

不确定性下的房地产价格 波动与货币政策反应: 一个文献综述

段忠东 朱孟楠*

摘要: 本文就货币政策如何应对房地产泡沫的研究文献进行述评。国内外学者在该领域的争论集中表现为间接反应观、事后反应观与直接干预观,已有文献对货币政策框架进行修正以应对房价异常波动,并且学者们就金融监管的作用已经达成理论共识。本文的主要结论是:政策环境中的不确定性是影响政策选择的决定性因素,在不确定性条件下,货币政策应该综合运用直接干预与间接反应方式应对房价泡沫;货币政策与金融审慎监管的协调配合有助于实现经济金融稳定的目标;运用房贷政策调控房价泡沫更具政策效力。目前,国内学者的理论研究基础还十分薄弱,缺乏结合中国经济转型背景下特定制度性因素的现实考察,另外,将研究视角拓展为开放经济条件是值得进一步研究的方向。

关键词: 不确定性 房地产价格 货币政策反应

一、引言

随着近二十年来世界各主要经济体房地产市场出现繁荣与崩溃周期,经济学家与政策制定者日益关注房地产价格的波动。自1990年代中后期以来,“货币政策应该如何应对房价等资产价格波动”成为货币政策理论的研究热点和前沿,但遗憾的是,目前国内外学者和中央银行还未对此达成广泛的一致。

中国的房地产市场在经历了2009年前所未有的高涨之后,迎来新一轮房地产调控。对此,学者、官员、百姓众说纷纭、各执己见。支持方以住房的民生属性、影响金融稳定性为理由,反对方则以房地产业的国民经济支柱地位为依据。但无论如何,截至目前,房贷新政已经实施,并且政策效力开始显现:全国各大城市房地产成交量出现大幅萎缩,而成交价格未见明显回落。房价的高涨增加了货币政策调控的难度(段忠东等,2008)。在此背景下,如何认识当前我国房地产调控的政策依据,货币政策是否应该直接干预房地产泡沫,直接干预的时机和工具如何选择,如何对货币政策框架作出修正,金融监管在货币政策应对房价泡沫中如何发挥作用,探讨这些问题对于我国房地产调控的方式选择与实施具有重要意义。鉴于此,本文以上述问题为线索,对该领域的研究文献进行综述,指出其不足与值得进一步研究的方向。

本文研究发现,该领域的政策争论主要集中在:为应对房价波动,货币政策究竟应该作出事前干预还是事后反应?直接干预还是间接反应?^①其中,事前政策反应是指中央银行在房价等资产泡沫破灭前作出积极反应:一是直接盯住泡沫并在适当时候刺穿泡沫,二是以通货膨胀为目标的同时考虑资产价格包含的未来

* 段忠东,厦门大学应用经济学博士后流动站,邮政编码:361005,厦门理工学院商学院,邮政编码:361024,电子邮箱:zhongdongduan@163.com;朱孟楠,厦门大学经济学院,邮政编码:361005。

本文得到教育部人文社科研究一般项目“基于全球经济复苏背景的房价冲击、宏观经济稳定与货币政策研究”(项目编号:10YJC790054)、福建省社科规划项目“货币政策调控的外部冲击研究——基于房价波动的视角”(项目编号:2009B049)、厦门理工学院社科研究项目“房价波动与货币政策的关系研究”(项目编号:YSK08007R)的资助。作者感谢武汉大学叶初升教授的宝贵建议,感谢匿名审稿人的建设性意见,但文责自负。

①本文对货币政策争论的考察以直接干预与间接反应的划分方式为主线。

通货膨胀信息;事后政策反应是指中央银行在资产价格泡沫形成期间不采取干预措施,而是等到泡沫破灭后才作出反应并进行救助。直接干预是指货币政策的目标函数中直接包含了房价等资产价格,房价成为货币政策反应函数的状态变量之一^①;间接反应是指房价等资产价格对于政策反应函数的影响是通过总需求间接产生的,只有当资产价格波动传递了中央银行对于未来产出与通货膨胀的预期信息时,中央银行才作出反应。^②本文的主要结论是:政策争论中影响货币政策反应规则选择的决定因素是政策环境中的信息不充分和经济变量相互影响的不确定性,在不确定性条件下,货币政策应该综合运用直接干预与间接反应方式应对房价泡沫。

本文余下部分的结构安排如下:第二、三部分重点考察有关应对房价泡沫的货币政策反应方式争论;第四部分梳理货币政策框架修正的方向;第五部分是货币政策与金融监管协调配合在应对房价泡沫中的作用;第六部分是国内相关研究述评;最后是结论和进一步的研究方向。

二、货币政策不应该对房地产泡沫进行事前的直接干预

以美联储为代表的政策制定者们反对事前对资产泡沫进行直接干预,其理由是事前的直接干预政策在实施中始终存在着一系列难以克服的实践性难题,使得直接干预政策不具有可操作性或者政策风险过高。为此,他们分别倾向于采用更为保守的间接反应和事后反应规则。

(一)间接反应观

以美国经济学家 Bermanke 和 Gertler, Filardo, Schwartz 等为代表的间接反应观认为,致力于稳定物价的中央银行不应该直接关注房价等资产价格,而是应当房价包含未来通货膨胀预期的信息时作出政策反应。Bermanke 和 Gertler (2000) 建立一个结构模型,并对 BGG 模型(指 Bermanke, Gertler 和 Gilchrist 等建立的金融加速器模型)进行了扩展。模拟结果发现:直接盯住资产价格泡沫的政策反应规则可能导致更大的经济波动,而关注通货膨胀目标,当资产价格波动影响到未来通货膨胀预期时才作出反应的政策规则,却可以更好地实现稳定通货膨胀与产出的目的。Bermanke 和 Gertler (2001) 利用预期损失函数评价不同的货币政策反应规则,对早先的模型再次进行随机模拟,模拟结果与他们以前的研究结果一致。与此相似, Filardo (2000, 2001) 的研究发现,如果资产价格中包含了未来通货膨胀的有用信息,不论其中是否存在泡沫,货币政策都应该作出反应;而当资产价格对于宏观经济的影响不确定时,政策当局不应该作出反应。^③ Martha (2005) 以房价为对象对 Aoki 等 (2002) 的模型进行扩展,建立了一个包含房价泡沫和信贷市场摩擦的一般均衡模型。研究发现,仅仅对预期通货膨胀背离目标进行反应的货币政策比直接干预房价的货币政策更加有效。

持有该观点的学者之所以不支持事前的直接干预,是由于该政策规则在实施过程中面临以下操作性难题:(1)中央银行如何有效识别房地产泡沫;(2)如何保证货币政策工具控制房价泡沫的有效性,即利率能够有效抑制资产价格泡沫的发展,而不对宏观经济和金融体系产生严重的负面影响;(3)中央银行如何有效降低或者消除直接干预政策可能对经济产生的负面影响。^④ Bermanke (2002)、美国费城联邦储备银行行长 Plosser (2007) 等除了对货币当局识别资产价格泡沫的能力表示质疑外,还对货币政策能否有效抑制泡沫表示怀疑。Kohn (2009) 反对事前直接干预的理由有两点:一是采取紧缩政策行动的时机难以把握;二是温和渐进的货币政策抑制资产泡沫的有效性还不确定。

实际上,上述难题存在的原因可以归结为政策环境的信息不充分和不确定性:如资产价格泡沫形成路径及其演变路径如何?资产价格如何传导货币政策?利率影响资产价格的内在机制如何?等等。政策环境的

^①这也是将资产价格加入货币反应函数的经过修正的泰勒规则。

^②这种反应方式实际上与事前反应中的第二种方式有交叉。另外,还有一种方式是以 Goodhart 的建议为基础,在原有的消费价格指数中加入房价、股价等资产价格,并分别赋予不同的权重,从而构建一个广义的价格指数,将该价格指数作为货币政策的目标。参见 Goodhart Charles A. 1999. "Time, Inflation, and Asset Prices" Paper Presented at Conference on "The Measurement of Inflation", Organized by the Office of National Statistics and Eurostat at the University of Wales, Cardiff August 30.

^③他们进一步指出,中央银行利用资产价格信息的意愿取决于货币当局对于平滑利率和资产价格波动的偏好。

^④事后反应观的学者们也持有与此相同的观点,如 Mishkin (2007) 等。

信息不充分与不确定性增加了直接干预政策的不确定性,进而可能引发较大的政策风险。Gruen Plumb和Stone(2005)考察了信息充分性问题在政策反应规则选择中的重要作用。他们在Bemanke和Gertler(2000,2001)的基础上,进一步研究了间接的政策反应可能采用的两种策略:积极的和稳健的政策反应。他们的宏观经济模型中包括了资产价格泡沫,模型中区分了两类政策制定者,得出最优的货币政策规则。^①结论是:实施积极的货币政策需要货币当局拥有充分的信息,并且对驱动泡沫的随机过程及其对于货币政策的敏感性进行判断;如果政策制定者不能获得关于泡沫过程的足够信息,则采用稳健的政策反应更为合适。

除了货币政策执行中的操作难题外,直接干预还将会导致其他负面影响,从而影响该政策反应的针对性和有效性。如Plosser(2007)提出:抑制资产价格上涨的货币政策可能对经济的其他部门产生影响^②;其次,过度关注某一特定资产将误导公众,混淆公众的信息,这将关系到货币当局的信誉损失,可能致使中央银行实现价格稳定目标的难度和成本大大增加。Bell和Quiggin(2003)提出,货币政策只拥有单一政策工具,在单一物价稳定目标框架内引入其他目标将可能导致政策关注的模糊;另外,不当的政策反应将为中央银行带来政治风险。

(二)事后反应观

以Mishkin(2007)为代表的事后反应观认为,中央银行不应该提前采取行动对付房地产泡沫,而是应该立足于正确处理房价下跌带来的负面影响。持有该观点的学者反对事前直接干预的理由与Bemanke和Gertler(2000)等是基本一致的。Mishkin(2007)提出的理由是:第一,中央银行不会比市场拥有更多的信息优势,因此任何可由中央银行识别的泡沫都不可能继续膨胀;第二,利率影响资产泡沫的路径高度不确定。对于第二点,有许多学者认为提高政策利率会致使房地产泡沫破灭,从而对经济产生更大的破坏影响,因此,提高利率挤压泡沫可能会弊大于利(Bemanke, Gertler and Gilchrist 1999; Greenspan 2002; Gruen, Plumb and Stone 2005; Kohn 2006)。并且,原有利率是在可预期时间内对于实现预期通货膨胀和就业目标的最优选择,改变利率将导致产生背离以上目标的风险(Mishkin 2007)。

更为重要的是,持有事后反应观的学者进一步认为,房地产泡沫破灭的负面影响是有限的,其理由是:(1)从房价变动到消费、投资的传导具有长期滞后性,使得货币政策能够在事后有效消除泡沫破灭的负面影响(Mishkin 2007);(2)健全的金融监管体系能够有效降低房地产泡沫破灭的负面影响(Posen 2006)。^③鉴于此,他们主张在房地产泡沫破灭后货币政策进行事后反应。对于第一个原因,Mishkin(2007)利用美联储的FRB/US模型进行政策模拟,其中,货币当局对于房价波动的政策反应分为两种:一是假定货币政策函数是标准的泰勒规则;二是假定当房价下跌时政策制定者设定最优的货币政策。模拟结果发现,最优货币政策能够成功消除房价大幅下跌的负面影响。他对此的解释是:从住房财富变动到消费变动传导存在长期滞后性,使得货币当局有足够的时间对房价下跌作出反应。他进一步指出,由于与住房相关的传导机制存在不确定性^④,货币当局在制定政策工具时必须进行判断、保持谨慎。对于第二个原因,Posen(2006)指出,资产泡沫崩溃的负面宏观经济影响是金融体系结构和稳定性的函数,在现代经济中可以通过完善的银行监管有效降低这种负面影响。他进一步认为,由于货币状况与资产泡沫之间的关系还存在不确定性,货币政策规则应采用非对称的形式:泡沫形成时不直接刺穿泡沫,而是等到资产泡沫破灭后放松货币政策。^⑤

①他们所设定的货币政策规则是| 种比标准泰勒规则更为积极的泰勒规则,其中不包括资产价格。因此,这种政策设定实际上隐含着货币当局不对资产价格进行直接的干预,而是当资产价格泡沫通过影响总需求,进而影响到通货膨胀与产出水平时,货币政策才作出反应。其中,第| 类政策制定者(多疑者)不会预期资产价格泡沫的未来可能路径;第二类政策制定者(积极者)会考虑泡沫的全部随机含义。

②例如,针对房价上涨,事前提高联邦基金利率可能影响股票价格,而不只是房地产市场;另外,如果房价波动受区域性因素驱动,提高利率会对房价涨幅较低的区域产生影响,而不仅仅是影响房价暴涨的地区。这也是后文提到的“利率钝枪效应”。

③这| 观点使事后反应观和间接反应观得以区分开来。

④他认为不确定性包括:住房建设波动的理论机制、房价波动的财富效应规模、房价波动的决定性因素及其对利率的敏感性等;并且,金融创新使得抵押物市场发生制度性变化,这将进| 步加大上述不确定性。

⑤与其他学者相比,Posen显然对金融监管的作用持过于乐观的态度。

针对有学者提出日本中央银行没有事前干预股市和房市泡沫是导致日本在泡沫破灭之后出现经济衰退的原因, Posen(2003)认为是泡沫破灭后错误的政策反应导致了日本长期的经济低迷, Ahearn等(2002)也指出日本银行在危机之后没有迅速有效地放松货币政策是导致经济萧条的主要原因。这些观点对事后反应观形成支撑。

三、货币政策应该对房地产泡沫进行事前的直接干预

一些货币经济学家持有较为激进的观点,认为货币政策应当直接干预房地产等资产泡沫;而另外一些人的观点则相对缓和,他们认为以稳定物价为目的的货币政策除了应该对房价波动进行间接反应外,还应该在一定条件下直接干预房价泡沫。其理由主要有以下几点:(1)房地产等资产泡沫破灭可能对整体经济产生严重的负面影响,并且资产价格繁荣与崩溃对经济的影响具有不对称性^①;(2)更为重要的是,房地产泡沫的破灭将严重威胁金融体系的稳定性,使得稳定房价本身将成为中央银行的重要目标;(3)中央银行有可能识别房地产泡沫。

(一)直接干预的激进派观点

以美国经济学家 Cecchetti等、Bordo等和澳大利亚储备银行的 Kent等为代表的直接干预激进派强调了进行直接干预的两个原因:一是资产泡沫将对资源配置产生误导作用,二是资产泡沫破灭会引发严重负面影响,为了避免这些不利影响,货币政策应该在事前直接刺穿泡沫。循着第一个原因, Cecchetti等(2000)认为持续异常的资产价格波动扭曲了消费和投资行为,使产出和通货膨胀出现过度的高涨和萧条,货币政策应该直接干预资产泡沫,才能取得更好的宏观经济运行效果。他们借用 Benanke和 Gertler(2000)的模型重新进行了模拟,结果发现只对通货膨胀作强烈反应的政策虽然取得了较低的通货膨胀波动,却导致出现较大的产出波动。因此,是否需要对资产价格波动进行直接干预还取决于中央银行在产出波动与通货膨胀波动之间的偏好。他们对各种情形的模拟结果对“直接干预论”形成有力的支持。^②循着第二个原因, Kent和 Lowe(1997)通过一个理论框架证明了当资产泡沫出现时,在一定情形下,中央银行的货币政策应该紧缩,使资产价格泡沫在过度放大之前破灭。^③其理由是,紧缩性货币政策有助于避免资产价格泡沫放大以及泡沫破灭可能导致的极端长期影响。

Bordo和 Jeanne(2002)将事前直接干预政策视为应对未来资产泡沫破灭引发信用紧缩的保险,这种保险的成本是紧缩政策可能导致的低产出和低通货膨胀,最优货币政策则取决于保险措施的相对成本与收益。他们的结论是,应该将资产价格直接纳入到中央银行的目标函数中,对资产价格进行事前积极的政策干预,而那些只关注通货膨胀与产出缺口,并在事后注入流动性的方法具有更高的成本。

(二)直接干预的温和派观点:间接反应与直接干预的综合运用

英国经济学家 Kontonikas和 Montagnoli 国际清算银行的 Smets 美国经济学家 Semmler 等是该观点的代表性人物。他们认为,不同条件下应该采用不同的反应规则,间接反应和直接干预之间存在互补和融合关系:一方面,货币政策不应该忽略资产价格中所包含的通货膨胀与产出信息;另一方面,在一定情形下货币政策应该对资产泡沫进行事前的直接干预。

许多学者利用宏观结构模型考察最优货币政策如何应对资产价格波动。如 Kontonikas和 Montagnoli(2003)通过向后看的结构宏观模型(其中资产价格波动对总需求和通货膨胀产生影响)得出最优政策规则不仅根据通货膨胀与需求压力,而且根据金融不平衡调整政策工具。^④考虑到开放经济影响, Kontonikas和 Ioannidis(2005)利用一个开放经济理性预期模型(其中考虑了资产价格和汇率对于总需求的影响)对两种不

①即资产价格破灭的负面影响远远高于资产价格上涨的积极影响。

②需要说明的是,他们强调的直接反应并非机械地针对资产价格波动调整政策利率或其他货币政策工具,而是在选择货币政策时考虑到资产价格波动的潜在原因。

③他们指出,得出上述结论基于三个因素:(1)紧缩性货币政策提高了资产价格泡沫破灭的概率;(2)泡沫破灭后,一段时期内不会出现;(3)货币当局想要避免通货膨胀可能导致的极端负面影响。

④这种金融不平衡可以用资产价格异动表示。

同的货币政策规则——通货膨胀预期目标与标准泰勒规则——进行了随机模拟, 结果发现考虑资产价格异动的利率政策将降低整体宏观经济的波动性。Smets(1997)利用简化模型的研究结果使他在认可间接反应观的同时, 也强调资产泡沫导致金融不稳定概率的大幅增加成为直接干预的充分理由。

在宏观结构模型的基础上, 学者们逐渐放松研究的假定前提, 使之越发接近现实, 如考虑资产泡沫以某一概率和速率演变并将概率内生, 以及考虑商品市场与金融市场的不完美性等, 或者采用动态一般均衡模型。如 Semmler和 Zhang(2007)首次从理论上证明了应对资产价格波动的货币政策是状态依存的(state dependent)。他们建立了一个模型^①, 该模型与 Bernanke和 Gertler(2000)模型的主要区别在于: (1)利用一个跨期的框架探讨当考虑或不考虑金融市场时的最优货币规则; (2)假定泡沫不是突然破灭, 而是可能以某一确定概率和速率增长; (3)将泡沫在下一期增加或减少的概率内生。② 沿着 Bernanke和 Gertler(2000)的思路, 他们考察了正泡沫和负泡沫, 并假定了一个非线性的概率函数。③ 研究发现, 如果资产价格泡沫在下一期放大或破灭的概率被内生化为资产价格泡沫和利率的函数, 政策反应函数将成为状态依存的, 取决于经济是否处于繁荣或衰退。对此, 国际清算银行的 White(2004)持有类似的观点, 他认为货币政策应该以一种高度相机抉择的方式对货币当局已经识别的并可能威胁金融稳定的不平衡积累作出反应。

Fukunaga和 Saito(2009)建立的 DSGE模型中考虑了价格刚性和金融市场不完美性。研究发现: (1)当经济中存在两种扭曲源时, 中央银行面临着在稳定通货膨胀和稳定产出缺口之间权衡, 如果中央银行考虑资产价格, 则能够取得较好的平衡; (2)如果中央银行不拥有关于未来资产价格波动原因的充分信息, 并且不能识别资产价格泡沫, 则以上的好处将会降低。④

针对 Mishkin(2007)的事后救助观, 直接干预温和派学者提出的质疑主要有以下几点: (1)资产泡沫形成期间把中央银行的作用限定在消极应对, 同时在实践中宣称其在泡沫破灭后作为救助者的作用, 这将导致经济主体的道德风险并加剧资产价格的波动(Lessing 2009); (2)资产价格泡沫可以通过“债务脚印效应”(debt footprint effects)和“利率钝枪效应”(interest rate blunderbuss effects)对经济产生严重的破坏性影响^⑤, 因此货币政策应该以资产泡沫为定标(Palley 2008)。在经历了美国房地产泡沫破灭与严重金融危机之后, Kohn(2009)也不得不承认低估了房价下跌给住房所有者带来困难的程度, 尤其是低估了金融体系在冲击之下所表现出的脆弱性, 鉴于此, 他婉转地表达了对事前干预观的妥协。

许多实证研究发现一些国家的货币政策对房价作出了反应, 这对直接干预派观点形成有力的支撑。如 Kontonikas和 Montagnoli(2002)利用向前看的泰勒规则利率模型检验了英国1992-2003年期间货币政策对房地产价格的经验反应, 研究发现英国的货币政策制定者在设定利率时对房地产市场的波动给予了较高的权重。Finocchiaro和 Heideken(2007)利用了全信息方法, 在Iacoviello(2005)模型的基础上建立了一个动态随机一般均衡模型, 并利用贝叶斯方法进行估计。研究发现, 房价波动在日本和英国的中央银行反应函数中起独立作用, 而在美国的中央银行反应函数中却不起独立作用。

总的看来, 美国次贷危机之后, 越来越多的学者认同间接反应与直接干预的综合运用是一种更为保险的政策反应方式, 而事后反应论被证明具有过高的风险和救助成本, 因而未经受住经验事实的检验。

(三)如何破解困扰直接干预政策的实践性难题?

对于困扰直接干预观的实践问题之一: 中央银行能否识别资产价格泡沫? 许多学者持较为乐观的态度。如 Cecchetti等(2002)认为虽然很难识别资产价格的小幅异动, 但是却能够对资产价格的大幅异动进行识别。在经历了金融危机之后, Kohn(2009)也不得不承认“刚过去的几年中发生的事件, 以及我们对于泡沫形

①他们模型中的政策规则包括了资产价格泡沫, 可见他们支持货币政策对资产泡沫作出直接反应。

②据称, 没有将泡沫内生化的理由主要是由于对市场心理知之甚少。他们认为, 当泡沫破灭的概率内生后, 货币政策与外生概率下的货币政策是不同的。

③Kent和Low(1997)曾假定泡沫破灭的概率是泡沫规模和货币政策的函数。其缺点在于仅仅考虑了正向泡沫, 并假定一个线性的概率函数。

④该研究结果对货币政策反应策略选择中信息充分的重要作用予以有力支持。

⑤利率钝枪效应是指试图消除资产泡沫对总需求负面影响利率政策对经济中其他部门产生负面的影响。

成和发展的理解能力提高,使我更加不再怀疑政策制定者能够在泡沫破灭前对泡沫进行有效地识别。”至于如何识别资产价格泡沫,有学者提出可以运用估计产出缺口的办法(Cecchetti et al, 2000),还有学者提出借助于房价收入比、房价租金比以及股价市盈率等指标(Palley, 2008)。Haugh(2008)提出可通过设定一个阈值判断资产价格泡沫。他在Gruen, Plumb和Stone(2005)的模型中加入三标准分离阈值规则(three-standard-deviation threshold rule)。研究发现,中央银行应该运用高阈值规则决定是否将资产价格包含进入产出缺口和通货膨胀预期以及货币政策当中,而不是忽略所有的资产价格信息;保守的三标准分离阈值规则比忽略资产价格导致更低的福利损失。

对于困扰直接干预的另一个实践难题:利率控制资产泡沫的有效性和利率政策可能产生的“利率钝枪效应”,Palley(2008)建议运用一个基于资产的准备金要求框架(Asset Based Reserve Requirement ABRR)予以解决。在ABRR框架下,金融中介基于资产持有准备金,不同类型资产的准备金要求都是可以调整的,并且货币当局可以根据其意愿设定不同资产的准备金要求。ABRR框架的优点主要有:(1)具有良好的逆周期特征,从而能够起到自动稳定器的作用;^①(2)由于货币当局可以根据市场状况调整准备金要求,因此ABRR可用作斟酌货币政策的工具。

四、应对房地产价格波动的货币政策框架修正

经济学家和中央银行家探讨对原有的政策框架进行修正,以应对房地产价格的异常波动。总的看来,目前对政策框架的修正沿着两个方向:一是如何在原有通货膨胀目标框架中加入灵活性;二是如何扩展原有通货膨胀目标的时间期限。

沿着第一个方向,无论是反对直接干预派还是直接干预的温和派,都提出以“弹性的通货膨胀目标制”作为通货膨胀目标下应对资产价格泡沫的货币政策框架。但是二者的政策侧重点略有不同:反对直接干预派强调货币政策管理的重点是总需求,不主张直接干预资产价格;而直接干预的温和派强调在一定情况下,货币政策应该事前干预。如Bemanke和Gertler(2000, 2001)提出在“弹性的通货膨胀目标制”框架中,货币当局承诺对通货膨胀预期采取稳定政策,货币政策没有必要直接干预资产价格,只有当资产价格波动影响到未来通货膨胀预期时才作出反应。该政策框架的优点在于无需识别资产泡沫,从而回避了困扰货币政策的实践难题之一。^②加拿大银行的Selody和Wilkins(2007)检验在现有通货膨胀目标框架中加入灵活性的收益与成本。其结论是,为了促进经济与金融稳定,货币当局最好的选择是保持低且稳定的物价,而灵活性可以使得货币政策正确处理资产价格泡沫。

沿着第二个方向,加拿大银行的Meenakshi和Mendes(2007)利用一个动态一般均衡模型,探讨了房价泡沫对于最优通货膨胀目标期限(optimal inflation-target horizon)的影响。结论是,当经济面对房价泡沫时,货币当局应该扩展其通货膨胀目标的时间期限。英格兰银行主席Mervyn(2004a, 2004b)也认为,为了防止金融不平衡的积累,中央银行应该拓展其通货膨胀目标的视野。鉴于2008年以来金融危机所导致的严重负面影响,Kohn(2009)提出中央银行也许应该在评判未来经济前景和采用适当政策利率时尝试寻求一个更长的期限。

五、货币政策与金融监管应该积极协调与配合

大多数学者和中央银行家都一致认同:金融监管在防止资产泡沫及其破坏性影响中将起到重要作用,为满足丁伯根原理,货币政策与金融监管应该积极配合协调。其理由主要有:

第一,谨慎监管旨在确保金融机构诚实经营并适当管理风险^③,适当运用谨慎监管政策可以确保金融机

^①ABRR中的准备金要求是根据资产价值计算而得的,这意味着当资产价格上涨时,金融企业必须增加其准备金持有,从而对过热的经济起到“刹车”作用;反之,当经济紧缩时则起到相反的作用。

^②由于这种政策框架是以资产价格波动所影响到的预期通货膨胀为目标,故存在的问题是:中央银行是否能够准确地预测资产价格对于未来通货膨胀的压力?

^③金融审慎监管所涉及的主要工具包括资本充足率或其他机构投资组合的风险测量。

构在事前不对市场信号作出错误反应,进而避免资产泡沫的形成和放大。如 Mishkin(2007)提出,审慎监管可以促使金融机构进行适当的风险管理,这有助于控制金融机构信贷投放并进而降低房价泡沫出现的概率。Borio和 Lowe(2002)的结论是,在审慎框架下货币当局应该对那些威胁宏观经济健康运行的金融不平衡作出反应;同时,为了预防和管理危机,货币当局与监管当局之间应该协调配合。

第二,运用资本金要求等监管工具可以有效控制资产价格繁荣时期形成的金融机构资产组合扭曲,进而避免银行信贷资产对泡沫的过度暴露。澳大利亚储备银行的 Kent和 Lowe(1997)认为健全的银行监管有可能减少资产价格上涨和银行信贷增长之间的联系,并降低金融体系对资产价格下跌的暴露。他们进一步认为,管制政策能够隔绝资产价格泡沫对经济金融体系影响的能力越强,货币政策对资产价格作出反应的要求越低;此外,健全的银行监管有助于中央银行实现其通货膨胀目标。Schwartz(2002)强调监管当局应该运用资本金要求控制在资产繁荣时期所形成的金融机构资产组合扭曲,中央银行应该对资产价格下降(抵押物价值下降)所导致的金融机构资产负债表弱化现象保持高度关注。

第三,与政策利率工具相比,宏观审慎工具导致宏观经济负面影响的风险更低。如国际货币基金组织(MF)的 Kannan, Rabana和 Scott(2009)首次运用宏观经济模型对货币政策和宏观审慎监管规则的配合进行评估。模拟结果显示,货币政策对可能导致信贷过度扩张、高房价和家庭过度借贷等现象的金融冲击进行积极主动干预将带来潜在的收益;并且,与政策利率工具相比,宏观审慎工具的优势是其引发不利宏观经济影响的风险更小。

六、中国学者的相关研究进展

近年来中国学者在该领域展开了大量的研究,尤其是在美国次贷危机之后,“货币政策如何应对房地产等资产价格波动”成为学者们关注的热点问题。从已有的文献来看,我国学者大多借鉴国外学者的实证方法,并基于实证结果得出相应的结论,专注于微观基础层面的理论研究相对较少,还缺乏结合我国经济转型背景下特定制度性因素的现实考察。并且实证研究的结论也存在一些差异,这可能与学者们选取的研究视角、采用的计量分析方法与模型设定、时间序列数据的区间长短等因素有关。总体看来,根据学者们的观点可以将已有文献划分如下:

1 货币政策应该关注而非盯住房地产等资产价格。这也是大多数国内学者所持有的观点。如李亮(2010)运用 SVAR 模型的研究结果显示,货币政策在稳定房价的同时会对经济增长产生不利影响,因此货币政策不宜直接盯住房产价格。周晖和王擎(2009)基于 BEKK 模型和 GARCH 均值方程模型研究结果认为,应该控制房价波动,但是目前中央银行没有必要动用货币政策去直接干预房地产价格。李成、王彬和马云涛(2010)的研究结论是:在坚持最优利率规则的货币政策框架下,中央银行需要将资产价格纳入货币政策框架予以关注。唐齐鸣和熊洁敏(2009)推导了考虑和忽视资产价格的货币政策反应函数,并利用政策反应函数进行模拟,结果发现:如果我国货币政策忽视资产价格,将导致更大的损失。因此,中央银行在设定利率反应函数时应该考虑资产价格。李强(2009)运用 SVAR 模型的实证检验结果发现,中国人民银行自 2000 年以来基本上没有把资产价格的波动作为货币政策操作的直接依据。这对上述学者的观点形成有力的支持。

2 货币政策应该积极干预房地产等资产价格泡沫。如赵进文和高辉(2009)的实证研究发现,房价是我国货币政策利率反应函数的重要内生影响变量:房价每上涨 1%,我国货币政策将提升利率 2.2%。其结论是:我国中央银行应将房产等资产价格纳入中央银行前瞻性利率规则之中。赵昕东(2010)基于 SVAR 模型的实证研究结果,得出的结论是:货币当局应当通过货币政策抑制房地产价格的过快上涨,而不是将目标仅仅放在消费价格指数(CPI)上。苗文龙(2010)的实证研究发现,资产价格通过影响消费、投资等经济因素冲击货币政策效果,结论是:货币政策为维持货币稳定,必须对资产价格持续异动作出反应。

3 综合运用除货币政策之外的多种政策手段才能有效应对房价泡沫。多数国内学者都认同,对付房价泡沫必须依靠土地政策、财政政策、金融监管政策、行政干预等政策手段的共同实施与协调配合(李亮,2010;周晖、王擎,2009;王玉宝、杜两省,2004;唐齐鸣、熊洁敏,2009);此外,金融宏观审慎监管政策是控制

房价等资产价格的主要手段,其中的信贷政策和机构审慎监管可作为控制资产价格的主要工具(陆晓明,2010);并且,在金融政策中,针对房地产市场的信贷政策能够有效平抑房价泡沫,因而可作为房地产调控的主要政策工具(李亮,2010;韩冬梅、屠梅曾、曹坤,2007;王晓明、施海松,2008)。

4 基于“流动性螺旋理论”的新思路。中国人民银行沈阳分行课题组(2010)试图跳出“直接干预观”与“间接反应观”的分析框架,他们从资产价格影响总体流动性的角度提出:应根据是否存在流动性“三失”(总量失衡、结构失衡、情绪失衡)特别是是否存在“流动性螺旋”加剧流动性“三失”情况来判断是否对资产价格波动作出事前反应;事前干预应直接针对引发“流动性螺旋”的关键因素。该思路无疑是一次分析框架的创新,并且回避了房价泡沫的识别难题。其缺陷在于如何有效识别和控制所谓的“流动性螺旋”。

七、结论与进一步的研究方向

本文就货币政策如何应对房地产泡沫的研究文献进行述评,重点考察了各种政策反应观之间的争论及其依据,梳理了货币政策框架修正的两个方向以及学者们关于金融监管作用的理论共识,最后对国内学者的相关研究进行述评。得出的结论有以下几点:

1 在政策环境不确定条件下,货币政策应该综合运用直接干预与间接反应方式应对房价泡沫。影响货币政策反应选择的关键因素是政策环境中的信息不充分性和经济变量相互影响的不确定性,能否获得房价泡沫及其路径的充分信息,把握房价对货币政策的传导机制以及利率等政策工具与房价相互关系的准确信息,对于货币政策的选择及其效果十分重要。当政策环境的信息较充分和不确定性较低时,中央银行应采取更为积极主动的方式,选择直接干预;反之,则中央银行以更为稳健的方式行事,综合运用直接干预与间接反应。如 Dupon(2005)比较了在完全信息与有限信息下最优的货币政策反应差异,结果发现:如果中央银行对于资产价格波动的原因只有有限的信息,则相对于完全信息下的情形,中央银行对非基本面的资产价格波动作出的反应将不会更加积极。

由于目前对以上的问题还缺乏充分信息和足够的认识,因此,货币政策将面临巨大的不确定性和风险(Bell and Quiggin, 2003),这将影响货币当局的政策选择。在这种情况下,任何对于房价膨胀的货币政策反应都必须保持“谨慎”和“判断”。这也意味着在不确定性条件下,单一政策反应方式具有更大的风险,正确的选择是直接干预与间接反应两种政策反应方式的综合运用:政策制定者在原有政策框架中加入灵活性并扩展其通货膨胀目标期限,在追求物价稳定目标的同时不忽略房价波动包含的未来通货膨胀与产出信息,在一定条件下,对房价波动作出积极灵活的政策反应。其中,间接反应回避了部分货币政策操作难题,并保证中央银行稳定物价目标的实现;而直接干预则避免了房价泡沫破灭可能引发的严重经济金融负面影响。值得指出的是,随着人们认知程度的提高,政策环境中的不确定性将随之降低,政策当局将更为自信和更为频繁地直接干预房地产泡沫。

2 货币政策与金融审慎监管的协调配合有助于更好地实现物价稳定与金融稳定目标。一方面,健全的金融监管有助于中央银行实现其通货膨胀目标。适当的金融监管对借款人施加更严格的流动性约束,通过有效运用管制和信贷评估技术,可以减少高房价向高消费的转变,从而降低高通货膨胀出现的概率;另一方面,在一定条件下,中央银行不仅对短期通货膨胀目标作出反应,而且当房价高涨与信贷迅速扩张同时出现时,对房价的过度上涨作出反应。此时,中央银行选择比基于短期通货膨胀目标更高的利率,可以抑制金融不平衡的出现,从而降低未来发生金融不稳定的可能性。总之,货币当局应该在谨慎监管的框架内关注房价波动,当出现那些可能导致未来金融不稳定的房价异常波动时,货币政策必须作出反应。

3 除利率工具外,货币政策不应该忽视其他政策工具的运用。现有文献大都强调利率工具,实际上,货币信贷政策对于有效抑制房价的过快上涨以及预防房价泡沫具有更加重要的作用。由于房价对于宏观经济与金融稳定的影响在很大程度上是通过房地产抵押市场进行的(段忠东,2010),因此,货币当局可以更多地运用房地产信贷政策调控房地产市场的供需状况,从而更为有效地抑制房价过大波动。如规定住房抵押贷款的借款主体资格、贷款房价比、最长贷款期限、最高贷款金额与贷款利率等。运用房贷政策的优势在于:

(1)相对于利率、存款准备金等一般性的货币政策工具,房地产信贷政策对于抑制房价具有更强的针对性和

更高的效力；(2)由于主要针对房地产市场，房贷政策可以在很大程度上降低“利率钝枪效应”，因此具有更低的操作成本。此外，ABBR框架具有良好的逆周期特性和自动稳定器效应，政策当局可以根据市场状况调整准备金要求并盯住特定资产(Palley 2008)，这对于政策当局有效干预房价泡沫具有重要的借鉴价值。

2003年以来我国的房地产调控正是考虑到上述几点。中国人民银行追求物价与产出稳定目标，同时，对于房地产市场泡沫以及可能由此引发的金融风险保持着灵活务实的态度。通常情况下，房价只是中国人民银行的关注对象，而非直接政策目标，而当房地产市场出现明显泡沫化趋势时，货币当局十分重视运用房贷政策工具进行积极、灵活、适度地干预；同时，中国银监会的金融监管与货币政策协调配合对于实现经济金融稳定目标发挥了积极作用。

最后，笔者对现有文献的不足与未来的研究方向做一简要列举：

1 该研究主题是一个复杂的系统工程，其政策争论涉及一系列重要的基础性命题：如资产泡沫如何识别？房价对货币政策的传导机制如何？政策工具影响房价泡沫的机制和效力如何？等等。这些都是货币政策理论研究的前沿课题，大都处于研究的初级阶段。对这些问题的回答不可能一蹴而就，还需要大量艰苦细致的努力。

2 现有文献中还有许多仍然停留在政策研究阶段，这表现在大量的文献是以工作论文、讨论论文、会议论文和演讲稿的形式出现，并且多数研究以股价为对象，单独考察房价的文献相对较少，有待于出现更多严格规范的理论研究与实证研究。另外，基于微观基础、逐渐放松假设前提以及考虑市场缺陷是本领域未来的研究方向。

3 大多数研究以封闭经济为前提，一旦将研究视角拓展为开放经济，问题将变得更为复杂：如房价通过一系列渠道与国际流动资本相关联，房价与汇率相互作用都可能导致房价泡沫，使货币政策面临更为复杂的外部冲击。另外，货币政策如何进行国际协调，共同应对房地产泡沫，这些都是值得进一步深入研究方向。

4 我国学者的研究大多侧重于实证研究，基于微观基础层面的理论研究相对较少，还缺乏结合我国经济转型背景下特定制度性因素的理论研究与实证研究。理论研究基础的薄弱直接导致计量分析模型设定的误差和不成熟。并且，由于缺乏有效的微观数据，使得更为深入的实证研究难以进行。

参考文献：

1. 段忠东、曾令华，2008《房价冲击、利率波动与货币供求》，《世界经济》第12期。
2. 段忠东，2010《房地产价格、抵押制度与货币政策传导》，《广东金融学院学报》第1期。
3. 韩冬梅、屠梅曾、曹坤，2007《房地产价格泡沫与货币政策调控》，《中国软科学》第6期。
4. 李成、王彬、马文涛，2010《资产价格、汇率波动与最优利率规则》，《经济研究》第3期。
5. 李亮，2010《资产价格波动与货币政策应对》，《上海经济研究》第4期。
6. 李强，2009《资产价格波动的政策涵义：经验检验与指数构建》，《世界经济》第10期。
7. 陆晓明，2010《中央银行在控制资产价格膨胀中的作用》，《国际金融研究》第2期。
8. 苗文龙，2010《货币政策是否应关注资产价格——基于货币稳定的视角》，《当代财经》第7期。
9. 唐齐鸣、熊洁敏，2009《中国资产价格与货币政策反应函数模拟》，《数量经济技术经济研究》第11期。
10. 王晓明、施海松，2008《资产价格波动形势下货币政策工具的宏观调控效应比较研究》，《上海金融》第11期。
11. 王玉宝、杜两省，2004《资产价格波动与货币政策》，《东北财经大学学报》第3期。
12. 赵进文、高辉，2009《资产价格波动对中国货币政策的影响》，《中国社会科学》第2期。
13. 赵昕东，2010《中国房地产价格波动与宏观经济》，《经济评论》第1期。
14. 中国人民银行沈阳分行课题组，2010《中央银行如何关注资产价格？——一个基于“流动性螺旋”识别的宏观调控优化思路》，《国际金融研究》第2期。
15. 周晖、王擎，2009《货币政策与资产价格波动：理论模型与中国的经验分析》，《经济研究》第10期。
16. Aheame Alan G., Joseph E Gagnon, Jane Haltmaier et al 2002 "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s" International Finance Discussion Papers 729 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, June).
17. Aoki Kosuke, James Proudman, and Gertjan Vileghe 2002 "House Price, Consumption and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach" Bank of England Working Paper 169 5- 41.
18. Bell Stephen, and John Quiggin 2003. "Asset Price Instability and Policy Responses: The Legacy of Liberalisation" Australian Public Policy Program Working Paper 3/P04.
19. Bemanke B., M. Gertler and S. Gilchrist 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In *Handbook of Macroeconomics*, Vol 1, ed J B Taylor and M. Woodford, 1341- 1393 Amsterdam: Elsevier

- 20 Bemanke B., and M. Gertler 2000 “Monetary Policy and Asset Price Volatility” NBER Working Paper 7559: 1– 74
- 21 Bemanke B., and M. Gertler 2001 “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?” *American Economic Review*, 91(2): 253– 257.
- 22 Bemanke B. 2002 “Asset Price Bubbles and Monetary Policy.” Remarks before the New York Chapter of the National Association for Business Economics
- 23 Bordo M. D., and O. Jeanne 2002 “Boom – bust in Asset Prices: Economic Instability and Monetary Policy.” NBER Working Paper 8966
- 24 Bordo Claudio and Philip Lowe 2002 “Asset Price, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus” Bank of International Settlements Working Paper 114
- 25 Cecchetti, S., H. Genberg, J Lipsky, and S Wadhvani 2000. “Asset Prices and Central Bank Policy.” Geneva Reports on the World Economy 2
- 26 Cecchetti, S., H. Genberg and S Wadhvani 2002 “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework” NBER Working Paper 8970
- 27 Dupor, Bill 2005 “Stabilizing Non– fundanental Asset Price Movements under Discretion and Limited Information” *Journal of Monetary Economics*, 52(4) : 727– 747.
- 28 Filardo Andrew J 2000 “Asset Prices and Monetary Policy.” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 3 Quarter 11– 37.
- 29 Filardo Andrew J 2001. “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?: Some Experimental Results” Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper RWP 01– 04
- 30 Finocchiaro Daria and Virginia Queipo von Heideken 2007. “Do Central Banks React to House Prices?” Sveriges Riksbank Working Paper Series 217.
- 31 Fukunaga, Ichiro and Masashi Saito 2009. “Asset Prices and Monetary Policy.” MES Discussion Paper Series Discussion Paper 2009– E – 21
- 32 Greenspan A. 2002 “Economic Volatility” Speech Delivered at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyo., August 30
- 33 Guen, D., M. Pflmly and A. Stone 2005 “How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?” *International Journal of Central Banking*, 1(3): 1– 31.
- 34 Haugh David L. 2008 “Monetary Policy under Uncertainty about the Nature of Asset– Price Shocks” *International Journal of Central Banking* 4 (4): 39– 83
- 35 Issing Omar 2009. “Asset Prices and Monetary Policy.” *Cato Journal*, 29(1): 45– 51.
- 36 Kannan Prakash, Pau Rabana and Asdaair Scott 2009. “Monetary and Macropudential Policy Rules in a Model with House Price Booms” MFW orking Paper 251
- 37 Kent Christopher and Philip Lowe 1997. “Asset Price Bubbles and Monetary Policy.” Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 9709.
- 38 Kohn Donald 2006 “Monetary Policy and Asset Prices” Speech Delivered at “Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice” A European Central Bank Colloquium Held in Honor of Omar Issing, Frankfurt, March 16 2006
- 39 Kohn, Donald 2009 “Monetary Policy and Asset Prices Revisited” *Cato Journal* 29(1): 31– 44.
- 40 Kontonikas, A., and A. Montagnoli 2003 “Optimal Monetary Policy and Asset Price Misalignments” Brunel University Working Paper Series 03– 22
- 41 Kontonikas, A., and A. Montagnoli 2002 “Has Monetary Policy Reacted to Asset Price Movements: Evidence from The UK” Available at <http://bura.brunel.ac.uk/bitstream/2438/900/1/02-11.pdf>
- 42 Kontonikas, A., and C. Ioannidis 2005. “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Misalignments” *Economic Modelling*, 22(6): 1105– 1121.
- 43 Marthá López 2005. “House Prices and Monetary Policy in Colombia” Document Presented at the First Monetary Policy Research Workshop in Latin America and the Caribbean on Monetary Policy Response to Supply and Asset Price Shocks, Santiago, Chile, November 17
- 44 Meenakshy Basant Raj and Rhys R. Mendes 2007 “Should Central Banks Adjust Their Target Horizons in Response to House– Price Bubbles?” Bank of Canada Discussion Paper/Document d’analyse 2007– 4
- 45 Mervyn King 2004 “Remarks Made in a Panel Discussion on Alan Greenspan’s Speech on Risk and Uncertainty in Monetary Policy Delivered at The American Economic Association Annual Meeting in San Diego” Available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf>
- 46 Mervyn King 2004. “Speech Delivered to the CBI Scotland Dinner at the Glasgow Hilton Hotel” Available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech221.pdf>
- 47 Mishkin, Frederic S. 2007. “Housing and the Monetary Transmission Mechanism.” Finance and Economics Discussion Series Federal Reserve Board, Washington, D. C.
- 48 Palley, Thomas I 2008 “Asset Price Bubbles and Monetary Policy: Why Central Banks Have Been Wrong and What Should Be Done.” MK Working Paper 05.

(下转第 160 页)

最后贷款人制度自身的确立,包括其宗旨、目标与原则的制定,较好地解决三层次的衔接问题;既提出了我国现代最后贷款人制度的宏观战略构想,又制定了实现转化的具体步骤和行动方案。通过“清收贷款、市场对冲、解决遗留”、“区分责任、收缩战线、集中救助”、“建立规制、迎接挑战、规范运作”三步骤,将我国最后贷款人制度建设成为适应中国特色社会主义市场经济的,由政府宏观主导、中央银行全权实施,贯彻成本收益原则,全方位覆盖银行业,迅速处置流动性风险的有效工具。该战略与方案既与国际接轨,又结合中国具体国情,解决最后贷款人存量与流量问题,具有较强的可操作性。

总之,作者通过对国外最后贷款人制度理论与实践的全方位考察,对我国泛最后贷款人概念的提出,以及实现泛最后贷款人向现代最后贷款人制度转化的“三层次”战略、“三步骤”方案的系统阐述,为我国制定与国际接轨、规范科学的现代最后贷款人政策体系和法律法规提供了颇具价值的参考。

(责任编辑:陈永清)

(上接第 144 页)

49. Pbsser, Charles 2007. "House Price and Monetary Policy." Delivered at the European Economics and Financial Centre Distinguished Speakers Series, London, England, July 11, 2007 vital speech of the day, September 395-399.
50. Posen, Adam S. 2003. "It Takes More Than a Bubble to Become Japan." Reserve Bank of Australia Annual Conference, Asset Prices and Monetary Policy (Sydney: Reserve Bank of Australia): 203-249.
51. Posen, Adam S. 2006. "Why Central Banks Should Not Burst Bubbles." Available at <http://www.iie.com/publications/wp/wp06-1.pdf>
52. Schwartz, Anna J. 2002. "Asset Price Inflation and Monetary Policy." NBER Working Paper 9321.
53. Sebdy, Jack, and Carolyn Wilkins. 2007. "Asset-Price Misalignments and Monetary Policy: How Flexible Should Inflation-Targeting Regimes Be?" Bank of Canada Discussion Paper 6.
54. Sammler, Willi, and Wenlang Zhang. 2007. "Asset Price Volatility and Monetary Policy Rules: A Dynamic Model and Empirical Evidence." *Economic Modelling* 24(3): 411-430.
55. Smets, F. 1997. "Financial Asset Price and Monetary Policy: Theory and Evidence." BIS Working Paper 47.
56. White, William R. 2004. "Making Macropudential Concerns Operational." Speech Delivered at the Financial Stability Symposium Sponsored by the Netherlands Bank, Amsterdam, October 25-26, 2004. Available at www.bis.org/speeches/sp041026.htm

A Literature Review about Real Estate Prices Volatility and Monetary Policy Reaction under Uncertainty

Duan Zhongdong^{1,2} and Zhu Mengnan¹

(1: Xiamen University; 2: Xiamen University of Technology)

Abstract This thesis reviews the literatures about how monetary policy responses to real estate bubble. The study found debates among foreign and domestic research in this field include indirect response, after and adaptive reaction and direct intervention. Current literatures put forward two direction revising monetary policy frameworks in order to prevent house price from abnormally fluctuating and scholars have reached consensus in the role of financial supervision. The main results are as follows: the decisive factor influencing monetary policy choice is uncertainties in policy environment and so appropriate policy choice is the integration of the direct intervention and indirect response to house price bubble in an uncertain environment; coordination of monetary policy and prudential supervision of financial should help to achieve the goal of economic and financial stability; the real estate credit policies used in controlling house price bubble are more effective. The theoretical and rational researches of domestic scholar are still very weak, they have not made realistic inspection integrating special factors of institutions in the context of economy transition, and it is worthing further research that broaden study angle to open economy.

Key Words Uncertainty; Real Estate Price Volatility; Monetary Policy Responses

JEL Classification E52; E58

(责任编辑:孙永平、陈永清)