

# 资产价格波动与货币政策规则

肖扬清<sup>1</sup>, 徐宝林<sup>2</sup>

(1. 集美大学 财经学院, 福建 厦门 361021; 2. 厦门大学 经济学院, 福建 厦门 361005)

**摘要:**在过去的 20 年里, 资产价格的波动已经成为影响经济的主要因素。同时, 资产价格的波动也给货币政策规则带来了极大的挑战。通货膨胀指标是否应扩展以反映包括资产价格在内的价格水平的变化? 资产价格波动能够预测未来的通胀吗? 在通胀目标制下, 货币政策规则应该对资产价格的波动作出反应吗? 本文就上述问题对国外相关的理论文献进行了梳理并加以述评。

**关键词:** 通胀目标制; 资产价格波动; 货币政策规则

## 一、资产价格与通胀指标

一般而言, 货币政策的首要目标是物价稳定。在通胀目标制下的货币政策首要目标是将通胀维持在一个既定的目标内。而衡量通胀的指标通常是消费价格指数(CPI)。但 Alchian and Klein(1973)认为, 对通胀的传统测量并不能完全反映通胀状况。如果把消费价格指数当作货币政策的目标或指标, “政策的变动经常会太迟并偏离得太远”。因为价格指数, 如 CPI 或 GDP 平减指数是不完善的, 它们仅仅考虑了今天消费的商品的价格。而所有储蓄的目的是为了购买未来的消费。因此, 消费者关心的不仅是现在的消费价格, 而且还有未来的消费价格。如果消费价格在未来预期上涨更多, 消费者将会感觉到一个更为恶化的通胀状况。然而, 对通胀的传统测量方法不能指出这种恶化状况, 因为它们大部分反映了过去的价格压力。因此, Alchian and Klein 强调, 生活成本的完整衡量应该包括未来商品价格的改变。一个直观的例子是, 如果房屋价格上升, 但是租金却没有变化, 人们会认为货币购买力已经下降, 尽管 CPI 没有受到影响。

在一个完全的阿罗-德布鲁期货市场中, Alchian and Klein 理想中的价格指数能使每单位生命时间效用的购买成本最小化。但实际上, 这样的期货市场并不存在, 因此 Alchian and Klein 建议用资产价格去代替。

为了构建具体的价格指数, 涉谷(1991)用 GDP 平减指数  $P_t$  和国民财富变化率  $Q_t$  (资产价格) 加权几何平均数, 构建了动态均衡价格指数(DEPI)。

受 Alchian and Klein 的影响, Goodhart(1993)也认为, 原则上, 央行盯住的价格指数不仅包括商品和服务的当前价格, 而且还要包括商品和服务的未来价格。由于这些价格不能直接进行衡量, Goodhart 提出作为一个合理的替代, 央行的价格指数目标中应该包括广泛的资产价格, 因为资产价格能够捕捉到未来一篮子商品和服务的价值。正如 Alchian and Klein 主张的, 对通胀的一般测量应该能够捕捉到一篮子效用相等的当前和未来商品和服务在货币成本上的变动。

然而, 即便 Alchian and Klein 的主张在理论有效性, 但是它依然面临以下三个实际问题。(Simon Gilchrist, John V. Leahy, 2002)

首先, 资产价格如股价和理论上的阿罗-德布鲁价格的联

系常常是脆弱的。许多情况下的资产价格变化并不和所有的未来消费成本相关。例如, 股票价格上升, 而利率并未改变。每一股份购买了更多的未来消费。在这个意义上, 资产价格混淆了未来消费的价格和未来消费的数量。其结果不仅是数量上的错误, 而且是信号的错误。例如, 运用 Alchian-Klein 的方法论来考察美国 90 年代股票价格的通胀, 将会得出生活成本上升的结论。然而, 这期间实际的高利率隐含着未来消费的成本实际上是低的。大概, 股票繁荣反映着高的预期利润, 并不是未来消费成本的增加。相似地, 近来股票市场的崩溃是与利率下降和预期回报下降相关。再者, 以股票价格为基础的指数, 会在生活的真实成本可能上升的时候, 显示价格正在下降。

其次, 即使理想的 Alchian and Klein 指数可以构造, 但不能表明货币当局更愿意将它作为价格稳定的衡量指标, 而不是传统的指标如 CPI。货币当局偏好哪一个取决于通胀的福利成本。如果通胀成本与价格粘性相联, 或者直接通过改变价格的成本, 或者间接通过偏离的价格成本, 那么正确的指数是最和刚性价格相近的哪一个。由于资产价格比商品价格更有弹性, 货币当局大概应该集中注意力去稳定 CPI。

一般认为, 弹性资产价格运动预示着粘性商品价格的运动。然而, 这并不是一个正确的价格指数的问题, 而是预测未来价格。正如白冢重典(2001, P296)认为虽然 DEPI 在动态上考虑了资产价格因素, 但是仍然存在准确性和统计上的难题。

此外, 资产价格的易变性——或至少有部分是由于实际贴现率的易变性——会传达到价格的测量中, 使之变得更难以测量和解释。

值得一提的是, Alchian and Klein 等人的主张是基于这样的前提, 即央行往往专注于当前的通胀率而忽视未来的通胀压力。因此, 将资产价格包括在目标指数中, 就会克服这一点。但是, 通胀目标制下的央行不是盯住当前的通胀率, 而是盯住了通胀的预期率, 更确切地说, 是未来通胀的预期路径。也就是说, 通胀目标是一种前瞻性的目标, 这种前瞻性本身就意味着央行已经直接关注未来通胀压力了。

再次, 在多种因素影响下的资产价格变动, 并不必然和后来通胀压力相联系。在有些情况下, 资产价格的上升意味着通胀压力的下降而在另一些情形下, 却可能相反。理解资产价格运动的根由和对未来通胀的含意对于决定适当的货币政策反

应是重要的。(Smets,1997)如果资产价格被包含在被盯住的价格指数目标中,那么货币政策根据资产价格变动性质所进行的不同反应会受到极大的限制。

## 二、资产价格波动与通货膨胀预测

许多人赞成扩展通胀的测量范围以包含资产价格,并不是因为他们能衡量生活成本或通胀成本,而是因为它们能够预测CPI的未来变动。那种认为资产价格变动在预测通胀趋势中是有用的观点,至少回到了费雪(1911)的观点。费雪认为货币供给的增加首先会表现为资产价格的上升,只是在后来才反映到消费品的价格上。这个观点近来被《经济学家》和古德哈特、霍夫曼(Goodhart and Hufmann,2000)所接受。

资产价格预示未来的通胀吗?通常所说的资产价格主要包括房地产价格和股票价格以及汇率等。就股票价格而言,似乎只有很少的证据能证明股票价格能够预示通胀。Stock and Watson(1999)认为有168个经济指标可能预示美国一年期的通胀水平。他们的结论表明,股票价格、汇率与传统的菲利普斯曲线之间联系脆弱,而利率则包含了一些信息。为了获得关于未来通胀的信息,最好是对真实经济活动进行衡量。

近来颇受关注的一种资产价格是房产的价格。由于80年代日本和英国的不动产膨胀先行于通货膨胀的事实,使得房产价格中的利率受到激励。古德哈特和霍夫曼(2000)发现有12个国家的房产价格进入了CPI。然而,斯奇提等人(Cecchetti,2000)和费拉达(Filardo,2000)发现,尽管房产与未来通胀相关,但房产包含的信息并不能显著提高通胀预测的绩效。

为了深入考察资产价格对通胀的预测作用,Simon Gilchrist,John V. Leahy(2002)用不同的资产价格对通胀作回归。每一回归中包括一个常数、滞后的通胀、滞后的产出、滞后的消费产出比率、以及利率的资产变量。这些资产变量包括:房产价格,标准普尔500指数,主要贷款利率与1年期国债利率的利差。同时他们也考虑到现金流和房产异动,因为它们与融资和利率的资产变量相关。回归是从能够获得房产价格资格的1975年开始的。结果与过去的发现相一致。利差变量、房产价格与通胀显著相关。标准普尔指数与通胀不相关。而资产价格对产出的回归结果表明,不仅房产价格而且房产异动(housing starts)也是显著的,标准普尔指数、利差变量和现金流不显著。他们对房产价格进一步考察发现:虽然房产价格在统计上具有显著性,但它们传递的信息明显有限,而且信息类型与支持者所希望的不同。其实,研究房产的经济学家们早就发现,房产价格是个滞后的经济变量指标,需求方面的变化在销售时才会第一次显现出来,并且只是在后来才反映到价格中去。

由此可见,资产价格不能提供更多关于产出和通胀的额外信息。但这并不意味着它们与产出和通胀不相关。绝大多数的资产价格是与产出和通胀相关的。除了滞后的产出和消费产出比率外,它们只是不能提供更多的信息。正如Woodford(1994)所言,虽然一项指标在预测方程式中作用贫乏,但它还是有价值的。实际上,资产价格难以预测通胀的结果是可以预期到的。因为如果政策制定者使用某项指标包含的信息,并予以政策对应,那么这个指标可能就失去一些预测力。

## 三、资产价格波动与货币政策规则

对资产价格运动的更强烈的关注能够提高通胀预测绩效从而有助于价格稳定吗?根据传统的观点,央行应该并且能够

关注资产价格,只在它们作为通胀压力的指标时。然而,近来CEPR报告(CGLW,2000)强烈主张,资产价格应该作为一个独立的因素包含在泰勒规则中。只要资产价格作为前瞻性的变量能够提供可信的信息,将它们包含在反应函数中,就可能提高相对于传统的、后向的泰勒规则的绩效。这主要是一个经验的问题:从Bernanke/Gertler开始,许多论文模拟当经济经受一个随机的泡沫冲击时不同反应函数的绩效。然而,迄今为止问题还是没有定论。它取决于所使用的函数的特别设计。(比较Bernanke/Gertler,1999;Cecchetti等人,2000;Batini/Nelson,2000)

为了防止股市暴跌所引发的金融不稳定,人们期望央行提供流动性。然而,作为一种不对称反应的预期,投资者可能会在风险领域过度投资。Cecchetti-CEPR报告建议,为了避免这种不对称,应该在修正后的泰勒规则中明确纳入资产价格。由于这样的规则使央行承诺对资产价格运动进行对称性反应,所以他们声称,它将同时解决这些问题。通过校正资产价格的偏差,这样的偏差从一开始就很少有机会出现,即使出现其偏差的程度也会更小。

这个建议至少有三个理由使它不能信服:首先,最优反应根本上取决于引起资产价格运动的冲击的性质。所以将央行束缚在一个机械的规则上,使它承诺用一种预定的对称的方式来应对资产价格的改变,这绝不能是最优的。很明显,有效的政策需要对潜藏在任何价格变动下的特殊类型的冲击进行细致的分析。如果穷究于偏差的范围有多大,反倒给了相机抉择的支持者们留下了足够的空间。

其次,正如Dornbusch(1999)已经提出的,这种模型的结构专注于风险报酬的变动,因此错过了一个至关重要的因素由于金融脆弱引起整个金融崩溃的风险:“一旦市场崩溃,就流动性和展期而言的市场面停滞了,然后,在短期内,风险引发普遍的违约。(Dornbusch,1999)”

最后,资产价格是内生变量,它反映了潜在的状态变量,如股本、生产力水平、企业家资本净值。如果政策直接以这些变量为基础似乎显得更有意义。

那些赞成在政策规则中包含资产价格的人,或者认为资产价格是外生的,与其他状态变量无关,或者认为用资产价格来代替潜在的状态变量会提高效率。第1点假设是值得探讨的。资产价格中这些外生因是什么?它们反映泡沫或狂热吗?如果不和其它状态变量相关,它们能影响产出和通胀吗?如果它们反映资产市场的偏差,银行如何在市场参与者不知道的情况下观测到偏差。第2点假设具有更坚实的理论基础。资产价格及时地集中了不同来源的信息,且资产价格是显而易见的潜在的经济状况指示器。

其他经济学家对这些观点并不信服,他们认为,资产价格太过波动也与经济活动不相关(Goodfriend,in Gertler et al.,2000),资产价格的偏差实在难以观测(Cogley,1999)。然而,这些关注将会支持这样的观点,即谨慎使用资产价格信息而不是忽视这些信息(Brainard,1967)。再者它要求一个判断资产价格有用性的模型。(Woodford,1994)。

Bernanke and Gertler(1999,2001)认为,虽然资产价格在传递冲击中有作用,获得包含资产价格的货币政策规则却是希望渺茫的。Bernanke and Gertler考察了Bernanke等人(1999)的模型,这个模型将金融加速器引入一个附加Calvo-style价格刚性的相当标准的随机一般均衡模型。他们在股票价格中

引入一个外生泡沫成分, 股票价格与金融摩擦相互作用并影响投资。他们发现, 即使股票价格对产出有直接的影响, 一项包含产出和预期膨胀的政策规则也能够捕获包括从股票价格中获得的绝大多数的信息。他们评估了基于对产出和通胀变动影响的政策。由于泡沫倾向于增加产出和通胀, 当产出或通胀上升时提高利率的政策是个好政策。因此, 这些变量能够代替股票价格。

由此可见, 尽管将资产价格包含在货币规则中的观点有良好的理论基础, 而实际中, 它对稳定产出和通胀所起的作用是很小的。因为, 资产渠道与总需求渠道相似, 它们趋于增加产出和通胀。因此, 通胀目标可以获得资产价格目标的绝大多数好处, 同时也不会妨碍金融市场的正常运行。

#### 四、结语

在过去的 20 年里, 资产价格的波动已经成为影响一国经济的主要因素。特别是资产价格在经济周期中已经扮演着极为重要的角色。同时, 资产价格的波动也给货币政策的决策与执行带来了极大的难题。迄今为止, 比较一致的共识是, 货币政策不应该以任何直接的方式将资产价格纳入目标体系, 而是应该致力于物价的稳定, 并保证金融体系足以应付资产价格的波动。然而, 我们也必须清楚地看到, 相对于现代货币经济运行的复杂性而言, 上述研究成果还只是初步的。如何对货币政策与资产价格间关系作出更为系统深入的分析和检验, 进而对货币政策的具体操作规则提出中肯可行的建议, 还需要学者们的进一步努力。

#### 注释:

通胀目标可能是一个数值如 3%, 或一个区间如 2-4%。但通常以区间为多。

详情参见瞿强(2001)。

由于资产价格受多种因素影响, 并非仅受未来价格预期的影响, 所以 DEPI 未必能够反映未来资产价格的变化; 此外, 资产价格在指数中的权重难以确定, 统计的准确性存在问题。(瞿强, 2001) Cecchetti 等人(2000)支持核心通胀的测量应包括房屋的出售价格。他们把核心通胀界定为包括所有商品、服务和资产价格的共同趋势, 然后得到最能估计这种趋势的价格权重。股票价格是噪声, 因此他们只能提供这个趋势的极少信息, 从而其权重很小。而房产价格的权重则相当大。然而, 并不清楚这个共同趋势被假定是现实的描述。我们注意到, 没有理由表明, 消费者价格趋势应该与房产或股市的走势相同。

这个利差意味着可以找到贷款风险溢价的波动。

然而, 货币政策首先必须解决一个更深层次的问题: 确定何种信息正在推动资产价格的改变。本质上, 这是一个关于冲击类型的信号提取问题: 如果资产价格上升是因为一个提高潜在增长的持续正向的供给冲击的结果, 比如在新经济部门, 这样根本没有通胀压力, 因此也不需要进行反应。另一方面, 如果资产价格的上升是纯粹的金融部门的泡沫所引起的, 从短期财富效应和高波动率的风险中都显示出通胀压力, 而最终泡沫会破灭, 因此需要强烈的政策反应。再者, 当私人部门调整对泡沫的出现作出调整, 如降低消费, 限制信贷膨胀, 情况会在不相同。(见 Cogley, 1999; Smets, 1997)

见 Smets(1997)和 Issing(1998)和 Cogley(1999)。一个问题是, 当泡沫明显时, 如果想要作出反应却不引发危机, 恐怕为时已晚。1929

年的经济危机就是一个典型案例。由于联储没有能主动采取措施消除经济泡沫, 在经济危机前宽松的货币政策加大了泡沫。但是正如 Cogley(1999)所指出的, 从 1928 年开始, 联储日益转向紧缩的货币政策, 其相当大部分的动机在于考虑到股市的投机。紧缩的深度与联储在崩溃后继续执行的紧的货币政策有很大的关系, 其政策目的在于抑制道德风险。

这样的崩溃可能是泡沫破裂或是关于经济受到总量冲击的不利消息的结果。在本文中, 我们分析后一种情况。我们要说明的是, 关注稳定是针对泡沫的一个独立要素。由此在本例中, 修正后的泰勒规则是没有帮助的。

#### 参考文献:

- [1] Alchian, A and Klein, B. 'On a Correct Measure of Inflation', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1973, (5): 173-191.
- [2] Goodhart, Charles A.E. and Jose Vi als, 'Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes', in Jeffrey Fuhrer, ed., *Goals, Guidelines, and Constraints for Monetary Policymakers* [Z]. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 1994, (38): 139-187.
- [3] 瞿强 .2001, 资产价格与货币政策, *经济研究* 2001, (7): 60-67.
- [4] Simon Gilchrist, John V. Leahy. Monetary policy and asset prices [J]. *Journal of Monetary Economics* 2002.49, 75.97.
- [5] Stock, J. and M. Watson. 'Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices'. Paper presented at the Sveriges Riksbank and Stockholm School of Economics Conference on Asset Markets and Monetary Policy [J]. Stockholm, 2000.16-17.
- [6] Goodhart, C. and B. Hoffman. 'Do Asset Prices help to Predict Consumer Price Inflation' [M]. unpublished manuscript. 2000.
- [7] Cecchetti, Stephen, Hans Genberg, John Lipsky, and Sushil Wadhvani (CGLW) [J]. *Asset Prices and Central Bank Policy*. Geneva Report on the World Economy 2 [M]. CEPR and ICMB. 2000.
- [8] Filardo, A. Monetary policy and asset prices [R]. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 2000.85, 11-37.
- [9] Woodford, M. Nonstandard indicators for monetary policy: can their usefulness be judged from forecasting regressions [M]. In: Gregory Mankiw, N. (Ed.), *Monetary Policy*. University of Chicago Press, Chicago. 1994.
- [10] Poterba, J. Stock market wealth and consumption. *Journal of Economic Perspectives* 2000.14, 99-118.
- [11] Ludvigson, S. and C. Steindel. 'How Important is the Stock Market Effect on Consumption,' *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 1999. 5(2), 29-51.
- [12] IMF(2000), *World Economic Outlook*, May 2000.
- [13] Blanchard, O., Rhee, C., Summers, L., 1993. The stock market, profit, and investment. *Quarterly Journal of Economics* 108, 115-136.
- [14] Bond, S., Cummins, Noisy share prices and the Q Model of investment [J]. Working paper, New York University. 2000.
- [15] Bernanke, B., Gertler. Agency costs, net worth, and business [M]. *Fluctuations*. *American Economic Review* 1989.79, 14-31.
- [16] Kiyotaki and J. Moore, 'Credit cycles' [N]. *Journal of Political Economy*, 1997.105, 211-248.
- [17] Bernanke, B., Gertler. Monetary policy and asset market volatility [M]. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 1999. 84, 17-52.