

学校编码: 10384

分类号____密级____

学号: 20051300961

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国金融资产膨胀与货币政策协调

Financial Asset Inflation in China and Monetary Policy Coordination

李 波

指导教师姓名: 朱孟楠教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2008年3月

论文答辩时间: 2008年5月

学位授予日期: 2008年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008年3月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内容摘要

在过去的 20 多年里，各国央行在控制通货膨胀方面已经取得成效，但频繁的金融资产价格波动，以及数次由于市场崩盘所引发的金融危机和经济衰退，使各国央行不得不深入研究金融资产价格波动所传达的信息，并思考应对之道。近年来我国已经出现金融资产膨胀的端倪，金融资产对货币政策的作用在逐步加强，在这样的背景下，本文以我国货币政策中的金融资产为研究对象，研究的主要问题是应对金融资产膨胀以及探索货币政策协调的框架。

本文沿着“问题的提出(我国金融资产膨胀的客观存在)—引出中心论点(把金融资产价格作为货币政策参考指标)—理论支撑(加入可交易金融资产市场的 IS-LM 模型与实证分析)—政策建议(金融资产膨胀情况下我国货币政策的协调)”这样的线索来进行构思，分为四章进行论述：

第一章：金融资产膨胀的概念界定。本章对金融资产膨胀进行明确界定，以保证分析的明晰性和一致性。

第二章：中国金融资产膨胀的现状及其对货币政策的冲击。本章说明金融资产对货币政策的作用在逐步加强。

第三章：金融资产价格与实体经济的关系。本章建立一个新的模型——加入可交易金融资产市场的 IS-LM 模型，并利用我国可获得的宏观经济数据对金融资产价格与宏观经济变量的关系进行理论分析与实证研究，来解析金融资产膨胀对实体经济的影响。

第四章：金融资产膨胀情况下我国货币政策的协调。本章是全文的核心部分，根据前几章的分析，并且参照历史，结合我国的实际，构建一个相对完整的货币政策协调的框架。

本文通过较为深入的理论分析和实证研究，得出结论：基于金融资产价格在货币政策中的重要作用，金融资产价格应作为辅助的监测指标，纳入货币政策的视野；对金融资产价格变化进行监测，并建立一套金融资产膨胀的预警指标；应与其他政策配合，共同应对金融资产膨胀。

关键词：金融资产膨胀；货币政策协调

ABSTRACT

In the past 20 years, the central banks have made great achievement in controlling the inflation of ordinary goods and services. But frequent fluctuation of financial asset prices, as well as several systemic financial crisis and economic depression caused by the collapse of financial asset markets, have forced the central banks to research deeply the information conveyed by the financial asset price inflation, and to resolve it. Financial asset inflation has great impact on monetary policy of China. This paper aims to basically answer the question of why and how financial asset price should be a reference parameter for monetary authorities' judgment.

The first chapter explain the concept of financial asset inflation. The second chapter elaborates the impact that financial asset inflation has on the monetary policy. The third chapter discusses and analyzes the interrelationship between asset price and real economy in China by a new model that involved financial asset and an empirical research based on data of China. The third chapter is also the innovation of the paper. The fourth chapter is the core sector of the whole paper. It firstly introduces two entirely different views on whether financial asset price should be the target of monetary policy, then based on analysis of China's monetary regulation system and the marginal control over financial asset inflation, finally the author comes up with the opinion that financial asset price should not be a reference parameter for China's monetary authorities' judgment system.

This paper has made sufficient theoretical and empirical research. The conclusion is that monetary policy should intervene in abnormal financial asset prices fluctuation properly. Furthermore, monetary policy should react to financial asset prices in harmony with other policy for the robust and flexibility of financial system.

Key words: financial asset inflation; monetary policy coordination

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

导 论	1
一、选题的背景与意义	1
二、国内外研究的现状	2
三、本文的逻辑框架及主要内容	4
四、本文的主要创新之处以及今后继续努力的方向	5
第一章 金融资产膨胀的概念界定	7
第一节 金融资产的内涵概述	7
一、金融资产的定义	7
二、金融资产的分类	8
三、金融资产价格的动态特征	9
第二节 金融资产膨胀概念的界定	10
一、资产泡沫的定义	10
二、金融资产膨胀的内涵	12
三、金融资产膨胀与房地产价格膨胀的差异与联系	13
第二章 中国金融资产膨胀的现状及其对货币政策的挑战	14
第一节 中国金融资产膨胀的现状分析	14
一、中国金融资产膨胀的生成背景	14
二、中国金融资产膨胀的表现	14
第二节 金融资产膨胀对货币政策挑战的理论分析	16
一、金融资产膨胀对货币政策传导机制的挑战	17
二、金融资产膨胀对货币政策中介目标的挑战	21
三、金融资产膨胀对货币政策最终目标的挑战	22
第三章 金融资产价格与实体经济的关系	24
第一节 一个新的模型解析——加入可交易金融资产市场的 IS-LM 模型	24
一、凯恩斯经济理论中的金融资产	24

二、对传统宏观经济理论模型的扩展.....	25
三、金融资产膨胀下的一般均衡分析.....	28
四、在银行信用介入条件下的一般均衡分析.....	32
第二节 我国金融资产价格与宏观经济变量的关系：实证分析.....	33
一、关于计量模型的简单说明.....	33
二、时间序列数据的说明与处理.....	34
三、协整检验.....	35
四、建立误差修正模型(ECM).....	36
五、初步的结论及政策含义.....	38
第四章 金融资产膨胀情况下我国货币政策的协调.....	39
第一节 相关的观点回顾与分析.....	39
一、对待金融资产膨胀应采取事前积极调整的方式.....	39
二、对待金融资产膨胀应采取事后适应性的反应方式.....	41
第二节 我国货币政策对于金融资产膨胀的关注及边界控制.....	42
一、我国的货币政策对于金融资产膨胀的关注.....	42
二、货币政策干预金融资产膨胀的边界控制.....	45
第三节 金融资产膨胀下我国货币政策的协调.....	47
一、如果历史可以重来——美日货币政策的启示.....	47
二、金融资产膨胀下我国货币政策协调的政策建议.....	53
参考文献.....	54
致 谢.....	58

CONTENTS

Introduction.....	1
0.1 Research Background and Significance.....	1
0.2 Literatures Reviewed.....	2
0.3 The Methodology and Content of the Article.....	4
0.4 The Innovation and Further Topics to be Covered.....	5
Chapter1. The Concept of Financial Asset Inflation.....	7
1.1 The Concept of Financial Asset.....	7
1.1.1 The Definition of Financial Asset.....	7
1.1.2 Types of Financial Asset.....	8
1.1.3 Dynamic Characteristics of Financial Asset.....	9
1.2 The Concept of Financial Asset Inflation.....	10
1.2.1 The Definition of Asset Bubbles.....	10
1.2.2 The Definition of Financial Asset.....	12
1.2.3 Differences and Relationship between Financial Asset Inflation and Property Price Inflation.....	13
Chapter2. Financial Asset Inflation in China and Impact on Monetary Policy.....	14
2.1 Financial Asset Inflation in China.....	14
2.2.1 Financial Asset Inflation in China.....	14
2.2.2 Reflection of Financial Asset Inflation in China.....	14
2.2 The Impact of Financial Asset Inflation on Monetary Policy: A Theoretical Analysis.....	16
2.2.1 Impact on Monetary Policy Transmission Mechanism.....	17
2.2.2 Impact on Monetary Policy Intermediate Targets.....	21
2.2.3 Impact on Monetary Policy Targets.....	23

Chapter3. The Interrelation between Financial Asset Prices and the Real Economy	24
3.1 Modified Keynes Macroeconomic Model Involved Financial Asset.....	24
3.1.1 Financial Asset in Keynes Economical Theory	24
3.1.2 Extension to Classical Macroeconomic Model.....	25
3.1.3 Modified Macroeconomic Model Involved Financial Asset	28
3.1.4 Modified Model Involved Financial Asset with Credit	32
3.2 Financial Asset Prices and Macro-variable: An Empirical Research Based on Data of China	33
3.2.1 Introduction to the Model	33
3.2.2 The Choose of Data.....	34
3.2.3 Cointegration Test	35
3.2.4 ECM(Error Correction Model)	36
3.2.5 The Conclusion	38
Chapter4. Monetary Policy Coordination under Financial Asset Inflation	39
4.1 Literatures Reviewed and Comments.....	39
4.1.1 The Central Bank should React in Advance	39
4.1.2 Financial Asset Prices should not be a Direct Target	41
4.2 Financial Asset Inflation and Central Bank's Policy in China	42
4.2.1 Financial Asset Inflation and Central Bank's Policy in China.....	42
4.2.2 The Marginal Control over Financial Asset Inflation	45
4.3 Monetary Policy Coordination under Financial Asset Inflation	47
4.3.1 Historical Apocalypse	47
4.3.2 Advice on Monetary Policy Coordination	53
Reference.....	54
Acknowledgement.....	58

导 论

一、选题的背景与意义

世界经济进入 20 世纪 90 年代后，发生了一些令人困惑的现象：通货紧缩的广泛存在，金融危机的连续爆发……20 世纪 80~90 年代，日本金融资产价格极度膨胀，由此引发的金融危机使得日本经济陷入长期的衰退之中，至今仍对日本有着严重的负面影响，这个时期被称为日本社会“失落的十年”。同期发生在挪威、瑞典等北欧国家的资产价格泡沫虽然破坏程度不及日本，但泡沫崩溃后北欧经济仍受到了严重的影响。1998 年的亚洲金融危机中，金融资产的崩跌更是由股市、楼市扩散到汇率和衍生品金融市场，使新兴市场经济国家经受了金融资产价格巨幅波动的洗礼。20 世纪 90 年代后期，由美国“新经济”所带来的股市大牛市也因为网络经济泡沫的破灭而暴跌，美国经济曾一度陷入衰退之中。

造成宏观经济波动的起因往往不再仅仅是实体经济中的通货膨胀和通货紧缩，而更多的是来自金融市场资产价格的异常波动。金融资产价格波动及其所带来的金融不稳定，已经成为各国央行的另一个重要敌人。

以金融资产价格的剧烈波动和金融资产数量的高速扩张为特征的金融资产膨胀，以及其间数次由于市场崩盘所引发的系统性金融危机和经济衰退，使各国中央银行不得不深入研究金融资产价格波动所传达的信息，并思考应对之道。美联储的前后两任主席格林斯潘(Greenspan)和伯南科(Bernanke)都十分关注货币政策与金融资产价格波动的关系。前主席格林斯潘早在 1994 年庆祝英格兰银行成立 300 周年的会议上就提出了中央银行是否应当更多地关注资产价格泡沫的问题。现任主席伯南科更是国际公认的货币政策和资产价格关系研究的奠基人和集大成者。在他们的倡导下，引发了近段时间国际学术界和各国货币当局对中央银行是否应该直接干预资产价格波动的研究和争论。这些研究和争论从各国不同的背景出发，按照各自不同的假设和前提，提出了不同的政策建议，甚至是针锋相对的观点，使这一领域的研究成果异彩纷呈。

从我国的现实情况来看，我国的股票市场成立十多年以来发展迅速，资本

市场近期出现了大幅的金融资产膨胀。对此，我国政府和货币当局已经进行干预，中央银行多次上调存款准备金率，并要求商业银行严格控制信贷规模。但是，如何关注、如何考虑利用金融资产价格特别是股票市场的信息，用以制定、实施货币政策仍是一个没有完全解决的课题，因此，深入研究这一课题，不仅具有重要的理论意义，对于我国而言更具有深远的现实意义。

二、国内外研究的现状

(一) 国外研究现状

按照货币政策→资产价格→实际经济这一逻辑，西方学者考察了资产价格波动对实体经济的影响，研究了货币政策和资产价格的互动关系。

1、关于资产价格波动对真实经济的影响

Bernanke, Gertler & Gilchrist(1999)提出了“金融加速因子”机制，用家庭、企业以及银行的资产负债表解释资产价格波动对真实经济的机制与效应。^[1]B. Friedman(2000)对美国股票价格在一个较长时期中对通货膨胀和产出的影响进行了实证分析，结果表明：股票价格对于产出和通货膨胀的影响几乎都不显著，进而很难以信息变量的形式进入货币当局的决策范畴。^[2]

2、关于货币政策的传导途径

Warner & Georges(2001)分析了美国 1990~1991 年衰退期和 1993~1994 年的经济膨胀期所发生的 10 次货币政策冲击，认为没有经验能有效地支持美国货币政策信贷渠道的存在，说明信贷传导渠道的效果需要进一步研究。^[3]

3、关于货币政策与资产价格的关系

Rigobon & Sack(2001)衡量了美国货币政策对股市的反应，发现随着标准普尔 500 指数出乎预料地上升 5%，联邦基金利率将在下一次联储例会上提高 14 个基本点。如将之转换为具体的政策操作，意味着标准普尔 500 指数升降 5%，可能导致利率升降 25 个基本点；^[4]Rigobon & Sack(2002)又检验了美国货币政策对股指及长期利率的影响，发现股指对货币政策具有明显的负向反应，即短期利率上升 25 个基本点，将导致标准普尔 500 指数下降 1.9%。^[5]

(二) 国内研究现状

国内学者所做的关于资产价格和货币政策的研究，研究范围也和西方学者大致相似，他们选用了同样的计量方法，再结合中国的实际数据进行了实证分析或者比较分析。

1、关于股市对宏观经济变量(储蓄、投资、消费、产出)的作用

郑江淮、袁国良、胡志乾(2000)通过计量分析得到：居民储蓄与股票市价总值间具有显著的正向关系，说明股票市场发展对居民储蓄行为具有重要影响，以此揭示出我国股票市场对经济增长的作用机制已经明显具备，但计量结果同样显示，虽然股票市场对经济增长的作用机制已具备，但实际上股票市场对经济增长的贡献，从计量结果来看并不显著；^[6]高莉、樊卫东(2001)分析了股票市场对经济增长的贡献和股市财富效应，以及股票市场对货币需求和货币流速的影响，发现我国股票市场对经济增长的贡献并不显著，股票市场对货币需求及货币流速均已经开始产生较不显著的作用。^[7]

2、关于货币政策与资产价格的相互关系

李韶瑾、周春生(2003)利用 ARIMA 模型预测未来的货币供给量，结果发现股票指数波动能够预测到 ARIMA 模型之外货币供应量的变动，股票指数在公告发布前一周既有显著的反应，特别是在出现正的未预期货币增长的情况下。^[8]刘焯松(2004)基于每年新增的 $M_0(M_1)$ 增减方向与股市涨跌方向基本同步，认为年度货币供应量对年度股市运行有较大的影响，利用 M_1 的信息可以增强对我国股市的预测能力，但 M_1 与股票价格之间并不存在长期的协整关系。^[9]

3、完整的考察货币政策传导链

魏永芬、王志强(2002)用协整方法和 Granger 因果检验验证了股票价格水平和消费水平、投资水平之间的关系，用误差修正模型来判断股票价格通过何种效应来影响消费和投资，发现：股票价格的财富效应不存在，只存在替代效应，且上证指数和固定投资水平不存在协整和因果关系；^[10]夏新平、余明桂、汪宜霞(2003)用回归分析及协整检验对货币政策与股票市场的关系及股票市场与宏观经济变量(消费和投资)的关系进行了实证分析，实证结论为：货币供给量对股票价格走势有显著的影响；股票交易量和股票价格对货币需求也有一定的影响。股票市场虽然还不具有财富效应，但已显示出一定的投资效应。由此

证明了我国股票市场已经具有一定的货币政策传导功能；^[11]胡援成、程建伟(2003)运用单位根检验、格兰杰因果检验和协整检验方法，对中国货币政策实施与资本市场传导的相互作用和影响进行了实证分析，发现从中央银行的货币政策到资本市场的传导机制是顺畅的，但从资本市场到货币政策目标的传导机制中，资本市场的变化对总产出或国民收入产生影响的传导机制作用并不明显。

[12]

值得注意的是，国内学者普遍关注货币政策的最终效果，通过分析货币政策对产出、消费和投资的影响，证明货币政策在我国有效与否这一命题。但是，近几年来，中国的股票市场发生了很大的变化，上证指数从2004年底的1266.5点上涨到2007年底的5261.56点^①，短时间的迅猛上涨或下跌已经使我们不可避免地越来越关注股票价格及其变动。另外，较股票价格而言，学者们较为关注房地产价格，而本文拟在这个方面予以加强，引入了以股票价格为代表的金融资产价格指数，构建了金融资产价格(股票价格)→宏观经济变量→货币政策协调这一写作逻辑。

三、本文的逻辑框架及主要内容

本文认真梳理了国内外学术界和实务界关于金融资产价格和货币政策的相关文献和研究成果，深入分析了各种观点、争论的背景和精神实质，结合最近一两年关于这一课题最新的研究发展趋势，再根据我国的实际情况，提出了本文的研究框架，如下：

第一章：金融资产膨胀的概念界定

本章作为本文的基础章节，对金融资产膨胀进行明确界定，以保证分析的明晰性和一致性。本章分为两节，第一节廓清金融资产的内涵和分类，第二节在第一节的基础上提出金融资产膨胀的概念。

第二章：中国金融资产膨胀的现状及其对货币政策的挑战

本章论述了中国金融资产膨胀的现状及其对货币政策的冲击。本章分为两节，第一节是对中国金融资产膨胀现状的一般性讨论；第二节则从金融资产膨胀对货币政策传导机制、货币政策中介目标与货币政策最终目标三方面的挑战

^① 截至2008年3月31日，上证指数已快速下跌至3472.71点。

来揭示金融资产膨胀给货币政策带来的巨大变化。

第三章：金融资产价格与实体经济的关系

本章是承前启后的一章。本章的第一节将从一个新的模型——加入可交易金融资产市场的 IS-LM 模型来解析金融资产膨胀对实体经济的影响；本章的第二节利用我国可获得的宏观经济数据对金融资产价格与宏观经济变量的关系进行实证检验。在本章后将从金融资产膨胀对货币政策的挑战过渡到货币政策有无充分理由对金融资产膨胀进行反应；如果需要，又应该怎样进行政策配合等问题。

第四章：金融资产膨胀情况下我国货币政策的协调

本章是解决问题的一章，也是全文的核心部分。根据本文前几章的理论分析与实证分析，准确地分析把握金融资产价格膨胀与实体经济影响的有效边界，并参照历史，结合我国的实际，构建一个相对完整的货币政策协调的框架。第一节阐述相关的观点回顾与分析；第二节论述我国货币政策对金融资产膨胀的关注及边界控制，着重阐述我国货币政策对于金融资产膨胀的相关措施与实施效果；第三节参照历史，结合我国的实际，构建一个相对完整的货币政策协调的框架，最后得出结论：基于金融资产价格在货币政策中的重要作用，金融资产价格应作为辅助的监测指标，纳入货币政策的范畴；对金融资产价格变化进行监测，并建立一套金融资产膨胀的预警指标；应与其他政策配合，共同应对金融资产膨胀。

四、本文的主要创新之处以及今后继续努力的方向

(一) 本文的创新之处

1、研究方法的创新。

本文对传统宏观经济理论模型进行扩展，并创造性地建立一个加入了可交易金融资产交易市场的一般均衡模型。在一些发达国家，可交易金融资产规模已经超越了实物资产规模，因此金融资产交易市场的运行状态对总体经济形成了巨大的影响，而原有的 IS-LM 模型中只包括非流动性金融资产，因此无法对金融资产交易市场的运行状态进行分析，这也造成了现代宏观经济理论面对金

融资产交易中的困惑。为此本文尝试建立一个包含可交易金融资产交易市场的均衡模型。

2、研究范围的创新。

本文之前的研究成果主要讨论的是房地产价格波动，对以股票价格为代表的金融资产价格讨论较少，对金融资产膨胀效应更是很少讨论。本文将股票价格作为金融资产价格的主要代表，利用回归分析来判断以股票价格为代表的金融资产价格是否对通货膨胀和总产出具有预测作用，以确认在我国货币政策有无充分理由对金融资产膨胀进行反应。

(二)今后继续努力的方向

1、金融资产价格与货币政策的关系问题是一个复杂而精深的大课题，涉及到很多方面的内容。本文试图建立一个综合的分析框架，但由于篇幅所限和本人能力有限，难免对某些方面缺乏深入而系统的分析。比如本文对金融资产膨胀的分析，就只是从一个角度切入，本文对金融资产价格与货币需求的关系也有待更深入的研究。

2、在实证分析方面，限于我国股票市场建立的历史较短，开始进行数据统计的时间更晚，本文所能获取的统计数据的长度是有限的。有限的数据长度一方面影响了分析的准确度，另一方面也限制了更复杂模型的使用。但笔者相信，随着我国证券市场的不断发展以及统计数据的日益丰富，今后完全可以做出更精确，也更反映宏观经济现实的研究成果。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库