

货币政策调整与资本市场波动:一个文献综述*

闫先东 朱迪星

[摘要]近两年我国资本市场的剧烈波动和央行的救市效率问题受到了广泛的关注。本文对金融危机后国外相关理论演进的逻辑以及国内外央行决策实践的相关研究进行了综述。主要围绕“资本市场波动对经济有何影响”以及“货币政策调整影响资本市场波动的效率”两个核心问题,梳理了学者们对货币政策介入资本市场的必要性、调整效率以及存在障碍等问题提出的不同观点,以及相互批判的逻辑框架。并在此基础上,结合中国资本市场的实际制度特征给出了我国央行介入资本市场的基本思路建议。

关键词: 货币政策 资本市场 金融稳定 逆风策略

JEL 分类号: E44 E52 G01

2014年下半年以来,我国资本市场在短期内出现了剧烈波动。在整个动荡过程,尤其是在暴跌阶段,关于中央银行是否应该释放流动性救市的话题引起了广泛的争议,理论界和实务界围绕资本市场繁荣对实体经济的价值、资产价格暴跌是否会对实体经济产生冲击以及救市政策的成本等问题展开了激烈的讨论。从事后来看,在经济持续下行且物价相对安全的条件下,为缓解金融市场和实体经济的共同压力,降准和降息等宽松政策的出台符合市场预期,配合其他监管和干预政策最终有效遏制了指数的进一步下滑。但如果回顾整个市场周期,尤其是在前期资本市场繁荣阶段,当经济面临下行压力,而指数存在泡沫时,货币态势的选择问题仍值得反思。这其中主要涉及到两个关键的问题^①:一是我国的资产价格波动与实体经济之间到底存在怎样的联动关系;二是我国的货币政策体系在资产价格大幅波动的过程中到底发挥了怎样的作用,或者说应该发挥怎样的作用。

事实上,在欧美等金融市场更加完善的经济体中,类似的争议和探讨同样存在。早期的研究中,Bernanke and Gertler(1999)的观点最具有代表性。他们认为货币政策应该单纯地将宏观经济基本面的稳定作为政策目标,即仅针对通胀水平和产出缺口的过度波动做出反应。在他们看来,金融市场稳定和实体经济稳定两个目标可以很好结合在统一的政策框架内,维持产出增长和物价的稳定就可以很好规避金融市场的波动。这种“货币政策不应该干预资产价格”的观点成为当时的主流,也被认为是传统观点(conventional wisdom)的最佳诠释,得到了不少实证研究的支持。

2008年国际金融危机的爆发,使得这一观点的有效性开始受到理论界和实务界的广泛质疑。在持续的低通胀状态下,美国金融体系依然产生了巨大的资产泡沫,并最终对价格、产出和就业等方面产生了极为严重的负面影响。这一背景下,即使是对传统观点最坚定的支持者,也不得不开始重新思考资产价格、货币态势和实体经济三者之间的内在关联性。学者们从各个角度寻找理论和

* 闫先东,中国人民银行调查统计司,副研究员,经济学博士;朱迪星,中国人民银行武汉分行,经济学博士。本文仅代表作者个人学术观点,与所在机构无关。本研究得到国家社科基金面上项目(15BJY157)“新常态下的货币政策转型问题研究”以及国家自然科学基金应急项目(71541016)“资本市场健康发展对通货紧缩预期的影响机制研究”的资助。

① 本文的综述主要针对资本市场的相关研究。当然,很多文献是从整体资产价格波动的角度进行分析,可能关注了房地产、资本市场以及外汇等各类金融资产。如果相关研究没有区分这些市场和价格变动的异质性,本文也会将相关的理论分析和实证结论以资产价格的表述纳入本文的逻辑框架。如果研究中区分了不同市场的特征,本文仅考虑其中资本市场的相关内容。

经验的证据来分析金融危机是否能被避免或显著地削弱,以及货币政策态势在泡沫形成中如何发挥作用等问题。这一阶段,逆风策略(leaning against the wind)逐渐成为更被认可的观点。它指出由于金融体系不稳定会给整个经济系统带来巨大的潜在成本,央行应该将包括资产价格等金融体系稳定性指标纳入货币政策的操作框架,在泡沫形成期和价格衰退期都积极介入,并通过短期利率等操作工具控制住资产价格的过度波动,实现对实体经济负面影响最小化的目标。

但从近两年相关领域最新的研究成果来看,货币政策介入资产价格的观点的共识有了新的变化,尤其是以美联储主席 Yellen 为代表的央行政策制定者开始对逆风策略存在的种种问题提出批评。当然从原则上看,他们也认同,无论是通胀目标制还是实施货币政策规则的央行都应该对金融体系的波动,例如资本市场泡沫等问题给予更多的关注。但想要在事前介入资产价格的泡沫形成仍然存在较大的阻力,一是货币政策在泡沫形成期收紧对资产价格上涨的遏制效果值得探讨,而急剧的货币紧缩可能对实体经济的其他领域造成过高的成本。二是在事前很难判断非基本面驱动的资产价格波动,在当前央行政策体系沟通机制的约束下,在低通胀环境下实施紧缩货币政策的决策存在较大的可操作性问题。另一方面,包括宏观审慎政策在内的其他监管工具改革和实施也给了欧美国家央行不在前期盯住资产价格的底气。按照他们的逻辑,如果在事前难以衡量资产价格泡沫的幅度和金融危机出现的概率,那就应该选择更可行的办法,即限制金融体系的风险暴露和危机发生后的损失程度,并建立更为高效的金融市场隔离机制以在风险出现后能减缓其传播的速度。

总的来说,目前对货币政策是否应该提前介入资产价格波动(主要是泡沫形成)的研究仍然存在争议。更重要的是,当前不存在一个被认可的整体研究架构,持不同观点的学者无法在统一的框架下进行探讨,只能选择各自有利的研究假设并质疑其他研究中的一些漏洞。当然,随着理论研究的演进和现实经验证据的丰富,无论是传统观点还是逆风策略中存在的各种约束问题也逐步被观察到并得到了充分论证,这给各国央行的决策提供了更多的思路和依据。虽然宏观审慎政策还需要经受现实的考验,但至少在上一次金融危机前后各国央行出现的很多决策错误据此可以得以纠正。

将视野转回到中国,这种理论的演进和共识的变化为我国央行的政策选择提供很好的借鉴意义。但应该注意到,中国现实的金融市场和金融体系与欧美等国家存在很大差异。具体来看,其一,我国资本市场,尤其是资本市场价格的形成机制离真正的市场化存在较大的差距,政府监管部门能轻易地控制资产交易的规模、频率甚至价格(纪敏等,2012),资产价格上涨有更强的流动性驱动证据(陈继勇等,2013)。同时,我国资产价格上涨背后存在政策目的性,股票市场繁荣被认为可以实现包括降低杠杆水平、为经济结构转型提供融资、国有资产保值增值、填补社保资金缺口等在内的多个目标,这种明确的目的性在我国金融市场上制造了巨大的套利空间,并导致风险定价机制的弱化和市场价格的过度波动性(何佳,2015)。其二,我国资本市场与实体经济之间的关系与欧美国家存在明显差异。受居民持股比例和企业股权融资比例较低等因素影响,繁荣资本市场带来的财富效应以及融资便利的改善较少,相反可能由于风险定价机制问题而吸收产业资本入市,降低实体经济效率(吴海民,2012)。这种制度差异使我国资产价格、货币政策与实体经济之间存在特殊的逻辑关系,我国央行在应对资本市场泡沫或萧条时需要权衡的目标也与美联储等发达经济体的央行有很大的不同。

本文的综述按照前述的理论演进的逻辑框架展开,主要是围绕金融危机后逆风策略这一理论的共识详细介绍和评述支持和反对的各类观点,并结合中国特殊的制度因素给出了比较分析,以及后续研究的方向。本文剩余部分的内容分为五个部分:第一部分主要是逆风策略对传统观点的批判;第二部分介绍近期研究中指出的逆风策略存在的主要问题;第三部分是欧美央行在实践中

货币政策决策对资本市场波动的反应、原因以及后果;第四部分是对中国货币政策介入资本市场的分析,主要包括中国独特的价格形成机制、驱动因素、对实体经济的影响以及中国央行的实践等问题;第五部分结合相关理论对我国资本市场此次动荡进行分析,并给出相关的政策建议。

一、危机后的新共识:逆风策略

事实上,逆风策略并非次贷危机后的新生事物,Borio et al.(1994)就提出货币政策应该将资产价格的周期性波动作为响应的对象的观点。在亚洲金融危机后,Cecchetti(2000),Borio and Lowe(2002)以及 Bordo and Jeanne(2002)等明确了逆风策略这一概念,并指出货币政策应该积极地对资产价格或其他衡量金融稳定的指标(如杠杆率)做出反应。他们并没有要求货币政策应该对资产价格的波动做出自动的响应,或尝试确定合理的价格水平,但指出各国央行至少需要监测驱动价格因素的原因,并随时对非基本面波动部分做出回应。Robinson and Stone(2006)从货币政策和经济需求等角度修改了资产价格泡沫外生的假设,理论模型的推导也表明如果货币政策能在泡沫存在时适度紧缩,如资本市场价格过高时选择加息,整体期望福利的增加会超过短期内经济波动带来的成本。

金融危机后,逆风策略被更多的学者关注并逐步成为当时的主流观点。DeGrauwe(2007)以及 Nelson and Schwartz(2008)都认为次贷危机表明央行必须担负起更多的监管责任,维持金融稳定并避免资产泡沫。Benigno and Paciello(2010)指出危机前美联储已经关注到泡沫的存在,但政策行动过慢,最终增加经济的风险。Diamond and Rajan(2011)以及 Aizenman et al.(2011)都认为金融系统的脆弱性是其内在特征,央行对于金融稳定有必要的责任,应该将其作为货币政策的目标。

另一方面,逆风策略的支持者认为即使这种政策干预存在副作用,例如对经济增长和通胀预期有负面影响,也是值得的。根据 Issing(2009)等的估算,这种实体经济的损失可以被政策带来的潜在收益所覆盖。从历史的实践经验看,金融危机带来的负面影响非常剧烈,产出和就业等指标都会受到较大冲击,如果在前期对资产泡沫规模有所限制,整体社会福利改善会很明显。Levine and Lima(2015)在 De Paoli and Paustian(2013)等研究的基础上,利用扩展的新凯恩斯框架分析了货币政策和宏观审慎政策应对资产价格泡沫在经济整体福利中的意义,结论表明逆向操作确实比传统意义上的政策会有更好的福利增长,而且,如果能合理地使用宏观审慎政策,即使两者是各自相互独立的目标,也会显著降低风险的概率和危机爆发后的损失。

总的来看,支持逆风策略的相关理论和实证研究,主要都是对传统观点中一些逻辑漏洞的批判,根据本文的梳理主要有以下五个方面。

(一)低通胀状态并非资产价格稳定的充分条件

传统观点认为,如果无法保证实体经济的平稳,资产价格必然会有非预期的大幅波动(Bernanke and Gertler,1999)。一方面,增长的不确定性会降低投资者的期望投资收益,同时导致各主体名义收益波动性加大,投资决策会要求更高的风险溢价。另一方面,价格不稳定会导致抵押品价值波动,通胀可能会鼓励投机性交易,造成金融体系的不稳定。在此基础上,他们指出货币政策如果保证了平稳的经济运行环境(低通胀和低产出波动)就能保证金融体系的稳定,并以此支持货币政策不介入资产价格的观点。

但经济稳定只是资产价格稳定的必要而非充分条件,次贷危机在稳定的物价环境下爆发成为一个具体而深刻的反面例子,也使得学者们对这一问题有了重新认识。Kuttner(2011)指出在危机前,短期利率与资产价格之间的关系并不显著,低通胀下资产泡沫迅速形成。Mumtaz and Surico(2012)甚至指出央行过于机械的追求价格稳定,也是资产泡沫产生的原因之一。在事实面前,即使

是最为保守的观点,也可以说物价水平并不是一个很好的能对金融危机进行预测的指标。在近期的研究中,部分学者也关注到长期样本中物价与资产价格变化趋势的动态关系。Blot et al.(2015)指出在美国和欧洲资产价格波动与物价稳定之间的关系都有很明显的时变特征,即使是正负关系也不稳定。这一结论显然无法支持传统观点,价格稳定不可能是金融稳定的充分条件。而类似的结论也能在 Altunbas et al.(2014)的跨国比较研究中被证实。Brunnermeier and Sannikov(2014)借鉴货币政策风险承担渠道的思想,甚至指出危机前低物价水平下的货币扩张显著刺激了住户和企业投资决策时的风险承担行为,并导致了金融体系整体风险的积聚,最终对经济和就业造成负面影响。

(二)非理性因素驱动的资本市场过度波动可能被低估

传统观点的另一个不足在于其可能大幅低估了现实中资产价格本身的波动情况,逆风策略的支持者们从资产价格波动性之谜的结论出发,改进对泡沫规模的理论设定同时给出资产价格,尤其是资本市场存在过度波动的经验证据,来证明货币政策利用经济稳定来促进金融稳定的思路存在较大的局限。

从实证角度看,相对于红利的波动而言,资本市场的实际回报波动性远高于理性理论要求的边界。历史数据中综合市场的实际收益的标准差为 18%,红利增长的标准差仅为 12%,而价格红利比的标准差在长期样本中仅仅只有 0.27%,无法解释实际回报和红利增长之间的巨大标准差,Campbell(1999)将这一现象称之为“股票价格波动性之谜”。对这一微观异象的研究,主流的观点来自行为金融学对于偏好和效用的描述。他们认为,常系数相对风险厌恶效用函数对效用形式的设定,以及风险性质的区分和度量都存在诸多不足。事实上行为人的偏好缺乏稳定性,并可能对最终的投资决策带来巨大的影响。消费习惯形成(Campbell and Cochrane,1999;Chan and Kogan,2002等)以及损失厌恶(Barberis et al.,2001)等偏好方面的假设修正正在缩小理论与现实波动性的问题上起到了关键的作用。另一类研究观察到投资者系统性信念偏差带来的影响,在基本面驱动资产价格的波动外,Bansal et al.(2002)以及 Bansal and Yaron(2004)等研究了基本面不确定性波动会导致投资者的风险溢价要求存在时变性,而 Barro(2006)以及 Gabaix(2008)则关注到周期性的危机可能对投资者估计未来资产价格的影响,而 Barberis et al.(1998)、Daniel et al.(1998)以及 Dumas et al.(2009)则提出了非一般性的投资者信念模型来分析投资者对新消息的反应过度或反应不足存在明显的系统性。

在理论研究的基础上,近期许多学者找到了资本市场波动背后存在大量非理性因素的实证证据。如 Benhabib and Wang(2012)指出情绪波动能解释危机前后超过 90%的资本市场波动。而 Airaudo et al.(2013)改进了投资者异质性假设的研究指出,由于信念等非基本面驱动因素对资产价格波动的影响超过了 75%。在这一假定下,很显然严格的通胀目标或泰勒规则货币政策可能无助于解决泡沫问题。

(三)资本市场价格波动对实体经济的影响可能被低估

部分学者指出传统观点可能大幅低估了资产价格对实体经济的真实影响能力,这使得其决策逻辑的基础存在问题。一方面,随着金融产品和工具的发展,资产价格通过财富效应和资产负债表渠道影响总需求的效应可能会被强化。财富效应被认为是资本市场波动对实体经济影响比较直接的路径,资产价格的变化会改变消费者家庭财富水平和财富增长预期,从而改变其收入和预算约束,进而影响消费。近期的研究中,Stock and Watson(2010)指出随着金融资产在居民财富中的地位更趋重要,财富效应的影响更强。Mian and Sufi(2009)的跨国分析也表明,金融市场越发达的国家资产价格变动通过消费和预期对经济的影响越明显。很显然,随着金融产品和业态的多元化发展,包括股票在内的资产价格波动可能对实际消费和预期有更大的影响。资产负债表渠道是资产

价格影响实体经济的另一个重要因素,如果资产价格波动加剧,会直接改变企业和住户部门的融资约束程度及其投融资决策。在市场膨胀阶段,价格上升会改善企业和住户部门的财务状况,抵押物增值会导致信贷行为增加,促进投资消费。而价格下滑时则会恶化资产负债表,并负面作用于总需求。近期的研究中,Lopez-Salido et al.(2015)利用美国市场的长期数据研究表明,资本市场的波动在繁荣阶段对经济预期的传导效应更强,并可能再次影响资产需求,形成正反馈机制加大泡沫的规模。Langfield and Pagano(2016)的跨国分析指出,即使欧洲的资本市场发展弱于美国,但价格的波动依然会通过发达的商业银行体系有效的向实体经济传导。

另一方面,前期的研究可能忽视了泡沫形成机制的特点,及其对危机后经济复苏难度的影响,根据经验数据的判断可能会显著低估危机后复苏的难度。Allen and Gale(2003)研究了信用扩张与风险转移的长期相互作用,他们认为如果投资者通过借款投资风险资产,当收益率降低时,投资者的违约概率会大幅提升,并将风险转移给银行,相反收益会被自身的财富所吸收。非对称的风险转移行为是资产泡沫形成的原因之一。同时他们也指出资产泡沫的危险在于其对影响资产价格或信贷能力的外生冲击缺乏抵御能力,而信用扩张突然减少到低于预期的水平,投资者无法通过再融资偿还贷款,不得不抛售风险资产,引发资产价格的崩溃,触发金融危机。Ungerer(2015)认为危机前宽松的货币态势下,出于自身利益权衡,银行会有主动提高住户部门杠杆以增强资本市场流动性的行为,因为更高的市场流动性会提高银行抵押物的处置能力、证券化成本更低。但从后期看,这种反馈机制也是金融危机中风险快速积累的诱因之一。Jorda et al.(2013)指出债务积压是影响经济周期中衰退程度和持续期的重要因素。在此基础上,Jorda et al.(2015)研究了17个国家1870年以来资本市场的泡沫现象。他们指出信用驱动的资产价格泡沫会增加金融危机的风险,并在泡沫破裂后衰退更严重、复苏更缓慢。这一结论与Mishkin(2008)以及一些政策制定者在危机后的猜想一致,资产价格和杠杆率会在繁荣阶段形成显著的正反馈机制,一旦泡沫破灭,也会由于信贷市场的萎缩导致宏观经济风险的加剧。类似的,Mian and Sufi(2014)和Taylor(2015)等对危机后经济金融体系的研究表明,降杠杆的压力是复苏迟缓的重要原因。从实践的意义上看,这类研究可以帮助决策者更好的权衡是否应该实施逆风策略,很显然,至少对信用扩张驱动的资产价格泡沫应该给予更多的关注。

(四)在泡沫形成期非理性的价格波动对实体经济存在负面影响

另有部分学者观察到,即使是在资产价格上升的繁荣阶段,泡沫也可能对社会经济效率造成直接的负面冲击。宏观领域,资本市场的巨大泡沫可能对实体经济需求产生挤出效应。Airaudo et al.(2015)指出在资本市场过热时,可能会进一步刺激居民的投资动力从而挤出其消费需求,最终对产出有负面的影响。Kobayashia(2004)关注了日本20世纪90年代前后股票价格上涨对该国制造业投资行为的影响,他们指出股票价格对实体投资存在负向的乘数效应,当过高的资产泡沫提供了比实体制造业领域更高的投资回报率时,将吸引更多资金投资于资产价格,引发实体经济空心化的同时可能推动资产泡沫的进一步强化。Cowling and Tomlinson(2011)基于更长的样本也得到了类似的结论,同时他们还强调这种产业空心化的趋势存在持续性和不可逆性,即使资产价格回落相关资本也很难回流到原有的生产领域。

微观领域,资产价格的非理性波动会导致企业投资过度或投资不足。在行为公司金融领域,大量研究表明非理性的资本市场价格波动可能会显著影响上市公司的投融资选择。Stein(1996)等指出当公司股价因投资者错误定价而被市场高估时,理性的经理人应利用股权融资的低成本优势,通过发行更多的股票进行融资;相反,当公司股价被市场低估时,理性的经理人应通过回购被低估的股票来使公司价值最大化。在此基础上,Baker et al.(2003)认为投资者非理性情绪导致的市场错误定价会通过股权融资水平的波动来影响企业的投资决策。这也证明了为什么企业股票的市场

价格和实际投资水平之间存在着显著的正向关系。随后,Polk and Sapienza(2009)提出了迎合渠道,指出理性的经理人会关注股票短期内的价格带来的外部公司治理压力,从而在进行投资决策时会迎合投资者的非理性情绪,做出不符合传统投资决策理论预期的投资行为。当市场价格与公司实际价值偏离较多时,受股权融资渠道和迎合渠道的影响,上市公司可能会明显投资过度或投资不足,降低社会整体的经营效率。微观层面的研究进一步支持了逆风策略的观点,即资产价格的过度波动,即使是在繁荣阶段也会给实体经济造成额外的成本。

二、逆风策略存在的问题:可操作性与替代性

虽然逆风策略提出了传统观点中的诸多问题,但实践操作中的细节也有待商榷,不存在一个系统可行的分析框架。Yellen(2014)指出危机前的货币态势紧缩没有办法减弱市场参与者的套利行为、提高复杂衍生交易的透明度或者提高私人部门的风险测度和管理能力,即逆风策略很难改变金融体系脆弱的本质,更谈不上消除金融危机的发生。Svensson(2010)以及 Woodford(2012)等也指出,事后的风险和危机事件并不能证明在当时的条件下就不是最优政策选择。事实上,即使是现在也很难给出一个有效的监测工具,能基于当时的数据来判断真正的泡沫程度,并选择适度的货币收缩来将其温和挤出。具体来看,逆风策略的反对意见主要体现在以下三个方面:

(一)货币政策调整可能无法高效地影响资本市场价格

逆风策略的最重要的逻辑在于,收紧货币可以有效降低泡沫繁荣的程度,避免过度的风险积累。但在实践中可能面临如下的问题,即货币政策调整对资产价格到底有多大影响,如果考虑到货币收紧对经济基本面的影响,这个问题也可以是,利用货币政策挤压资产泡沫到底需要承担多大的成本?

从一些实证结论来看,货币政策调整对资产价格的影响并不稳定,逆向调整可能会让经济基本面承担过高的成本。Bernanke and Kuttner(2005)观察了股票价格变动对联邦基金利率非预期变动的响应,结论是如果利率有100个基点的上升,则可能导致股票市场下滑大概5%。他们认为如果要抑制金融危机前持续超过两位数增长的股票指数拉升,需要的货币政策调整程度可能非常大。Del Negro and Otrok(2007)和 Igan and Loungani(2012)等跨国研究中也指出利率政策可能并非资产价格变化的决定性因素。

在泡沫期短期利率或其他货币政策工具对资产价格的影响并不显著,会导致逆风策略在操作上需要的货币政策调整幅度巨大,造成经济部门承担过高成本或者导致泡沫的瞬间破裂。在早期的研究中,部分学者已经观察到紧缩政策可能对金融体系脆弱性的影响(Bordo and Jeanne,2002等)。Woodford(2010)在央行的目标函数中增加了金融危机的损失项。结论表明,最优的政策应该是风险防范目标和产出、物价常规目标之间的权衡。他们认为,央行的决策不仅要平衡产出和通胀的关系,而且要慎重的权衡金融和宏观经济稳定目标。在通常情况下,两者可能是相似的,但在某些情况下,缓解金融波动的过程本身可能会加剧经济和物价的波动。Dokko et al.(2011)针对2000年以来多个发达国家的实证模拟结果表明,如果试图在危机前利用紧缩政策控制资产泡沫,需要的加息幅度极大,可能会导致失业率等指标出现难以接受的变化。Bean et al.(2010)检验了危机前英国在失业率、通胀以及资产价格稳定性方面的目标权衡问题,结论表明利用货币政策来限制资产泡沫对其他目标来说成本过高。Korinek and Simsek(2014)认为如果在泡沫阶段选择货币紧缩政策,会导致资产价格上涨幅度降低,而住户部门被动降杠杆,同时抵押债务增长也会放缓。但另一方面,失业的压力以及应付贷款利息上升,也会导致住户部门偿还债务能力减弱。简而言之,紧缩政策对住户部门资产负债表的影响决定了这种货币收缩过程必须非常慎重。相似的结论可能也出

现在紧缩政策对金融体系短期融资的限制上。理论上来说,加息确实会减少短期融资改变市场上的债务期限结构,在短期融资市场降杠杆。但实证结果表明,真正要实现政策目标需要在短期内进行大幅调整,甚至可能导致金融市场脆弱性显著增加(Adrian and Shin,2010)。在 Groot(2014)看来,运用逆风策略对决策者来说需要权衡政策调整的成本和收益,在事前做出这种决策可能涉及到多个宏观经济部门之间利益的权衡问题。Arseneau and Kiley(2014)在其 FEDS Notes 中指出紧缩政策可能确实有助于缓解资本市场的巨大泡沫,但造成的劳动力市场紧缩和进一步的通缩预期也可能是联储决策时无法接受的。此外,Yellen(2014)还指出高杠杆率和金融体系对短期融资的依赖在 2007 年增长非常快,实际上那个时候货币政策相对 2003~2004 年的水平已经收紧很多,货币态势变化与资产价格波动之间的关系与逆风策略支持者的简单想象可能存在差异。

(二)货币政策介入资本市场的可操作性有障碍

逆风策略第二个严重的问题在于,货币政策调整介入资产价格波动的时机和调整强度该如何确定,事前度量泡沫对于决策者来说存在很大的难度,并容易引起严重的社会争议。

在前期关于逆风策略的研究中,Cecchetti(2000)以及 Goodhart and Hofmann(2000)等大都假设中央银行了解资本市场波动的驱动因素,并且认为央行在事先掌握有充分的信息确定泡沫何时形成、膨胀和破裂,即默认中央银行比市场有更好的预知力和理解力。但 Greenspan(2004)等央行官员指出,实践中要判断什么是泡沫非常困难,美联储相对私人部门虽然有一些信息优势,但货币政策制定者一样无法在事前准确判断资产价格中由非基本面因素驱动的比例。根据上文对波动性之谜相关理论的分析,投资者存在的系统性情绪偏差可能是泡沫形成的重要原因,而目前较为主流的非理性情绪驱动分离办法大多来自事后数据的回顾,而非事前的预测(Goyal and Yamada, 2004;Bekaert et al.,2007 等)。从这个意义上来说,货币政策在资产泡沫调控方面确实是一个弱势的工具(Kohn and Reinhart,2006)。

对于这个问题,Blinder and Reis(2005)等早就指出,在无法准确判断泡沫的情况下,货币政策贸然对资产价格做出反应可能存在巨大的政策成本。货币工具调整反应不足,可能根本无法起到扭转泡沫形成的作用,而如果反应过度,则可能反而加剧金融和经济的波动,甚至造成恐慌诱发经济衰退的风险。Taylor(2007,2010)的一系列研究表明,货币当局确认资产泡沫存在时滞,是导致其难以积极介入的重要原因。Woodford(2010)指出最优的策略是要慎重权衡金融和宏观经济稳定目标的成本收益,但目前的问题是央行对相关指标的信息不足,同时,对两者的权衡需要考虑宏观经济因素和金融危机概率的替代水平,即通胀率降低一个百分点可能等同于危机概率提高几个百分点。事实上,要准确估计利率变化对金融危机概率的影响非常困难,这种权衡在事前的精确性很难得到保证。这也是为什么央行官员会倾向于问题出现后的应对,而非事前防范。

另一方面,逆风策略操作对央行与市场沟通能力要求极高。Yellen(2014)认为对通胀目标制的国家来说,央行有责任对当前货币政策操作进行解释。但很显然,决策者很难在低物价和风险未暴露的情况下向公众解释紧缩政策的合理性。与此同时,期望风险概率指标本身很难衡量,而且货币政策操作后对其影响的程度和传导时间都很难判断,即使是事后出现了泡沫破裂的情况,也很难对央行前期的政策操作进行相对公正的评价,或者真正验证针对证券市场的逆向操作是否有效,这种不确定性可能会导致央行在泡沫期金融和经济平衡出现冲突时不会有减少资产价格波动的冲动。此外,由于住户可能将不成比例的资金投入到证券或房地产市场,如果央行在泡沫未破灭前选择紧缩政策压缩泡沫,可能造成住户部门的较大损失(在资源配置扭曲的地区可能企业也受到冲击),这对决策者本身形成较大的政治风险。

(三)宏观审慎政策是否会更有价值

逆风策略在实践中存在一定的可操作性障碍,但上述观点只说明了“不应该做什么”,而宏观

审慎政策的逐步发展完善被美联储等决策机构认为是解决了“应该做什么”的问题。从定义来看，宏观审慎政策主要是借鉴逆周期的操作来提高金融体系的稳定性和恢复能力。根据上文的分析，实践中很难在事前判断资产价格的泡沫情况以及金融危机的发生概率，但金融不稳定对实体经济的负面影响客观存在，这就要求决策当局必须转变思路。Woodford(2012)认为，央行应该关注那些高杠杆的机构在风险暴露后可能造成的损失规模，而非实际的风险发生概率，即监管部门应该在事前就对大型重要金融机构以及复杂交叉业务进行更为严格的限制或逆周期的监管，而非根据不可靠的风险概率调整货币供应水平。另一方面，Disyatat(2010)等研究指出，根据丁伯根原理，有效的治理体系应该是针对一个政策目标有单一的政策工具，否则必然带来决策者的权衡困境或寻租空间上升，他认为在货币政策被认为低效的情况下选择监管政策实现金融稳定目标是应有之举。也正是因为这两个原因，宏观审慎政策作为一个逆周期有独立目标的监管政策逐渐被各国央行所推崇。

近期的研究中，Cesa-Bianchi et al.(2015)构建了一个包含宏观审慎政策因素的宏观经济模型来分析货币政策和宏观审慎政策之间的互动。结果显示，由于银行信贷行为存在利率刚性，因此会对金融稳定产生非对称的影响，经济下行导致更高的风险溢价、利率上升，相反在经济上行时贷款利率的下行可能存在较大的滞后期，这本身就是自动的逆周期审慎机制。另一方面，他们指出联储在危机前权衡经济目标和金融稳定目标时的决策是低效率的，即使是宽松的货币环境下如果有审慎的监管工具也能大幅降低危机带来的经济衰退程度。Laseen et al.(2015)将时变的系统性风险因素引入了标准的新凯恩斯模型来分析逆风策略是否能有效降低系统性风险。他们的结论表明紧缩利率对治理通胀有效，但没有从根本上降低资产价格和控制金融风险。他们也提出逆周期资本缓冲之类的宏观审慎政策可以带来更高的社会整体福利。

总的来看，对货币政策是否应该介入资产价格波动，尤其是在繁荣阶段挤出泡沫的研究仍然存在一定的争议，事后观察到的情况也无法代表决策者在当时面临的真实世界的期望概率分布，确实很难公正评判各国央行在危机前的货币政策选择是否是当时信息条件下的最优决策，亦或是否存在明显的改进空间。另一方面，绝大多数国家的泡沫形成阶段都没有选择使用紧缩政策，现有的实证经验证据大多只是验证了这一阶段货币政策对价格的正向影响较小。但严格意义上讲，货币政策对资本市场的影响可能存在非对称性，即紧缩政策对泡沫的挤出效果可能会超过历史数据的经验推断。但总体而言，相关领域理论和实证研究的进展，以及提出的传统观点和逆风策略中存在的诸多问题，至少可以为央行在实际的政策选择操作中避免常规的谬误、在更广阔的视角下决策提供参考。

三、央行在货币政策介入资本市场波动时的实践

上述的理论观点都建立在货币政策调整是外生因素的假设下。但在实践中，面对资本市场的波动，各国央行货币政策的选择并非完全遵循传统观点或逆风策略，而是在资产价格泡沫形成期和衰退期呈现明显的非对称性，同时这种内生的货币政策变化也会对整个经济金融体系的稳定性带来影响。

(一)央行在介入资本市场波动时倾向于非对称的反应方式

Schnabl and Hoffman(2008)指出自1980年至今，大多数央行在资产泡沫破裂阶段的介入预期会强于在泡沫形成阶段。例如，日本银行在1995~1996年的资产价格上升阶段并没有加息来予以控制，而1997~1998年亚洲金融危机时则选择了零利率的扩张政策(Danne and Schnabl, 2008)。Taylor(2009)指出在互联网泡沫破灭后，为了稳定物价和产出，欧美等经济体央行都选择了快速的

降息政策,但在之后的泡沫形成阶段一直维持了低利率。Ravn(2012)的研究给出了这种非对称性的程度量化特征,他指出在1998~2008年期间,S&P 500指数每下降5%,会导致联邦基金利率下降25个基点的概率提高1/3到1/2。但同时,他没有发现货币政策对股票价格上涨时有什么反应。Hoffmann(2013)关注了美联储和欧洲央行在1979~2009年期间货币政策对资本市场的反应,实证结果显示美联储倾向于在股市下滑时降息救市,但当股市繁荣时并没有显著的加息倾向。长期趋势下,由于资产市场波动导致的非对称的政策操作会导致联邦基金利率偏低,这可能也是近期资产价格波动周期更为频繁的结果,低利率导致了低成本的流动性在市场上泛滥,也容易造成过高的风险承担和更为剧烈的泡沫形成。类似地,Gnabo and Moccero(2015)利用转制模型分析了不同金融市场风险条件下货币政策的响应情况,结论表明,货币政策对通胀指标的响应程度是稳定的,但只在经济或金融体系出现较大向下波动时货币政策会比较积极的介入。

(二)货币政策介入资产价格非对称的操作原因

一方面,央行的损失函数并不是对称的。对宏观经济体系来说,高失业率导致的负外部性远远高于低失业率带来的好处(Ruge-Murcia,2004)。D'Agostino and Mendicino(2015)利用调查失业率和时变的结构VAR模型研究也指出,失业率上升带来的外部冲击会极大的改变消费者对未来经济的预期,这种程度远远高于失业率下降带来的正面影响。而金融体系中,资本市场的衰退阶段央行承担的压力也远远大于过度繁荣时的市场(Surico,2007)。

另一方面,央行可能关注到资产价格上升和下降对实体经济的影响存在明显的非对称性。一是资产负债表渠道的非对称性。在经济衰退期,当资产价格下降时,更多的企业会有流动性的限制并需要外部融资,而导致竞争性的信贷市场上抵押物的抵押率更低,从而造成更大的流动性限制,最终导致信用体系的严重恶性结果(Peersman and Smets,2005等)。二是财富效应在衰退阶段对消费的影响更为明显。Apergis and Miller(2006)认为这种现象可能来自Kahneman and Tversky(1979)展望理论中损失厌恶的观点,即相同的财富下降会比财富上升带来更大的效用损失。同时,在泡沫阶段,财富效应带来的消费增长会导致劳动力供给水平下降,居民名义收入的向下压力,可能对冲财富效应对消费的正向冲击。但资产价格进入衰退期间时,由于企业劳动力需求下降等因素的影响,居民财富下降带来的劳动力供给意愿上升无法在市场上出清,不会对收入有明显的正向影响。

(三)货币政策介入资产价格非对称的操作可能导致的不利后果

Mishkin(2010)和Issing(2011)等学者明确指出了道德风险的存在,他们认为非对称的货币政策覆盖了资本市场的下跌风险,造成了在泡沫形成期的过度风险承担。从实践看,Schuknecht et al.(2011)认为在金融危机前,市场上就已经形成了央行未来救市的预期,而且这可能是泡沫形成期市场主体过度风险承担的诱因之一。Ravn(2014)利用DSGE模型的研究指出,如果货币政策仅仅对股票价格下跌做出反应,可能会导致投资者预期的变化,最终导致资产价格的期望泡沫水平更高,产出和物价的波动加大,而衰退可能被推迟但更加剧烈。简单来说,非对称的政策可能导致一个非对称的经济周期,即长期的泡沫形成和急剧的衰退。

在金融危机后2007~2009年美联储的救市干预力度也遭受了广泛的诟病。Taylor(2009)等认为央行直接救助金融机构违背了最后贷款人原则,这可能在未来产生严重的道德风险。Madigan(2009)认为救助政策存在合理性和必要性,但其可持续性受到质疑。Mishkin and White(2014)分析了两个世纪以来多个国家央行应对危机的历史,以此来界定金融危机中美联储的救市强度。他们指出,历史上的央行大多数时候的救市政策都可能违背了最后贷款人的原则,而美联储救市使用的工具都是历史上危机时央行曾经用过的策略,不应该对其过分指责。但同时,他们也提到1984年伊利诺斯大陆银行危机和1998年亚洲金融危机相关央行的救市政策最终导致后期各金

融机构超额风险承担的道德风险,这也被认为是导致近期全球金融危机的重要诱因之一,因此美联储也应该吸取教训,做好相关救助政策的退出安排。D'Amico et al.(2012)以及 Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen(2013)指出美联储运用的包括零利率和量化宽松在内的非常规货币政策对长期利率水平形成较大压力,并可能导致了持续的风险承担水平上升。类似地,Black and Hazelwood(2013)也找到了危机后资产救助计划会带来超额风险承担问题的证据,并且这种效应在小银行更为明显(Buch et al.,2014;Jimenez et al.,2014等)。Chen et al.(2015)利用 GVECM 模型分析了美联储在危机后实施的量化宽松政策的经济后果,他们指出政策确实在短期内减缓了经济和金融体系的衰退速度,但持续货币扩张导致的长期风险积累不仅表现在美国国内,而且会溢出到世界上部分发展中经济体。Hall and Reis(2015)则系统分析了危机后央行资产购买对其自身带来的财务压力,可能在长期内再次酝酿金融不稳定的因素。

另一方面,市场主体风险态度的变化可能向其他市场蔓延。如 Kempf et al.(2009)指出基金市场可能存在的竞争机制导致其风险资产配置会趋于激进,并对无风险利率的降低更为敏感。在 Ivashina and Sun(2011)的基础上,Aramonte et al.(2015)利用 2009 年以来监管数据的研究表明,低利率会导致影子银行体系在事前选择资产组合时,倾向于配置信贷或资金资源在风险更高的项目上。同时,保险公司、养老基金和其他结构性融资机构也会存在追求高收益的目的而追求高风险。类似的,Chodorow-Reich(2014)也指出包括货币市场基金和一些固定收益的养老基金也在 2009~2011 年开始陷入追求收益而承担高风险的问题。Becker and Ivashina(2014)指出资本比率固定的保险公司会有更大的概率成为风险承担渠道的传递媒介。

四、中国资本市场波动的经济后果与货币政策反应

与美欧等发达经济体一样,中国央行也面临着资产价格大幅波动的问题,但这种波动的驱动机制、对实体经济的影响,以及货币态势调整的效率又与国外有很大差异,近年来国内学者对相关领域展开了一系列有价值的探索。

(一)资本市场波动的驱动因素:非基本面因素与流动性效应

与国外相比,中国资本市场受到的行政管制更加严格,价格形成机制也比较复杂,总的来看,多数学者都认为中国资本市场的波动和泡沫形成中非基本面驱动的因素可能更加明显。何佳(2015)指出,从长期趋势看,我国资本市场定价体系不完善是渐进性市场改革过程中必然存在的问题,渐进改革中的政策选择与市场发展轨迹不可能完美契合,也造成了不少套利机会。例如,包括信托项目在内的部分高收益投资领域存在事实上的刚性兑付,也导致我国整个金融体系的风险定价机制缺失,这种不同市场之间定价方式差异过大严重影响了我国金融系统的稳定。套利机会和定价紊乱导致金融体系的杠杆加大,同时资产价格对风险不敏感,也迫使监管部门出于稳定市场的目的对资产价格不断干预,反而导致新的套利机会和更大的价格波动。

与此同时,国内学者也关注了货币扩张和信用扩张对资产价格的影响,大多数实证经验表明在我国货币流动性对股票价格和收益有正向的影响,部分学者还指出我国资产价格泡沫形成中流动性驱动的程度要高于国外(骆祚炎,2011)。但另一方面,也有部分学者关注到流动性与资产价格之间并不是简单的线性关系,流动性扩张与资产价格繁荣之间有显著的正向关系,但在资产价格萧条阶段两者可能并不稳定(陈继勇等,2013)。

(二)资产价格对实体经济的影响特征:正向作用较弱,负面影响较强

实证证据表明,我国资本市场价格对产出和通胀的影响较小(刘金全和王风云,2004;郭田勇,2006等)。毛东俊(2011)分析原因时指出,相对银行业的规模而言,我国证券等直接融资市场的规

模相对较小,财富效应及资产负债表效应等还不明显,托宾 Q 渠道在我国货币政策传导中的作用也并不显著。

相反,股市泡沫阶段对实体经济可能有较大的负面影响。在宏观领域,罗文波和张祖国(2010)等指出资本市场波动对固定资产投资的影响在当前主要表现为挤出效应。在实体投资收益降低时,股市上涨会使本来属于生产性的实体投资转向投机性的证券投资。另外,从统计局数据看,2015年资本市场调整导致的工业企业投资性收益变化是其整体利润增长大幅波动的重要原因,这也从一个侧面反映了前期过高的股票收益预期挤占了部分实体企业的资金。在微观层面,也有不少国内学者关注了价格的非理性波动对企业投资的影响。由于我国上市公司的实际融资约束程度相对较低,前期的研究结论大多显示迎合渠道的作用更加明显(潘敏和朱迪星,2011),国内企业的股权融资偏好、较低的融资约束程度、监管与审批制度、二级市场操控行为等因素则进一步加剧了非理性价格对企业实际投资效率的影响(朱迪星和潘敏,2012)。

(三)货币政策对资产价格的反应:驱动、效率与争议

从实践看,我国的货币政策对资本市场泡沫做出反向响应证据不足(杨继红和王浣尘,2006;袁靖,2007等)。李成等(2010)指出,我国利率调控主要针对产出和通货膨胀,对资产市场价格及汇率变化的反应系数相对较小或不显著,说明中央银行对资产市场价格,至少是繁荣期的价格上升关注较小。

从近期的研究看,对于央行是否应该介入资产价格的波动,或将其作为政策框架的组成部分仍存在争议。赵进文和高辉(2009)、李稻葵、汪进和冯俊新(2009)以及张亦春和胡晓(2010)等支持泡沫形成期实施紧缩货币政策有助于限制金融不稳定因素的积累,改善整体福利。但戴国强和张建华(2009)、马勇(2013)以及裘骏峰(2015)等指出我国货币政策将资本市场纳入目标框架存在诸多问题,可操作性存疑。

对于非对称政策介入的后果,陆磊(2008)指出前期过于宽松的货币政策可能导致信贷资金进入资本市场进行短线投机交易,道德风险难以避免。一方面,存款可能被投机者用于从事高风险的股票交易,另一方面,即使资本市场出现风险并向银行蔓延,市场预期央行一定会通过基础货币增发化解风险。这种市场预期会进一步加剧泡沫形成,并降低整个社会的福利水平,他认为货币政策应该尽可能避免类似的外部性。李雪和冯政(2014)利用1999~2014年A股上市公司的微观面板数据分析指出,我国货币政策的风险承担渠道可能不仅通过银行体系发挥作用,泡沫阶段持续的低利率还会导致企业倾向提高风险承担水平,配置资金资源到高风险资产并积聚更高的经济金融风险。

五、现实分析与政策建议

从国内外研究的对比来看,我国资本市场与实体经济和货币政策的关系确实与国外发达国家存在一定的差异。经验证据表明,我国资本市场价格波动存在行政干预和流动性驱动的特征,这一点在2014年下半年股票市场进入繁荣阶段尤为明显,包括降低整体杠杆、结构转型融资、国有资产保值增值以及填补社保资金缺口等特殊的目的对市场定价机制产生了较大的负面作用,潜在的套利机会吸引了包括产业资本在内的流动性进入市场,提高了投资者加杠杆的动力。事实上,快速的资产价格泡沫形成和急剧的杠杆风险积累使得相关政策目标根本无法在短期内实现。股票指数上涨对经济的正向作用主要体现在交易量提升后的金融业增加值增速上,而其他方面如产业资本流失等问题反而对实体经济产生了负面影响,这也是实证结果中指数收益对产出缺口之间的正向关系不显著的主要原因。但同时,我们也观察到流动性驱动的资产价格泡沫与货币态势调整

之间有紧密的关联，这与美联储所面对的货币政策调整对资产价格影响低效率的情况截然不同，也表明我国货币政策如果在泡沫期介入可以用较低的代价大幅降低资本市场的大幅波动。

另一方面，此次高杠杆的资本市场泡沫破灭后，降息等流动性释放政策很难减缓降杠杆过程中股票指数下行的压力，也难以根本扭转市场恐慌情绪的蔓延。同时，资本市场的萧条对实体经济也存在明显的负面影响。具体来看，一是由于前期的杠杆积累股票指数下行可能导致资本市场的风险向其他包括民间融资和互联网金融等借贷市场蔓延，甚至有部分会通过股权质押贷款的渠道威胁银行的资金安全。二是负向财富效应显现，持股居民消费意愿有所下滑。三是由于实体工业投资存在较长周期，资金从产业资本流入股市比较容易，但在资本市场萧条阶段即使不考虑资本损益，相关资金想流回实体经济依然非常困难。从现实来看，货币政策面对这种由资本市场动荡导致的经济下行压力确实比较困难，金融风险的蔓延和无效的风险定价机制使得流动性投放对实体经济的正向作用非常有限。可以说，资产价格泡沫的破裂不仅对实体经济有负面的影响，也削弱了利用货币政策刺激经济的效果。但也应该注意到，我国监管部门对市场的行政干预能力远远强于欧美国家，随着围绕融资约束和交易限制等一系列干预政策的实施，股票指数逐步趋稳，从这个角度也可以说我国资本市场即使是萧条也不会对实体经济造成过于严重的影响。

从最终的结果看，这种市场震荡和政策干预仍存在巨大的成本，市场的走向不仅没有实现前期降杠杆等政策目标，反而造成了市场化改革的迟滞，注册制改革被延后，被寄予厚望的股权融资功能也不得不受到控制，股指期货市场的价格发现与保值功能被极大的削弱，在期货和现货市场的卖空限制也对微观市场的流动性带来了巨大的负面影响。这些代价也让我们必须去重新思考资本市场泡沫形成的真正意义，以及逆向货币政策在前期介入的可行性。

基于理论综述和现实分析，对货币政策如何介入资本市场波动我们提出如下两个基本的思路。

第一，事实证明行政干预和流动性驱动的资产泡沫对实体经济的益处较小，不仅无法实现降低杠杆水平、为经济结构转型提供融资、国有资产保值增值、填补社保资金缺口等政策目标，无效的价格形成机制反而会导致更大的套利机会和投资者风险偏好的上升，甚至使得产业资本不可逆的流入股市，对实体经济形成负面影响。监管当局应更坚定地推进市场化的 IPO 定价机制改革，只有 IPO 注册制和退市制度等机制完善后，非理性情绪和套利机会驱动的资产价格波动幅度才会减少，而资本市场对实体经济有益影响才能得到体现。

第二，与欧美国家货币政策在泡沫形成期介入可能存在较大的经济成本差异，我国货币态势调整在资本市场的繁荣阶段对股价的影响更加显著，降低市场波动所承担的代价相对较小。相反在市场萧条阶段，降息等流动性扩张政策扭转市场指数的能力较弱，只能起到延缓市场下行的作用，还需要其他干预政策配合以稳定市场。同时，由于降杠杆和风险蔓延等因素，资本市场震荡也会影响到货币政策对实体经济的传导效率。因此我们建议货币政策对资产价格的关注应该从事后转向事前，选择在事前降低泡沫形成的速度和规模成本更低，减少前期的风险积累程度，用最小的代价维持金融体系的稳定。

参考文献

- 陈继勇、袁威、肖卫国(2013):《流动性,资产价格波动的隐含信息和货币政策选择——基于中国股票市场与房地产市场的实证分析》,《经济研究》,第11期。
- 戴国强、张建华(2009):《货币政策的房地产价格传导机制研究》,《财贸经济》,第12期。
- 郭田勇(2006):《资产价格,通货膨胀与中国货币政策体系的完善》,《金融研究》,第10期。
- 何佳(2015):《金融危机与政府救助》,《中国金融》,第19期。
- 纪敏、周源、彭恒文(2012):《资产价格影响通货膨胀了吗?——基于中国月度数据的实证分析》,《国际金融研究》,第11期。
- 李成、马文涛、王彬(2010):《通货膨胀预期,货币政策工具选择与宏观经济稳定》,《经济学(季刊)》,第1期。

- 李稻葵、汪进、冯俊新(2009):《货币政策须对冲市场情绪:理论模型和政策模拟》,《金融研究》,第6期。
- 李雪、冯政(2015):《宽松货币政策下我国企业的风险承担》,《财经科学》,第9期。
- 刘金全、王风云(2004):《资产收益率与通货膨胀率关联性的实证分析》,《财经研究》,第1期。
- 陆磊(2008):《全球化、通货紧缩和金融稳定:货币政策的新挑战》,《金融研究》,第1期。
- 罗文波、张祖国(2010):《金融体系发展,金融结构深化与经济增长——基于63个国家样本的面板协整分析》,《经济与管理研究》,第6期。
- 骆祚炎(2011):《资产价格波动,经济周期与货币政策调控研究进展》,《经济学动态》,第3期。
- 马勇(2013):《植入金融因素的DSGE模型与宏观审慎货币政策规则》,《世界经济》,第7期。
- 毛东俊(2011):《资产价格与货币政策:一个综述》,《金融评论》,第6期。
- 潘敏、朱迪星(2011):《投资者非理性假设下公司金融决策前沿理论评述》,《金融评论》,第3期。
- 裘骏峰(2015):《国际储备积累、实物与资产价格通胀及货币政策独立性》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 吴海民(2012):《资产价格波动,通货膨胀与产业“空心化”——基于我国沿海地区民营工业面板数据的实证研究》,《中国工业经济》,第1期。
- 杨继红、王浣尘(2006):《我国货币政策是否响应股市泡沫的实证分析》,《财贸经济》,第3期。
- 袁靖(2007):《由泰勒规则货币政策对我国股票市场货币政策传导效力的实证研究》,《统计研究》,第8期。
- 张亦春、胡晓(2010):《宏观审慎视角下的最优货币政策框架》,《金融研究》,第5期。
- 赵进文、高辉(2009):《资产价格波动对中国货币政策的影响——基于1994~2006年季度数据的实证分析》,《中国社会科学》,第2期。
- 朱迪星、潘敏(2012):《迎合投资一定非效率吗——基于利益相关者的视角》,《南开管理评论》,第6期。
- Adrian, T. and H. Shin (2010): “Liquidity and Leverage”, *Journal of Financial Intermediation*, 19, 418–437.
- Airaudo, M., R. Cardani and K. Lansing (2013): “Monetary Policy and Asset Prices with Belief-driven Fluctuations”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 37, 1453–1478.
- Airaudo, M., S. Nisticò and L. Zanna (2015): “Learning, Monetary Policy and Asset Prices”, IMF Working Paper.
- Aizenman, J., M. Hutchison and I. Noy (2011): “Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets”, *World Development*, 39, 712–724.
- Allen, F. and D. Gale (2003): “Financial Intermediaries and Markets”, *Econometrica*, 72, 1023–1061.
- Altunbaş, Y., L. Gambacorta and D. Marques-Ibanez (2014): “Does Monetary Policy Affect Bank Risk?”, *International Journal of Central Bank*, 101, 95–135.
- Apergis, N. and S. Millerb (2006): “Consumption Asymmetry and the Stock Market: Empirical Evidence”, *Economics Letters*, 93, 337–342.
- Aramonte, S., S. Lee and V. Stebunovs (2015): “Risk Taking and Low Longer-term Interest Rates: Evidence from the US Syndicated Loan Market”, ECB Working Paper.
- Arseneau, D. and M. Kiley (2014): “The Role of Financial Imbalances in Assessing the State of the Economy”, FEDS Notes.
- Baker, M., J. Stein and J. Wurgler (2003): “When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969–1005.
- Bansal, R. and A. Yaron (2004): “Risks for the Long Run: A Potential Resolution of Asset Pricing Puzzles”, *Journal of Finance*, 59, 1481–1509.
- Bansal, R., V. Khatchatrian and A. Yaron (2002): “Interpretable Asset Markets?”, *European Economic Review*, 49, 531–560.
- Barberis, N. A. Shleifer and R. Vishny (1998): “A Model of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics*, 49, 307–343.
- Barberis, N. M. Huang and T. Santos (2001): “Prospect Theory and Asset Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1–53.
- Barro, R. (2006): “Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century”, *Quarterly Journal of Economics*, 121, 823–866.
- Bean, C. et al. (2010): “Monetary Policy after the Fall”, *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Bekaert, G., C. Harvey and C. Lundblad (2007): “Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets”, *Review of Financial Studies*, 20, 1783–1831.
- Benhabib, J. and P. Wang (2012): “Financial Constraints, Endogenous Markups, and Self-Fulfilling Equilibria”, *Journal of Monetary Economics*, 60, 789–805.

- Benigno, P. and L. Paciello (2010): “Monetary Policy, Doubts and Asset Prices”, *Journal of Monetary Economics*, 64, 85–98.
- Bernanke, B. and K. Kuttner (2005): “What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?”, *Journal of Finance*, 60, 1221–1257.
- Bernanke, B. and M. Gertler (1999): “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, Proceedings–economic Policy Symposium–jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 77–128.
- Black, L. and L. Hazelwood (2013): “The Effect of TARP on Bank Risk–Taking”, *Journal of Financial Stability*, 9, 790–803.
- Blinder, A. and R. Reis (2005): “Understanding the Greenspan Standard”, Princeton University, Department of Economics, Center for Economic Policy Studies.
- Blot, C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance and F. Saraceno (2015): “Assessing the Link between Price and Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, 16, 71–88.
- Bordo, M. and O. Jeanne (2002): “Monetary Policy and Asset Prices: Does ‘Benign Neglect’ Make Sense”, *International Finance*, 5, 139–164.
- Borio, C. and P. Lowe (2002): “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, BIS Working Paper.
- Borio, C., N. Kennedy and S. Prowse (1994): “Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications”, BIS Working Paper.
- Brunnermeier, M. and Y. Sannikov (2014): “International Credit Flows, Pecuniary Externalities, and Capital Controls”, Princeton University Working Paper.
- Buch, C., S. Eickmeier and E. Prieto (2014): “In Search for Yield? Survey–Based Evidence on Bank Risk Taking”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 12–30.
- Campbell, J. (1999): “Chapter 19 Asset Prices, Consumption, and the Business Cycle”, *Handbook of Macroeconomics*, 1, 1231–1303.
- Campbell, J. and J. Cochrane (2000): “Explaining the Poor Performance of Consumption–Based Asset Pricing Models”, *Journal of Finance*, 55, 2863–2878.
- Cecchetti, S. (2000): *Asset Prices and Central Bank Policy*, Centre for Economic Policy Research.
- Cesa–Bianchi, A., L. Cespedes and A. Rebucci (2015): “Global Liquidity, House Prices, and the Macroeconomy: Evidence from Advanced and Emerging Economies”, *Journal of Money Credit & Banking*, 47, 301–335.
- Chan, Y. and L. Kogan (2001): “Catching up with the Jones: Heterogeneous Preferences and the Dynamics of Asset Prices”, *Journal of Political Economy*, 110, 1255–1285.
- Chen, Q., A. Filardo, D. He and F. Zhu (2015): “Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers”, IMF Working Paper, WF/15/85.
- Chodorow–reich, G. (2014): “The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm–level Evidence from the 2008–9 Financial Crisis”, *Quarterly Journal of Economics*, 129, 1–59.
- Cowling, K. and P. Tomlinson (2011): “Post the ‘Washington Consensus’: Economic Governance and Industrial Strategies for the Twenty–First Century”, *Cambridge Journal of Economics*, 35, 831–852.
- D’Agostino, A. and C. Mendicino (2015): “Expectation–Driven Cycles: Time–Varying Effects”, ECB Working Paper No.1776.
- D’Amico, S., W. English, D. López–Salido and E. Nelson (2012): “The Federal Reserve’s Large–Scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects”, *Economic Journal*, 122, F415–F446.
- Daniel, K., D. Hirshleifer and A. Subrahmanyam (1998): “Investor Psychology and Security Market Under–and Overreactions”, *Journal of Finance*, 53, 1839–1885.
- Danne, C. and G. Schnabl (2008): “A Role Model for China? Exchange Rate Flexibility and Monetary Policy in Japan”, *China Economic Review*, 19, 183–196.
- De Paoli, B. and M. Paustian (2013): “Coordinating Monetary and Macroprudential Policies”, FRB of New York Staff Report.
- Degrauwe, D. (2007): “Uncertainty Propagation in Structural Analysis by Fuzzy Numbers”, *Structural Mechanics*, 82.
- Del Negro, M. and C. Otrok (2007): “99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom Across US States”, *Journal of Monetary Economics*, 54, 1962–1985.
- Diamond, D. and R. Rajan (2011): “Fear of Fire Sales, Illiquidity Seeking, and Credit Freezes”, *Quarterly Journal of Economics*, 126, 557–591.
- Disyatat, P. (2010): “Inflation Targeting, Asset Prices, and Financial Imbalances: Contextualizing the Debate”, *Journal of Financial*

Stability, 6, 145–155.

Dokko, J. et al. (2011): “Monetary Policy and the Global Housing Bubble”, *Economic Policy*, 26, 237–287.

Dumas, B., A. Kurshev and R. Uppal (2009): “Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility”, *Journal of Finance*, 64, 579–629.

Gabaix, X. (2008): “Variable Rare Disasters: A Tractable Theory of Ten Puzzles in Macro–Finance”, *American Economic Review*, 98, 64–67.

Gnabo, J. and D. Moccero (2013): “Risk Management, Nonlinearity and Aggressiveness in Monetary Policy: The Case of the US Fed”, *Journal of Banking & Finance*, 55, 23.

Goodhart, C. and B. Hofmann (2000): “Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?”, *Manchester School*, 68, 122–140.

Goyal, V. and T. Yamada (2004): “Asset Price Shocks, Financial Constraint, and Investment: Evidence from Japan”, *Journal of Business*, 77, 175–199.

Greenspan, A. (2004): “Risk and Uncertainty in Monetary Policy”, *American Economic Review*, 94, 33–40.

Groot, O. (2014): “The Risk Channel of Monetary Policy”, *International Journal of Central Banking*, 10, 115–160.

Hall, R. and R. Reis (2015): “Maintaining Central–Bank Financial Stability under New–Style Central Banking”, NBER Working Paper.

Hoffmann, A. (2013): “Did the Fed and ECB React Asymmetrically with Respect to Asset Market Developments?”, *Journal of Policy Modeling*, 35, 197–211.

Igan, D. and P. Loungani (2012): “Global Housing Cycles”, SSRN Working Paper.

Issing, O. (2009): “Asset Process and Monetary Policy”, *Cato J*, 29, 45.

Issing, O. (2011): “The Crisis of European Monetary Union—Lessons to be Drawn”, *Journal of Policy Modeling*, 33, 737–749.

Ivashina, V. and Z. Sun (2011): “Institutional Stock Trading On Loan Market Information”, *Journal of Financial Economics*, 100, 284–303.

Jimenez, G., S. Ongena, J. Peydro and J. Salas (2014): “Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments”, National Bank of Belgium Working Paper.

Jordà, Ò., M. Schularick and A. Taylor (2013): “When Credit Bites Back”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 45, 3–28.

Jordà, Ò., M. Schularick and A. Taylor (2015): “Betting the House”, *Journal of International Economics*, 96, 2–18.

Kahneman, D. and A. Tversky (1979): “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, 47, 263–291.

Kempf, A., S. Ruenzi and T. Thiele (2009): “Employment Risk, Compensation Incentives, and Managerial Risk Taking: Evidence from the Mutual Fund Industry”, *Journal of Financial Economics*, 92, 92–108.

Kobayashi, N. (2004): “Industrial Structure and Manufacturing Growth during Japan’s Bubble and Post–Bubble Economies”, *Regional Studies*, 38, 429–444.

Kohn, D. and V. Reinhart (2008): “Financial Regulation in a System Context/Comments and Discussion”, *Brookings Papers On Economic Activity*, 2008, 229–274.

Korinek, A. and A. Simsek (2014): “Liquidity Trap and Excessive Leverage”, NBER Working Paper.

Krishnamurthy, A. and A. Vissing–Jorgensen (2013): “Short–term Debt and Financial Crises: What We Can Learn from US Treasury Supply”, Northwestern University Working Paper.

Kuttner, K. (2011): “Monetary Policy and Asset Price Volatility: Should We Refill the Bernanke–Gertler Prescription?”, Department of Economics Working Papers, September, 77–128.

Langfield, S. and M. Pagano (2016): “Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth”, *Economic Policy*, 31, 51–106.

Laseen, S., A. Pescatori and M. Turunen (2015): “Systemic Risk: A New Trade–off for Monetary Policy?”, IMF Working Paper.

Levine, P. and D. Lima (2015): “Policy Mandates for Macro–Prudential and Monetary Policies in a New Keynesian Framework”, ECB Working Paper.

Lopez–Salido, J., J. Stein and E. Zakrajsek (2015): “Credit–Market Sentiment and the Business Cycle”, *Social Science Electronic Publishing*, 28, 1–38.

Madigan, B. (2009): “Bagehot’s Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis”, Proceedings–Economic Policy Symposium–Jackson Hole/Federal Reserve Bank of Kansas City.

Mian, A. and A. Sufi (2009): “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis”,

Quarterly Journal of Economics, 124, 1449–1496.

Mian, A. and A. Sufi (2014): “What Explains the 2007–2009 Drop in Employment?”, *Econometrica*, 82, 2197–2223.

Mishkin, F. (2008): “How should We Respond to Asset Price Bubbles?”, *Financial Stability Review*, 93, 65–74.

Mishkin, F. (2010): “Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions”, *Journal of Asian Economics*, 21, 242–246.

Mishkin, F. and E. White (2014): “Unprecedented Actions: The Federal Reserve’s Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective”, Globalization & Monetary Policy Institute Working Paper.

Mumtaz, B. and P. Surico (2010): “Evolving International Inflation Dynamics: World and Country Specific Factors. Mimeo”, *Journal of the European Economic Association*, 10, 716–734.

Nelson, E. and A. Schwartz (2008): “The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics: Setting the Record Straight on Paul Krugman’s ‘Who was Milton Friedman?’”, *Journal of Monetary Economics*, 55, 835–856.

Peersman, G. and F. Smets (2005): “The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area”, *Economic Journal*, 115, 319–342.

Polk, C. and P. Sapienza (2009): “The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory”, *Review of Financial Studies*, 22, 187–217.

Ravn, S. (2012): “Has the Fed Reacted Asymmetrically to Stock Prices?”, *B E Journal of Macroeconomics*, 12, 1–36.

Ravn, S. (2014): “Asymmetric Monetary Policy towards the Stock Market: A DSGE Approach”, *Journal of Macroeconomics*, 39, 24–41.

Robinson, T. and A. Stone (2006): “Monetary Policy, Asset-Price Bubbles and the Zero Lower Bound”, Reserve Bank of Australia Working Paper.

Ruge-Murcia, F. (2004): “The Inflation Bias When the Central Bank Targets the Natural Rate of Unemployment”, *European Economic Review*, 48, 91–107.

Schnabl, G. and A. Hoffmann (2008): “Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets: An Overinvestment View”, *World Economy*, 31, 1226–1252.

Schuknecht, L., P. Moutot, P. Rother, et al. (2011): “The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform”, *Cesifo Dice Report*, 9, 10–18.

Stein, J. (1996): “Rational Capital Budgeting in an Irrational World”, *Journal of Business*, 69, 429–455.

Stock, J. and M. Watson (2010): “Indicators for Dating Business Cycles: Cross-History Selection and Comparisons”, *American Economic Review*, 100, 16–19.

Surico, P. (2007): “The Monetary Policy of the European Central Bank”, *Scandinavian Journal of Economics*, 109, 115–135.

Svensson, L. (2010): “Inflation Targeting”, NBER Working Paper.

Taylor, J. (2007): “Monetary Policy Rules”, NBER Books, 30, 1375–1386.

Taylor, J. (2009): “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, NBER Working Paper.

Taylor, J. (2015): “Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy”, *Annual Review of Economics*, 7, 309–339.

Taylor, J. and J. Williams (2010): “Simple and Robust Rules for Monetary Policy”, National Bureau of Economic Research.

Ungerer, C. (2015): “Monetary Policy, Hot Housing Markets and Leverage”, BIS Working Paper.

V. Ivashina and B. Becker (2014): “Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis”, SSRN Working Paper.

Woodford, M. (2010): “Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis”, *Journal of Economic Perspectives*, 24, 21–44.

Woodford, M. (2012): “Inflation Targeting and Financial Stability”, NBER Working Paper.

Yellen, J. (2014): “Monetary Policy and Financial Stability”, International Monetary Fund, 2014.

(责任编辑：马 辰)