

专著

ZHUANZHU

资产价格波动与货币政策选择

王柏杰 著

ZHUANZHU

西北工业大学出版社

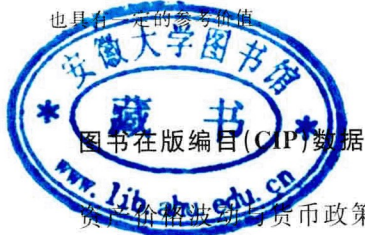
资产价格波动与货币政策选择

王柏杰 著

西北工业大学出版社

【内容简介】 金融危机给传统货币理论带来前所未有的挑战。货币政策是否关注资产价格波动已成为学术界和政界关注的焦点及亟须解决的难题。本书以股票价格和房地产价格为代表,在一个统一的理论框架内分析了货币政策“为何”要关注资产价格、资产价格“如何”作用实体经济、怎样将资产价格纳入货币政策分析框架以及中央银行关注资产价格波动的可能性等一系列问题。

本书为中央银行、各级政府关注资产价格提供了理论依据和经验支持,同时也是经济学专业高年级本科生、研究生的参考资料,对研究“货币政策与资产价格”的同行也具有一定的参考价值。



资产价格波动与货币政策选择/王柏杰著. —西安:西北工业大学出版社, 2013. 6

ISBN 978-7-5612-3710-6

I. ①资… II. ①王… 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(2013)第 145126 号

出版发行:西北工业大学出版社

通信地址:西安市友谊西路 127 号 邮编:710072

电话:(029)88493844 88491757

网址:www.nwpup.com

印刷者:陕西向阳印务有限公司

开本:850 mm×1 168 mm 1/32

印张:8.625

字数:201 千字

版次:2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

定价:26.00 元

序 一

2008年金融危机以来,各国中央银行对资产价格波动的关注上升到前所未有的高度。现今,不但以股票、房地产和债券为代表的资产价格成为人们的主要财富,而且资产价格波动乃至泡沫的破灭给实体经济带来的灾难也是不争的事实。货币政策和财政政策作为各国宏观调控的主要手段,其主要目标应包括经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡,其中尤为关注的目标是物价稳定。那么,资产价格波动是否应纳入物价稳定范畴,甚至是纳入货币政策目标呢?王柏杰博士的专著以此作为研究的切入点,并在一个统一框架内来解决这一问题,我想是有很大的理论价值和现实意义的。

各国中央银行是否要关注资产价格不但在学界而且在政界都有很大争议。争论的焦点有二:一是资产价格是否包含未来通货膨胀的信息;二是各国货币当局是否有能力来控制,抑或是干预资产价格波动。在理论上,持反对观点的以现任美联储主席伯南克为代表,他的观点是由于无法判断资产价格波动到底是由基本面因素还是非基本面因素引起的,强行干预甚至是“戳破”资产价格泡沫,会给实体经济带来巨大灾难,而以通货膨胀为目标的货币政策会自动吸收股票价格由上市公司生产率所产生的股票价格上升,同时会抵消由投机所引起的股票价格的波动。所以,货币政策对股票价格的波动不做出反应是最优的,除非资产价格波动能改变人们对通货膨胀的预期。持赞同观点的代表人物是国际清算银行(BIS)的斯切蒂教授,他认为货币政策不但要关注通货膨胀和

产出缺口,同时也要关注资产价格。这是因为关注资产价格有助于降低未来发生泡沫的可能性,且反过来未来通货膨胀的预测又依赖于资产价格偏离基本面的程度。由高增长率带来的资产价格上涨与由非基本面因素引起的泡沫引起的上涨是截然不同的。中央银行要对资产价格波动进行反应就必须试图准确地衡量泡沫,尽管非常困难,但不能据此而忽略它们。在实践中,迄今为止,尚没有一个国家或地区的中央银行公开宣布要关注资产价格波动。然而,各国采取浑身解数应对金融危机,也未将各国经济带出困境,反而给发达国家带来了巨大的主权债务危机,连一向被认为是无风险资产的债券,也凸显出巨大的风险。可见,这场危机给宏观经济理论带来了一个历史性的试金石,给货币理论带来了前所未有的挑战。

在国内理论界,2000年前后首先掀起了有关“货币政策有效性”的争论。中国人民大学的黄达教授就指出我国“过分强调”货币政策作用,中国人民银行的谢平教授更是提出货币政策“无效论”。在我国货币政策的长期实践中,渐渐地形成了一种有中国特色的货币政策——稳健性货币政策。而就资产价格波动与货币政策的关系,在金融危机以前,是存在很大的争论的,其争论的焦点跟国外类似。在金融危机爆发以来,却似乎取得了一致的结论:要关注资产价格。现任中国人民银行行长周小川总结我国近10年的货币政策为多目标制:一是维护低通货膨胀;二是推动经济合理增长;三是保持较为充分的就业,维持相对低的失业率;四是维护国际收支平衡。防通货膨胀一直是中央银行最主要的任务和使命,在货币政策中分量最大。

20世纪90年代初,上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立,标志着我国股票市场的建立。国家建立股票市场的初衷是为了解决国有企业的融资难问题,加上各种政策的相继颁布和实施,我国的股票市场烙上了“政策市”的烙印。2007—2008年我国

股票市场出现了单边的倒“V”型特征,表明“非理性繁荣”也是存在的,而随后的多年低迷,甚至出现了“负泡沫”。一方面,它与我国 30 多年的经济高速增长不相符合;另一方面,它也失去了国民经济“晴雨表”的作用。

1998 年,我国开始实行房地产市场化改革,房地产价格走进了上涨通道,尤其是 2003 年以来,涨幅更大。房地产价格过高已成为全社会关注的“民生问题”。2009 年至今,国家颁布了多轮调控房地产价格快速上涨的政策,然而,房地产价格依然高涨。房地产价格高涨是房地产企业和各级政府之间博弈的结果,也跟购买者“等跌追涨”的心理密切相关。多年来,我国就将房地产业作为国民经济的基础性行业,这跟房地产业在产业链间的重要作用有关,也就形成了“房地产企业—银行—地方政府”的利益链。房地产价格上涨越快,地价也就越高,银行也能获利更多,这样,房地产价格泡沫便会被放大,尤其是在发达城市。显然,国家已经意识到这一点。如何合理控制房地产价格及引导资金流向实体经济,是今后需要长期努力的目标,而有比例地实现国民经济各部门的均衡发展是根本的出路。

基于上述的现实背景和理论上的争论,本书从理论与实践经验上回答了“我国货币政策和资产价格之间具有怎样的关联”“货币政策通过资产价格对实体经济有何传导机制”“将资产价格考虑进货币政策目标有何福利改进”“中央银行关注资产价格的可能性”等一系列问题,对“货币政策是否要关注资产价格”这一问题做出了探索性的思考。

王柏杰博士和我相交已经好几年了。2008 年,他考取了我院(西北大学经济管理学院)的博士研究生,他也是湖南人,是我的小老乡。因为这一缘由,我们经常在一起探讨,还经常到我家中细谈,一起合作发表了好几篇论文。王柏杰学习十分刻苦、认真。他不仅勤于思考,而且敢于探索。2011 年,他顺利通过博士答辩,获

得了经济学博士学位。现今,他又在西安交通大学应用经济学博士后流动站从事博士后研究。

我曾多次鼓励他出本专著,如今他拿来书稿,我十分高兴。这可以说是他近几年理论学习和科研探索的成果,我想,这可能是他以后长期研究经济学的开始吧。尽管经济学论点的提出,总与实践的检验有一段差距。这就是我们常说的经济学验证的滞后性。但至少本书中阐述的我国货币政策与资产价格波动为实践提供一个理论框架和部分实证支持。这已经令我很高兴了。因此,我特地为本书写下这篇序言。

何炳成谨序



2013年4月

序 二

我与王柏杰相交已经十余年了，颇有渊源。他于 2003—2006 年在山西财经大学攻读硕士学位时，我作为导师组组长，并给他们讲授发展经济学，因此相识。课堂上，他总是能提出有见解的观点来。他硕士毕业后，又应聘到我任职的晋中学院从教，考博时让我推荐博士生导师，我给他推荐我在西北大学攻读博士学位时的导师何炼成教授及那时的同学郭立宏教授。王柏杰凭自身努力终于在 2011 年在西北大学经济管理学院获得经济学博士学位，师从郭立宏教授和何炼成教授。如今他写了这本专著，我欣然作序。

从理论上讲，货币政策的有效性本来就是有个有争议的问题。在国外，由于货币政策传导机制的复杂性及货币当局使用货币政策调控实体经济的能力有限，对货币政策的效力颇有质疑。在货币政策实践中，以美国为代表的四十多个国家宣布实行通货膨胀目标制，尽管在金融危机爆发以来，以美联储主席 Bernanke 为代表的政界和学界仍称货币政策不需关注资产价格波动。在国内，针对股票市场的大起大落，也有过政府是否需要“救市”的讨论；而针对我国房地产价格高涨的事实，国家多次进行房地产价格调控，旨在抑制房地产价格过快增长。事实上，房地产价格仍然居高不下，已成为当前社会普遍关注的民生问题。可见，传统的货币政策理论在金融危机的冲击下受到了极大挑战，货币政策是否要关注资产价格波动也就成为学界和政界关注的焦点了。本书以此为背景，着实解决货币政策“为什么”要关注资产价格波动、“怎样”关注资产价格波动及关注资产价格波动有何福利改进等问题，显然，具有重要的意义。

以股票价格和房地产价格为代表的资产价格不但成为居民的主要财富,而且对实体经济产生重大的影响,资产价格泡沫一旦破灭,会给实体经济造成巨大灾难。我国股票市场建立的初衷是为了解决国有企业融资难问题,因而我国股票市场被烙上了“政策市”的烙印,在很大程度上失去了国民经济“晴雨表”的作用。而房地产价格自 1998 年房地产市场改革以来迅速上涨,幅度惊人。次贷危机爆发后,我国为了应对金融危机带来的经济萧条,在 2008 年年底采取了 4 万亿财政刺激和宽松的货币政策来刺激经济增长。但从 2009 年下半年开始,为了抑制房地产价格的疯涨,国务院颁布了一系列的措施,比如国八条、新国十条、国五条等。但是,房地产价格仍然居高不下。我想就此问题,结合本书中的理论框架和思路,谈几点看法。

第一,房地产价格高涨与货币政策中介变量之间的辩证关系。理论界争论货币政策是否关注资产价格波动的一个焦点是资产价格中是否包含未来通货膨胀的信息。在我国,房地产价格的高涨与金融支持是密不可分的。我国的货币政策利用存款准备金率、利率和公开市场业务三大工具来调控实体经济,在房地产价格中,能看到很多货币政策的影子。从房地产的供给方,即房地产企业来看,银行是房地产企业资金的主要来源;从房地产的需求方,即置业者来看,银行是置业者资金的主要来源。因此,中央银行可以通过提高贷款利率、银行贷款流向、置业者贷款比例等手段来抑制房地产价格过快上涨。要考察房地产价格中是否包含未来通货膨胀的信息,需要考察通货膨胀、房地产价格、货币政策中介目标(广义货币供应量与利率)及经济增长(国内生产总值(GDP)或工业增长值)之间的内在关联,用向量自回归模型(VAR)不失为一种好方法(见本书 4.3 节),发现房地产价格中确实包含未来通货膨胀的信息,且与广义货币供应量及利率关系密切。

第二,我国房地产价格高涨的主要原因。作者在本书 4.3 节

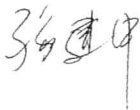
中,提出了一个观点:金融支持过度。首先,在我国,地方政府“统御”经济增长成为不争的事实,在地方政府事权、财权不统一的背景下,地方政府为了解决融资问题,土地收入成为其财政重要的收入来源。再加上,利用商品房开发可以迅速实现城镇化,符合地方政府的“政绩”目标。因此,地方政府有向房地产企业提供土地的动力。其次,银行能从房地产价格快速上涨中获利。只要房地产价格在不断上涨,银行向房地产企业的贷款可以获得稳定且丰厚的利息回报,更能从对置业者的贷款中获得稳定的收益。银行在房地产的供需双方中都起着重要的作用。自然而然,就形成了一种“地方政府—银行—房地产企业”的紧密的利益链。此外,从置业者的购买心理来看,“等跌追涨”心理严重,无疑又推动了房地产价格的上涨。

第三,房地产价格对居民消费和企业投资的作用。货币政策通过资产价格来影响实体经济被称为货币政策传导机制,一般会影响居民的消费和企业的投资,即消费渠道和投资渠道。在我国,房地产日益成为居民的主要财富。首先,房地产价格上涨有显著的消费效应。房地产价格上涨,意味着房主财富更多,对于有多套住房的房主来说,交易住房,获利越多,其消费倾向越大,财富效应也就越高。对房地产企业来说,它们也期待房地产价格上涨,上涨幅度大,其利润空间增加。对置业者来说,第一套房一般解决自身的消费需求,也具有典型的消费效应(见本书 5.3 节)。其次,房地产价格具有显著的投资效应。房地产业的上下游产业链延伸得很长,我国一度将其作为国民经济的基础性行业。从统计数据来看,各地房地产投资是拉动固定资产投资的主要力量,对拉动地方经济起着重要作用。然而,实践证明房地产业作为基础性行业也具有诸多弊端,房地产价格泡沫给实体经济带来的灾难让人们对此重新思考。

第四,如何控制房地产价格过快增长。不论是政界还是学术

界,对控制房地产价格过快增长似乎已经达成共识,那么,接下来的问题就是如何控制。从国务院和各地方政府出台的控制房地产价格的政策措施来看,重点在于控制投机性购房需求,具体表现在控制房地产企业的贷款,提高置业者的首付比例,限购等,但这些措施的实际调控效果并不理想。地方政府—银行—房地产企业的利益链日益牢固,这一点在我国发达城市尤为明显。因此,当前采取的调控房地产价格的措施应把握两点。一是合理控制房地产价格泡沫,切忌采取过激的措施来“戳穿”房地产价格泡沫,这样会给实体经济带来更大的灾难。比如,对房地产企业的金融支持过紧,必然提高房地产企业的融资成本,变相地推动了房地产价格上涨,征收房产税,会将税收转移到购买者,也会推动房地产价格上涨。二是有效将国民经济的基础性行业向实体经济转移,尤其是现代制造业、高新技术产业等,实现国民经济各部门的协调发展是今后必然的出路。

综上所述,有关货币政策和房地产价格的关系可以从本书中得到答案。难能可贵的是,作者能运用现代的分析方法将国外的理论前沿和中国的实践相结合,其结论更加具有说服力。经济学理论的提出到实践的检验有一定的时滞性,作者能在一个统一的理论框架下,试图解决货币政策和资产价格的关联性的问题,做到自圆其说,是令我很欣慰的一点。希望继续深化研究,探求其内在规律,期待更加丰硕的成果。



2013年4月

前 言

20 世纪末至今,世界经济和国际金融形势出现了巨大的变化,很多国家在利率、物价和国内实体经济较为平稳的情况下,出现了经济的剧烈波动。比如,20 世纪 80 年代日本“泡沫经济”破灭导致的经济长期萧条,90 年代后期的亚洲金融危机,尤其是以美国为代表的西方各国资产价格明显偏离实体经济导致的 2007 年金融危机,最终导致全球经济危机。正如 Bernanke(1999)断言:“过去的二十年,世界主要中央银行皆大体成功控制了通货膨胀。尽管要说通货膨胀不再是一个重要的问题为时尚早,但可以预料的是,未来中央银行家的主要战斗将在另外的战场。有一个重要的现象已经引起政策决策者的高度重视,那就是金融体系不稳定性显著增加,其中的重要环节就是资产价格的剧烈波动。”

关于“中央银行是否要对资产价格波动反应”这一问题,不论国际还是国内都存在着巨大的分歧和争议。最著名的争论是 Bernanke(1999)与 Cecchetti(2000)之争,他们争论的焦点问题是资产价格泡沫成因的区分问题,以及即使资产价格泡沫能识别,但货币政策可能不是抑制泡沫的有效工具。在我国,面对股票价格的剧烈波动,2008 年我国面临着政府是否该“救市”的争论;面对房地产价格的飞速上涨,2010 年至今政府对房地产价格已进行了三轮大规模的调控。

中央银行将资产价格波动纳入货币政策目标函数,需要解决以下几个问题:第一,资产价格波动与货币政策中介目标利率、货币供应量以及其他宏观经济变量,比如通货膨胀率、产出增长率,是否存在显著的相关关系;第二,资产价格波动是否已经影响到了

实体经济的发展;第三,将资产价格纳入货币政策目标函数是否能降低通货膨胀缺口和产出缺口,其福利和损失是怎样的;第四,中央银行是否有识别资产价格泡沫,成功控制资产价格泡沫的能力。

本书采用规范分析和实证分析相结合的方法,对上述问题进行了系统分析与研究。研究发现:第一,我国房地产价格、股票价格与利率、货币供应量、消费价格指数(CPI)、产出等变量之间存在着长期的协整关系和显著的相关关系,且资产价格波动不但对通货膨胀具有指示作用,而且还影响产出增长;但利率、货币供应量对资产价格波动没有反应或反应微弱。第二,货币政策通过资产价格传递机制作用于实体经济,主要表现在通过居民的消费效应、企业的资产负债表效应、家庭的流动性效应等形式作用于实体经济。在着重对我国房地产财富的居民消费效应进行的考察中,发现我国房地产财富的总体短期消费效应为0.11,长期消费效应则为0.29,可见我国的房地产价格波动足以影响到居民的消费,进而作用于实体经济。第三,利用动态随机一般均衡模型模拟分析了不考虑资产价格与考虑资产价格的利率规则函数对通货膨胀缺口和产出缺口的影响、福利和成本,发现中央银行将资产价格纳入货币政策目标函数有利于降低通货膨胀缺口和产出缺口,尤其是当其拥有足够的资产价格波动信息时。因此,中央银行有足够的理由将资产价格波动纳入货币政策目标函数。第四,为了识别和控制资产价格泡沫,中央银行应该构建包含资产价格在内的广义价格指数,同时也应加强对资产价格波动信息的搜集和识别能力,这就需提高中央银行的独立性与透明度,成立专门的资产价格波动监管职能部门。货币政策还应与金融监管政策、财政政策相配合、协调,构建一个包含货币政策和金融监管政策的审慎性宏观经济政策框架。这样有利于降低资产价格泡沫形成的概率,有利于减少泡沫破灭后对实体经济的负面影响。

本书得以顺利出版,首先要感谢我的恩师何炼成教授和孙建

中教授,他们不但给我很多指导,还在写作的过程中给予很多鼓励和鞭策;要感谢我的博士导师郭立宏教授,是他为我开启了学术之门;要感谢我的博士后合作导师冯宗宪教授,他为本书提出了很多宝贵的修改意见。

其次,感谢本书中全部参考文献的作者,正是你们优秀的前期成果,本书才有取之不尽的创新灵感。

最后,感谢我的家人,是他们的理解和支持,本书才得以顺利完成。可爱的儿子、贤惠的妻子、善良的父母是我完成此书的最大动力。谨将此书献给他们!

由于水平有限,书中难免有不妥之处,敬请专家学者、同行批评指正。

著 者

2013 年 2 月

目 录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究思路与主要观点	6
第二章 相关理论基础与文献综述	11
2.1 理论基础	11
2.2 文献综述	19
第三章 货币政策理论的发展	31
3.1 货币政策规则理论	31
3.2 货币数量规则	33
3.3 泰勒规则	36
3.4 麦克勒姆规则	42
3.5 通货膨胀目标制	44
3.6 基于资产价格的货币政策规则函数	51
3.7 中国的货币政策实践	55
第四章 货币政策关注资产价格波动的缘由	59
4.1 各国资产价格波动与中央银行的反应	59
4.2 货币政策与股票价格波动	81

4.3	货币政策与房地产价格波动	100
第五章	货币政策的资产价格传导	126
5.1	货币政策的资产价格传导机制	126
5.2	货币政策的资产价格传导渠道	128
5.3	我国房地产价格的财富效应	134
5.4	我国股票价格的消费效应	150
第六章	中央银行将资产价格纳入货币政策目标函数:理论与 实证	160
6.1	相关理论	160
6.2	不完全市场下的货币政策规则	166
6.3	将资产价格纳入货币政策目标函数的福利分析 ..	171
第七章	中央银行对资产价格波动反应的可能性	176
7.1	资产价格泡沫的识别	176
7.2	广义物价指数的构建	184
7.3	将资产价格纳入货币政策目标函数	185
7.4	审慎性宏观政策框架的构建	186
第八章	总结与展望	190
8.1	结论	190
8.2	不足与需进一步研究的问题	191
附录		193
附录 I 不完全条件下中央银行货币政策选择的均衡		

模型.....	193
附录 II 我国历年房地产宏观调控政策回顾.....	196
附录 III 中国稳健的货币政策.....	202
附录 IV 21 世纪以来的中国货币政策主要特点	207
附录 V 美联储及其货币政策.....	224
附录 VI 量化宽松货币政策.....	229
参考文献.....	234