中国金融状况指数对货币政策传导作用研究

戴国强[1],张建华[2]

(1.上海财经大学 MBA 学院,上海 200433;2.上海财经大学 金融学院,上海 200433)

摘　要:文章利用 VECM 模型构建了我国的金融状况指数,并对我国通货膨胀进行预测检验,发现包含资产价格信息的金融状况指数能够在当前金融市场频繁波动、资产价格急剧变化的市场条件下,对通货膨胀做出及时、有效的预测。这表明资产对经济的作用日益增强,中央银行在实施货币政策时,必须考虑到资产价格对货币政策的传导影响。然而,当利用金融状况指数对货币政策的资产传递渠道进行分析时,却发现货币政策传导过程中资产价格对产出的影响不大。因此,在实施货币政策时,可以关注资产价格变化对通货膨胀的影响,但由于资产价格在传导过程反应不足,目前还暂不能将资产价格作为货币政策的实际操作指标。

关键词:资产价格;货币政策传导;金融状况指数

中图分类号:F832.0 **文献标识码**:A　**文章编号**:1001-9952(2009)07-0052-11

一、前　言

随着金融市场发展和各国长期以来对通货膨胀的控制,金融市场出现了低通货膨胀和资产价格急剧波动并存的现象,这导致基于传统通货膨胀指标的货币政策对市场反应总是滞后于市场变化。由于资产价格是对未来收益的贴现,它既可以作为实施货币政策的信号源和参照系,为货币政策制订者和金融市场参与者提供未来预期,也可以为居民提供未来经济走势的预判。因此资产价格变动对企业和家庭决策及金融稳定产生重大影响,所以构建一个包含资产价格信息的综合预测指标将极大改善货币政策的操作效力。

基于货币政策传导过程中的利率和汇率机制,Eika 和 Nymoen(1996)、Ericsson 和 Jansen(1998)利用加权平均的短期利率和汇率构建了货币状况指数(Monetary Condition Index, MCI),随后被加拿大和新西兰中央银行作为一个操作目标加以管理和利用。随着经济的发展,居民资产构成中除外汇资

收稿日期:2009-04-29

基金项目:教育部人文社会科学研究项目资助(06JA790070);教育部应急课题项目资助(2009JYJR045)

作者简介:戴国强(1952－),男,上海人,上海财经大学 MBA 学院教授,博士生导师;

张建华(1976－),男,湖南怀化人,上海财经大学金融学院博士生。

产和货币资产外，越来越多地包括了股票和房地产等其他资产，Goodhart 和 Hofmann (2001) 对 MCI 指数进行了扩展，构建了包含短期利率、汇率、房地产价格和股票价格的金融状况指数 FCI（ Financial Condition Index)，并利用这一指数对 OECD 进行了实证检验，发现它能够预测 CPI 指数并能很好地预判货币政策走势。

FCI 指标由于包含了利率、汇率、房地产和股票在内的众多资产组合，它通过投资组合效用、财富效用、资产负债表效用和预期效用影响货币政策对经济的调控。随着我国经济发展，居民投资组合日益丰富，房地产和股票投资对我国经济发展影响越来越大，因此，FCI 与我国通货膨胀的关系以及货币政策传导过程中的资产渠道成为当前理论和实务界关注的焦点。

国外计算 FCI 的方法主要有三种：大型宏观经济计量模拟、总需求方差缩减式和 VAR 脉冲反应方程，目前广泛采用的是 VAR 脉冲反应方程方法，我们在此也采用这种常见模式进行实证研究。本文的结构安排为：第二部分为研究动态，主要就该领域的研究成果进行回顾，并提出本文研究的出发点；第三部分为数据资料，包括模型设立、数据来源；第四部分为经验检验和结果分析；第五部分为资产价格货币传递渠道研究；第六部分为结论与建议。

二、研究动态

Alberto Montagnoli 和 Oreste Napolitano (2005)就 GDP 缺口、汇率、利率、房产价格、CPI 和股票市场价格构建了 FCI，并对美国、英国、加拿大和欧盟进行实证研究，发现资产价格对货币政策具有很好的前导性，但未对现代金融市场主导型或是传统金融中介主导型国家的货币政策传导机制进行比较分析；Goodhart 和 Hofmann (2000，2001，2002) 分别构建了包含短期利率、汇率、公司债券价格和股票价格，以及将公司债券价格替换为房地产价格的金融状况指数 FCI，并利用模型对 G7 国家进行了实证，结果表明虽然不同国家具体的 FCI 在房地产价格指数和汇率收益指数构成权重方面差别较大，如德国、日本、法国和美国房价指数约占 50%，而意大利、英国等比重偏低，但 FCI 对这些国家的 CPI 具有良好的预测能力。在利用加拿大的数据进行分析时，发现房价甚至比汇率对产出缺口的影响更大。

王玉宝(2005) 按照 Goodhart 和 Hofmann (2001) 定义的 FCI 指数对中国进行了经验估计，认为包含实际短期利率、实际汇率、实际房地产价格和实际股权价格的 FCI 指数可以作为货币政策的辅助参照指标；封北麟、王贵民(2006)利用 VAR 模型对我国的金融价格指数进行实证，发现 FCI 对通货膨胀率具有非常好的预测能力；何平、吴义东(2007)分别计算了考虑房地产价格和未考虑房地产价格 FCI 指数后发现，在 FCI 指数中如果包含了房地产价格，其实际预测能力将显著提高；陆军、梁静瑜(2007)利用利率、汇率、股价和

房地产价格指数对中国的FCI指数进行了构建,并利用构建的模型对实际情况进行检验,发现中国的FCI与其他国家的实证具有相似的结论,即能够对市场CPI进行很好的预测,但股票价格系数过小。国内前期研究由于数据的限制,一般利用2005年前的数据进行分析,然而,我国汇率体制在2005年7月之前基本是盯住美元,变动幅度非常小,而且房价指标在1998年前基本为管制状态,因此利用这些指标的研究结果在适用性上存在一定的局限性。

既有国内研究的不足表现在:第一,目前国内外研究中主要是利用FCI变量对GDP的脉冲分析,通过反应因子构建FCI指标体系,但这种方式可能存在如下不足:一是GDP长期增长的物质基础和实际建模过程中考虑的因素相冲突,因为根据经济增长理论,在长期内,只有技术和企业家才能等才是经济增长的原动力,而利率、汇率和房价波动在长期内基本是中性的;二是即使上述因素可以对GDP产生扰动,但由于GDP扰动一般是计算总量扰动,这导致变量相互之间的扰动冲击将会互相抵消,如汇率对进出口的影响。第二,房价扰动可能导致FCI指数与实际经济运行相悖,从而产生错误信息,如房价的负冲击将导致FCI指数上升和经济环境从紧,但实际上,可能会因投入成本降低而增加生产。因此,采用基于GDP脉冲反应的FCI指标可能有局限性,而基于通货膨胀则可以避免上述不足,同时,中央银行的首要目标就是币值稳定和金融稳定,由此本文采用FCI与通货膨胀相关关系来探讨FCI中各变量的影响因子具有一定的合理性。

三、模型设立、数据来源

(一)模型的设立。Goodhart和Hofmann(2001)将FCI指数定义为真实短期利率、真实有效汇率、真实房地产价格和真实股票价格的加权平均数,并用这个指数作为未来通货膨胀水平和经济运行情况的先行指标,其具体形式为:

$$FCI_t=\sum_{i=1}^{N}w_i(q_{it}-\bar{q}_{it}) \tag{1}$$

其中,q_{it}是资产i在第t期的价格;$\bar{q}_{it}$是资产i在第t期的长期趋势值或均衡价值,$(q_{it}-\bar{q}_{it})$表示缺口变量;w_i是金融形势指数(FCI)中资产i的相对权重,且$\sum_{i=1}^{N}=1$。

1. 长期趋势值。在公式(1)中各变量的缺口值定义为实际值对其长期趋势值或均衡值的偏离。如何估计长期趋势值或均衡值是研究设计中的重要问题。Gauthier(2004)在进行模型分析时指出,在研究中一般采用HP滤波法来进行变量的长期趋势和均衡求解,这种模式具有更好的准确性。本文同样采用HP滤波方法来计算各个变量变动的长期趋势值。在采用HP滤波技术处理长期趋势值时,我们对各个变量进行了平稳性检验,发现各个变量为

I(1),通过一阶差分后为平稳变量。

2. 权重的确定。本文借鉴 Goodhart 和 Hofmann(2001)的方法,采用 VAR 脉冲响应估计 FCI 指数中各变量缺口值的权重系数 w_i,但为了更清楚地反应各个变量波动对 FCI 的影响,分子利用其真实值而不是绝对值,公式为:$w_i=(z_i/\sum_{i=1}^{N}|z_i|)$,其中,$w_i$ 是变量 i 的缺口值的权重系数,z_i 是变量 i 的缺口值的单位乔利斯基(Cholesky)新息(Innovation)冲击在随后 6 个季度内对 CPI 通货膨胀率的平均脉冲响应。

(二)数据来源。本文选取 2005 年 7 月至 2008 年 11 月的月度数据为样本,样本容量为 41。本文选取这一时段的理由是:由于我国直到 2005 年 7 月才完成人民币汇率体制改变,在此之前,都实施固定汇率制,汇率基本不变,因此利用汇率作为一种资产信息构建 FCI 会有一定的不适性;同样我国房改是从 1998 年开始,但真正房价波动始于 2004 年,而这一年国家实施了大量的政策干预市场,并被称为政策年,因此以前指标在稳定性方面可能存在不足。变量的原始数据为通货膨胀率、汇率指数、房产价格指数、利率价格指数、电力价格指数和股票价格指数,数据资料来自中金公司数据库。

四、检验结果及分析

本文利用 Eeviws6.0 对数据进行分析,首先对各变量进行单位根检验,以确定变量的平稳性;如果确认各变量有单位根,再进行 E-G 两步协整检验;若协整关系存在,则利用误差修正模型反映变量之间的动态调节机制;最后运用脉冲响应函数来描述扰动项的一次性冲击对因变量当前值和未来值的影响。

(一)单位根检验。在检验时,依据赤池信息准则(AIC)的最小化原则选择趋势项、确定常数项和变量最优滞后阶数。从单位根检验中可知,CPI、EXCH、INTE、EIND 和 SIND 在 10%的显著性水平下均接受了原假设,为非平稳变量。其次,分别对它们取一阶差分,结果 d(CPI)、d(EXCH)、d(SIND)、d(EIND)和 d(INTE)在 1%显著性水平下均拒绝原假设,为平稳变量,即所有变量均为一阶单整 I(1)。

(二)格兰杰因果检验。Granger 因果检验的重要前提是各变量必须稳定,而从前面分析可知,变量存在单位根,因此变量是非平稳的。为了实现 Granger 因果检验,笔者对各变量进行一阶差分,并对差分后变量进行残差检验。根据信息准则可以得出滞后最佳阶数为 2。

从表 1 可以看出,房价、汇率和股票是导致通货膨胀的格兰杰原因,也就是说,可以提前预示未来的通货膨胀。

(三)脉冲反应。VAR 模型由于没有相应的理论基础,因此它的系数通常难以解释,一般情况下研究者通常利用脉冲反应来解释各个变量之间的关系

和推断 VAR 的内涵。本文利用脉冲反应函数描述了在随机误差项上施加一

表 1　格兰杰因果检验一览表

格兰杰因果检验 样本区间：2005 年 7 月至 2008 年 11 月 滞后值：2			
原假设	观测值个数	F-Statistic	Probability
房价指数不能 granger 通货膨胀	39	4.59176	0.01717
通货膨胀指数不能 granger 房价指数	1.81985	0.17748	
汇率指数不能 granger 通货膨胀	39	5.56818	0.00809
通货膨胀不能 granger 汇率指数	2.77480	0.07651	
利率指数不能 granger 通货膨胀	39	2.01127	0.14943
物价不能 granger 利率指数	0.79437	0.46007	
上海证券指数不能 granger 通货膨胀	39	5.32935	0.00970
通货膨胀不能 granger 上海证券指数	1.63302	0.21029	

个新息(Innovation)冲击对内生变量的当期和未来值的影响。通过相关参考文献的阅读和对样本变量的研究发现，一个通胀的新息对各个变量的最佳滞后为半年左右，因此本文在考察脉冲反应时，采用了 6 个月滞后。

表 2　一个新信息对滞后 6 期各个变量的影响

Response of CPI					
Period	CPI	INTE	EIND	EXCH	SIND
1	0.727226	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.888904	−0.007477	0.114804	0.215151	−0.031100
3	0.969856	0.066743	0.238944	0.298128	−0.036184
4	0.992866	0.109198	0.359693	0.296312	−0.015727
5	1.020673	0.138130	0.451570	0.261775	0.012685
6	1.023424	0.165339	0.515650	0.230078	0.035767

从表 2 可以发现，利率对一单位新息的反应最初为负，但随后调整过来，并随着滞后期的增加不断上升，在滞后 6 个月时达到了 0.16%，而房地产价格指数则一直拥有正向效果，在 6 个月后达到了 0.51%。汇率波动对一单位新息呈现倒 U 型曲线，刚开始时慢慢上升，在 3 个月时达到了最大值 0.29%，随后逐步回调。而股票价格指数在前 4 个月滞后期内反应为负，在第五个月时转为正值，但其相对较小，在 6 个月后才到 0.035%。

(四)金融状况指数 FCI 的估计。利用前文中权重公式和表 2 中的相关系数，可得 FCI 的基本表达式为：$FCI=0.17INTE-0.54EIND+0.24EXCH-0.05SIND$。我们对该指数进行计算后，得出样本区间整体价格走势图(见图 1)。

一般来说，将该指数值与零值进行对比以判断经济情况好坏，如果小于零表示经济情况较为活跃；如果大于零则意味着经济环境恶化。从图 1 可以看出，在 2008 年 3 月以前，除在 2007 年 10 月受美国次贷危机影响，该指数接近于零外，其他时段我国整体经济环境较好。当然，在零分界点以外，一般以指数上升趋势代表经济从紧，指数下降代表经济环境宽松。不过现实中考察该

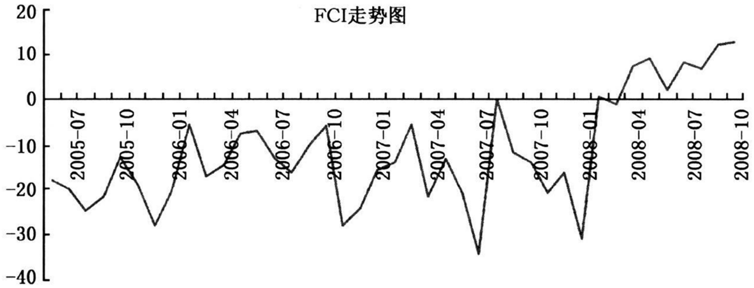

图 1　样本区间 FCI 走势

指数时,不应关注其具体数字的多少,而更应关注其变化趋势。

为了更好地比较国内外关于 FCI 系数的研究成果,本文将目前能够收集的 FCI 指数构成系数进行列表分析(见表 3),结果显示国内研究结果与国外研究结果有较大的差别,其中最为明显的是汇率和利率两个指标。

表 3　国内外 FCI 系数一览表

国家 \ 指标		利率	汇率	房价	股价	货币量
加拿大		0.59	0.28	0.10	0.04	
法国		0.41	0.04	0.51	0.04	
德国		0.43	0.08	0.46	0.03	
意大利		0.54	0.13	0.29	0.03	
日本		0.43	0.04	0.48	0.05	
英国		0.45	0.17	0.35	0.03	
美国		0.37	0.02	0.58	0.03	
均值		0.46	0.10	0.40	0.04	
中国	王玉宝 2005	0.10	0.16	0.36	0.22	
	封百麟 2006	0.12	0.19	0.353	0.008	0.329
	何平 2007	0.38	0.33	0.16	0.03	0.1
	陆军 2007	0.017	0.679	0.157	0.042	
	本文 2009	0.17	0.24	0.54	0.05	

国内研究结果中利率权重相对较小。通过查阅国外研究发现,国外在利率指标选择上更多是利用市场化程度非常高的短期利率或长期利率与短期利率的差值作为指标选择。然而,对我国而言,由于缺乏相应利率期限结构的定价手段,对未来通货膨胀的预期很难模型化,长期利率无法真正由市场形成,因此利用短期利率变化影响长期利率,进而影响经济的货币政策传导机制在我国无法真正实施。长短期利差市场化的缺失,这或许是当前国内研究结果中利率指标权重跟国外研究相差较远的原因。

国内研究结果中汇率指标普遍高于国外研究结构,一个可能的原因首先为,我国人民币还没有成为国际储备货币,所以目前还无法将汇率波动对经济的影响向外传递,汇率波动对经济的影响必须通过内部消化,因此该汇率对经

济的影响较大;其次,随着出口替代型战略的实施和发展,我国出口外贸依存度不断增加,而且出口基本以低附加值产品为主,产品缺乏定价权,这都导致了汇率对我国经济的影响很大。

(五)金融状况指数 FCI 与通胀指数 CPI 的经验结果。

1. 对通货膨胀拟合检验。由于构建 FCI 的一个主要目的就是通过对 CPI 的预测和估计,从而为提前实施经济政策干预提供参考。本文将 FCI 和 CPI 在样本区间的走势图利用软件描绘出来(见图 2),通过该图对 FCI 指数和 CPI 指数进行联合分析。由图 2 可知,FCI 对通货膨胀的拟合在整个样本区间都表现较好,FCI 在整个样本区间总是领先 CPI 1—3 个月,如在 2008 年 1 月,FCI 指数开始向上移动,但 CPI 直到 2008 年 3 月份才回落,其基本结果同模型假设和设想一致。同时,根据 FCI 指数是否大于零为分界线,整个样本区间可以划分为两个大范围的子区间,第一区间为 2005 年 7 月到 2008 年 1 月,这一时段我国经济虽然出现一些小的波动,如 2007 年的股市波动,但总体经济环境较好;第二区间为 2008 年 1 月到 2008 年 11 月,美国经济危机愈演愈烈,对我国的影响日益增大,导致我国经济环境恶化。

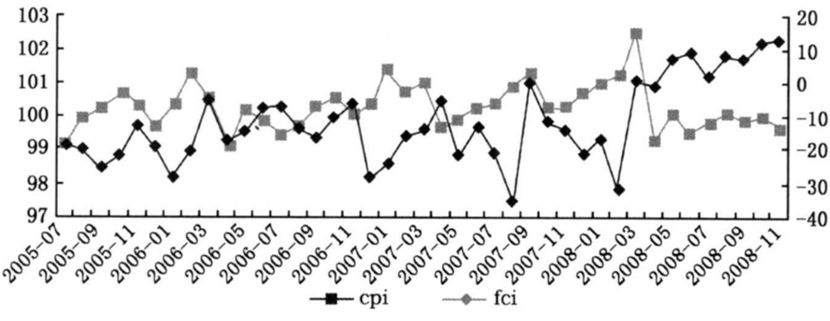

图 2 FCI 和 CPI 指数走势

就 GDP 脉冲反应的 FCI 指数一般能够提前半年对 CPI 预测而言,本文基于 CPI 脉冲反应的 FCI 指数只能提前 1 至 3 个月。其可能的一个原因是,基于 GDP 方差因子分析法的研究在计算扰动效应时,存在重复计算问题,从而导致了较长的提前预测能力,但这种情况很可能产生误导行为。本文基于通货膨胀的方差因子分解可以避免重复计算问题,不仅在结论上更可信,而且还能够对 CPI 做出预测和判断。

2. 因果检验。通过图 2 可以得到 FCI 和 CPI 之间的时间先后关系,但它们之间是否具有因果关系,本文对此进行格兰杰因果关系检验(见表 4)。由表 4 可知,FCI 一定为 CPI 的原因,这与我们图形分析的结果相一致。但通货膨胀一定不是 FCI 指数的原因,从而在计量上保证了他们之间的关系不会互为内生,从而为利用 FCI 来预测和判断通货膨胀提供了技术支持。

表 4　FCI 和 CPI 的格兰杰因果检验

格兰杰因果检验 样本:2005 年 7 月至 2008 年 11 月 滞后值:1			
原假设	观测值个数	F-Statistic	Probability
FCI 不能 granger 通货膨胀指数	40	33.0890	1.4E-06
通货膨胀不能 granger FCI		1.07332	0.30692

3. FCI 与通货膨胀的动态相关性分析。通过图 2 可以看出,FCI 与通货膨胀之间存在较好的拟合性,为了更清楚地说明两者之间的相关关系,我们在此计算了不同滞后期 FCI 指数与通货膨胀之间的相关系数(见表 5),可以看出,两者的相关系数在滞后一期时到达了最大值－0.71,随后慢慢减少,在第三期时为－0.1 左右,第四期后两者基本没有相关关系,说明当利用 FCI 指数对通货膨胀进行预测时,短期内较为准确,但长期较弱。

表 5　不同滞后期 FCI 指数与通货膨胀的相关系数

滞后期	0	1	2	3	4
相关系数	－0.25	－0.703	－0.205	－0.106	0.01

4. FCI 对通货膨胀的预测分析。为了进一步评价 FCI 对通货膨胀的预测能力,本文借鉴了 Gauthier 和 Graham(2004)的计算方法,对通货膨胀的预测采用循环式方程进行预测:$CPI_t = \alpha + \beta FCI_{t-k} + \varepsilon_t$,其中,CPI 表示通货膨胀,FCI 表示提前 k 期的金融状况指数值,k 取值为(0 1 2 3 4)。通过表 6 可以得出,提前 1 期的预测能力最强,基本可以解释 51％的 CPI 波动,AIC 和 SC 值也是各个提前期中最小的,提前 4 期后,基本可以忽略不计,这也进一步印证了图 3 和表 5 相关系数的结论。因此通过实证检验结果得出,利用 FCI 可以对通货膨胀指数进行短期预测,可以作为一个货币政策操作的指示器。

表 6　FCI 对通货膨胀的预测能力

提前期数	FCI 系数	R^2	AIC	SC	RMSE	CP(协方差)
0	－0.0179(－1.61)	0.06	2.06	2.14	0.64	0.4
1	－0.039(－6.1)	0.51	1.4	1.49	0.46	0.82
2	－0.012(－1.27)	0.04	2.065	2.15	0.64	0.34
3	－0.006(－0.639)	0.012	2.12	2.21	0.66	0.19
4	0.0006(0.06)	0.00001	2.15	2.24	0.67	0.02

注:括号内为 T 检验值。

五、货币政策的资产价格传导分析

由上文可知,利用 FCI 可以对通货膨胀做出较好的预测。众所周知,中央银行干预市场、平抑物价的最终目的是实现经济的健康增长,因此该指数能否作为经济增长的前期指标,对央行调控市场具有重要意义。根据货币政策传导途径,一般是货币政策变化——利率或是货币供应量变化——资产价格变化——资产组合变化——物价或产出的变化,因此货币政策能否对产出产

生作用,就在于货币政策的资产价格传导机制是否顺畅。而金融状况指数FCI包含了房地产、股票、利率和汇率,它对货币政策的影响将充分体现在资产价格的货币政策传导中,对此,我们利用金融状况指数对GDP进行预测检验,以判断资产价格的货币政策传导途径。

(一)FCI与GDP的动态相关性分析。由一个变量是否能够对另一个变量进行预测,两者之间的相关性是一个重要指标,因此我们首先考虑对FCI与GDP进行相关性分析,在此计算了不同滞后期FCI指数与GDP之间的相关系数,滞后期的选择方法同表5。从表7可以看出,FCI与GDP之间的相关系数在第二期时达到了最大值,因此,FCI可以提前两期对GDP进行预测。但与表5相比可以看出,FCI对通货膨胀的影响要远远大于对GDP的影响。

表7 不同滞后期FCI指数与GDP的相关系数

滞后期	0	1	2	3	4
相关系数	0.1	0.188	0.29	0.049	0.008

(二)货币政策的资产价格传导机制分析。分析货币政策的资产价格传导,必须考虑资产对产出的作用分析,因为产出是衡量价格传导机制是否完善和顺畅的常用指标。为了评价FCI对GDP的预测能力,再次采用了Gauthier和Graham(2004)的方法,对GDP的预测采用循环式方程进行预测:$GDP_t=\alpha+\beta FCI_{t-k}+\varepsilon_t$。从表8可以看出,由于T检验值太小,无法通过统计检验,因此除了提前两期外,其他时期都不能对GDP进行预测。虽然提前两期的FCI系数值较高,但其对GDP的解释能力仅为8%左右,并且存在统计上的不显著。这也支持了本文前面的分析,即FCI指数与GDP之间的相关性较弱,利用FCI指数来判断经济走势可能产生误导。我们认为,有以下两个方面的原因导致了FCI指数对GDP的预测能力较弱:首先,根据经济增长理论可知,影响GDP的因素更多的是技术、资本和企业家才能,而综合资产价格因素的FCI对其影响是有限;其次,通过货币政策传导来影响产出,其链条太长,导致资产价格在货币政策的传导过程中传导不足,因而对产出的影响较弱。

表8 FCI对GDP的预测能力

提前期数	FCI系数	R^2	AIC	SC	RMSE	CP(协方差)
0	1.62(0.63)	0.01	13.46	13.56	192	0.18
1	3.2(1.18)	0.03	13.45	13.53	192	0.31
2	5.2(1.85)	0.08	13.39	13.45	189	0.45
3	0.9(0.09)	0.002	13.5	13.6	199	0.094
4	0.16(0.05)	0.00007	13.55	13.66	201	0.0016

注:括号内为T检验值。

六、结论及建议

(一)基本结论。通过利用样本数据和模型进行实证分析后发现,FCI可

以作为货币政策调控通货膨胀的指示器，并提前 1 至 3 个月完成对 CPI 的预测，这表明 FCI 在我国具有较好的适用性。

本文采用基于通货膨胀方差因子的研究方法，相比已有的 GDP 研究方法具有一定的合理性，避免了扰动效应的重复计算问题，表明可以利用 FCI 对通货膨胀进行预测。

（二）政策建议。实证结果表明 FCI 在我国具有较好的适用性，能够作为中央银行调控通货膨胀指标的指示器。但当作为货币政策的传导机制，基于 FCI 的资产价格渠道相对不足，通过资产价格变化对我国经济内部产生作用的机制还不明确，目前暂不宜将资产价格作为货币政策的操作目标。

考虑到当前我国汇率、利率市场还存在一定程度的管制，股票市场和房地产市场发展的非理性化现象还很严重的事实，资产价格对货币政策的作用不可能产生立竿见影效果。因此，我们必须推动汇率和利率的市场化进程，消除人民币国内外不同价、利率水平倒挂现象，只有这样，这些资产价格对市场的作用才会真正凸现出来；与此同时，考虑到房地产价格在 FCI 中的重要作用以及目前我国的通货膨胀指标还没有将房产价格包括在内的现实情况，我国政府在关注通货膨胀目标时，如果设立一个包含资产价格的指标体系作为通货膨胀的辅助指标，那么将有助于通货膨胀的预测和判断。另外，由于 FCI 指标是一种包括多种资产价格的指标体系，因此建议相关政策部门关注该指标，最好能由官方定期公布，为消费者预期货币政策走向提供参考，以避免市场非理性行为的集中爆发。

参考文献：

[1]易刚，王召. 货币政策与金融价格 [J]. 经济研究，2002，(3)：13－21.

[2]卜永祥，周晴. 中国货币状况指数及其在货币政策操作中的运用 [J]. 金融研究，2004，(1)：30－42.

[3] 王玉宝. 金融形势指数(FCI) 的中国实证[J]. 上海金融，2005，(8)：29－33.

[4] 封北麟，王贵民. 货币政策与金融形势指数 FCI：基于 VAR 的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究，2006，(1)：35－46.

[5] 陆军，梁静瑜. 中国金融状况指数的构建 [J]. 世界经济，2007，(4)：13－24.

[6] 何平，吴义东. 中国地产价格对货币政策的操作意义——基于金融形势指数 FCI 的研究[J]. 经济理论与经济管理 2007，(10)：45－49.

[7]Alberto Montagnoli，Oreste Napolitano. Financial condition index and interest rate settings ：A comparative analysis[R]. Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference Paper，No11，2004.

[8]Alberto Montagnoli，Oreste Napolitano. Financial condition index and interest rate settings：A comparative analysis [R]. Working Paper，2005.

[9]Borio C，P Lowe. Asset prices，financial and monetary stability ：Exploring the nexus [R] . BIS Working Papers，No1114，2002.

[10] B Hansson, H Lindberg. Monetary conditions index, a monetary policy indicator [J]. Quarterly Review, 1994, (4) : 12—17.

[11]Charles Goodhart, Boris Hofmann. Asset prices, financial conditions and the transmission of monetary policy [A]. Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy [C]. Stanford University, 2001.

[12]Cecchetti Stephen, Hans Genberg, John Lip sky, Sushil Wadhwani. Asset prices and central bank policy[R]. Geneva Report on the World Economy, CEPR and ICMB, 2000.

[13]Jun Nagayasu. On the term structure of interest rates and inflation in Japan [J] . Journal of Economics & Business,2002, 54: 505—523.

[14]Kontonikas A. A montagnais has monetary policy reacted to asset price movements: Evidence from the U K [J]. Ekonomia,Forthcoming,2004,7 :18—33.

Study on Finance Condition Index and Asset Price Channel of Monetary Policy in China

DAI Guo-qiang[1], ZHANG Jian-hua[2]

(1.*MBA School*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*;2.*School of Finance*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: The paper constructs the finance condition index based VECM and forecasts the inflation in China by making using of FCI. It finds that FCI containing the asset price information can make a timely and effective forecast of inflation even on the condition of the frequent fluctuation of current financial market and asset prices, which implies that the assets have more important effects on the economy. Therefore, the central bank must pay an attention to the effects of asset prices on monetary policy when putting monetary policy into practice. When analyzing the asset price channel of monetary policy by FCI, it shows that asset prices have limited effects on the output. Therefore, it should focus on the effect of the changes of asset prices on inflation when implementing monetary policy. However, at present the asset prices shouldn't be regarded as a real operating indicator of monetary policy because asset prices can't take a sufficient reaction to the monetary policy.

Key words: asset price; asset price channel; finance condition index

(责任编辑 喜 雯)