

资产价格、 产出波动 与货币政策

Zichan Jiage Chanchu Bodong
yu Huobi Zhengce

闫先东 朱迪星 著



中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社



大金融 書系

Macro-Finance Book Series

International Monetary Institute of RUC

资产价格、产出波动与货币政策

闫先东 朱迪星 著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格、产出波动与货币政策/闫先东, 朱迪星著. —北京: 中国财政经济出版社, 2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7074 - 6

I. ①资… II. ①闫…②朱… III. ①经济学 - 研究 IV. ①F0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 272767 号

责任编辑: 吕小军

责任校对: 李 丽

封面设计: 思梵星尚

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 20 印张 339 000 字

2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 42.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 7074 - 6/F · 5666

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报电话: 010 - 88190492, QQ: 634579818

编辑委员会

顾问（以姓氏拼音为序）：

埃德蒙·阿尔方戴利、亚辛·安瓦尔、史蒂夫·汉克、李若谷、
李扬、马德伦、罗伯特·蒙代尔、潘功胜、任志刚、苏宁、
王兆星、吴清、夏斌

主编：陈雨露

编委（以姓氏拼音为序）：

罗伯特·埃尔森、贵圣林、曹彤、陈卫东、丁剑平、丁志杰、
鄂志寰、冯博、福本智之、郭庆旺、胡学好、黄金老、纪志宏、
焦瑾璞、金煜、瑞纳尔·克伦普、李文红、李一衡、刘珺、
刘青松、陆磊、胡安·卡洛斯·马丁内斯·奥利瓦、戴维·马什、
苗雨峰、赫伯特·波艾尼什、加亚·乔西、瞿强、阿连·睿斯、
宋科、孙鲁军、涂永红、王毅、王永利、魏本华、席睿德、
阿努普·辛格、向松祚、宣昌能、曾颂华、张杰、张晓朴、
张之骧、赵海英、赵锡军、周阿定、周道许、庄毓敏

目 录

引 言	(1)
-----------	-------

第一部分 货币政策治理通胀与通缩效率的非对称性	(13)
-------------------------------	--------

第一章 通缩压力下的货币扩张为什么会失效	(17)
----------------------------	--------

第一节 文献综述与理论分析	(19)
---------------------	--------

第二节 现实分析：当前货币扩张的信贷传导渠道为什么 会失效	(25)
--	--------

第三节 本章小结	(27)
----------------	--------

第二章 不同经济区制下货币政策效率的非对称性	(29)
------------------------------	--------

第一节 实证研究设计	(30)
------------------	--------

第二节 实证结果分析	(35)
------------------	--------

第三节 本章小结	(44)
----------------	--------

第二部分 资本市场波动、产出增长与货币政策	(47)
-----------------------------	--------

第三章 货币政策应该应对资本市场波动么？	(51)
----------------------------	--------

第一节 逆风策略：理论与经验的文献评述	(53)
---------------------------	--------

第二节 对逆风策略的反对	(65)
--------------------	--------

第三节 货币政策介入资产价格波动的实践与原因分析	(73)
-----------------------------------	--------

第四节	中国资产价格波动的经济后果与货币政策反应	(76)
第五节	本章小结	(80)
第四章	资本市场价格波动与货币政策反应分析	(82)
第一节	主要回归指标的设定	(83)
第二节	基于区制转换的模型分析	(84)
第三节	滚动周期回归分析	(93)
第四节	本章小结	(98)
第五章	货币冲击与资本市场的流动性	(101)
第一节	微观市场流动性的影响因素：文献综述	(102)
第二节	理论分析与研究假设	(109)
第三节	本章小结	(115)
第六章	制度变迁、货币态势调整与资本市场流动性	(117)
第一节	核心指标度量	(119)
第二节	实证研究设计	(126)
第三节	实证结果分析	(131)
第四节	本章小结	(140)
第三部分	房地产价格周期、产出增长与货币政策响应	(143)
第七章	如何理解房地产价格对产出波动的影响？	(146)
第一节	房地产价格对产出和物价波动的影响	(147)
第二节	房价形成机制相关问题与房价对经济的真实影响	(154)
第三节	中国的房地产市场与经济波动	(162)
第四节	中国房地产市场复杂的价格形成机制	(166)
第五节	本章小结	(172)
第八章	房地产价格与宏观经济的动态关联	(173)
第一节	使用区制转换模型的实证研究	(175)
第二节	基于面板数据模型的实证研究	(183)
第三节	本章小结	(206)

第四部分 基于金融稳定目标的货币政策分析	(209)
第九章 货币稳定与金融稳定的权衡：文献回顾与理论分析	(211)
第一节 金融稳定问题的文献综述	(212)
第二节 货币稳定与金融稳定的权衡：理论分析	(219)
第三节 本章小结	(228)
第十章 货币政策应对金融稳定目标的跨区制分析	(229)
第一节 货币政策的目标选择：金融压力指数的设定 ...	(230)
第二节 金融压力指数的识别：事件分析	(242)
第三节 金融压力指数作为货币政策目标的效率分析 ...	(246)
第四节 本章小结	(258)
参考文献	(261)
后 记	(303)



引言

一、这本书关心的是什么？

2007年，由次贷危机引发的全球金融危机，让我们更加直观地感受到了宏观经济、金融市场以及货币政策决策之间复杂而深刻的联系。这次危机后不仅国际经济、货币政策决策框架以及金融监管体系发生了巨大的变化，也成为宏观经济理论尤其是货币政策决策相关理念变革的导火索。围绕着危机前后各国央行的决策方式和效果，理论界和学术界对多元化货币政策目标体系如何选择，货币稳定和金融稳定如何权衡等重要问题展开了激烈的讨论。与之相关的分析、研究、共识以及共识的变化，贯穿了近年来相关领域理论演进的过程，也影响了各个国家中央银行在应对危机、处理危机以及构建抵御未来危机制度框架的实践。理论发展和国外央行的实践对我国货币政策选择，尤其是如何应对金融稳定或者说处理资产价格波动时的决策有很好的借鉴意义。需要指出的是，我国央行的目标体系与欧美国家有很大的差异，而且我国金融市场的发展程度以及宏微观条件与国外经济体差异明显。这使得我国资产价格对宏观经济的传导机制相比欧美发达国家更加复杂，价格形成机制也受到较多非市场因素的影响。本书在归纳和梳理国外围绕资产价格、产出波动以及货币政策三个因素相互影响相关理论的基础上，结合中国特殊的制度因素和现实情况，对中国央行如何实现货币稳定和金融稳定的相关问题进行分析，并给出可行的政策建议。

二、金融危机与理论发展的变迁

具体来看，对于金融危机产生的原因，或者说危机前系统性风险的积累过

程，学者们主要从金融机构过度创新、监管体系缺陷、国际经济和货币体系失衡以及货币政策决策失误等角度进行了分析。其中影响最大、讨论最多的就是货币政策决策，即央行到底应该如何应对资产价格波动的问题。危机后，很多研究认为美联储在危机前的货币政策操作过于保守，不仅没有遏制资产价格泡沫的形成，反而成为泡沫加剧的助推器。

为应对互联网泡沫破灭以及“911”恐怖袭击后的经济衰退，美联储在2001年至2003年期间连续13次下调联邦基金利率试图刺激经济增长提高就业率。从效果上看，持续宽松的货币政策在刺激需求的同时，并没有带来商品价格的明显上涨，但资产价格却大幅上涨：美国标普Case-Shiller²⁰房价指数从2001年的112点上涨到2007年的202点，涨幅达80%；道琼斯工业指数从2001年上半年的9300多点持续上升，在2007年最高曾达到14093点，涨幅超过50%。资产价格的上涨最终传导到一般商品价格上，迫于通货膨胀压力，2004年下半年起美联储连续加息17次，房地产和资本市场也随之大幅下滑。在此过程中，占全部房贷30%的次级抵押贷款大范围违约，金融机构的信贷风险不断上升。在2007年4月新世纪金融公司申请破产保护后，摩根斯坦利和花旗银行公告巨额亏损，贝尔斯登和美林证券被收购，雷曼兄弟倒闭，最大的两家投行高盛和摩根斯坦利转为联邦银行控股公司。危机在造成金融市场大幅振荡的同时，也重创了美国的实体经济，使次贷危机演变成大萧条以来最严重的金融危机。美国实际GDP增长率由2007年的1.9%下跌到2009年的-2.6%，失业率也由2007年的4.6%上升至2009年的9.3%，经济陷入通缩状态。与此同时，世界主要发达国家经济普遍下滑，失业率上升。

事后我们可以很容易的批评，美联储不应该为货币扩张刺激经济的同时仍能维持物价的低水平而沾沾自喜，更不应该放任资产泡沫急剧扩大，金融风险持续积聚，最终造成巨大的经济和社会成本。但要客观公正的评估中央银行在应对资产价格波动，或者说金融稳定问题时的经验和教训，我们首先有必要对影响这些行为背后理论发展的脉络进行更加细致的梳理。

传统观点：早期的研究中，对这一问题的共识是货币政策不需要针对资产价格做出响应，Bernanke和Gertler（1999）等认为货币政策应该单纯地将宏观经济基本面的稳定作为政策目标，即仅针对通胀和产出缺口的波动做出反应就可以实现最优的社会福利，而金融稳定目标的实现是维持经济稳定的一个副产品。这样一个操作简单、易于沟通的政策框架在当时也得到了包括美联储在内大多数国家决策层的认可。

在这一阶段，理论研究的重心放在两个方面，即“经济不稳定为什么会致金融不稳定”和“经济的平稳发展会促进金融稳定，而金融稳定也是经济稳定的保证”，一系列的理论和经验结论支持了这两个观点，并成为货币政策不需要特别关注金融稳定和资产价格波动这一传统共识的逻辑基础。

逆风策略：但金融危机爆发的现实，直接而深刻地将这种逻辑基础的漏洞展现在我们面前，全世界突然发现前期的研究框架中忽视了“金融不稳定是否会导致经济的不稳定”这样一个关键问题。不幸的是，这种忽视给人们带来沉痛的教训。在产出和通胀均保持稳定的情况下，仍可能产生巨大的资产泡沫，更重要的是，泡沫最终破裂对实体经济产生的影响远远超出了人们的预期。正因为如此，在金融危机后很短的时间内，传统观点受到了极大的质疑，铺天盖地的论文对其假设、逻辑等提出了批评，包括美联储在内的欧美国家央行在危机前的决策也被认为是“错误和需要反思的”。这一过程中，逆风策略成为理论界回答货币政策如何应对金融稳定或资产价格波动的一个新的共识，他们认为，经济的平稳不能保证金融的稳定，如果中央银行在资产价格的泡沫形成期主动介入，通过货币紧缩抑制非基本面驱动的资产泡沫规模，就能有效降低金融危机出现的概率，减缓危机发生后对实体经济的冲击。

这一阶段，理论研究的重心放在解释“为什么货币政策不积极应对资产价格是错误的”这一问题上，主要有两个方面的思路：一个是传统观点中的假设和逻辑链条的漏洞，即经济稳定对金融稳定的传导效率被高估；二是传统观点可能低估了非基本面驱动的资产价格波动对宏观经济的影响，尤其是低估了资产价格泡沫破裂可能带来的巨大经济成本。很显然，这些研究都是基于传统观点的假设错误而提出，是一种“针对性”很强的研究，它们关注“不应该怎么做”，但对于“应该怎么做”则只是有一些基本的概念建议。

客观地说，逆风策略能成为共识有明显的现实背景，金融危机爆发后，即使是传统观点最坚定的支持者，也不得不开始重新思考资产价格、产出波动与货币政策之间的内在联系，这成了“货币政策应该在事前积极介入”这一观点存在和流行的基础。但如果仔细思索，新的共识背后的研究其实并没有回答两个核心问题——“金融危机是否能避免或者说显著削弱”以及“货币政策在泡沫形成中如何发挥作用”。或者说，至少没有把重心放在这两个对未来货币政策以及金融监管体系构建最重要的问题上。

对逆风策略的改进：从近期的研究看，对于货币政策“怎么做”的细节把握不准是逆风策略的一个硬伤。虽然以美联储主席耶伦为代表的央行政策制定者

承认了资产价格波动会对实体经济的产出和价格造成较大的影响，无论是通胀目标制还是实施货币政策规则的央行都应该对金融体系的发展和资产价格泡沫等问题给予更多的关注，但他们认为“事前介入资产价格的泡沫”是一个“美丽的童话”，在进行现实的政策操作时会遇到无数的难题，泡沫识别、政策强度选择以及央行沟通障碍等问题，都让中央银行在面对资产价格波动时不得不慎之又慎。

这种基于现实和理性客观的思考在近两年的文献中逐步占据了上风，逆风策略成为一个供决策者参考和对照的理念，而不是直接操作的准则。事实上，欧美发达国家的中央银行也找到了有效的改进方式——宏观审慎政策。近两年，官员和学者开始将注意力集中在监控风险覆盖情况而非监控风险概率上。虽然宏观审慎的理念还没有经受市场的考验，但在这些官员看来，控制风险暴露规模的难度远远低于降低风险概率，可操作性也更强。

这种观念的变化，也使得各国央行在构建未来风险防御机制时会选择更为折中的手段，决策者肯定会密切关注资产价格的异常波动，但不一定在前期就轻易通过紧缩或扩张政策介入，他们认为利用宏观和微观审慎政策与货币政策的组合，因地制宜，因时施策，根据宏观经济因素的动态影响，不断的权衡、判断，才是维持金融稳定最可行也最可靠的手段。

三、货币政策目标的变化：如何理解金融稳定和资产价格波动的影响

资产价格大幅波动本身是金融稳定出现问题最典型的表现，很显然，在应对金融危机的货币政策理论演进背后有一个最重要的问题，即如何理解货币政策的目标，或者说金融稳定到底在央行的政策目标体系中占有什么样的位置。

事实上，维护金融体系稳定一直是中央银行存在和发展的根本原因之一，美联储就是美国几次金融危机的产物。另一方面，传统的理念更重视对机构的微观监管，如果能控制银行等金融中介的风险情况，就可以自然实现宏观上的金融稳定。但随着金融市场和创新金融工具的发展，现实来看并非如此，金融机构有更强的动力将自身的微观风险通过衍生品或其他途径向外转移，宏观风险依然存在，最终会导致资产价格的大幅波动以及金融体系的严重失衡。这种金融失衡对货币政策的传导和目标，甚至宏观经济基本面都会产生巨大的影响。

（一）资产价格波动与货币政策效率

事实上，20 世纪 70 年代以来，随着金融监管的放松和金融创新产品的不断涌现，各国资本市场都得到了迅速发展，金融资产（包括股票、债券、房地产等）占经济产出的比重日益提高。理论上来说，资产价格如果出现剧烈波动，其影响范围将远远超出资本市场和房地产市场本身，可能给实体经济带来明显冲击，严重影响货币政策的效果。

首先，资产价格的波动会影响实体经济中货币的供求结构。当资产价格上升时，可能意味着投资者预期远期实际利率水平会下降，即货币的预防性需求和储蓄需求下降，这必将对货币乘数和货币流通速度产生影响。其次，随着金融市场的发展，资产价格也成为货币政策传导的重要渠道之一。资本市场和房地产的价格波动会通过财富效应影响住户部门的需求结构，通过抵押品渠道或者托宾 Q 效应影响企业部门的融资能力和投资意愿，显然，不稳定的金融环境如果导致资产价格的大幅震荡，最终必然会造成经济体系的失衡。第三，资产价格波动可能会影响货币总量与实体经济的关联性。随着金融工具创新和金融市场的不断发展，金融资产规模日益膨胀，央行发行的货币不仅流入了实体经济，还大量流入以资本市场为代表的虚拟经济。当资产具有较强的流动性时，资产对货币的替代性增强，资产价格波动通过各种传导渠道改变经济中的货币需求函数和流通规律，导致货币总量与收入及物价的关系弱化。对央行来说，削弱了货币供应的可控性、可测性及其与国民经济的相关性，大大增加了货币政策中介目标的实现难度。最后，影响货币政策的最终目标——产出和物价的稳定。资产价格上扬将改变消费者对未来实际利率的预期，使消费者更倾向于提前消费，给当期的物价带来上涨压力。而资产价格的快速上涨，还会导致货币从实体经济大量流入虚拟经济，使得实体经济的资金需求得不到满足，很可能产生虚假繁荣的“泡沫经济”。而当泡沫破裂时，资产价格很可能在短时间内剧烈下跌，导致银行抵押品价值大幅下降，给银行等金融机构带来巨大亏损和违约风险，并通过惜贷等途径向实体经济传导。

另一个值得关注的问题是货币政策在恢复金融稳定中的作用。面对金融危机后的恐慌，美联储动用了所有的政策工具，包括货币政策、最后贷款人以及监管政策等，试图稳定美国的金融体系。在 2008 年底，美联储将联邦基金利率降至接近于零。同时，也通过一些创新手段来向金融机构提供流动性，其对象不仅包括商业银行，还包括投资银行和货币市场基金，以及主要金融市场如商业票据和

资产支持证券市场等。从事后看，这种当机立断的激进政策在短期内为稳定市场信心起到了关键作用，很好地发挥了前瞻性指引的作用。

需要指出的是，在危机后近 10 年的时间内，美联储采取的货币政策也引起了相当大的争议，非常规货币政策，特别是大规模资产购买对经济和金融体系在长期内会有一系列消极的影响。一方面，非常规货币政策的退出需要对预期和经济走势有精准的把握，退出的力度把握不好可能导致预期的急剧逆转，影响经济的恢复进程。另一方面，持续的低利率可能会激励投资者为提高投资回报而承担额外的风险，再次推动资产价格的持续上涨。对金融机构而言，低利率环境会挤压它们的盈利能力，出于评级的压力和财务上的考虑，它们可能会设定高回报的目标或过于重视投资组合的短期表现，以及更激进的风险偏好。更重要的是事后救助会让投资者和金融机构对冒险投资更加有恃无恐，最终形成高杠杆、风险偏好和资产价格上升三者相互促进的正反馈机制，持续积累泡沫和长期风险，最终再次威胁经济和金融体系的稳定。

很显然，货币政策在恢复金融稳定的进程中确实面临着潜在的困境，在实体经济低迷以及漫长的恢复过程中，为了恢复金融稳定的宽松货币政策可能为再一次的金融不稳定埋下伏笔，而宽松政策的退出也给预期和经济运行带来极大的不确定性。很显然，金融危机救助对于央行来说是一个不得不做但又可能带来长期风险和压力的抉择。现实使我们很自然地回到最初的问题：在资产价格波动，或者说金融不稳定刚出现端倪时，货币政策应该做些什么，应该怎么做，才能尽量避免危机发生之后再进行救助时的两难。

（二）如何应对资产价格波动：货币政策“皇冠上的明珠”

如何关注和应对资产价格波动，可能是当今世界货币政策理论“皇冠上的明珠”，它既非常重要，但又非常困难。从历史的经验来看，各国中央银行应对资产价格波动的货币政策决策达到预期目的的很少，包括美国、日本、瑞典以及西班牙等发达国家在这个方面都有失败的教训，而在全球各个国家中，在应对资产价格问题上被普遍认为在事前、事中和事后都得到认可的成功案例几乎没有。如何应对资产价格波动成为货币政策理论、货币政策决策中最为棘手的难题之一。

第一，对于系统性风险特别是资产泡沫风险的识别并不容易。格林斯潘认为：“决定资产价格的因素复杂多样，既有经济基本面因素，也有投资者易变的信心，而造成资产价格泡沫的深层次原因来自人类的本性；正是悲观和乐观情绪的起伏交替，才导致投机性的过度繁荣。美联储也不会比市场上其他投资者有更

多的信息以掌握这种非理性的情绪程度，在事前准确判断泡沫规模几乎是不可能的。”伯南克也有类似的观点，他指出：“央行几乎不可能知道资产价格变动是由经济的基本面引起的，还是由非基本面引起的，或者是由二者同时引起的。在没有认清资产价格波动的真正原因时，货币政策当局对资产价格波动作出积极反应的潜在成本很大，可能导致经济体系的失衡。”第二，利用紧缩政策抑制资产泡沫时，政策强度的选择需要非常慎重。很多实证研究的结论表明，泡沫形成阶段货币政策调整对资产价格的影响并不明显，小规模紧缩可能根本无济于事，但如果政策反应过度，则可能造成增长和就业等方面付出较大的代价。耶伦也指出：“货币政策在促进金融稳定时可能面临一些局限，利率调整在处理高杠杆、资金期限转换等风险积累过程中存在的问题时效率较低，而且可能造成通胀和就业市场的进一步波动。”第三，现行中央银行政策体系的沟通机制也让决策者在低物价水平下实施紧缩政策有很大的顾虑，央行官员们很难在事前让民众理解泡沫的存在和潜在风险，在这一条件下激进的挤出资产泡沫可能造成居民的直接账面损失，并带来巨大的声誉和政治风险。第四，是政策选择的动态性。前期的研究表明，资产价格向实体经济传导以及货币政策影响资产价格的能力都会随一些外生因素而发生变化。实践中，进行货币政策决策时，固定规则的使用有局限性，需要利用更科学的方法准确把握宏观变量之间的动态关系，在分析政策长期成本和收益的基础上，及时调整货币政策的方向和强度。

到目前为止，这四个难题依然困扰着面对资产价格波动挑战的中央银行，尤其在市场快速变化的过程中，它们很多时候不得不依靠决策者的主观判断来决策。而不确定性的后果和央行政策沟通中存在的种种障碍，也让政策选择有更加保守的倾向，这也是一直以来各国央行轻事前介入，重事后救助的原因。

在理论研究领域，不少学者也对货币政策如何应对金融稳定问题提出了具体的建议，包含资产价格波动在内的广义价格指数，或者涵盖金融稳定因素的金融压力指数被认为是具有更高效率、更有针对性的货币政策目标。一些央行开始监测这类指标的波动，但指标设计中变量选择和合成方式等还有待完善，作为真正的货币政策调整依据还有距离。

另一方面，近年来宏观审慎理论发展带来的积极影响也值得关注，虽然审慎政策被认为存在过于滞后和影响面过小等问题，但这种对于风险覆盖的控制可以为货币政策的操作起到明显的缓冲作用，短期利率调整对资产价格或者宏观经济的影响会被限制在一个更可控的区间内。可以说，虽然宏观审慎政策无法代替货币政策的作用，但能够给货币政策的制定者更多的机会、时间和空间，更有底气

地选择政策的强度和时机。

四、中国有什么不同？

中国的金融市场和金融体系与欧美国家存在较大差异，资产价格定价机制中非基本面因素的影响更加明显，与产出增长和货币态势之间的联动关系也有不同的表现。

（一）非市场化的定价机制

首先，资产价格定价体系不完善是渐进性市场改革过程中必然存在的问题。在我国，渐进改革中的政策选择与市场发展轨迹不可能完美契合，也带来了不少套利机会。例如，包括信托在内的部分高收益投资领域存在事实上的刚性兑付，也导致我国金融体系不同子市场之间风险定价方式差异过大严重影响我国金融系统的稳定。套利机会和定价紊乱导致金融体系的杠杆上升，由于资产价格对风险不敏感，也迫使监管部门出于稳定市场的目的对价格进行干预，反而导致新的套利机会和更大的价格波动。

其次，金融市场化程度不够，还体现在政府和监管部门能轻易控制资产交易的规模、频率甚至价格。房地产作为中国居民持有的最具代表性的资产，其价格形成机制受到了较多政府干预。自住房制度改革以来，在经济增长和财政收入目标的驱动下，地方政府有很强的动力推升房价，虽然政府出于民生诉求和行业风险考虑，也实施过一系列包括按揭贷款首付比例、所得税、保障性住房建设以及限购在内的调控政策，但近年来持续的经济下行压力使得稳增长动机一直左右着政策调整。尤其是近期“去库存”目标下的一些刺激政策，导致一二线城市房价大幅上涨，进一步激发民生领域的矛盾，而中小城市库存消化周期未见收窄，反而给银行体系带来了潜在风险。总的来看，政府对房地产市场的调控具有多重目标，希望房地产市场既能拉动经济增长，又不会有民生和风险问题。但现实中基于主观判断的政策往往反应过度，一些稳定房价预期的政策反而导致资产泡沫的积累。

最后，非理性因素和流动性驱动的特征更加明显。大量经验证据表明，我国证券市场的价格波动与实体经济的联系并不紧密，很难发挥“晴雨表”的功能。另一方面，货币和信贷扩张对资产价格的影响显著，市场流动性水平对股票以及房地产的价格和收益有着明显的正向影响。

（二）低效的传递渠道

我国资产价格波动向实体经济的传导渠道也受到特殊制度因素的影响。首先，相对银行业的规模而言，证券等直接融资市场的规模相对较小，资本市场价格波动的财富效应及资产负债表效应等还不明显，资产价格在我国货币政策传导中的作用并不显著。在房地产市场上，替代效应和投机需求非常明显，由于我国住房消费者需求弹性较小，房价上升可能显著提高尚未购房和准备购房消费者未来购房成本的预期，会导致相关人群压缩开支，降低当期消费。而对于消费倾向较低的高收入阶层，投机需求是财富效应无法发挥作用的原因之一。中国房地产市场在较长时间内被认为是抵御通货膨胀最好的投资对象，受到投资者的追捧，各种资本（外国投资热线、国内实体经济资本、国内信贷资本和居民储蓄资本，甚至包括腐败资本）大量进入房地产市场，房地产价格上涨带来的是更高的市场需求，但对实际消费的影响并不显著。

其次，资产价格波动对固定资产投资的影响在当前主要表现为挤出效应。从2000年起，我国政府允许和鼓励企业入市买卖股票，允许基金公司和证券公司进入银行间同业拆借市场从事拆借、债券买卖业务，允许证券公司所持股票抵押贷款，这一系列政策打通了实体经济和资产市场间的资本流通渠道。在实体投资收益降低时，股市上涨会使本来属于生产性的实体投资转向投机性的证券投资。这在房地产领域也非常明显，大量研究表明，企业持有房产收益的上升，并没有通过降低融资成本提升投资动力，反而吸引了更多实体资本进入房地产领域，造成了产业空心化。

总的来看，我国资产价格与实体经济的关系以及货币政策介入资产价格波动的效率都与欧美国家存在明显不同，一方面，资产价格的形成机制离真正的市场化存在较大的差距，非理性因素和流动性驱动对资产价格影响较大；另一方面，资产价格上升不仅对经济增长的影响较弱，而且可能吸引产业资本进入房地产和资本市场，反而降低实体经济效率。这种制度差异，使得我国资产价格、产出波动与货币政策之间存在特殊的逻辑关系，而我国央行在应对资产价格泡沫或衰退时需要权衡的目标也与联储等发达经济体的央行有很大不同，这也正是本书研究的特色所在。

五、摘要：研究方法、结论和政策建议

针对书中每一个具体的问题，我们的研究方法是一致的，内容都分为三个层次：一是对于国外理论发展的综述和评论。我们会梳理前沿文献的发展脉络和相关研究的演进逻辑，并总结国外学者和政策制定者在相关领域面临的挑战和应对措施。二是关注中国与国外市场的制度差异。我们会仔细地分析国内外市场参与者的目标结构和面临的约束机制有何不同，国内外宏观政策向微观主体行为传导的过程和结果有何不同。三是基于国外理论研究的逻辑以及研究范式，同时考虑国内一些特殊的制度因素，来研究中国经济的问题，并给出适合我国国情有实践操作性的政策建议。在每一个部分，都有这样一个完整的研究思路框架，以保证我们具体的理论模型和实证研究方法的科学性和针对性。

本书的主要结论如下：我国的资产价格形成机制中有很大部分是非市场化的，这导致了价格波动向实体经济传导过程中存在很多障碍和扭曲，事实上，资产泡沫无论在短期还是长期都很难正向刺激经济。相反，泡沫破裂带来的价格持续下跌却对实体经济有很大的副作用。另一方面，在资产价格上升区制中流动性扩张的驱动作用非常显著，我国货币政策影响资产价格的能力强于欧美国家，对于控制资产泡沫是一个值得信任、可以借助的工具。

主要的政策建议是，货币政策应该在前期积极介入资产价格泡沫，中国人民银行的沟通和预期调控能力远强于欧美国家中央银行，有条件利用小幅度的紧缩避免风险的持续积累。同时，还是需要着力提高金融市场化程度，完善股票和房地产等市场的价格形成机制，进一步增强资产价格与实体经济的联系，提高货币政策的传导效率，让实体经济真正从金融市场的发展中获利。

六、主要研究内容

本书的主体内容分为四个部分共十章。其中第一个部分主要关注的是资产价格纯外生条件下，货币政策与产出波动之间的非对称关系；第二部分主要研究货币政策调整对资本市场的影响；第三部分研究的是货币政策与房地产市场的联系；第四部分研究了货币政策的金融稳定目标，以及金融压力指数作为政策目标的效率问题。

具体来看，在第一章中，我们系统地评述了通货紧缩的相关理论，包括定