

# 资产价格与货币政策:一个综述\*

毛东俊

**[摘要]**资产价格与货币政策的关系是最近几十年货币经济学界和中央银行十分关注的热点问题之一。各国学者对此从不同角度进行了广泛的理论与实证研究,本文主要从货币政策干预资产价格的时机、资产价格在货币政策调控中的信息功能、是否将资产价格纳入货币政策框架、货币政策如何应对由资产价格泡沫引发的金融不稳定等四个方面对相关研究成果进行了梳理和归纳。

**关键词:** 货币政策 资产价格 金融稳定

**JEL 分类号:** E52 E58 G12

## 一、金融结构变迁构成资产价格与货币政策互动的基础

资产价格与货币政策的关系是最近几十年货币经济学界和中央银行都十分关注的课题,从广义的角度来看,资产价格应该包括股票、债券、基金、房地产、大宗商品甚至衍生金融工具。按照Tobin(1983)的观点,货币资金、有价证券和房地产是居民持有的三种主要资产,居民在收益和风险之间选择货币和其他资产的最优组合,从而确定最优的货币持有量。

自20世纪70年代布雷顿森林体系瓦解以来,金融管制的放松、金融自由化和金融结构的变迁,显著地改变了金融市场(包括货币市场和资本市场)在宏观经济运行中的地位和作用。金融资产和非金融资产在居民财富中占据突出地位,资产价格波动对经济主体投资和消费产生重要影响,货币政策的制订不能不考虑资产价格变化对实体经济的影响。

Goodhart and Hofmann(2001)的研究表明,绝大多数发达国家都呈现出以市场为主导的金融市场融资的快速增长势头,以股权、房地产为代表的金融资产在居民财富中始终保持较高比率,并且出现持续、快速的增长趋势。Ludvigson等人(2002)研究发现,财富效应作为货币政策的传导机制十分明显,并且住房价格的财富效应大于股票价格的财富效应<sup>①</sup>。Allen and Gale(2000,2004)发现,金融体系以市场为基础的经济体国家的财富效应要大于金融体系以银行为基础的经济体<sup>②</sup>。因此,资产价格对家庭消费和企业投资决策,并且对维持金融稳定发挥关键性作用,显著影响着宏观经济的平稳运行。

资产价格的波动往往伴随着金融不稳定,甚至导致系统性的金融风险。2008年由美国次贷危机引发的全球性金融危机,已经充分显示出实体经济应对资产价格高度波动冲击的脆弱性。资产价格可通过财富效应、托宾效应、金融加速器效应等影响实体经济,并对价格稳定的政策目标产生冲击。此外,资产价格波动和金融脆弱性的内在联系也决定了金融危机出现的时机和强度,对经济能否保持平稳运行有重大影响。

\* 毛东俊,对外经济贸易大学金融学院,经济学博士。

① 房地产(Real Estate)价格主要分为3大类,住房(Residual Property Price)价格、工业用房价格(Industrial Property Price)和商业用房价格(Commercial Property Price)。

② 美国、英国、加拿大的金融体系是以市场为导向,而德国、法国、日本的金融机构是以银行为基础的。

至今仍未有结束征兆的金融动荡,再一次展现了资产价格高涨和崩溃的过程,以及信贷资金扩张、杠杆融资扩大,金融脆弱性加强、房地产价格波动之间错综复杂的关系。频繁的资产波动和由此引发的系统性金融风险与经济衰退,迫使各国学者和货币当局深入研究资产价格波动的内在机制,以及货币政策应该如何应对资产价格的波动。

## 二、资产价格与货币政策关系研究中争论的焦点问题

### (一) 货币政策何时干预资产价格

中央银行应该在泡沫破灭之前对资产价格进行干预,还是让市场自行消化泡沫,而仅对市场不能消化的危机进行最后贷款人救助,目前学术界有两种截然对立的观点。

Hessius<sup>①</sup>在国际清算银行(BIS)的一次演讲中提出,中央银行不应当试图利用利率政策去控制资产价格以达到消除泡沫的目的,而是在市场崩溃后尽力采取稳定措施。Bernanke and Gertler (1999a)认为,货币政策能否对资产价格变动及时做出反应,主要取决于资产价格变动是否能够给宏观经济产生通货紧缩或通货膨胀压力,如果资产价格的变动并没有给宏观经济带来通货膨胀压力,货币政策就不必对资产价格变动做出反应;如果资产价格变动给宏观经济带来通胀压力,为了缓解这种压力,货币政策必须做出反应。Vickers(1999),Bernanke and Gertler(1999a),以及Mishkin (2008)提出,除非资产价格膨胀影响通货膨胀预期(Inflationary Expectation),货币政策才有必要对资产价格做出反应;而且即使资产价格变化影响到预期通胀率,货币政策也不应该直接对资产价格做出反应,而是对通胀率的变动(Inflation Variability)做出反应。Wadhvani(2008)认为,政策不应该仅仅根据资产价格做出调整,更应该关注通货膨胀和产出预期,并且不对假设的未来资产价格泡沫做出反应。但如果价格突然下跌,央行应该尽快采取包括降低利率在内的必要措施,防止经济衰退和通货紧缩。

但也有学者并不认同这一观点。Cecchetti 等人(2000),Goodhart and Hofmann(2000),以及Palley (2008)认为,在资产价格泡沫生成时,货币政策就应该果断进行干预,以阻止泡沫进一步膨胀,减少宏观经济波动。中央银行有责任处理由资产价格泡沫破灭引发的金融危机,并应该选择先发制人的策略,及时刺破泡沫。Kohn(2009)认为,中央银行应采取积极的(Proactive)态度,对所有影响总需求和通货膨胀预期的变量变化做出反应,包括确定金融泡沫特征的信贷快速增长和资产价格上涨等因素。Bean(2003)认为,资产价格波动原因的多样性并不是忽略资产价格的原因;通过推断和萃取资产价格波动的原因,将这些因素纳入到对产出和通货膨胀的分析预测当中,并对此做出反应,优于完全忽视资产价格。

这两种截然相反的观点起因于对诊断资产价格泡沫等金融失衡问题的难易程度,货币政策对资产价格和宏观经济状况影响完全不同的评估,以及在研究中做出的特殊假设。Cecchetti 等人(2000)和 Goodhart and Hofmann(2000)假设中央银行知道资产市场的波动是否由基本面促成,并且认为中央银行事先掌握有充分的信息确定泡沫何时形成、膨胀和破裂;这些都暗示了中央银行比市场有更好的预知力和理解力。

Posen(2003,2006,2010)对此做了长期跟踪研究,认为资产价格泡沫可能源自“非理性繁荣”、技术进步、金融创新等因素,货币条件变动与资产价格变动之间的联系不断减弱,无论是扩张性货币政策与泡沫形成,还是紧缩性货币政策与泡沫破灭之间的联系都十分微弱。因此货币政策没有必要,也没有可能对资产价格变动做出直接反应。

<sup>①</sup> BIS Review 128/1999, <http://www.bis.org/review/r991124d.pdf>.

研究表明,中央银行如果缺乏足够的信息,就很难了解资产价格泡沫发展到什么程度才变得不可持续。等清楚地看到泡沫已经形成时,收紧货币政策就变得太冒险,可能导致资产急剧下跌和大幅衰退的风险。在有的情况下,即使提高利率也不能减缓资产价格膨胀的势头,却对实体经济状况产生不利的影 响(Taylor,2007,2009,2010)。因此,要想干预资产价格,中央银行必须比投资者更熟悉资本市场和资产价格变化趋势。但多数经济学家指出,中央银行在实践中要判断什么是泡沫非常困难。Greenspan(2003,2004)认为,中央银行没有高于私人部门的信息优势,货币政策制定者也不可能掌握比市场更充分的信息。

## (二) 资产价格在货币政策调控中的信息功能

如果中央银行采取积极措施,使货币政策对资产价格和信贷增长做出反应是可取的,那么,这些变量中必然包含与未来经济发展相关的信息,因此,一部分学者考察了资产价格作为先行指标,包含和体现的信息价值对未来产出和通货膨胀的预测功能。

Borio and Lowe(2002),以及 Bean(2003)认为,资产价格中包含的通货膨胀信号是中央银行关注的焦点,它可以向中央银行传递广泛的信息,反映投资者对经济前景的预期,而这种预期是中央银行制定货币政策时的重要依据。Filardo(2000)通过对英美日三国的股票价格、土地价格和消费者价格指数研究发现,土地价格指数包含未来通货膨胀的有用信息,可以预测 CPI 指数的变化;而股票和通货膨胀之间的关系不显著。Goodhart and Hoffmann(2002)将房地产和股票价格指数纳入货币状况指数 MCI(Monetary Condition Index),设计出金融状况指数 FCI(Financial Condition Index),发现这一指数对对未来的产出缺口和通货膨胀具有较好的预测效果。

Mian and Sufi(2008)指出,在金融市场发达、金融资产在居民财富中所占比重较高的国家,资产价格对宏观经济波动的信息反应也更为及时和充分。Bryan 等人(2002),Stock and Watson(2001,2010)的研究表明,金融资产在居民财富中的突出地位,使得资产价格对实体经济具有显著的影响和预测作用。这一结论不但适用于发达国家,而且在新兴市场国家也同样适用。Slok and Christoffersen(2000)对 6 个转型国家<sup>①</sup>的研究表明,这些国家的资产价格对实体经济的变化具有显著的信号功能,以股票收益率、实际短期利率和实际汇率三个指数构造的领先指数(Leading indicators)有助于货币当局预测未来经济变化。

Kaminsky 等人(2004)研究表明,在有关银行危机的一系列先行指标中,资产价格暴跌是一个非常 重要的指示,因为股票价格下跌导致资产价值缩水,投资者由盲目乐观骤变为恐慌情绪,引起资产价格和经济的螺旋下滑。Marshall(1998)认为,当期股票价格是未来危机发生概率的函数。未来发生危机的概率上升时,当期股票价格下跌;如果所有投资者都相信这一点,则资产价格的下降就会导致银行、甚至金融危机。

Miller 等人(2000),Illing(2001),Caballero and Krishnamurthy(2003)等从中央银行对资产价格崩溃做出过度反应,可能导致的道德风险问题进行了研究。Mishkin(1999)认为,资产价格波动加剧了信息不对称问题;由于抵押品和公司净资产能够降低逆选择和道德风险的作用,当资产价格大幅度下跌时,公司抵押品的净资产价值下降,使信息不对称问题更加严重,导致信贷紧缩和经济衰退。

Assenmacher-Wesche 等人(2008a,2010)在包括产出缺口、通货膨胀缺口和短期利率的基准预测模型的基础上加入信贷、股价和房屋价格等作为金融不稳定变量,构建扩展模型,对 18 个国家 20 世纪 80 年代以来 20 年的数据进行实证检验。发现增加了金融不稳定变量的扩展模型对产出和通货膨胀的预测效果还不如基准模型。他们认为,预测性能不佳的部分原因是样本期不具有代表性,因为这一时期通货膨胀率、产出、利率、信贷和资产价格等大幅波动,在很大程度上反映了不良的货币政策。

<sup>①</sup> 捷克、俄罗斯、波兰、匈牙利、斯洛文尼亚、斯洛伐克。

这些研究说明,包括证券(及衍生品)价格、股票价格、房地产价格等在内的资产价格波动所揭示的风险和预期信息,已经对未来经济的发展方向(膨胀、衰退,金融危机等)具有明显的预警作用,比如信用风险、市场风险、流动性风险等。而且货币当局也从金融市场充分收集信息,对经济危机的影响范围和严重程度、市场的反应、危机的传导机制、救市政策的有效性等做出判断,对症下药。

因此,在现代金融和经济危机中,除了产出、价格、就业等宏观经济指标外,金融市场本身蕴含着重要的预警和决策信息。将瞬时波动的资产价格信息与具有时滞性的宏观经济信息结合起来,能为危机预警和宏观决策提供更为有效的信息来源。

### (三) 是否将资产价格纳入货币政策框架

资产价格包含产出和通货膨胀的有用信息,对实体经济产生巨大的影响,并且在货币政策的传导中扮演着极为重要的角色。因此,在中央银行的政策反应函数中,除了产出(或就业)缺口与通货膨胀缺口以外,资产价格的稳定是否应当成为货币政策的另一个目标,成为货币政策和理论探讨的重要议题。

Minsky(1992)认为物价稳定并不等同于金融稳定和经济稳定,有时,价格稳定反而导致经济主体过分承担风险的行为,造成资产价格泡沫。因为低通胀通过名义利率和实际利率下降在客观上助长了经济主体在资产价格的投机行为,推动了泡沫的生成和膨胀。Goodhart(1995)认为,中央银行将货币政策的目标只限定在通货膨胀上会显得过于狭窄,应考虑将房地产、股票、证券和外汇等资产价格也包括在广义的通货膨胀指标内。由于资产价格反映了人们对中长期利率水平和通胀前景的预期,包括对资产价格波动动因的分析,将有助于发现威胁中长期价格稳定的风险因素;他们的研究表明,忽略资产价格的货币政策将使经济损失更大。Ahearne 等人(2005)也认为,货币政策对资产价格的前瞻制动,将有助于实体经济避免遭受更大的冲击。

但 Fuhrer and Moore(1992)认为这一观点并不准确。他们指出,在货币政策反应函数中赋予资产价格过多的权重,将导致宏观经济的不稳定,反而失去对价格稳定的控制。Woodford(1994)指出,考虑到预期自我实现的作用,货币政策对资产价格指示器做出反应将损害经济的稳定。Gilchrist and Leahy(2002)对资产价格波动对未来产出(或就业)和经济主体资产净值两种冲击效应进行了研究,认为货币政策应对这两类冲击得不到更多的收益,也没有证据表明应当在货币政策反应函数中包含资产价格指数。Baitni 等人(2001)甚至认为,不论是否存在泡沫,都不会改进货币政策的经济效果。

Cecchetti 等人(2000)提出,在货币政策反应函数中纳入产出缺口和利率平滑指数,发现,除了通货膨胀缺口和产出缺口,如果中央银行能够对资产价格错配(misalignment)做出反应,并得到更好的效果。Chadha 等人(2003)对美英日三国 1979~2000 年的数据进行实证检验的结果表明,中央银行可以对资产价格的扭曲做出反应,降低或对冲它们对实体经济的不利影响。Smets(1997)提出,以价格稳定为目标的货币政策对资产价格做出反应,依赖于资产价格变化是由基本面因素还是非基本面推动。如果资产价格是由非基本面的冲击造成的,最优的货币政策应该是提高利率。如果是由基本面的良性因素推动,则保持货币政策的稳定,以维持这种资产价格繁荣。

Borio and Lowe(2002)将资产价格的繁荣和崩溃看作是高速债务积累和资本积累的表现。迅速增长的债务和资本积累一旦遇到逆转,金融危机将成为必然的结果。据此提出,维持金融稳定的货币政策应当对引发债务和资本积累逆转的资产价格波动做出反应。Bordo and Jeanne(2002)认为,这种逆转的资产价格是来自于泡沫还是基本面因素并不确定。并且对被动性(Reaction)和主动性(Proactive)两类货币政策的选择问题进行了研究。作为反应性货币政策,货币当局等待并观

察资产价格泡沫是否破灭;如果破灭,则采取应对措施。而对于前瞻性货币政策,则依赖于对泡沫出现概率和政策实施成本低的估计。Gruen 等人(2003)则认为,当资产价格泡沫破灭时,只要泡沫的性质不确定,则寻找优化货币政策是困难的,这取决于泡沫崩溃的概率、泡沫导致的经济效率损失和对货币政策效果的预期等。Smets and Wouters(2002)指出,非基本面因素冲击可能对价格稳定产生影响。一个保守的中央银行赋予价格稳定更多的权重可以得到更好的政策效果。但是实践中,中央银行往往无法区分基本面冲击和非基本面冲击,因此,信号萃取问题和分析、掌握导致资产价格波动的是哪类冲击,将是货币政策实践需要面对的关键问题。

Detken and Smets(2004)通过对不同国家资产价格泡沫的对比研究,提出资产价格膨胀和崩溃对投资产生的非对称性影响,并为 Bernanke 等人(1999)提出的金融加速器理论(Financial Accelerator)提供了实证支持。在资产价格的膨胀期,宽松的货币政策推动货币与信贷的高速增长,刺激投资支出,导致资产价格和抵押物价值的上涨,而这又促使信贷政策进一步放宽。当资产价格下跌时,这些变化又逆转直下形成债务通货紧缩(Debt-Deflation)。并且提出,在资产价格膨胀过程中,名义利率和实际利率的变化也不显著,通货膨胀本身并不是金融不稳定的指示器。如果将资产价格纳入一个统一的消费物价指数体系,则必然会增加未来消费的比率而减少当前消费的权重。资产价格多动性引致物价指数的波动频繁,复杂多变的价格指数也就削弱了其作为货币政策观测指标的可行性和实用性。

研究表明,目前测量通货膨胀水平,多采用消费物价指数和国内生产总值平减指数。这些指标在测量通货膨胀时都没有将资产价格的波动考虑在内。一般价格指数更多地是考虑与当前消费品价格相关的货币购买力变动,而资产价格的波动则是更多地和长期或者整个生命周期的收入和未来消费相关联。Haugh(2008)认为,波动的资产价格中包含太多不确定的噪音。由于投资者错误预期、非理性行为,及不确定性等因素的影响,资产价格出现频繁的大起大落现象,这种脱离基本面的波动,很难判断,也不好操作。总的来看,尽管多数学者不同意将资产价格纳入货币政策目标,但他们主张货币政策要对资产价格变动做出反应,尽管各自强调的反应方式不同。

#### (四)货币政策如何应对由资产价格泡沫引发的金融不稳定问题

资产价格波动会对金融稳定产生的潜在的负面影响,以及对宏观经济引起的连锁反应。关注金融不稳定的重点在于要消除金融失衡,就可能造成金融部门极度紧张,而导致总需求下跌,并有可能引发通货紧缩。

Bean(2003)指出,价格稳定并不能避免金融不稳定的发生,金融稳定应该成为货币政策的重要目标,但是在通货膨胀目标制的货币政策设计中,并不要求对规则本身进行结构性调整,而是将金融稳定纳入对未来产出和价格波动的预期与分析之中。对金融稳定影响经济前景的理解和预期,应该成为货币政策实践的基础。Borio and Lowe(2002)认为,货币政策完全可以对不断积累的金融不稳定做出恰当的反应,但需要货币机构和监管当局的密切协作。Assenmacher-Wesche 等人(2008b)认为逆风向(Leaning-Against-The-Wind)的政策很可能会加剧宏观经济的波动。考虑到中央银行没有充分的信息以确定在什么时候应对金融市场的波动,但应对金融市场发展的行动可能已对实体经济产生不利的冲击。因此,只用货币政策而不以监管政策相配合来实施逆风向操作是不可取的。

Minsky(1992)从经济周期角度对金融不稳定性进行分析,指出正是企业融资和银行贷款的顺周期行为促成了实体经济的动荡、资产价格的波动,最终导致金融系统不稳定。Benigno and Paciello(2010)认为,货币当局迟缓、滞后的政策行动反而可能成为金融不稳定的消极帮凶,增加经济的风险成本。一旦金融不稳定的局面加剧恶化,势必重创中央银行的货币政策,削弱政策效果。Nelson

和 Schwartz(2007)指出,资产价格大幅下跌会严重影响抵押品的价值而引起违约的信用风险上升,因此货币政策应关注资产价格膨胀效应对金融体系稳定性的影响。Diamond and Rajan(2011), Aizenman 等人(2011)认为面对脆弱的金融系统,中央银行对于金融稳定有着不可推卸的责任,金融稳定应该成为货币政策的第三个目标。

此外,也有学者从银行信贷角度,对资产价格波动和金融稳定的关系进行了研究;在这些研究中,股票、债券和房地产等资产的主要作用是通过作为银行信贷的抵押物来体现的。Bernanke and Gertler(1989), Benanke and Lown(1991), Bernanke 等人(1997)分析了资产价格波动对银行信用扩张的影响,指出资产负债表和现金流量状况是私人部门借贷能力的重要决定因素。当资产价格大幅度下跌时,会导致银行和借款者的资产负债结构进一步恶化,影响银行的信贷扩张能力和借款者信用获得能力,进一步造成债务通货紧缩。资产价格下跌造成银行的贷款损失,冲击银行的权益资本,迫使银行为满足资本充足率要求,不得不出售资产,缩减信贷供给。同时,资产价格的大幅度下跌,使借款者的净财富和现金流也随之下降,导致其进一步获取信贷的能力大幅度下降,违约率上升。

Minsky(1992), Benanke and Lown(1991)认为,权益资本的短缺是导致信贷供给缩减的最主要原因。当银行体系受到资本金约束时,由于贷款损失所带来的资本金减少会转换为一个多倍的信贷收缩,最终导致资产价格的进一步下跌和加速贷款损失,使资本金进一步收缩,形成“贷款损失-资本金收缩-信贷收缩-金融不稳定”的作用过程。并根据负面冲击和资产价格下跌的程度,经济基本面会出现自我实现的资本金紧缩均衡、银行危机均衡和金融危机三种状态。

Kiyotaki and Moore(1997), Goetz(2003), Chen and Wang(2007)认为,资产价格和银行信贷存在一个相互作用的机制。当投资收益下降破坏银行资本金、公司净资产和家庭净财富时,借贷和投资减少,对资产需求的下降降低了资产的价格,进一步减少了抵押品的价值。影响了私人部门的借贷能力,造成信贷收缩。商业银行对贷款的资本金要求提高,对借款的抵押品要求更严格,这种反作用会进一步限制了银行信贷的规模。资产价格的下跌,不仅影响当期信用、约束公司的净资产,而且还影响以后各期信用的可获得性,造成整个经济体系的信用收缩和资产价格的全面、持续下跌。

Borio and Lowe(2002)认为,金融危机是金融不平衡积累和扩散的结果,金融不平衡在繁荣时期开始积累,并被良好的经济环境所掩盖。资产价格从泡沫到崩溃的剧烈波动,超过实体经济发展所需要的信用扩张、超平均水平的资本积累等是造成金融不平衡的重要因素。快速的信用扩张、快速的资本价格上涨和投资的高水平,提高了金融危机发生的概率。

Friedman and Schwartz(1991)认为,如果没有货币的过度供给,金融体系的动荡是可以避免的,金融动荡的基础在于货币政策,因为货币政策的失误引发了金融不稳定的产生和积累,使最初的金融困难演变为严重的体系灾难。Eichengreen and Arteta(2000)对75个新兴市场国家样本数据的分析表明,国内信贷繁荣领先于银行危机。当国内信贷规模迅速增长时,对借款者进行监管将变得十分困难,导致信贷质量下降。因此,快速增长的国内信贷是导致银行危机的最主要原因。

Allen and Gale(1998, 2000, 2003, 2004)从信贷扩张与风险转移相互作用的角度,对资产价格波动问题进行了长期跟踪研究。他们认为,如果投资者通过借款投资风险资产,当资产收益率降低时,投资者会选择违约来逃避偿债,并将风险转移给银行。这种风险转移行为使投资者投机风险资产,导致风险资产的价格超过其基本面界定的水平,形成资产泡沫。同时,他们认为投资者关于未来信贷扩张的预期,对金融危机的发生具有重要的逆转作用;即未来信贷可得性的突然改变会导致金融危机的发生。如果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。因此,不需要明显的信贷收缩,信贷可

得性出乎意料的变化也会引发资产价格的暴跌和危机的发生。

#### (五)国内研究现状

在我国,受资本市场发展滞后的约束,对资产价格与货币政策关系的研究,主要是围绕对货币政策的分析展开。1997年东南亚金融危机后,对这一关系的研究,开始增多并逐渐成为热点。比较有代表性的理论观点有:

苟文均(2000)认为货币政策应该通过利率调整影响资本价格,从而影响实体经济以达到政策目标。易纲、王召(2002)认为,货币政策对金融资产价格,特别是股票价格和房地产价格有影响,通货膨胀与货币数量的关系不仅取决于商品、服务的价格,而且还取决于股市和房地产市场。因此,中央银行在考虑货币政策制定时,应同时考虑股市、房地产价格,商品与服务的价格。

魏永芬和王志强(2002)研究了我国货币政策的资产价格传导,分析了货币政策的股票、房地产价格传导效率,认为相对于股票价格,房地产价格在货币政策传导机制中的作用更为显著。闫力等人(2009)认为,货币政策对股票市场价格的影响呈现非对称性,紧缩效应大于扩张效应。唐齐鸣和熊洁敏(2009)研究发现,我国股价和房价对产出缺口有较显著的影响。如果货币政策不对资产价格做出反应将导致更大的损失;据此提出,在制定货币政策时应考虑资产价格对实体经济的影响。

刘霞辉(2002)通过对日本泡沫经济的经验研究,提出资产价格的变化与过度的流动性有关。因此,货币政策应当将其视为经济波动的重要因素。曾华珑等人(2008)认为,利率对资产价格泡沫的形成作用不大;翟强(2005)、何国华和黄明皓(2009)认为,我国的资产价格泡沫与信贷扩张具有高度的相关性。王晓明和施海松(2008)指出金融机构的各项贷款对于资产价格的效力最强,其次为货币供应量和利率。

赵进文和高辉(2009)认为,在货币政策函数中把资产价格作为内生变量,将使央行在实现货币政策目标时更具可控性。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价格等因素给予的关注较少。李稻葵等(2009)引入市场情绪,探讨货币政策和实体经济之间的关系。研究表明,市场情绪和货币政策两者共同作用于资产价格;在资产价格过分波动的情况下,货币政策应该考虑并对冲市场情绪。

但也有一些研究文献表明,货币政策不应响应于资产价格的波动。钱小安(1998)认为,资产价格不宜作为货币政策的一个中介目标,由于影响资产价格的因素众多,中央银行不能有效地识别这些因素以调控资产价格。冯用富(2003)认为在我国特定的市场结构和制度安排下,股票、房地产市场相对于实体经济部门,往往有较高的投机收益,实施紧缩性货币政策不但很难从这两个市场回收流动性,反而会导致信贷资金从实体经济部门转移到金融资产市场,弱化货币政策效率。杨继红和王浣尘(2006)用广义货币供给M2的增长率表示我国的货币政策,用股市的市盈率表示股市泡沫,实证研究发现,我国的货币政策并未对产出缺口和股市泡沫作出反应。袁靖(2007)在考虑股市泡沫的基础上,估计了货币政策反应函数;研究表明,我国在制定货币政策规则时,通胀和产出缺口的比重较大,而资本价格波动的权重较小。周晖、王擎(2009)通过研究房价波动、货币供给增速和经济增长之间的关系,得出央行没有必要用货币政策去直接盯住资产价格的结论。

在我国,相对银行业的规模而言,证券等直接融资市场的规模相对较小,资产价格的财富效应及资产负债表效应等还不明显,资产价格在我国货币政策传导中的作用也并不显著。但是,资产价格波动的背后隐藏着许多货币政策决策所需的重要信息。尤其在货币与信贷规模仍是我国货币政策操作框架重要内容的情况下,更应密切关注这些信息。当前,资产价格对货币政策的主要挑战在

于,资产价格波动是否会影响我国尚不成熟的金融机构行为以及整个金融体系的稳定性,从而间接地影响货币政策的实施效果。

### 三、资产价格和与货币政策关系研究的评论

近二十年,对资产价格与货币政策关系的理论研究和实证检验从未间断,但尚未达成一个一致性的结论。理论模型的结论取决于假定条件,而实证研究结论又依赖于数据样本、计量方法以及金融条件和市场结构等的衡量指标。因此,也就决定了两者之间的关系不能用一个简单化的结论来。但从另一方面,这些文献又使人们能够从各种不同的视角来审视、修改和发展已有的理论。但必须承认,无论中央银行将资产价格是看作目标变量(Target Variable)、信息变量(Information Variable),还是参考变量(Indicator),都需要了解资产价格变化的原因;只有充分了解资产价格变化的原因,才能制定有针对性的对策。

(一)无论是短期还是中长期,货币政策的确有能力影响资产价格。在我国,资本市场仍处于转型与发展阶段,资产价格的波动性相对更强,往往与实体经济呈现出较大的背离,且与一般物价指数之间也没有明显的相关性,资产价格的合理水平更是难以判断。考虑到资产价格波动对经济主体的消费和投资行为及预期产生的重要影响,因此货币政策的制定不能不考虑资产价格变化对实体经济的影响。

因此,应该将资产价格包含到对未来产出和通货膨胀的预期分析中,但并不需要将资产价格纳入货币政策框架或者货币政策反应函数,因为这将导致货币政策目标更为复杂,甚至会因调控资产价格而影响实体经济的健康运行。只有当资产价格的变动或冲击对实体经济、对中央银行的价格稳定和经济增长目标的影响达到一定程度时,货币政策才应做出响应。

(二)资产价格波动使人担忧的重要方面是其可能对金融稳定产生的潜在负面影响,以及对宏观经济造成的连锁反应。美国次贷危机引发的全球性金融危机,充分暴露出金融体系的脆弱和不稳定。货币当局应该密切关注驱使资产价格大幅度波动的因素,对金融机构所面临的风险进行充分评估。如果资产价格的剧烈波动,体现了经济主体对未来宏观经济通货膨胀或通货紧缩的强烈预期,特别是威胁到以银行为核心的金融体系稳定时,中央银行应在对资产价格波动原因进行准确研判的基础上,采取果断措施。如果出现金融不稳定的迹象,中央银行应采取积极的态度,对所有影响总需求和通货膨胀预期的发展变化做出反应,包括确定金融泡沫特征的信贷快速增长和资产价格上涨等因素。传统的货币政策目标,更加强调价格稳定。但是研究表明,价格稳定并不能避免金融不稳定的发生。因此,在金融危机时期,货币政策努力维护金融稳定是经济摆脱困境的基本条件。

(三)中央银行采取措施,维护金融稳定,需要依赖以下几点判断:一是中央银行可以通过追踪可识别的金融失衡迹象及时确定资产价格泡沫的构成和膨胀动因。二是金融不稳定所包含的信息应该有助于预测未来的产出(包括就业)和价格走势。第三,为实现阻止资产价格泡沫而实施的紧缩货币政策所带来的经济收益超过不实施上述紧缩货币政策时,当泡沫崩溃引发经济活动衰退而造成的短期成本。因此,在制定货币政策时,应前瞻性地考虑政策对资产价格的潜在影响,既要防止过多地流动性进入资本市场,引起资产价格的剧烈波动,又要提高对资产价格波动信息的解读和预判,提高货币政策反应的及时性和准确性。

(四)货币政策主要是总量调控,相对于调节总需求,价格结构性失衡不是货币政策的强项。同时,货币政策框架随着时间的推移有了重大的改进,比如中央银行独立性的提高、政策更加注重实



现和保持低通货膨胀、决策程序更加透明,预测水平有很大改进等,这很难完全归因于货币政策。此外,选取的金融不稳定指标可能不佳,缺少理论基础;只使用经济体内的信贷和资产价格数据,可能遗漏掉其他重要信息。所以,不能单纯依据资产(股价、房地产等)价格的波动来决定货币政策的松紧。

货币政策只是应对资产价格泡沫的一种工具,贷款发放和抵押品要求,以及资本市场和银行业监管对于关注资产价格膨胀等风险起着同样重要的作用。因此,在调控资产价格泡沫这种结构性问题时,应加强与财政政策、产业政策等的配合。同时,加强金融体系的制度建设,构建稳健的金融体系结构,降低泡沫破裂对金体系的不利冲击。

(五)值得注意的是,绝大多数研究文献都是以西方发达市场国家为背景进行的;这些国家有成熟的市场经济制度,完善的金融结构,健全的法制监管环境等,研究者往往把这些制度因素视为给定的外生变量。但对于像中国这样处于经济转型期的发展中国家而言,市场经济尚不成熟,金融市场尚不完善,法治建设也不健全,这些制度性因素对投资者行为和中央银行的政策操控调施加了更多的制约因素和约束条件。

因而,在研究中国的资产价格与货币政策问题时,应将制度因素纳入分析模型和分析框架,进而揭示中国经济转轨过程中制度性因素影响下的资产价格与货币政策关系,这是立足于中国现实的经济学者应该而且能够做出独立贡献的地方。

#### 参考文献

- 冯用富(2003):《货币政策能对股价的过度波动做出反应吗?》,《经济研究》,第1期。
- 荀文均(2000):《资本市场的发展与货币政策的变革》,《金融研究》,第5期。
- 何国华、黄明皓(2009):《开放条件下货币政策的资产价格传导机制研究》,《世界经济研究》,第2期。
- 刘霞辉(2002):《资产价格波动与宏观经济稳定》,《经济研究》,第4期。
- 李成、王彬、马文涛(2010):《资产价格、汇率波动与最优利率规则》,《经济研究》,第3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。
- 钱小安(1998):《资产价格变化对货币政策的影响》,《经济研究》,第1期。
- 瞿强(2005):《资产价格泡沫与信用扩张》,《金融研究》,第3期。
- 唐齐鸣、熊洁敏(2009):《中国资产价格与货币政策反应函数模拟》,《数量经济技术经济研究》,第11期。
- 王晓明、施海松(2008):《资产价格波动形势下货币政策工具的宏观调控效应比较研究》,《上海金融》,第11期。
- 魏永芳、王志强(2002):《我国货币政策资产价格传导的实证研究》,《财经问题研究》,第5期。
- 闫力、刘克宫、张次兰(2009):《货币政策有效性问题研究——基于1998~2009年月度数据的分析》,《金融研究》,第12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。
- 易纲、王召(2002):《货币政策与金融资产价格》,《经济研究》,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。
- 赵进文、高辉(2009):《资产价格波动对中国货币政策的影响》,《中国社会科学》,第3期。
- 周晖、王擎(2009):《货币政策与资产价格波动:理论模型与中国的经验分析》,《经济研究》,第10期。
- 曾华珑、曾铮、吴娟(2008):《货币政策对资产价格的冲击——基于我国利率、房价和股价互动关系的经验研究》,《金融发展研究》,第10期。
- Ahearn, A., J. Ammer, B. M. Doyle, L. Krole and R. Martin(2005): "Monetary Policy and House Prices: A Cross-Country Study", working papers, Central Bank of Chile, No.344.
- Aizenman, J., Y. Jinjark and D. Park (2011): "Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990~2010", NBER Working Paper, No.17502.
- Allen, F. and D. Gale(1998): "Optimal Financial Crises", *Journal of Finance*, 53, 1245-1284.
- Allen, F. and D. Gale(2000): "Bubbles and Crises", *Economic Journal*, 110, 236-255.
- Allen, F. and D. Gale(2003): "Financial Fragility, Liquidity and Asset Prices", The Wharton Financial Institutions Center Working Papers, No.01-37.
- Allen, F. and D. Gale (2004): "Asset Price Bubbles and Monetary Policy", In: Desai, M., Y. Said (eds.), *Global Governance and Financial Crises*, New York: Routledge.

- Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach (2008a): "Ensuring Financial Stability: Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices", CEPR Discussion Papers, No.6773.
- Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach (2008b): "Monetary Policy, Asset Prices and Macroeconomic Conditions: A Panel-VAR Study," Prepared for the Conference on "Towards an Integrated Macro-finance Framework for Monetary Policy Analysis" organized by the National Bank of Belgium, October 16-17.
- Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach(2010): "Monetary Policy and Financial Imbalances: Facts and Fiction", *Economic Policy*, 25, 437-482.
- Batini, N., R. Harrison and S. Millard(2001): "Monetary Policy Rules for An Open Economy", Bank of England working papers, No.149.
- Bean, C.(2003): "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?", BIS Working Papers, No.140.
- Benigno, P. and L. Paciello(2010): "Monetary Policy, Doubts and Asset Prices", NBER Working Paper, No.16386.
- Bermanke, B. and M. Gertler(1989): "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79, 14-31.
- Bermanke, B. and C. Lown (1991): "The Credit Crunch", Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 22, 205-248.
- Bermanke, B., M. Gertler and M. Watson (1997): "Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, 28, 91-157.
- Bermanke, B. and M. Gertler(1999): "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Economic Review*, 4, 17-51.
- Bermanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist(1999): "The Financial Accelerator in A Quantitative Business Cycle Framework", NBER working paper, No.6455.
- Bordo, M. and O. Jeanne (2002): "Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy", CEPR Discussion Papers, No.3398.
- Borio, C. and P. William Lowe(2002): "Asset Prices, Financial and Monetary Stability", BIS Working Paper, No.114.
- Bryan, M., S. Cecchetti and R. O'Sullivan(2002): "Asset Prices in the Measurement of Inflation", NBER Working Paper, No.8700.
- Caballero, R. and A. Krishnamurthy(2003): "Inflation Targeting and Sudden Stops", NBER Working Papers, No. 9599.
- Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky and S. Wadhvani (2000): "Asset Prices and Central Bank Policy", Report prepared for the conference "Central Banks and Asset Prices", organized by the International Centre for Monetary and Banking Studies in Geneva on May 5, 2000.
- Chadha, J., L. Sarno and V. Giorgio (2003): "Monetary Policy Rules, Asset Prices and Exchange Rates", CEPR Discussion Papers, No.4114.
- Chen, N. and H. Wang (2007): "The Pro-cyclical Leverage Effect of Collateral Value on Bank Loans," *Economic Inquiry*, 45, 395-406.
- Detken, C. and F. Smets(2004): "Asset price booms and monetary policy", ECB Working Paper, No.364.
- Diamond, D. and R. Rajan (2011): "Illiquid Banks, Financial Stability, and Interest Rate Policy", NBER Working Paper, No.16994.
- Eichengreen, B. and C. Arteta(2000): "Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence", CIDER Working Paper Series, No.179.
- Filardo, A. (2000): "Asset prices and monetary policy", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 3, 11-37.
- Friedman, M. and A. Schwartz(1991): "Alternative Approaches to Analyzing Economic Data", *American Economic Review*, 1, 39-49.
- Fuhrer, J. and G. Moore (1992): "Monetary policy rules and the indicator properties of asset prices", *Journal of Monetary Economics*, 2, 303-336.
- Gilchrist, S. and J. Leahy(2002): "Monetary policy and asset prices", *Journal of Monetary Economics*, 49, 75-97.
- Goodhart, C. (1995): "Financial Globalization, Derivatives, Volatility and the Challenge for the Policies of Central Banks", FMC Special Papers, No.sp74.
- Goodhart, C. and B. Hofmann(2000): "Financial Variables and the Conduct of Monetary Policy", CBS Working Paper, No.112.
- Goodhart, C. and B. Hofmann(2001): "Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy", Paper prepared for the conference on 'Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy', Stanford University, March2-3, 2001.
- Goodhart, C. and B. Hofmann(2002): "Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy", Royal Economic Society Annual Conference, No.88.
- Goetz, V. (2003): "A Unified Approach to Credit Crunches, Financial Instability, and Banking Crises", Macroeconomics from EconWPA, No.0312006.
- Greenspan, A.(2003): "Monetary Policy under Uncertainty," Speech before a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Greenspan, A. (2004): "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", Remarks at the Meetings of the American Economic Association.

- Gruen, D., M. Plumb and A. Stone (2003): "How Should Monetary Policy Respond to Asset-price Bubbles?", Reserve Bank of Australia Research Discussion paper, No.2003-11.
- Haugh, D.(2008): "Monetary Policy under Uncertainty about the Nature of Asset-Price Shocks", *International Journal of Central Banking*, 4, 39-93.
- Hessius, K.(1999): "Ms Hessius Speaks on a Number of Topics Including the 'New Economy', the 'Long Boom' and the Actual and Potential Role of Asset Prices in Monetary Policy", BIS Review, No.128/1999, <http://www.bis.org/review/r991124d.pdf>.
- Illing, G.(2001): "Financial Fragility Bubbles and Monetary Policy", CESifo Working Paper, No. 449.
- Kaminsky, G., C. Reinhart and C. Vegh (2004): "When it Rains, it Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", NBER Working Papers, No.1078.
- Kiyotaki, N. and J. Moore(1997): "Credit Cycles", *The Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Kohn, D.(2009): "Monetary Policy and Asset Prices Revisited", *Cato Journal*, 29, 31-44.
- Ludvigson, S., C. Steindel and M. Lettau (2002): "Monetary Policy Transmission through the Consumption-Wealth Channel", *Economic Policy Review*, 5, 117-133.
- Marshall, D.(1998): "Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure", *Economic Perspectives*, 3, 13-38.
- Mian, A. and A. Sufi (2008): "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis", NBER Working Paper, No.13936.
- Miller, M., P. Weller and L. Zhang(2000): "Moral Hazard and the US Stock Market: Analyzing the 'Greenspan put'", CSGR Working Paper, No. 83/01.
- Minsky, H.(1992): "The Financial Instability Hypothesis", JLEI Working Paper, No.74.
- Mishkin, F.(1999): "Bank Consolidation: A Central Banker's Perspective", NBER Working Papers, No.5849.
- Mishkin, F.(2008): "Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy", NBER Working Papers, No.13948.
- Nelson, E. and A. Schwartz(2007): "The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics", NBER Working Papers, No. 13546.
- Palley, T.(2008): "Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done", IMK Working Paper, No.05-2008.
- Posen, A.(2003): "It Takes More than a Bubble to Become Japan", PIIE Working Paper, No.WP03-9.
- Posen, A.(2006): "Why Central Banks Should Not Burst Bubbles", PIIE Working Paper, No.WP06-1.
- Posen, A.(2010): "The Central Banker's Case for Doing More", PIIE Policy Briefs, No.PB10-24.
- Slok, T. and P. Christoffersen (2000): "Do Asset Prices in Transition Countries Contain Information About Future Economic Activity?", IMF Working Papers, No.00/103.
- Smets, F.(1997): "Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence", CEPR Discussion Papers, No.1751.
- Smets, F. and R. Wouters(2002): "An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area", NBB Working Paper, No. 35.
- Stock, J. and M. Watson(2001): "Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices", NBER Working Papers, No.8180.
- Stock, J. and M. Watson(2010): "Estimating Turning Points Using Large Data Sets", NBER Working Papers, No.16532.
- Taylor, J.(2007): "Housing and Monetary Policy", NBER Working Papers, No.13682.
- Taylor, J.(2009): "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Papers, No.14631.
- Taylor, J. and J. Williams(2010): "Simple and Robust Rules for Monetary Policy", NBER Working Papers, No.15908.
- Tobin, J.(1983): "Liquidity Preference, Separation and Asset Pricing", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 3, 53-57.
- Vickers, J.(1999): "Monetary Policy and Asset Prices", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 3, 428-435.
- Wadhvani, S.(2008): "Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate", FMG Special Papers, No. 180.
- Woodford, M.(1994): "Nonstandard Indicators for Monetary Policy: Can Their Usefulness Be Judged from Forecasting Regressions?" In: Mankiw, N. (eds.), *Monetary Policy*, Chicago: University of Chicago Press.

(责任编辑:罗 滢)