

中南财经政法大学金融与投资文库

不完全信息下的 资产价格冲击 与货币政策选择

邓 瑛 著



中国财经出版社

中南财经政法大学金融与投资文库

不完全信息下的资产价格 冲击与货币政策选择

邓瑛 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

不完全信息下的资产价格冲击与货币政策选择 / 邓瑛著.

—北京: 中国财政经济出版社, 2009. 7

(中南财经政法大学金融与投资文库 / 张中华主编)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1676 - 8

I. 不… II. 邓… III. ①资本市场 - 研究 - 中国②货币政
策 - 研究 - 中国 IV. F832.51 F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 109864 号

责任编辑: 郑宁军

责任校对: 黄亚青

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 兰 波

(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

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 13.25 印张 312 000 字

2009 年 7 月第 1 版 2009 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1676 - 8 / F · 1448

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

编委会名单

顾 问：周 骏

主 任：张中华

副主任：朱新蓉 宋清华

委 员：	陈柏东	陈 红	韩旺红	黄孝武	李格非
	李 明	李念斋	刘冬姣	刘惠好	聂名华
	宁素莹	唐文进	吴 桦	谢进城	熊福生
	张 东	张金林			

总 序

总
序

蔡元培先生曾在几十年前指出：“所谓大学者，非仅为多数学生按时授课，造成一毕业之资格而已也，实以是为共同研究学术之机关”。学术是大学的灵魂，学术研究和知识创新是大学生存与发展的动力源泉，是大学传授知识、培养人才、服务社会、守望社会理性和引领社会发展的基础。一所大学，如果缺乏浓郁的学术氛围，没有知识创新，既不可能有一流的教学，也不可能有一流的社会服务。要成为一流的大学，必须有一流的学者、一流的学术研究和一流的学术成果。

金融是为适应社会分工、商品生产和商品交换的需要而产生的。伴随着经济的发展，金融工具不断创新，金融市场范围不断拓展，金融交易规模不断扩大，对实体经济的影响也不断增大。证券市场的发展，保险业的兴起，金融衍生产品的迅速增加和金融市场国际化程度

1

的不断提升,使金融已不再局限于货币与银行的传统业务范围,金融的意义不仅在于融通资金,更重要的功能是在不同的时空之间配置资金资源,并通过资金资源的配置促进社会经济资源的优化。金融不仅对微观经济效率具有至关重要的影响,同时对宏观经济的稳定有着关键性的意义,因而被称为“现代经济的核心”,金融学也被人们誉为经济学“皇冠上的明珠”。

投资与金融有着密不可分的联系。在货币经济条件下,投资主要表现为货币资金的投入,不仅证券与金融衍生产品投资要以金融市场为载体,以金融工具为对象,产业投资也需要以货币为媒介,一般需要通过金融中介和金融市场筹措资金。从事投资活动,要提高投资的效率和防范投资的风险,不能不了解金融。另一方面,厂商从银行或从金融市场融入资金,目的通常是为了进行产业投资;厂商发行股票或债券的过程,同时又是居民或机构的投资过程。产业投资既创造需求,又创造供给,且具有不确定性和不可逆性,因而对货币的供求、社会总需求和总供给的平衡以及社会经济发展的动态起着举足轻重的作用,被萨缪尔森称为“经济中发号施令的因素”。研究金融,不能不关注投资。

金融和投资学科是中南财经政法大学的传统优势学科。中南财经政法大学的前身为中原大学。中原大学成立初期便创设了金融专业。1953年,国内高等学校院系调整,中南地区的经济与法律学的教师纷纷调入中南财经学院,群贤毕至,为金融学的发展奠定了坚实的师资基础。投资学的前身为基本建设财务与信用,创设的时间稍晚于金融学专业,但是国内较早创设该专业的院校之一。近60年来,几代学人始终坚持以学术为本,孜孜追求,锲而不舍,金融、投资学科在国内同类学科中取得了应有的地位。目前,中南财经政法大学新华金融保险学院下设金融、保险和投资三系。学院坚持以学术立院,以学术兴院,为了顺应我

国金融与投资迅速发展的形势，努力推进金融、保险和投资的学术研究和知识创新，由学院资助出版的“金融与投资文库”，就是学院采取的具体措施之一。

本文库注重理论联系实际的原则，鼓励作者积极借鉴国内外先进的理论和方法，以国际视野把握社会经济发展的趋势，但必须立足于中国实际，以分析和解决中国社会经济发展中的现实问题为基本导向。中国是一个发展中的大国，工业化、市场化和国际化进程交织中的中国金融和投资的发展波澜壮阔，异彩纷呈，矛盾也十分复杂、尖锐。伟大的实践需要理论的指导，同时也将催生和造就日趋丰富多彩的理论。

学术研究的主体是学者。学术的进步既依靠学者个人独立观察和思考，同时也需要平等、自由、相互激励的学术氛围和志趣相投、结构合理、分工协作、精诚团结的学术团队。中南财经政法大学新华金融保险学院历史的辉煌是由周骏等老一代学者创造的，今日的成就离不开朱新蓉等中年教授的努力，未来的希望则在一批青年学者。他们人数众多，意气风发，知识结构合理，才思敏捷，本文库将主要推出他们的学术作品。他们的作品或许还存在这样或那样的不足，但任何学者的成长都需要经历一个磨砺的过程，许多学者在推出他们的名作之前还名不见经传。我们以期待的眼光注视着我们的青年学者。

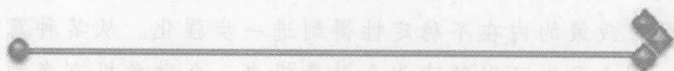
学术的进步有赖于学术的广泛交流与切磋。我们将学术文库面世，期待得到国内金融与投资学界及实际工作部门专家更多的批评和指教。让我们共同来精心耕种文库这块蕴育希望的学术园地。

张中华

2007年3月

序 言

序
言



当前,技术进步、经济全球化和自由化以及人们日益增长的金融服务需求推动了全球性金融兼并和资本市场一体化,“新经济”的出现,金融危机的频繁爆发,似乎改变了经济运行的固有规律,它给货币政策理论研究和决策提出了诸多挑战,也给产生新的理论提供了机会。邓瑛博士这本以博士论文为基础形成的专著,在新形势下,针对资产价格泡沫异常变动和“非理性繁荣”的现象,结合全球金融危机与中国实际,对如何重新认识资产价格泡沫的生成机制,重新定位货币政策的调控目标,提出了有创见的系统思路 and 观点。

在金融全球化浪潮中,中国金融体制改革取得了突出成就,构建了合理的金融组织体系、多层次的金融市场体系、以间接调控为主体的金融调控体系,金融国际化程度不断加强。但在中国金融深化和货币化程度明显提高

的同时，中国货币政策传导机制也因时代背景的变化而面临新的改革机遇，尤其是2007年美国次贷危机爆发及金融风暴波及全球后，货币政策的内在不稳定性得到进一步强化。从某种意义上讲，一部金融史可以解读为金融危机史。金融危机有多种表现形式，例如银行危机、货币危机、债务危机等，而其中更为引人注目、更易冲击现有经济金融体系的则是泡沫引致型危机。这种由泡沫破灭引发金融体系混乱、经济衰退深化的金融危机，早期有著名的“郁金香泡沫”、“密西西比泡沫”；近代有20世纪20年代的美国股市崩溃引发的深度经济萧条；20世纪80年代以后又有日本的泡沫经济，以及1997年亚洲金融危机后香港房地产泡沫的破灭。作为市场经济风向标的美国也未能幸免，在近十年深刻体会了高科技泡沫和这次次贷危机带来的苦果。泡沫的载体主要是股票和房地产。不论哪一次危机，资产价格泡沫大多对实体经济有不同程度的影响，有时甚至造成灾难性的损失。

那么，究竟什么是“泡沫经济”？如何界定“泡沫”？资产价格的波动是如何影响实体经济活动的？货币当局在感觉到泡沫出现的时候，是否需要干预？如何干预？我们对于这些问题并没有明确的答案。

大部分金融危机爆发的原因追根溯源都可以归结为人类本性和政策措施的相互作用。和以前许多次危机一样，在最近这次危机中，人们普遍关注的是货币政策、道德风险、监管和规制失误等。一些观察家认为，人类本性是造成资产价格和信贷泡沫的主要原因，类似的泡沫在不同类型的金融体系——无论是发达市场还是欠发达市场中都出现过，且往往与金融创新相伴随。而另一些观察家则认为，市场上出现的恐慌情绪主要源于货币政策过于随波逐流，或者说在危机中过早地转向宽松。造成这一局面的原

因是政策制定者们过于迷信金融创新，并且过于相信市场自我调节的能力。这两方面的观察家们虽然观点完全不同，但在本次危机中均可以找到切实的证据支持各自的观点和论证。传统的货币政策目标是物价稳定，而现在已经不足以应付新的局面，必须考虑两个基本点：其一是货币政策在导致经济失衡和泡沫中扮演了怎样的角色？其二是我们应该如何正确理解资产价格在货币政策框架中的作用？

邓瑛博士的这部专著就是试图对上述问题作出回答的一部力作，也是对上述问题进行长时间思索的结晶。作者在比较了资产价格波动与资产价格泡沫两个概念的基础上，深入剖析了资产价格波动的动因及泡沫产生的机制。由于资产价格的波动不仅会影响宏观经济，当泡沫累积到一定程度还会威胁到金融稳定，甚至诱发金融危机，作者系统地论述了资产价格与宏观经济变量、货币政策传导机制及金融稳定之间的逻辑关系。正因为资产价格与货币政策有一定的关联性，当前各国中央银行面临着是否应该对资产价格波动做出回应的两难选择。作者详细比较了当今学术界争执不下的两种基本观点“防患于未然”和“善意的忽略”，得出了“鉴于货币政策可以通过资产价格的传导渠道来影响消费、投资以及资产负债表情况，货币政策还是应该关注资产价格的波动并作出相机抉择和权衡取舍”这一政策结论。同时还指出，前瞻性货币政策是从货币政策制定与执行的技巧和策略上对货币政策进行限定，较好地界定了资产价格与货币政策的基本关系。而货币政策的反应应该包括两层意思：第一，如何用货币政策预防严重的股市或房地产泡沫；第二，政策如何在事后应对资产泡沫的崩溃，由此从理论上分别构建了泡沫形成前和形成后的货币政策反应模型。从实践上来看，在如何应对资产价格波动或泡沫的问题上西方发达国家已积累了丰富的经验，同时也有着一些失

败的教训，可以为中国的货币政策提供一个借鉴的平台。在此基础上，经过深入思考，作者大胆提出，应针对中国实情，构建考虑资产价格因素在内的货币政策框架，建立货币政策对资产价格变化的反应机制。

《不完全信息下的资产价格冲击与货币政策选择》一书注重理论与实践相结合，紧扣现实，有不少创新的观点和前瞻的方法。包括：（1）宏观经济、金融研究的微观化分析方法。从对“新经济”和股票市场这一资产价格泡沫源头的争议着手，将心理因素和不完全信息这两个导致金融资产价格偏离的非基本面因素引入货币政策传导的分析框架中。（2）关注政策引致的经济波动。因为货币政策本身也可以看作是产生泡沫的因素之一，所以作者研究了中央银行货币政策（如将货币供应量或通货膨胀率作为目标）如何导致潜在的泡沫，货币政策和资产价格之间是如何相互影响的，并且在理论分析的基础上，对美国股市泡沫产生过程中的道德风险进行了量化检验。（3）国际比较的经验研究。本书自始至终贯穿着不同国家的比较研究，采用计量经济学的检验和案例分析，比较了中国和其他发达国家如欧洲国家、美国、日本等资产价格波动的不同情况、资产价格和宏观经济变量关系的差异、货币政策干预资产价格波动的不同措施及经验等，并从中国经济金融体系的实际出发分析了差异产生的原因。（4）结合中国实际情况建立起新的货币政策指标和框架体系。例如：通过实证方法建立广义价格指数，并提出一些特别的战略，如汇率制度的改革，对金融中介脆弱性的改善，弱化政府对金融市场的干预和影响，建立独立的中央银行体系等。

作为邓瑛博士的导师，我欣赏本书将西方经济学领域的前沿理论与我国实践相结合的尝试，也欣赏邓瑛博士刻苦钻研的精神

和高效的研究能力。我衷心希望邓瑛博士能在学术研究探索方面再接再厉，也希望年轻学者的这种尝试能对我国学术界的研究方向与经济金融体制改革有一定的启示。

周 骏

2009年2月20日

目 录

导 论	(1)
第一章 不完全信息下资产价格的波动	
与资产价格泡沫	(32)
第一节 资产价格的决定及其波动	(33)
第二节 资产价格泡沫及其衡量	(47)
第三节 资产价格泡沫的产生机制 ——信息不完全的结果	(57)
第四节 资产价格波动的动因分析	(70)
第二章 股价波动的国际比较——对中 国、欧洲、美国的实证分析	(90)
第一节 衡量股价波动的理论方法 评介	(91)

第二节	对中国、欧洲、美国股价波动的实证分析	(93)
第三节	股价波动差异的原因：中国政策冲击角度的分析	(108)
第三章	资产价格、宏观经济变量与货币冲击	(117)
第一节	资产价格与宏观经济关系的理论评析	(118)
第二节	协整检验的假设与理论模型的建立	(133)
第三节	对中国金融市场与宏观经济的协整分析 ...	(137)
第四节	协整分析结果的原因解析及政策启示	(151)
第四章	资产价格与金融稳定	(161)
第一节	著名的资产价格泡沫事件	(162)
第二节	资产价格波动与金融稳定关系的理论研究进展	(173)
第三节	资产价格波动与金融稳定关系的实证研究进展	(184)
第四节	资产价格、金融稳定与货币政策的关系：一个逻辑分析	(193)
第五章	货币政策关注资产价格的可能性	(199)
第一节	资产价格波动对货币政策的挑战	(200)
第二节	资产价格作为货币政策目标的争论	(206)
第三节	资产价格与货币政策传导机制	(216)
第四节	不确定性、资产价格与货币政策	(228)

第六章 资产价格波动与最优货币政策选择的理论分析	(237)
第一节 资产价格与货币政策关系的理论模型：前 瞻性货币政策模型的解释	(238)
第二节 货币政策对资产价格波动的反应：泡沫形 成前的事前反应	(242)
第三节 货币政策对资产价格波动的反应：泡沫形 成的事后反应	(257)
第七章 中央银行应对资产泡沫的国别经验	(271)
第一节 资产价格膨胀和货币政策：日本的经验分 析	(272)
第二节 美联储的货币政策与股市泡沫：对格林斯 潘对策假说的检验	(288)
第三节 将资产价格纳入货币政策的支柱：欧洲中 央银行的经验	(312)
第四节 全球金融危机下的货币政策：各国央行处 理泡沫的经验比较	(319)
第八章 应对资产价格冲击的中国货币政策新框架	(329)
第一节 全球金融危机背景下中国货币政策面临的 新挑战	(330)
第二节 调整货币政策的客体：价格型政策目标的 完善与扩充	(338)
第三节 优化货币政策的主体：中央银行的独立性 与透明度	(359)
第四节 扩展宏观金融审慎框架：货币政策与金融	

监管的协调配合	(364)
第九章 结论及进一步研究的问题	(380)
附 录	(386)
参考文献	(393)
后 记	(403)

导 论

一、研究背景和选题意义

最近 20 年，货币政策理论遭遇了各种重大挑战——凯恩斯革命，新古典综合学派、货币主义革命、理性预期下的新古典经济学，以及真实商业周期理论等的出现，极大地挑战着传统货币理论。近年来，金融资产价格在货币政策中所起的作用日益受到人们的重视。这至少与最近一、二十年发生在发达国家和发展中国家的一系列经济金融危机有关。许多学者在研究金融危机时，将金融资产价格的波动视为导致金融危机发生的重要甚至是决定性的因素。具体说来，各国学者和中央银行关注资产价格与货币政策的关系，主要有以下一些经济背景：

（一）“非理性繁荣”和“全球金融危机”带来的冲击

伴随着金融自由化与全球化的浪潮，资本市场在过去的几十年里急速膨胀，这明显地表