

◎ 经济管理研究丛书 ◎

ZI CHAN JIA GE BO DONG YU JIN RONG
CUI RUO XING XIANG HU ZUO YONG JI ZHI

资产价格波动与金融 脆弱性相互作用机制



郑庆寰 著



上海财经大学出版社

经济管理研究丛书

资产价格波动与金融脆弱性 相互作用机制

郑庆寰 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产价格波动与金融脆弱性相互作用机制/郑庆寰著. —上海:上海财经大学出版社, 2010. 5

(经济管理研究丛书)

ISBN 978-7-5642-0750-2/F · 0750

I. ①资… II. ①郑… III. ①资本市场-经济波动-影响-金融市场-研究 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)062854 号

☐ 责任编辑 俞晓峰

☐ 封面设计  游 麒

ZICHAN JIAGE BODONG YU JINRONG CUIRUO XING XIANGHU ZUOYONG JIZHI

资产价格波动与金融脆弱性相互作用机制

郑庆寰 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海同济大学印刷厂印刷

上海宝山周巷印刷厂装订

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 12.75 印张(插页:1) 264 千字

印数:0 001—1 500 定价:27.00 元

厚德博学
经济匡时



前 言

在过去 30 年中,由资产价格剧烈波动所引发的系统性金融危机已经成为各国政府和中央银行关注的焦点。虽然各国中央银行在治理通货膨胀方面取得了成功,但货币政策在应对资产价格波动方面还存在很多争论,如货币政策函数中是否包含资产价格、是否应该提前刺破资产价格泡沫,以及用什么手段干预资产价格等。将资产价格波动和金融脆弱性结合在一起考虑,就可以把关注点从价格泡沫的产生和崩溃转移到金融脆弱性的积累。通过对资产价格波动与金融脆弱性相互作用机制的系统研究,了解资产价格、融资杠杆和预期之间的关系,分析它们对实体经济的影响,可以为政策的实施提供有力的理论依据。

在梳理已有的研究结果的基础上,对资产价格波动与金融脆弱性的相互作用机制进行研究:分析金融脆弱性与资产价格上涨的关系,即银行信贷扩张形成资产价格泡沫的机制;分析资产价格下跌通过资产负债表效应引发金融脆弱性的机制;运用凯恩斯和明斯基的分析框架,对资产价格波动与金融脆弱性正反馈效应的动力学机制加以研究;运用包括日本、北欧三国、韩国、美国等危机案例对理论进行验证,特别分析了美国次贷危机中资产价格波动对金融脆弱性的放大机制;提出政策制定者应将目标确立为保持“金融稳定”,通过扩展货币政策的手段并辅之以财政政策来应对资产价格波动,降低金融脆弱性,最终达到保持宏观经济稳定的目标。

本书的研究和探索深化并发展了资产价格波动及金融脆弱性相关领域的理论研究。在实践上,对优化货币政策目标、更好地保持金融稳定和促进经济发展,提出了可行的分析框架。

目 录

前言/1

第1章 绪论/1

- 1.1 引言/1
- 1.2 相关文献综述/4
- 1.3 研究的主要工作/7

第2章 相关理论研究及其进展/10

- 2.1 资产、资产定价及资产价格波动/10
- 2.2 金融脆弱性与金融稳定/13
- 2.3 金融脆弱性的成因与影响研究综述/16

第3章 银行信贷扩张与资产价格泡沫/21

- 3.1 资产价格泡沫与信贷扩张高度相关/21
- 3.2 银行中介参与下的资产价格泡沫形成/23
- 3.3 信贷扩张不确定下的资产价格泡沫/27
- 3.4 资产价格泡沫、过度借贷和金融脆弱性/30

第4章 资产价格下跌对金融脆弱性的传导机制分析/38

- 4.1 资产价格下跌对银行体系的影响/38
- 4.2 资产价格稳定时的市场均衡/40
- 4.3 资产价格下跌对金融脆弱性的传导机制/43
- 4.4 银行资本约束下的金融脆弱性/48
- 4.5 危机案例分析及启示/55

第5章 资产价格波动与金融脆弱性的反馈机制/61

- 5.1 资产价格对投资活动的影响/61
- 5.2 融资对投资活动和资本资产价格的影响/64
- 5.3 金融内在脆弱性与资产价格波动的动态反馈机制/67

第6章 美国次贷危机案例分析/78

- 6.1 美国房地产融资模式的演变与次贷危机的爆发/78
- 6.2 美国次贷危机的风险传递机制分析/85
- 6.3 基于金融脆弱性的美国次贷危机分析/93
- 6.4 资产证券化的未来趋势/97

第7章 金融危机中的货币政策分析/113

- 7.1 “新共识”宏观货币理论/113
- 7.2 通货膨胀目标制的困境/117
- 7.3 金融危机下货币政策的国别比较/120
- 7.4 后危机时代的货币政策趋势/142

第8章 中国金融脆弱性分析/149

- 8.1 中国的金融脆弱性问题不容忽视/149
- 8.2 中国金融脆弱性的内部成因/150
- 8.3 中国金融脆弱性的外在冲击机制/157
- 8.4 2008年以来中国金融体系的稳健性评估/159

第9章 资产价格波动、金融脆弱性与货币政策/172

- 9.1 货币政策的目标：从物价稳定到金融稳定/172
- 9.2 央行应对资产价格波动的困境/175
- 9.3 央行应对金融脆弱性的政策分析/178
- 9.4 央行实现金融稳定的政策取向/182

参考文献/185

后记/195

作者简介/196

第1章 绪论

1.1 引言

自20世纪80年代以来,世界各国频繁爆发金融危机。80年代有美国储贷危机、日本经济泡沫破裂、墨西哥金融危机;90年代有欧洲货币体系危机、北欧三国的经济危机、第二次墨西哥石油危机、1997年东南亚金融危机、俄罗斯金融危机、美国长期资本资产公司危机(LTCM)、美国纳斯达克股市的崩盘等。危机爆发的国家既包括拥有发达金融体系的美国、日本和欧盟发达国家,也包括新兴市场经济国家,如墨西哥、阿根廷、土耳其、智利和东南亚诸国。这些危机的表现形式各具特点,危害程度也不尽相同,但它们都有一个普遍特征,就是在危机爆发之前经历了资产价格泡沫的生成和崩溃。在经济繁荣时期,投资增加,经济主体对未来预期乐观,导致经济代理人的借款需求和金融机构的贷款供给意愿同时增加,金融体系的杠杆率提高,金融脆弱性加大。同时,信贷资金扩大了对资本品的需求,使资产价格(如股票、房地产、外汇价格)上涨。在乐观预期下,资产价格上涨的幅度往往超过实体经济上涨的幅度,形成资产价格泡沫。这种由信贷资金支撑的资产价格泡沫是不可持续的,当预期逆转,泡沫随之崩溃,经济在融资杠杆的作用下以比繁荣更快的速度进入衰退。所以,资产价格波动和金融脆弱性的内在联系决定了金融危机出现的时机和强度,对经济保持平稳运行有重大影响。

频繁的资产价格波动和由此引发的系统性金融危机与经济衰退,迫使各国政府和央行深入研究资产价格波动的内在机制,以及货币政策该如何应对资产价格的波动。然而,当学者们从资产价格是否包含通货膨胀信息、利率政策是否能够有效地对资产价格波动作出反应等方面来考虑问题时,他们陷入了迷惘之中。理论研究出现了这样的尴尬,在一些国家或地区适用的理论模型在其他国家和地区,或者在同地区不同的时期却并不适用,这使得央行无法找到可以普遍实行的一般政策导向。目前

争论的焦点主要有三个方面:第一,中央银行应该专注于通货膨胀(物价稳定)目标,还是在货币政策目标中加入资产价格变量;第二,央行应该在泡沫崩溃之前对资产价格进行干预,还是让市场自行消化泡沫,而仅对市场不能消化的危机进行最后贷款人救助;第三,央行的职能是仅对货币供应量进行控制,还是要对金融机构和金融市场的风险传递作出反应。就在一片争论声中,爆发了自20世纪30年代美国“大萧条”以来最为严重的金融危机——美国次贷危机。这次发源于美国、迅速传导到全世界、已经演变为全球金融危机、至今仍未有结束征兆的金融动荡,再一次展现了房地产价格高涨和崩溃的过程,以及信贷资金扩张、融资杠杆提高、金融脆弱性加大、房地产价格波动之间错综复杂的反馈联系。

2007年美国次贷危机爆发至今,已经由一次局部的金融动荡演变为全球性的金融危机。在这次危机中,美国华尔街的各类金融机构都受到了影响:投资银行中雷曼兄弟公司申请破产保护,其他四大投资银行或被并购,或转型为银行类金融控股公司;综合类银行如花旗银行已经两次申请援助,地方性商业银行破产达到15家;保险业巨头AIG接受政府援助并整合全球业务。而所有危机事件最后都指向了一个金融链条:抵押贷款证券衍生产品—抵押贷款证券—住房抵押贷款发放—房产购买需求—房价上涨。这次金融危机表明,在一个经济周期的上升阶段中,有一股内在的力量促使市场参与主体的风险偏好增加,融资杠杆加大,金融体系变得越来越脆弱。随着金融体系深化发展、市场严密分工,这种内在的脆弱性不仅不能有效地化解,反而有加重之势。金融风险会在各金融子市场间加速传递和配置,各类金融机构(如AIG或花旗银行)不仅承受主营业务的风险,还要承受跨市场的金融风险,而后者往往不在分业监管的管理框架下,是监管的盲区,也是危机的爆发点。

美国次贷危机警示我们,资产价格的波动只是问题的外在表现,仅从应对资产价格波动入手将难以找到问题的根源和解决方法。但综观已有的研究成果,学者们或从资产定价、资产价格泡沫的成因和治理方面进行研究,或从金融脆弱性的表现、形成机制方面加以分析,而对金融脆弱性演变与资产价格波动之间相互作用机制的深入研究还比较少。按照这个逻辑思路,就提出了以下问题:①信贷扩张、融资杠杆的提高是否一定会引起资产价格的上涨?如何引起资产价格的上涨?②资产价格的下跌将对金融机构和金融体系产生什么样的影响?金融体系是如何一步步走向脆弱的?③是什么原因导致了金融危机周而复始地出现?人们在投资决策中是如何形成预期的?预期又是如何引起融资杠杆的提高和资产价格的上涨?④对于央行来说,成功地控制通货膨胀是否应为最终目标?在金融危机频繁爆发的今天,央行和政策制定者该怎样做才能有效地抑制金融脆弱性,保持经济平稳运行?

研究资产价格波动和金融脆弱性之间的联系,对我国来说具有更加重要的现实

意义。2001~2008年,我国的股票市场和房地产市场都经历了快速增长—出现泡沫征兆—政府进行干预—股市、房地产市场低迷的过程。我国房地产市场从20世纪末开始上涨,短短几年内涨幅惊人,一线城市如北京、上海、深圳、重庆等,2002~2005年的年均增长幅度达到1300元/平方米。一些二线城市,如苏州、杭州、南京、绍兴等,在高峰时的房屋均价都超过了7000元/平方米。而且,无论是从房价收入比、房价租金比,还是从住房空置率等指标来看,我国都超过了国际警戒线,出现了明显的泡沫迹象。住房购买需求与住房抵押贷款政策的放开密切相关,也和申请贷款条件、贷款利率水平等高度相关。为了抑制房价泡沫,央行在2005年先后两次发文要求商业银行控制房地产信贷,并取消了优惠利率,将二套房的首付比例由房屋总价的20%提高到30%;银监会也对商业银行的房地产信贷情况进行了摸底和检查;有关地方政府也要对房价的大起大落承担行政领导责任。可见,房地产价格的波动已经成为我国经济政策关注的焦点,正如央行行长周小川所说,我国货币政策今后将不可避免地关注资产价格。特别是金融危机全面爆发的2008年下半年,我国政府实行了4万亿元资金的经济刺激方案,银行信贷扩张迅速,截至2009年6月30日,全国累计投放信贷资金7.36万亿元,大大超过了2008年整个财年的4.98万亿元。与此同时,商业银行对住房抵押贷款实行了首付20%、房贷利率7折的优惠政策,部分银行甚至对第二套房贷款给予7折优惠。在信贷资金的拉动下,房地产市场迅速升温,泡沫重现。实体经济复苏乏力和资产市场价格急剧上涨令政府宏观调控陷入两难境地。

虽然我国政府对房地产价格上涨采取了较为果断的干预措施,但是无论在学术界还是在社会层面,对这些政策的实施都存在着怀疑和争论。同时,理论界也提出了向美国学习,通过抵押资产证券化手段来化解我国银行房地产贷款的高风险。然而,美国的教训告诉我们,由于金融摩擦(financial friction)的存在,金融市场永远是非完美的,市场机制在经济上升时段会形成泡沫,放大风险;反之,在经济下降时段会反应过度,导致过度紧缩。市场本身不能消除金融脆弱性,金融市场的深化发展还有可能加剧金融脆弱性。所以,监管部门不能只充当事后的“灭火器”,更要在市场发展之初的制度设计方面谨慎制定规则,并在市场运行过程中进行有效的过程控制,只有这样才能最大限度地防止危机发生,并将危机治理成本降至最小。

基于以上分析,笔者选择资产价格波动和金融脆弱性相互作用机制作为研究对象,对信贷资金促进资产价格泡沫形成的机制、资产价格下跌引发金融脆弱性的机制、社会常规预期下融资杠杆和资产价格波动的动态反馈机制等进行探索和研究。研究成果丰富和发展了金融脆弱性理论体系,为政策制定者实施货币政策和财政政策提供分析框架和方法,并为有效应对资产价格波动、降低金融脆弱性、促进金融稳定 and 经济发展提供建议和对策。

1.2 相关文献综述

1.2.1 资产价格波动与信用扩张

Benanke and Lown(1991)^[1]研究了资产价格波动对于银行信用扩张的影响。由于信用市场中存在着大量信息不对称问题和激励问题,导致信用市场摩擦的存在,所以资产负债表状况和现金流状况是私人部门借贷能力的重要决定因素。公司和家庭将其所持有的资产作为抵押品进行借贷,从而减轻信息和激励问题。当资产价格大幅度下跌时,会导致银行和借款者的资产负债表状况恶化,从而影响银行的信贷扩张能力和借款者的信用获得能力,进一步造成信用收缩(credit crunch)。对于银行来说,当资产价格下跌导致大面积的贷款损失,从而使银行的权益资本受到损失时,银行为满足资本充足率要求,不得不出售资产,缩减贷款供给,这就是资本金紧缩(capital crunch)导致的信用收缩效应。对于借款者来说,在资产价格上升阶段,借款者的净财富增加,可供抵押的资产价值上升,这提高了借款者获取银行贷款的能力,同时也提高了借款者的负债率,扩大了银行风险暴露的可能性,增加了金融体系的脆弱性;而当资产价格下跌时,借款者的净财富和现金流也随之下落,可供抵押的资产价值下降,导致借款者获取信贷的能力大幅度下降,借款者难以借新贷还旧贷,违约率上升。Bernanke and Lown 通过分析影响信贷供给的各因素,包括贷款资金的可得性等,认为权益资本的短缺是导致贷款供给缩减的最主要原因。

Nan-Kuang Chen(2007)^[2]在动态一般均衡模型中引入了银行和耐用资产,其中耐用资产既是资本品又是抵押品。在模型中,资产价格和银行信贷存在一个相互作用的机制。当投资收益下降破坏了银行资本金和公司净资产时,借贷和投资减少,对资产需求的下降降低了资产的价格,进一步减少了抵押品的价值。此后,商业银行对贷款的资本金要求更高,对借款的抵押品要求更严格,这种反馈效应会进一步限制银行信贷的规模。

Kiyotaki and Moore(1997)^[3]建立的动态模型将公司分为信用约束公司 and 无信用约束公司,同样引入了耐用资产作为担保品和投资品。当信用约束公司面临负面冲击(如产出下降)时,它们的净资产也随之减少,由于借贷能力受到约束,公司减少投资支出,包括对耐用资产的需求也随之减少,因此市场均衡时耐用资产价格下跌。而耐用资产价格的下跌进一步降低公司的净资产,影响公司的借贷能力,造成信贷收缩。资产价格的下跌不仅影响当期信用、约束公司的净资产,而且还影响以后各期信用,造成整个经济体系的信用收缩和资产价格的全面下跌。

Goetz von Peter(2003)^[4]将银行和资产价格纳入到一个简单的宏观经济学模型中,研究了大范围的违约如何影响银行体系,认为信用、资产价格和贷款损失之间的

相互作用对于金融不稳定的发生具有解释力。在他所建立的世代交迭模型中,资产价格起着中心作用,银行体系是公司 and 家庭的支付中介,并在一定的资本约束下运作(如最低资本金要求)。当经济基本面恶化时,负面冲击使资产价格下跌,这导致银行借款者大面积违约,破坏了债务结构:首先减少了公司的利润,一旦公司破产,进一步的贷款损失减少银行体系的股息和资本金。在资本充足率约束下,银行资本金收缩引起贷款成倍地收缩,这就形成了贷款损失—资本金收缩—信贷收缩—金融不稳定的过程。当银行体系受到资本金约束时,由于贷款损失所带来的资本金减少会转换为一个多倍的信贷收缩,最终导致资产价格的进一步下降和加速贷款损失,这又会导致资本金的进一步收缩,形成恶性的正反馈效应。Goetz von Peter 根据负面冲击和资产价格下跌的程度,将基本面分为好的基本面和坏的基本面。在好的基本面中,如果市场预期贷款损失不是即将到来,则资产价格一直下跌,直到贷款损失真正破坏信用供给;同样,如果市场预期贷款损失即将到来,则银行体系会减少贷款,使利率提高,所引发的资产价格下跌和破产恰好会导致预期中的贷款损失发生。因此,在好的基本面中依然会发生自我实现的资本金紧缩均衡和银行危机均衡;在坏的基本面中,则只存在稳定的金融危机均衡,而资本金收缩均衡是不稳定的,从资本金紧缩到金融危机均衡之间的非均衡调整过程就是金融不稳定。

Allen and Gale(2000)^[5]将信贷可得性的突然改变和资产价格波动联系起来,建立模型验证资产价格泡沫的存在。投资者的决策中包含了他们对未来信贷可得性的预期(从银行借多少,为风险资产要付出多少)。如果投资者通过借款投资风险资产,当资产收益率低时,投资者选择违约来逃避偿债,并将风险转移给银行。这种风险转移行为使得投资者愿意追捧风险资产,导致风险资产的价格超过其基本面界定的价值,泡沫由此产生。信贷扩张与风险转移相互作用的方式有两种:一是当期的信贷扩张使投资者投资风险资产,从而抬高资产价格;二是对未来信贷扩张的预期也能抬高当期资产价格。Allen and Gale 强调第二种方式对危机的发生具有重要的影响,未来信贷可得性的改变会导致金融危机发生。如果信用扩张突然减少到低于预期或者只是低于最高期望值,投资者可能无法通过再融资偿还贷款,将不得不出售风险资产,引发资产价格的崩溃和金融危机。所以,不需要明显的信贷收缩,信贷可得性出乎意料的变化也会引发资产价格的崩溃和危机。也就是说,在信贷扩张时期,金融危机也可能发生。

Borio and Lowe(2002)^[6]认为金融危机是金融不平衡积累和扩散的结果,金融不平衡在繁荣时期开始积累,并被良好的经济环境掩盖。形成金融不平衡的因素包括:资产价格从泡沫到崩溃的剧烈波动、超过实体经济发展的信用扩张、超过平均水平的资本积累等。Borio and Lowe 认为同时发生快速的信用扩张、快速的资产价格上涨和投资的高水平,提高了危机发生的概率。

1.2.2 资产价格波动与银行流动性

Allen and Gale(1998)^[7]用模型演示了一个持有非流动性资产的代表性银行。如果存款者预期风险资产有低的收益,则会发生银行挤兑。如果银行为了满足存款者的流动性需求而试图出售其所持有的风险资产,会导致资产价格的下跌,银行危机因此传染到资产市场上来。Allen and Gale(1999)^[8]考虑到交叉持有储蓄的银行,当银行为了满足顾客的流动性需求而主张其在其他银行的债权时,就会导致传染性并引发连锁式的破产。Allen and Gale(2004)^[9]认为,由于存款人对银行的流动性需求在短期内缺乏弹性,即使是对流动性需求较小的冲击也会导致资产价格的大幅度波动、银行违约或者以上两者同时发生。

1.2.3 资产价格波动加剧信息不对称问题

Mishkin(1999)^[10]强调了信息不对称在引发金融不稳定中的作用。他将金融不稳定定义为:当对金融体系的冲击干扰了信息流,并因此导致金融体系不能够将资金有效融通给有生产性机会的投资者时,就会发生金融不稳定。他认为非金融机构的资产负债表状况恶化对于信息不对称问题最为关键,因为这会恶化金融市场的逆向选择和道德风险问题,并进一步演变为金融不稳定。由于抵押品和公司净资产能够起到降低逆向选择和道德风险的作用,当资产或股票价格大幅度下跌时,公司抵押品和净资产价值下降,使信息不对称问题更加严重,导致信贷收缩和经济紧缩。当金融市场中的逆向选择和道德风险积累到一定程度,导致金融市场不能有效配置资金时,金融不稳定甚至金融危机就会发生。

Marshall(1998)^[11]认为,当期股票价格是未来危机发生概率的函数,即未来发生危机的概率上升时,当期股票价格下跌。如果所有投资者都相信这一点,则资产价格的下降就会导致银行危机。Marshall建立了存在两种均衡的模型,模型中存在坏的情形(银行体系自我实现的流动性危机)。当违约被视为经济将会转向坏的均衡的信号时,就会发生传染。单独一次违约可能只是个别公司的个别事件,不一定导致投资者资本准备的减少。但是当信息不完全时,市场有可能将一次违约归因于投资者信心的普遍下降,这会导致股票市场价格进一步下跌。

1.2.4 资产价格波动与金融脆弱性的实证研究

Wilson and LandJones(1990)^[12]分析了美国历史上四次主要的股票市场崩溃和金融危机(1873年9月,1884年6月,1893年7月,1907年10月),发现在资产价格波动和金融危机之间存在高度的相关性。Hahm and Mishkin(2000)^[13]利用信息不对称的理论框架对发生在韩国的金融危机进行了分析,结果表明,危机发生前信贷的快速扩张是导致银行资产负债表状况恶化的重要原因。Nan-Kuang Chen(2001)^[14]

对1973~1992年间中国台湾地区股票价格和房地产价格的季度数据进行了检验,实证结果表明,银行贷款对于资产价格的波动具有显著的预测作用。

Kaminsky and Reinhart(1995)^[15]的研究结果说明,在有关银行危机的领先指标中,资产价格暴跌是一个非常重要的指标,因为股票价格的下跌减少了资产价值,动摇了乐观情绪,引起经济螺旋下滑。Hutchinson and McDill(1999)^[16]研究发现,股票价格的下跌是未来银行危机预测的一年领先指标。Eichengreen and Arteta(2000)^[17]通过对75个新兴市场经济国家1975~1997年间的样本数据进行分析,认为快速的国内信贷增长是导致银行危机的最主要原因之一,实证研究表明国内信贷繁荣领先于银行危机。Eichengreen and Arteta认为当国内信贷规模迅速增长时,对借款者进行监督将变得十分困难,由此导致信贷质量的下降。

Anne Vila的实证分析结果得出了和以上结果不同的结论。Anne Vila(2000)^[18]对1970~1999年间14个国家的股票和银行数据进行了实证检验,并建立了一个比例指标用来衡量股票市场危机的发生。同时,他使用银行股票价格和银行资产负债表数据建立CAMX指标,用来衡量银行危机的发生。研究结论表明,股票市场危机和银行危机之间的联系比较弱,而且股票市场危机和银行危机的严重性之间不存在系统性联系。实证研究还显示出股票价格的上涨并不一定会给股票市场和银行体系带来问题。

综上所述可以看出,由于实证方法和样本数据选取的不同,使得对资产价格波动和金融脆弱性的实证研究结论不尽一致,但大多数学者都赞同两者之间正相关的观点。然而对信贷扩张、资产价格波动和金融脆弱性之间的反馈机制及其成因,以及它们对经济的影响和应对政策等方面的研究还有待进一步深入,并且在现有研究中较少考虑影响预期的社会和心理因素。

1.3 研究的主要工作

1.3.1 提出问题

(1)当前对资产价格波动的研究主要集中在资产定价、资产价格泡沫等方面,对金融脆弱性的研究集中于金融脆弱性的表现、形成机制和发展中国家特有的脆弱性方面,但对两者相互作用的机制以及对经济的影响研究较少。然而将两者分别进行研究难以解释资产价格波动和金融脆弱性的本质,更重要的是,容易忽视两者形成合力对经济产生的严重影响。事实上,正是两者相互作用的正反馈机制使得金融脆弱性不断加大,最终演变为金融危机。所以很有必要对两者的相互作用机制进行深入、系统的研究。

(2)在金融危机频繁爆发的今天,央行不得不将政策目标从控制通货膨胀率扩展

为降低金融脆弱性、维护金融稳定,以便更好地促进经济发展。但是央行的反应函数中是否应该包含资产价格、央行是否应该刺破泡沫、央行采用哪些措施维护金融稳定等问题,无论在理论界还是在实际操作上都存在很大争论。如果以资产价格波动导致金融脆弱性的大小作为判断标准,将会为央行提供更可行的分析框架。通过剖析资产价格波动、金融脆弱性、充分就业和经济发展之间的关系,可以拓宽政策制定者的思路,将货币、财政政策有效搭配,共同维护金融和经济稳定。

(3)在分析资产价格波动和金融脆弱性的相互作用机制时,有很多问题值得思考。如果信贷资金的介入一定会提高资产价格,那么在应对资产价格泡沫时就应该对信贷加以控制和管理;资产价格对经济的不利影响积累于泡沫形成时期,爆发于泡沫崩溃时期,所以有必要研究资产价格的下跌如何一步步削弱金融体系的稳健性;投资中的顺周期行为是客观存在的,它基于经济主体的有限理性和常规预期体系,所以才会产生资产价格波动和金融脆弱性的动态反馈机制。这种金融内在脆弱性问题不能由市场自己解决,必须依靠政府的引导和监管。

(4)金融体系自身的发展和金融创新能否减弱甚至消除金融脆弱性?金融产品的多样化能否有效分散风险,降低资产价格波动对代理人和整个经济体的不良影响?通过对美国次贷危机中房地产价格波动、次贷产品的发行和融资杠杆的变化进行研究,分析金融市场和金融创新的发展对金融脆弱性的影响,为我国金融体系改革过程中防范风险和加强监管提供理论依据。

1.3.2 研究内容

资产价格波动和金融脆弱性问题之所以成为政策制定者关注的焦点,在于两者对产出、就业以及实体经济的波动具有重要影响,只有理解投资活动中两者相互作用的机制,才能作出正确的政策反应。

(1)建立概率模型,演示在金融中介体系的作用下,资产价格泡沫的形成机制;分析在实体经济不确定状况下,信贷资金介入并引发资产泡沫的机制;在实体经济确定状况下,信贷数量和信贷预期的不确定导致泡沫形成和崩溃的机制;研究金融脆弱性、过度借贷和资产价格泡沫的关系。

(2)以银行代表金融体系,建立宏观均衡模型,分析资产价格下降对银行体系间接的、非线性的正反馈影响;研究在资产价格下跌的不同阶段,企业、银行资产负债表的变化;分析资产价格下跌和资本紧缩的动态反馈机制;区分资产负债表脆弱性、金融脆弱性、宏观经济不稳定的临界状态,为货币政策应对资产价格波动提供依据。

(3)从凯恩斯和明斯基的投资理论出发,研究在投资活动中,融资行为对资产价值决定的重要影响;分析融资杠杆的动态变化规律,以及资产价格与融资杠杆之间顺周期性的动力学机制;运用系统动力学方法,分析金融脆弱性和资产价格波动的反馈机制。

(4)对美国金融体系中资产证券化的产生和发展进行分析,研究融资杠杆的提高、贷款总量的上升和资产价格泡沫之间的关系;研究次贷危机中金融风险的传递机制,分析金融市场发展和金融创新对金融脆弱性和资产价格波动的影响。

(5)对比分析央行应对资产价格波动的政策目标和政策手段,分析通胀目标的局限、利率政策的有效性,研究将金融稳定作为目标时央行的政策分析框架。

拟解决的关键问题是:①信贷扩张形成资产价格泡沫的机制研究;②资产价格下跌引发金融脆弱性的机制研究;③常规预期下资产价格和融资杠杆的正反馈关系研究;④应对资产价格波动和金融脆弱性的政策分析框架。

1.3.3 研究方法和技术路线

(1)规范分析与实证分析相结合的研究方法。规范分析采用引证、演绎等方法推理分析,构建理论模型;实证分析主要采用对比分析法,利用各国数据对研究现象加以分析和论证。

(2)静态分析和动态分析相结合。采用静态分析方法,研究信贷扩张对资产价格泡沫的影响、资产价格下跌对金融脆弱性的传导机制;在对资产价格波动和金融脆弱性的反馈机制分析中,运用非线性、动态的系统动力学研究方法,通过系统思考和系统分析,剖析反馈机制。

(3)构建模型的具体方法。在信贷扩张引起资产价格泡沫的分析中运用概率模型;在资产价格下跌对金融脆弱性的传导机制研究中运用完美预见宏观经济模型和资产负债表分析方法;在资产价格和金融脆弱性的反馈机制研究中采用系统动力学方法。

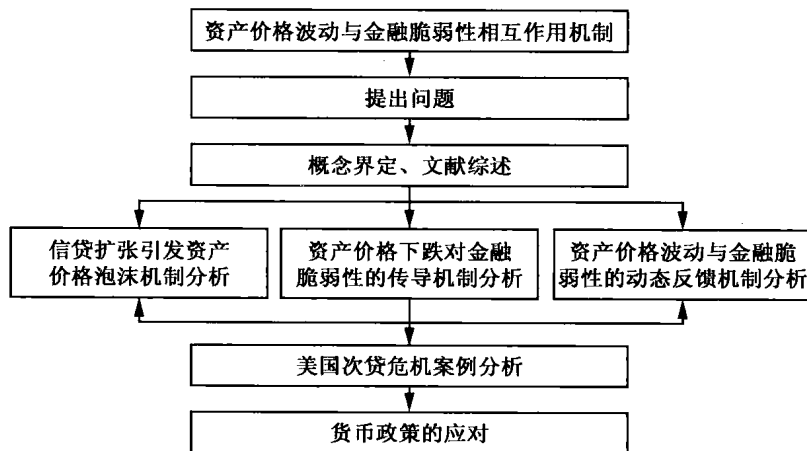


图 1-1 本研究的技术路线

第2章 相关理论研究及其进展

2.1 资产、资产定价及资产价格波动

2.1.1 资产

静态地看,资产(assets)是指任何作为价值贮藏的所有权或财产,可分为资本资产和金融资产。资本资产包括土地、建筑物、知识、用于生产产品的机械设备和运用这些资源所必需的有技术的劳动力等;金融资产主要包括股票、债券和外汇资产等。动态地看,资产是指经济主体依据其对收益和风险的主观偏好或客观需要,选择持有财富的组合。按照 Tobin(1983)^[19] 的观点,货币资金、有价证券和房地产是居民持有的三种主要资产。居民在收益和风险之间选择货币和其他资产的最优组合,从而确定最优的货币持有量。资产的选择是基于不同投资者对未来风险和收益的不同预期,随环境的变化动态调整,并且具有不确定性,所以资产组合具有动态性和价值不确定性特征。本研究中的资产包括资本资产和金融资产。金融资产中不包含外汇资产,因为其定价和波动具有特殊性。

2.1.2 资产价格

根据经济学的价格决定理论,参加资产交易的代理人以消费效用最大化为目标,将当期消费的边际收益与持有资产在未来消费的边际收益相比较,两者相等时达到消费效用最大化。资产价格可以表示为资产在某一时期内所获取的收益与无风险报酬率、风险报酬率和报酬率增长率之和的比率。例如,股票的定价模型就是“戈登公式”(Gordon Equation)^[20];房地产价格是由未来租金收入、出售房产的市场价格和市场利率共同决定的。定价模型表示资产的基础价格,资产的市场价格受供求关系影响,围绕基础价格波动。在现代市场经济中,金融机构和市场为投资者提供了丰富