

云南大学经济学院
优秀学术文辑



中国资产价格波动与 货币政策应对策略

The Fluctuation of Asset Prices and the
Reacting Strategies of
Monetary Policy in China

付庆华 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

云南大学经济学院
优秀学术文辑



中国资产价格波动与 货币政策应对策略

The Fluctuation of Asset Prices and the
Reacting Strategies of
Monetary Policy in China

付庆华 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资产价格波动与货币政策应对策略/付庆华著.

北京: 中国经济出版社, 2012. 10

ISBN 978-7-5136-1573-0

I. ①中… II. ①付… III. ①资本市场—经济波动—影响—货币政策—研究—中国
IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 098656 号

责任编辑 赵静宜

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 久品轩

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京金华印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 12.5

字 数 192 千字

版 次 2012 年 10 月第 1 版

印 次 2012 年 10 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5136-1573-0/F·9327

定 价 42.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

前 言

随着中国金融市场的深化和资产市场在国民经济中作用的不断增强，资产价格与宏观经济的关系将变得越来越重要，资产价格波动对货币政策的制定和实施也将产生越来越大的影响。因此，深入研究中国资产价格波动对宏观经济的影响以及货币政策应对资产价格波动的策略，无疑将具有十分重要的理论意义和实践涵义。

实际上，资产价格波动对宏观经济的影响主要体现在两个方面：资产价格波动会通过影响消费、投资和通货膨胀预期影响未来产出和通货膨胀，从而对实体经济产生重要影响；另一方面，资产价格的膨胀和破灭很可能会影响金融体系的稳定，而金融体系的稳定又会对实体经济的稳定产生重大影响。根据近几十年来国际宏观经济运行显示的特征，资产价格波动更多的时候是通过影响金融体系稳定而对实体经济稳定产生了巨大影响。因此，资产价格波动对物价稳定、金融稳定造成的影响，对货币政策的制定和实施提出了严峻的挑战，而目前以物价稳定为主要目标的货币政策究竟应该如何应对资产价格波动来保证宏观经济平稳、健康发展就正是本书要回答的问题。

本书在研究思路上依循货币政策缘何要应对资产价格的波动？货币政策有没有能力应对资产价格的波动？货币政策到底应如何应对资产价格的波动这样一个逻辑顺序，对资产价格波动与货币政策的应对策略问题展开研究。具体地，本书共分为7章。第1章是导论，介绍了本书的研究背景和意义、研究思路和逻辑结构框架、主要内容、研究方法和创新之处。第2章是相关理论与文献评述，在对本书所涉及的相关理论进行介绍后，对国内外的相关文献和研究成果进行了梳理和评价。第3章、第4章分析了

资产价格波动与通货膨胀、金融稳定的关系，回答了中国资产价格波动对物价稳定和金融稳定到底有没有产生影响，影响力有多大等问题，在解释货币政策不能忽视这些影响，应该对资产价格波动采取应对措施理由的同时，从资产价格波动与通货膨胀、金融稳定的关系中深度挖掘了其中包含的对中央银行货币政策制定的启示。第5章分析了货币政策对资产价格的影响，目的是为了回答货币政策到底有没有能力应对资产价格的波动，哪种货币政策工具调控资产价格的有效性更高等问题，以为货币政策应对资产价格波动的策略选择提供依据。第6章总结了货币政策应对资产价格波动的策略，根据前文得出的中国资产价格波动对宏观经济所造成影响的结论，结合货币政策应对资产价格波动的实践经验和理论成果，系统总结了我国货币政策在应对资产价格波动时应遵循的策略。第7章是结论与进一步研究展望，总结了本书主要结论并对需进一步研究的问题进行了展望。

资产价格波动与货币政策的应对问题是一个博大而精深的课题，涉及的内容很多，存在的争论也很多，本书虽然试图建立一个系统的分析框架，但由于作者能力和时间的限制，书中不足之处在所难免，所以恳请广大专家和读者予以批评指正。

目 录 | CONTENTS

前 言 / 1

第1章 导论

- 1.1 选题背景和意义 / 3
- 1.2 研究思路和逻辑结构框架 / 5
- 1.3 本书的主要内容 / 8
- 1.4 本书的研究方法 / 9
- 1.5 本书的创新之处 / 10

第2章 相关理论与文献评述

- 2.1 相关理论 / 15
 - 2.1.1 资产基础价值决定模型与资产价格波动的原因 / 15
 - 2.1.2 货币政策目标的演变及其与金融稳定的关系 / 17
- 2.2 文献评述 / 21
 - 2.2.1 资产价格波动与通货膨胀的关系 / 21
 - 2.2.2 资产价格波动与金融稳定的关系 / 27
 - 2.2.3 货币政策对资产价格的影响 / 31
 - 2.2.4 货币政策应对资产价格波动的争论 / 34

第3章 资产价格波动与通货膨胀的关系

- 3.1 资产价格波动与通货膨胀关系的理论分析 / 45

- 3.1.1 资产价格波动影响通货膨胀的模型分析 / 45
- 3.1.2 资产价格波动影响通货膨胀的机制分析 / 46
- 3.1.3 资产价格含有未来通货膨胀信息的模型分析 / 52
- 3.2 中国资产价格波动对通货膨胀影响的实证研究 / 54
 - 3.2.1 研究方法 / 54
 - 3.2.2 中国资产价格波动对消费影响的实证研究 / 55
 - 3.2.3 中国资产价格波动对投资影响的实证研究 / 65
 - 3.2.4 中国资产价格波动对通货膨胀影响的实证研究 / 74
- 3.3 广义动态价格指数及其对通货膨胀的预测作用 / 81
 - 3.3.1 传统价格指数在反映通货膨胀水平时的缺陷 / 81
 - 3.3.2 构建广义动态价格指数的理论基础 / 82
 - 3.3.3 广义动态价格指数的构建及其对通货膨胀的预测作用 / 84
 - 3.3.4 结论及政策建议 / 86
- 3.4 本章小结 / 87

第4章 资产价格波动与金融稳定的关系

- 4.1 资产价格波动影响金融稳定的理论分析 / 91
 - 4.1.1 资产价格波动影响金融稳定的渠道 / 92
 - 4.1.2 资产价格波动、银行信贷与银行危机的一般均衡模型分析 / 95
- 4.2 中国资产价格波动与金融稳定：基于银行信贷视角的实证研究 / 99
 - 4.2.1 研究方法 / 100
 - 4.2.2 实证研究过程 / 101
 - 4.2.3 实证研究结论及政策建议 / 109
- 4.3 本章小结 / 110

第5章 货币政策对资产价格的影响

- 5.1 货币政策对资产价格影响的理论分析 / 115

- 5.1.1 货币供给量对资产价格影响的理论分析 / 115
- 5.1.2 利率对资产价格影响的理论分析 / 118
- 5.2 中国货币政策对资产价格影响的实证研究 / 120
 - 5.2.1 研究方法和变量选择与处理 / 120
 - 5.2.2 中国货币政策对股票价格影响的实证研究 / 122
 - 5.2.3 中国货币政策对房地产价格影响的实证研究 / 125
 - 5.2.4 实证研究结论与原因分析 / 130
- 5.3 本章小结 / 132

第6章 货币政策应对资产价格波动的策略

- 6.1 资产价格波动下货币政策的困境 / 137
- 6.2 历史上的资产价格泡沫与货币政策：美日两国的经验与教训 / 139
 - 6.2.1 日本泡沫经济与货币政策 / 139
 - 6.2.2 美国次贷危机与货币政策 / 144
 - 6.2.3 两次危机的经验与教训：货币政策的视角 / 148
- 6.3 资产价格波动下最优货币政策选择的理论分析 / 154
 - 6.3.1 基本模型 / 154
 - 6.3.2 最优货币政策的选择 / 156
 - 6.3.3 评述 / 159
- 6.4 中国货币政策应对资产价格波动的策略 / 160
- 6.5 本章小结 / 168

第7章 结论与进一步研究展望

- 7.1 主要结论 / 173
- 7.2 进一步研究展望 / 174

附录 / 176

中文参考文献 / 177

英文参考文献 / 183

后记 / 190

第 1 章

导论

1.1 选题背景和意义

自20世纪下半叶以来,国际金融环境与形势发生了巨大变化,其中一个突出现象就是,虽然自20世纪70年代以来世界上大多数国家都把抑制通货膨胀,即把保持商品和服务价格水平的稳定作为中央银行货币政策的主要目标,甚至是唯一目标,并且许多国家的货币政策在控制本国通货膨胀方面都做得相当成功,但是,以美日为代表的发达国家的资产价格却在低通货膨胀的环境下出现了更大幅度和更频繁的波动。如20世纪80年代北欧国家(挪威、芬兰、瑞典)资产价格的急剧上升、80年代后期日本的“泡沫经济”、90年代美国的网络泡沫以及次贷危机爆发前以美国为代表的资产价格的暴涨都出现在一般价格水平比较稳定的环境中。在资产价格膨胀——破灭的循环(boom-bust cycle)中,资产价格波动不仅对实体经济的稳定运行产生了重大影响,而且由于其频繁引发的信贷紧缩、银行危机等系统性金融风险以及随后的经济衰退,对中央银行货币政策的制定和实施提出了严峻的挑战。而由美国次贷危机引发的本次全球金融危机更是再度强化了人们对货币政策应该如何应对资产价格波动问题的关注。

近年来,以股票市场和房地产市场为代表的中国资产市场在快速发展、不断完善的同时,资产价格也表现出大幅波动的特征。股票市场上,以上证综合指数为例,如图1-1所示,2001年6月以前总体表现为股票价格的飙升,在2001年6月达到最高点后开始逆转下跌,持续的下跌过程历时近四年,股票市值损失超过一半。从2005年6月开始,中国股票市场又经历了一轮典型的暴涨和暴跌,股票价格指数波动剧烈。上证综合指数从2005年6月6日的998.23点开始上涨,到2007年10月16日达到历史最高点6124.04点,两年多的时间里上涨了513.5%。随后指数又开始快速下跌,到2008年10月28日跌至最低点1664.93点,一年时间下跌了72.8%。房地产市场上,1990年国务院颁布的关于城镇土地转让和出让暂行条例中对土地交易的法律承认,标志着中国房地产市场商品化的开始。

从1990年到1996年间由于消费能力不高、市场体系和制度建设还很不完善，中国房地产市场带有浓厚的计划色彩。1998年7月国务院宣布停止福利住房分配，逐步实行住房分配货币化，同年，中国人民银行出台个人住房贷款管理办法倡导贷款买房，自此中国房地产市场开始走向市场化，房地产价格也开始大幅波动。以国房景气指数中的商品房平均销售价格分类指数为例，如图1-2所示，从2001年到目前，中国房地产价格经历了5次高峰、4次低谷，最大的一次波动是商品房销售价格指数从2007年12月的109.97点下降到2009年2月份的95.76点，一年多点的时间里下跌了12.9%，随后，房地产价格又转而开始迅速上涨，到2009年12月上涨到最高点115.20点，不到一年时间里上涨了20.3%。从2009年12月开始，在政府对房地产市场调控措施的影响下，房地产价格开始一路下跌，到2011年9月，商品房销售价格指数从最高点的115.20点下跌到100.04点，一年多的时间里又下跌了12.8%。

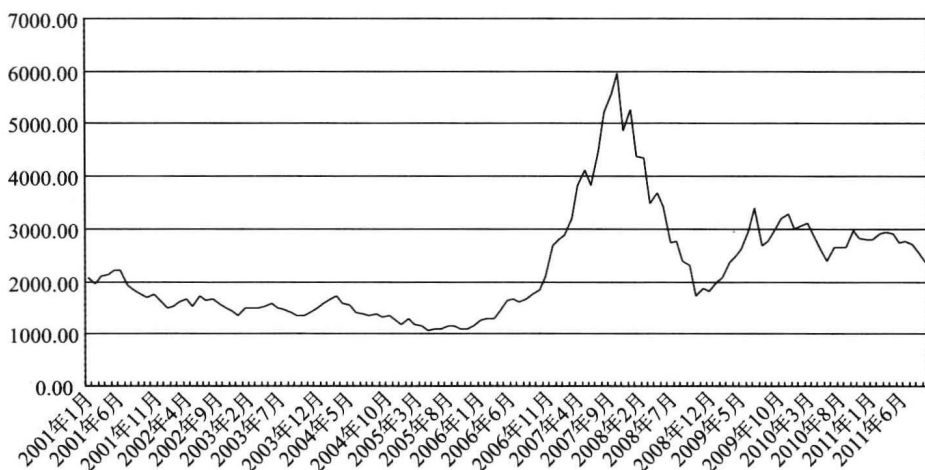


图 1-1 上证综合指数的波动 (2001.1 ~ 2011.6)

中国作为一个转轨中的发展中国家，和市场机制完善的发达国家相比，资产价格大幅波动对宏观经济健康稳定发展的危害性将更大。

因此，随着中国金融市场的深化和资产市场在国民经济中作用的不断增强，资产价格与宏观经济的关系将变得越来越重要，资产价格波动对货币政策的制定和实施也将产生越来越大的影响。在此背景下，深入研究中国

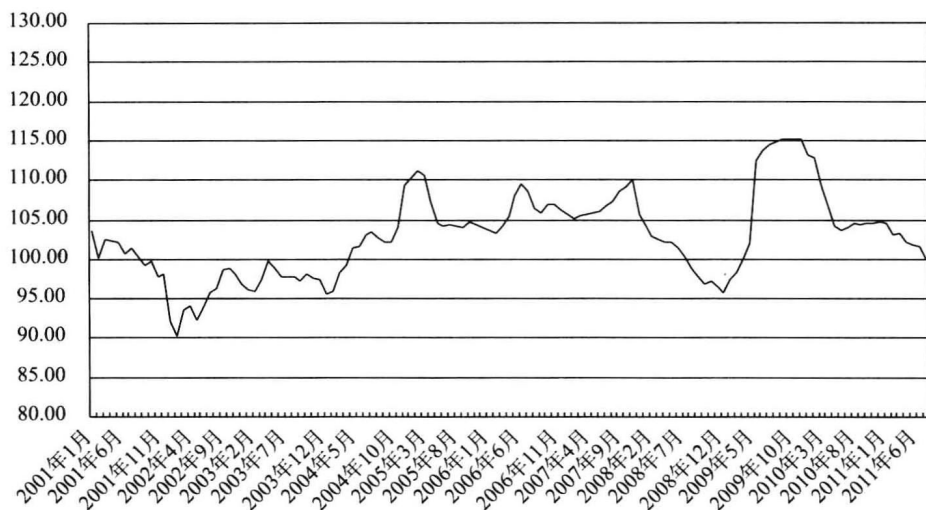


图 1-2 商品房销售价格指数的波动 (2001.1~2011.9)

国有资产价格波动对宏观经济的影响以及货币政策应对资产价格波动的策略,无疑就将具有十分重要的理论意义和实践含义。

1.2 研究思路和逻辑结构框架

1. 资产及资产价格的概念界定

资产是一特定主体因为过去的交易或事项而形成的,并为主体拥有或控制的、可能的未来经济利益。从不同的角度,资产可以分为不同的种类。如按流动性的不同,资产可分为流动资产和非流动资产;按时间、持有期限的不同,资产可分为短期资产和长期资产;根据存在形态的不同,资产可分为金融资产与非金融资产或有形资产与无形资产。当然,由此又形成不同的资产价格。

本书中所研究的资产是指股票和房地产,当然所研究的资产价格就是指股票价格和房地产价格。这样界定的原因主要是:一是股票是金融资产的典型代表,而房地产是非金融资产的典型代表;二是由于当前企业和居民投资中,股票及房地产投资占据绝大部分份额,其余类资产还未大范围

普及，而且这两种资产也是波动幅度最大、最容易出现价格泡沫的资产，并会给整个金融体系的稳定和实体经济的稳定发展带来重要影响；三是虽然从严格意义上讲，资产应包括所有形式的能够影响居民当前和未来消费的财富，如金融资产和非金融资产，有形资产和无形资产（专利、发明、商标、著作权等），人力资本和非人力资本等，但很多资产价格是难以计量的，如无形资产、人力资本等；四是纵观国内外关于资产价格的研究，绝大多数都是以股票价格或房地产价格或同时以股票价格、房地产价格为代表。正是因为中国股票价格和房地产价格与整个宏观经济和私人部门有着紧密的联系，加之考虑到统计数据的易得性，因此本书主要考虑股票和房地产这两种资产及其价格。

2. 研究思路和逻辑结构框架

资产价格波动对宏观经济的影响主要体现在两个方面：资产价格波动会通过影响消费、投资和通货膨胀预期影响未来产出和通货膨胀，从而对实体经济产生重要影响；另一方面，资产价格的膨胀和破灭很可能会影响金融体系的稳定，而金融体系的稳定又会对实体经济的稳定产生重大影响。根据近几十年来国际宏观经济运行显示的特征，资产价格波动更多的时候是通过影响金融体系稳定而对实体经济稳定产生了巨大影响。因此，资产价格波动对物价稳定、金融稳定造成的影响对货币政策的制定和实施提出了严峻的挑战，而目前以物价稳定为主要目标的货币政策究竟应该如何应对资产价格波动来保证宏观经济平稳、健康发展正是本书要回答的问题。

基于这样的现实和需要，本书主要从资产价格波动对宏观经济的影响入手来系统总结货币政策应对资产价格波动的策略，在研究思路上一依循货币政策缘何要应对资产价格的波动，货币政策有没有能力应对资产价格的波动，货币政策到底应如何应对资产价格的波动这样一个逻辑顺序，对资产价格波动与货币政策的应对策略问题展开研究。

具体地，本书首先分析了资产价格波动与通货膨胀、金融稳定的关系，回答了中国资产价格波动对物价稳定和金融稳定到底有没有产生影响，影响力有多大等问题，在解释货币政策不能忽视这些影响，应该对资产价格波动采取应对措施理由的同时，从资产价格波动与通货膨胀、

金融稳定的关系中深度挖掘了其中包含的对中央银行货币政策制定的启示。

在回答了货币政策缘何要应对资产价格波动的问题后，本书接着以货币供应量、利率为代表，分析了货币政策对资产价格的影响，目的是为了回答货币政策到底有没有能力应对资产价格的波动，哪种货币政策工具调控资产价格的有效性更高等问题，以为货币政策应对资产价格波动的策略选择提供依据。

最后本书在前述结论基础上，结合货币政策应对资产价格波动的实践经验和理论成果，系统总结了我国货币政策在应对资产价格波动时应遵循的策略。

基于以上研究思路，本书的逻辑结构框架如图1-3所示。

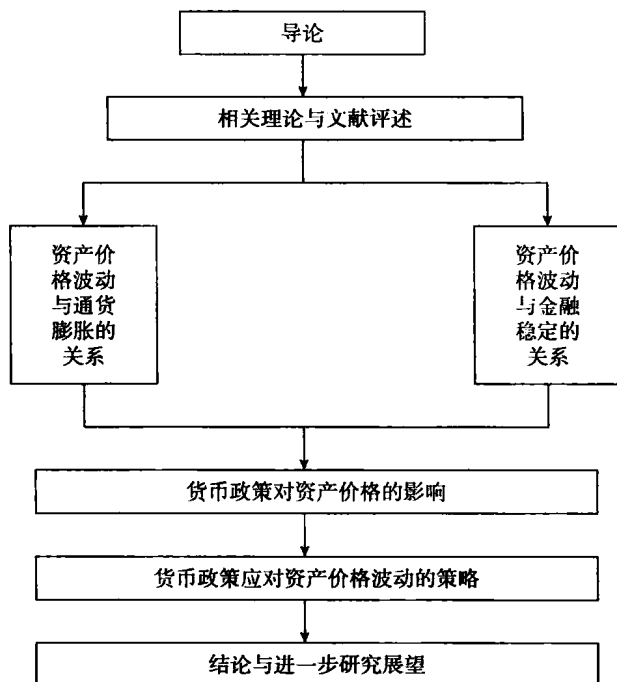


图1-3 本书逻辑结构框架图

1.3 本书的主要内容

本书各章的主要内容为：

第1章导论。包括研究背景和意义、研究思路和逻辑结构框架、主要内容、研究方法和本书的创新之处，是本书分析的起点。

第2章相关理论与文献评述。在对本书所涉及的相关理论：资产基础价值决定模型与资产价格波动的原因、货币政策目标的演变及其与金融稳定的关系进行介绍后，对国内外学者关于资产价格波动与通货膨胀的关系、资产价格波动与金融稳定的关系、货币政策对资产价格的影响以及货币政策应对资产价格波动的主要争论等相关文献和研究成果进行了认真的梳理和评价。

第3章资产价格波动与通货膨胀的关系。本章在对资产价格波动对通货膨胀的影响进行理论分析的基础上，对中国资产价格波动对通货膨胀的影响进行了实证研究，并构建了一个广义动态价格指数，以回答中国房地产价格和股票价格波动分别对通货膨胀产生了怎样的影响，影响力的差别如何以及广义动态价格指数是否包含了未来通货膨胀的信息及其具有怎样的货币政策含义等问题。

第4章资产价格波动与金融稳定的关系。本章在对资产价格波动对金融稳定的影响进行理论分析的基础上，从银行信贷视角对中国资产价格波动对金融稳定的影响进行了实证研究，以回答银行信贷在中国资产价格波动中到底起着怎样的作用以及资产价格波动通过银行信贷对金融稳定造成了怎样影响等问题，并揭示了其对货币政策的启示。

第5章货币政策对资产价格的影响。本章在对货币政策对资产价格的影响进行理论分析的基础上，以货币供应量、利率为代表，对中国货币政策对资产价格的影响进行了实证研究，以探究不同货币政策工具对资产价格影响力的大小及有效性，为货币政策应对资产价格波动的策略选择提供依据。

第6章货币政策应对资产价格波动的策略。根据前文得出的中国资产

价格波动对宏观经济所造成影响的结论，总结货币政策应对资产价格波动的策略。本章在分析资产价格波动下货币政策面临的困境、美日两国货币政策在资产价格膨胀和破灭中的经验和教训以及通过理论模型推导资产价格波动下最优货币政策选择的基础上，搭建了一个中国货币政策应对资产价格波动的策略框架，为中央银行货币政策的制定提供参考和建议。

第7章结论与进一步研究展望。总结本书主要结论并对需进一步研究的问题进行展望。

1.4 本书的研究方法

本书在写作中主要运用案例分析、实证分析与规范分析等研究方法，结合货币银行学、金融市场学及计量经济学等学科的相关理论，对中国资产价格波动与货币政策的应对策略问题进行了系统研究。

1. 案例分析法。案例分析法是通过在经济运行中出现的典型个案进行分析、综合和评价，从而由具体到一般得出概念、范畴和理论的研究方法。本书对历史上典型的资产价格泡沫事件——日本泡沫危机和美国次贷危机进行案例分析，揭示了在资产价格膨胀、破灭循环过程中，资产价格与一般物价水平的关系特征，并系统总结货币政策在其中的经验和教训，以为中国货币政策应对资产价格波动的策略选择提供实践支持。

2. 实证分析法。实证分析法是通过经济现象的客观描述，回答“是什么”的研究方法。本书实证分析法包括定量和定性分析两种方法。定量分析法主要是运用 Eviews6.0 计量经济软件使用协整与误差修正模型、向量自回归（VAR）模型进行协整检验、格兰杰因果关系检验、脉冲响应函数分析以及方差分解分析来回答“是什么”的问题。这种实证分析贯穿本书，如在分析中国资产价格波动对消费、投资、通货膨胀以及金融稳定的影响，中国货币政策对资产价格的影响时都采用了定量分析法。定性分析法主要采用统计图表的分析方法来回答“是什么”的问题，如本书在对中国资产价格波动对消费、投资影响较小以及利率对中国资产价格的影响较弱的原因进行分析时就采用了这种方法。