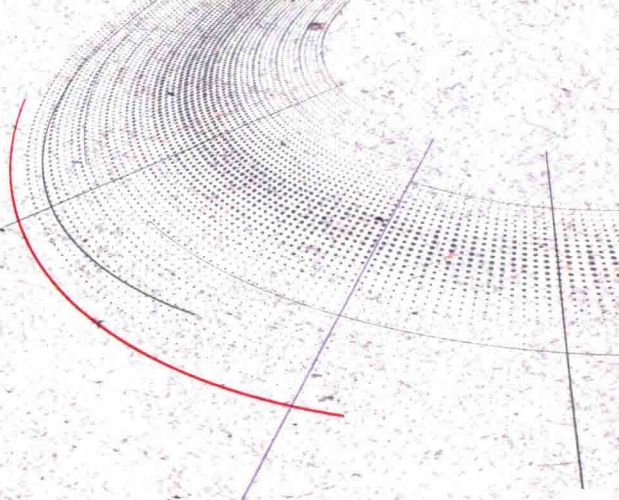




资产价格与货币政策： 理论与中国实证

■ 王玉宝 著

本书在全面系统介绍和点评资产价格影响宏观稳定的理论和文献的基础上，对中国资产市场、宏观经济稳定和货币政策的相互关系进行了实证。研究发现货币政策在执行过程中缺乏前瞻性，表现出适应性特点，在一定程度上为资产价格泡沫营造了宽松的宏观环境。研究还发现，资产市场存在明显的政策信号，货币政策当局应该充分关注资产价格波动背后的政策信息。

资产价格与货币政策： 理论与中国实证

王玉宝 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格与货币政策：理论与中国实证 (Zichan Jiage yu Huobi Zhengce: Lilun yu Zhongguo Shizheng) / 王玉宝著. —北京：中国金融出版社，2017. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9336 - 6

I. ①资… II. ①王… III. ①货币政策—研究 IV. ①F820. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 296138 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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16. 75

字数 262 千

版次 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 月第 1 次印刷

定价 48. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9336 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究的主题、背景	1
1.2 概念界定	4
1.2.1 基本面价值、波动、泡沫、失调、羊群行为	4
1.2.2 货币政策	6
1.3 国内外的研究历史和现状	8
1.4 研究方法 with 意义	13
1.5 基本框架和主要观点	14
第2章 资产价格、宏观稳定和货币政策	18
2.1 资产价格波动的货币政策含义	18
2.2 货币政策目标制下的资产价格波动问题	23
2.3 房市泡沫与货币政策	25
2.4 单独一个货币政策就可以解决资产价格泡沫问题吗	28
第3章 股票价格的影响因素及其波动规律分析	30
3.1 股票基本面价值的决定、估值及估值的有效性	30
3.1.1 股票基本面价值的估价	31
3.1.2 股票的基本面价值能否准确估价	34
3.2 股票的市场价格是否为其基本面价值的真实反应	35
3.3 影响股票市场价格的因素分析	37
3.3.1 影响股票供给的因素分析	37
3.3.2 影响股票需求的因素分析	38

3.3.3 股票市场价格的决定	39
3.4 股票价格泡沫的成因及其运行规律分析	40
3.4.1 股票价格波动成因理论根据	40
3.4.2 股票市场投机泡沫存在的经验证据	58
第4章 货币、信贷与资产价格波动	62
4.1 金融危机历史中的启示	62
4.2 资产价格波动与货币需求分析	64
4.3 货币供给与资产价格波动的相互影响	68
4.3.1 资产价格波动对货币供给的影响	68
4.3.2 货币供给变动对资产价格波动的影响	71
4.4 资产价格波动与信贷的相互影响	74
4.4.1 资产价格波动的制度因素分析	76
4.4.2 资产价格波动与信贷相互关系的经验证据	84
4.5 资产价格波动与信贷关系的实证分析	85
4.5.1 银行信贷与资产价格波动关联性的趋势分析	86
4.5.2 实证结论解释	88
第5章 资产价格波动的实体经济效应分析	90
5.1 资产价格波动影响实体经济的机制分析	92
5.1.1 金融因素解释经济周期重要性的理论渊源	92
5.1.2 资产价格影响经济的途径与机制	94
5.2 资产价格波动影响实体经济的信贷市场摩擦机制与效应	96
5.3 资产价格波动影响总需求的机制与效应分析	100
5.3.1 资产价格波动影响消费者支出的财富效应分析	100
5.3.2 资产价格波动的投资效应分析	105
5.3.3 股价波动对投资影响的中国实证	108
5.3.4 资产价格波动影响总需求的经验证据	111
5.4 资产价格泡沫的资源配置效应	114
5.4.1 资产价格泡沫与经济动态效率一般均衡分析	114

5.4.2 理性泡沫对资源配置的影响	116
5.5 资产价格波动和通货膨胀之间的关系	124
5.5.1 资产价格波动和当前通货膨胀的关系	124
5.5.2 资产价格波动和未来通货膨胀的关系	125
第6章 货币政策如何应对股票价格波动	127
6.1 股票价格波动与货币政策之间的联系	127
6.1.1 股票价格与货币政策传导	128
6.1.2 股票价格波动中所包含的政策信息	129
6.1.3 股票价格的政策信息作用明显吗	139
6.2 股票价格波动情况下的最优货币政策分析：数量模型分析	141
6.2.1 Frank Smets 模型及其评价	141
6.2.2 随机泡沫条件下货币政策最优路径：BG 模型	146
6.2.3 确定性的股票泡沫条件下货币政策的最优路径： CGLW 模型	154
6.2.4 不同冲击来源条件下的货币政策与资产价格问题： AB 模型	154
6.3 股票价格与货币政策：其他一些研究	155
6.3.1 股票价格如何响应货币政策冲击	156
6.3.2 货币政策应该对股票价格波动作出非对称反应吗	158
6.4 货币政策如何应对股票价格波动：国际经验与模型估计	159
6.4.1 货币政策是否对股票价格进行直接反应：来自反应 函数的证据	159
6.4.2 美国货币政策对股票价格波动进行反应了吗	166
6.4.3 日本的货币政策对股票价格波动进行反应了吗	168
6.5 股票价格波动下的最优货币政策路径选择：一些启示	168
6.5.1 价格的稳定的再认识	168
6.5.2 货币政策的最优路径：灵活的通货膨胀目标制	170
6.5.3 充分认识股票等资产价格的信息作用	171
6.5.4 货币政策如何应对资产价格的波动	172

6.5.5 简单的反应函数规则不能解决股票价格波动问题	173
第7章 中国资产价格波动对宏观经济影响的实证分析	175
7.1 中国资产市场的发展现状、波动特点	175
7.1.1 中国股票市场的发展现状和波动特点	175
7.1.2 中国房地产市场发展现状和波动特点	182
7.2 中国资产市场对货币层面的影响分析	183
7.2.1 中国股票市场的不断成长和活跃对货币层面的影响分析	183
7.3 中国资产市场对宏观经济的影响分析	192
7.3.1 中国股票市场宏观经济贡献的显著性分析	192
7.3.2 中国资产市场的消费财富效应分析	195
7.3.3 中国股票市场投资影响的分析	201
7.4 泡沫对实体经济中投资的影响	204
第8章 资产价格信息作用与中国货币政策行为实证分析	208
8.1 中国货币政策反应函数估计	208
8.1.1 CGG 模型简要回顾	209
8.1.2 中国货币政策反应函数估计结果及解释	211
8.2 中国的金融形势指数 FCI 估计及其政策信息	219
8.2.1 FCI 的构成及估计方法	219
8.2.2 FCI 指数的估计结果	221
8.2.3 FCI 指数与通货膨胀的关系分析	223
8.3 股票因素组合包含的未来经济增长信息	224
8.3.1 资产组合的构造	225
8.3.2 估计结果及相应结果	225
8.4 中国地产价格与货币政策	228
政策利率估计	229
第9章 中国资产市场稳定发展的货币政策最优路径探讨	232
9.1 货币政策既要发展市场又要防止泡沫	233

9.2 货币政策应该如何应对泡沫	234
9.3 资产价格能够成为货币政策的目标吗	235
9.4 资产价格能够为货币政策制定提供的信息	236
9.5 其他一些建议	236
参考文献	240
后记	258

第1章 导 论

1.1 研究的主题、背景

本书选题基于以下几个方面的认识。

第一，20世纪80年代以来的近40年时间，尽管世界主要国家的通货膨胀得到有效控制，但是，世界资产市场，特别是资产、地产和汇率市场却接连发生了膨胀与紧缩的巨大波动。先是日本的股市和房地产泡沫破裂导致日本经济衰退，接着是震惊世界的东南亚危机，期间东南亚国家货币巨幅贬值，再者是美国高科技泡沫的破灭。类似的案例也曾发生在瑞典、挪威、芬兰等北欧国家，墨西哥则提供了新兴国家资产价格膨胀的典型版本。进入21世纪，世界金融市场依然难以太平，阿根廷等国的金融危机也让许多国家的货币当局心有余悸。诺贝尔奖获得者、著名经济学家丹尼尔·麦克法登在北京举行的亚太经合组织金融与发展项目2002年度论坛上警告说，目前国际资产市场的不稳定几乎可以肯定将导致未来再次爆发金融危机。

2008年，发源于美国的金融海啸更是给全球经济带来灾难。这个灾难发源于美国的房地产泡沫破灭。时至今日，不仅全球经济仍然在底部艰难徘徊，全球地缘政治格局也发生了重要变化。

与这些“飞来横祸”紧密相连的是真实经济活动显著收缩。例如，许多经济学家认为美国1990年的经济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与Lown，1991）。而日本和部分拉美国家的资产价格、房地产价格暴跌则导致真实经济的持续低迷。上述现象表明，如果说治理通货膨胀是各国货币当局在过去取胜的一场战斗，那么，在21世纪里它们又将面临一场新的战斗——稳定资产价格。事实上，

保持金融市场稳定、处理极度的资产价格泡沫和汇率波动已经成为世界各国货币政策制定者的当务之急。为了探索这些问题，美联储于1999年8月26~28日在淮俄明 Jackson Hole 举行了题为“货币政策的新挑战”讨论会。此次会议一个重要议题是探讨资产价格在货币政策中的作用。资产价格波动是否应该成为货币政策制定者关注的问题？经济学家指出，货币政策关注资产等资产价格的理由主要有：首先，资产价格波动并不完全是由基本面推动的，而与基本面无关的资产价格波动对经济的其余部分产生显著的潜在影响。在上述两个条件下，资产价格的波动就会在某种程度上成为经济不稳定的一个独立因素。其次，资产价格代表着对未来商品和服务的索取权的成本，资产价格波动可能含有未来通货膨胀的信息，因此，资产价格应该进入通货膨胀的统计。最后，资产价格波动与货币供求、银行信贷有着密切联系，关注资产价格波动有助于掌握货币供求与信贷方面的信息。美国的金融海啸为这种联系提供了极好的脚注。

第二，从资产价格波动期间的政策表现看，既有日本中央银行的失败教训，也有美联储的较为成功的经验。学术界一般认为，20世纪末美国之所以保持20年持续性金融泡沫，美联储成功的货币政策是必不可少的条件。事实上，有研究表明，20世纪80年代以来，美国的资产市场保持了长时间的可持续泡沫，金融泡沫起到了支持和推动其经济结构优化，实现了被世人称为新经济的经济结构演进。尽管在此期间美国资产市场也曾发生1987年“黑色星期一”的小型泡沫破裂，但正是由于美联储货币政策的有力调控，泡沫才得以很快恢复且未对实体经济产生大的负面影响。而日本泡沫之所以产生，其货币政策的失误是难辞其咎的。事实上，日本中央银行宽松的货币政策一定程度上导致了日本资产价格的极度膨胀。而泡沫破裂后过紧的货币政策又在某种程度上使经济难以得到快速恢复。在2001年“9·11”恐怖袭击之后，美国经济面临着全球范围内反恐战争的压力，美联储坚定地保持其稳定物价和充分就业的目标，继续实行低利率和宽松货币政策，这对于繁荣美国经济和地产市场起到巨大作用，于是地产市场开始升温，围绕地产的各种金融创新如雨后春笋不断显现，加速了地产价格的攀升，最终导致泡沫的出现和破灭，给美国和全球经济带来巨大灾难。

第三，目前看来，各国政策当局对如何应对资产价格波动这一问题仍然苦无良策，常常处于两难境地：一方面，害怕政策行为刺穿泡沫，造成

像日本那样的经济衰退；另一方面，担心政策行为会使泡沫激增，给经济造成更大隐患。主要原因在于：相关的理论研究不充分和结论的不一致。事实上，由于这一问题的特殊政策含义，经济学界目前对这个问题的研究多是一些工作论文，且结论也争论不断，至今没有一个一致的看法。比如在评价美联储 20 世纪 90 年代的货币政策表现时，Miller、Weller 与 Zhang (1999) 认为不对称政策行为直接导致了美国股市 20 世纪末的长期上涨。但是，格林斯潘却否认货币政策的非对称性：“非对称运行的是资产价格而不是货币政策。它们可以下降得很剧烈，要求一个很强的货币政策反应才能避免金融危机；而它们上升得一般很慢，而且很平稳。”争论也出现在 Bernanke 和 Gertler (1999) 与 Cecchetti, Genberg, Lipsky 和 Wadhvani (2000) 之间。

第四，就中国的情况而言，资产价格波动对宏观经济稳定运行也存在重大威胁。回顾中国资产市场的历史表现，不难发现也曾发生过频繁的、大幅的波动。中国房地产市场经历繁荣发展的近 19 年，土地和商品房价格持续上涨，涨幅之巨全球罕见。不少地方房地产市场泡沫程度严重，局部也曾出现过泡沫破灭，如陕西榆林和内蒙古的鄂尔多斯等地都曾出现所谓的“鬼城”。新一届政府执政以来非常重视地产泡沫对中国经济和金融稳定性的潜在影响。汇率方面，自汇改以来，人民币汇率也曾出现较大波动，为了应对汇率波动也花费了很大气力。中国的金融体系在改革开放以来的近 40 年间有了巨大的进步，经营能力和稳健性稳步提升。但是面对当前复杂的资产价格，特别是地产价格形势，金融体系的安全性和稳健性需要引起极大关注。

还必须指出，对中国来说，货币政策与资产价格波动这一问题，与成熟市场经济国家相比具有特殊性：货币政策必须将资产市场的发展和稳定有机结合起来。考虑到如下几个方面的原因，我们认为这一问题的重要性更加突出。第一，随着中国金融市场和金融机构的飞速发展，金融市场规模扩大和结构性变化显著影响货币的供给和需求、货币政策的传导以及货币政策工具的选取。第二，中国的资产市场是新兴市场，具有比发达市场更加剧烈的波动性。第三，中国资产市场运行在一个转型经济之中，计划的色彩还难以在短时间内消除。第四，中国的中央银行成立时间较短，政策管理能力与经验明显不足，加之利率尚未市场化，导致货币政策的执行

效果大打折扣。第五，最近，美联储的公开信息显示，未来不久就将开启正式的“缩表”之路，这对全球经济和资产价格必然造成意想不到的影响，因此，我们必须对由此引起的资产价格波动影响有足够的警觉。

基于上述认识，笔者把本书选题定为资产价格波动与货币政策，希望通过目前国内外在这个问题上的研究历史和现状的考察，探讨资产价格波动条件下货币政策的最优规则和路径，并结合中国的实际提出相应的政策建议。

1.2 概念界定

1.2.1 基本面价值、波动、泡沫、失调、羊群行为

资产基本面价值是指预期未来现金流的折现值，每种资产其具体影响因素又不尽相同。比如，资产基本面价值是指其未来股利的现值。房价是其未来租金收入的现值。影响房价的因素有很多：第一，经济基本面。其包括城市化程度，人口与人口变动趋势，经济周期中的经济发展阶段与经济增长方式（GDP），产业兴衰与失业率，货币、税收、财政、土地和城市规划等经济宏观政策。第二，影响供应的因素。其包括土地存量与价格，房屋存量与成本，房企负债比率与资金链，房企数量，土地和房屋增量。第三，影响需求的因素。其包括CPI与通货膨胀率，居民收入水平，资本市场的冷热与外部资金流入，家庭规模的变化，二手房市场的成熟程度。

汇率决定理论主要有国际借贷学说、购买力平价学说、利率平价学说、国际收支说、资产市场说。资产市场说又分为货币分析法与资产组合分析法。货币分析法又分为弹性价格货币分析法和黏性价格货币分析法。资产的基本面价值是事先难以确定的，因为一方面未来现金流不确定，另一方面贴现率是无法观测的。因此，在基本面发生明显变化时，资产市场价格往往出现波动。即使资产的基本面没有发生明显变化，资产价格也常常发生变化。价格波动在相关文献中一般用五个词来表示：volatility, movement, fluctuation, misalignment, boom-bust。在《新英汉词典》和经济学界中这几个词的意思不尽相同。

volatility 表示“易变、变化无常；爆发性等”。国内经济学著作中对该

词的译法有三种：易变性、超常易变性、波动性。经济研究表明，资产价格特别是金融资产价格具有易变性。从统计学上讲，易变性是指收益分布非正态性的宽尾现象。fluctuation 表示“波动、涨落、动摇，起伏不定等。”国内经济学界一般翻译为“波动、涨跌”。movement 指“价格的涨跌变动”，在国内一般也翻译成“波动”。misalignment 的意思是“脱离原来位置、失调、不一致等”。boom-bust 是合成词，前半部分指“激增、暴涨、景气、繁荣”，后半部分所指意思正好相反。二者的合成词意是“由景气、高涨到暴跌、萧条的全过程”。经济学文献中通常指泡沫形成、扩张到破裂、崩溃的完整过程。在相关文献中这几个词常常互相替代，尤其是前四个词。

在本书中，我们所说的资产价格波动指价格长期（数月或几年）持续地大幅上升（有时我们称为“资产膨胀”或“泡沫”）和（或）大幅下降（有时我们称作“资产紧缩”或“泡沫破裂”）。也就是说，本书中我们把“波动”与“泡沫”看成同义词。之所以不统一都称为“泡沫”是由于，第一，经验研究证据中泡沫的存在性并不特别充分，第二，泡沫本身至今没有统一的定义。

资产价格波动，从冲击来源讲，可以由基本面（生产技术或供给）的变动而引起，也可能由非基本面（制度因素、心理因素、时尚等）的因素引起，或者既有基本面的因素，又有非基本面的因素，现实中的资产价格波动更可能是这第三种情况。波动是任何价格的表现形式，一般物价会受到各种冲击的影响而出现波动，资产等金融资产也不例外。所不同的是金融资产价格波动更加频繁，更加剧烈，常常具有独立于基本面（真实经济）而变化的特点。

资产泡沫的概念到目前还未有完全统一的定义。一般来说，大多数经济学家谈到这一问题时，并不去探讨这一概念的定义，而是把它当成既定的现象去理解。史永东（2003）对泡沫的定义是：价格相对于基本面价值的非平稳偏离。这是一个比较正式的定义，但是，这一定义很难用于实际判断。

资产泡沫的运行、演变过程可以分成：泡沫形成、极度加速、突然爆裂、逐步消失；泡沫形成、扩张、逐步收缩、最终消逝。这一般是指基本面不发生变化时的情形，如果泡沫形成和扩张后，经济基本面基本出现好转，泡沫也可能自然消失。泡沫破裂的原因可以是经济基本面的恶化，也

可以是纯粹的意外事件的影响，但更多的是由于政府的紧缩经济政策。泡沫的不断膨胀或逆转为不断收缩过程中一般都有反馈机制在起作用；而支撑这反馈机制的所谓的市场心理，在泡沫膨胀期间表现为过分乐观、丧失理性，而在破灭和崩溃期间则表现为过度悲观，也同样缺乏理性。

根据泡沫的形成原因，可以将泡沫分成马尔可夫泡沫（Markovian bubble）、内在泡沫（intrinsic bubble）和外生泡沫（extrinsic bubble）三种类型（Froot 与 Obstfield, 1991）。因为这三种泡沫是在理性预期框架下推导出来的，所以，也被称为理性泡沫。在泡沫形成过程中，马尔可夫泡沫是指依赖于其自身的前期观察值而形成的泡沫；内在泡沫是指那些与泡沫资产的基础价值有关而与外部因素无关的泡沫；外在泡沫是指那些受到外部因素影响而产生的泡沫。很显然，这些分类只有理论上的意义，实际中很难分清泡沫是否受到外部因素的影响。内在泡沫的产生取决于对基础价值预期的偏离，而基础价值又取决于人们对未来收益的预期，这种预期显然很难同外部环境绝对隔离。由此可见，内在泡沫和外生泡沫的区分是模糊的。

根据形成泡沫的预期是否为理性，可以将泡沫分成理性泡沫和非理性泡沫。理性泡沫的前提是市场有效性，即市场完全无摩擦。实际生活中市场并非完全无摩擦，因此非理性泡沫市场是泡沫存在的常态。目前关于非理性泡沫问题的讨论较为成熟的模型是时尚模型、噪声交易模型、非理性羊群行为模型等。

羊群行为简单地说就是模仿与从众行为，是行为金融学中的重要概念。史永东（2003）给出的定义是：“投资者在某段时期内同向买卖相同资产或相似资产的一种模仿行为。它常常是自发形成的并表现为非理性的特征，从而导致了意见和行动的传染。”这一定义中所说的羊群行为非理性特征并不一定准确，事实上，在有关羊群行为的模型中只有个别模型是以投资者非理性为假设条件的。在羊群行为的理解上要区分有意的羊群行为与伪羊群行为。后者产生的是有效的结果，但是，前者并不一定产生有效行为。通常的羊群行为就是指有意的羊群行为。存在羊群行为并不一定表明投资者不理性，只能说个人的理性并不能产生整体的理性。

1.2.2 货币政策

货币政策是由货币冲击及其传导机制构成的经济干预手段。它由政策

手段、操作目标、中介目标和最终目标构成。货币政策的历史演进表明,尽管政策实践经历了政策手段、操作目标、中间目标和最终目标等全方位的演变,但是,货币政策在长期内保持物价稳定和经济稳定增长的最终目标却始终没变。当然,这并不排除由于各个历史时期经济所面临的主要矛盾不同,货币政策的最终目标的侧重点有所不同。例如,20世纪70年代以前相当长时间内货币政策把主要精力放在治理通货膨胀上,而到20世纪末由于金融市场动荡加剧,货币政策则把相当精力集中于稳定金融市场上。

从实践来看,传统货币政策的实施有两种规则,即凯恩斯主义的相机抉择规则和货币主义的单一规则。相机抉择强调的是货币政策执行应该逆经济风向而动:经济繁荣阶段实施紧缩,经济萧条阶段放松银根。单一规则是指,不管经济形势如何都按照单一的规则实施货币政策,具体说来就是每年保证货币供应量按一定的比率(一般是4%左右)增长。

通货膨胀目标规则是20世纪90年代发展起来的,它赋予货币当局积极主动和先发性的调整货币政策的权利,以抵消潜在的通货膨胀和通货紧缩压力。按照这一规则,中央银行首先对未来通货膨胀进行预测,而后将此与通货膨胀目标进行比较,从而决定政策的运用。Bernanke 与 Mishkin (1997)指出,在通货膨胀目标框架下,中央银行和政府一般宣布一国的中期(1~4年)通货膨胀目标,同时允许中央银行短期内采取灵活的政策稳定经济。这一方面能够保证货币政策稳定物价目标在长期内的实现,另一方面又使得货币政策在短期内拥有足够的灵活性,稳定短期内的扰动造成的产出和物价波动,比如处理泡沫及其破灭造成的产出和物价波动。

通货膨胀目标规则的具体实施有两种形式:一是显性的通货膨胀目标规则(explicit inflation targeting),二是隐性通货膨胀目标规则(implicit inflation targeting)。显性和隐性的主要区别在于政策制定和执行的透明性。前者要求货币政策的制定与执行要让经济主体有充分的知情权,而后的透明度则相对较差,公众对政策出台的背景知之较少。Bernanke 与 Gertler (1999)指出,显性货币政策的好处至少表现在下面两个方面:实行显性货币政策可以更好地保障货币政策的连续性。首先,实行显性通货膨胀目标体制,将会减少中央银行人事更迭给市场造成的冲击和忧虑。其次,政策透明性提高了向前看的货币政策的稳定性。试想一下,如果中央银行正在实行积极的通货膨胀政策,而私人部门由于不了解政策信息误认为货币当

局在实行适应性的货币政策，后果将可想而知。同样道理，当资产价格上升将可能会产生经济过热时，投资者预期中央银行会提高利率，这样就产生了稳定通货膨胀的动机。而当预期到资产价格暴跌引起经济收缩时，投资者预期中央银行会降低利率，这也就起到稳定经济的作用。

积极的和适应性的货币政策最主要的区别在于，前者对货币膨胀预期作出充分反应，而后者则试图有所保留。反映在政策反应函数上，前者的系数 β 值一般远大于1，而后者的 β 值则一般小于1或略微大于1。前者在面对预期的通货膨胀压力时将实际利率充分提高，而后者则略微降低或者略微升高实际利率。可见前者能够保证经济的稳定性，而后者则不然。

1.3 国内外的研究历史和现状

迄今为止，单独对货币政策与资产价格波动的研究很少，几乎所有的研究从资产价格波动与货币政策关系的角度进行。在理论阐述时一般并不区分各种资产，但在经验研究时则将各种资产进行区分，研究中出现过的资产主要有地产、资产、汇率等。

对资产价格和货币政策相互关系的研究最早可以追溯到 Fisher (1911)，在这篇文章中 Fisher 试图建立一个广泛的交易价格度量方法，帮助中央银行确定金的价格，以便更好地反映交易方程式中所隐含的价格水平。Alchian 与 Klein (1973) 认为，货币政策应该关注价格的更广泛的度量，而不是局限于标准的以支出为权重的价格指数。这方面的大量研究出现在 20 世纪 90 年代以后，主要来自货币政策研究机构。其中，BIS1998 年组织过两次专题研讨会，并出版了论文集；美联储于 1999 年 8 月底在淮俄明 Jackson Hole 召开了“货币政策的新挑战”研讨会，在会上，资产价格与货币政策的关系被作为重要议题之一；NBER 这方面的研究多年来长盛不衰；日本中央银行为总结“泡沫经济时期”的经验与教训也举办了多次研讨会。也许是由于这一问题的特殊性，研究大多停留在工作论文与研讨会论文的层次上，学术研究还是缺乏系统性。瞿强 (1999) 指出，通过其在德国和日本的访问研究以及与在这一领域内领先的学者的交往中发现，虽然大家均认为资产市场的发展对货币政策提出了挑战，但是在许多国家这一问题的研究严格说并没有展开。恐怕这只是当时的情况，这里应该指出两点：第一，关于

这一问题目前已经有某些著名的经济学家开始了研究, 相关论文散见在一些著名的经济学期刊上, 其中有伦敦经济学院的 C · Goodhart, 普林斯顿大学的 B · Bernanke, 纽约大学的 M · Gertler, 以及沃顿商学院的 F · Allen 以及 Gale 等学者。第二, 自 Bernanke 与 Gertler (1999) 发表研究成果以来, 这方面的论文逐渐多了起来。

货币政策与资产价格波动的关系研究包括两个方面: 第一个方面, 货币政策关注资产价格波动是否有充足的理由。这方面需要研究资产价格波动的来源及其对真实经济的影响机制与效应。第二个方面, 货币政策如何对资产价格波动进行反应。

总的来说, 已有的货币政策与资产价格波动的关系研究主要沿着三个方向展开。

第一个研究方向是探讨资产等资产价格是否能够进入货币政策的最终目标。也就是说, 将货币政策最终目标的传统价格指数进行扩展, 让它不仅包含一般商品和服务价格, 也包括资产价格。这个方向的代表性的研究主要有: Alchian 与 Klein (1973)、Pollack (1989)、Shibuya (1992)、Wynne (1994)、Flemming (1999)、Goodhart 与 Hofmann (2000)、Bryan, Cecchetti 与 Sullivan (2002) 等。

Alchian 与 Klein (1973) 首先提出了“跨期的生活费用指数”(inter-temporal cost of living index), 简称 ICOLI, 以此来反映各个时点上的生活费用变化。其基本思想概括为: 经济中典型个人在某个时点上的消费并不仅仅取决于其当期收入和价格, 根据生命周期理论, 当期消费取决于整个生命阶段的收入和财富。典型经济个人在生命周期内最优化其消费, 预算约束为生命周期内的收入和财富应该等于生命周期内的消费。

Alchian 与 Klein 的这篇文章得到来自学院派经济学家和中央银行经济学家的批判性检验, 并且不断得到发展。批判者认为 ICOLI 指数缺乏可操作性, 难以运用到具体的政策实践中, 于是 Pollack (1989)、Shibuya (1992) 对其进行改进。前者进一步完善了 Alchian 与 Klein (1973) 的分析框架。后者则将 ICOLI 指数进行了政策操作性设计, 提出了具有实际操作性的价格指数: 动态均衡指数 DEPI (dynamic equilibrium price index)。他用的是时间可分离的 (Time-separable) 科布 - 道格拉斯效用函数, 而不是 Alchian 与 Klein (1973) 中的一般形式效用函数。得出了下面的包含一种商品和资产