

资本市场的发展对货币政策的影响

陆蓉

(广发证券博士后工作站, 广东广州 510075)

摘要: 本文研究指出资本市场的发展影响货币政策工具和货币统计的有效性, 破坏传统货币政策调控经济的规则, 政府部门有干预资本市场价格波动的内在动力。但政策干预由于难以区分资产价格理性和非理性波动及货币政策工具对资产泡沫调控的非有效性而无法实行; 而将资本价格信息内置于货币政策的框架又由于编制广义价格指数的复杂性和货币政策操作的多目标困境而难以实现。因此, 本文提出将非基础性的资产价格波动看成外生, 保持一个稳定且公开的目标通货膨胀率, 当资产价格波动影响到预期通货膨胀率时才进行干预的灵活通货膨胀目标最为可取。

关键词: 资本市场; 货币政策; 灵活通货膨胀

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)12-0011-08

资本市场为企业筹集资金的功能在加强, 社会各类资金不断地大量进出资本市场, 资产价格波动加剧, 这些对经济增长的影响日益显著, 也必定会对货币政策效果有所冲击。上世纪90年代中期以来, 我国经济运行处于低通货膨胀状态, 消费疲软, 物价持续在低位运行。从1997年10月至2001年3月, 全国商品零售价格指数连续41个月处于下滑状态。然而在此期间, 股票价格指数却有所上扬, 上证综合指数从1180.39点上涨到2112.78点, 深证成分股指数也从4523.31点上涨到4965.98点。货币没有进入商品市场追逐价格, 相反货币被资本市场吸纳。资本市场高收益高风险的特性使得在经济低增长时期有比商品更大的吸引资金能力, 造成股价攀升而物价回落, 物价(或通货膨胀)不对货币政策形成压力, 而是股价对货币政策构成冲击, 进而影响货币政策实施效果。

面对越来越多的人投资于资本市场, 资本资产占家庭财富比重有越来越大的趋势^①, 格林斯潘在1999年8月27日怀俄明 Jackson Hole 举行的货币政策会议上强调, 美联储的货币政策将更多地考虑资本市场的因素。

一、资本市场的发展对货币政策的冲击

(一) 资本市场价格膨胀使生产资金与信贷资金出现转移

资本市场的实际价值由流向该市场的资金决定。流入资金中的一部分被政府发行的债券吸收, 一部分被公司发行的股票吸收。剩余的流入资金在市场内部循环, 构成了市场的流动性。因此剩余的流入资金决定了股票的价值及市场的波动性。资本市场的净流入资金可以吸收一定量

收稿日期: 2002-09-28

基金项目: 国家自然科学基金(70273062); 上海市哲学社会科学“九五”规划2000年度青年课题(00EJB008)。

作者简介: 陆蓉(1975—), 女, 安徽合肥人, 广发证券博士后工作站; 中山大学博士后流动站博士后研究员, 金融学博士。

的市场净抛售。因此股市暴跌并不是市场的均衡被打破,而是这个不均衡不能积累足够多的净资金流入来吸收市场的净抛售。资本市场的净资金流入又决定了股票价格:当净流入增加,买单增多,市场价格将上升。这种情形持续下去,持续增加的净资金流入将造成资本市场价格膨胀。

资本市场的价格膨胀会对公司的经营活动造成影响。由于税前利润由主营业务利润扣除利息支出后得到,因此使税前利润增加的一个简单的办法就是发行股票,以此收益归还债务。当公司所有债务都被还清后,还可通过兼并或收购另一个负债公司使利润上升。当再无法并购的可能性时,可以再把子公司独立出来并发行新股将其推向市场。由于资本市场的价格膨胀,股东可以期望从其他投资者而不是公司那里获得资本利得收益。因此股东对公司生产经营监督的主动性会降低。在资本市场膨胀时期,公司的生产经营已变成次要的活动,公司主要忙于报表的重构和利用买卖子公司赚钱。资本市场为公司再融资提供流动性保证。

资本市场价格膨胀的另一个可能导致的结果是诱导投机者利用借入的资金来购买价格正在膨胀的资产,因为从这些资产上获得的收益将高于借入成本。公司的生产经营资金、银行的信贷资金过度从生产领域转向非生产领域,资金进入虚拟运动的数量日益增大,导致虚拟资本膨胀。如此下去,容易产生基础生产投资不足,出现产业“空洞化”现象。

(二)资本市场价格泡沫影响货币政策的利率调控效果

资产价格泡沫在形成和持续时期,能够通过财富效应、资产负债表效应等影响实体经济和通货膨胀率,并且这种影响具有“自我增强”的效果,能够通过金融机构放大其扩张效应。更为严重的是,资产价格泡沫的崩溃很可能是以股灾的形式出现,股灾不但给投资者带来巨大损失,而且使得证券公司、银行等金融机构身陷困境,甚至对一个国家和世界经济带来巨大影响。

提高利率可能在刺破资产价格泡沫方面产生效力。利率的提高是否能有效地制止泡沫的生长取决于利率的提升幅度是否能有效地影响资本市场。当实际价格上涨导致公司收益降低时,预期资本利得收益由于市场价格的提高可能不降反升。这样提高短期利率来影响投资者短期流动性偏好可能就不能奏效。除非中央银行将利率提高到超过股票股利与资本利得收益之和的程度时,才会减少资金进入资本市场,当股票价格增幅很小时,资本利得收益预期将减少甚至为负,资金注入持续降低,最终导致股价暴跌。资本市场价格泡沫破灭后对经济的影响是相当大的。日本的股票和房地产市场在1991年利率突然提升后再也没有恢复元气。提升利率还加剧了1995年墨西哥市场和1997年亚洲市场的暴跌。

资本市场价格泡沫赋予了高的期望资本利得收益。只要股利收入与资本利得收益之和超过短期证券的利率,中央银行提高短期利率的货币政策就不会对资金流入资本市场造成影响,只有当短期利率超过了股利与资本利得之和,才会影响投资者的偏好。然而,当资产价格泡沫被刺破后,微小甚至为负的期望资本利得又会使得权益类资本的投资即使在正的股利下对投资者也没有吸引力,除非利率降至两者和之下。当利率没有降至这一水平时,投资者会不断离开资本市场。因此不论是刺破投机泡沫还是使资本市场复苏,货币政策对资本市场的价格膨胀都不太有效。想要“挤出资本市场价格泡沫”并非易事。

(三)资本市场的发展影响中央银行的货币供应量调控规则

货币供应量反映了社会总体的有效需求,影响着产量、价格、就业等几乎所有宏观经济变量。因此货币供应量是中央银行的一个重要监控指标,中央银行根据不同层次货币供应量指标的增长率、它们相互之间对比情况、关联情况及其与经济总量指标间的关系判定社会经济运行状况,总结前期货币政策执行效果,并对未来货币政策的实施提出规划。

货币供应量指标是我国货币政策的中介目标,中央银行定期公布不同频度的货币供应量增长情况,检查前期工作绩效,制订下期货币供应量的目标增幅,以期通过货币供应量达到反映、调控经济运行的目的。

在传统的意义上,货币所对应的是商品与劳务的生产、交换、分配与流通,因此,商品与劳务的价格水平及其趋势便成为判断货币供求状况是否合理的标尺。但是,随着资本市场的发展,实体经济中出现了越来越多的生利金融资产,这些金融资产同样需要用货币来标价,其购买和交易也同样需要货币来媒介。因此,仅仅使用商品与劳务的价格水平来衡量货币供应量是否适应,已经越来越难以做到准确,最近几年无论 M_0 、 M_1 还是 M_2 的增长速度均已不低,但是我们希望出现的商品和劳务市场价格的回升局面依然没有稳定地实现,其中一个重要的原因是,由于存在巨大利差,大量本可进入商品和劳务市场的资金都转而进入资本市场了。

资本市场容量的不断扩大使得货币供应量增长与物价间的稳定联系被打破,中央银行不再能依据传统的标准判断经济形势。例如以过去的经验,当现金增长速度达到 20% 以上就会发生通货膨胀。当居民大量现金流入资本市场时,会出现现金的投放量大幅度增加,如果中央银行因为担心通货膨胀而收紧银根,就会对经济产生收缩效应,因为这种现金的增加并没有形成推升物价的力量,只是推升了资本市场价格。又如,广义货币 M_2 与名义国民生产总值的比率,通常被作为潜在通货膨胀压力的一个指标。现在中央银行对广义货币 M_2 的统计口径进行了调整,将证券公司客户保证金纳入统计范围。因此 M_2 中有一部分是对应于资本市场的投资活动的, M_2 大幅度增长并不一定会引起通货膨胀,因此货币增长的调控目标也要随之调整,不能照搬以前的经验数据。

(四)资本市场的发展使得货币统计的范围发生改变

从 1999 年下半年以来,随着我国资本市场规模的扩大,资本市场从储蓄存款分流大量资金,而且分流扩大趋势日益明显。因此,在这种情况下,如果不考虑资本市场的资金需求,货币供应量就无法真实地反映货币供给。在此期间,证券公司客户保证金数量迅速增加。据中国人民银行统计,证券公司存放银行同业款项(其中绝大部分是证券公司客户保证金)1999 年末为 1643 亿元,到 2000 年末就上升为 4162 亿元。证券公司客户保证金主要来自于居民储蓄和企业存款,保证金数额随着新股发行和股市升降,在存款帐户和保证帐户之间大量流动,造成货币供应量统计数据波动,影响对货币供应量的监测,很容易给中央银行的货币调控形成误导。近几年中央银行货币政策委员会一直非常关注这一问题,并在 2000 年第 2 季度例会中专门对此进行了讨论。从 2001 年 7 月起,中国人民银行对现行的货币供应量统计口径进行了修订,将证券公司客户保证金计入广义货币供应量 M_2 。这一举动说明我国资本市场的发展壮大以及在经济生活中日益放大的影响,已经成为货币政策操作不得不重视的一个因素。我国已开始从货币总量上来关注股票等资产价格状况。

二、货币政策是否应干预资本市场的价格波动

资本市场的发展对国民经济有重大影响,也使得货币政策的操作受到了巨大的挑战。面对资本市场的不断发展,资产价格的频繁波动,货币政策是否应该对资本市场的价格波动进行干预? 这一问题引起了经济学界的广泛争论。

(一)一种极端的观点:货币政策不应干预资本市场

持这种观点的人认为,货币政策过多顾及资本市场,不仅丧失了货币政策的独立性,而且会影响正常市场秩序的建立,货币政策对资本市场的作用应该是中性的。中央银行不能以股票价格指数作为决策的参照指标,否则,所产生的风险会使货币政策和资本市场都受到损害。

货币政策传递到资本市场所产生的结果不容易控制。《证券公司股票质押贷款管理办法》出台后,证券公司可用自营股票作质押向商业银行融资,在规定范围内,质押率越高,从银行获得的贷款就越多,贷款成为股票后可质押再贷款,如此循环往复,可通过乘数效应使资本市场的资金供应量成倍增加。这就使货币量的增加不再依从于货币政策的意愿,中央银行通过基础货币来

调控全社会货币总量的难度非常大。

货币政策干预资产价格的波动,引导资金流向,最终是为了拉动投资、增加需求、刺激消费、实现经济增长。从实际情况看,货币当局出台的一系列政策使得货币流入资本市场,但并未真正启动股市的“财富效应”。也就是说,全社会大量资金流向资本市场后,很大部分资金会在资本市场沉淀而难以进入商品市场,即使在股市存在较大风险的情形下,资金也不会完全撤出股市而会从二级市场流到一级市场或国债等其他市场,只要资金不进入消费市场,最终就不能形成真正的有效需求。因此货币政策干预资本市场并不一定能达到最终目标。

(二)另一种极端的观点:货币政策应积极干预资本市场

持该观点的人认为,无论从理论还是实践上来看,货币政策都应当关注股票价格的变动,银行信贷资金与股票的相互结合、相互转化,会带来银行资金安全性的问题,股市虚拟资本的膨胀及泡沫的破灭会给经济带来重大影响。1929年的美国经济大危机、1992年的日本泡沫经济破裂所导致的长期经济衰退,就是由于中央银行未能关注股票等资产价格的动态并对之及时作出反应。资本市场持续的泡沫时间愈长,它爆破后对实体经济的损害就越严重。资本资产价格高度的波动性将在更大范围内引起金融与经济的不稳定。股票市场 and 房地产市场的价格剧烈跌意味着个人和企业财富的急剧减少,严重动摇人们的消费信心。由于股票市场和房地产价格的急剧下跌所引起的通货紧缩是真正的通货紧缩。资产价格暴跌还会使银行抵押品价值缩水而使银行陷入财务危机之中,这会引起整个社会的恐慌。

(三)正确的做法:只有在资产价格波动影响到货币政策最终目标时,货币政策才应干预资本市场

资产价格变化可能来自经济中基础因素的变化:如产出增长、企业利润增加、信息技术的发展使得生产率的提高等。在一个有效的资本市场里,没有政策干预的情况下,资产价格的变动仅仅反映了经济中基础变量的变化。在这种情况下,中央银行没有理由去关注资产价格的波动。

但资产价格的波动也可能由于非基础性因素导致。资产价格波动非基础性的原因首先可能源于监管制度的不完善。金融自由化使得发展中国家开放了资本流动的大门,这就容易导致资产价格急速增长,同时还伴有消费和借贷的快速增加(Borio et al, 1994)。如果金融自由化没有相应的保障体制(如存款保险和最后贷款人承诺)就容易出现过度的风险和投机(Allen 和 Gale, 1998等),当经济链条断裂时,可能导致资产价格暴跌。这种情形非常符合东南亚和拉丁美洲的金融危机。

资产价格波动另一个非基础性的原因是投资者的非理性行为,如羊群效应、过度乐观、短期行为。传统的投资理论认为人是理性的,市场是有效的。然而大量事实业已证明,当事人的行为方式及心理活动对金融活动的结果具有直接的、重要的影响。投资者在投资决策时往往过分相信自己对股票价值判断的准确性,过分偏爱自己掌握的信息;对于收益和损失,投资者更注重损失带来的不利影响;仿效多数投资者的行为进行投资等。因而他们的实际决策过程并非如现代金融理论所描述的最优决策过程,进而导致资产价格产生非理性波动。

如果与基础因素无关的资产价格的波动对经济产生重要的影响,资产价格的波动就在一定程度上构成了经济不稳定的一个独立的来源,那么政策制订者就须对此关注。虽然资产价格的非理性扰动是可能的情形,但识别非理性泡沫却是非常困难甚至是不可能的。中央银行要对股票价格波动作出反应,就必须解决一个重要的技术问题,即如何科学合理地评估股票的真实价值,即把股票价格变动中基本经济因素支持程度与投机泡沫区分开来。有许多因素影响中央银行政策制订者对股票价值的正确评估:一是对国内生产总值增长起重要作用的信息产业和创新思想,影响对当前股票收益的计算和对未来收益的预测;二是科学技术的重大发展创造了许多迅速增长的新支出,这些支出是计为资本性支出还是非资本性支出直接影响收益报告;三是对股票

未来收益的预期如何科学合理地转化为股票的当前价格因未来的不确定性而难以计量。即使能够大致准确地计算出股票市场的泡沫程度,也很难保证货币政策作用的效果。刺破股票市场泡沫存在一个内在的逻辑的矛盾:如果中央银行断定股票市场的价格上涨是非理性的,那么中央银行同样没有能力预测通过货币政策就能实现股票价格的理性下跌,更没有能力控制股票价格合乎理性地回归其实际价值。因此货币政策积极干预资本市场的价格波动是不合适的。

中央银行应致力于稳定价格水平和维持经济最大持续增长。中央银行对资产价格保持关注,是因为资产价格波动会对宏观经济产生影响。这意味着只有当资本资产价格的波动影响产出和预期通货膨胀率时,货币政策才应关注资产价格的波动。

三、关于货币政策目标的争论

进入 20 世纪 90 年代,关于对经济增长日益重要并且与消费价格水平相关的资本资产价格是否应纳入货币政策目标之中的问题引起了经济学界的激烈争论和中央银行的极大关注。

1996 年 12 月,格林斯潘发表观点认为股市非理性的繁荣会扭曲资产的价格,这给全球金融市场以巨大震撼,因为他的观点决定了货币政策的反应。从 1996 年后,格林斯潘在每半年向国会提交的陈述中都要涉及股票价格变动对居民财富和支出的影响。货币政策确实开始关注资本市场的动向。

货币政策究竟应以什么为目标,资本资产价格应包括在货币政策的目标体系中吗?

(一)直接将股票价格作为货币政策中介目标的做法受到置疑

以股票价格作为货币政策的目标有一定的极端性,它抛弃了货币政策的其它目标,将资本市场的作用绝对化。货币政策以股票价格作为目标至少必须满足两个条件,即:(1)货币政策能完全影响股票价格;(2)股票价格与所有经济活动有联系。很显然现实生活中这两个条件并不能满足。首先,影响股票价格变动的因素有很多,如宏观经济条件的变化、技术进步、企业业绩甚至是一些非理性因素,而不仅仅取决于公众的资产选择偏好,因此中央银行通过传统货币政策工具引导公众的资产选择也并不能完全左右股票的价格。正如格林斯潘 1998 年 12 月 15 日在纽约时报上说道:“想通过市场干预来左右股票价格,有个根本性的问题不能解决,那就是你必须比市场本身更了解市场。”其次,以股票价格作为货币政策目标默认一切经济活动都与资本市场发生联系,这显然夸大了资本市场的作用。股票市场是国民经济的晴雨表,股价变动可以作为经济景气波动的一个领先指标,对国民经济有一定的预示作用^⑨,但在突出资本市场作用的同时也不能抹杀其他指标的作用。

(二)以包括资本资产价格在内的广义价格稳定作为货币政策目标存在很多难以克服的问题

从 20 世纪 70 年代以来,各国多将稳定通货作为货币政策的目標。但是资本市场的发展使得资产价格对国民经济的影响越来越大。资产价格变化会扰乱货币与物价和产出之间的稳定关系,这时货币当局如果仅仅以稳定币值作为货币政策的目標,却不一定能使实际产出增加。

虽然货币供应量与一般物价水平间的稳定正相关关系由于金融创新和资本市场的发展被打破了,但是货币供应量与广义价格水平间的正相关关系依然存在。当货币供应量超常增长时,通货膨胀并没有消失,而是从实体经济领域转向资本市场。为抵御资产价格变化对货币政策效应的影响,中央银行在制订和执行货币政策时应考虑资产价格的变化。而考虑资产价格变化的最直接办法,无疑是将资产价格信息“内置于”货币政策的框架之中。1911 年美国经济学家欧文·费雪在《货币的购买力》中首先提出了这一问题:政策制订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价格指数。这种思想在货币政策的实践中得到了应用。近 10 年来,英国货币当局就一直致力于完善物价水平的统计指标体系,基本思路是把诸如股票、不动产等“资产价格”包含在货币当局监测的物价体系之内。

但广义价格指数的编制存在一些问题:从动态的角度看,资本市场上的资产价格比商品和服务市场的价格更具不确定性,这使测量和会计问题变得更为复杂。从定量的角度来看,不仅各种资产在同一时期或同一时点上的价格水平存在差异,而且相对于GDP的比重也各不相同:从定性的角度来看,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变动在广义价格指数中的权重并非完全科学。

在广义价格指数中,各种构成要素的价格水平变动往往并不是同步、同量和同向的,这就给中央银行的货币政策制订和实施造成巨大的困难。如果商品和服务价格指数出现平稳下降,而股票价格却出现持续上升,在这种情况下,从商品和服务价格指数的变动趋势来看,中央银行应当采取扩张性货币政策;而从股票等资产价格的变动趋势来看,中央银行应当实行紧缩性货币政策。当中央银行采取扩张性货币政策时,如果商品价格和服务价格指数的下降并不是由于货币供应量的减少引致的,而是由于技术创新、全球性商业竞争和贸易自由化促成的,那么,扩张性货币政策不会推动商品价格和服务价格指数的上升,反而会推动股票等资产价格的进一步攀升,形成更大的经济泡沫。当中央银行采取紧缩性货币政策时,由于利率的提高会抑制实体经济的发展,这会反过来修正投资者对经济前景的预期,又可能会触发资本市场的崩溃。

(三)以长期稳定的目标通货膨胀率为基础的灵活通货膨胀目标是可取的

货币政策直接以股票价格作为目标或将股票价格内置于货币政策目标体系都是难以操作的,可操作性的是资产价格的波动只有影响到通货膨胀预期时才应受到货币当局的关注,货币政策应以长期稳定的目标通货膨胀率为基础,实行灵活通货膨胀目标战略^③。

什么是灵活通货膨胀目标?尽管具体实施中各有不同,但总的来说有二大特征:第一,货币当局应表示长期将达到一个具体的通货膨胀水平,长期价格稳定是首要的、基本的长期政策目标。货币政策目标是使通货膨胀水平既不太低也不太高,避免通货紧缩与避免通货膨胀同样重要(甚至更为重要);第二,中央银行在长期通货膨胀目标的约束下,短期有一定的灵活性,短期可以追求其他目标,包括产出稳定。

在以灵活通货膨胀为目标的政策框架中,公开宣布中期通货膨胀目标为货币政策提供了一个名义锚,同时赋予中央银行货币政策操作一定的灵活性稳定短期的实际经济。灵活通货膨胀目标给予了货币政策是否应干预资产价格波动问题的答案:资产价格波动只有在影响中央银行对通货膨胀预期时才会影响货币政策。当货币政策已经平衡了资产价格波动导致的通货膨胀压力时,就不应对资产价格的波动有额外的干预。

实行灵活通货膨胀的主要好处是在正常情况下为货币政策制订提供统一的框架,并且可以防止或改善金融危机。最重要的是引导政策制订者在资产价格不稳定或其他金融干扰时,朝一个稳定的方向自动调整利率。对于非基础性原因导致的资产价格变动对经济的影响,货币政策能够并且应当将价格稳定和金融稳定看成是一致的和互相加强的目标。资产价格上升会刺激总需求,资产价格下跌则相反,而灵活通货膨胀目标的集中点是稳定总需求,这是“逆风向而行”——当资产价格上升时提高利率,反之则相反,这种自动反应不仅稳定了经济,也稳定了金融市场,原因是:首先,宏观经济的稳定,既不发生通货膨胀也不发生通货紧缩可以使得金融市场保持平衡;第二,面对资产价格下跌中央银行的宽松政策可以在一定程度上改善资产负债平衡表,减少经济自身受更强的市场打击的影响;第三,如果金融市场参与者预期中央银行会这样逆向操作,当资产价格上升时提高利率以防经济过热,反之则相反,由于市场心理因素及非基础原因导致的资产价格的过度反应可能会相对温和。

实行灵活通货膨胀目标可以克服直接以资产价格作为货币政策目标的缺点:即不必区分资产价格波动是源自基础经济环境的变化还是由于非基础性的因素。这种货币政策目标和操作方式还避免了由于刺破资产价格泡沫而导致的金融甚至经济恐慌。

实证研究的结果支持了这一货币政策目标的优越性。Bernanke 和 Gertler(1999)对由于基础因素和非基础因素导致的资产价格波动的情形进行模拟,发现以灵活通货膨胀为目标的货币政策能够自动适应由于产出增长而导致股票价格提高的情况,而对纯投机性的股票价格波动则具有对冲作用。另外他们还发现如果货币政策对影响通货膨胀预期以外的股票价格波动有所反应的话,额外收益是非常小的。中央银行过于主动地干预股票价格会使股价的波动更为剧烈^④。他们认为将非基础性的股价波动看成是外生的,保持以灵活通货膨胀为目标的货币政策所带来的经济稳定有助于减少恐慌性的金融危机对经济的冲击。

既然货币政策不直接以资产价格为目标,而是以资产价格波动影响的预期通货膨胀率为目标,那么在进行货币政策操作时就需要预测资产价格变动对预期通货膨胀率的影响,这并不容易,但总比以下两点容易:第一,区分资产价格基础性和非基础性的波动;第二,只刺破泡沫但又不至对金融市场或经济造成破坏性的影响。全面、准确、及时地预测资产价格变动对产出、预期通货膨胀率的影响直接决定了货币政策如何操作,因而影响着货币政策目标的实现,这是讨论货币政策与资本市场关系时值得进一步深入研究的问题。

面对资本市场对货币政策、对经济活动所带来的各种影响,实行以灵活通货膨胀为目标的货币政策是较为可取的。正如弗里德曼所指出的,虽然货币政策无法将实际变量固定在某一事先确定的水平上,但是,货币政策可以而且确实能够对这些实际变量施以重要的影响。货币政策所能发挥的第一个作用,就是能够防止货币本身成为经济波动的一个主要根源。货币政策所能发挥的第二个作用,是为经济的运行提供一个稳定的环境。如果货币政策的目的在于为经济提供一个稳定的环境,那么它唯有通过悉心审慎地利用其权力直至某一终点才能做到这一点。货币政策的第三个作用,是它有助于抵消经济体系中来自其他方面的主要波动。不过弗里德曼强调指出,“货币政策在抵消导致不稳定的其他力量方面所具有的潜力,比人们普遍所认为的要有限得多”,“经验告诉我们:最明智的方法,是仅在其他波动带来了‘明显的、且现时的危险’时,才使用货币政策公开地抵消这些波动。”

注释:

- ①截止 2000 年底,美国家庭金融财富的总额 35.7 万亿美元,其中 11.6 万亿美元是以资本的形式持有。
- ②资产价格是否能够作为经济变动的领先指标取决于资产的类型和一个国家资本市场的深度和广度,也取决于一个国家的金融结构。一般来说,股价在很多国家具有比较显著的领先性质(例如美国、英国、日本,股价是 GDP 的领先指标,但在德国、法国则不是)。
- ③以灵活通货膨胀为目标的货币政策已被许多发达国家和发展中国家所采纳,如美国、英国、瑞典、加拿大、新西兰、智利等。
- ④Bernanke 和 Gertler(1999)构建了一个结构模型,将预期物价上涨率和资产价格上涨率作为利率的解释变量,对政策反应函数进行模拟,其结果是将资产价格直接包含在政策反应函数中,可能导致经济波动更大。

参考文献:

- [1]Allen, F., and D. Gale. (1998), Bubble and Crises[R]. Unpublished, New York University.
- [2]Bernanke, B., and F. Mishkin. (1997), Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy[J]. Journal of Economic Perspectives 11, 97-116.
- [3]Bernanke, B., and M. Gertler. (2001), Should Central Banks Respond to Movements in Asset Price[J]. American Economic Review Papers and Proceedings, Forthcoming.
- [4]Borio, C., N. Kennedy, and S. Prowse(1994), Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants, and Monetary Policy Implications[J]. Bank for International Settlements, BIS Economics Papers No. 40, Apr.
- [5]Campbell, J. (1999), Asset Prices, Consumption, and the Business Cycle[M]. NBER Working Paper No. 6485, in J. B. Taylor, and M. Woodford, eds. Handbook of Macroeconomics Vol. 1, Amsterdam: North-Holland

Press, 1999, Chapter 19, 1231—1303.

- [6] Goodhart, C., and Jose' Vinals. (1994), Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes[R]. in Jeffrey Fuhrer, ed., Goals, Guidelines, and Constraints for Monetary Policymakers, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 38.
- [7] Haldane, Andrew G., ed. (1995), Targeting Inflation[R]. London: Bank of England.
- [8] Leiderman, Leonardo, and L. Svensson, eds. (1995), Inflation Targeting[R]. London Centre for Economic Policy Research.
- [9] 陈端洁. 弗里德曼与托宾的货币理论[M]. 北京: 经济科学出版社, 1987.
- [10] 陈松林. 信贷资金流入股市对货币政策的效应[J]. 经济研究参考, 2001, (4).
- [11] 陈益民. 论股票市场的货币政策效应[J]. 证券市场导报, 2000, (1).
- [12] 苟文均. 资本市场的发展与货币政策的变革[J]. 金融研究, 2000, (5).
- [13] 瞿强. 资产价格与货币政策[J]. 经济研究, 2001, (7).
- [14] 钱小安. 资产价格变化对货币政策的影响[J]. 经济研究, 1998, (1).
- [15] 谢平, 袁钢明. 金融政策应关注快速发展的资本市场[N]. 证券时报, 2001-04-30.
- [16] 许均华, 李启亚, 等. 宏观政策对我国股市影响的实证研究[J]. 经济研究, 2001, (9).
- [17] 赵怀勇. 我国资产价格变化对货币政策效应的影响[N]. 金融时报, 2000-04-01.

Effects of the Development of Capital Markets on Monetary Policy

LU Rong

(*Postdoctoral R&D Base, GF Securities Co., LTD. Guangzhou 510075, China*)

Abstract: This paper points out that the development of capital markets will influence the effectiveness of monetary policy instrument and money statistics, violate the rules of traditional policy adjustment, so the government has the internal motivation to interfere with price fluctuation in the capital markets. But as it is difficult to distinguish rational fluctuation of asset price from irrational ones and as it is ineffective for monetary policy instruments to adjust the price bubble of assets, it is difficult to enforce policy interference. It is also difficult to include asset price information into the monetary policy frame because of the complexity of generalized price index and multi-goal dilemma of the operation of monetary policy. The paper holds to treat fluctuation of non-fundamental asset price as exogenous to keep a stable and transparent target inflation rate. The most desirable flexible inflation target is to interfere when the fluctuation of asset price affects the expected inflation rates.

Key words: capital markets; monetary policy; flexible inflation rates