

学校编码: 10384

分类号 密级

学号:15620091151756

UDC

厦 门 大 学

硕士学位论文

资产价格与最优货币政策
——基于中国现实的分析

Asset Prices and Optimal Monetary Policy
——The Analysis Based on Realities of China

郑雯

指导教师姓名: 李晓峰教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2012 年 4 月 15 日

论文答辩时间: 2012 年 5 月 日

学位授予日期: 2012 年 6 月 日

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2012 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈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其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

01.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

02.不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

年 月 日

摘要

在现实经济中，即使物价保持稳定，资产价格的大幅波动往往也会引发金融体系的动荡，并最终导致实体经济的衰退。因此，货币政策不仅应考虑物价稳定，也要关注金融稳定的观点已逐渐形成共识。资产价格波动是金融体系不稳定的重要来源，因而，货币政策是否乃至如何对资产价格波动做出反应便成为一个具有现实意义并值得深入研究的问题。

本文综述了资产价格是否应纳入货币政策反应函数这一论题的既有研究，对“支持论”与“反对论”两种对立观点及各自主要论据均进行了梳理与总结。在此基础上，分别探讨了资产价格对通货膨胀、金融稳定所产生的影响及其各自作用机制。继而，在概述并分析我国货币政策现状及其所面临的资产价格波动挑战的基础上，通过协整检验及格兰杰因果检验的方法发现我国资产价格对通货膨胀水平有先期引导作用，并通过理论分析阐释了我国资产价格波动对金融稳定性的潜在影响。

基于上述分析，本文利用一个规范的最优货币政策分析框架，将包含股票价格和房地产价格在内的资产价格变量纳入 IS-Phillips 方程，并将其作为约束条件，求解最小化央行损失函数，得到一个基于资产价格的最优货币政策反应函数的解析表达。在根据中国情况对该最优货币政策反映函数的相关参数进行估计和校准后，最终获得了相关的中国最优货币政策反应函数。据此，本文得出以下结论：央行的最优货币政策反映函数仍应首要关注通货膨胀，但同时应给予房地产泡沫较产出缺口更大的关注，而货币政策对股票价格的反应系数低于上述三种因素。

关键词： 资产价格； 最优货币政策

Abstract

In reality, even in conditions of price stability, the sharp fluctuations in asset prices often will lead to turmoil in the financial system and eventually lead to the decline of the real economy. Therefore, the theoretical point of view that monetary policy should not only consider price stability, but also concerned about the financial stability has gradually reached a consensus. The volatility of asset prices is an important source of financial instability, therefore, whether and how the monetary policy should respond to fluctuations in asset prices has its practical significance and worthy of further study.

This article reviews existing studies on whether asset prices should be included in the monetary policy reaction function. It summarizes key points and main arguments of the theory of "intervention theory" and "no intervention theory". On this basis, this article also focuses on the impact mechanisms of asset price on the future level of inflation, as well as the financial system stability. Then, on the basis of an overview and analysis of the status of China's monetary policy and asset price volatility challenges, we found by the cointegration test and Granger causality test that the asset price have pre-guiding role of future inflation level. And then, based on theoretical analysis, we also illustrates the potential impact of asset price fluctuations on financial stability.

Based on the above analysis, we get an analytical expression of optimal monetary policy reaction function which includes the asset price by using a standard optimal monetary policy framework. Specifically, we include the asset price variables (including stock prices and real estate prices) in the IS-Phillips equation system, and treat it as budget constraints. Then, we optimize the central bank loss function under the budget constraints, and get the Strategy function which is optimal monetary policy reaction function. After the estimation and calibration of parameters, we get the China's optimal monetary policy reaction function. Accordingly, We get the following conclusions: China's optimal Monetary policy should be the primary concern of inflation, and the real estate bubble should be given greater attention than the output gap. At the same time, the response coefficient of china's optimal monetary policy on stock price is lower than the other factors'.

Key Words: Asset prices; Optimal Monetary Policy

目录

绪论.....	1
第一节 选题背景及意义.....	1
第二节 国内外研究现状综述.....	2
第三节 研究思路与主要内容.....	7
第四节 主要创新及不足.....	9
第一章 理论基础与文献综述.....	11
第一节 资产价格是否应纳入货币政策反应函数的争论.....	11
一、反对论.....	11
二、支持论.....	12
第二节 支持资产价格纳入货币政策反应函数的理论分析.....	12
一、资产价格影响未来通货膨胀水平.....	13
二、资产价格影响金融体系的稳定性.....	19
第二章 中国货币政策现状及挑战.....	37
第一节 我国货币政策最终目标选择现状.....	37
第二节 我国货币政策中介目标选择现状.....	40
第三节 我国货币政策操作目标选择现状.....	45
第四节 资产价格对我国货币政策实践的挑战.....	49
第三章 中国货币政策反应函数是否应考虑资产价格.....	51
第一节 我国的资产价格波动与未来通胀水平.....	51
第二节 我国的资产价格波动与金融体系稳定.....	55
第三节 中国货币政策反应函数应考虑资产价格.....	59
第四章 考虑资产价格的中国最优货币政策：模型及模拟.....	61
第一节 理论模型设定.....	61
第二节 参数的估计与校准.....	67
第三节 中国最优货币政策模拟.....	73
第五章 研究结论及政策建议.....	76
第一节 研究结论.....	76
第二节 政策建议.....	77
参考文献.....	84

Contents

Introduction.....	1
Section1 Research Background and Significance	1
Section2 Literature Review	2
Section3 Research Ideas and Main Content.....	7
Section4 Innovations and Inadequate	9
Chapter1 Theoretical Basis and Literature Review	11
Section1 the Debate Over Whether the Monetary Policy Should Interfere with Asset Price	11
Subsection1 Non-intervention Theory.....	11
Subsection2 Intervention Theory.....	12
Section2 Theoretical Analysis of Monetary Policy Should Interfere with Asset Price.....	13
Subsection1 Asset prices and the Future Inflation	13
Subsection2 Asset prices and the Financial Stability	19
Chapter2 Status and Challenges of China's Monetary Policy	37
Section1 Status and Challenges of Ultimate Goal of Monetary Policy	37
Section2 Status and Challenges of Intermediate Goal of Monetary Policy ...	41
Section3 Status and Challenges of Operational Goal of Monetary Policy.....	45
Section4 The challenges of asset prices on monetary policy practice	49
Chapter3 Whether China's Monetary Policy Reaction Function Should Take into Account Asset Prices	51
Section1 China's Asset Price Volatility and the Future Level of Inflation.....	51
Section2 China's Asset Price Volatility and the Financial Stability.....	55
Section3 Chinese monetary policy reaction function should take into account asset prices	59
Chapter4 China's Optimal Monetary Policy with Asset Prices	61
Section1 Theoretical Model.....	61
Section2 Estimation and Calibration of Parameters	67
Section3 Simulation of the China's Optimal Monetary Policy	73
Chapter5 Conclusions and Policy Recommendations.....	76
Section1 Conclusions	76
Section2 Policy Recommendations	77
References	84

绪论

第一节 选题背景及意义

在过去的二十多年里,许多国家的中央银行都成功地将通货膨胀保持在较低水平上,但金融稳定的目标却因为资产价格(股票价格、房地产价格)波动的影响不断被打破^①。因而,人们开始越来越关注由于资产价格波动而引发的经济和金融问题。

1994年,在庆祝英格兰银行成立300周年的会议上,前美联储主席格林斯潘(Alan Greenspan)就提出了一个问题:中央银行是否应该更多地关注资产价格泡沫。随后,1999年,在美国俄怀明州举行的货币政策会议上,格林斯潘明确提出:由于在美国家庭的财富比例中金融资产的占比越来越高,所以美联储的货币政策将会更多地考虑资产价格因素^②。同年,Bernanke和Gertler表示尽管现在说通货膨胀不再重要还为时尚早,但能够预料的是未来中央银行家的主战场已经转移。金融体系不稳定性的显著增加已经引起了决策者的高度重视,这其中最重要的环节就是资产价格的剧烈波动,进而导致了金融体系的不稳定和实体经济的严重衰退。

近年来,世界上一些主要国家和地区开始将中央银行的货币政策最终目标确立为物价稳定和金融稳定。因为从各国中央银行的政策实践来看,当资产价格出现大幅波动时,维持传统意义上的物价稳定并不能够保证金融体系和实体经济的稳定发展了。因而,货币政策以后将越来越关注资产价格(周小川,2003)^③,这主要是基于以下两方面的考虑:第一,资产价格波动(主要是大幅上涨)会引起社会总需求的变化,从而影响实体经济的供需平衡,最终引发物价水平剧烈波动(通货膨胀);第二,资产价格下跌往往会影响实体经济的发展,进而会影响到金融体系的稳定。

自20世纪90年代以来,中国的金融市场迅速发展,居民资产结构中的有价

^①在20世纪80年代的日本经济泡沫、20世纪90年代美国的高科技泡沫和2008年由美国次贷危机而引发的全球性金融危机期间,资产价格都出现了大幅波动。

^② At a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27,1999.

^③ 引自2003年1月30日《21世纪经济报道》。

证券份额持续增加，货币市场与资本市场的联系也越来越紧密。随着资本市场在中国国民经济中的地位不断上升，资产价格与宏观经济政策的关系也显得越来越重要。近十年来，中国的股市经历了暴涨和暴跌，其波动程度实为罕见，与此同时，中国的房地产市场也出现了急剧震荡的情形。可见如何处理好资产价格波动与货币政策的关系已经不单单是一个学术问题，而已经上升为一个重要的政策问题，对宏观经济和资本市场的运行，乃至整个社会稳定，都具有重要的现实意义。

第二节 国内外研究现状综述

20世纪90年代以来，世界各国央行都较好地控制了通货膨胀率，整体来看物价都保持在相对稳定的状态。但近年来，金融资产价格波动明显加剧，进而直接危及到了金融安全和经济安全。那么，货币政策的制定究竟是否应该考虑资产价格波动？资产价格波动是否会影响对通货膨胀水平的控制？资产价格波动是否会影响整个金融体系的稳定？国内外学术界就上述问题进行了大量的研究。

一、资产价格波动与通货膨胀水平

关于资产价格波动与通货膨胀的研究主要集中在两个问题上：一是讨论资产价格是否应该纳入通货膨胀目标体系；二是讨论资产价格的变动对未来通货膨胀的影响，以及二者之间的稳定关系。

对于第一个问题的讨论，国内外学者始终未能达成一致意见。有的学者认为传统的通货膨胀测量方法具有很大的局限性，应将资产价格一并考虑在内；有的学者则认为上述观点在理论上可行，但将其运用到实践当中则相当困难 (Shiratsuka, 1999)。

Irving Fisher (1911)^[1]提出：政策制定者应致力于稳定包括资产价格（如股票、债券和房地产）及生产、消费和服务价格在内的广义界定的价格指数。问题的关键在于如何编制广义价格指数。从动态的角度看，资本市场上的资产价格动态比商品和服务市场上的资产价格动态更具有不确定性和波动性。从定量的角度看，不仅各种资产在同一时期或同一时点上的价格变动水平存在差异，而且相对于GDP的比重各不相同；从定性的角度看，不同资产价格水平的变动对实体经济的影响程度和性质是不同的。因而，仅仅以经济结构为基础来确定不同资产价格

在广义价格指数中的权重并非完全精确和科学。

Smets(1997)^[2]则拓展出了一个结构模型,同时研究了资产价格的需求效应与供给效应,分析了资产价格波动能够给通货膨胀预测所带来的信息含量。他认为资产价格波动包含了关于现在和未来经济情形的有用信息,并且这些信息可以用来提高对通货膨胀预测的准确度。

Goodhart 和 Hofmann(2001)^{[[3]]}则构造了一个金融形势指数(FCI),该指数由各类资产价格加权平均而得。他们的研究表明,金融条件指数包含了关于未来通胀压力的重要信息,能够作为央行对未来通胀的一个预测指标。

唐齐鸣和熊洁敏(2009)^[4]通过估计考虑或不考虑以股票价、房地产价格为代表的资产价格的 IS-Phillips 模型,推导出了我国的货币政策反应函数,并据此进行了数据模拟。结果显示,我国股价和房价对产出缺口有较显著影响,如果货币政策不对资产价格作出反应将导致更大损失。

赵进文(2009)^[5]通过对中国 1994 年-2006 年的数据实证分析显示,将资产价格作为内生变量的货币政策会使央行在实现其目标时更具可控性,并建议央行将资产价格波动作为内生性影响因素纳入前瞻性利率规则中。

虽然诸多的研究表明资产价格波动与通货膨胀之间存在着异常紧密的联系,但还是有许多学者认为资产价格波动太频繁、幅度太大,如果央行将资产价格纳入通货膨胀目标,很有可能会增加经济的波动性。除此之外,央行也缺乏行之有效的手段将资产价格合理纳入通货膨胀目标。

Svensson(2000)^[6]认为中央银行可以通过预测目标制来实现通货膨胀与产出的稳定,但采用预测目标制就代表着资产价格波动会影响通货膨胀与产出目标变量的预测值,但在大多数情况下,都无法精准地测量这种影响程度。

Stock 和 Watson(1998)^[7]运用 168 种经济指标来预测美国一年内的通货膨胀,结果表明股票价格和汇率对通货膨胀的预测能力要弱于利率。

Bernanke 和 Gertler(1999、2001)^[8]在泰勒规则的基础上拓展出了一个存在金融加速因子的新凯恩斯主义模型。他们认为包含产出与预期通货膨胀的货币政策规则所得的收益已经涵盖了包含资产价格的货币政策规则的绝大部分收益,因而央行不应当对资产价格波动作出反应。

Gilchrist 和 Leahy(2002)^[9]基于 Bernanke-Gertler 模型建立了一个新的模

型，结果表明资产价格并不包含预测通货膨胀的有价值的信息。

周晖(2009, 2010)^[10]从货币政策的视角对中国股票市场进行了实证分析，研究表明：央行货币政策可以不直接干预股票市场和房地产市场，可以通过货币政策调控经济增长，进而间接调控股票市场资产价格。

还有许多学者致力于资产价格变动对未来通货膨胀影响的研究。

Filardo(2000)^[11]研究表明资产价格上涨与消费物价上涨之间有相关性，但相关程度并不精确。理由如下：其一，房地产价格与股票价格并不是 Alchian 和 Klein 提出的未来商品价格的理想替代品，理想替代品应当是消费者持有的全部资产的综合指数；其二，资产价格波动(房地产价格与股票价格)变动的原因是多样的，也有可能是由与通货膨胀预期无关的因素引发的。

Cecchetti、Genberg 和 Wadhvani(2002)^[12]则发现了资产价格波动与消费物价上涨之间存在潜在不稳定性，并对此提供了解释。他们认为，股票价格与汇率的内生干扰反应也会对通货膨胀有一个滞后的影响。由于经济体受冲击的来源不同，资产价格的上涨与未来通货膨胀之间的关系也不是稳定的。

二、资产价格波动与金融体系稳定

目前，国内外学者对于“金融脆弱性理论”的众多研究表明资产价格波动是形成金融危机的主要原因之一。

Fisher(1993)最早对金融脆弱性机制进行了研究。他提出了“负债-通货紧缩理论”，该理论认为金融体系的脆弱性与宏观经济周期密切相关，尤其与债务清偿紧密相关。他认为金融市场运行失常、过度负债和通货紧缩是产生经济大萧条的根本原因。

许多学者在 Fisher 理论的基础上进行的后续研究逐渐淡化了经济周期的影响，他们认为即使没有经济周期中衰退阶段的到来，金融脆弱性也有可能在外力或内在偶然事件激化下演变成金融危机。金融资产价格的波动性以及波动性的联动效应会积累大量的金融风险，很容易导致危机的爆发(Keynes, 1936^[13]; Jorion 和 Khoury, 1995^[14])。大量学者的研究表明，资产价格波动会导致银行危机(Allen 和 Gale, 1999^[15]; Mishkin, 1999^[16])。Kaminsky 和 Reinhart(1998)^[17]，Hutchison 和 McDill(1999)^[18]的研究结果均显示，资产价格暴跌是发生银行危机的先行指标中最重要的指标之一。

Diamond 和 Dybvig^[19]提出了银行挤兑模型, Kiyotaki、Hart 和 Moore^[20]则从负债角度即货币渠道分析了在资产净值萎缩时,微小的冲击如何被放大至影响银行资本和银行稳定。Fong (2008)^[21]选择实际 GDP 增长率、实际利率、实际房地产价格以及滞后一期的贷款违约率等变量,用 MVAR 模型来分析这些变量之间的相互影响。Borio 和 Lowe (2002)^[22]经实证研究发现,不合适的货币政策可能会引发包括房价在内的资产价格波动和金融结构失衡,进而会影响到银行和企业的资产负债表,它又反过来再作用于金融结构失衡,影响经济和金融稳定。

关于资产价格波动与金融体系稳定关系的研究,也引起了国内学者的关注。桂荷发(2004)^[23]在信贷扩张的资产价格模型基础上,研究了信贷扩张与资产价格泡沫之间的相互关系及信贷扩张作用于资产价格的机理,并提出货币政策必须与审慎监管政策协调配合,货币政策应关注资产价格,审慎监管政策应该关注银行等金融机构的信贷扩张。

瞿强(2005)将借贷投资引入传统套利均衡“泡沫”模型,论证了资产价格泡沫与信用扩张具有高度相关性。

周京奎(2005)^[24]在房地产市场局部均衡的框架下,构造了金融支持过度与房地产泡沫生成和演化模型,实证分析后得出结论,金融制度变迁、信息不对称和市场不确定性是金融支持过度产生的直接根源,而金融过度支持会引发房地产泡沫,甚至金融危机。

崔畅(2007)^[25]以 SVAR 模型分析了资产价格波动的不同阶段,货币政策调控手段的选择问题,研究结果显示:在价格膨胀阶段可采取利率手段进行微调;当已经出现价格泡沫时应该控制货币供应量;而在资产价格低迷阶段,以利率调节资产价格具有明显和相对持久的作用。

三、资产价格波动与货币政策反应

对于中央银行该如何应对资产价格波动,目前在理论界有两种观点:一种是采取事后适应性的反应方式,一种是采取事前积极调整的反应方式。前者认为央行对资产价格波动不直接采取行动,如果资产价格波动真的导致了危机的爆发,央行再采取相应的政策行动;后者则认为在资产价格上涨阶段,央行就应当主动采取相应的政策行动,以期控制国内的信贷数量和资产价格的进一步攀升。

经济学家们利用经济模型对资产价格与货币政策的关系进行了大量深入的

研究，也获得了丰硕的研究成果。

支持“事后反应”的学者中，以 Bernanke 和 Gertler 最为著名，也最具影响力。Bernanke 和 Gertler(2001)在最初的 Bernanke-Gertler 模型中又引入影响股票价格的第二个冲击来源——技术冲击。其研究表明，除非资产价格的变化预示了预期通货膨胀的改变，否则央行就不应该对资产价格的变化作出反应。他同时指出，想要稳定资产价格是非常困难的，因为央行很难判断清楚资产价格的波动是由什么因素引起的。更为严重的是，如果中央银行对资产价格变化反应强烈，会对国民经济和通货膨胀带来更为严重的后果。Gilchrist 和 Leahy(2002)运用三个动态一般均衡模型，也得出了与 Bernanke 和 Gertler 相似的结论：货币政策不应当对资产价格波动作出反应。

支持“事前反应”的学者们则认为央行应当有所作为。Frank Smet(1997)通过一个宏观经济模型分析了中央银行对于资产价格波动的最优政策反应。他认为，中央银行应当对非经济基本面所决定的资产价格波动作出反应。原因如下：其一，非经济基本面决定的资产价格波动会通过影响总需求进而影响经济稳定；其二，资产价格是由市场套利公示所决定的，其中很有可能包含着关于当前和未来经济情况的额外信息，这些信息对于央行制定货币政策是有意义的。

Cecchetti 等(2000)使用了与 Bernanke 和 Gertler 相似的研究方法，但选取了更多的政策反应方程，结果得出了完全相反的结论，中央银行应该对资产价格泡沫作出系统性反应。他们认为如果货币政策对资产价格波动、通货膨胀及产出缺口积极作出反应，能够改善宏观经济表现，尤其是有利于减小产出波动。关注资产价格有助于降低未来发生泡沫的可能性，而且未来通货膨胀的预测也依赖于资产价格偏离基本面的程度。

国内学者对资产价格与货币政策的关系研究起步较晚，主要兴起于东南亚金融危机之后，并逐渐成为国内学术界的热点。

谢平(2000)^[26]指出货币政策对股票市场的作用应该是中性的，货币政策过多地顾及证券市场不仅会丧失货币政策的独立性，而且会影响市场秩序的建立，因而无论如何央行不能以股票价格指数作为决策的参照指标。

钱小安(2001)^[27]认为货币政策与资本市场的影响具有互动性和可逆性，资产价格是一种重要的宏观经济指标，它对于宏观经济具有预测性，因而货币政策决

策应该关注资产价格变化。

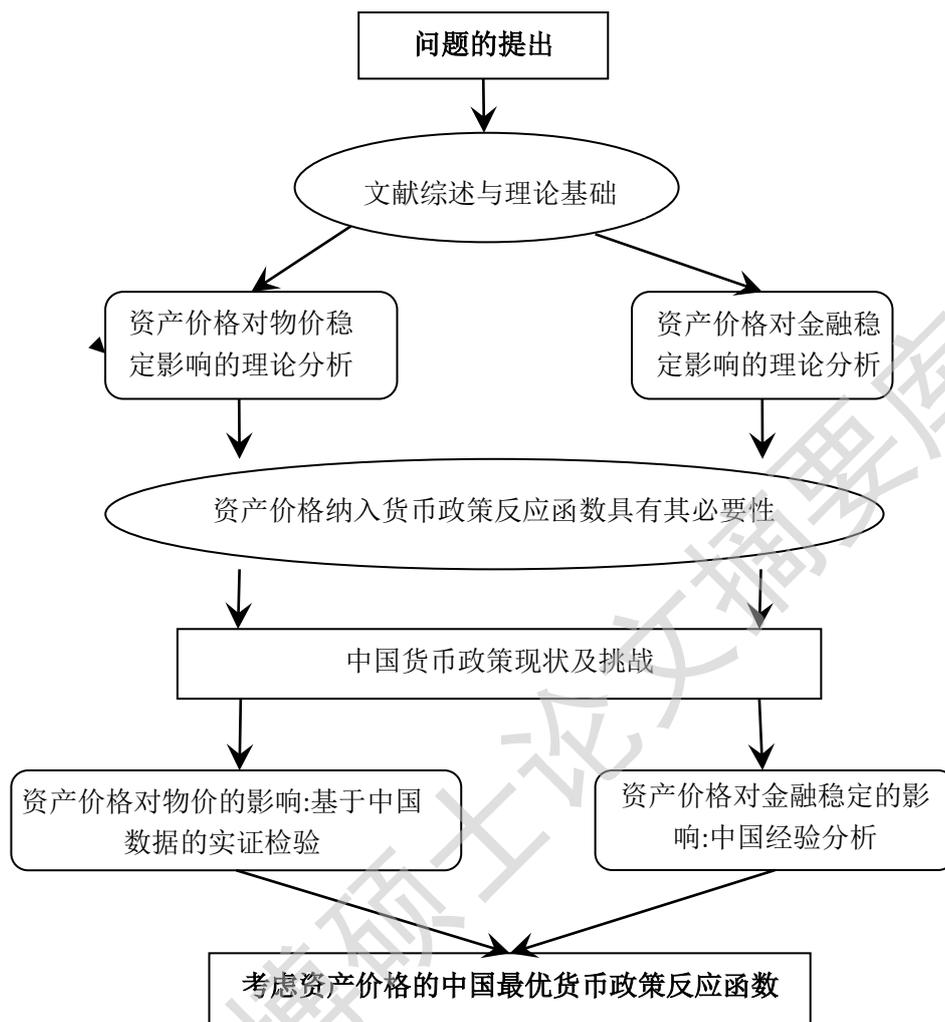
瞿强(2005)^[28]认为资产价格的急剧波动经常会引发金融危机，资产价格泡沫与信用扩张具有高度的相关性。目前中国的金融制度正处于急剧变革的时期，在制度因素引起严重风险不对称的前提下，尤其需要注意信贷资金与股票市场价格波动之间的关系，并应作出相应的制度安排。

郭田勇(2006)^[29]通过理论分析和实证研究，肯定了资产价格波动对宏观经济、金融稳定的影响和在央行制定货币政策中的作用，但由于考虑到资产价格决定的基础难以把握、工具缺乏可操作性等，央行还不能将资产价格纳入货币政策目标。

第三节 研究思路与主要内容

所谓资产价格，广义上是指社会公众所持有的股票、债券、房地产、外汇等资产的价格，狭义上则通常仅指股票和房地产价格。由于近二三十年里由房地产价格和股票价格引发的经济、金融危机较多，故本文讨论的资产价格主要集中于股票市场和房地产市场的价格。

本文遵循层层深入的研究思路，首先提出了资产价格是否应该纳入货币政策反应函数的论题；紧接着分别从资产价格对未来通胀水平和对金融体系稳定性的影响两个方面论证了“有为论”的必要性和重要性；接着承接性地阐述了我国货币政策选择的现状及由于资产价格波动的存在而面临的挑战；然后就中国经济的现实情况，综合运用实证检验和理论分析，论述了我国的货币政策反应函数是否应该考虑资产价格因素；最后在前文论述的基础上，将资产价格引入了宏观经济模型，并推导出了我国的最优货币政策反应函数。具体框架如下图所示：



本论文综合运用了理论分析与实证分析相结合、归纳与演绎相结合的方法，对资产价格对我国货币政策的影响进行了深入分析。

本文的论文结构如下：

首先是论文的绪论部分，对论文的选题背景、问题的提出、国内外相关研究的文献综述、研究思路和论文的结构与内容、以及论文的创新与不足进行了阐述。

第一章，总领全文，提出了资产价格是否应该纳入货币政策反应函数这一论题，并梳理总结了支持派与反对派学者的核心观点及其主要论据。并在此基础上集中论述了资产价格对未来通货膨胀水平的影响机理，以及资产价格对金融体系稳定性产生影响的主要原理。

第二章，中国货币政策现状及挑战。分别阐述了我国货币政策的最终目标、中介目标及操作目标的选择现状，以及随着我国资本市场的不断发展，金融市场的不断深化，资产价格对我国货币政策实施的影响，以及我国货币政策因此而面

临的挑战。

第三章，集中论述中国的货币政策反应函数是否应考虑资产价格。首先，分别将我国的房地产价格、股票价格和通货膨胀水平进行了协整检验及格兰杰因果检验，证明了我国资产价格对通货膨胀水平具有先期引导的作用。其次，详细阐述了我国资产价格对金融体系稳定性的潜在影响。

第四章，在 IS-Phillips 模型的约束下，引入资产价格(股票价格、房地产价格)后推导出了我国的最优货币政策反应函数，并对模型的参数进行了估计与校准，最后论证了我国央行是否应该对资产价格做出政策反应。

第五章，根据全文的主要研究结论，为我国货币政策体系的完善及金融监管提出了相应的政策建议。

第四节 主要创新及不足

本文可能的创新之处主要表现在以下几个方面：

第一，国内对于资产价格和货币政策问题的研究，大多仅仅关注股票价格波动对货币政策的影响。但根据国外许多实证研究可知，房地产价格对宏观经济的影响程度可能会强于股票价格。而且我国央行对房地产价格的关注程度也完全不亚于股票价格。因而，本文同时将股票价格和房地产价格纳入了宏观经济模型中，用中国数据检验了我国的最优货币政策反应函数。

第二，已往关于资产价格波动影响的研究，大多集中在资产价格波动对通货膨胀及货币政策传导机制的影响，却并未重点讨论资产价格波动对金融稳定的影响，而实际上现今货币当局已经越来越关注金融稳定，因而本文不仅讨论了资产价格对通货膨胀的影响，还重点讨论了资产价格对金融稳定的影响。

本文存在的不足之处：

第一，虽然本文着重阐述了资产价格对金融稳定的影响，但由于金融稳定的量化难度较大，在模型设定中尚未纳入金融稳定的代理变量。

第二，除了房地产价格、股票价格以外，汇率等其他金融资产对货币政策影响的研究也是非常重要的，还有待未来进一步深入研究。

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