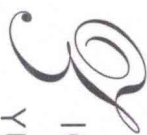


『2010年西南民族大学经济学专业校级示范性专业建设点』项目经费资助

资产价格波动

与宏观经济稳定研究



ICHAN JIAGE BODONG

YU HONGGUAN JINGJI WENDING YANJIU

余喆杨◎著



 中国农业出版社

“2010 年西南民族大学经济学专业校级示范性专业建设点”
项目经费资助

资产价格波动与 宏观经济稳定研究

余喆杨 著

中国农业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与宏观经济稳定研究/余喆杨著. —
北京: 中国农业出版社, 2011. 10
ISBN 978-7-109-16149-8

I. ①资… II. ①余… III. ①资本市场—经济波动—
影响—宏观经济—经济稳定—研究—中国 IV.
①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 202879 号

中国农业出版社出版
(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)
(邮政编码 100125)
责任编辑 张 欣

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行
2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月北京第 1 次印刷

开本: 850mm×1168mm 1/32 印张: 6.25

字数: 185 千字 印数: 1~1 000 册

定价: 20.00 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误, 请向出版社发行部调换)

前 言

20 世纪 80 年代以来，世界各国在成功控制通货膨胀的同时，频繁发生的资产价格大幅波动却对金融体系的稳定和宏观经济稳定造成了严重的负面冲击。资产价格波动，尤其是资产价格泡沫的产生、膨胀和崩溃，已经成为一个影响宏观经济稳定的新因素。面对这一既有理论价值也具有重要的现实意义的问题，有必要深入研究资产价格与宏观经济稳定之间的关系以寻求应对之道。

资产价格为什么不能反映经济基本面决定的基础价值而会出现资产价格泡沫现象这一问题，构成本书的一个分析基础。因此，本书首先考察了资产价格的决定与波动并创建了一个基于分析资产价格决定的一般均衡模型。然而，理论分析和实证检验并不一致。因此作者构建了一个基于有限理性和有限套利的假设的资产价格波动模型。从而论证了投资者非理性行为可能造成非理性的资产价格波动甚至泡沫。

从经济直觉上看，不难理解资产价格波动所产生的财富效应和托宾 q 效应：当资产价格水平上升时，家庭部门感觉更富有，因而增加消费；而企业部门由于面临更低的筹资成本而增加投资。然而，虽然经济理论分析表明资产价格波动确实可以通过财富效应和托宾 q 效应直接影响总需求，但本书论证了资产价格波动通过财富效应和托宾 q 效应对宏观经济稳定的影响力度是十分有限的。换言之，本书论证了如下结论：仅通过财富效应和托宾 q 效应，资产价格波动不可能对宏观经济稳定造成在历史上多次发生的经济危机式的严重影响。

随后，本书对泡沫事件进行了历史研究，并在研究基础上构建了一个由于银行信贷的存在所导致的投资者在投资过程中向银行转移风险的风险转移行为的资产价格泡沫模型。作者先对历史上若干典型的资产价格泡沫事件进行深入考察和分析的基础上，详细分析了诸次泡沫历史事件中资产价格泡沫形成、发展与崩溃的原因及其对宏观经济稳定的影响，并且归纳出资产价格泡沫一般性特征。并明确提出一个观点：经济史上反复出现的资产价格泡沫历史事件与信贷水平高度相关。因此，理性泡沫模型由于没有考虑信贷因素而存在着内在缺陷，从而难于解释经济史上资产价格泡沫对宏观经济稳定造成严重影响的历史事实。作者在借鉴前人风险转移思想构建了一个基于银行信贷推动的资产价格泡沫模型。

基于前述分析和论证，作者首先对货币、信用和资产三者之间的关系进行了理论考察，并在“货币—信用—资产”的分析框架下，指出信贷扩张在推动经济发展的同时也导致了资产价格的剧烈波动。进而，作者从金融体系信息不对称的视角对信贷波动和资产价格波动的相互作用机制进行了研究，并指出：一方面，资产价格波动对信贷水平变动产生直接影响；另一方面，信贷变动又推动着资产价格波动，并通过信贷水平的倍数扩张和收缩引起企业投资需求和家庭消费需求倍数的膨胀和收缩。在借鉴伯南克和盖耶等人提出的金融加速器模型的基础之上，作者在宏观经济基本面基本稳定的情况下引入脱离宏观经济基本面变化的资产价格波动，构建了一个研究资产价格泡沫影响宏观经济稳定的一般均衡模型。并得到两点结论：第一，信贷水平的扩张与收缩是研究资产价格与宏观经济稳定之间关系的核心机制。资产价格波动幅度本身并不足以衡量其对宏观经济稳定的影响效应，还必须观察资产价格波动与银行信贷水平变化之间的相互关系。第二，经济主体在资产价格发生大幅波动时的资产负债状况将直接影响资产价格波动对宏观经济稳定的影响效应。



最后，作者在金融稳定的视角下研究了资产价格波动影响宏观经济稳定机制，并分析了资产价格波动影响宏观经济稳定背景下货币政策目标的两难困境，创新性地构建了一个包含有资产市场均衡的宏观经济模型，并通过对若干情况的比较静态分析指出：货币政策干预资产价格波动具有改善宏观经济表现的可能性，从而针对货币政策应对资产价格影响宏观经济稳定所面临的困境，提出了一些新的对策建议。同时还总结了本书研究结论和未来可能的继续研究方向。

目 录

前言

1 导论	1
1.1 研究背景和选题意义	1
1.2 问题的提出	4
1.3 文献综述	5
1.3.1 影响经济稳定的冲击源	5
1.3.2 资产价格波动直接影响宏观经济稳定的研究述评	6
1.3.3 关于资产价格泡沫理论的研究综述	9
1.3.4 资产价格波动通过影响金融体系稳定 影响经济稳定的理论述评	12
1.3.5 国内相关研究	16
1.4 本书研究对象说明与界定	17
1.4.1 资产	17
1.4.2 资产价格	19
1.4.3 资产价格波动	19
1.5 本书框架、研究方法、可能的创新及存在的不足	20
1.5.1 本书的框架结构	20
1.5.2 研究方法	22
1.5.3 可能的创新	23
1.5.4 本书的不足之处	24
2 资产价格的决定与波动	
——基础价值与泡沫	26
2.1 经济基本面所决定的资产价格	26
2.1.1 基于 EMH 的分析	26

2.1.2	基于套利资产价格决定模型的论证	28
2.1.3	一个基于 CCAPM 的一般均衡框架	30
2.2	资产价格偏离基础价值的实证研究	34
2.2.1	基于有效市场思想下的股票资产价格的波动	35
2.2.2	利用 CCAPM 模型对股票资产高额溢价率的测度	36
2.2.3	股票价格持续偏离其基础价值的证据	38
2.2.4	资产价格偏离基础价值的理性泡沫模型	39
2.2.5	对于理性泡沫模型的存疑	41
2.3	一个基于行为理论的非理性泡沫模型	43
2.3.1	非理性泡沫的行为理论基础	43
2.3.2	非理性泡沫的行为模型构建	46
2.4	小结	49
3	资产价格波动影响经济稳定的直接渠道	51
3.1	资产价格波动通过财富效应对家庭部门 消费需求的影响	52
3.1.1	财富效应的理论分析	52
3.1.2	财富效应的实证检验	55
3.1.3	资产价格通过财富效应对经济稳定的影响程度分析	58
3.2	资产价格通过托宾 q 效应对企业部门投资需求的影响	61
3.2.1	托宾 q (Tobin) 效应的基本含义	62
3.2.2	托宾 q 理论的基本模型	64
3.2.3	托宾 q 效应的实证检验分析	67
3.3	小结	69
4	信贷扩张的资产价格泡沫模型 ——基于历史事件的研究	71
4.1	历史上的泡沫事件	72
4.1.1	荷兰的郁金香投机泡沫	73

4.1.2 法国密西西比股票泡沫	74
4.1.3 美国 20 世纪 20 年代的资产价格泡沫	77
4.1.4 日本 1980 年代末期的泡沫经济	79
4.1.5 美国 1990—1991 年的房地产价格崩溃造成的经济萧条 ...	83
4.2 资产价格泡沫的定义和典型特征	85
4.2.1 资产价格泡沫的定义	85
4.2.2 资产价格泡沫的典型特征	88
4.3 信贷扩张推动的资产价格泡沫模型	89
4.3.1 银行信贷扩张推动资产价格泡沫的微观基础	90
4.3.2 风险资产收益率不确定时的泡沫模型	91
4.3.3 信贷扩张规模不确定时的泡沫模型	99
4.3.4 资产价格泡沫崩溃的可能性	102
5 资产价格波动影响经济稳定的间接渠道研究	
——基于信贷和金融稳定视角的研究	104
5.1 信贷扩张的理论分析与制度背景	105
5.1.1 现代经济中的货币、信用及资产	105
5.1.2 信贷扩张的一个制度变迁背景——金融自由化	109
5.2 资产价格波动影响银行信贷的信息经济学分析	111
5.2.1 融资企业与贷款银行之间的信息不对称问题	112
5.2.2 资产价格影响信贷市场信息不对称的程度	115
5.2.3 信息不对称条件下资产价格对信贷供求的影响	116
5.3 资产价格影响宏观经济稳定的信贷渠道研究	118
5.3.1 资产价格影响企业部门融资的信贷视角	118
5.3.2 资产价格通过信贷渠道影响经济稳定的机制分析	121
5.4 资产价格通过信贷渠道影响经济稳定的 宏观经济模型	125
5.4.1 模型的基本假设和微观基础	126
5.4.2 资产价格通过信贷渠道影响经济稳定的一般均衡框架	129

5.4.3 对数线性化处理后的一般均衡模型	131
5.4.4 模型小结	133
5.5 资产价格崩溃通过影响金融稳定对经济稳定 造成危机影响	134
5.5.1 金融稳定的内涵与核心	135
5.5.2 资产价格波动影响金融稳定的机制	139
5.5.3 资产价格通过影响金融稳定对经济稳定 造成危机影响	143
5.5.4 资产价格崩溃引发经济危机的条件分析	145
6 资产价格波动与货币政策调控研究	149
6.1 资产价格波动背景下货币政策目标的两难困境	149
6.1.1 物价稳定目标与“通货膨胀目标制”	150
6.1.2 物价稳定与金融稳定的关系辨析	152
6.1.3 资产价格膨胀出现在物价稳定时期的一种解释	153
6.2 应对资产价格波动的货币政策的主要争论	157
6.2.1 货币政策不直接干预资产价格波动的“无为论”	157
6.2.2 货币政策直接干预资产价格波动的“有为论”	159
6.2.3 评价和总结	162
6.3 货币政策调控资产价格波动的理论 基础与效果分析	164
6.3.1 货币政策应对资产价格波动的理论基础	164
6.3.2 货币政策干预资产价格波动的效果分析	166
6.4 应对资产价格波动的货币政策选择	170
结论	173
参考文献	177
后记	189

1 导 论

1.1 研究背景和选题意义

20 世纪 80 年代以来,伴随着经济全球化、金融自由化和世界范围内金融体系的大幅变革,不断发展的信息技术和层出不穷的金融创新促进了世界各国的资产市场和金融体系发展的日益广化与深化,也对世界各国的宏观经济运行产生了广泛而深刻影响。在上述背景下,世界各国的宏观经济运行呈现如下三方面特征:第一,在过去近 30 年中世界各国的通货膨胀都得到了有效控制。以主要 OECD^① 国家为例,通货膨胀率从 1980 年的 12.4% 下降到 2006 年的 2.5%,因此有经济学家甚至认为“世界可能开始进入一个价格稳定的新时代”^②。第二,与低通货膨胀相伴随的是世界各国各类资产市场(包括股票市场、房地产市场、债券市场、外汇市场等),出现了比以往更频繁和更大幅度的资产价格波动。第三,世界各国的宏观经济呈现出与各类资产价格高度相关的特征,从图 1.1 我们可以很直观地看到这种相关性。而且许多国家的经济稳定都经历了或正在经历资产价格波动所带来的消极影响。

从 20 世纪 80 年代初中期,北欧国家经历的资产价格剧烈波动后的经济衰退;到 20 世纪 80 年代中末期至 90 年代的日本,以股票和房地产为代表的资产价格极度膨胀,由此引发的泡沫

^① OECD: 经济合作和发展组织 (Organization for Economic Cooperation and Development)。

^② 引自吕江林. 货币政策与资产价格关系研究述评. 经济学动态, 2004 (5)

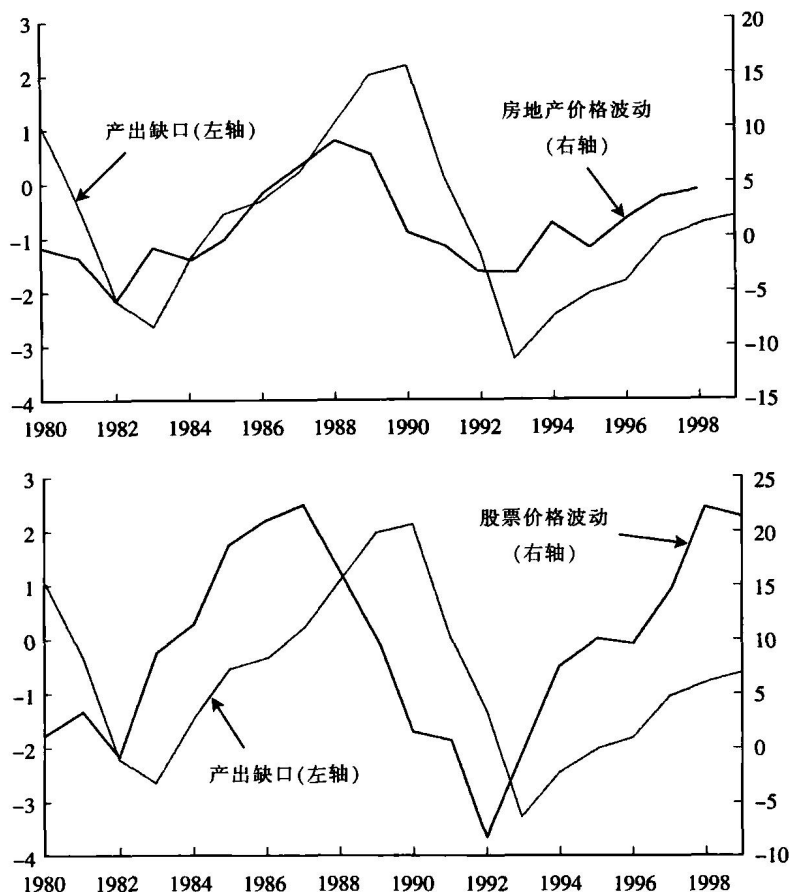


图 1.1 发达国家产出缺口、房地产价格波动与股票价格的关系

资料来源：IMF, International Financial Statistics 69th Annual Report, 2000

(bubble) 经济以及泡沫崩溃后的信贷紧缩与长期的经济萧条，以至于整个 20 世纪 90 年代被称为日本“失落的十年”；再到 1997 年亚洲金融危机中，资产价格的暴跌更是由股市、楼市扩散到外汇和金融衍生品市场，在经受资产价格巨幅波动的同时，亚洲国家的宏观经济也陷入了经济危机的泥潭；最后，持续多年

的全球房地产泡沫因 2008 年美国“次级抵押贷款危机”的全面爆发而走向崩溃，并引发了世界范围的经济危机。毫无疑问，资产价格波动尤其是资产价格泡沫的产生、膨胀和破灭正在成为新的宏观经济波动的重要原因，使得各国研究者们和宏观经济政策制定者们开始深入研究其所传达的信息，并思考应对之道。

中国从 1998 年开始进入通货紧缩周期，直至 2008 年初，消费物价指数（CPI）也仅出现极其温和的上升。但与此同时，中国国内生产总值依然保持持续高速增长，而且中国的货币供应量 M2 的增长率和 GDP 增长率加上通货膨胀率之间始终都有一个缺口。这个缺口说明有大量没有实现的货币积累起来。这些货币既没有表现在商品市场里，也没有表现为实物经济的通货膨胀，而表现为相关资产（主要是股票和房地产）价格轮流持续的剧烈波动。表现为：2001 年 6 月以前表现为股票价格的飙升，在 2001 年 6 月达到最高点后急剧逆转下跌，持续的下跌过程历时近 5 年，股票市值损失超过一半；2005 年 6 月以来，中国股市经历了一轮暴涨和暴跌，股票价格指数波动更加剧烈。以上海证券交易所综合指数为例，该指数从 2005 年 6 月 6 日的 998.23 点起步开始上涨，到 2007 年 10 月 16 日最高点至 6 124.04 点，随后开始快速下跌，到 2008 年 10 月 28 日最低点至 1 664.93 点。我国资产价格在短期内的大幅波动，对国民经济健康稳定发展构成了威胁。同时，我国房地产市场从 1998 年开始经历了一轮持续的上涨过程，从 1998 年 1 月到 2004 年 10 月我国房地产销售价格指数经历了三次高峰、两次低谷，最大的一次波动是在 22 个月内上涨 17.47 个百分点，波动速度最快的一次是在 3 个月内下降 15.78 个百分点。中国作为一个转轨的发展中国家，较市场机制完善的发达国家而言，资产价格波动影响经济稳定的危害性更大。因为，扭曲的资产价格会扭曲经济主体的行为，特别是投资者和商业银行的行为，投资者的非理性行为和银行体系信贷的内生化波动将和资产价格波动相互加强，从而影响金融稳定

和经济稳定，极有可能把中国经济的正常增长路径打乱，进而使得中国新型工业化和现代化的进程受阻。

毫无疑问，股票市场上的股票价格的暴涨暴跌和房地产市场价格持续上涨和居高不下，都引起了社会各界对我国资产价格及其波动问题的关注，并且引发了对这种资产价格及其对宏观经济稳定的影响，甚至引发经济危机的可能性的担忧。因此在这种背景下，研究资产价格与宏观经济稳定的关系对于实现我国经济持续稳定发展具有重大的理论意义和现实意义。

1.2 问题的提出

宏观经济波动 (Business Cycle, Economic Fluctuation, Macro Volatility) 从来都是宏观经济学关注的重大问题。正如罗默 (Romer) 所言：“宏观经济学研究的中心任务之一就是探寻宏观经济波动的原因”^①。如果在现代主流宏观经济理论和分析框架里寻找宏观经济波动的原因，那么答案很可能是：有效需求的变化、供给因素的变化、生产技术变化等各种实际经济变量之类的因素，而绝对不会是资产价格变化这一原因。而且，主流宏观经济理论通常认为宏观经济波动是和通货膨胀率的变动相伴而生，故研究者们都同意下述观点：维持一个稳定的低通货膨胀率是保持宏观经济稳定的前提，因此对于以维持宏观经济稳定为己任的货币政策的最终目标和首要任务就是保持一般价格水平的稳定。然而，面对现实中宏观经济运行所呈现上述特征事实，现有的理论显然无法给出合理的解释和应对策略。

本书将沿着一下提出的问题为线索来研究资产价格是如何影

① 罗默. 高级宏观经济学 (中文版). 上海财经大学出版社, 2001, 第 168 页

响宏观经济稳定。

(1) 如何对资产价格的剧烈波动进行合理的解释?

(2) 资产价格这一名义变量是否可能成为影响宏观经济稳定的一个波动源?

(3) 如果资产价格确实具备影响宏观经济稳定的可能, 那么资产价格影响宏观经济稳定的作用机制又是什么?

(4) 对于维持宏观经济稳定为己任的货币政策而言, 货币政策该如何应对资产价格对经济稳定所带来的挑战?

1.3 文献综述

1.3.1 影响经济稳定的冲击源

宏观经济学认为, 影响经济稳定的冲击源是由外生随机冲击所造成的。这些冲击作用到经济上, 最终造成了我们观察到的各个宏观经济变量的波动, 从而影响经济稳定。虽然在影响经济稳定是由外生冲击驱动这一点上, 经济学界已有共识, 但不同的宏观经济学理论却对各种冲击的重要性有着不同的看法。对冲击来源的不同看法背后所隐藏的影响经济稳定的机制认识却是不同的。因此, 研究影响经济稳定的因素背后的机制, 对冲击来源的识别及分析是必要的第一步。

现代主流宏观经济理论(新古典和新凯恩斯主义)关于影响经济稳定的冲击来源的分析分为以下三大类:

第一类是以真实经济周期理论(Real Business Cycle)为代表的新的古典主义, 它重点考察的是影响经济稳定的实际经济因素: 技术冲击、政府采购和劳动供给等因素的变动, 其中尤其是技术冲击最为重要。RBC 理论从根本上就排斥货币因素在影响经济稳定中的作用, 强调用供给方面的技术冲击代替货币冲击, 并认为“将货币扰动作为纯粹的暂时波动根源的宏观经济波动模型从来都不会成功解释产出变动的大部分, 而由真实因素造成的

随机波动是任何宏观经济波动模型的一个核心部分”^①

第二类是货币主义学派理论，把研究重点放在货币存量的扩张与收缩影响宏观经济稳定上。货币主义者们认为政府的货币政策冲击是影响经济稳定的主要来源。

第三类是以总供给和总需求失衡这一的总量分析框架为核心的新凯恩斯主义理论，强调在工资刚性和价格粘性条件下有效总需求、总供给和名义货币数量诸因素变动都可能影响经济稳定，即把 RBC 的实际因素和货币主义的货币因素结合在一起。

在 RBC 理论中不仅看不到资产价格变化影响经济稳定，甚至货币冲击这一因素也仅对经济稳定起中性作用；而在新凯恩斯主义和货币主义理论中虽然承认货币冲击这一因素是影响经济稳定的一个冲击源，但是同样没有考虑资产价格变化影响经济稳定的可能性，甚至相反地认为宏观经济波动是决定资产价格波动的原因^②。

1.3.2 资产价格波动直接影响宏观经济稳定的研究述评

凯恩斯 (Keynes, 1936) 在《就业、利息和货币通论》中就认识到资产价格与企业投资行为和居民消费行为的关系。凯恩斯认为“在今天通行的所有权和管理权分离的情况下，随着有组织的投资市场的形成，出现了一个很重要的新因素……证券交易所每天都对许多投资项目重新加以估价，而这种重新估价，虽然其目的主要在于为旧有的投资在个人之间的转手提供方便，却对现在进行的投资无可避免地施加决定性的影响。因为，如果建立一个新企业的费用大于购买一个类似企业的费用，那么就没有理

① Kydland, E., and Prescott, C., Business Cycle: Real Facts and The Monetary Myth. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 1990 (3): 3 - 18.

② “股票市场是宏观经济的晴雨表”这一表述在某种程度上就能反映出宏观经济基本面决定股票资产价格走向的一种理论逻辑。

由去建立一个新企业……这样，某些种类的投资取决于股票价格所显示的那些在证券交易所从事经营的人的平均预期，而不是取决于实际经营企业人的真正预期。”^①。他还认为储蓄是决定消费的主观因素，从分析储蓄动机间接分析消费，并假设消费取决于绝对收入，从而提出了绝对收入消费理论。但从长期来看，消费者生活和消费是多期的，当期消费决策及其变化会通过储蓄影响消费未来的收入和消费。作为一个具有经济理性的主体，其消费决策目的应该在于获得跨期的最优效用。显然，凯恩斯的消费理论没有考虑未来的预期以及不确定性对当期消费的影响。

生命周期理论和持久收入理论最重要的贡献之一就是把资产作为重要的变量纳入消费行为的分析，这一理论思路对分析资产及其价格波动对居民消费行为的影响提供了重要的启发。资产价格波动对居民消费的影响从影响渠道上看，大概有三种途径：第一，根据生命周期或持久收入模型，消费支出是家庭生命周期中所有资产的函数，因此资产价格的变化自然会影响消费支出；第二，当期消费受到对未来收入水平预期的影响，而资产价格变化影响未来收入水平的预期；第三，消费的“生命周期理论”假设资本市场是完全的，这样家庭可以根据其净财富和持久收入，在各个时期中最优分配消费支出。

在过去的 30 年间，经济学家们对所谓“财富效应”进行了大量的实证研究。有关实证研究表明，在多数工业化国家中，房地产价格和股票价格的变化对民间消费支出有显著影响，但是这种影响因各国金融结构、资本市场发达程度的不同而不同。其中，鲁蒂维格森和斯特因德尔（Ludvigson & Steindel, 1999）通过实证研究对资产价格的财富效应提出疑问。他们认为，股市

① 凯恩斯·就业、利息和货币通论·中文版·商务印书馆，1999，第 154 - 155 页