

Finance  
**NEW**  
新金融论丛

第二辑

# 资产价格、 金融稳定与货币政策

ZICHAN JIAGE

JINRONG WENDING YU

HUOBIZHENGCE

余明 著



中国金融出版社



第二辑

# 资产价格、金融稳定 与货币政策

余明 著



中国金融出版社

责任编辑:孙先亮 张 驰

责任校对:潘 洁

责任印制:郝云山

### 图书在版编目(CIP)数据

资产价格、金融稳定与货币政策/余明著. —北京:中国金融出版社, 2003. 10

ISBN 7 - 5049 - 3156 - X

I . 资…

II . 余…

III . 货币政策—研究—世界

IV . F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 077493 号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

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 10.25

字数 266 千

版次 2003 年 10 月第 1 版

印次 2003 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—2000

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换

# 序 言

20 世纪 90 年代“新经济”的出现,似乎改变了经济运行的固有规律,它给货币政策理论研究和决策提出了诸多挑战,也给新的理论产生提供了机会。余明博士这本以博士论文为基础形成的专著,就是在新形势下,针对资产价格泡沫异常变动和格林斯潘所谓的“非理性繁荣”(Irrational Exuberance)的现象,结合中国实际,对如何重新认识通货膨胀的生成机制,重新定位货币政策的调控目标,提出了有创见的系统思路和观点。

“新经济”自产生以来,就与金融市场(尤其是股票市场)形成了一种互为促动的关系。投资者对“新经济”概念的崇拜与狂热,导致通讯和科技类股票价格不断攀升。至 2000 年 3 月,通讯和科技类股票的市盈率高达 70 倍,纳斯达克指数在 1999 年至 2000 年间几乎增长了一倍。与此同时,股市繁荣的财富效应和投资促动效应并没有造成通货膨胀率的上升,究其原因,主要在于“新经济”形成的技术进步和劳动生产率提高抑制了单位劳动成本的上升,从而成为维持低通货膨胀水平的重要因素。2000 年以后,股市泡沫破裂使非金融公司的负债率上升,同时抵押品的价格下跌使企业融资的风险溢价增加,从而降低企业的融资意愿和融资能力;股票价格的大幅缩水也使得居民的金融资产和可支配收入急剧下降,进而影响消费。

与“新经济”相关联的股市大幅波动引发了政策制定者、理论界人士关于资产价格和货币政策关系的激烈讨论。传统的货币理论认为,货币政策本身以稳定一般价格水平为首要目标,对资产价格的变动不予以考虑,忽视资产价格在货币政策中的作

用。但在现实中,大多数面临资产价格的急剧膨胀乃至经济泡沫形成的局面的国家,却能将通货膨胀保持在较低水平上。随后,资产价格泡沫的破裂,对实体经济和金融稳定产生严重的冲击。早在1911年,美国经济学家欧文·费雪就提出:政策制定者应致力于稳定包括一般物价(生产、消费和服务)和资产价格(股票、债券和房地产)在内的广义物价指数。日本银行前行行长三重野也曾明确指出:日本从泡沫经济中获得的最大教训是金融政策不仅要关心消费物价和批发物价,而且要充分关注资产价格。20世纪90年代欧美股市繁荣,再度引发了人们对“中央银行在制定货币政策时是否应考虑资产价格变化的因素”、“货币政策对资产价格波动作出反应是否有利于宏观经济稳定”以及“应如何甄别资产价格中泡沫成分”等问题的思考。

余明博士撰写的《资产价格、金融稳定与货币政策》一书,就是试图对上述问题作出回答的一部力作,也是对上述问题进行长时间思索的结晶。作者在分析资产价格对实体经济和金融体系稳定影响的基础上,系统地论述了资产价格与货币政策调控目标、货币供求、货币传导机制、利率以及汇率等要素之间的关系。作者认为,一方面,虽然资产价格泡沫会扭曲投资行为和消费行为,造成居民、企业和金融机构的“金融异常行为”,但这并不意味着中央银行就应把资产价格作为货币政策调控的一个目标。资产价格变化根本上还是受实际因素影响的,如“新经济”形成的技术进步就是推动20世纪90年代后期股价上涨的根本因素,而这些因素是货币政策所无法控制的。另一方面,也不能因此认为资产价格对中央银行制定货币政策并不重要,相反,中央银行需要监测资产价格的变化。资产价格作为一个经济变量,本身也包含着丰富的经济信息,关注资产价格有助于形成对未来经济增长和通货膨胀的预期。此外,资产价格又是货币政策的传导渠道,其大幅波动还会威胁到金融体系的稳定。综合考虑上述因素,作者得出“资产价格不应成为货币政策的调控目标,但可以作为货币政策定性判断的参考指标”这一政策结论,

这是本书有价值的观点之一。

本书另一个有价值的观点是认为在经济转轨过程中,金融改革与开放(如利率市场化、资本项目开放等)对资产价格泡沫的形成有着“强传导效应”。一些国家的经验表明,金融自由化提供了资产价格泡沫形成和膨胀的制度基础。金融自由化条件下的金融创新、对“新生事物”的狂热投机、放松管制及监管不力、外资的大量流入等,为开放中的国家和地区形成资产价格泡沫打开了方便之门。1985年以后,渐进式的、不均衡的金融自由化模式是导致日本“金融行为异常”、泡沫经济形成的重要原因。目前我国面临的情况与20世纪80年代中期的日本有不少相似之处:在物价平稳运行、经常项目持续顺差、外汇储备大幅增长以及本币存在升值预期的情况下,同时推动利率自由化、贸易自由化以及资本项目开放进程。人们担心中国会不会赴日本之后辙,也将经历泡沫经济所造就的繁荣和萧条过程。鉴于此,在金融改革和金融开放的过程中,如何协调金融自由化、贸易自由化和资本项目开放三者之间的关系?如何弱化甚至是消除金融自由化过程中资产价格泡沫形成的制度基础?应建立怎样的货币政策决策体系和操作规程,以抑制资产价格泡沫的形成?作者对这些问题进行了深入思考,并构建了考虑资产价格因素在内的货币政策框架,建立了货币政策对资产价格变化的反应机制。

《资产价格、金融稳定与货币政策》一书以理论分析和实证分析为基础,紧扣现实,有不少创新的观点和具有操作性的政策建议:(1)将资产价格的研究对象由股票价格扩展到了房地产价格,探讨了房地产价格变化对投资和消费的影响、房地产价格泡沫和银行危机的关系以及房地产价格在货币传导中的作用等问题。通过实证研究,作者提出,无论是对实体经济的影响还是对金融体系稳定的影响,房地产价格的变化都大于股票价格的变化。(2)在股票(房地产)投资与实业投资存在预期收益不一致的情况下,货币政策存在着“逆调节效应”,即宽松的货币政策并



不一定会导致实业投资的增加,而是有可能促进资产价格泡沫的形成。(3)资产价格上升与资产价格下跌对宏观经济活动带来的影响是不对称的。资产价格下跌通过资产负债效应对金融体系形成紧缩效应,因此,其对实体经济的冲击大于资产价格上升对实体经济的影响。(4)相对于发达国家来说,中国股市与消费、投资以及经济增长之间的相关性较弱。这些观点和结论对我国确定宏观经济调控政策尤其是货币政策无疑有着重要的借鉴意义。

作为余明博士的导师,我赞扬本书理论紧密联系实际的风格,赞成书中的一些基本观点和基本结论,更欣赏余明博士非常刻苦的学习精神和高效率的科研能力。我衷心希望并相信,余明博士在学术探索和政策研究方面,会不断有进展,有成果,有好消息传来。

2003年6月18日

# 内容提要

本书所要研究的问题是资产价格、金融稳定与货币政策之间的互动机制,论述资产价格膨胀和崩溃对实体经济的影响和冲击,以及对货币政策提出的挑战,要回答的中心问题是“资产价格是否应该成为货币政策的调控目标”。基本思路是:资产价格通过财富效应和资产负债效应对总需求产生影响,从而影响到实体经济;同时,资产价格泡沫的形成与崩溃又威胁到金融体系的稳定。本书将主要以 20 世纪 80 年代末至 90 年代初日本资产泡沫的形成与崩溃以及 20 世纪 90 年代中后期大多数发达国家股票市场繁荣和发展为主要实证分析对象,在理论研究和实证分析的基础上,逐步分析资产价格与货币政策调控目标、资产价格和货币供求、资产价格与货币传导机制以及股价与汇率、利率的关系,探讨“中央银行为什么要关注资产价格的变化”、“资产价格包含哪些经济的预期信息”、“测算通货膨胀指数是否应包含资产价格因素”、“资产价格波动是否应成为货币政策调控的目标”以及“中央银行应如何对资产价格的波动作出反应”等问题,并进一步考察中国资产价格的波动以及资本市场的发展对货币政策所产生的影响和冲击,并在此基础之上构建我国考虑资产价格因素的货币政策框架。

本书遵循理论、实证、政策研究的基本研究方法,分为八章。

第一章,资产价格与国民经济。探讨资产价格波动对实体经济的影响机制,并对资产价格通过财富效应影响消费,通过托宾  $q$  效应和资产负债效应影响投资等问题进行理论探讨和实证分析。实证分析的对象为 20 世纪 90 年代中后期的美国等主要



工业国家以及相应时期的中国。得出的结论是:资产价格的变化对国民经济有着非对称性影响;资产价格的财富效应在主要工业国家较为明显,但国别之间存在差距;房地产的财富效应要大于股票的财富效应;在中国,股市对消费和投资的影响都不明显。

第二章,资产价格泡沫与金融体系稳定。本章主要阐述的观点是:资产价格泡沫所隐含的是巨大的金融风险,其崩溃将危及金融体系的稳定。首先论述了资产价格泡沫的形成机理,在此基础上,进一步论述了房地产泡沫与银行危机、股价泡沫与银行危机以及资产价格泡沫与货币危机之间的关系,从而提出“货币政策是否应对资产价格变动作出反应”这一课题。

第三章,资产价格与货币政策调控目标。本章首先介绍了对“资产价格是否应该成为货币政策调控目标”问题所存在的两种截然不同的观点。在对两种观点进行实证分析和比较研究的基础上,作者提出了自己的观点:资产价格不应直接成为货币政策的调控目标,但可作为货币当局进行定性判断的参考指标。

第四章,货币政策在资产价格泡沫形成和崩溃中的作用:日本经验分析。本章旨在通过考察日本泡沫经济形成与崩溃时期货币政策的运行情况,进而揭示货币政策与泡沫经济之间的关系,并从中归纳出值得吸收的经验和教训。

第五章,资产价格与货币政策传导机制。本章分析了利率、信用以及汇率在货币政策传导中的作用,并概括了这些传导渠道在国内外的发展现状;阐述了股票价格和房地产价格在货币政策传导过程中的作用的一般原理;概括了股票市场作为货币政策传导渠道的作用机理,并论述了股票市场作为货币政策传导渠道的作用日益加强;论述了我国股票市场发展对货币政策传导机制的影响,并为构建我国货币政策的股票市场传导渠道提出思路。

第六章,资产价格与货币供求。运用典型的 IS - LM 模型,从理论上分析资产价格和货币供应量的关系。在理论分析的基

基础上,以日本、台湾和中国大陆为案例,分析了房地产价格与货币供应量的关系。并从我国股市资金来源的角度,分析货币供应量对我国股价的影响。同时,对股价与货币需求、资产价格与货币流通速度等的关系进行了实证分析,实证分析结果显示:我国股市应成为影响货币需求的一个因素;资产(特别是股票这种流动性高的资产)的增加,会导致货币流通速度下降。

第七章,股票价格与汇率、利率。本章前两节分别探讨了浮动汇率制和固定汇率制下股价和汇率、利率之间的关系,并对两种汇率制度下的三者关系进行了比较分析。第三节,探讨了人民币利率与汇率之间的关系,并分析了利率平价中我国的实现形式。第四节,分析了人民币存款利率和货币市场利率对我国股市的影响。由此,第三节和第四节的分析就构成了人民币汇率—利率—股市这样一个影响机制。

第八章,资产价格与我国货币政策框架。作为政策建议部分,本章主要是对“我国货币政策是否应对资产价格的变化作出反应”、“我国货币政策应如何关注资产价格的变化”等问题作出回答。并在回答这些问题的基础上,试图构建考虑资产价格因素的货币政策框架,建立货币政策对资产价格变化的反应机制。

# Abstract

This book focuses on interrelations between asset price and monetary policy, elaborating on impacts and shocks that the dilation and collapse of asset price bring to the real economy and the consequent challenges the monetary policy faces. It aims to basically answer the question of whether asset price should be the target of the monetary policy. The basic logic is that asset price will affect the aggregate demand and consequently the real economy through wealth effect and balance sheet effect, while the buildup and collapse of bubbles in asset price endanger the stability of the entire financial system. This book makes empirical analysis mainly on evolvement of asset bubbles in Japan in late 1980s and early 1990s and booming of stock markets in most of developed countries in late 1990s. Based on this empirical analysis and theoretic studies as well, it proceeds with specific analysis on relations between asset price and monetary policy target, asset price and demand/supply of money, asset price and monetary transmission mechanism, stock price and exchange rate and interest rate. It also discusses problems such as why the central bank should pay attention to changes of asset price, what economic expectations the asset price contains, whether asset price should be taken into account when estimating the inflation index, whether fluctuations of asset price should be the target of monetary policy and how the central bank react to changes of asset price. It makes further study on the impact on monetary policy of fluctuation of asset price and development of capital market in China, and

comes up with a monetary policy framework for China that takes into consideration the asset price factor.

The book follows the basic study methodology of theoretic, empirical and policy analysis and consists of 8 chapters.

Chapter one: asset price and national economy.

This chapter discusses the mechanism through which the asset price fluctuations affect the real economy both theoretically and empirically, including wealth effect on consumption and Tobin's Q and balance sheet effect on aggregate demand. The samples for empirical analysis are major industrial countries such as the U.S. in late 1990 and China over the same period. It draws following conclusions:

- Changes of asset price have unbalanced impact on real economy.
- Wealth effect is more evident in major industrial countries but differs across countries.
- Wealth effect of real estate is stronger than that of stocks.
- In China, stock market has little impact on either consumption or investment.

Chapter two: asset price and financial stability.

The main viewpoint in this chapter is that bubbles in asset price contain huge financial risks and the collapse of bubbles will endanger stability of the financial system. It first discusses the formation of bubbles in asset price, then dwells on relations between bubbles in real estate sector and banking crisis, bubbles in stock price and banking crisis, asset price and currency crisis. The question of whether monetary policy should react to changes of asset price is therefore raised.

Chapter three: asset price and monetary policy target.

This chapter first introduces two entirely different views on whether asset price should be the target of monetary policy. Based on

comparison and empirical analysis of these two viewpoints, the author comes up with his own opinion that asset price should not be a direct target of monetary policy but a reference parameter for monetary authorities' judgement instead.

Chapter four: studies on Japan experience.

This chapter intends to figure out relations between monetary policy and bubbles in the economy by observation on Japan's monetary policy during the buildup and collapse of bubbles, trying to conclude its experiences and lessons.

Chapter five: asset price and monetary transmission mechanism.

This chapter analyzes roles of interest rate, credit and exchange rate in monetary transmission mechanism and summarizes recent development of these transmission channels both at home and abroad. It also discusses general laws of stock price and real estate price taking effect in monetary transmission mechanism, summarizing mechanism of stock market as a channel for monetary transmission mechanism, elaborating the impact that the development of capital market in China has on the monetary transmission mechanism and putting forward new ideas on establishing the stock market transmission channel for China's monetary policy.

Chapter six: asset price and monetary demand/supply.

By using a typical IS – LM model, it makes theoretic analysis on relations between asset price and monetary supply. On the basis of theoretic analysis, it tries to figure out relations between real estate price and monetary supply by case studies on Japan, Taiwan and Mainland China. It also reveals the relations between the monetary supply and the stock price in China by observations of the financing sources of stock market. Moreover, it conducts empirical studies on relations between stock price and monetary demand, asset price and velocity of money. The outcome of such empirical studies indicates that in China,

the stock price should be one affecting factor of monetary demand. Increase of assets, particularly highly liquid assets such as stocks, will lead to a declining velocity of money.

Chapter seven: stock price and exchange rate/interest rate.

The first two sections of this chapter discuss relations between stock price and exchange rate/interest rate in a floating exchange rate regime and a fixed exchange rate regime respectively, while making comparison of such relations in these two different exchange rate regimes. The third section dwells on relations between interest rate and exchange rate of RMB and indicates the form that the interest rate parity takes in China. The fourth section analyzes the impact of deposit rate and money market rate of RMB on China's stock market. Therefore, analysis in the third and the fourth section makes up a mechanism of RMB exchange rate – interest rate – stock market.

Chapter eight: asset price and China's monetary policy framework.

As a chapter for policy suggestion, it mainly answers questions of whether China's monetary policy should react to changes of asset price and how the monetary policy takes into account changes of asset price. Based on these answers, the author tries to come up with a monetary policy framework that takes asset price into consideration and set up within this framework a responding mechanism to changes of asset price.

# 目 录

1/	导 论
9/	第一章 资产价格与国民经济
9/	1.1 资产价格与国民经济总需求
13/	1.2 资产价格与消费需求
24/	1.3 资产价格与投资需求:理论和实证分析
35/	1.4 从中国股市变动看资产价格与国民经济
47/	第二章 资产价格泡沫与金融体系稳定
47/	2.1 资产价格、资产价格泡沫及其形成机理
51/	2.2 房地产价格泡沫与银行危机
67/	2.3 股票市场泡沫与银行危机
80/	2.4 资产价格泡沫与货币危机
90/	第三章 资产价格与货币政策调控目标
90/	3.1 资产价格是否应该成为货币政策调控目标
95/	3.2 资产价格应作为货币政策调控目标的理论背景
105/	3.3 将资产价格编入通货膨胀指数的尝试
113/	3.4 资产价格不应作为货币政策调控目标的再讨论

# 目 录

120/	3.5	资产价格应作为制定货币政策的参考
130/		<b>第四章 货币政策在资产价格泡沫形成和崩溃中的作用:日本经验分析</b>
130/	4.1	日本资产价格泡沫的形成与崩溃
136/	4.2	资产价格泡沫形成、崩溃时期的货币政策
141/	4.3	对泡沫形成过程中货币政策的评价
149/	4.4	对泡沫崩溃过程中货币政策的评价
157/	4.5	对日本经验的总结
162/		<b>第五章 资产价格与货币政策传导机制</b>
162/	5.1	货币政策的传导渠道及其发展现状
174/	5.2	资产价格在货币政策传导机制中的作用
178/	5.3	货币政策的股票市场传导渠道
185/	5.4	我国货币政策的股票市场传导渠道
199/		<b>第六章 资产价格与货币供求</b>
199/	6.1	资产价格与货币供应量
204/	6.2	房地产价格与货币供应量
211/	6.3	股票价格与货币供应量



# 目 录

221/	6.4 股票价格与货币需求
229/	6.5 资产价格与货币流通速度
235/	第七章 股票价格与汇率、利率
235/	7.1 浮动汇率制度下股价与汇率、利率
242/	7.2 固定汇率制度下股价与汇率、利率
247/	7.3 人民币汇率和利率的关系分析
254/	7.4 我国利率对股价的影响
265/	第八章 资产价格与我国货币政策框架
265/	8.1 资产价格对我国货币政策框架的影响
273/	8.2 资产价格与前瞻性货币政策
279/	8.3 通货膨胀目标政策是否在中国适用
290/	8.4 “利率规则”及其我国货币政策目标的确定
299/	参考文献
309/	后记