

论我国货币政策对资产价格泡沫的干预

范兰琼

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

摘要:中央银行的货币政策是否应该干预资产价格泡沫的问题在中国政府部门及众多学者已基本达成共识,即关注而不盯住。利用 Taylor 规则的拓展方式考察了中国货币政策对股市与楼市的干预程度,说明央行在对待股市与楼市的政策上存在不对称性,并进一步对“关注而不盯住”的货币政策应如何确定利率水平,以及如何选择积极的货币政策或适应性货币政策的给出参考模型

关键词:关注而不盯住;资产价格泡沫;货币政策

中图分类号: F812.0

文献标识码: A

文章编号: 1672-3198(2009)24-0144-02

1 引言

近 20 多年来,无论在发达国家中,例如日本、美国、北欧,还是在新兴工业化国家,例如东亚地区、拉美地区均出现了大量的以股票、房地产价格为主要代表的资产价格的大幅波动现象。是否将资产价格纳入通货膨胀目标,货币政策如何应对资产价格存在很大的争论。目前多数学者较为普遍的看法是,货币政策不应该试图直接对资产价格的变化做出反应,其中以美联储主席伯南克的观点为典型,他认为货币政策只需盯住通货膨胀和产出缺口,实行灵活的通货膨胀制度就可以同时实现挤出泡沫与稳定物价双重目标。

2 我国货币政策对资产价格泡沫响应的实证分析——基于 Taylor 规则的检验

近年来,中国的资产价格也经历了一个涨落的过程。上证指数从 2007 年的最高点 6124 点跌至 2000 点左右,指数跌去超过三分之二。房地产投资快速增长,两三年房价就上涨了三倍,但进入 2008 年,中国楼市也出现涨幅稳步回落,销售面积下滑这样几个明显特征,开始进入高位调整期。

为检验中国货币政策和资本市场之间的关系,我们运用扩展的 Taylor 规则来考察出现资产价格泡沫时的中央银行利率操作,即分别增加股票市场和房地产市场这两个目标的扩展的 Taylor 规则:

$$\text{股票市场: } i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \alpha y_t + \alpha(\rho - \beta) \quad (2-1)$$

$$\text{房地产市场: } i_t = r^* + \pi_t + \beta_1(\pi_t - \pi^*) + \beta_2 y_t + \beta_3(h_p) \quad (2-2)$$

公式中, i_t 表示当前的名义短期利率, π_t 表示当前季度和前三季度的平均通货膨胀率, r^* 表示长期均衡利率, π^* 表示通货膨胀率目标, y_t 表示产出缺口, 即 $y_t = (\text{实际 GDP} - \text{潜在 GDP}) / \text{潜在 GDP}$, ρ 表示股指的市盈率, h_t 表示房屋销售价格指数。

其中, π^* 和 ρ 均表示确定的数, 将其纳入常数中去, 公式的计量形式可以写为:

$$i_t = c_1 + c_2 \pi_t + c_3 y_t + c_4 \rho \quad (2-3)$$

$$i_t = c_1 + c_2 \pi_t + c_3 y_t + c_4(h_p) \quad (2-4)$$

考虑到深市与沪市的同质性, 本文仅用沪市的综合指

数的市盈率。

表 1 考虑沪市
市盈率的情形

变量	系数	t 统计值
CPI	0.436731	3.576675
GGAP	1.240886	4.808013
P/ESH	0.051324	1.999288
C	1.066407	0.937999
R ²	0.504276	

表 2 考虑房市
价格指数情形

变量	系数	t 统计值
CPI	0.368418	2.679298
GGAP	0.349477	2.20851
h _p	-0.33779	-3.23391
C	4.011443	10.59794
R ²	0.256861	

从表 1 表 2 可以发现, 在加入股市因素的情形下, 沪市市盈率 P/E 的系数为 0.051, 其 t 统计值在 5% 的水平下显著, 说明在保持通货膨胀和产出缺口不变的情况下沪市市盈率上升一个百分点只引起利率上升 0.051 个百分点。实证结果说明, 在过去 10 年间股价因素包含在我国的货币政策反应函数内, 但影响程度并不高, 我国中央银行并不以股市为货币政策的盯住目标。

在楼市方面, 房价指数的系数为 -0.33779, 其 t 统计值在 5% 的水平下显著, 说明在保持通货膨胀和产出缺口不变的情况下房价指数上升 1 个百分点会引起利率下降 0.34 个百分点, 由于系数是负的, 表明中央银行能够容忍较高的房地产泡沫, 当房地产出现泡沫时, 并没有提高利率以抑制楼市泡沫。这是因为房地产作为国家的支柱产业, 关乎国计民生, 已远超经济范畴, 对经济结构构建, 对社会安全、政治稳定都至关重要。

可见, 现行货币政策对股市泡沫只做到了关注, 在抑制房地产泡沫上亦无良策, 货币政策在对付资产价格泡沫上存在有限性。然而, 从历史大量的泡沫案例可以看到, 如果中央银行“感觉”到泡沫形成, 而不采取任何措施, 泡沫确实会畸形发展, 进而危害实体经济和金融稳定。

3 最优货币政策选择

中央银行如何对资产价格的波动做反应, 目前主要有两种观点: 第一种是采取事后适应性的反应方式(Bernanke 和 Gertler, 2000)。第二种是对待资产价格的上涨采取事前积极调整的方法。二种货币政策孰优孰劣, 取决于主动戳破泡沫所付出的代价与资产价格暴跌造成经济衰退的比较。为此, Bordo 和 Jeanne(2002)在动态的新凯恩斯主义的框架内, 构建了一个基于资产价格的信贷紧缩模型, 笔者在此基础上, 将中国更为现实的条件——禁止信贷资金进入

股市加入到资产价格的约束条件中去,将信贷抽除,从而建立一个基于资产价格的无信贷模型。

3.1 模型假设

(1) 模型所考察的时间有两期:即 $t = 0, 1$ 。在第 0 期,投资者自有资金(无法借贷)投资于资本市场。第 1 期,长期的产出水平能够确知。资本市场泡沫可能崩溃也可能持续,如果长期产出能力低于预期,资产价格下跌。

(2) 投资者将自有资金投资于股票等风险资产 Q_1 。 Q_1 是 $t = 1$ 时的资产价值。

3.2 模型

描述宏观经济的方程是:

$$Y_t = m_t - p_t \quad (3-1)$$

$$y_t = \varphi_t + \varepsilon \quad (3-2)$$

$$y_0 = -\varphi \quad (3-3)$$

y_t 是 t 时期的产出, m_t 是货币供给, p_t 是价格水平, r 是时期 0 和时期 1 之间的真实利率。除了利率,其它所有变量都以 \log 的形式表示。

经济体中的企业在 $t = 0$ 时发行债券进行融资,融资数量为 D , 利率为 r ; 在 $t = 1$ 时支付债券本息 $(1+r)D$ 。因为禁止信贷资金入市,企业无法以风险资产作为抵押从银行获得信贷资金(信贷资金只能投向生产,不能资产投资)。

企业的还款能力取决于:

$$(1+r)D = E_0(Q_1) - (1+r)K \quad (3-4)$$

其中, K 为企业资产净值水平。

3.3 适应性和积极的货币政策

企业无法还本付息的概率是利率的减函数。适应性货币政策与此相反,它需要对第 0 期产出与价格的政策目标和第 1 期泡沫破灭之间做一个权衡。

中央银行的政策抉择在于,在上述两种政策目标之间做出权衡。设中央银行的福利损失函数为:

$$L = \sum_{t=0,1} (p_t^2 + w y_t^2) \quad (3-5)$$

3.4 中央银行的利率决定

为了更好地描述积极的货币政策和适应性的货币政策之间的区别,假设在第 1 期,资产的价值有两种可能性:在乐观情绪条件下,最高值为 Q_H , 在悲观情绪条件下,最低值为 Q_L 。在第 0 期出现乐观情绪的概率是 P_{NE} , 相应的,出现悲观情绪的概率则为 $1 - P_{NE}$ 。因此,在第一阶段预测的 Q_1 的值为:

$$E_0(Q_1) = P_{NE}Q_H + (1 - P_{NE})Q_L \quad (3-6)$$

将上述方程代入方程(5)中,可以得到中央银行的利率制定规则如下:

$$1+r = \frac{P_{NE}(Q_H - Q_L)}{K} \quad (3-7)$$

上述规则表明,当货币当局面对投资者出现乐观情绪时,应该提高利率,当投资者情绪较低时则降低利率。但是在禁止信贷资金进入股市的情况下,利率比存在信贷借款时更低就可以防止第 1 期出现资产价格泡沫。即在此情况下,中央银行挤出泡沫相对容易,成本也更低。

考虑中央银行在适应性和积极的货币政策之间做出权衡,以最小化其福利损失:

$$\min L_2 = (p_1^2 + w y_1^2) \text{ 约束条件为: } y_2 = \frac{p_1}{\alpha} - v \quad (3-8)$$

由此计算出方程的值:

$$p_1^2 + w y_1^2 = \frac{w \alpha^2}{1 + w \alpha^2} \quad (3-9)$$

中央银行的跨期损失等于经济出现紧缩的概率 P_{OE} 与出现紧缩的损失,即:

$$L_1 = P_{OE} \frac{w v^2}{1 + w \alpha^2} \quad (3-10)$$

如果中央银行按照方程所确定的利率水平在第一阶段提高利率,以避免在第二阶段出现信贷紧缩的情况,则第二阶段产出和通货膨胀率都会发生相应的变化。因为 $y_1 = -\varphi$, $p_1 = -\varphi/\alpha$ 中央银行将损失:

$$L_2 = (1 + w \alpha^2) \left(\frac{r \alpha}{\alpha} \right)^2 \quad (3-11)$$

如果方程(10)的数值大于方程(11),则中央银行采取积极的货币政策。

3.5 模型的结论与政策含义

首先,在没有银行信贷资金参与的情况下,投资者利用自有资金投资于资本市场,资本市场形成的泡沫一旦崩溃,亏损只由投资者承担,并不会波及银行系统。此时中央银行无需提高利率过多就可以实现挤出泡沫的政策目的,其干预成本较低。

其次,存在一种可能,即中央银行采取积极的干预政策优于采取适应性的货币政策。当投资者的乐观情绪日益高涨,中央银行开始采取积极的干预政策,适当提高利率水平。

第三,存在一个利率的上限,当中央银行提高的利率水平超过此上限时,其承担的风险也可能是较高的,此时中央银行宁愿采取事后的适应性政策。

4 结论

多数人反对货币政策干预的理由是认为应该让资本市场自行发挥作用,认为中央银行“并不比市场更了解市场”。对于政策制定者来说,问题的重点不在于资产价格的上涨是不是泡沫,而是资产价格下跌可以造成的经济后果,从历史上看,几乎所有的经济严重通缩时期,都是与资产价格大幅下跌有关的。我国当前正处于经济高速增长阶段与转型阶段,更应该努力维持资本市场的可持续发展,避免资产价格的大起大落。

参考文献

- [1] 瞿强. 资产价格波动与宏观经济政策困境[J]. 管理世界, 2007, (10).
- [2] 瞿强. 资产价格与货币政策[J]. 经济研究, 2001, (7).
- [3] 易纲, 王召. 货币政策与金融资产价格[J]. 经济研究, 2002, (3).
- [4] 谢平, 罗雄. 泰勒规则及其在中国货币政策中的检验[J]. 经济研究, 2002, (3).
- [5] 吕江林. 我国的货币政策是否应对股价变动做出反应[J]. 经济研究, 2005, (3).
- [6] 彭洁, 刘卫红. 资产价格泡沫与货币政策响应[J]. 金融论坛, 2009, (12).
- [7] 刘斌, 张怀清. 我国产出缺口的估计[J]. 金融研究, 2001, (10).
- [8] Bernanke, Mark Gertler, 1999b. "Monetary Policy and Asset Prices Volatility", Economic Review, 4th Quarter, Fed of Kansas.
- [9] Michael D. Bordo and Olivier Jeanne. "Boonr Bust in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy", National Bureau of Economic Research, 2002.