

博士



资产价格对我国宏观经济的影响研究

——基于股价和房价的实证分析
(第二版)

*Zichan Jiage dui Woguo Hongguan Jingji
de Yingxiang Yanjiu*

余元全 ■ 著

西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS



博士



资产价格对我国宏观经济的影响研究

——基于股价和房价的实证分析
(第二版)

*Zichan Jiage dui Woguo Hongguan Jingji
de Yingxiang Yanjiu*

余元全 ■ 著

文庫



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

资产价格对我国宏观经济的影响研究/余元全著. —2版. —成都:西南财经大学出版社,2015.3

ISBN 978-7-5504-1734-2

I. ①资… II. ①余… III. ①资本市场—经济波动—影响—宏观经济—研究—中国 IV. ①F123.16

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第290317号

资产价格对我国宏观经济的影响研究(第二版)

余元全 著

责任编辑:林 伶

封面设计:大 涛 张姗姗

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	北京业和印务有限公司
成品尺寸	148mm×210mm
印 张	7
字 数	170千字
版 次	2015年4月第2版
印 次	2015年4月第1次印刷
印 数	1—3000册
书 号	ISBN 978-7-5504-1734-2
定 价	42.00元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

摘要

20 世纪 80 年代以来，世界主要国家和地区的通货膨胀得到有效控制，与此形成鲜明对照的是，世界金融市场尤其是股票、房地产等资产市场接连发生了膨胀与紧缩的巨大波动。从我国来看，股市自诞生之日起十几年间，股票价格的暴涨暴跌早已屡见不鲜，房地产价格也呈现急剧波动的现象。

显然，资产价格的大幅波动对一国宏观经济和金融的稳定带来了巨大的影响。但是，资产价格如何影响宏观经济及消费、投资等行为，其作用机制并没有全部为我们所知晓，尤其是住房和股票两种较普遍持有的资产对实际经济的作用渠道及影响的大小问题，现有研究并没有一致的、公认的结论。而这对于解决货币政策是否应对资产价格做出反应的争论至关重要。

通过研究，本书在理论上系统认识资产价格波动对实际经济的影响渠道及作用的大小，全面深化关于资产价格波动影响我国消费、投资、产出、通货膨胀水平以及中央银行货币政策反应的认识，重点澄清股价和房价影响我国经济的效应大小问题，进一步理解资产价格波动对我国家庭、企业和中央银行决

策行为的影响，实践上对于我国中央银行的货币政策选择和制定、证券和房地产管理部门对资产市场的监管、家庭和企业等消费者或投资者的决策等起到一定的参考和借鉴作用。

首先，本书在对资产价格影响消费和投资的各种渠道、财富效应和托宾 q 效应、信息不对称条件下资产净值与投资的关系进行理论分析的基础上，采用 OLS 回归和单位根检验、Granger 因果检验、协整检验与 VAR 模型实证分析了资产价格对我国消费和投资的影响；其次，本书采用 VAR 模型对资产价格影响我国通货膨胀进行了详细的实证研究；然后，本书在扩展 IS—LM 模型和扩展 IS—PC 方程的基础上实证分析了资产价格对我国消费、投资和产出缺口等的作用；最后，本书在一般均衡分析的思想下，基于资产价格与其余宏观经济变量相互作用的约束条件，通过结构向量自回归模型（SVAR）比较分析了资产价格对我国产出、消费、投资和货币政策的影响，并在泰勒规则的基础上进一步研究了我国货币政策对股价的反应是否中性的问题。

本书的创新之处在于弥补和完善了关于资产价格影响我国宏观经济及货币政策反应问题的研究，具体包括三点：第一，对股票价格和房产价格影响我国宏观经济的效应进行了深入地实证研究和比较分析，弥补了国内该领域研究的不足；第二，采用结构向量自回归模型（SVAR）研究了近年我国货币政策对资产价格冲击的反应，完善了货币政策对我国房价的反应问题研究；第三，在应用 IS—PC 曲线、SVAR 模型和泰勒规则对资产价格的实证研究中，基于我国经济体制的实际构建了扩展 IS—PC 方程、结构冲击向量及扩展的泰勒规则方程，从而使模型更符合现实、实证结论更为可信。

本书作为第二版，在第一版的基础上对数据进行了更新，力求反映较为客观的现实。

关键词：资产价格；消费；投资；通货膨胀；货币政策

Abstract

Since 1980's, inflation in major countries and regions in the world was effectively under control, what is contrast is that a dramatic fluctuation between inflation and deflation occurs among world financial market specifically at the stock and real estate markets. From the perspective of China, it is not uncommon to see stock prices at times increasing and others decreasing drastically during the decade since the establishment of the stock market. Meanwhile real estate price fluctuates from one end to the other.

It is obvious that a sizable fluctuation of asset prices would impose a great influence on the national economy and financial stability. However, the mechanism under which the asset prices affect economy, consumption and investment, etc. is yet to be fully realized. For example, in terms of the two relatively common assets, house and stock, current studies on their impacting channel and impacting extent to real economy are not concluded unanimously. The conclusion of this issue is the key to resolve the debate on whether monetary policies

should respond to asset prices.

Through the research and analysis of the dissertation, we can obtain a systematical understanding of asset prices impacting channel and their impacting extent to real economy theoretically, and get an overall view that asset price fluctuation will affect consumption, investment, output, inflation and monetary policy response in our country. Especially we can clarify the impacting extent of stock price and house price on China's economy. The paper will help us further understand the impact of asset prices on Chinese families, enterprises and central bank decision making from the theoretical point of view. In practice, it may provide some references for monetary policy making and choosing, for supervision of the securities and real estate and it also would be helpful to consumers and investors for their decision making.

Firstly, by theoretical analysis of impacting channel of asset prices on consumption and investment, analysis of wealth effect, Tobin's q effect and relationship between net worth of asset and investment under asymmetric information, the dissertation applies OLS estimation, Unit Root Test, Granger Causality Test, cointegration Test and VAR model in the empirical analysis of the impact of asset prices on China's consumption and investment. Secondly, it makes a detailed empirical analysis of the impact of asset prices on Chinese inflation through VAR model. Thirdly, on the basis of augmented IS-LM model and augmented IS-PC model, the paper does the empirical research on the impact of asset prices on Chinese consumption, investment and output gap, etc. Lastly, in the idea of general equilibrium analysis and restriction of the reciprocity between asset prices and macroeconomic variables, it makes comparative research on the

impact of asset prices on China's output, consumption, investment and monetary policy through SVAR model. Moreover, based on the Taylor Rule, it does research on the issue of whether the response of Chinese monetary policy to stock price is neutral.

The possible innovation of the dissertation lies in three aspects: first, a systematical empirical study and comparative analysis of the impact of stock price and house price on China's economy remedies the insufficiency of the present research in this field in China; second, the application of SVAR model to analyze the response of Chinese monetary policy to asset price shock complements the research of China's monetary policy response to house price; third, the construction based on China's economic system, of augmented IS-PC equation, structural shock vector and augmented Taylor Rule equation makes the models more practical and the results more believable.

Keywords: Asset prices, Consumption, Investment, Inflation, Monetary policy

目 录

1 绪论

- 1.1 问题的提出及研究目的和意义 2
 - 1.1.1 问题的提出 2
 - 1.1.2 研究目的及意义 4
- 1.2 国内外研究现状 5
 - 1.2.1 资产价格影响实际经济的渠道 5
 - 1.2.2 资产价格对消费的影响——资产财富效应研究 6
 - 1.2.3 资产价格对投资的影响——托宾 q 效应研究 14
 - 1.2.4 资产价格对通货膨胀的影响 19
 - 1.2.5 资产价格对我国实际经济及货币政策的影响 24
- 1.3 本书的研究框架和逻辑关系 29
- 1.4 本书的主要内容和创新之处 30
 - 1.4.1 本书的主要内容 30
 - 1.4.2 本书的创新之处 32

2 资产价格对消费的影响研究

- 2.1 资产价格影响消费的渠道 34
 - 2.1.1 股票价格影响消费的渠道 34
 - 2.1.2 房地产价格影响消费的渠道 36
- 2.2 财富效应理论分析 38
 - 2.2.1 不考虑风险厌恶情况下的资产财富效应分析 39
 - 2.2.2 考虑风险厌恶情况下的资产财富效应分析 44
 - 2.2.3 资产财富效应大小的决定因素——股票与住房资产的 MPC 比较 46
- 2.3 资产价格影响我国消费的实证研究 50
 - 2.3.1 采用 OLS 估计的方程 50
 - 2.3.2 数据检验和协整方程 54
- 2.4 本章小结 57

3 资产价格对投资的影响研究

- 3.1 资产价格影响投资的渠道 60
 - 3.1.1 股票价格影响投资的渠道 60
 - 3.1.2 房地产价格影响投资的渠道 61
- 3.2 托宾 (Tobin) q 效应的理论分析 63

- 3.3 信息不对称、资产净值与投资 66
- 3.4 资产价格影响我国投资的实证分析 70
 - 3.4.1 简单对数线性模型 70
 - 3.4.2 向量自回归 (VAR) 模型 73
 - 3.4.3 资产价格对我国信贷的影响 78
- 3.5 本章小结 85

4 资产价格对我国通货膨胀的影响研究

- 4.1 引言 88
- 4.2 资产价格与通货膨胀的简单相关关系 88
- 4.3 向量自回归模型设定及数据 90
 - 4.3.1 通货膨胀的影响因素及产出缺口计算方法 90
 - 4.3.2 向量自回归模型设定 93
- 4.4 向量自回归模型实证结果 94
 - 4.4.1 VAR 模型一 94
 - 4.4.2 VAR 模型二 95
- 4.5 本章小结 106

5 资产价格的扩展 IS—LM 模型和 IS—PC 曲线 实证研究

- 5.1 扩展的 IS—LM 模型实证分析 108

- 5.1.1 消费均衡方程 110
- 5.1.2 投资均衡方程 111
- 5.1.3 货币市场均衡方程 113
- 5.2 股价和房价对我国产出的影响：基于 IS—PC 曲线的实证 116
 - 5.2.1 扩展的 IS—PC 曲线 116
 - 5.2.2 采用 GMM 估计的结果 121
- 5.3 本章小结 129

6 资产价格冲击、我国宏观经济与货币政策反应

- 6.1 资产价格冲击与我国宏观经济反应 132
 - 6.1.1 模型与数据 133
 - 6.1.2 资产价格冲击对产出的影响 137
 - 6.1.3 消费和投资对资产价格冲击的反应 141
- 6.2 我国货币政策对资产价格冲击的反应 147
 - 6.2.1 基于 SVAR 的产出与资产价格模型 147
 - 6.2.2 基于泰勒规则的实证研究 155
- 6.3 本章小结 169

7 结论与展望

- 7.1 主要结论和政策建议 172

7.1.1	主要结论	172
7.1.2	政策建议	176
7.2	评价与展望	179
7.2.1	资产价格波动来源问题	180
7.2.2	研究方法问题：局部均衡与一般均衡框架	181
7.2.3	需要进一步研究的问题及展望	182
<u>附录 部分实证分析的原始结果</u>		183
<u>参考文献</u>		198
<u>致谢</u>		209

1

绪 论

1.1 问题的提出及研究目的和意义

1.1.1 问题的提出

在过去的二十多年里,主要国家和地区的中央银行在控制通货膨胀方面已经取得了很大的成功。^[1]用瑞典著名经济学家 L. E. O. Svensson (2002) 的话来说,就是“世界可能开始进入一个价格稳定的新时代”。^[2]与此形成鲜明对照的是,世界金融市场,尤其是股票、房地产等资产市场接连发生了膨胀与紧缩的巨大波动。Borio, Kennedy and Prowse (1994) 及其他学者证实,20 世纪 80 年代许多工业化国家的股价和房地产价格发生了高涨与暴跌的周期性波动。从 1986 年到 1990 年,日经 225 种股票指数从 13 000 点上升到 39 000 点,土地价格也在几年中上涨了 3 倍。但从 1990 年初开始,日本资产价格直线下降、大量不良资产堆积、金融机构陷于困境、经济萧条期大大延长 (Okina et al., 2000)。^[3]同样,美国经济在 20 世纪 90 年代几乎再现了“咆哮的 20 年代的景象”,股票价格直线攀升,在 2000 年达到顶点之后高科技泡沫破裂带来了经济的持续低迷。类似的案例也发生在英国、荷兰、瑞典、挪威、芬兰等欧洲国家,泰国、墨西哥等东南亚国家和拉丁美洲国家。

一方面,我国股市自诞生之日起,十几年来股票价格暴涨暴跌已屡见不鲜,与西方成熟的股票市场相比,有过之而无不及。1999 年 5 月 19 日股市出现井喷行情,当日上证综合指数由 18 日的 1059.87 点升至 1109.09,之后持续上涨,到 6 月 30 日指数收于 1689.43,短短一个多月涨幅达 59.4%。2006 年,我国股市走出长达 5 年的熊市,上证综合指数推高到 2698 点的历

史高峰，全年涨幅达 130%。而 2007 年 1 月 31 日，上证指数收 2786.3 点，跌 144.2 点，跌幅 4.92%；深成指暴跌 629.4 点，跌幅达 7.62%，创 1997 年 2 月 18 日以来的单日最大跌幅。另一方面，我国房地产价格也呈现急剧波动的现象。20 世纪 90 年代初的海南房地产泡沫、北海房地产泡沫则是典型的资产泡沫案例；进入 21 世纪后，全国大部分城市的房地产价格持续高涨，引发了对“房地产泡沫”的巨大争论，随之导致了监管部门对我国房地产价格一系列调控政策的出台。

主流经济学的基准范式认为，在有效的资本市场和没有管制扭曲的世界中，资产价格的波动仅仅反映经济的基本面变化，在这样的情况下，货币政策当局没有理由干预资产价格的波动，资产价格在政策中的作用仅仅体现在作为经济运行状态的“晴雨表”上。但是，当下面两个方面的条件都满足时，资产价格在货币政策中的重要性就会上升：第一，存在着非基本面因素推动资产价格的波动；第二，与基本面无关的资产价格波动对实际经济有着潜在的显著影响。如果上述两个条件得到满足，那么资产价格波动就在某种程度上成为经济不稳定的一个单独来源，因而政策制定者就不能不予以考虑（Bernanke and Gertler, 1999）。^[1]

从世界各国及我国的情况看，第一个条件是存在的，比如投资者的羊群行为、过度自信、短视等非理性行为导致资产价格波动，有大量文献证明股票市场存在泡沫、狂热等市场心理；至于第二个条件，尽管由于资产价格与宏观经济存在的双向作用导致难以获得对资产价格波动实际效应的准确估计，但从国际经验和历史事件来看，资产价格的大幅波动给一国宏观经济和金融的稳定带来了巨大的影响，比如 20 世纪 30 年代的大萧条，20 世纪 80 年代以来日本、英国和美国的资产价格波动。许多经济学家认为美国 1990 年的萧条及其缓慢复苏可以部分地归

因于先前发生的商业房地产价格的下降 (Bernanke and Iow, 1991)。^[4]1990—1992 年的英国,金融系统虽然承受住了资产价格的崩溃,但由此导致的经济萧条却非常严重。许多学者在研究金融危机时,也将资产价格的波动视为导致金融危机发生的重要甚至决定性的因素 (Zhining Hu, 2002)。^[5]《经济学家》(The Economist) 撰文认为,美国和一些欧洲国家近来的经济波动和经济低迷部分应归因于资产价格,“由于利率低的原因,资产价格特别是住房价格急剧飙升,导致居民感觉富裕而刺激其大量支出”。日本、瑞典、英国和美国股票市场价格的高涨推动了经济的增长。日本和美国股价随后的暴跌也被认为与后来的经济衰退有联系,这些衰退显著的特征是商业固定资产投资有相当程度的收缩。^[6]

但是,资产价格如何影响宏观经济及消费、投资等行为,其作用机制并没有全部为我们所知晓,尤其是住房和股票两种较普遍持有的资产对实际经济的作用渠道及影响的大小问题,现有研究并没有一致的、公认的结论。而这对于解决货币政策是否应对资产价格做出反应以及如何反应的争论至关重要。

基于此,本书对近年资产价格影响我国宏观经济的效应及我国货币政策的反应进行详细的理论和实证研究,具有较高的学术价值和较强的现实意义。

1.1.2 研究目的及意义

通过研究,本书在理论上系统认识资产价格波动对实际经济的影响渠道及作用的大小,全面深化关于资产价格波动影响我国消费、投资、产出、通货膨胀水平以及中央银行货币政策反应的认识,重点澄清股价和房价影响我国经济的效应大小问题,进一步理解资产价格波动对我国家庭、企业和中央银行决策行为的影响,实践上对于我国中央银行的货币政策选择和制