

# 论一种度量通货膨胀的正确方法

Armen .A. Alchian, Benjamin Klein 著 陈红辉 译

原载: Money, Credit, and Banking 1973, Vol. 5(1), PP173-191

劳工统计局的消费价格指数 (CPI) 和商务部的国民生产总值折算指数是两种常被引用而且是有报道价值的价格指数。这两种指数已经变成经济信息的重要部份而且常常被认为是经济学家所称的“价格水平”的操作对应物。因此, 它们经常被用来作为作通货膨胀的测度, 而且经常是货币政策与财政政策的目标或指标。不过, 这些价格指数 (它们代表对当期消费服务与当期产出价格的测度) 就其通常被赋予的作用从理论上说是不适当的。本文的分析是以基于费雪传统的正确定义的跨期消费的价格指数为基础的, 得出的结论为用于测度通货膨胀的价格指数必须包含资产价格。对给定效用水平的名义货币成本的变化正确测度是财富价格指数。如果货币冲击通过对服务流动和资产产生短暂的相对价格变化 (如产生实际利率的短期变化) 传导至经济实际部门, 那么, 通常所使用的、不完整的现行流动价格指数会提供“货币购买力”变动的有偏短期测度。主导一般文献和专业文献和分析的不适当的价格指数使货币理论与政策得出有显著误差的结果。

## 一、跨期消费的等效用价格指数

一个广泛认同的基本原理是价格指数的适当性取决于在寻求解决方法的问题。对许多情况我们对在货币价格变化时固定福利的货币成本或商品的不变效用向量的测度感兴趣。这种通常被称为生活费用指数或固定福利指数的等效用价格指数, 最早由Konus正式研讨的。但是, 早在1906年, 欧文·费雪已经指出等效用向量包括对未来消费的要求。新近, Samuelson又简要明确地再次重申福利的比较中有财富特征的度量 (而不是当前收入) 的重要性。因此, 我们将效用或任何情形下的优先选择次序视为对当前和未来消费的要求的向量的函数。

$$U = U[q(i, t)] \quad (1)$$

在这里, 单元 $q(i, t)$ 代表第 $i$ 种消费服务流动在时间 $t$ 的数量

首先假设市场上存在将在任何时刻交付的每一种消费服务流, 在任何时候个人被假设为受纯量 $W$  (财富) 约束的, 他将这一纯量以这些市场提出的现价分配到对当前和未来的消费流的要求上。如果每一矩上 (当前和未来) 有 $n$ 种消费服务, 那么

$$W_A \equiv \int_0^{\infty} \left[ \sum_{i=1}^n q_A(i, t) P_A(i, t) \right] dt \quad (2)$$

其中,  $W_A$  是这个人当前的名义财富,  $P_A(i, t)$  是当前第  $i$  种消费服务在矩  $t$  的当前租赁价格 (即, 当前价格包括当前对未来消费要求的价格),  $q_A(i, t)$  是处于当前价格向量情况下  $i$  种消费服务流在  $t$  矩时的量值。而财富水平使这个人的跨时效用最大化。所有这些值均是在处于条件 A 的前提下被描述的。

令当前流动价格, 包括未来消费服务的当前价格, 根据条件 B 描述这种新状态。我们所要问的问题是以固定效用指数衡量的价格是否上涨或下降。在原则上, 我们可以根据新的当前价格组  $p_B(i, t)$  计算不变效用消费服务向量  $q_B(i, t)$  的成本。例如, 如果在价格条件 B 下的新成本  $W_B$  比初始价格条件 A 的更大, 那么我们可以说商品的等效用向量的货币成本上升了, 这种情况所固有的等效用价格指数可以用下式表示:

$$P_{AB} \equiv \frac{W_B}{W_A} \equiv \frac{\int_0^{\infty} \left[ \sum_{i=1}^n q_B(i, t) p_B(i, t) \right] dt}{\int_0^{\infty} \left[ \sum_{i=1}^n q_A(i, t) p_A(i, t) \right] dt} \quad (3)$$

这里  $q_B(i, t)$  代表单元  $(i, t)$  的最低成本消费向量 (该向量在新的条件 B 价格向量下产生相同的条件 A 效用)。如果  $P_{AB}$  大于 1, 那条件 A 效用的名义货币成本上升, 通货膨胀产生了。

要强调这一价格指数的跨期性质及它并不仅仅涉及很少被人误解地称为当前“生活费用指数”的当期的消费成本的事实。当前消费流的当前瞬时价格进入这一指数, 但却并不显著。

## 二、期货与资产价格

为未来消费服务 (而在现在支付的) 当前现金价格在此被称为期货价格。如没有把这些当期期货价格包括在内的任何价格指数是有缺陷的, 因为没有把效用方程的所有相关单位的成本包括在内。这种指数的不完整会导致表明“生活”的货币价格水平的严重偏误 (正的或负的)。当前的服务的价格可能上升, 而期货价格 (对未来服务的要求的当前货币价格) 对降低货币成本来说绰绰有余或许可能发生与此相反的情况。

使我们的这种指数起作用的主要困难是对所有的未来消费服务而言单独的期货市场或合同并不存在。结果, 完整的等效用价格指数所需要的一些期货价格在显性市场价格中不能被直接观测到。但是因为资产是未来服务的来源。资产价格提供了对未来消费的当前要求的价格的线索。当期财富可以用所有资产的和来表示, 或者, 相同地, 可解释在时间推移中对所有消费服务流的要求的所有当前估价的总和。如果有  $m$  资产, 可以用

$$W_A \equiv \sum_{j=1}^m P_A(j) Q_A(j) \equiv \int_0^{\infty} \left[ \sum_{i=1}^n q_A(i, t) P_A(i, t) \right] dt \quad (4)$$

来表示财富, 这里  $W_A$  是这个人当前的名义财富,  $[Q_A(j)]$  是会产生使消费服务潮流  $[q_A(i, t)]$

最大化的这个人的跨期效用的资产数量的现行向量，就资产的现况和未来的服务流而言，如果资产被标准化，那资产价格的现行向量， $[P_A(j)]$ ，可以用来作为当前期货价格 $P_A(i, t)$ 的代表。

当相对价格变动，人们在原则上可以决定资产的向量 $[Q_B(j)]$ ，该向量在新的资产价格集 $[P_B(j)]$ 和隐性期货价格 $P_B(i, t)$ 中将产生最低成本的等效用消费服务潮流 $q_B(i, t)$ ，因此，当期资产价格可以被用来构建我们的固定福利价格指数：

$$P_{AB} \equiv \frac{W_B}{W_A} \equiv \frac{\sum_{j=1}^m P_B(j)Q_B(j)}{\sum_{j=1}^m P_A(j)Q_A(j)} \quad (5)$$

这里， $W_B$ 是将产生在效用等于初始条件A消费潮流的当前和未来消费的流动的资产向量的名义成本。

强调向量 $[Q_A(j)]$ 和 $[Q_B(j)]$ 必须包括所有资产即消费者的和生产者的资产，耐用的和非耐用的资产，有形的和无形的资产，金融的和非金融的资产，人力的和非人力的资产，这是极其重要的。当前消费和未来消费服务的所有来源都必须考虑。这些向量并不代表由有代表性的个人所持有的实际资产，但是这种资产组合会产生个人期望的消费服务流。一个人可能拥有一些资产，这些资产产生消费服务流的确切方式，而这种方式是这个人时间推移中所需要的。例如，住房能产生这个人当前和未来所期望的住房服务流。但是，更一般的，由于交易成本，人们将拥有某些资产，并不是因为这些资产能产生与人们消费计划一致的服务，而是由于这些资产是拥有财富的有效形式。这种服务来自这些资产或在以后出售这些资产来交换想要的消费服务。人力资本是个最明显的例子。

因为我们的资产价格指数不是建立在资产实际上被个人拥有的基础上，我们不能度量在价格变化后，个人景况是否变得较好还是更糟，只能度量他是否需要更多还是更少的货币来达到相同的效用水平。我们必须区分与福利变化相应的预算约束的真实变动和我们的通货膨胀测度量的变化的真实变动。与 $W_A$ 相比 $W_B$ 决定不变效用水平的个人货币成本的变化。在条件B下个人的实际名义财富必须与 $W_B$ 相比较，以决定他在新的价格组下是状况更好还是状况更糟。例如，一个人拥有一个煤矿并不因为他要消费这一煤矿在时间推移中所产生的煤，而是因为这一煤矿是他拥有财富的有效形式。他出售大部分煤获得收入以购买其他消费流，而且他打算在几年后卖掉这个煤矿退休到夏威夷的一个胜地。如果在条件B下唯一的变化是煤价的上涨，那这个人的当前财富已升得比 $W_B$ 更多，他在景况较好的同时经历通货膨胀。

另一方面，在B条件下如果夏威夷的地价上涨了，当 $W_B$ 增加时这个人的名义财富没有变化（如果他没有拥有任何土地的话），他的景况变得更糟并经历通货膨胀。任何通货膨胀或通货紧缩和景况较好或景况更糟的组合都是有可能的。

### 三、当前服务流价格指数的系统性偏倚

基于被我们概述过的原因货币价格指数与建立在当前消费服务价格基础上的CPI有根本的不同。CPI认为价格只是效用方程中的一部分，因此在原则上作为不变效用货币价格度量值是不适当的。CPI试图度量的仅仅是等效用当前消费流的成本的变化，因此它为问题提供的答案与消费者效用的当前货币成本是否变化不同。

当期服务流价格通过隐含的实际利率与资产价格相关，因此，我们的不变效用价格指数逻辑上等于以当期服务流价格和一般定义的利率向量为基础的指数。如果我们的代表性个人移居到一个新社会，在这个新社会中当前服务流价格是完全一样的，但实际利率更高，我们的等效用价格指数会下降。这个人会以未来消费替代当前消费，他的生活货币成本会下降。

如果我们假设时间偏好的社会均衡率和投资的实际生产率保持不变，是否有理由假设当前服务流价格指数的使用提供了一个通货膨胀的欺骗性的度量值？如果实际利率保持不变，而当前服务价格和当前资产价格一起行动，那么，作为一件切实可行的事情，当前服务价格指数可以被用来作为理论上正确的财富价格指数的完美的代表。但是有理由预期在当前服务流价格指数与当前资产价格指数的短暂变动中有重要的系统性差异，也正是这种差异使当前服务流价格指数成为一个特别差的短期指标和货币政策目标。

货币量的变化引起货币市场上“非隔热性的”调整过程，当所有价格同比例地改变后这一调整过程终止。初始价格变动取决于货币变动如何完成。但是，如果忽略会在个人间引起相对价格持久变化的分配效应，那么，在过一段时间后，这种初始的变化将会通过所有相似的价格水平平均地“扩散”，但是各种价格可能并不以相同比率变动。凯恩斯强调价格水平可能不会迅速“扩散”和不同价格水平并不以相同方式变动的可能性是解释短期波动的关键要素。尤其是消费品和资本货物（或服务流或耐用资产）价格间有差别的调整速度形成其商业周期理论的基石。

Friedman和Schwartz也强调，在货币存量变化与经济波动之间的传递过程中，较之资产价格当前服务流价格的状况成为一个至关重要的因素。他们认为通过引起利率结构的短暂变化货币变化暂时性地影响实际收入，在这里，利率结构定义为服务的当前租赁价格对当前资产价格的比率作为服务的来源，即相对于收入改变财富与作为服务来源的当期资产的比率，如，财富相对于收入的变化。比如，名义货币供给的下降降低了对金融资产和非金融的需求和这些资产的价格，因为人们试图增加他们大大减少的库存现金来调整他们的有价证券资产组合。相对于服务品价格及产生新资产的成本这将造成资产价格下降，（资产价格水平的普遍下降是实际利率的上升，相对于收入财富减少了）。反过来，产生新资产的可能性的减少降低了它们的生产（即导致投资率的下降），相对于租赁隐含在当前租赁资产价格中的较高利率刺激了资产购买（即在当前消费减少的意义上导致“储蓄”率上升）。

如果这种“利率”机制真正起作用，那么，通过对当前服务流价格指数与也包含资产价格的指数比较，对货币增长率变化的“货币购买力”的短期效应会被低估。但是，不幸的是我们一直不能证实这种机制的存在。在被使用的资产交易价格中含有的可靠的信息极少，而且在季度或月度基础上的可靠信息几乎没有。考虑到在货币变化的传送中资产价格假定的重要性，这种数据上及较之流量价格资产的动向缺乏任何先前系统的实证分析确实是令人震惊的。但是，通过考察较之流量价格指数的普通股股票价格指数的最新波动和考察实际利率估

计值的变动，可以获得存在这种周期性相关的价格过程的某种提示的证据。尽管在股票价格变动的解释中存在值得注意的问题，但它们应该包括在我们的等效用价格指数内，因为它们隐性地度量企业拥有的资本资产的当前价格，并代表在资产的当前市场价格中唯一容易地获取的数据。实际利率的变动可以被认为是服务流对资本存量的相对价格的变化间接量度。

在1969年期间货币增长率的急剧下降提供了这种偏误的典型范例，它涉及到只通过考虑，例如，CPI变动来测度通货膨胀。在前两年以年率7.6%增长的狭义货币，在1969年1月至1970年2月的年增长率仅为2.9%。虽然实际数量受到明显的影响，但这一政策在遏制通货膨胀率上却被认为是失败的。在1969年下半年以年率5.8%速度上升的CPI，没有减速的迹象，并在1970年上半年上升到年率6%，在面对不断上升的失业率时价格没有出现可觉察得到的反应，导致在1970年和1971年前期完全放弃货币紧缩并最终导致工资和价格控制的强制施行。但是，也有资产价格对政策变化作出直接和非常引人注目的反应的证据。

标准普尔综合（500）普通股价格指数在1969年初开始下降，到1970年6月，与1964年初的水平相比下降了30%。另外，由在圣路易斯的联邦储备银行度量的实际利率（即名义公司Aaa级债券收益率减去过去24个月GNP折算指数变化的平均年率）在1969年下半年到1970年上半年期间上升大约1%——从1969年6月的2.3%升至1970年6月的3.3%，这一证据表明相对于流量价格资产价格在这一时期下降了，CPI的变动严重低估了紧缩的货币政策的通货紧缩效应。

#### 四、当前产出流量价格，股票价格和货币需求

另一个广为采用的通货膨胀指数是GNP折算指数，它度量当前产出流量价格。这一价格指数包括新产生的资产的价格但是并没有包括过去已存在的财富项目，因而与我们的等效用财富价格指数是概念不同的。因此，虽然它对其他目的有用，但当前产出价格指数也提供了效用的货币成本变化的有偏估计。以上概述的关于与财富价格指数对比的CPI变动的偏倚的理论考虑同样也表明较之财富价格指数在GNP折算指数的变动中也有一个类似的系统性偏倚。我们推测，已产生的资产的价格往往比当前生产的商品（它是以因长期合同而弹性更少的现行成本为基础）的价格更有弹性，考虑到较之资产价格的现行生产成本的刚性，货币增长率的下降减少了新资产生产的获利能力（并因此减少新资产的比率）。有关1969-70期间的当期产出流量价格的上涨率的刚性是以为我们提出衰退的程度的证据为基础。GNP折算指数不仅被不正确地用于通货膨胀的度量，而且还几乎普遍地作为货币研究的名义货币需求差额的紧缩指数。但是，如果货币被认为是一种资本资产而对货币的需求被看成是财富约束跨期投资组合一般理论的运用，那就我们的财富价格指数而论货币的购买力是更有意义的度量。

但是，货币需求的合适的价格紧缩指数的最后选择是以特定的结构设定为条件的，根据这个特定的结构设立对货币的需求被导出。在我们确定应该使用的价格指数前需要一个明确的货币需求的理论。如果货币是被替换着考虑，例如，只被看成了交换媒介，而货币需求是在存货-交易类型的模型的基础上被导出的，那么，GNP折算指数在货币需求函数中作为相关价格变量仍然是没有根据的。货币被用于购买使用期限和耐久性各不相同的资产，因此货币需求不能仅取决于只代表货币所能购买的一部分的当前产出流的价格，因此，在交易需求框架或财富投资组合选择框架的情况下GDP折算指数是不完善的，就我们范围更广的财富价

格指数而言货币购买力可以成为更有意义的度量。

如果名义货币差额被我们的资产价格指数紧缩，那么货币的收入（不是财富）速度与实际现金余额的需求之间的联系不再像一度认为的那么直接。我们的资产价格指数对当前产出价格指数（它被用于紧缩名义收入）的比率现在作为附加变量引入。即把资产价格与当前产出价格都引入速度函数。由于资产价格往往比产出价格更有弹性。如果实际余额被（不正确地）按照当前产出价格指数（忽略了资产价格）来定义，那么，名义货币存量的减少将导致对实际现金余额的最初的作为结果的下降的高估，并由此导致速度的一个“不可解释”的增加，资产对流量的相对价格变动在未提出短期非均衡的假设（即缓慢调整）的情况下作为对货币变化的反应或许解释了速度的初始抵消性变动。在一个不正确的具体“实际”货币需求中利率向量（反映当前服务和财富的相对价格）的引入可能作为财富价格紧缩的更加完整的代表。这意味着在货币需求中使用不完善的当前产出价格指数作为物价折算指数从某种程度上说，可能导致在实际现金余额需求中看到存在显著的利率效应。作为替代，如果使用一个财富指数，那么利率将以更一般的方式隐性地进入，而可观测到的利率效应将降低并可能消除。

通常使用的金融资产利率变动是否足以获得对现有存量和流量的相对价格中的货币变化中的这种短期“流动性”效应，这基本上是一个实证问题。货币需求中的股息收益率的显著性，事实上可能反映出金融资产价格对完全获得这种相对价格变动的无能。在1951-71期间股息收益率在货币需求的季度回归是统计显著的。

$$\begin{aligned} \Delta \log(M_t/P) = & -0.0011 + 0.3096 \Delta \log(Y/P) - 0.0044 \Delta \log r_s - 0.0359 \Delta \log r_D \\ & (4.66) \qquad (0.78) \qquad (2.87) \\ \bar{R}^2 = & 0.295 \\ DW = & 1.06 \\ SE = & 0.0058 \end{aligned} \tag{1.1}$$

但是这种显著性仅仅可以归因于实际股票价格的变动性而不是真实股利的可变性。如果我们用在上面的回归（在这里S是代表标准普尔500种普通股份价格指数）中用被GNP折算指数紧缩的股票价格替代股息收益率，我们观察到股票价格的实际引入比股息收益率稍微更显著，这也意味着，

$$\begin{aligned} \Delta \log(M_t/P) = & -0.0011 + 0.2914 \Delta \log(Y/P) - 0.0053 \Delta \log r_s \\ & (4.29) \qquad (0.95) \\ & + 0.0369 \Delta \log(S/P) \quad \bar{R}^2 = 0.297 \\ & (2.91) \qquad DW = 1.03 \\ & SE = 0.0058 \end{aligned} \tag{2.1}$$

如果有的话。那么股利支付的变化进入“错误方向”，而且，当在相同的时期使用年度平均数据进行相同的回归，股票价格变成不显著。这些价格证据都表明股息收益率引入货币需求函数不是作为持有货币的直接成本的测度而是作为相对于GDP折算指数的资产价格的短期变动的代表。另外，在短期而不是长期的货币需求回归中股票的显著性也提供了对股票价格作为财富变量引进的假设（如，象Thompson和Pierce主张的）不利的证据。

$$\begin{aligned} \Delta \log(M_t/P) = & -0.0127 + 0.5767 \Delta \log(Y/P) - 0.0266 \Delta \log r_s \\ & (3.36) \qquad (1.68) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &+.0282 \Delta \log(S/P) \quad \bar{R}^2=.429 \\
 &(0.98) \quad \quad \quad DW=1.01 \\
 &\quad \quad \quad \quad \quad SE=.0138 \quad \quad \quad (2.1)'
 \end{aligned}$$

## 五、政策含义

近50年前，凯恩斯强调了使用不当的价格指数遭受到基本政策失误的危险。他认为Churchill使英国在1925年回到战前平价的金本位，主要因为他受到他的专家们的严重误导，这些专家使用不合适的但是被普遍采用的批发商价格指数大大地低估了必要的通货紧缩的程度。

现在也存在类似的情形。当前采用的价格指数是对等效用消费组合的货币成本变化的不适当的度量。依靠这些有偏的数字作为货币政策的指标或目标，使货币当局很难知道他们正在做什么，更别说以后还应该做什么。以这些数字为基础的行动将导致不恰当的决策；政策变化将常常来得太晚而且改变得太大。近期的货币政策提供了一个有意义的例子。当局专注于不适当的几乎完全将资产价格除外的流量价格指数的变动对在很长的一段时期(1967-68)过于宽松而后在很长的一段时期(1969)又过紧随后又再一次(1970-1971早期)过于宽松的货币政策负有部分责任。比如说，用股票指数对CPI进行一个粗略的修正将为价格水平稳定提供更为有用的指标和目标。

我们的讨论还可帮助解释立约方对采用滑动条款的普遍的不情愿。如果长期合同是按实际条件(即依靠“价格水平”)订立，那么，经济不确定性可能会被降低。但是“价格水平”又必须通过特定的、主观的和不完全的价格指数来起作用。价格指数并未广泛应用于长期合同(或者物价指数表未被接受)的事实也提供了这些指数是价格水平的较差度量的证据。只有在未来预期价格变化是高的时候CPI价格滑动条款的使用将减少实际支付的预期变化(这是一个例子)。这或许解释了在经历过大幅价格波动的外国更经常使用价格滑动条款，以及美国近期增加使用价格滑动条款的趋势。

严格的说并不存在像“正确的”价格指数这样的东西。正如我们开始所说的，指数的适当性只能由提供给特定决策问题的答案来判断。我们的价格指数回答了在相同的满足程度下个人是否要需要多少保留一点货币这一标准的教科书问题。试图决定为达到当前和未来的特定消费水平他现在需要多少货币财富的个人将使用我们的指数。

但是，为什么没有对包括资产价格的价格指数的需求呢？为什么CPI的变动似乎是政治上的重要性？在我们的模型范围内，很难发现对不断上升的消费服务流价格往往是不受欢迎的，而不断下降的资产价格亦往往不受欢迎这一事实的解释。我们的跨期等效用指数的相关性似乎受到一般见解的严重质疑。一个可能的解释或许是个人未能认识到他们并不拥有的资产的价格变动显著地影响他们的生活货币成本和他们的财富。例如，尽管拥有住房的人们在房屋价格下跌时知道他们的财富减少，但是没有拥有住房的人们似乎没有认识到这种价格变动也可以通过降低未来住房服务价格来影响他们，比起未来消费名义成本变化人们更充分地意识到其名义财富的变化可能是因为跨期消费指数现在还未公布。另一方面，CPI是一个政治相关的指数因为许多个人具有只包括当前消费服务流的效用函数。例如，没有实际数量的

财富留给继承人作为其效用函数的重要变量的老年人和在家庭里不进行任何资本交易和不做预算决策的家庭主妇就其所关心的消费服务价格的时间范围而言都是目光短浅的，这是我们留下的重要的尚未回答的问题。当前将焦点置于CPI作为通货膨胀的度量仅仅是一种历史的“意外”，或者是个人仅狭窄地关注其效用函数的一个商品小子集的价格变动？

我们的概念的重新定义和用“当前消费服务流量价格膨胀”来取代现在常说的“通货膨胀”会改变许多记者，政治家，经济学家对价格变动率的过度刚性和需要某种形式的工资-价格控制的讨论吗？财富价格指数被构建和被使用以后，我们可以对这个问题给出更令人满意的回答。

## 六、 等效用价格指数可以被度量吗？

我们不精确的说明表明我们理想的作法应该是（1）使用资产和服务价格指数对货币政策度量对通货膨胀率的影响的当前测度进行修正；（2）它们会如何影响货币理论和政策。尽管效应的方向对我们来说是明显的，但我们的推测，即当前使用的数字产生使人误解的结论，只能被较优的指数数字构成检验（即拿一个数字去胜过另一个数字）。

但是有效的不变效用价格指数是难以（或代价高昂地）起作用的，如我们已经指出的，没有所有商品的远期合同，那么编制财富价格指数所需的显性期货价格和数量将难以获得。不同寿命期的资产的当前价格提供了理论上的替代，因为它们包含了预期的未来服务流的当前价格。但是这一指数所需的资产价格和资产数量在确定上都是代价非常高昂的。我们必须有范围很大的资产价格，而与此有关的信息我们现在却很少。我们的数据必须包括通常不适合市场销售的资产的价格，如人力资本，以及耐久性各不相同的资产的价格，这样我们才能通过调整资产组合产生最优的当前和未来消费流。我们可能不能以任何合理的资源开支决定所有价格，但资产价格中少得惊人的可靠信息以及考虑到这些价格在货币冲击传导中假定的重要性，这一方向的一些努力显然是值得的。土地、商用和居住用建筑物，生产者和消费者耐用品和其他有形和金融资产交易价格数据的收集，粗略的季度财富价格指数的编制可能都是值得做的。

资产数量向量的确定也是极其困难的。如我们前面已经注意到的，个人实际持有的资产不能用作个人需要的未来消费的指数。确定个人希望的跨期消费服务构成的方法，即规定他的效用函数或固定特定不变资产权重的方法必须设计。另外，有关个人跨期交易的约束的更为完整的规定对确定相关资产权重也是必要的。例如，在无成本的完全期货或资产市场条件下个人可能要求特定时间流的房屋服务，但是由于交易成本随着时间的推移实际上购买和卖出房屋以及对住房服务流的消费与这一“理想的”服务流不一致。

最后，即使可以获得资产价格和数量，在解释资产价格变动上我们会碰到相当大的问题。一项资产的市场价值的变化可能反映：（i）来自资产的不变未来服务流的价格变化；（ii）相对于其他资产的这一资产服务的偏好的转移；（iii）相对于未来消费的当前消费偏好的转移；（iv）来自资产预期的服务流量的变化。任何一种，所有这些变化中的任何一种和所有这些变化都可能同时发生，因此，特定资产价格变化的原因将难以确定。变化（ii）和（iii）代表品味的转移，而（iv）代表资产质量的变化，但是，他们与编制当前使用的指数所遇到的问题并没有概念的差别。偏好或效用图的变化在编制当前使用的消费服务生活费用指数



中被排除。而可以产生必须把给定的服务流价格的变化与服务流变化区别开的质量问题也出现在当前指数中，而且已经在用于旧汽车交易价格的创新的方法中得到解决

例如，请考虑普通股价格的变化。普通股价格被纳入我们的指数是因为就把房屋价格表现为股票价格而言，象房屋这样的资产其是由一个业主拥有还是作为法人财产完全没有影响。如果房屋不仅代表法人资产，而且（典型地就是这样）代表出租和维护房屋的经理的服务，那么股票价格也会反映经理的特有才能。普通股价格的变化将反映两个方面的变化中的价格：房屋服务和管理者对这一工作的特有才能。由于我们已把人力资产和非人力资产包括在内，这样就更好了；现在对物质服务流的定价有了第二个量纲：人力服务的流动。而且就象房屋可能老化那样这个量纲有可能变化。普通股价格包含的概念性问题不会比任何资产价格所包含的更多——或者就当前服务流而论人们必须从中将数量变化和质量变化同价格变化分开。

尽管在编制财富价格指数上的一些问题类似于在当前使用的流量价格指数中遇到的问题，但是在解释资产价格变动上的实际问题更为困难。例如，在1969-1970年普通股价格下跌时人们会做些什么？它反映对减少的实际未来服务的要求吗（质量的下降）？或者反映不变未来服务流的价格降低（通货紧缩）？或反映由于较高的实际利率（由紧缩的货币政策或增加的不确定性导致的时间优先率的增加所引起）相对于未来消费需求转向更当前的消费，或者反映了以上所有力量的结合？至于商业公司股票，价格下跌反映，至少部分反映未来服务的产出减少或延迟。未来生产的轿车将会更少或有更多的轿车被延期。股票持有人可能关心预期未来货币收益；这些收益的下降未必是因为预计未来价格即远期价格（非期货）会下跌而可能是由于预期的盈利能力减少了——非常像如果因为苹果的预期需求降低而在来年将对苹果树使用更少的肥料，一棵苹果树可望收获更少苹果。但是如果所有价格在未来都被预期会更低，反映在更低的当前股票价格中的减少的收益确实成为未改变的实际要求的减少，我们推测两种因素在股票价格中都有体现——已知的未来服务的当前价格的降低，及未来的预期产出和收益的降低。换言之，实际未来服务被减少了，而是整体未来服务的当前价格也下降了，后者正是我们想要度量的。

而且试通过估计实际利率的变化我们可以试图模拟分成这两个部分的资产价格变化。实际利率的上升表明相对于当前服务价格，未来价格下降，但是我们仅观察反映预期的未来通货膨胀率的名义利率。未来价格的当前预期变动率的市场估计值变化可以通过考察纯货币中性公司的股票价格与债券价格的比率获得。另一方面我们还可以考察相对于商品交易报价的远期价差的货币利率变动。为获取预期通货膨胀的市场度量值的这些建议的有效性只能由更进一步的实证研究来确定。

涉及的实证问题是极大的，但是在这一方面不管做出什么努力和不管得到什么结果，我们相信把普通股和其他资产价格的所有变化均归因于未现在来服务流（这类未来服务流的当前价格没有变化）的变化是错误的。这就是在通常使用的忽略资产价格的价格指数的隐含的作法。

对质量和数量的变化作出实证判断比对未来服务流做出实证判断或许更不费力，但是在实质上只是应该被定价的项目的极剧数量的增加。在“有代表性”的人的投资组合占有要求的资产的权数必须被确定。这并不是一个新的理论问题，它只是现有工作的扩展。我们相信按照这些方法改进价格指数的边际成本将比改善货币政策和财政政策结果减少通货膨胀的使

人误解的指标的边际收益更小。

译者单位：厦门大学经济学院金融学系

邮政编码：361005