



资产价格波动与 货币政策反应

—|| 封北麟 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

资产价格波动与货币 政策反应

封北麟 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与货币政策反应/封北麟著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 10

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8608 - 7

I. 资… II. 封… III. 资本市场 - 经济波动 - 影响 - 货币政策 - 研究 - 中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 168157 号

责任编辑: 刘 颖

责任校对: 曹 力

版式设计: 代小卫

技术编辑: 潘泽新

资产价格波动与货币政策反应

封北麟 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 6.5 印张 170000 字

2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8608 - 7 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

摘 要

时至今日,有关资产价格与货币政策的研究已经相当丰富,但是在重要的理论与实践问题上并未得出公允的结论。中央银行是否应当对资产价格波动作出政策反应,各国政府官员与学者众说纷纭、莫衷一是。本书在梳理现有的主要研究文献基础上,对美国和日本货币当局治理资产价格泡沫的历史经验进行了回顾和总结,并对中国的资产价格与货币政策的经验关系进行了考察。在此基础上,本书进一步分析了中国资产价格的信息功能及其在货币政策反应函数中扮演的角色。最后,通过构建非线性动态随机一般均衡模型,运用数值模拟的方法研究货币政策对资产价格波动作出反应的经济绩效,回答了货币当局是否应当对资产价格波动作出反应以及作出何种程度的反应这一核心问题。

全书结构和主要结论如下:

第一章对论文选题的研究背景和问题提出给予介绍,综述了这一领域内研究的主要方向和成果,明确了本书的主要研究视角与方法。

第二章回顾了美国1929年经济大危机前后和2000~2003年的资产价格波动与货币政策反应以及日本1987~1990年的资产价格泡沫和货币政策反应,从历史经验的角度分析了货币政策对资产价格波动作出反应的政策效果,归纳出一些重要的结论。最后落脚于中国的资产价格(股票价格、房地产价格和汇率)与货币政策实践,研究结论认为,资产价格已经在中国的宏观经济中发挥着重要

作用，是货币政策不可轻视的角色。

第三章运用 VAR 和 GMM 模型，经验估计了我国的金融状况指数 FCI，检验了我国资产价格的信息功能，计量结果表明：FCI 指数对 CPI 通货膨胀率具有良好的预测力；在此基础上，本章将 FCI 指数作为目标和信息变量纳入泰勒规则，对我国进行了经验分析，发现 FCI 指数与短期利率存在正相关关系，可以成为货币政策的短期指示器；但是利率调节对通货膨胀率、产出缺口和金融形势的变化均反应不足，利率政策属于不稳定的货币政策。

第四章运用伯南克和格特勒（2000）以及乌利格（1999）的基本方法，通过构造封闭条件下的非线性随机动态一般均衡模型，克服了第三章计量模型缺乏理论基础的缺陷，采用数值模拟的方法研究了金融加速器效应下，货币政策是否应当对资产价格作出反应以及作出何种程度的反应。研究结论认为，货币政策是否应当对资产价格波动作出反应完全取决于货币当局的政策偏好：如果货币当局采用严格的通货膨胀定标制，即仅仅关注通货膨胀率的变化，那么货币当局就不应当对资产价格波动作出反应；如果货币当局不仅关注通货膨胀率的变化，而且关注产出缺口的变化，那么货币当局就应当对资产价格的变化作出反应。其次，对资产价格波动作出反应的程度取决于货币当局损失函数中对通货膨胀率和产出缺口赋予的权重，如果货币当局更为关注通货膨胀率的变化，则对资产价格波动的反应程度就应相对较小；如果货币当局更为关注产出缺口的变化，则对资产价格波动的反应程度可相对较大；唯有如此才能确保政府的损失程度最小。

ABSTRACT

Up to date, the literature about asset price volatility and monetary policy are comparatively abundant. However, the viewpoints on some important practical and theoretical problems are distinctly different. Should central bank respond to asset prices movements? Governmental officers and scholars have not come to an agreement. This paper reviews the literature on the subjects and learns the wisdoms from the history of United States' and Japan's monetary policy responding to assets price movement, and then gives a broad overview of the present situation on the experiential relation between asset price and monetary policy in China. Based on the above, this paper empirical study the signal functions of asset prices in monetary policy reaction function. Finally, by building a nonlinear dynamic stochastic general equilibrium model and using Uhlig's simulated technique, this paper analyzes the policy effect on monetary policy responding to asset prices movements, which gives an answer to the pivotal problem that whether the monetary policy should respond to the volatility of asset prices and what extent this response should be.

The structure and main conclusions of this paper as follows:

The first chapter gives the researching background and how the issue coming up, and then the author reviews the literature in this field and shows the researching objects and methods of this paper.

The second chapter summarized the historical perspectives on reac-

tion of monetary policy to asset prices volatility in the U. S. stock market crash of 1929 and the bursting of Japanese asset prices bubbles in 1989. At the end of this chapter, by presenting some stylized empirical relations between asset price and monetary policy operation in China, the author concludes that assets price movements have made a great impact on Chinese economy and therefore they are important factors in the policy-making of People's Bank of China.

In the third chapter, the author employs VAR methodology to empirical estimated China's Financial Condition Index. The evidences from VAR show that FCI is appropriate to describe the change of financial conditions of China from 1995 to 2005 and has favorable function of forecasting future inflation. Based on that fact, the author proceeds by estimated Taylor rules augmented for FCI as target and signal variable with Generalized Method of Moment Methodology. The results suggest that there is a positively relation between the Financial Condition Index and interest rate set by People's Bank of China and FCI could be an indicator of future inflation. However, the interest rate policies of PBC reacted insufficient to CPI inflation and output gap as well as financial condition, so the interest rate policies of PBC are unstable polices.

To eliminate the deficiency that the econometric model built in third chapter falls short of economic theory foundation, the author builds an nonlinear dynamic stochastic general equilibrium model including the financial accelerator mechanism in closing economy with Bernanke and Gertler (2000) methods. Through simulating technology innovated by Uhlig (1999) in this model, I give an answer to the pivotal issue that whether the monetary should respond to the volatility of asset prices and what strength of the policy should be made. The results show that the government's preference determines whether monetary policy should respond to asset prices movements. If monetary authority favors inflation,

the inflation-targeting central bank should not respond to asset prices volatility. If monetary authority favors not only inflation but also output gap, central bank should respond to the movements of asset prices. In addition, the strength of monetary policy responding to asset prices movements depends on the weights parameters being set for inflation and output gap in government loss function. If preferring output gap to inflation by setting a higher weight for output gap than inflation, the strength of central bank policy reacting to asset prices movement should be higher and vice versa, which could insure the minimum utility loss of government.

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与问题提出	2
第二节 文献综述	16
第三节 研究思路、研究方法与创新	30
第二章 资产价格波动与货币政策反应的国别经验分析	40
第一节 资产价格波动与货币政策反应： 美国的经验	40
第二节 资产价格波动与货币政策反应： 日本的经验	51
第三节 资产价格波动与货币政策实践： 我国的现状	63
第四节 本章小结	83
第三章 资产价格的信息功能与货币政策反应	85
第一节 资产价格的信息功能与货币政策	85
第二节 FCI 指数与泰勒规则	98
第三节 本章小结	101
第四章 资产价格波动与货币政策反应的 一般均衡分析	103
第一节 基本模型	104

第二节	局部均衡分析	125
第三节	一般均衡分析	130
第四节	对数线性化与参数校准	134
第五节	数值模拟分析和全局动态特征	139
第六节	本章小结	160
附录		162
参考文献		183
后记		193

图表目录

表 1-1	私人市场资本化总量与私人信贷总量之比	3
表 1-2	家庭部门最终持有的金融资产组合	4
表 1-3	东亚国家股市市值与 GDP 比重	5
表 1-4	G-7 国家居民金融净财富中股权资产的比重	5
表 1-5	G-7 国家居民财富比重	6
表 1-6	1989~1999 年西方主要发达国家股票价格指数 变化趋势	9
表 1-7	1994~2005 年中国股票市场发展	13
表 1-8	1997~2004 年中国房地产发展趋势	15
表 2-1	日本银行下调贴现率的过程	57
表 2-2	日本银行上调利率	59
表 2-3	ADF 单位根检验	75
表 2-4	VAR 滞后阶数的选择	76
表 2-5	EPI 和 CPI 的汇率传递效应系数	79
表 2-6	EPI 指数的方差分解	80
表 2-7	CPI 指数的方差分解	80
表 2-8	各行业的脉冲响应与汇率传递效应系数	81
表 3-1	ADF 单位根检验	92

表 3-2	格兰杰检验.....	97
表 3-3	拓展泰勒规则的 GMM 估计	99
表 4-1	时序分析各经济变量与真实总产出的序列 相关系数	152
表 4-2	频域分析各经济变量与真实总产出的序列 相关系数	152
表 4-3	不同程度的政策反应下主要宏观经济变量的 标准方差	159
图 1-1	2000~2002 年股票价格与消费者价格波动趋势	9
图 1-2	货币政策的资产价格传导	21
图 2-1	1922~1941 年美国标准普尔 500 指数	41
图 2-2	CPI 与股票价格指数	41
图 2-3	实际国民生产总值与股票价格指数	42
图 2-4	工业产出与股票价格指数	42
图 2-5	代理商贷款与股票价格指数	43
图 2-6	2000~2003 年美国 CPI 通胀率、GDP 增长率和 失业率季度数	49
图 2-7	1982~1999 年日本官方贴现率和日元兑 美元汇率	52
图 2-8	1982~1999 年日本私人部门债权和准 货币供应量	53
图 2-9	1982~1999 年日本日经 225 指数和城市商业 地价指数	53
图 2-10	1980~1998 年日本实际 GDP 增长率和商业 景气指数	54
图 2-11	1980~1998 年日本国内批发物价指数和消费者 价格指数	54
图 2-12	1980~1998 年日本银行贷款	55

图 2-13	1985~1995 年日本利率变动趋势	60
图 2-14	目标利率与实际利率的偏离	61
图 2-15	季节调整后的 CPI 和 EPI	73
图 2-16	人民币名义有效汇率指数	74
图 2-17	EPI 和 CPI 对名义有效汇率指数的脉冲响应	76
图 2-18	EPI 和 CPI 对其他宏观经济变量的脉冲响应	79
图 2-19	EPI 和 CPI 的汇率传递效应系数	79
图 3-1	实际产出缺口 OUTGAP 和通货膨胀率 CCPI 的 脉冲响应	93
图 3-2	产出缺口估计	95
图 3-3	FCI 指数与通货膨胀率 CCPI 的线形图形比较	95
图 3-4	跨期相关系数	97
图 4-1	资产价格与名义利率扰动下最优合同的变化	115
图 4-2	投资需求曲线	121
图 4-3	资本市场均衡	126
图 4-4	可贷资金市场均衡	128
图 4-5	各变量对需求冲击的脉冲响应	143
图 4-6	各变量对货币政策冲击的脉冲响应	145
图 4-7	各变量对技术冲击的脉冲响应	148
图 4-8	各变量对企业家自有资金冲击的脉冲响应	150
图 4-9	各变量对资产基础价值冲击的脉冲响应	155
图 4-10	各变量对资产市场价格冲击的脉冲响应	157

第一章

绪 论

回顾历史，经济史学家毫不怀疑，在过去的 30 年，无论是工业化国家还是发展中国家，全球宏观经济得到了显著改善。^① 各国政府在 20 世纪 70 年代治理通货膨胀的经验基础上，已经逐步建立起有效的制度防止货币的不稳定变化，赋予中央银行独立实施货币政策、维持价格稳定的特权。经济增长与通货膨胀比从前变得更加稳定。20 世纪的最后 20 年标志着世界经济长期通货膨胀的结束。然而，同样是这 20 年，世界主要发达国家和新兴市场国家都经历了资产价格的大幅波动和金融危机的频繁爆发。20 世纪 80 年代斯堪的纳维亚的经济衰退、美国 1990 ~ 1991 年的信用危机、80 年代末至 90 年代日本经济衰退和东南亚金融危机，资产价格无不扮演着重要角色。实践的发展迫使经济学家给予理论上的解释并提出有效的政策建议，资产价格与货币政策关系的研究提上了国际议程，成为各国政府和学者经久不衰的话题。一场战役的结束伴随着另一场战役的开始。

^① Stephen G. Cecchetti & Stefan Krause, "Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy", NBER Working Paper No. 8354, July 2001.

第一节 研究背景与问题提出

时至今日，有关资产价格与货币政策的研究已经相当丰富，但在重要的理论与实践问题上并未得出公允的结论。众说纷纭、莫衷一是。这是本书进行此项研究的一个重要原因。任何理论的诞生和发展均源于实践的需要，因此，在本书提出问题并给予理论解释之前，非常有必要对问题研究的背景予以介绍，否则提出任何问题都将是无源之水、无本之木。具体而言，各国政府和学者关注资产价格与货币政策研究的经济与理论背景有如下几点：

一、金融结构变迁构成了资产价格与货币政策互动的基础

自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系瓦解以来，金融管制的放松和金融结构的变迁，显著地改变了资本市场在宏观经济运行中的地位。作为资源配置、产权交易、风险管理和公司监督的市场机制，资本市场规模的扩大和深化发展已经导致了金融系统的深刻变革，对经济增长和其他经济变量的影响凸显。特别是，长期以来资产价格的大幅、高频波动显著地影响宏观经济的稳定运行。这不仅因为资产价格对企业 and 家庭决策产生重要影响，而且资产价格对于维护金融稳定发挥着关键性的作用。金融结构的变迁创造了资产价格与货币政策互动的载体。

从宏观金融角度看，以市场为主体的金融结构成为全球金融系统的发展趋势。富兰柯林·艾伦和道格拉斯·盖尔（Franklin Allen, Douglas Gale）^① 曾指出：“就政策而言，20 世纪 80 年代以来，

^① Allen Franklin, Douglas Gale. Comparing Financial Systems [M], Cambridge: MIT Press, 1999. (中译本, P5)

法国（以银行为主导）一直在刻意选择增加金融市场重要性的政策。日本也计划其金融系统的改革以使日本的金融系统更具效率，促使东京的金融市场能与伦敦的金融市场相竞争。巴西及其他拉美国家正在创造美国类型的金融系统。”这种趋势大体反映了世界金融正由传统金融向现代金融，由以银行为主体的简单金融到以市场为主体的复杂金融，由以国别经济体为单元的相对封闭的国别金融到高度开放、流动的真正全球性金融的结构变迁。国内学者何昌（2006）通过对 23 个样本国家的统计数据分析后认为，除比利时与新西兰，绝大多数发达国家都呈现出以市场为主导的金融市场融资的增加（如表 1-1、表 1-2 所示）。

表 1-1 私人市场资本化总量与私人信贷总量之比 %

	1990 ~ 1993 年	1994 ~ 1997 年	1998 ~ 2000 年	2001 ~ 2003 年
美国	1.32	1.48	1.65	1.45
英国	0.96	1.28	1.72	1.30
日本	0.40	0.39	0.77	0.84
德国	0.66	0.77	1.03	0.82
法国	0.86	0.99	1.86	1.41
意大利	0.73	0.92	1.34	1.09
加拿大	0.61	0.84	1.28	1.22
爱尔兰	—	0.63	0.90	0.68
奥地利	0.40	0.47	0.52	0.49
澳大利亚	0.91	1.17	1.45	1.40
比利时	1.21	0.76	0.62	0.59
冰岛	—	1.03	1.44	1.49
丹麦	2.92	4.38	3.85	1.16
芬兰	0.64	1.16	4.04	2.84
荷兰	1.04	0.72	1.12	1.16
卢森堡	0.77	1.86	1.79	1.10
挪威	0.48	0.67	0.70	0.66
葡萄牙	0.38	0.35	0.71	0.47
瑞典	0.69	1.23	2.68	1.57

续表

	1990 ~ 1993 年	1994 ~ 1997 年	1998 ~ 2000 年	2001 ~ 2003 年
瑞士	0.86	1.17	1.95	1.72
西班牙	0.49	0.66	0.96	0.90
希腊	0.54	0.61	2.29	0.85
新西兰	0.43	0.63	0.53	0.31

注：①私人市场资本化总量 = $0.5 \times (\text{期初资本化总量} / \text{期初物价指数} + \text{期末资本化总量} / \text{期末物价指数})$ 。

②私人信贷总量 = $0.5 \times (\text{期初私人信贷总量} / \text{期初物价指数} + \text{期末私人信贷总量} / \text{期末物价指数})$ 。

资料来源：根据金融发展与结构数据库 (www.worldbank.com) 数据整理计算得到。

表 1-2 家庭部门最终持有的金融资产组合 %

国别	现金和等价物	本国债券	本国股票	外国债券	外国股票	贷款抵押	不动产	其他
美国	19	27	36	1	9	3	1	4
英国	24	10	39	2	13	1	4	7
日本	52	12	11	1	1	6	1	15
法国	38	30	13	3	3	2	1	10
德国	36	31	11	5	2	4	1	1

注：本表为 1994 年底家庭直接持有的资产、养老基金资产、保险公司资产和共同投资机构持有的资产。

资料来源：Allen Franklin, Douglas Gale. Comparing Financial Systems [M], Cambridge: MIT Press, 1999. (中译本, P40)。

这种现象不仅出现在发达国家，而且在快速发展的新兴市场国家表现更为明显，特别是东亚诸国。1992 ~ 1995 年是亚洲经济高速发展的时期。1995 年，泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾和韩国的平均经济增长率高达 8%，而世界同期平均经济增长率仅为 3.2%。经济的繁荣和金融自由化改革推动了东南亚各国金融体系的市场化发展。国内金融机构大量投资于股市和房地产市场，商业银行贷款的 30% 流入房地产部门。同时，大量的外资涌入也加速了东南亚国家金融市场的迅速扩张。以泰国为例，在 1990 ~ 1994 年间，国际债券资本的 60% 和国际股票资本的 18% 流入泰国的金融和房地产

部门。股市规模从1990年的580亿美元扩张到1994年的1320亿美元，年均增幅22.8%。泰国的发展反映了东亚诸国金融市场化改革的基本方向（如表1-3所示）。尽管事后看来，这种急速发展具有一定的盲目性与超前性，但并不能否认金融市场化改革的基本趋势，仅仅是改革时间和步骤不能与国家的经济整体状况相协调。

表 1-3 东亚国家股市市值与 GDP 比重 %

年份	1990	1994	1995
泰国	27.9	91.6	84.7
韩国	43.6	49.6	39.9
印度尼西亚	7.1	27.5	33.6
马来西亚	113.6	275.3	26.1
菲律宾	13.4	80.0	79.3

资料来源：世界银行，《世界发展指标》（1997）。

在微观市场领域，随着金融市场规模的扩大，私人部门持有的金融与非金融财富也呈现出明显的上升趋势。根据经济合作与发展组织（OECD）编制的世界经济概览（2000）的统计数据表明：自1970年以来，G-7集团的大多数国家，以股权为代表的金融资产在居民金融净财富（Net Financial Wealth）中所占的比例呈现持续增长趋势（如表1-4所示）。同时，房地产在居民财富中始终保持高而稳定的比例（Goodhart and Hofmann, 2001）。这种趋势在21世纪得到了延续。OECD近期的统计数据表明（如表1-5所示）：G-7国家的居民财富中，金融与非金融财富仍然呈现持续而稳定的增长。

表 1-4 G-7 国家居民金融净财富中股权资产的比重 %

年份	1970	1980	1990	1994	1997
美国	—	13.8	12.1	16.0	20.7
日本	24.7	19.0	26.1	16.2	—
德国	12.1	5.3	6.1	6.0	9.0