



资产价格波动、货币政策与 宏观审慎政策

李路◎著

 中国金融出版社

资产价格波动、 货币政策与宏观审慎政策

李 路 著



中国金融出版社

责任编辑：黄海清 李 哲

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动、货币政策与宏观审慎政策 (Zichan Jiage Bodong Huobi Zhengce yu Hongguan Shenshen Zhengce) / 李路著. — 北京: 中国金融出版社, 2018. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9539 - 1

I. ①资… II. ①李… III. ①资本市场—经济波动—研究②货币政策—研究 IV. ①F830. 9②F820. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 076046 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14. 5

字数 220 千

版次 2018 年 6 月第 1 版

印次 2018 年 6 月第 1 次印刷

定价 36. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9539 - 1

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

前 言

由美国次贷危机引发的国际金融危机在世界范围内对各主要经济体造成了不同程度的影响，并将世界经济拖入了长期衰退的泥潭。针对此轮国际金融危机暴露的重大问题和制度缺陷，理论界形成了大量富有前瞻性的研究成果，政策层面也进行了深刻反思并积累了很多有益的实践操作经验。目前，世界经济整体呈复苏态势，但仍存在诸多不确定性，金融风险依然处于高位。因此，在国际金融危机爆发后的10周年，重新审视和思考金融危机及其警示意义，对认识资产价格、货币政策、金融稳定性的关系以及推进国际金融监管体制改革均具有重要的理论研究和现实意义。

历史上数次金融危机具有相同特征，即在危机爆发前金融体系充裕的流动性和信贷超速扩张支撑了资产价格泡沫的膨胀，市场乐观情绪过度外推导致的过度风险承担以及监管“缺位”或“越位”带来的监管套利行为，在发达国家、新兴工业化国家相继引发了资产价格膨胀—破裂周期性运动，并最终爆发了严重的系统性金融危机和长时期的经济衰退。然而过去数十年的货币政策基于新古典宏观模型的研究范式，通过构建基于历史数据的经验模型和关键变量的实践操作，既在理论上对“低通胀、高资产价格”的矛盾体准备不足，又缺乏行之有效的政策措施。理论和实践遭遇的双重困境，促使学术界和政策实践层开展了大量相关研究，针对资产价格泡沫与货币政策的研究成为国际金融危机后理论研究热点和前沿领域，也促成了对货币政策框架的深刻反思和调整。与此同时，2008年国际金融危机也表现出不同于以往数次

金融危机的一些新特征，如金融机构整体风险暴露或共同风险敞口、系统重要性机构的金融网络效应和风险传染影响成为金融系统风险累积和危机爆发的触发机制。它所揭示的问题是深刻的——金融监管基于微观审慎视角，忽视金融内生脆弱性和系统性风险的累积，无法保证金融稳定。因此，构建宏观审慎政策框架辅之以微观审慎监管，作为货币政策的有力补充，能够更好地服务于价格稳定和金融稳定双重目标的实现。

本书正是基于以上逻辑，以资产价格泡沫的形成机理为切入点，从银行信贷扩张的视角，详细论述货币政策、银行信贷供给与资产价格周期性运动的关系，为央行“是否干预”“如何干预”资产价格泡沫提供理论依据；与此同时，考虑到资产价格周期运动可能反映了金融内生脆弱性和系统性风险累积的事实和货币政策难以有效应对和无法兼顾物价和金融双重稳定，本书重新审视了货币政策与金融稳定的关系，提出构建宏观审慎的政策框架，作为货币政策有力补充，在政策实践上以系统性视角推进现有金融监管体制改革，维护金融整体稳定。这是本书第二个重要主题。本书结构安排如下：第一部分为导言，提出全书主要问题，阐述全书的逻辑框架和研究思路；第二部分为文献综述，重点梳理资产价格泡沫及形成机制以及与银行信贷扩张互推反馈机制；第三部分围绕资产价格泡沫与货币政策关系展开，重点阐述货币政策资产价格传导机制、资产价格与宏观经济变量关系等内容，旨在回答货币政策“是否干预”“如何干预”资产价格的问题；第四部分重点阐述资产价格、货币政策与金融稳定关系，这是一个被忽略却在此轮危机中被重新审视并重点关注的议题。在分析逻辑上，以资产价格周期性波动和系统性风险为出发点，在金融稳定目标重新审视货币政策与金融体系的关系问题，提出实现微观审慎向宏观审慎政策框架转变和推进金融监管体制改革的政策建议。在此基础上，分析了国际金融危机后美国、英国、西班牙等国中

央银行在构建宏观审慎监管框架的有益尝试和借鉴启示。第五部分是国别经验，考察了日本、美国、东南亚国家在 20 世纪八九十年代其资产价格泡沫周期性运行、货币政策措施与国内金融稳定性的具体情况以及对我国防范和化解资产价格泡沫的启示意义。本书的重要结论有：（1）银行信贷扩张在推高资产价格泡沫中的作用。资产价格泡沫和系统性风险的累积大多发生在经济上行时期，受信贷供给增加而非信贷需求增加（经济基本面支撑）的资产价格膨胀一方面极易对稳物价的货币政策目标造成困扰，另一方面由于缺乏支撑基础容易诱发金融失衡和系统性金融风险。有关银行信贷总量、资产价格泡沫以及系统性金融风险累积的关系研究存在经验联系（Weber, 2010b）的事实依据在此轮国际金融危机后已取得广泛共识。对中央银行而言，危机前疏于管理信贷和资产价格以及“善意忽视”显然不合时宜，应密切关注杠杆率、信贷总量和结构等前瞻指标的识别和监测以防范系统性风险累积；（2）鉴于资产价格包含很多预期通胀信息，具有金融指示器的预测功能，中央银行应密切关注资产价格并构建包括资产价格在内的前瞻性指标辅助货币政策决策，金融状况指数被认为是现阶段较为可行的政策选择；（3）保证物价稳定的货币政策目标并不能自动实现金融稳定。这是因为，忽视金融内生脆弱性和系统性风险的宏观政策模型指导下的货币政策，既无法有效识别资产价格泡沫，又深陷低通胀、高资产价格矛盾体无法自拔，更缺乏金融危机期间的有效应对手段，因此从金融稳定系统性角度构建宏观审慎政策框架，与货币政策形成强有力配合，能够保证物价稳定和金融稳定的双重目标的实现；（4）推进现有的金融监管体制改革，实现由微观审慎向宏观审慎政策框架的转变。着力从宏观审慎监管目标、监管工具、制度安排等层面丰富理论研究，积极探索并构建宏观审慎监管框架、监管工具、监管模式等监管实践。

2008 年国际金融危机是大萧条之后又一次席卷全球的金融危

机，其破坏程度是巨大和沉重的，其影响是长久和深刻的。危机带来的重要警示促成了理论热点和前沿领域以及货币政策实践改革（如美联储对利率决策框架的修订、国际金融监管体制改革）不断丰富。有鉴于此，本书还存在很多不足，还需要持续跟进最新研究成果和改革实践，不断丰富学习。本书成稿过程中，得到了很多帮助，在此表示感谢！

李路

2018年6月

目 录

第1章 导言	1
1.1 选题的背景及意义	1
1.2 研究内容和目的	7
1.3 研究思路与结构安排	9
第2章 理论综述	14
2.1 资产界定和资产定价理论	14
2.2 资产价格泡沫（膨胀）及其形成机制	22
2.3 资产价格泡沫：来自银行信贷扩张的角度	26
第3章 资产价格与宏观经济总量	31
3.1 资产价格与货币政策的理论问题	31
3.2 资产价格与宏观经济变量的实证检验	46
第4章 资产价格与货币政策传导机制	72
4.1 货币政策的资产价格传导机制	73
4.2 中国资产价格财富效应考察	82
第5章 资产价格波动与最优货币政策目标	106
5.1 货币政策是否干预资产价格的两大主流观点	106
5.2 资产价格波动背景下的货币政策选择	117
5.3 “逆风而动”策略对货币政策操作实践的启示	137

第6章 资产价格、系统性风险与金融稳定	142
6.1 资产价格波动、系统性风险与金融稳定的理论研究	143
6.2 资产价格波动、银行信贷扩张与金融不稳定：中国的故事	150
6.3 货币政策与金融稳定目标的再思考	158
6.4 宏观审慎监管框架的提出	161
第7章 资产价格、系统性风险与宏观审慎监管框架	166
7.1 微观审慎向宏观审慎的转型	166
7.2 宏观审慎政策：内在逻辑和基本内容	170
7.3 审慎监管政策与货币政策	181
7.4 宏观审慎金融监管体制改革的国别经验及其启示	182
第8章 资产价格泡沫与货币政策的国别经验	191
8.1 资产价格泡沫与货币政策：日本经验	191
8.2 资产价格泡沫与货币政策：美国经验（1995—2002年）	196
8.3 房地产价格泡沫与银行系统结构：东南亚国家的经验	198
参考文献	206
后记	220

第1章 导 言

1.1 选题的背景及意义

20 世纪 70 年代发生在发达国家的经济滞胀,从理论和实践两方面深刻影响了货币政策的研究和操作方向。各国政府几乎无一例外地将控制通货膨胀作为最优的货币政策目标选择。反通胀的成功促成了以稳定一般物价水平为主的货币政策目标转型。经过 30 多年的理论研究和实践操作,已形成一套行之有效的抑制通货膨胀非平稳性波动的机制。例如,美联储的货币操作兼顾通货膨胀、产出增长、就业增加等宏观目标,但维持一般物价水平的稳定较之其他目标还是重要得多,长期中对预期未来通货膨胀监测始终被重点关注;部分国家的政策当局则更青睐于采取通货膨胀目标制^①。通过事先宣布一个特定的通货膨胀率^②,引导公众通胀预期向设定通胀水平逼近,以此实现货币政策最终目标并在此过程中进行相关政策操作。在全球化、金融自由化、国际资本流动的时代洪流下,通货膨胀的稳定在很大程度上促成了 20 世纪末世界经济高速发展的黄金时期。

① 自 1990 年新西兰率先采用通货膨胀目标制,截至 2005 年,已有加拿大、英国、瑞典等 22 个国家先后实行,这其中不乏新兴经济体国家的身影。从实践操作来讲,通货膨胀目标制在 20 年的实践中已经获得理论界和货币当局的认同。

② 最早使用通货膨胀作为货币政策目标的新西兰储备银行自 1990 年便开始通过《货币目标协定》,规定货币政策目标,将通货膨胀控制在 0~2% 以内,2012 年底又将这一目标调整为 0~3%。类似的,澳大利亚规定 1995—1998 年的中期通货膨胀目标为 2%~3% (钱小安,1998);英联邦国家,从 20 世纪 90 年代以来渐次采用“通货膨胀目标”,直接“盯住物价上涨率”;德意志联邦银行被认为是长期实施这一目标的成功典范;欧元流通后,欧洲中央银行将欧元区内物价稳定作为货币政策的首要目标,规定 3% 的通胀率,超过这一通货膨胀率,欧洲银行就会通过公开市场操作等手段干预,实现通胀目标《日本银行法》第 2 条规定,“日本银行的基本任务是稳定物价,并借此保障国民经济的健康发展”。

然而，一个颇具意味的现象——低通货膨胀环境与资产价格的大幅波动，在过去 20 年间，在发达国家、新兴工业化国家持续上演。这种看似矛盾的结合，往往伴随着资产价格的起落跌宕及之后数年的价格调整过程，引发了严重的系统性金融危机，甚至在部分国家造成了长时期的经济衰退。例如，发生在 20 世纪 90 年代的美国信用危机，20 世纪 80 年代末至 90 年代的日本金融危机，新兴经济体如东南亚金融风暴、香港经济泡沫等，2008 年由美国次级贷款引发的国际金融危机和全球经济衰退，无不伴随资产价格泡沫的影子。因此，关于资产价格泡沫、货币政策与系统性金融风险等成为国际金融危机后理论研究的前沿和热点领域。特别的，关于国际金融危机前盛行的“善意观点”，即央行疏于管理信贷和资产价格泡沫（Blanchard, Dell’Ariccia and Mauro, 2013）受到了广泛质疑。鉴于国际金融危机对实体经济在范围和规模上的巨大负向冲击，关于货币政策目标“只适用于防止通胀而非金融稳定^①”在操作层面已经被各国央行摒弃，但货币政策目标是否包含金融稳定目标，以及如何干预资产价格波动，成为各国货币政策当局的重大议程。

传统货币理论主要针对产品市场、劳动力市场的研究，金融市场很少被纳入研究视野，因此针对资产价格波动与货币政策、实体经济影响的研究较少。以通货膨胀为目标的货币政策，其实质是货币数量思想的践行^②。“通货膨胀目标制的货币框架，能够保证一般物价水平和金融稳定的双重稳定”^③（Schwartz, 1995；Bordo, Olivier, 2002）。但实际中随着金融业的发

① 这主要是因为 2008 年国际金融危机前，理论界并不认为金融失衡（在美国等非金融中介机构和金融市场高度发达的国家尤其如此，强调利率调控却对信贷疏于管理，致使信贷繁荣以及由信贷支撑的资产价格泡沫）很重要，或者中央银行在遏制资产价格泡沫方面具有局限性——一方面在于“很难识别泡沫”（Bernanke and Gertler, 2003；Blanchard et al., 2013），另一方面央行可选择政策工具有限，使得央行“事后干预”成为主流选择（格林斯潘就认为“在泡沫形成后减轻其影响，有望缓解泡沫向下一次扩张的过渡”。（Greenspan, 2002））。

② 货币数量理论认为，当经济体系内的货币供应量增加时，商品价格、工资水平会自发调整上涨；如果其价格上升的速度与要素市场、产出等同步，股票价格会随之上扬。

③ 货币数量理论认为，当经济体系内的货币供应量增加时，商品价格、工资水平会自发调整上涨；如果其价格上升的速度与要素市场、产出等同步，股票价格会随之上扬。阿伦与盖尔尖锐地指出，“这一理论对于货币政策如何应对资产价格没有提供什么指导意见。”（Allen and Gale, 1999）。而且很多历史案例显然也不支持传统的政策看法。

展,资产证券化、债券化趋势使得资产市场(股票市场、房地产市场、外汇市场等)容量不断扩大,资产价格也随之上扬,这既体现了金融深化程度^①的提高,又意味着货币供应量与宏观经济总量指标稳定关系的弱化。这样的直接结果,一方面改变了货币需求和供给的结构;另一方面则是传统的以银行为中介渠道的货币政策传导机制受阻以及货币政策效果大打折扣,即中央银行通过增加货币供给或下调利率的政策意图并不能有效传导并作用于实体经济,部分资金脱离银行系统进行体外循环,“金融脱媒”产生并带来一个直接的后果:资金大量涌向虚拟经济,带动了资产价格膨胀,实体经济则因资金漏出投资不足,呈现出一般物价稳定(或小幅通缩)和资产市场虚假繁荣的景象。以通胀目标制为核心的货币政策框架面对高资产价格与低通胀的冲突,显然无计可施^②。

现实的发展迫切需要理论界从方法论、理论基础及政策建议等方面给出相应解释和应对策略,资产价格波动与货币政策关系的研究也被提上了议程,成为各国政府和学者驻足的研究热点。可以说,货币政策的“另一场战役”正悄然拉开帷幕(封北麟,2009),对货币政策的理论和实践提出了新的课题,具有深刻的理论和现实意义。

我国的股票、房地产市场在近几年经历了几次大起大落的波动,其周期性的价格波动对货币政策的制定、执行、政策效果以及实体经济均产生了很大影响。下面对股票市场、房地产市场的具体状况简要描述。

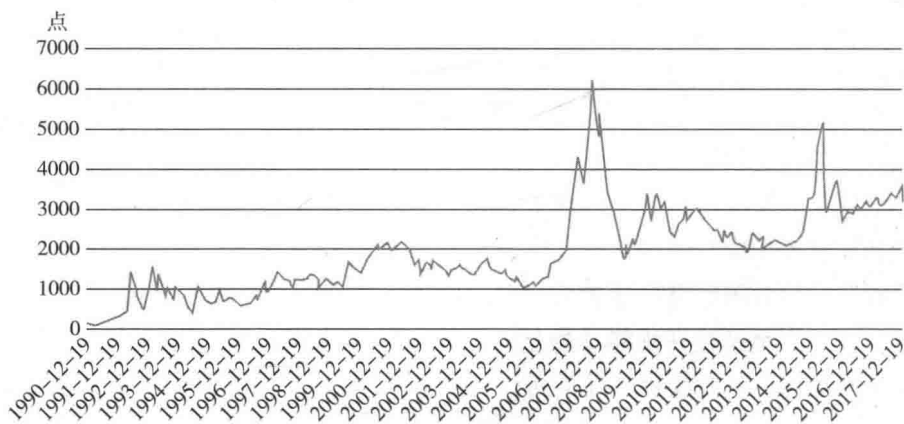
1990年,上海证券交易所正式挂牌成立,标志着我国证券市场的形成;随后一年,深圳证券交易所在深圳正式成立,南北呼应,进一步完善了我国资本市场。目前,沪、深两市已成为企业直接融资的主要渠道,发挥着重要的金融“造血”功能。数据显示,截至2018年2月28日,沪、深两市中共有3494家A股上市公司,总市值56万亿元。2005年实行股权分置改革后,从流通转让、盈利分红、信息披露和外部监督等方面进一步规范了

① 麦金农曾提出以资产存量与货币供应量M2之比作为一国金融深化的重要指标。

② Blanchard等(2013)认为,“货币政策并非治理国际金融危机前金融失衡和金融机构过度风险承担的最佳工具,它的影响面太宽以至于成本太高”。还有一种普遍流行的观点认为,央行“很难识别泡沫”,因为无法断定“资产价格大幅波动是由于强大的基本面支撑还是仅仅是泡沫,因此难以作出迅速的反应”。

股票市场运行；2009年10月30日，酝酿已久的创业板终于推出，第一批28家中小企业齐上市，标志着我国股票市场进入一个新纪元。从投资者层面看，中小股民和机构数量节节攀升，在最为火爆的2008年，上证单日开户数峰值达5000户。截至2018年2月23日，中国已开立A股账户的投资者达1.35亿人。

图1-1显示的是1990—2017年底上证综合指数的月末收盘指数，从中可看出我国资产价格波动情况。



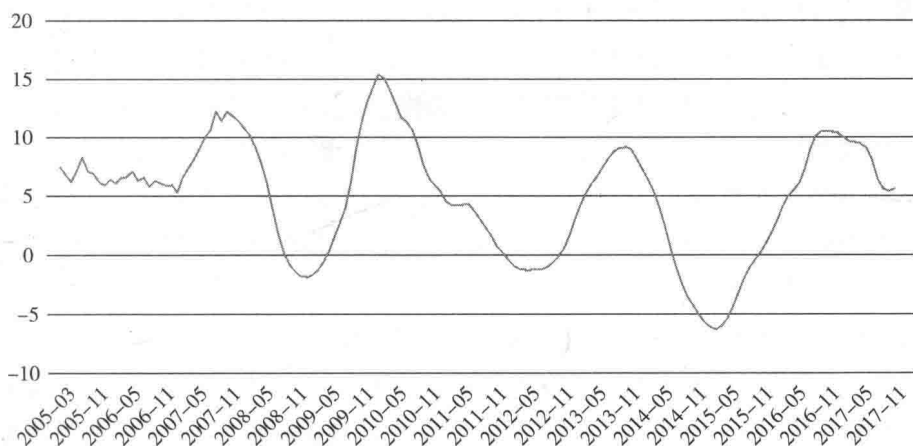
数据来源：国泰安数据库。

图1-1 1990—2017年底上证综合指数（收盘价）

从图1-1中可以清楚地看到，我国股票市场价格自1990年以来，大体经历了几次阶段性的波动：第一次出现大波动以股权分置改革前后为分水岭。在2005年实施股权分置改革之前，股市呈现数次小幅震荡；股权分置改革后，受益于制度改革的红利释放，股价一路上扬，从2005年最低谷的1060点，蹿升至2006年12月的2675点。第二次大的波动出现在2006年中期至2008年底。这一时期我国股市经历了一次波峰波谷期，从谷底发力，在冲击一轮史无前例的大牛市之后，于2008年底重新跌落，仅略高于这轮波动前的最低值，呈现出明显的大幅震荡趋势。第三次是从2009年初至2013年底，股市经历了一轮底部下挫的低迷状态。受欧债危机爆发影响，外部经济进一步恶化，国内刺激政策退出以及紧缩货币政策和楼市调控政策使经济蒙上了一层悲观预期，上证综合指数一直在2000点附近波动，二

级市场的低迷一定程度影响了一级市场，新股发行基本处于暂停状态。第四次是从2014年初至今，暴涨暴跌成为此轮股市行情最重要的特征——上证指数从2014年11月的2400点快速飙升至2015年6月的5178点，上涨的速度及幅度比肩2006—2007年的大牛市。暴涨之后随即出现暴跌。特别是2015年6月15日至7月9日的17个交易日的时间内，股市连续暴跌，上证指数跌幅32%，8月中旬股市再次出现持续1000点的暴跌，并多次出现上千只股票跌停板的现象。其下跌速度刷新近20年国内股市纪录。此轮暴涨暴跌行情背后呈现典型的“政策市”特点。与此同时，大幅加杠杆、场外配资、金融创新成为此轮股市波动的新特征。到2017年底，市场观望情绪严重，震荡筑底还将持续一段时期，防范危险成为投资者的主要任务。

另外一个比较重要的资产价格即房地产市场价格。受城镇化进程加快、土地财政刺激、流动性充裕等因素影响，房地产价格在20多年间也同样惊心动魄地上演着膨胀一跌落的交替运动。图1-2展示了2005—2017年全国70个大中城市新建住宅价格指数。



数据来源：国家统计局。

图1-2 2005—2017年全国70个大中城市新建住宅价格指数（当月同比）

从图1-2中可以清楚地看到，我国自1998年住房市场化改革以来，房地产市场化进程不断增强，房地产价格出现了几轮波动。大体上来看，从1998年后，房地产价格在一段缓慢爬行上升期后，从2003年开始进入快速

上行通道。房价在 2003—2005 年形成了第一轮涨幅，同比涨幅大约保持在 20%；2005—2008 年这一阶段，房价受政府调控手段影响，在几次价格震荡后，从高位开始下挫，表现出明显的阶段性特征；2009—2014 年是第三阶段，房价经历了几轮波峰波谷期，呈现出明显的政策分化态势。楼市从前期调控政策松动中，出现“报复性增长”趋势，仅不到一年时间，房价就重新飙升至顶峰。房价的过快增长引发了政府、银行和社会的广泛担忧，连续出台的“9·29 新政”“国八条”等“限购”“限价”“限贷”政策，释放出政府坚决打压房地产投机的决心，房地产市场进入深度调整，逐步陷入低迷并一直延续至 2012 年初。此后受货币政策放松和地方政府房地产调控政策微调，市场预期开始转换，从 2012 年 3 月房地产市场开始回暖、成交量持续攀升，至 2012 年下半年，房地产价格上涨压力隐现且分化严重。在这种局面下，刚性需求不断释放，房地产市场延续复苏并呈现跨年热销态势，成交量的攀升推动热点城市房价过快上涨，2013 年 2 月底“新国五条”出台，市场一度揣测此次调控可能落地性并不强，预期引导房地产价格继续在小幅回落后再次上升；不过随着时间的推移，各项限制措施并未松动坐实了“史上最严限购令”的执行力度，从 2013 年底市场呈现量价齐跌的局面，并在 2014 年中后期达到市场冰点，不但交易量大幅下降，交易价格也大幅回落。在北、上、广、深等一线城市，房地产价格较波峰时期下跌 20%，交易量也呈现历史低点。2015 年初至今是第四阶段：就在房地产市场陷入量价齐跌萎缩阶段，房地产市场于 2015 年 3 月 30 日迎来了自 2008 年以来最大的“救市”新政，简称“330 新政”，公积金贷款首套房首付比例降至 2 成，二套房商业贷款首付降至 4 成，营业税免征年限“2 年”改为“5 年”。沉寂已久的房地产市像是被注入了一剂“强心针”，市场预期开始发生改变，随后央行降息降准、“9·30 贷款新政”，为房地产市场复苏再添一把火，房地产市场在诸多利好政策刺激下重回高位，多地房价屡屡突破历史高位，热点城市房价暴涨，过热的市场预期和投机刺激房地产市场泡沫出现。为遏制房地产市场价格过快增长，2015 年 12 月中央经济工作会议确定去库存促进房地产市场健康发展，到 2016 年 9 月 30 日，20 多个热点城市迎来密集调控，楼市政策出现重大转向。2017 年，房地产调控政策持续发力，房地产调控效果显现，楼市再次量价齐跌，市场交易严重

萎缩。目前市场的预期被深刻改变,市场观望情绪严重,房地产市场萧条并进入深入调整期。具体分析详见第3章。

股票价格、房地产价格作为最主要的资产价格,其大幅波动对宏观经济、金融体系、汇率利率政策、市场预期的影响日益加深,并对我国货币政策体系以及监管体系带来了巨大挑战。为防止资产价格膨胀—泡沫—破裂的周期性活动对金融体系积累的风险敞口以及对宏观经济的负面影响,货币政策在一段时间被动地对资产价格作出反应,然而从目前干预效果来看,我国货币政策对资产价格的反应效果或者说调控效果并不理想。其中,货币政策直接盯住股价的政策反应机制,尽管在一定程度上可以达到抑制股价上涨的作用,但往往政策强度和效果并不理想,而且由于分业监管存在的“监管真空”和“过度监管”问题,政策性冲突往往成为资产价格波动的政策性原因。而房地产市场调控实践问题更多。由于忽视了通货膨胀预期在货币政策对资产价格反应中的作用,以及货币政策对资产价格反应的非对称性缺乏关注,央行的货币政策在高通胀预期时往往引发“政策超调”,由此引发资产价格反方向快速调整,货币政策被迫在短时间内完成刺激—紧缩的政策周期转化,成为宏观经济主要的风险来源之一。因此,需要认真研究资产价格与货币政策之间的关系,以及对现有的货币政策体系及监管体系进行改革以适应新的形势要求。

1.2 研究内容和目的

1.2.1 研究内容

本书在梳理了大量有关资产价格、货币政策及金融稳定性文献研究和实践操作的基础上,重点挖掘银行信贷、资产价格之间的反馈作用机制以及资产价格、货币政策与金融稳定的关系,旨在资产价格波动与货币政策之间搭起分析的桥梁,从微观基础、中介传递机制与渠道、宏观政策效果测度等方面,构建一个统一的理论框架。因此本书的研究内容可从两方面来论证:

1. 资产价格波动与货币政策关系研究。资产价格的波动可能包含着预

期通胀信息，这对以稳定物价为首要目标的央行货币政策形成了挑战；此外，随着资产证券化和金融自由化程度加深，资产价格成为货币政策传导渠道之一，在股市（房地产市场）财富效应、投资效应、资产负债表效应等传导机制作用下，资产价格的波动能够影响实际产出和预期通货膨胀。因此，这一部分研究按照层级推进的逻辑顺序展开：首先，央行干预资产价格波动的理论解释，即回答“是否干预”的问题；其次，资产价格波动在货币政策传导中的机制和作用，回答“为什么干预”的问题；最后，构建包含资产价格在内的货币政策最优目标函数，探索适合我国中央银行货币操作实践的问题，这部分回答的是“如何干预”的问题。

2. 银行信贷、资产价格与金融稳定关系研究。中国以银行间接融资为主的金融体系，决定了银行信贷扩张在资产泡沫形成过程中的作用。通过银行信贷扩张—资产价格飙升—破裂周期运动加剧了金融体系内在的脆弱性，极易形成系统性风险在金融体系累积和金融失衡，并最终威胁金融稳定。对于以银行为间接融资手段的国家而言，特别是金融传导渠道不健全的国家来讲，这是资产价格对银行系统风险影响的一个很关键的环节。从这个角度出发，为预防资产价格波动给金融稳定带来的不利影响、维护金融体系的健全和有弹性，对金融资产价格的非正常波动重点关注并加强监督检查，并配合货币政策的宏观审慎监管体系应是未来的趋势所在。

1.2.2 研究目的

中央银行具有维护物价平稳与金融稳定的双重职责。然而在现行货币政策框架下，以稳定物价为首要目标的货币政策，并不能自发形成金融系统的稳定，换言之，金融稳定并不是一般物价水平稳定的副产品（Side Product），因此强化央行货币职能之外的金融稳定职能，探索资产价格波动背景下的货币政策如何实现物价稳定货币政策目标，以及货币政策框架调整如何兼顾金融稳定与金融效率，从理论和实践层面都面临巨大挑战；在分业监管的国家或地区，由于货币政策与金融监管分属不同部门，决策层还必须调整货币政策框架，形成货币政策、微观审慎与宏观审慎互补配合的政策体系以及与其他政策协调配合。因此，本书无论从学术研究还是政策建议上来讲，都具有重要意义。