

学校编码: 10384  
学号: 15620131152162

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

廈門大學

专业学位论文

中国货币供给与资产价格、通货膨胀的关系研究

A Study on the Relationship Between

Money Supply and Asset Price and Inflation in China

王敏欣

指导教师(校内): 邱崇明 教授

指导教师(校外): 郭春松 博士

专业名称: 保险硕士

论文提交日期: 2016年4月

论文答辩时间: 2016年4月

学位授予日期: 2016年6月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2016年06月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 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：

1. 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。

2. 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

货币政策是国家调节经济运行的重要工具之一，货币政策的目标选择和货币政策的实施效果一直是各国学者和政策制定者关注的热点问题。近年来，我国的货币政策一直比较宽松，但却出现了宽松货币政策与通货紧缩，资产价格膨胀与低通胀并存的局面，这与传统的货币数量论的观点相悖，且有逐渐变成常态化的趋势。这一现象给货币当局带来很大的困扰，因为，如果银根松紧与价格的关系变得不确定，则意味着即使央行能按照自己的意愿调节银根，也未必能实现价格稳定的目标。同时，这也证明狭义价格指数已不适合作为衡量价格稳定与否的测度指标。

同时，我国房地产、股票等资产价格波动剧烈，在制定货币政策时是否考虑资产价格波动是我国政策制定者面临的难点问题。货币政策如何应对资产价格泡沫是一个具体的对策问题，但对这个问题的回答却有赖于理论的进展。本文认为，货币政策上述困境产生的原因在于：传统的货币政策理论没有考虑资产市场的发展和资产价格的膨胀对货币需求造成的影响，而事实上，资产市场的存在改变了传统的货币传导机制、货币供给的流向及作用对象，使得部分货币比以往更脱离实体经济。传统的理论难以解释宽松货币政策与通货紧缩，资产价格膨胀与低通胀并存的局面现象，这就要求货币政策必须考虑资产市场的影响，对一些经典的观点重新审视，并作出适应性的调整，对这一问题进行深入分析，对于正确界定我国货币政策稳定价格的目标，完善价格的衡量指标具有重要意义。

本文的内容和结论主要如下：首先，回顾传统理论关于货币供给量与通货膨胀关系的观点，然后运用格兰杰因果检验和回归方程实证方法对货币供给量与通货膨胀的关系进行分阶段的检验，得出货币供给量变动与通货膨胀变化之间的关系存在时变性和反常规现象。

接着，对上述反常规现象提出理论解释，在货币供给量与通货膨胀的传统研究框架中引入资产价格，提出“资产市场金融囤积说”，剖析资产价格对货币供

给流向、作用对象的影响，解析资产价格与通货膨胀不同演绎路径。然后，通过向量自回归模型和协整检验，发现短期内，货币供给量的冲击会引起资产价格变量的正向响应，而引起通货膨胀负向响应，说明过剩的货币供给量更易冲击资产市场，资产价格膨胀与低通胀的情况更易出现。长期内，货币供给量与资产价格、通货膨胀等变量存在长期均衡关系。

最后，根据理论分析和实证结论，提出当前货币政策不应放任资产价格波动，而需更加主动积极地关注资产价格，应把资产价格纳入货币政策价格稳定的目标；促进货币供给结构的平衡，改善货币供给量与物价水平失调关系等政策建议。

本文与已有成果的不同之处在于：首先是研究视角，传统货币数量论局限于商品市场和货币市场的实体经济，本文通过引入资产价格，将传统的货币数量论拓展为包含资产市场、货币市场、商品市场的更广义的货币数量论。其次是研究内容，主要通过“资产市场的金融囤积效应”分析资产市场对于货币供给流向、作用对象的影响，深化了商品市场货币循环与资产市场金融囤积的概念。通过货币供给结构的非均衡性，解释在货币供给增加的情况下，资产价格与通货膨胀不同的演绎路径，分析其中资产持有行为变化对货币供给的影响，为完善衡量价格稳定的指标体系提供依据。

**关键词：**货币供给；资产价格；通货膨胀

## ABSTRACT

Monetary policy is one of the important tools for the state to regulate the economic operation. The goal of monetary policy and the effect of monetary policy have been the focus of attention of scholars and policy makers in many countries. In recent years, Chinese monetary policy has been more lenient, but appeared loose monetary policy and currency deflation and asset price inflation and low inflation coexist situation, this with the traditional monetary quantity theory contradicts the notion and gradually turned into a normal trend. This phenomenon to the monetary authorities to bring great trouble, because, if the monetary elasticity and price relationship becomes uncertain, it means that even if the central bank to adjust monetary policy according to their own wishes, may not be able to achieve the goal of price stability. At the same time, it also proves that the narrow price index is not suitable as a measure of price stability or not.

At the same time, Chinese real estate, stock and other asset prices volatility, in the development of monetary policy, whether or not to consider asset price volatility is a difficult problem faced by Chinese policy makers. How monetary policy should respond to asset price bubbles is a concrete problem, but the answer to this question depends on the progress of theory. This paper argues that the monetary policy dilemma is: traditional theory of monetary policy did not consider asset market development and asset prices influence on money demand caused by the expansion, and in fact, the existence of asset markets changed the traditional monetary transmission mechanism, monetary supply flow and the role of the object, making some money than ever more from the real economy. The traditional theory can not explain loose monetary policy and deflation, asset price inflation and low inflation to coexist situation phenomenon, which requires that monetary policy must consider the

impact of asset markets, views on some classical revisited, and make adaptive adjustment. On this issue of in-depth analysis, to correctly define the goal of Chinese monetary policy to stabilize prices, improve the price measure has important significance

The contents and conclusions of this thesis as follows: firstly, review the traditional theory on the relationship between money supply and inflation point of view, then using Granger causality test and regression equation of empirical methods to the fluctuation in money supply and inflation relationship of stage test and obtained in the presence of the relationship between the fluctuation in money supply and inflation change degeneration and anti conventional phenomenon.

Then, propose interpretation theory for the unconventional phenomenon, the introduction of asset prices in the traditional research framework of money supply and inflation, put forward "asset market financial hoarding", analyzes the impact of asset prices on the flow of money supply, the role of the object, principles of analysis of asset prices and inflation of different interpretation of the path. Then by means of vector auto regression model and co integration test, found that the short term, the impact of money supply will cause asset price variable and the positive response, caused by negative inflation to response, indicating that excess money supply are more prone to the impact of asset market, asset price expansion and low inflation occurs more easily. In the long run, there is a long-term equilibrium relationship between money supply and asset price, inflation and other variables.

Finally, according to the conclusions of theoretical analysis and empirical test, put forward the current monetary policy should not let asset prices volatility without more active attention to asset prices, should take asset prices into monetary policy price stability goal; to promote the balance of the structure of money supply, improve the money supply and the price level offset policy recommendations.

The difference between with the existing achievements, this paper lies in: first, the research perspective, the traditional monetary quantity theory limited to



commodity market and money market of real economy. In this paper, the introduction of asset price, will the traditional quantity theory of money to expand as asset markets, money markets, commodity markets more generalized monetary quantity theory. Secondly, the research content, mainly through asset markets financial hoarding effect analysis of asset market effects on the flow of money supply, the role of the object, and deepen the commodity market currency circulation and asset market financial hoarding concept. Through the non equilibrium of money supply structure to explain the increase in money supply, asset prices and inflation different interpretation of path. Analysis the asset holdings behavior changes of money supply influence, provide a basis to improve the measure index system of price stability.

**Key words:** money supply; asset price; inflation

# 目录

第一章 导论 .....	1
第一节 研究背景、问题及意义 .....	1
第二节 研究思路、研究结构 .....	6
第三节 研究方法、创新及不足之处 .....	8
第二章 货币供给与通货膨胀的相关文献综述 .....	10
第三章 货币供给与通货膨胀的相关性：基于传统货币数量论 .....	14
第一节 货币供给与通货膨胀的经典理论 .....	14
第二节 传统货币数量论在中国的发展 .....	15
第三节 货币供给与通货膨胀的实证检验 .....	17
第四节 本章小结 .....	26
第四章 货币供给与资产价格、通货膨胀的相关性：基于拓展的货币 数量论 .....	27
第一节 商品市场货币循环与资产市场金融囤积 .....	28
第二节 基于货币循环与金融囤积的货币供求理论框架 .....	32
第三节 货币供给与资产价格、通货膨胀的实证检验 .....	40
第四节 本章小结 .....	53
第五章 论文结论与政策建议 .....	55
第一节 论文结论 .....	55
第二节 政策建议 .....	56
参考文献 .....	59
致谢语 .....	63

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	1
1.1 Research Background, Questions and Significance.....	1
1.2 Logic and Structural arrangements .....	6
1.3 Research Methods, Innovation and Inadequacy .....	8
<b>Chapter 2 Literature Review on Money Supply and Inflation</b> .....	10
<b>Chapter 3 The correlation between Money Supply and Inflation:     Based on the Traditional Quantity Theory of Money</b> .....	14
3.1 The Classic Theory of Money Supply and Inflation.....	14
3.2 The Development of the Traditional Quantity Theory of Money in China .....	15
3.3 An Empirical Analysis of Money Supply and Inflation.....	17
3.4 Summary of This Chapter.....	26
<b>Chapter 4 The Relationship between Money Supply with Asset Price     and Inflation: Based on the Expansion of the Quantity     Theory of Money</b> .....	27
4.1 The Commodity Market Currency Circulation and Asset Market Financial Hoarding .....	28
4.2 Theory Framework on the Monetary Circulation and Financial Hoarding .....	32
4.3 The Empirical Test of Money Supply with Asset Price and Inflation .....	40
4.4 Summary of This Chapter.....	53
<b>Chapter 5 Conclusions and Policy Recommendations</b> .....	55
5.1 Conclusions.....	55
5.2 Policy Recommendations.....	56
<b>Reference</b> .....	59
<b>Acknowledgements</b> .....	63

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 导论

本章首先介绍本文的研究背景、主要问题与研究意义，其次明确研究思路 and 结构安排，最后提出本文的研究方法，主要创新和不足之处。

### 第一节 研究背景、问题及意义

#### 一、研究背景

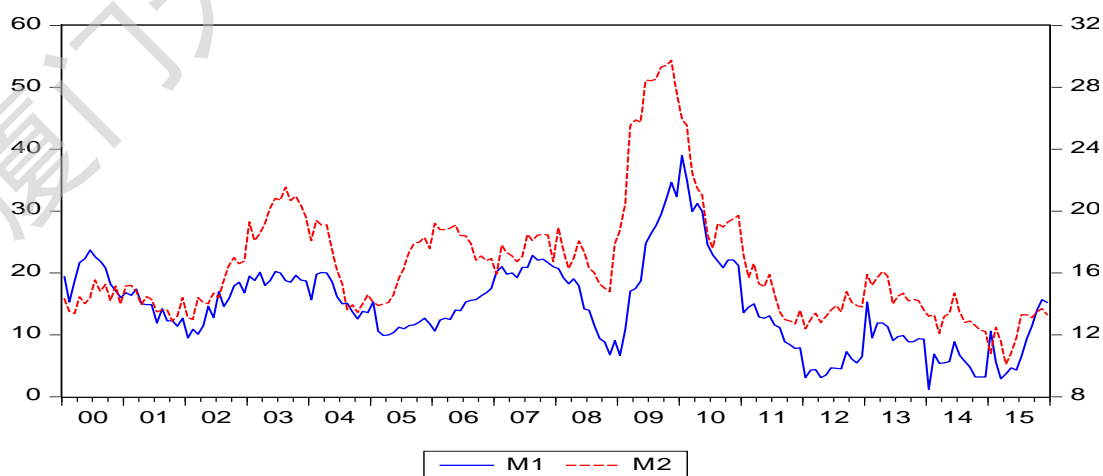
20 世纪 80 年代以来，全球经济发展呈现两大特征，一个是宽松的货币政策和通货紧缩并存，另一个是资产价格膨胀与低通胀并存。过剩的货币投放量并没有引发通货膨胀水平的上升，与传统货币数量理论并不相符，不仅如此，资产价格的大幅度波动也对金融体系、宏观经济稳定产生巨大的冲击，其对货币政策的影响也日益受到重视，由此引发各国学者和经济学家的关注和研究。具体来说，本文的研究背景如下：

##### （一）宽松的货币政策与通货紧缩并存

近十几年以来，从国际范围看，货币政策一直比较宽松。2000 年以后，全球的货币供给量一直保持高于 10% 的增速上升，甚至一度达到 25%，可是同时期的世界生产总值增长率为 2% 至 5%。美国在 2002 年至 2008 年期间广义货币供给量增长率曾达到 10%。日本在上世纪九十年代“泡沫经济”破灭后一直保持低利率政策。金融危机后，以美国、欧盟为首的发达国家为应对次级贷款危机的消极影响，纷纷推出一轮又一轮的量化宽松政策，不断为市场注入流动性。此外借助美元、欧元作为国家储备货币的地位，将国内的流动性过剩转移到其他国家，从而使得在全球范围出现流动性过剩。但与此同时，美国经济复苏依然存在反复，欧洲和日本仍未走出衰退，由此，出现了宽松的货币政策与通货紧缩并存的局面。

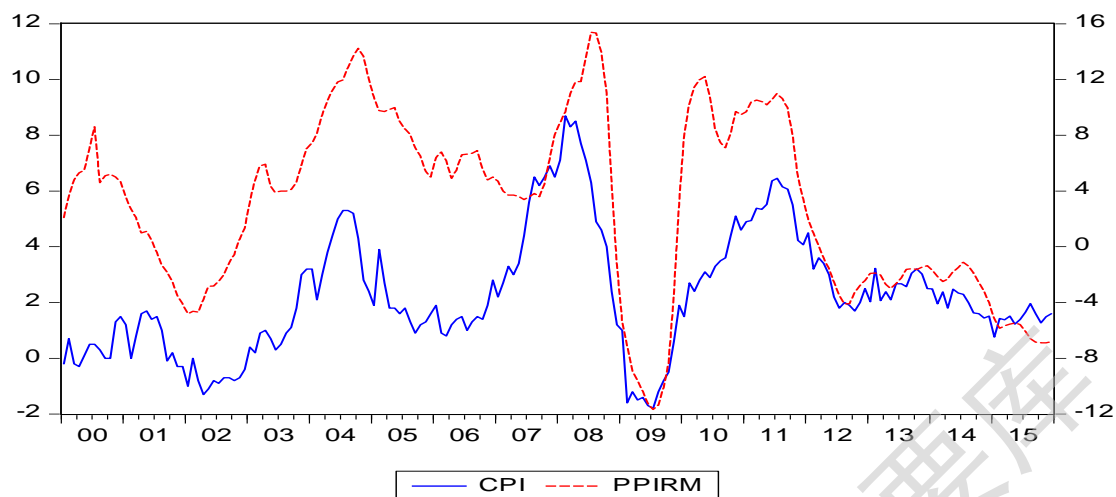
从国内的情况看，2000 年至今，广义货币供给量 M2 的平均增长率达到 16.84%，狭义货币供给量 M1 平均增长率 14.27%，分别超过产出平均增长率

7.33%，4.76%。尤其是在 2008 年金融危机后，为了刺激疲软的经济形势，配合中央政府 4 万亿元经济刺激的财政政策的出台，进一步加大货币投放量，M1、M2 同比增长率均达到的历史最高位，分别为 32.36%、27.58%（见图 1.1）。2011-2015 年 M1、M2 的年均增长 13.68%，几乎是 GDP 增长的 2 倍。2014 年以来我国中央银行 5 次降低存贷款利率，存贷款利率均降到历史的最低位，连续 2 次下调存款准备金比例，此外通过公开市场业务操作，再贷款和再贴现投放基础货币，频繁对商业银行实施窗口指导等，事实上实行的是扩张性的货币政策，但同时我国面临的通货紧缩压力却在不断加大。2000 年以来，居民消费价格指数平均为 2.25%，其中 2002 年、2009 年跌至负值，15 年中有 9 年的居民消费水平不足 2%（见图 1.2）。2012 年以来，居民消费价格指数平均为 2.18%，2012 年，2014 年，2015 年比上年同期平均下降 2.76%、0.63%、0.55%。而 2015 年整年消费者物价指数平均月同比仅徘徊在 1.5% 左右。2012 年 2 月开始，生产资料价格连续下跌 3 年多。尤其 2015 年以来比上年同期平均下跌 6.74%。原材料价格也在持续下滑，2015 年 1 至 12 月比去年同期均下跌超过 5%。可见宽松货币政策与通货紧缩并存的现象是全球普遍存在的一个问题。这种现象其实不仅仅是在金融危机之后存在，危机之前也一直存在。货币供给与通货膨胀之间的关系并不符合基于传统货币数量论的理论预期，货币供给持续远远超出实体经济需要，却没有带来持续走高的通货膨胀率，超额货币供给究竟去哪里了？



数据来源：WIND 数据库

图 1.1 2000 年 1 月—2015 年 12 月货币供给量 M1 与 M2 的走势



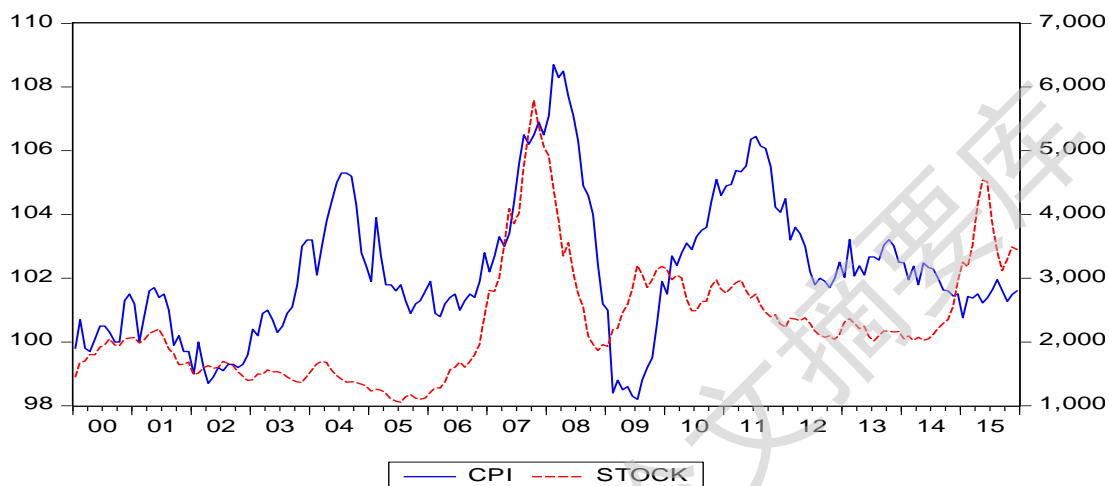
数据来源：WIND 数据库

图 1.2 2000 年 1 月—2015 年 12 月 CPI 与 PPIRM 的走势图

## (二) 资产价格膨胀与低通胀并存

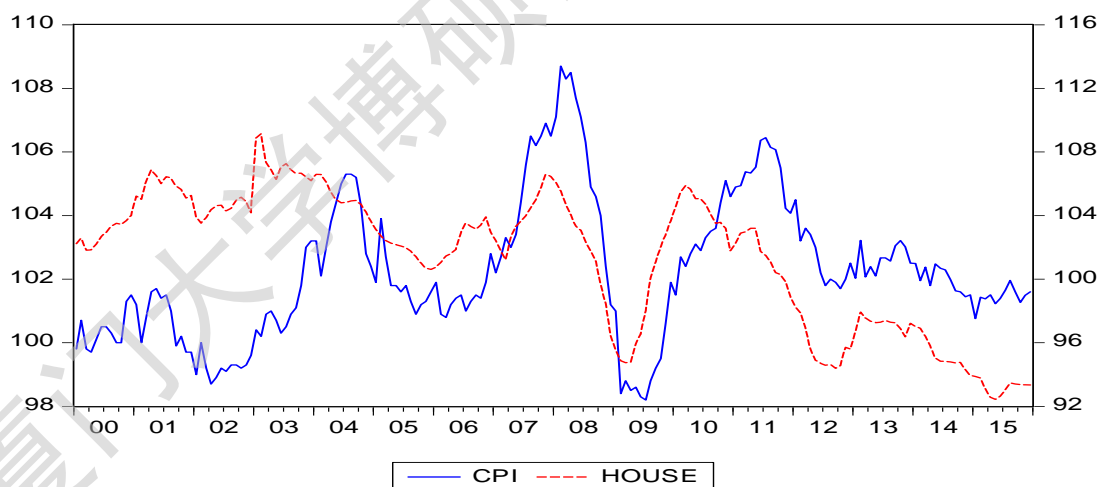
西方发达国家通过盯住通货膨胀的货币政策，成功控制住通货膨胀水平，并经历近三十年的低通胀、高增长的“大缓和”时期，然而在通货膨胀保持低而稳定的同时，资产价格却经历了剧烈上涨和暴跌的大幅度波动历史。不仅如此，资产价格与通货膨胀的走势往往是相悖，20 世纪 80 年代，日本“泡沫经济”前国内的通货膨胀水平一直保持比较平稳的水平，平均保持在 3% 以下。而彼时的资产市场异常繁荣，股票价格和房地产价格不断上涨。日经指数在十年间攀升了 5 倍多，1980 年 7100 点左右，而 1989 年已经接近 39000 点。伴随着股市高涨的是房地产价格的飙升，按当时的估价，日本仅一个东京的地价已经等于同期整个美国全国的地价总值。在日本经济泡沫破灭后，1991 年股价暴跌的同时 CPI 同比增长却达到十来年来较高水平，接近 4% 水平。而我国近十几年来，资产价格与通货膨胀的走势也是时常相反，2005 年股权分置改革前，股票市场进入长时期的回调时期，股价不断下降，上证指数最低跌至 998 点左右，而通货膨胀保持稳定在 1% 的低水平（见图 1.3），而同时期的房地产价格却出现大幅上涨，房屋销售价格指数不断攀升（见图 1.4）。金融危机爆发后，我国政府积极出台的货币和财政刺激政策，取得了一定成效，股票市场和房地产市场也企稳回升，经历又一轮上

涨，当人们又在担心经济过热时，通货膨胀水平并没有水涨船高，只在 2013 年 9 月至 11 月短暂超过 3% 的水平，2013 年 12 月以来平均增长率一直保持稳定在 1% 至 2% 的较低水平，2014 年以来甚至出现下行趋势。



数据来源：WIND 数据库

图 1.3 2000 年 1 月—2015 年 12 月上证综合指数与 CPI 的走势



数据来源：WIND 数据库

图 1.4 2000 年 1 月—2015 年 12 月房屋销售价格指数与 CPI 的走势

## 二、研究问题

上述反常规现象向人们提出以下问题：



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.