



中国社会科学院金融研究所 · 博库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences



资产价格与 货币政策

Asset Prices and
Monetary Policy

成家军/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

·博库

资产价格与 货币政策

Asset Prices and Monetary Policy

成家军 著

社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press (China)

中国社会科学院金融研究所·博库
资产价格与货币政策

著 者 / 成家军

出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号
邮政编码 / 100005
网 址 / <http://www.ssdph.com.cn>
责任部门 / 财经与管理图书事业部
(010) 65286768
策划编辑 / 周 丽 (ZhouLi@cass.org.cn)
责任编辑 / 张 征 (ZhangZheng@cass.org.cn)
责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部
(010) 65139961 65139963
经 销 / 各地书店
读者服务 / 客户服务中心
(010) 65285539
法律顾问 / 北京建元律师事务所
排 版 / 北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷 / 北京智力达印刷有限公司

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开
印 张 / 15
字 数 / 203 千字
版 次 / 2004 年 12 月第 1 版
印 次 / 2004 年 12 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-359-5/F·122
定 价 / 30.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格与货币政策/成家军著. - 北京: 社会科学文献出版社, 2004.12

(中国社会科学院金融研究所·博库)

ISBN 7-80190-359-5

I. 资... II. 成... III. 资本市场-价格-关系-货币政策-研究 IV. F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 096915 号

此书得到江万龄博士基金会资助

江万龄出版基金委员会

主 任 李 扬

委 员 李 扬 王传纶 王国刚 王松奇 江赵兰润

办 公 室 赵一新 刘戈平 罗 滢

论文推荐小组

召 集 人 李 扬 (兼)

委 员 (按姓氏笔画):

王传纶	中国人民大学
王广谦	中央财经大学
王春峰	天津大学
叶永刚	武汉大学
艾洪德	东北财经大学
朱新蓉	中南财经大学
刘锡良	西南财经大学
李伏安	南开大学
李 扬	中国社会科学院 研究生院
何 佳	香港中文大学
宋逢明	清华大学
张俊喜	香港大学
范从来	南京大学
陈百助	美国南加州大学

陈志武	美国耶鲁大学
陈浪南	中山大学
陈雨露	中国人民大学
胡 坚	北京大学
贺力平	北京师范大学
郑振龙	厦门大学
姜波克	复旦大学
唐 旭	中国人民银行研 究生部
谢 平	中国人民银行研 究生部
穆怀朋	中国人民银行研 究生部
戴国强	上海财经大学

江万龄博士基金会简介

江万龄博士 1937 年出生于南京市，祖籍浙江杭州。毕业于“国立”台湾大学，随后赴美留学，先后取得纽约大学系统科学硕士及凯斯理工学院战略学博士学位。

江博士是著名的美籍投资银行家，曾在加州州立大学长堤分校商学院执教多年，是美国经济学会、国际企业学会、电机和电子工程学会会员；1991 年膺选为美国最具权威的企业研究机构 The Conference Board 之国际咨议及资深会员。江博士在台湾创业投资界居创始地位，有成功投资扶植新竹科技园区产业的实际经验。1983 年，应当时台湾“中央银行”总裁及“经建会”主任委员俞国华先生之召，江博士返台出任“中华开发信托公司”（简称 CDC）总经理一职，为推动台湾工业发展和资本市场发展两方面做出重大贡献。主持经营十年后，江博士不但将 CDC 从倒闭边缘拯救出来，1993 年还被《欧洲货币》月刊评选为 1993 年台湾地区最佳金融机构；并以总市值 25.3 亿美元，在全球新兴市场中排名第 66 位。

江博士是著名的爱国人士，对祖国统一和发展做出了积极贡献。从 1993 年起，江博士将其事业与精力转向中国内地，并膺选为浙江大学管理学院顾问教授、上海交通大学管理学院顾问教授、北京大学光华管理学院和清华大学管理学院客座教授，穿梭于北京、上海、杭州等地的主要高等学府，传授现代经济发展理论与企业管理经验，同时开始深入考察和研究中国大陆的国企改革、资本市场发展、风险投资体制与高科技企业培育等实际问题；并主持规模达 11 亿美元的美西亚洲基础建设投资基金，从事对中国大陆及东南亚的直接投资。

1999 年江博士在香港注册成立汉世纪开发金融公司，除成立台湾分公司外，已在上海、北京、深圳、西安及美国硅谷成立合资事业，专事中国高新科技工业及资本市场的开拓。

正当江博士在中国大陆的事业兴旺发展之时，他不幸于 2002 年 5 月因病逝世，根据他的遗愿，成立了“江万龄博士基金会”，以扶持、促进中国

大陆在金融、资本市场、高科技产业化等领域的发展和建设为宗旨。并在基金中专门设立“江万龄金融博士论文出版基金”，旨在支持上述领域从事研究的青年才俊研究成果的出版。2004年又正式启动浙江大学江万龄金融研究中心，旨在为中国大陆培养与发掘优秀的金融人才。

总 序

为了给我国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们拟从 2004 年开始，每年编辑出版一套“金融博士文库”。

这套文库将突出三个特点。

第一，入选文库的作者以新近毕业的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情则有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论文应能提供经过严密论证的新结论，或者，提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，一般地，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论文应能熟练运用现代经济和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对论文的基本要求，是按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

出版这套论丛的最初动议，是由享誉国际金融界的华人投资银行家江万龄博士提出的。江先生早年就读于美国著名学府。学成之后，他便投身于我

国台湾省的“官营企业”和“党营企业”的整治工作，并做出了突出贡献。后来，作为领创业投资风气之先的投资银行家，他又为台湾省的创业投资体系的建设做了一些开创性工作。尤其可贵的是，从上个世纪 90 年代中期开始，江先生满怀爱国之情，积极投身于祖国大陆的经济建设和金融发展大潮之中。他先在清华大学、上海交通大学、中国科技大学等国内数所著名高校中担任教职，孜孜不倦于传播现代金融知识；继而又利用其在国际金融界的威望，组织设立了若干只投资基金，致力于推动国内创业投资体系的建设。不幸的是，正当他苦心经营的事业在祖国大陆初见成效之际，他却离我们而去。我们出版这套论丛并以他的名字命名，正是为了铭记他对祖国的金融人才培养教育事业做出的贡献。

李 扬

2004 年 9 月 9 日



目 录

C O N T E N T S

第一章 导 论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 文献研究简要回顾	9
第三节 研究思路与结论	12
第二章 金融中介、货币政策与资产价格泡沫的演化	17
第一节 资产价格膨胀(泡沫)的一般研究	17
第二节 产权制度、金融中介与资产价格泡沫	23
第三节 格林斯潘卖权、政府卖权与资产价格泡沫	29
第三章 资产价格与通货膨胀(上)	35
第一节 通货膨胀测量中的资产价格:理论分析	35
第二节 资产价格与通货膨胀预期:实证研究	41
第三节 股票价格与通货膨胀: 美国数据的研究(1871~2002)	45
第四章 资产价格与通货膨胀(下)	50
第一节 一个简单的向量自回归模型	50
第二节 协整检验与向量误差模型	56
第三节 格兰杰因果关系分析	61
第四节 股价指数对宏观变量的总效应: 脉冲响应函数分析	63
第五节 所谓“价格之谜”	68
第六节 方差分解分析	73

第五章 资产价格、货币需求与货币政策的中介目标	80
第一节 资产价格与货币需求	80
第二节 针对中国股价指数数据的经验研究	83
第三节 资产价格与货币政策调控目标的争论	89
第六章 资产价格与货币政策传导	97
第一节 资产价格与投融资	98
第二节 资产价格的财富效应	105
第三节 中国货币政策传导的新环境	116
第四节 资产价格与中国货币政策传导机制	121
第七章 资产价格与最优货币政策选择	132
第一节 相关文献回顾与评论	132
第二节 基于美国数据的标准宏观经济模型分析	136
第三节 资产价格泡沫与最优货币政策	139
第四节 资产价格、信贷紧缩与货币政策	142
第五节 资产价格与货币政策：福利分析	150
第八章 资产价格与货币政策的经验：国别分析	155
第一节 资产价格膨胀与货币政策：日本的经验	155
第二节 日本股市泡沫破裂后的货币政策	159
第三节 资产价格泡沫与货币政策：美国的经验	164
第四节 比较分析	172
第九章 研究结论与进一步研究的问题	174
第一节 理论与实践的差异	174
第二节 资产价格波动与其他宏观、微观经济政策	177
第三节 我国中央银行对于资产价格波动的关注	193
第四节 研究结论	198
第五节 需要进一步研究的问题	203
参考文献	206
附 录	213
后 记	223



CONTENTS

目 录

Chapter 1	Introduction	1
Section 1	Research Background and Implication	1
Section 2	Literatures Reviewed	9
Section 3	Methodology and Conclusion	12
Chapter 2	Financial Intermediary, Monetary Policy and the Process of the Asset Prices Bubble	17
Section 1	A General Review of Asset Prices Inflation	17
Section 2	Ownership System, Financial Intermediary and Asset Bubble	23
Section 3	Greenspan Put, Government Put and Asset Prices Bubble	29
Chapter 3	Asset Prices and Inflation (I)	35
Section 1	Asset Prices in the Measurement of Inflation: A Theoretical Analysis	35
Section 2	Asset Prices and Inflation Expectation: An Empirical Analysis	41
Section 3	Stock Prices and Inflation: A Research Based on U.S. data (1871~2002)	45
Chapter 4	Asset Prices and Inflation (II)	50
Section 1	A Simple VAR Model	50
Section 2	Cointegration Test and VECM	56
Section 3	Granger Causality Analysis	61
Section 4	Aggregate Effect of the Stock Index to Macro-variable: Impulse Function Analysis	63
Section 5	On the So-called Prices Puzzle	68
Section 6	Variance Decomposition Analysis	73

Chapter 5	Asset Prices, Monetary Demand and Monetary Policy	
	Intermediate Targets	80
Section 1	Asset Prices and Monetary Demand	80
Section 2	An Empirical Study Based on Chinese Stock prices	83
Section 3	The Debate on Asset Prices and Monetary Intermediate Targets	89
chapter 6	Asset Prices and Monetary Policy Transmission	97
Section 1	Asset Prices, Investment and Financing	98
Section 2	The Wealth Effect of Asset Prices	105
Section 3	The New Environment of Monetary Policy in China	116
Section 4	Asset Prices and Monetary Policy Transmission in China	121
Chapter 7	Asset Prices and Optimal Monetary Policy	132
Section 1	Literatures Reviewed and Comment	132
Section 2	A standard U.S. Macro-economic Model	136
Section 3	Asset bubble and Optimal Monetary Policy	139
Section 4	Asset Prices, Credit Crunch and Monetary Policy	142
Section 5	Asset Prices and Monetary Policy: A Welfare Analysis	150
Chapter 8	Asset Prices and Monetary Policy: A Comparative Analysis	155
Section 1	Asset Inflation and Monetary Policy in Japan	155
Section 2	The Monetary Policy in Post-Bubble Era	159
Section 3	Asset Price and Monetary Policy in U.S	164
Section 4	A Comparable Analysis	172
Chapter 9	The Conclusion and Further Topics to be Covered	174
Section 1	The Gap between Theory and Reality	174
Section 2	Asset prices and Other Macro-and Micro-economic Policy	177
Section 3	Asset Prices and Central Bank's Policy in China	193
Section 4	The Conclusion	198
Section 5	Further Topics to be Covered	203
Reference		206
Appendix		213
Postscript		223

第一章 导 论

第一节 研究背景与意义

近年来,金融资产价格在货币政策中所起的作用日益受到人们的重视。这至少与最近一、二十年来发生在发达国家和发展中国家的一系列经济金融危机有关。许多学者在研究金融危机时,将金融资产价格的波动视为导致金融危机发生的重要的甚至是决定性的因素。^①具体说来,各国学者和中央银行关注资产价格与货币政策的关系,主要有以下经济和理论背景:

一 资产价格波动与低通货膨胀并存

通货膨胀得到有效控制的同时,各国资产价格波动日益加剧,中央银行的货币政策面临新的挑战。一般认为,通货膨胀衡量的是商品和劳务的价格波动情况。出于对通货膨胀对国民经济危害的严重性的认识,长期以来,各国中央银行一直将控制通货膨胀当做其重要或者说首要的任务。经过各国的努力,通货膨胀特别是超级通货膨胀已经得到有效治理。目前,在世界范围内基本上看不到超过两位数的通货膨胀,甚至在某些国家出现了某种程度的通货紧缩。低而稳定的通货膨胀一度被认为有助于促进一国的金融稳定和经济增长,但是通货膨胀和经济产出的稳定并没有通过资产价格的稳定反映出来。在一些国家,由于过度地关注通货膨胀水平,国民经济曾陷入到通货紧缩甚至经济衰退的境地。^②由于通货紧缩加重了实际的债务负担,人们希望价格进一步下降,从而鼓励消费者延期消费,从这个意义上讲,通货紧缩比通货膨胀更具有破坏力。

从历史上看,无论是发达国家还是发展中国家,都经历了资产市场价格

① Zhining Hu (2002), "Financial Asset Prices and U.S. Monetary Policy", *Department of Economics*, Boston College, Chestnut Hill, 02167 huz@bc.edu.

② Shan Saeed, "Inflation in Asset Prices: a Global Challenge".

的大幅波动（见图 1-1）。特别是自 20 世纪 70 年代以来，金融自由化浪潮兴起，金融市场日益发展，各种资产价格波动幅度之大也是历来所少有的。在许多国家出现了低通货膨胀与资产（特别是股票）价格迅速上升共同存在的现象。在经济合作组织（OECD）国家，通货膨胀率已经从 1980 年的 12.4% 下降到 1990 年的 5.2%，1998 年下降到 1.6%。许多经济学家至今仍在批评日本银行（Bank of Japan）在制定货币政策时，没有将其资产市场的价格行为考虑在内，从而导致日本长达十几年的经济低迷。日本银行在许多场合都对这种批评进行了反驳（1999；Kazuo Ueda, 2000）。^①各国的历史特别是美国 20 世纪 90 年代的经验表明，低通货膨胀率对于实现资产价格的适度水平而言并不是充分条件。

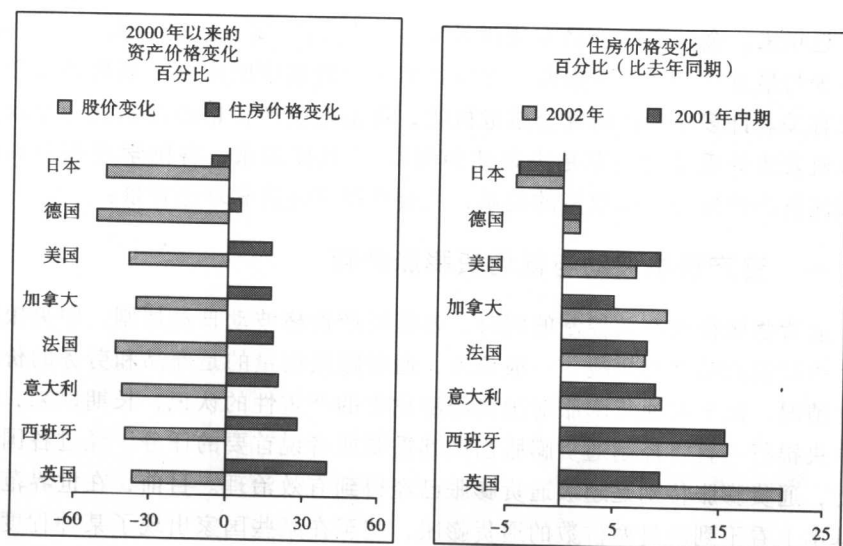


图 1-1 2000 年以来的资产价格波动趋势

资料来源：英国《经济学家》杂志，2002。其中左图反映的是资产价格自 2000 年春季以来的股市和住房价格的波动情况，自上而下是日本、德国、美国、加拿大、法国、意大利、西班牙和英国。

从图 1-1 可以发现，上述国家的股市价格自 2000 年以来出现了 30% 以

① Remarks by Kazuo Ueda, member of the policy board of the Bank of Japan, at the Geneva Conference on "Asset Price Inflation: What to Do about It?" organized by The International Center for Monetary and Banking Studies and the CPER on May 5, 2000.

上的跌幅,而与此同时,除日本以外的其他国家的住房价格却出现了不同程度的增长,其中西班牙的房价增幅接近 30%,英国的房价自 2000 年以来的增幅在 40% 左右。

2003 年 4 月份,国际货币基金组织警告美国住房市场泡沫可能会破裂。美国经济近期可能会面临另一个威胁——繁荣的住房市场有可能走向崩溃。国际货币基金组织在题为“泡沫何时破裂”的研究报告中指出,根据以往的经验,如果某个工业国的住房市场出现泡沫,随后有 40% 的可能性将会出现住房价格的大幅下滑。报告没有明确预测美国住房市场将会崩溃,但提出了这种可能性,特别是因为过去住房市场的下滑都是发生在全球经济疲软的时期,就像美国 1991~1992 年以及 1981~1982 年所经历的衰退那样。过去两年来美国新房与二手房的销售之所以屡创记录,主要是由于美联储将利息调低至 40 年来的最低水平。降息旨在支撑美国暴跌的股市,缓解 2001 年来的经济衰退、“9·11 事件”以及公司会计丑闻等对美国经济的影 响。国际货币基金组织的研究报告考察了住房和股票价格剧烈下滑的影响。目前,美国经济仍深为 2000 年年初开始的股市泡沫破裂的影响所困扰。股票价格连续三年下滑,这种现象在华尔街近半个世纪都未出现过。

国际货币基金组织表示,“住房价格剧烈下滑较股市下滑发生的频率要低一些,但由于对消费和银行体系的影响更大,因此持续的时间为双倍,导致的损失也是双倍。消费和银行体系最易受到房地产市场变化的影响。”国际货币基金组织的官员强调,他们并不是说美国房价 27% 的升幅是一个必然破裂的资产价格泡沫——但官员们提醒经济政策制定者应当意识到潜在的风险。格林斯潘则认为,当住房市场泡沫在美国出现时,一般都局限在部分地区,而且他表示,房价波动也没有股价波动那么大,因为股票比住房容易出手。格林斯潘在一次演讲中表示,“将(住房市场)与股市定价行为以及泡沫进行任何类比都是非常牵强附会的”。

二 股票市场影响实体经济的机制有待深化

资产市场在国内融资和国民经济中的地位和作用日益巨大,但是股票市场影响货币政策和(或者)国民经济的机制还没有完全被认识。在过去几十年里,世界经济结构发生了巨大变化,构成国民经济的各部门也出现了不同程度的演化。Cecchetti 和 Krause (2001) 利用 23 个发达国家和发展中国家的数据,说明了各国金融结构在过去 20 多年所发生的巨大变化,认为中央银行的货币政策在控制通货膨胀和减少经济波动方面确实比以前更为有效。他们同时认为,货币政策的有效性最终取决于中央银行采取的政策工具。货