对资产价格影响通货膨胀进行了机理研究,认为资产价格主要通过消费渠道的财富效应、投资渠道的托宾Q效应、贷款渠道的贷款效应以及资产负债表效应、货币供求的溢出效应和

吸收效应以及汇率的传导机制对通货膨胀产生了影响。通过实证得知我国的房地产市场财富效应大于股市财富效应,资产价格上涨与银行贷款存在显著的相关性,并且是引发银行贷款额增加的重要原因。同时,资产价格影响通货膨胀的效果还与很多制约因素有关,比如金融规模、金融资产结构等。

本书在理论分析的基础上对资产价格如何影响通货膨胀进行了相关实证研究。首先对我国的资产价格波动与通货膨胀波动进行了经验特征分析。在资产价格波动影响通货膨胀的实证研究中发现,我国股价的环比指数是 CPI 环比的格兰杰原因,存在正向协整关系,但是相关系数很小,为 0.0178。房价的同比指数与 CPI 同比指数存在明显的正相关关系,系数为 0.662,同时互为格兰杰因果,根据房价与 CPI 的影响原理,可以证明房价上涨是导致 CPI 上涨的重要原因。

本书通过泰勒规则的检验对我国的利率、产出缺口率、通货膨胀波动率以及资产价格波动率进行了相关估计,发现我国现行的利率只关注产出缺口和通货膨胀,而没有关注资产价格波动。随后构建了一个包含股价和房价要素的广义价格水平指标 API,证明 API 与 CPI 存在正向协整关系,API 上涨 1%将引致 CPI 上涨 0.12%。API 是 CPI 的格兰杰原因,对于 API 给的一个冲击,CPI 在初期并没有反应,变动为 0,但是随后逐渐增大,在第 5 期的时候达到最大,而后影响作用减弱。作者还对泰勒规则进行了修正,得到一组规则利率值,并与 CPI 进行了比较,认为规则值和 CPI 波动幅度、方向比较一致,能够比较好地平抑物价水平。

本书以资产替代行为为微观基础,勾勒了资产价格波动影响通货膨胀的作用路径。作者采用理论与实证相结合的分析方法,

全面地归纳和分析了资产价格波动影响通货膨胀的传导机制,并且作了相关的实证研究,得出了相关政策启示,比较清晰地回答了传导机制是什么、影响效果有多大、政策应当如何调控等问题。其主要创新点在于:

第一,阐明资产替代是资产价格波动影响通货膨胀的微观基础,并且用简易图表表示三者关系。认为资产替代行为是影响我国资金在金融市场与实体经济间相互流动的基础行为,人们追求货币最大回报率的动机将在利率发生变化时,通过收益率的比较对资产组合进行调整,从而影响了资产价格。

第二,纳入资产价格因素,构建了广义的价格水平指标 API,并且证明了其能很好地反映未来 CPI 的走势,也阐明了资产价格的波动对通货膨胀的作用路径。本书认为,从人们的资产替代行为出发,只有交易了的资产才可能对实体经济造成冲击,因此应该用房地产的交易额占比和股票的成交额占比来替代总资产份额作为资产价格的权重。

第三,对泰勒规则进行了修正并计算出能更为合理调控我国经济波动的规则利率值。我国还没有实行完全的通货膨胀目标制,认为潜在名义利率(规则利率)应该等于均衡实际利率加上通货膨胀变动率、产出缺口率以及房价变动率的加权值。本书计算的潜在名义利率比现行的利率更能及时调控经济的冷热,也更能反映物价的变动情况。

# 目 录

第一章 导论.....	1
第一节 背景.....	1
第二节 研究范畴和概念界定.....	4
一、资产价格的拟研究范畴.....	4
二、通货膨胀的定义及度量.....	6
第三节 研究方法 with 写作框架.....	9
一、研究方法.....	9
二、写作框架.....	11
第二章 资产价格波动影响通货膨胀的相关文献综述.....	16
第一节 资产价格与通货膨胀的关系.....	16
一、资产价格单向影响通货膨胀.....	16
二、通货膨胀单向影响资产价格.....	18
三、资产价格与通货膨胀关系的相关实证研究.....	19
第二节 货币政策是否应当考虑资产价格.....	26
一、货币政策应当考虑资产价格.....	27
二、货币政策不应当考虑资产价格.....	29
第三节 影响通货膨胀的主要因素.....	31
一、货币因素.....	31

## 2 资产价格与通货膨胀

二、通货膨胀预期 .....	44
三、外部冲击 .....	47
第三章 资产价格影响通货膨胀的机理研究 .....	55
第一节 资产价格波动影响通货膨胀的研究起点 .....	55
一、虚拟资本与实体资本 .....	55
二、货币替代和资产替代行为 .....	59
第二节 资产价格波动影响通货膨胀的传导机制 .....	67
一、消费渠道:财富效应 .....	67
二、投资渠道:托宾 q 效应 .....	86
三、信贷渠道:贷款渠道和资产负债表渠道 .....	89
四、汇率传导机制 .....	96
五、货币供求:溢出效应和吸收效应 .....	98
第三节 资产价格波动影响通货膨胀的制约因素 .....	108
一、金融资产规模 .....	109
二、金融结构因素 .....	114
三、产业结构和区域经济因素 .....	123
第四章 资产价格波动影响通货膨胀的经验分析与 实证研究 .....	128
第一节 中国资产价格波动与通货膨胀的经验分析 .....	128
一、中国股票价格波动与房地产价格波动经验分析 .....	128
二、中国房地产价格与股票价格相关性分析 .....	148
三、中国通货膨胀波动的经验分析 .....	150
第二节 资产价格波动影响通货膨胀的实证检验 .....	163
一、相关数据的选取和处理 .....	163
二、房价、股价与 CPI 环比指数的实证检验 .....	170

三、房价与 CPI 同比指数的实证检验 .....	175
第五章 资产价格波动影响通货膨胀的启示 .....	182
第一节 考虑资产价格的货币政策 .....	182
一、对货币政策的检验 .....	182
二、构建广义价格水平指标 API .....	193
三、对泰勒规则的修正 .....	202
第二节 资产价格的税收效应 .....	209
一、股票印花税 .....	209
二、房屋税收 .....	212
三、房屋税收对房价的影响 .....	215
第六章 结论和政策建议 .....	218
第一节 主要结论 .....	219
一、中国资产价格波动对通货膨胀的影响显著 .....	219
二、资产替代与资产价格、通货膨胀关系密切 .....	219
三、资产价格波动通过多种渠道影响通货膨胀 .....	221
四、资产价格影响通货膨胀的效果取决于制约因素 .....	223
第二节 政策建议 .....	224
一、将 API 纳入宏观经济监控体系 .....	224
二、严控信贷规模和改善信贷结构 .....	225
三、建立有效的房地产定价机制 .....	225
四、改革财税制度和土地拍卖制 .....	226
五、有效发挥税收调节作用 .....	227
六、继续改革和完善汇率制度 .....	228
附录 .....	230
参考文献 .....	238



# 第一章 导论

## 第一节 背景

伴随着经济全球化和金融自由化进程的加快,世界各国的金融市场在容量、交易规模以及各国金融资产的持有者格局方面都发生了巨大变化,金融资产价格客观上也正在或已经成为影响一国宏观经济运行的重要经济变量。

资产价格如果剧烈波动对经济具有两个不同的负面影响,一方面,剧烈波动将会导致资产泡沫的出现,并逐渐形成泡沫经济<sup>①</sup>,一旦资产泡沫突然破灭,就容易引发金融危机,进而波及实体经济。比如1929年美国股市崩溃及其引发的世界性大萧条,以及20世纪80年代末的日本房产泡沫破灭引发的经济大萧条、1994年墨西哥金融危机、1997年爆发的东南亚金融危机等都是由于资产价格的剧烈波动而引发的经济金融危机。美国2007年底开始爆发的次贷危机,起因也是房地产资产价格持续上涨而突然下跌导致贷款人拒绝偿还贷款,造成次级抵押贷款还款的恶化,进

---

<sup>①</sup> 泡沫经济就是资产价格(主要指股票和不动产价格)严重偏离实体经济(生产、流通、就业、增长率等)暴涨,然后暴跌这一过程。本书只是探讨资产价格的波动影响通货膨胀的机理,不重点讨论泡沫经济的概念和形成机理。

而从银行波及各大购买次级贷款的机构投资者,导致大量银行和金融投资机构的破产,从而引发金融危机。如今,在经济全球化的作用下,美国次贷危机已经逐渐演变成了全球性的经济衰退,金融市场对实体经济的影响仍在继续扩大;另一方面,一旦资产价格急剧下跌,将引发人们的投资、消费信心下跌,进而影响实体经济,这可能会导致通货紧缩的状况出现。通货紧缩对于国家来说意味着经济增长率减退,产出萎缩,投资减弱,消费减少以及失业率增多等等。可见,无论资产价格是急剧上涨还是急促下跌,剧烈的波动都将影响金融市场以及宏观经济的稳定。

中国资本市场与房地产市场的发展虽然只有十几年的历史,但是这两个市场的结构性变化已经对现存的货币政策框架提出了挑战。国内学者对资本市场与房地产市场作了大量的研究,在这两个市场和实体经济之间的传导机制方面,也进行了有益的探索。

从机理上看,资产价格上涨推动通胀水平上升是通过多种渠道来实现的,其主要的机制为:资产价格的上涨通过财富效应、托宾 Q 效应、预期与信用渠道促进消费与投资的较快增长,从而拉动总需求,使物价处于较高的水平。而这一过程可以进一步导致更高的通货膨胀预期,原因在于资产价格的迅速上涨,使得私人部门产生更高的商品与服务价格的预期,从而会出现更高的通货膨胀率<sup>①</sup>。

由于物价总水平保持基本稳定是国家进行宏观调控的重要目

---

<sup>①</sup> 郭田勇:《资产价格、通货膨胀与中国货币政策体系的完善》,《金融研究》2006年第10期。