



中青年经济学家文库

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

资产价格波动的 宏观经济效应

——基于我国股价和房价的理论分析与实证研究

武靖州 / 著

The Macroeconomic Effect of
Theoretical Analysis and Empirical Research
Stock Prices and Housing Prices in China

Volatility:
Based on



经济科学出版社
Economic Science Press

中青年经济学家文库

资产价格波动的宏观 经济效应

——基于我国股价和房价的理论分析与实证研究

**The Macroeconomic Effects of Asset Prices Volatility: Theoretical
Analysis and Empirical Research Based on Stock
Prices and Housing Prices in China**

武靖州 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动的宏观经济效应：基于我国股价和
房价的理论分析与实证研究 / 武靖州著. —北京：
经济科学出版社，2012. 8

(中青年经济学家文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2278 - 7

I. ①资… II. ①武… III. ①资本市场 - 经济波动 -
影响 - 宏观经济 - 研究 - 中国 IV. ①F832.5②F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 188879 号

责任编辑：柳 敏 李晓杰

责任校对：杨 海

版式设计：代小卫

责任印制：邱 天

资产价格波动的宏观经济效应

——基于我国股价和房价的理论分析与实证研究

武靖州 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191537

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京京鲁创业科贸有限公司印装

880 × 1230 32 开 7.25 印张 200000 字

2012 年 8 月第 1 版 2012 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 2278 - 7 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

近几十年来，各国经济运行中时常出现一般物价水平相对稳定的资产价格大幅波动现象，几次大的经济危机都与资产价格的暴涨暴跌有关。2007年，美国房地产泡沫破灭引发的经济金融危机，重创了世界经济；20世纪90年代日本泡沫经济破灭使日本进入了“失去的十年”；20世纪90年代末期的东南亚金融危机，直接原因就是国际投机资本炒高相关国家的资产价格后迅速撤离导致资产价格暴跌。随着我国社会主义市场经济体系的不断发展和完善，资本市场、房地产市场和外汇市场的规模都前所未有地扩大了，资产价格在整个价格体系中扮演着越来越重要的角色，资产价格的大幅波动也越来越影响着宏观经济的运行。2006~2008年我国股市的暴涨暴跌仍然让人记忆犹新，2003年以来房地产价格的持续上涨给我国宏观经济运行增添了诸多风险，引起了学术界和决策层的高度关注。实际经济运行中的这种现象，要求在理论上做出合理的解释并提出相关的对策。本书基于这个目的，对资产价格涨跌引起宏观经济波动的渠道与机制做出了理论解释，并根据相关经济数据进行了实证检验，依据理论分析与实证检验结果，提出了应对资产价格大幅波动的政策建议。

与一般商品价格不同，股票、房地产等资产的价格不仅反映现实的资本与住房需求，还表征着资产未来收益的状况。由于未来是不确定的，资产价格也就带有更大的不确定性，呈现出围绕资产价值甚至脱离基础价值的波动。资产价格这种脱离了现实供需状况的

变动，使其带有了虚拟的性质，围绕资产交易所展开的各种经济活动也就被称作虚拟经济。与实体经济领域的商品价格主要受供求状况影响不同，资产价格的影响因素更为复杂。

虚拟经济作为国民经济中越来越重要的部分，对实体经济的运行有着越来越大的影响。资产价格影响实体经济的渠道与机制可从三个方面来表述：一是通过财富效应、流动性约束效应、替代效应和预期效应影响消费需求；二是通过托宾 q 效应、资产负债表效应、预期效应和挤出效应影响投资需求；三是通过影响消费需求、投资需求影响总需求，进而影响通货膨胀。本书对上述资产价格影响宏观经济运行的机制，利用我国近十年的经济数据进行了实证检验，结论主要是：（1）我国的股价和房价的波动对投资需求不具有托宾 q 效应，反而具有显著的挤出效应，且房价的挤出效应要大于股价。（2）我国房地产价格对消费需求有着显著的正影响，股票价格对消费的影响则是不显著和不确定的。（3）我国房价和股价对通货膨胀的影响都不太显著，房价的影响要大于股价。

与成熟市场经济国家相比，资产价格对我国宏观经济的影响在程度上是不显著，在方向上也是不同的。但随着我国市场经济体制的完善和经济规模的不断增大，其显著性不断提高，而且房地产价格对宏观经济的影响明显大于股票市场。为避免宏观经济的大幅波动，我国宏观经济政策的制定也应把资产价格波动考虑在内。就货币政策来说，应在保持币值稳定的同时着力稳定金融市场，有针对性地采取信用控制措施，妥善处理人民币汇率问题，从多个方面降低滋生资产价格泡沫的可能性。就财税政策来说，应进一步发挥财税体制对资产市场的调节作用，着力推进房地产税试点，改善财政支出结构。就产业政策来说，应通过调整和优化产业结构，拓展实体经济领域的投资渠道，避免实体经济部门利润的持续下滑；应采取多方面措施，完善房地产市场和股票市场的法律法规和运行机制，保持股市和房市的健康发展。充分认识和妥善处理我国资产价格大幅波动问题，不能脱离现有的经济发展方式。经济发展方式的

不合理放大了资产价格波动及其对宏观经济运行的影响。如果不在转变经济发展方式上下工夫，货币政策应对资产价格波动问题只能起到“治标”作用而不能“治本”。

当前，经济发展方式转变应从完善国民收入分配机制、促进政府转型和深化关键性领域体制改革来进行。通过完善国民收入分配机制和社会保障体系，抑制收入分配差距持续扩大的趋势，使居民的消费能力与水平更加均衡，就可以促使全社会更加理性地消费，进而保证资产市场的健康发展；通过政府的公共服务化转型，政府的精力更多地用于民生领域，就可以给民众更多的保障，同时政府与市场界限的准确划定，也会使政府对资产市场的监管更为客观和有效；通过关键领域的体制改革，进一步完善社会主义市场经济体制，使国民经济在更为法制化、规范化中运行，会给予居民和投资者更为客观的预期，进而使得市场主体的经济行为更具规范性和可预测性，这就能够消除宏观经济运行中的诸多不确定性因素。

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 相关概念与研究范围界定	8
1.2.1 资产、资产价值与资产价格	9
1.2.2 资产价格波动与资产价格泡沫	11
1.2.3 本书的研究范围	15
1.3 本书的主要内容与研究方法	19
1.3.1 主要内容	19
1.3.2 研究方法	21
第 2 章 国内外相关研究综述	23
2.1 资产价格与实体经济	23
2.2 资产价格波动的财富效应	30
2.3 资产价格波动的托宾 q 效应	36
2.4 资产价格与货币政策	41
2.5 马克思的虚拟资本与虚假社会价值理论	52
2.5.1 虚拟资本理论	52
2.5.2 虚假社会价值理论	55
第 3 章 资产价格波动影响宏观经济的机制	58
3.1 资产价格波动的影响因素	58
3.1.1 宏观经济基本面与经济结构	58

3.1.2	货币政策与金融自由化	62
3.1.3	市场效率与非理性因素	67
3.2	资产价格波动影响宏观经济的渠道	70
3.2.1	资产价格波动影响消费需求的渠道	70
3.2.2	资产价格波动影响投资需求的渠道	74
3.2.3	资产价格波动影响通货膨胀的渠道	77
3.3	我国股票市场与房地产市场发展状况	79
3.3.1	我国股票市场发展状况	81
3.3.2	我国房地产市场发展情况	87
第4章	资产价格波动的投资需求效应	92
4.1	我国资产价格波动投资需求效应的理论分析	92
4.1.1	投资需求及其决定	92
4.1.2	已有研究回顾	94
4.1.3	对我国资产价格波动的投资需求效应的初步考察	95
4.2	我国资产价格的投资需求效应的实证检验	98
4.2.1	数据的处理与相关分析	98
4.2.2	变量间关系的检验	101
4.2.3	基于 VAR 模型的分析	106
4.3	对实证检验结果的分析	111
4.3.1	我国房地产价格对投资挤出效应的理论解释	111
4.3.2	我国股票价格对投资挤出效应的理论解释	112
4.3.3	从联动性上看我国资产价格的投资需求效应	114
4.3.4	从经济发展方式上看我国资产价格的投资需求效应	115
第5章	资产价格波动的消费需求效应	118
5.1	我国资产价格波动消费需求效应的理论分析	118
5.1.1	关于消费的三个假说	118
5.1.2	已有研究回顾	120

5.1.3 对我国资产价格消费需求效应的初步考察	123
5.2 我国资产价格波动消费需求效应的实证检验	125
5.2.1 数据的选择与处理	125
5.2.2 变量间的关系检验	128
5.2.3 基于 VAR 模型的分析	130
5.3 对实证检验结果的分析	133
5.3.1 对我国房地产价格消费需求正效应的理论解释	133
5.3.2 对我国股票价格消费需求微弱效应的理论解释	136
5.3.3 从股价与房价联动性上看资产价格的消费需求效应	138
5.3.4 从经济发展方式的角度看资产价格的消费需求效应	140
第 6 章 资产价格波动对通货膨胀的影响	145
6.1 我国资产价格波动影响通货膨胀的理论分析	145
6.1.1 通货膨胀及其分类	145
6.1.2 已有研究回顾	147
6.1.3 对我国通货膨胀及其与资产价格关系的考察	148
6.2 我国资产价格波动影响通货膨胀的实证检验	150
6.2.1 数据选择与处理	150
6.2.2 格兰杰因果关系检验	152
6.2.3 基于 VAR 模型的分析	153
6.3 对实证检验结果的分析	155
6.3.1 对我国房价和房价波动影响通货膨胀的理论解释	156
6.3.2 从货币供应的视角看资产价格对通货膨胀的影响	157
6.3.3 对资产价格膨胀与一般物价水平相对稳定现象的 一种解释	160
第 7 章 结论与政策启示	162
7.1 本书的主要结论	162
7.2 政策启示	163

资产价格波动的宏观经济效应

7.2.1 货币政策启示	163
7.2.2 财税政策启示	167
7.2.3 产业政策启示	170
7.2.4 着力转变经济发展方式	174
附录 A: 本书计量经济分析所使用的原始数据	184
附录 B: EViews 6.0 软件输出结果	190
参考文献	203

第 1 章

绪 论

1. 1

研究背景与意义

近年来，资产价格的过度膨胀已成为影响我国宏观经济运行的重要因素，尤其是房地产价格的持续大幅上涨，给国民经济运行带来了较大的不确定性。鉴于日本、美国等发达国家先后出现过因资产价格泡沫破灭导致的经济衰退，我们有必要充分认识资产价格膨胀的现象及其内在机理，汲取其他国家的经验教训，抑制资产价格泡沫的形成，避免由资产价格暴涨暴跌对宏观经济运行产生的冲击。

改革开放以来，我国逐步实现了由计划经济向社会主义市场经济的转轨，并越来越融入世界经济。作为现代市场经济体系的核心组成部分，金融体系也在不断完善之中，同时也不得不承受经济金融化带来的负面效应：宏观经济的波动，越来越多由资产价格波动引起。从我国股市来看，自成立之始就显示出了高幅波动的特征。从 2001 年开始，我国股市进入了长达 5 年的熊市，于 2006 年转入牛市后，股价指数快速攀升。2007 年 10 月 24 日上证综指达到 6 124 点的高位，2 年时间累计涨幅达 500%。而到 2008 年 10 月 28 日，上证综指就跌到 1 680 点。由于股票资产在

我国居民资产中占的比重不大，股市作为宏观经济“晴雨表”的功能尚不明显，股票价格的大幅波动并未对我国宏观经济造成较大的冲击。

1998年，我国正式启动了住房货币化改革，从计划经济条件下的福利分房制彻底走上市场化的道路。受国际国内经济形势的影响，起初的几年房价虽有所上涨，但总体保持稳定。2004年开始，房价逐步走入了上升轨道，特别是2006年以来，个别大城市的房价上涨速度达到了半年翻一番的程度。为遏制房地产价格过快上涨，政府密集出台了一系列调控政策。加之受国际金融危机的影响，我国房价一度出现了下跌的态势。但随着反危机经济政策的实施，国民经济快速恢复，房价在2009年又开始了新一轮上涨，2009年北京房价上涨了80%，上海上涨了113%，直至2010年第二季度政府新的调控政策出台，其后调控政策层层加码，才逐渐得到遏制。从当前来看，我国房地产市场仍面临着严峻的形势，一是在调控政策的持续压力下，房价合理回归的趋势尚未出现；二是我国房价过高、房地产泡沫存在的事实也是被许多学者所支持。尤其是2009年开始的我国房地产价格在高位运转情况下的新一轮上涨，引发了社会各界的关注。

据报道，2010年，北京土地出让总收入达1 641亿元人民币，成交土地面积2 061万平方米，均价每平方米近8 000元。北京市的国土面积为164.1亿平方米。把地价与面积相乘（不计地理位置不同形成的地价差异），土地总市值高达130万亿元人民币，而2010年美国的国内生产总值折合成人民币不过95万亿元。2010年上海土地收入近1 500亿元人民币，成交土地面积近1 400万平方米，平均地价达每平方米10 714元，同样以地价与国土面积6 340.5平方千米相乘，上海市土地总市值高达67.9万亿元人民币。2009年，美日德英法五国的国内生产总值折合人民币为189万亿元。也就是说，北京市的土地总市值已经超过了美国的国内生产总值，而北京和上海两地的土地总市值已经超过了除中国之外的世

界最大的五个经济体的国内生产总值。^①人们在谈到泡沫经济时往往拿日本作例子，日本在土地价格高涨时期，东京一个城市的总地价就相当于美国的国内生产总值，市中心一个广场的地价，就可以买下整个纽约。固然，数据的简单相乘与对比缺乏必要的逻辑性和科学性，但通过对比得出的结果不得不引起我们的警示。

价格是市场经济的核心。市场经济的运行是依据商品的价格进行资源优化配置的。厂商根据商品价格安排商品生产从而形成供给，消费者根据商品价格购买商品从而形成需求，商品供给与需求的均衡决定了商品的均衡价格。在市场经济发展的早期，商品的短缺或过剩导致价格的波动，进而冲击经济运行，严重情况下导致经济危机。马克思在《资本论》中就深刻分析了资本主义市场经济发展早期的经济危机，认为其本质是生产的相对过剩，即商品生产的增加与工人阶级购买力相对下降同步，导致商品相对过剩，进而引发经济危机。随着市场经济的发展，金融资本越来越独立于产业资本，其规模不断增大。经济的金融化和虚拟化导致市场上金融相关产品的价格越来越脱离实体经济。这种脱离实体经济的价格与一般消费商品价格相比，有着更大的波动性，受更多的不确定因素的影响，导致经济的脆弱性增加。一旦受到内外部冲击，价格出现崩溃式下滑，就会引发整个经济体的危机，2007年以来由美国次级抵押贷款引发的金融危机就是典型的例子。

2000年美国互联网泡沫的破灭，结束了战后美国最长的经济景气周期，美国政府开始采取低利率政策，以刺激投资拉动经济增长。长期的低利率政策，在股市泡沫破灭的情况下，又吹起了房地产泡沫。美国房价持续增长，2005年一度达到9.6%，美国国内生产总值也呈现出稳定增长的态势，2004年、2005年均达3%以上。低利率政策吹起的房地产泡沫，表面上带来了经济的繁荣，但其背后却蕴藏着巨大的危机。为了应对通货膨胀压力，美联储在2004~

① 刘德炳：《中国地王图》，载于《中国经济周刊》，2011年第4期。

2007年中17次提高基准利率,使得次级抵押贷款的违约现象不断增多,直接影响到抵押贷款机构的经营状况。2007年4月,美国新世纪金融公司申请破产,次贷危机爆发。随着破产和倒闭的金融机构越来越多,美国股市也开始大幅下跌,并迅速蔓延至其他国家。2008年9月,雷曼兄弟公司申请破产保护,标志着金融危机全面深化,世界主要经济体开始采取行动,实施反危机措施。此次国际金融危机给世界造成的损失达4万亿美元以上,世界经济从2007年的3.4%跌至2008年的1.7%和2009年的-2.1%,危机始发国美国的国内生产总值则从2007年的1.95%跌至2009年的-2.6%。^①作为世界经济史上的一次标志性事件,美国金融危机不仅对世界各国经济产生了重大的冲击,也深深地影响着世界经济格局的重构。同时,经济理论界也开始反思,对资产价格相关问题的研究大量出现。事实上,由资产价格暴涨暴跌所引发的经济危机,此次国际金融危机虽是比较严重的一次,却不是第一次。

20世纪90年代初期,人们曾津津乐道于东亚及东南亚的经济增长奇迹。除了亚洲四小龙(中国香港、新加坡、韩国、中国台湾)外,泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾也备受关注,号称“亚洲四小虎”。然而,一场突如其来的金融风暴却让“四小虎”黯然失色。1997年7月,以泰国央行放弃本国货币钉住美元的汇率制度为标志,东南亚金融危机爆发了。一时间,东南亚地区主要国家和地区股市暴跌、通货膨胀率大幅上扬、金融市场剧幅振荡,多国经济受到重创。东南亚金融危机的直接导火索是国际游资的冲击,其根本原因是东南亚国家的过度依赖出口的经济结构。资产价格的暴涨暴跌也是东南亚各国危机前后的典型特征。以泰国为例,通过联系汇率制,泰国吸引了大量的外国资本。然而,大量的外国资本并没有进入实体经济领域,而是进入了房地产行业,导致泰国房地产价格一路攀升。1996年泰国发放的住房贷款总额为1989年

^① 数据来源于世界银行在线数据库。

的5倍多,当年房地产投资额占外国直接投资总额的50%以上,到1997年泰国的住房空置率已经超过21%。与此同时,大量的外资也在短时间内吹大了泰国股市泡沫,股票价格持续攀升,越来越多的人参与股市交易,大量民间资本和企业运营资金投入股市交易中。受到冲击后,泰国股票价格和房地产价格一路下滑,造成银行呆坏账增加,直接影响到国民经济的健康运行。受危机影响,东亚及东南亚各国经济指标大幅下滑,泰国经济增长率从1996年的6.7%下滑至1998年的-8%,印度尼西亚则从1996年的7.8%下滑至1998年的-15%。^①

而在东南亚金融危机之前,泡沫经济的破灭则造成了日本10余年的经济衰退。日本泡沫经济的产生与当时的国际国内经济背景有关。第二次世界大战后,日本经济快速增长,到80年代,已成为仅次于美国的第二大经济体。1984年,日本成为世界上最大的债权国,对美国的贸易顺差达到了新的高度。而同期,美国经济却面临贸易赤字和财政赤字的双重压力。1985年9月,美日德英法签署一揽子关于协调国际经济的协议,此后日元开始进入上升的轨道。日元升值预期使得国外热钱大量流入日本,并投资到股票和房地产行业;为了应对日元升值带来的国际竞争力的下降,日本也开始实行宽松的货币政策,刺激国内需求。1985~1997年间,日本央行5次降低再贴现率,使货币供应量明显增加,流动性过剩的情形开始出现。日元升值预期带来的国际游资和低利率政策引发的流动性过剩推动股票和房地产市场迅速升温。1986年,日经平均指数从13 000点上升到16 400点,1987年年末则突破20 000点,而到1989年年底,达到了38 957点的历史最高位。1989年,日本股市总值达500万亿日元以上,为当年GDP的1.6倍,占全球股市总值的42%,股票价格平均市盈率为250,大大超过国际公认的合理标准范围。从1986年开始,日本土地价格也一直保持持续上涨的态

① 王建芹:《东南亚金融危机的来龙去脉》,中国方正出版社1998年版,第3~5页。

势,1991 年达到高峰,东京、大阪等大城市的地价上涨幅度更大。1989 年开始,日本政府意识到资产价格泡沫的严重性,开始出台相关政策,刺破泡沫。通过紧缩货币政策和抑制房地产市场投机,日本股票价格和房地产价格开始剧烈下跌,日经指数从历史最高位下跌至 1992 年的 18 108 点,仅为 1986 年的水平,房地产价格的下跌则持续了较长时间。泡沫经济的破灭对日本国民经济尤其是银行业产生了深刻的影响。日本大藏省银行厅公布的数据表明,1995 年,日本银行业不良资产占日本国内生产总值的 1/10 以上。日本经济也受到了沉重的打击,整个 20 世纪 90 年代都处于衰退的状态,被称为“失去的十年”。1992~2002 年,日本国内生产总值增长率有 7 年低于 1%,其中 2 年为负增长。^①日本泡沫经济从形成到破灭的路径是:日元升值——外资流入——房地产市场和股市膨胀——货币政策调控——房地产价格和股票价格下跌——经济低迷。日本泡沫经济的产生与崩溃已经成为世界经济史上的一个典型案例,被称作“日本病”。

值得注意的是,上述资产价格的膨胀与暴跌,是在通货膨胀率并不高的情况下出现的,这种消费物价水平稳定而资产价格大幅波动的情况已成为近几十年来世界经济的常态。事实上,繁荣—衰退—萧条—复苏这种经济的周期性波动本来就是市场经济运行的重要特征。一般来说,对经济运行的冲击主要来自供给、需求和宏观经济政策三个方面。从供给方面讲,技术进步、自然灾害、原材料价格、劳动力工资等的变化都会改变商品的生产和供给;就需求来说,居民收入的增加或减少、对未来预期的改变都会影响居民的当前支出,进而对经济运行产生影响;就宏观经济政策来说,财政政策、货币政策的变化都会造成对经济运行的冲击。但近几十年来,一系列经济危机的出现,似乎都与实体经济的供给、需求无关,资产价格的上下波动往往脱离消费商品的供给与需求。日本、东南

^① 孙执中:《日本泡沫经济新论》,人民出版社 2001 年版,第 21~35 页。

亚、美国所爆发的经济危机，一个共同的特征是，股票、汇率、房地产等资产价格的波动才是宏观经济波动的直接原因。而这种现象又是与世界经济的金融化紧密相关的。现代市场经济条件下，金融体系居于核心地位，金融业所形成的杠杆效应能够快速引起货币和信贷的扩张，进而推动资产价格上涨，形成资产价格泡沫。而金融体系自身的杠杆效应决定了其脆弱性，其杠杆效应越大，脆弱性就越强，这种脆弱性在一些微小的政策或外部冲击下就能显现出来。因此，一个小的政策或外部冲击，首先重创脆弱的金融体系，导致其杠杆效应收缩，资产价格泡沫破裂，进而导致宏观经济的大幅波动。

实际经济运行中发生的这种变化，要求在理论上做出合理的解释并提出相关的对策。本书正是基于这个目的而展开的。对资产价格涨跌引起宏观经济波动的渠道与机制做出理论解释，根据实际经济运行数据进行检验，进而得出合乎逻辑性和科学性结论，并据此提出相关的政策建议，是本书遵循的研究思路。本课题的研究具有现实的理论和实践意义：

一是有助于充实和深化关于资产价格与实体经济的相关研究。一次又一次由资产价格泡沫破灭引发的经济金融危机，使学术界对资产价格与实体经济的关系进行了深入探讨。学者们从不同的角度，运用不同的理论与方法，结合不同国家或地区的实际，对该问题进行了深入的研究，取得了一定的成果。本书在研究的视角、运用的理论与方法上，与其他学者有相同之处，也有相异之举，但更多是结合中国的实际情况进行研究的。虽然并不期望本书的研究成为众多研究成果中的奇葩，但无疑会充实和深化本领域的研究，使得理论界和决策者多一份参考，多一个选择。

二是有助于认识我国经济运行中存在的资产价格膨胀和宏观经济波动问题。当前我国国民经济运行中存在诸多问题，其复杂性前所未有。收入差距持续扩大，地区间、城乡间经济发展不平衡，经济发展的资源环境代价过大，社会总需求结构失衡，产业结构不合理等一系列深层次问题困扰着理论界和决策层，而主要由经济基本面所决