

资产定价与 宏观经济波动

许荣/著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

资产定价与 宏观经济波动

许荣/著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目(CIP)数据

资产定价与宏观经济波动/许荣著. —北京:中国经济出版社,2007.5

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8038 - 9

I. 资… II. 许… III. 宏观经济—经济波动—关系—资产评估—研究
IV. F20 F015

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 049216 号

出版发行: 中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 彭彩霞(电话: 010-68354371, E-mail: winterpeng@126.com)

责任印制: 张江虹

封面设计: 华子图文

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市佳星印装有限公司

开 本: 787mm×960mm 1/16 印 张: 12.25 字 数: 160千字

版 次: 2007年5月第1版 印 次: 2007年5月第1次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8038 - 9/F · 7038

定 价: 28.00元

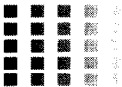
版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

主 编
副 编
参 审

序

言



在现代金融理论中，有很多历久弥新的问题需要人们不断进行深入研究，例如，关于实体经济与资产价格的相关性问题曾经似乎有一个比较明确的结论，那就是资本市场资产价格的变化是国民经济的晴雨表，有时也将其简单地表述为“股市是国民经济的晴雨表”。现在看来之所以要重新研究这个问题，是因为实证的结果不支持或者不完全支持这种近似于“公理”的结论。因此，实体经济与资产价格的相关性成为现代金融理论中一个比较复杂、解释起来相当困难的问题。

从我所收集的美国、英国、法国和中国的宏观经济和资产价格数据中，可以观察到资产价格成长游离于实体经济成长的约束而成长的现象。分析这种现象形成的规律，对人们进行资产选择具有重要指导意义。分析“分离”的原因，对防范未来突如其来的金融危机亦有重要意义。我把资产价格与实体经济表现出的这种“分离”称之为发散状态，即相对于实体经济来说，资产价格的变动在某种意义上处在一种发散状态，呈现出某种独立的走势。这与我们传统意义上说的资本市场资产价格的变动（通过股价指数来表现）是国民经济的晴雨表这种近似于公理式的结论是不相符的。

我认为，由于资本市场的发展，现代金融已经成为经济生活中的独立力量或者说主导性力量，现代金融已经不完全是实体经济的附庸，不一定严格地受实体经济的约束，现代金融实际上已经正在成为独立的经济力量，对实体经济的成长发挥独立的、积极的推动作用，而不仅仅是被动地反映实体经济活动。例如，金融体系给实体经济提供流动性仍然是其重要

资产定价与宏观经济波动

的功能，但是现代金融的功能显然并不限于此，更多的功能可能表现为主动地调节实体经济运行，分散经济运行中的风险。我们说金融是现代经济的核心，显然是基于功能升级后的金融而言的。马克思曾说：“货币是经济运行的第一推动力。”这是从经济运行的全过程看得出的结论，没有货币资金的介入，经济就会停顿下来，所以把货币看成是“第一推动力”。所以，在相当长的时期里，金融只是经济的面纱。我们是否可以认为，资本市场资产价格的变动与实体经济成长之间的这种“剪刀差”关系或分离状态的出现，意味着金融的“面纱时代”的结束？如果是这样的话，那么经济运行可能就表现于两种体系的运行：实体经济和金融化的虚拟经济，两者之间，既相互关联，又相互独立。

我个人对这一课题产生研究兴趣始于2002年，当时应南开大学虚拟经济研究中心的邀请参加第二届全国虚拟经济理论研讨会，在这次会议上我以“实体经济和资产价格剪刀差关系的理论分析”为题做了演讲，引起了与会研究者的热烈讨论。在随后的几年里，我对这一课题进行了反复思考，这些思考最终形成了“实体经济与资产价格变动的相关性分析”一文，发表在2006年第6期的《中国社会科学》上。

由于实体经济和资产价格关系的研究涉及面宽，这一命题实际上是宏观经济学、金融经济学和货币经济学中的核心内容。因此我的研究与其说是对实体经济和资产价格的关系进行总结，不如说是开启了更多研究者的研究兴趣，我所指导的博士生许荣就是其中一位。

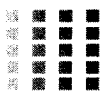
2002年我赴南开开会之时，许荣作为我指导的二年级博士生也随同我参加了此次会议，我的那篇演讲，事实上也激发了他以实体经济和资产价格关系为题进行研究的兴趣。在随后的几年里，许荣经常参加我所主持的有关实体经济和资产价格关系研究的理论研讨会，并最终选定“资产定价与宏观经济波动”为博士论文题目，从影响机制的视角进行了深入研究，顺利完成博士论文，通过答辩并在此基础上修改出版。值得一提的是，许

荣的这篇博士论文在 2005 年中国人民大学优秀博士论文评选中脱颖而出，被评为当年的中国人民大学优秀博士论文。这篇论文是许荣的心智之作，值得一读。

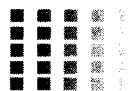
是为序。

吴晓求

2007 年 5 月 8 日



目 录



导 论 /1

0.1 经济史实与问题的提出 /1

0.1.1 资产价格变动与宏观经济波动：何者为因？何者为果？ /4

0.1.2 追求宏观经济稳定的政策导向：从货币稳定到金融稳定 /8

0.1.3 更深层的思考：金融是否是一柄双刃剑 /10

0.1.4 有待理论解释的系列经济史实 /12

0.2 理论研究的已有成果和面临的挑战 /13

0.2.1 资产价格变动影响宏观经济波动的理论探索 /13

0.2.2 资产价格变动影响宏观经济波动的理论研究突破 /17

0.3 本书的研究思路 /18

0.4 关于资产界定 /20

第1章 资产定价——基础价值与泡沫 /21

1.1 基础价值：经济基本面决定的资产价格 /23

1.1.1 效率资本市场理论对资产基础价值的论述 /23

1.1.2 套利定价模型——资产价格必将回归基础价值的论证 /25

1.1.3 宏观经济基本变量决定的资产价格 /26

1.2 资产价格对基础价值的偏离——实证分析 /29

1.2.1 持续性泡沫——股票溢价的证据 /29

1.2.2 资产泡沫与崩溃——个案研究 /33

资产定价与宏观经济波动

- 1.3 行为金融——对资产价格泡沫的理论解释 /36
 - 1.3.1 资产价格脱离基础价值的理论基础 /36
 - 1.3.2 持续泡沫的简化模型 /39
- 1.4 金融自由化对资产价格泡沫的推动 /44
 - 1.4.1 金融自由化引发的国内信贷扩张与国际资本流动 /44
 - 1.4.2 金融自由化浪潮下涌现大量投机资金推动资产价格泡沫 /46
- 1.5 小结：资产价格变动成为宏观经济波动源的可能 /47

第2章 资产价格变动对宏观经济波动的直接影响机制 **——财富效应和 q 效应 /49**

- 2.1 资产价格变动通过财富效应直接影响消费需求 /49
 - 2.1.1 建立在生命周期模型基础上的财富效应分析 /50
 - 2.1.2 财富效应的实证检验 /55
 - 2.1.3 资产价格变动通过财富效应对宏观经济波动的影响力度 /58
- 2.2 资产价格变动通过 q 效应对投资需求的直接影响 /61
 - 2.2.1 资产价格变动对投资产生直接影响的理论综述 /61
 - 2.2.2 资产价格影响企业投资的实证检验——q 效应模型 /63
- 2.3 小结 /68

第3章 资产价格影响宏观经济波动的信贷放大机制 **——资产价格与信贷的互动 /69**

- 3.1 资产价格与信贷的互动之一——资产价格变动对信贷的推动 /70
 - 3.1.1 资产价格变动向银行信贷传导的微观理论基础——信息不对称与代理成本 /71
 - 3.1.2 资产价格变动对信贷供给的影响——企业视角 /78

- 3.1.3 资产价格变动对信贷供给的影响——银行视角 /81
- 3.1.4 资产价格变动对信贷需求的影响——管理层视角 /82
- 3.2 资产价格与信贷的互动之二——信贷对资产价格泡沫的推动 /83
 - 3.2.1 信贷推动的金融资产需求——理论概述 /83
 - 3.2.2 信贷推动的资产价格泡沫模型 /88
- 3.3 资产价格与银行信贷互动的国际实证 /102
 - 3.3.1 资产价格与银行信贷互动的描述性统计 /102
 - 3.3.2 资产价格与银行信贷的协整检验 /103

第4章 资产价格变动通过信贷放大机制对宏观经济波动

一般影响及货币政策选择 /107

- 4.1 资产价格经由信贷放大机制传导的宏观经济模型 /108
 - 4.1.1 模型的基本假设 /110
 - 4.1.2 模型的微观基础——资产价格与企业投资 /111
 - 4.1.3 一般均衡框架 /116
 - 4.1.4 对数线性化处理后的—般均衡模型 /120
 - 4.1.5 模型小结 /121
- 4.2 应对资产价格变动的货币政策选择 /122
 - 4.2.1 直接考虑资产价格的货币政策选择 /123
 - 4.2.2 钉住通货膨胀目标的货币政策选择 /126

第5章 资产价格泡沫崩溃通过信贷放大机制

引发的金融危机 /129

- 5.1 资产价格变动引发金融危机的分析框架 /130
 - 5.1.1 资产价格变动引发金融危机的微观机制 /130

资产定价与宏观经济波动

- 5.1.2 资产价格变动引发的金融危机的条件分析 /135
- 5.1.3 资产价格与银行信贷综合预警指标的构建尝试 /137
- 5.1.4 资产价格引发金融危机时的货币政策选择 /139
- 5.2 资产价格泡沫崩溃通过信贷放大机制引发金融危机的案例研究 /140
 - 5.2.1 美国1990—1991年的房地产价格崩溃造成的经济萧条 /141
 - 5.3.2 日本的泡沫经济与经济危机 /144
 - 5.3.3 1994—1995年的墨西哥金融危机 /147

第6章 中国的资产价格变动及其对宏观经济波动的影响 /151

- 6.1 中国股票价格变动的特殊性 /151
 - 6.1.1 中国股票价格有效性的实证研究 /151
 - 6.1.2 股权分裂对股票价格有效性的影响 /153
- 6.2 金融深化中的中国银行体系——资产价格变动传导的金融环境分析 /159
 - 6.2.1 中国的金融深化 /159
 - 6.2.2 金融深化中的银行体系 /162
- 6.3 中国股票价格变动对宏观经济波动的影响 /165
 - 6.3.1 中国股票市场与银行信贷的互动考察 /165
 - 6.3.2 中国股票价格变动影响宏观经济波动的效应分析 /166
- 6.4 中国房地产价格变动对宏观经济波动的影响 /169
 - 6.4.1 海南省房地产价格变动引发区域经济波动的案例分析 /169
 - 6.4.2 房地产价格变动影响宏观经济波动的效应分析 /171

参考文献 /173

后 记 /182

导 论

0.1 经济史实与问题的提出

在市场经济出现之前的漫长岁月里，经济增长几乎处于停滞状态，人们满足于自给自足的生产方式，引起人们平均生活质量大幅波动的事件主要是地震、瘟疫等自然灾害或者大规模的战争。自从市场经济作为一种崭新的经济运行机制出现，人类社会获得了前所未有的快速经济增长^①。但是，市场经济在为人类社会提供快速经济增长的同时，也为人们带来了新的困惑，经济增长始终处于周期波动之中，繁荣——衰退——萧条——复苏，每一次经济的衰退和萧条都在不同程度上损害了经济增长。极端情形下的经济萧条甚至演化为经济危机，对整体经济增长带来毁灭性打击，使经济增长停滞不前甚至倒退。究竟是哪些因素导

^① 正如马克思和恩格斯在《共产党宣言》中所指出的，“资产阶级在它的不到一百年的阶级统治中所创造的生产力，比过去一切世代创造的全部生产力还要多，还要大。”究其原因，市场经济体制为经济增长起到了极其重要的作用。（见人民网理论学习资料，[http://www. people.com.cn/GB/shizheng/252/5792/6245/index.html](http://www.people.com.cn/GB/shizheng/252/5792/6245/index.html)）

资产定价与宏观经济波动

致经济出现大幅波动呢？如果在 20 世纪 50 年代以前向经济学家询问这一问题，他的答案很可能是：生产技术变化、劳动力供给变化、需求严重不足等实体经济变量的变动^①。然而，20 世纪 50 年代以来，通过观察美国、日本、东南亚国家等国家和地区的经济波动现象，可以发现，股票价格变动、房地产价格变动、外汇价格变动以及信贷变动等一系列金融变量似乎正在成为引发宏观经济波动的新因素。表 0-1 对经济增长特征和经济波动原因做了初步的历史比较，对照不同经济时代经济波动的不同特征，我们提出初步的猜想：资产价格等金融变量是否会成为新的宏观经济不稳定的源头？如果答案是肯定的，那么资产价格变动引起宏观经济波动的影响机制是什么？

表 0-1 经济增长特征与经济波动原因的历史比较

	市场经济之前	市场经济（现代金融体系建立前）	市场经济（金融经济时代）
经济增长	几乎处于停滞状态	快速增长	金融对经济的增长起杠杆推动作用
经济波动	主要由自然灾害、战争等引起	由技术变动、劳动供给变动等实体经济因素引起	由资产价格、信贷变动等金融因素引起

以经济整体为研究对象的宏观经济学从其诞生之初，研究主线就按两条脉络进行：一是研究如何获得更快速的经济增长；二是如何避免或者熨平经济波动，实现无波动的经济增长。早期宏观经济理论研究中，无论是研究经济增长还是研究经济波动的主流理论，金融都被视为无关紧要、可以忽略不计的变量。罗宾逊夫人（Mrs. Robinson）在 1952 年做

^① 20 世纪末 50 年代以前的经济危机理论研究，主要以实体经济因素而不是金融因素来解释宏观经济波动，例如马克思经济危机理论提出的“生产的无限扩张趋势与劳动人民有支付能力相对缩小之间的矛盾”，凯恩斯针对 1929 年大萧条提出的“有效需求不足”理论。

出的著名论断“金融只是实体经济发展的附属”^①可谓影响深远。依照这一观点，金融变量既不会影响增长，也不会导致波动，仅仅对实体经济变量做出被动反应。然而，以诺贝尔经济学奖得主米勒（Miller）和默顿（Merton）为代表的一批经济学家逐渐认识到金融对经济发展所起的至关重要的作用，论述了金融工具、金融市场和金融机构对于缓解经济体中的信息不对称和降低交易成本的重要功能，并进而详细考察了不同的金融体系对于储蓄率、投资决策以至技术创新所起的不同作用，一个相对完整的金融对经济发展起杠杆推动作用的理论框架^②已经初步形成。然而，与金融推动经济增长的理论研究相比，关于金融是否影响以及如何影响宏观经济波动的理论研究则是相对滞后的，至今仍然缺乏完整论述金融作用于宏观经济波动的经典理论。

通过观察 20 世纪中叶以后的宏观经济波动事实，理论研究者越来越强烈地感受到对金融影响宏观经济波动的机制进行研究的必要。世界经济发展由于现代金融体系的建立而步入了金融经济的时代，经济运行日益呈现金融化、证券化趋势。现代金融体系在为经济增长提供强大的杠杆推动作用的同时，出现了由于金融体系的不稳定而导致宏观经济大起大落。我们从美国 1990—1991 年地产价格崩溃造成的经济萧条、日本泡沫经济的破灭到东南亚金融危机都可以观察到，资产价格的变动，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。

金融资产的价格变动与宏观经济波动日益交织在一起，相互影响，

① Mrs. Robinson, J. 1952, "The Generalization of the General Theory", in: *The rate of interest, and other essays*, London: Macmillan, 1952, pp67 ~ 142.

② Levine, Ross, 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence", *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, chapter 12, pp865 ~ 934, Elsevier. 一文对金融在经济发展中所起的作用和机制做了很好的综述。

资产定价与宏观经济波动

相互推动。这一经济现象随着金融市场规模的渐趋庞大和现代金融对经济推动作用的增强而日益显著。由此我们通过下述三个不同角度的观察提出本书的研究课题：现代金融是否在发挥着对经济增长巨大推动作用的同时又引发并传导、增加了宏观经济波动？这是否意味着现代金融体系，确实如同某些具有理论前瞻性的学者所推测的那样，“究竟是在推动经济的发展、结构的调整，从而使现代经济进入一种更高的境界，还是在根基上腐蚀甚至摧毁现代经济体系，使其完全进入一种泡沫经济的时代？它是通向阳关大道之路？还是迈向万丈深渊之径？”^① 如果资产价格变动确实具备引发宏观经济波动的可能，对于以熨平宏观经济波动为己任的宏观经济政策而言，如何应对金融资产价格剧烈波动的挑战？

0.1.1 资产价格变动与宏观经济波动：何者为因？何者为果？

“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”^②，但是，主流宏观经济理论并没有把资产价格变动视为引发宏观经济波动的原因，相反，主流宏观经济理论认为，宏观经济波动是决定资产价格变动的原因。在解释宏观经济波动的两大类模型中，真实经济周期理论（RBC）重点考察了引起宏观经济波动的实体经济因素：技术冲击、政府采购和劳动供给的变动；凯恩斯经济波动理论则强调了在价格和工资的刚性条件下货币冲击引起的经济波动。真实经济周期理论中不仅看不到金融资产价格变动引起的宏观经济波动，甚至连货币的作用都是中性

^① 吴晓求：《证券投资学》，中国人民大学出版社，2004年版，第8页。

^② David Romer, 2000, *Advanced Macroeconomics*, 英文影印版，上海财经大学出版社，2001年版，第168页。

的^①；凯恩斯波动理论虽然强调了货币因素，但是同样没有考虑资产价格的变动带来宏观经济波动的可能性。建立在宏观经济框架基础上的资产定价理论甚至认为，宏观经济基本面决定着资产价格。例如，在消费资本资产定价模型中，投资者预期消费的波动性和预期消费与资产收益率的协方差是决定资产价格的主要因素。我们可以从大多数证券投资教材中找到“股市是宏观经济的晴雨表”或者类似表述，这一方面表明了金融市场与宏观经济之间高度的相关性，另一方面也反映了宏观经济决定股市走向的理论逻辑。

如果说，在金融市场还不发达的情况下，资产价格的变动尚不足以引发宏观经济波动，上述认为宏观经济波动决定资产价格变动的理论认识大体正确的话，当现代经济步入金融经济时代，金融市场中金融资产的交易规模远远超过实体经济规模时，资产价格变动与宏观经济波动之间，因果关系就变得有些模糊不清了。

拥有规模庞大、对经济增长起杠杆推动作用的金融市场成为现代经济体系的鲜明特征。在现代金融体系出现以前，金融市场是从属于经济体系的一个要素市场，其地位和劳动力市场、土地市场并无不同。金融市场的规模受到实体经济融资需求的制约，其功能也仅限于为实体经济提供资金融通。然而，伴随着现代金融体系的建立，金融市场的规模日益膨胀，金融市场的功能也由简单地提供资金融通跃升为分散风险、提供流动性、处理信息等多种功能。金融市场的发展越来越独立于实体经济，以至于被形象地概括为具有独特运动规律的“虚拟经济”。当金融市场日益独立于实体经济的发展时，资产价格的变动也就越来越脱离于宏观经济基本面，而出现自身独特的运动规律。如果说，现代金融市场

^① 真实经济周期理论的最新进展加入了现金现付模型，但货币也仅仅是作为交易媒介发挥作用。

资产定价与宏观经济波动

日益独立于宏观经济基本面仅仅导致资产价格变动出现自身运动规律，那么金融资产价格的变动未必会引起研究人员强烈的兴趣。问题的复杂性在于：当资产价格的变动具有自身独特运动规律时，资产价格变动本身正在成为独立的波动源，从而具备了引发宏观经济波动的可能性，其极端表现就是，资产价格出现大幅波动时引发的经济萧条。

表0-2对18个工业化国家的资产价格剧烈上扬随后崩溃所造成的宏观经济波动按照波动幅度大小进行了整理，表中数据表明资产价格变动的年份。资产价格采用股票价格和房地产价格组成的实际总体资产价格指数形式。资产价格上扬以及随后发生的价格下跌导致实际经济增长率下降2.8%以上，使经济增长率成为零甚至负增长，定义为“沉重代价”；而“低代价”是指资产价格上扬并下跌后，导致实际经济增长率虽然下降但仍然维持着正的增长率。

表0-2 18个工业化国家资产价格波动及其宏观经济影响（1970—2001）

	1970—1980（严重衰退）	1980—1990（影响较小）	1990—2001 ^①
澳大利亚	81	88~90	99~01
比利时		89~90	
加拿大	88~89		
瑞士	73	86~89	
德国	72~73；90~91		
丹麦	73；84~86		97~01
西班牙	86~91		
芬兰	81~89		97~00
法国		89~90	

^① 关于21世纪初资产价格崩溃的宏观经济后果目前尚未得到准确评估，但一般认为其宏观经济影响较小。

续表

	1970—1980 (严重衰退)	1980—1990 (影响较小)	1990—2001 ^①
爱尔兰	78~81	89	95~01
意大利		81; 90~91	
日本	73; 86~90		
荷兰		77; 89~90	94~01
挪威	84~87	73	96~01
新西兰		82~87	
瑞典	87~90		96~00
美国		86~87	96~00
英国	72~73; 85~89		98~00

资料来源: Carsten Detken and Frank Smets, 2003, *Asset price booms and monetary policy*, European Central Bank Working Paper No. 364.

从表 0-2 中我们只能观察到资产价格大幅下跌后对宏观经济波动造成负面影响, 但是这一影响是引起严重萧条 (经济增长率为负) 还是仅仅出现经济增长速度的减缓, 则并没有明显的规律可循。我们进一步整理出表 0-3, 资产价格泡沫产生前后的宏观经济变量变动, 可以看出, 平均而言, 资产价格的泡沫膨胀与崩溃不仅对消费和投资等实体经济变量产生影响, 对信贷增长和货币增长等金融变量同样具有影响。并且, 我们还可以观察到泡沫膨胀和崩溃对经济体的非对称影响, 即资产价格在泡沫膨胀时期对实体经济变量以及金融变量的推动作用有限, 而在泡沫崩溃时期则对 GDP 变动、投资变动、信贷变动等变量造成了严重的负面影响。

^① 关于 21 世纪初资产价格崩溃的宏观经济后果目前尚未得到准确评估, 但一般认为其宏观经济影响较小。