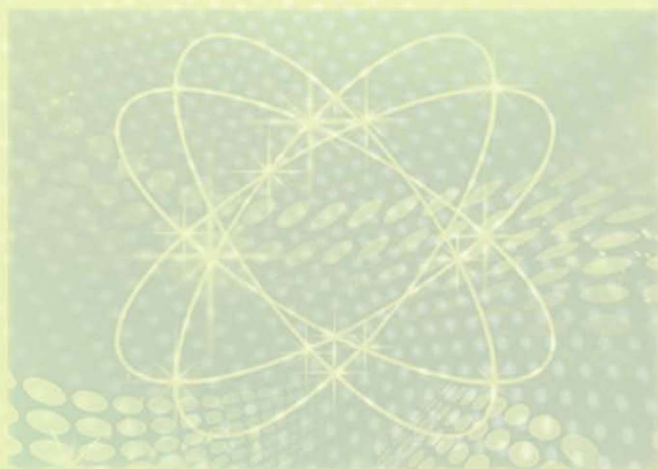


宏观经济波动与资产价格泡沫

马方方 著



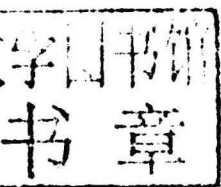
经济日报出版社

宏观经济波动与资产价格泡沫

Macro-Economic Flutuactions and Asset Prices Bubbles

马方方 著

首都经济贸易大学 经济学院



经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济波动与资产价格泡沫 / 马方方著. — 北京:
经济日报出版社, 2012.12

ISBN 978-7-80257-440-3

I. ①宏… II. ①马… III. ①宏观经济—经济波动—
关系—资本市场—研究—中国 IV. ① F123.16 ② F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 189169 号

著 者: 马方方

责任编辑: 赵 妍

责任校对: 徐建华

出版发行: 经济日报出版社

社 址: 北京宣武区右安门内大街65号

邮政编码: 100054

电 话: 编辑部 63584556 发行部 63538621

网 址: www.edpbook.com.cn

E-mail: jjrb58@sina.com

经 销: 全国新华书店

印 刷: 三河市华东印刷有限公司

开 本: 710×1000毫米 16开

印 张: 10.5

字 数: 140千字

版 次: 2012年9月 第1版

印 次: 2012年9月 第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-80257-440-3

定 价: 32.00元

版权所有 盗印必究 印装有误 负责调换

前 言

经济波动与资产价格波动相伴随是当代经济运行中的一个典型现象，20世纪30年代大危机以来，尤其在近20多年中资产价格泡沫事件频繁发生，泡沫破灭后引发的金融危机和经济衰退已经引起了广泛关注。同时随着金融和各类资产市场的发展，参与资产交易的经济主体和货币资金量越来越多，资产性收入在居民收入中的比重日益扩大，因此，金融和资产交易系统对宏观经济运行的影响日益显著。现实经济运行中，在实体经济增长和商品、劳务市场价格相对稳定的情况下，经济波动往往源于资产价格泡沫的快速形成和破灭，并且波动变得更加猛烈。这对关注于实体经济产出波动分析的传统宏观经济学理论提出了挑战，同时货币当局正面临着来自资产价格大幅波动冲击下货币政策选择问题的困扰。宏观经济波动与资产价格泡沫的相关性，成为当代宏观经济和货币金融理论需要研究的一个重要课题。

本书将宏观经济理论和金融理论联系起来，在注重实体经济分析的传统宏观经济波动理论框架中加入金融体系和资产市场，构建资产价格泡沫与宏观经济波动关系的理论分析框架，研究资产价格泡沫与宏观经济波动之间的相互影响机制，并通过对历史上资产价格泡沫典型事件发生时的宏观经济背景的回顾，对理论分析的结论加以印证。得出的主要结论是，资产价格泡沫与宏观经济波动之间存在着相互影响的关系，其中金融体系发挥了主要传导作用。在理论分析的基础上，本书研究了资产价格泡沫与货币政策的关系，提出关注资产价格泡沫的货币政策操作是货币当局的现实选择，在应对资产价格泡沫的货币政策操作策略上，温和的事前反应策略优于激烈的事后反应策略。本书在上述理论分析中还论证了在经济和金融发展不同阶段资产价格泡沫与宏观经济波动之间

相互影响的程度。由于在不同的发展阶段两者相互影响的程度不同，因此，本书在运用基本理论分析框架对两者的关系和政策取向进行分析时，还融入了经济和金融发展的阶段特征。本书最后部分运用上述理论分析框架对于中国经济体制改革和发展过程中资产价格泡沫与宏观经济波动的关系进行了实证研究。认为在中国目前经济和金融发展阶段，宏观经济波动与资产价格波动的相关性正在加强，但就目前来看资产价格泡沫通过影响金融稳定而影响宏观经济波动的作用还不十分显著。中国经济发展面临金融发展和风险控制的双重任务，此时，应该遵循与实体经济发展相适应的稳步推进金融发展的原则，并选择关注资产价格泡沫的稳健的货币政策操作策略。

结合金融和经济发展不同阶段的特点，论证资产价格泡沫与宏观经济波动的相互影响关系，建立当代经济和金融制度下的资产价格泡沫与宏观经济波动关系的理论分析框架是本研究预计突破的难点和创新点。在上述理论框架下分析中国体制转轨和金融制度演变过程中资产价格泡沫现象形成的原因及影响，针对中国具体情况提出必要和可行的政策建议，是本书希望达到的另一主要目的。本书研究的特点在于理论和实证研究相结合，尽量将理论逻辑分析和对历史事件发生的逻辑分析相统一，用理论框架解释现实现象，用现实现象印证理论分析框架的合理性。

由于该领域研究还没有形成成熟的理论体系，这一方面使进一步研究具有必要性，另一方面也对本书研究建立合理的理论分析框架提出了挑战。因此，本文在理论分析体系严谨合理性方面还会存在一定缺陷。此外，由于中国经济和金融制度正处在渐变发展过程中，在进行实证分析和运用上述理论分析现实问题中会存在一定困难。因此，本书的研究带有很大的探索性，有些观点仍不够成熟。同时由于资料的限制，对于有些问题的解释和论述还不够深入，虽然在写作过程中付出了很大的努力，但是由于理论水平和对不断变化的经济形势认识上的限制，本书一定还存在很多缺陷，敬请广大读者给予指正，以便在今后的修订和研究中加以弥补。

Preface

It is a typical phenomenon in modern economy that the economic fluctuations go with the wave of asset price. Since the economic crisis in 1930s, especially in the recent 20 years, the frequent asset price bubble bust result in financial crisis and economic decline, which have attract wide attention. With the development of financial and various capital markets, more and more economic bodies engage in asset transaction and the amount of capital increase greatly, therefore the property income account for a great percentage in people's income. Under this background, the financial and asset transaction system play an important role in the macro economy. In the real economy, when economic development and the price of merchandise and service market are stable, the economic fluctuations often derive from the rapid asset price bubble boom and bust, and the fluctuation is great. It is a challenge for traditional macro economics which pay more attention to real economic output analysis, at the same time the monetary authority face the dilemma when choosing the monetary policy to react the impact of great asset price change. The relativity between macro economy fluctuation and asset price bubble has become an important task in the study of modern macro economy and monetary demand theory.

This book connect the macroeconomic theory and financial theory through adding financial system and capital market to the traditional macroeconomic fluctuation theoretical framework, to establish a theoretical analysis framework of the relationship between asset price bubble and macroeconomic fluctuation,

which study the mutual influence mechanism of the two parties. By reviewing the macroeconomic background of typical asset price bubble events in the history, this article demonstrates the conclusion of the theory analysis, namely, "there is a mutual influence mechanism between asset price bubble and macroeconomic fluctuation, and financial system play an important role in it. On the base of theory analysis, this article studies the relationship between asset price bubble and monetary policy, and notifies that monetary authority's policy should pay attention to asset price bubble. In the operation strategy of reacting for the asset price bubble, the mild beforehand strategy is better than the drastic strategy after the events. In the above theoretical analysis, this article also refers to that the relativity between them is different in different economic and financial development phases, therefore it is necessary to study and choose proper policy by utilizing basic theoretical analysis in different phases. In the last part, this article makes empirical study about the relationship in the development and reform of China economy. In current phase, the relativity is more and closer, but the impact of asset price bubble on financial stability and macroeconomic fluctuation is not strong, so China faces both tasks of financial development and risk control. At this time, according to the development of real economy, we should promote the strategy of financial development and adopt stable monetary policy strategy to pay attention to asset price bubble.

目 录

前 言	1
导 论	1
一、问题的提出与研究意义	3
二、本书内容结构框架	6
三、本书特点和研究方法	8
第一章 资产价格泡沫与宏观经济波动关系的理论分析	9
第一节 资产价格泡沫的含义	11
一、资产和资产类型	11
二、资产价格和资产价格泡沫	12
三、资产价格脱离基础价值的金融学理论基础	14
第二节 宏观经济波动的概念	17
一、宏观经济波动的定义	17
二、宏观经济波动理论的发展脉络	18
第三节 资产价格泡沫与宏观经济波动的关系	20
一、资产价格泡沫与宏观经济关系的相关理论综述	20
二、宏观经济波动对资产价格泡沫的影响机制	27

第二章 历史上重大资产价格泡沫事件分析	31
第一节 历史上重大资产价格泡沫事件回顾	33
一、资本主义早期的资产价格泡沫事件	33
二、当代的资产价格泡沫事件	36
第二节 历史上重大资产价格泡沫事件与经济波动的关系	45
第三节 金融结构演进中的资产价格泡沫现象分析	46
一、银行主导金融结构下的资产价格泡沫	47
二、市场主导金融结构下的资产价格泡沫	47
三、强市场主导金融结构下的资产价格泡沫	50
第三章 资产价格泡沫对宏观经济波动的影响	53
第一节 资产价格泡沫影响宏观经济传导机制的基本分析框架	55
一、基本理论分析框架	55
二、关于货币量流入资产市场的理论分析	57
第二节 资产价格泡沫对消费和投资的影响机制	61
一、财富效应及资产价格波动对消费影响的传导机制	61
二、资产价格对投资影响的传导机制	66
第三节 资产价格泡沫影响宏观经济波动的金融传导	68
一、金融发展中金融传导机制的作用	68
二、金融加速器效应的影响	69
三、金融传导的实证——2007年美国次贷危机及其影响	71
第四节 资产价格泡沫对宏观经济波动的影响强度	76
一、资产价格泡沫对宏观经济波动影响正负效应的不对称性	77
二、不同资产市场结构下资产价格泡沫影响程度的差异	79
本章小结	84
第四章 资产价格泡沫与货币政策	85
第一节 货币政策操作对资产价格泡沫形成和破灭的影响	87
一、依据历史事件的直观分析	87

二、理论分析	88
第二节 资产价格泡沫对货币政策的影响	90
一、加入资产市场后货币政策作用基础变化对政策效果的影响	90
二、资产价格传导机制对货币政策效应的影响	91
第三节 应对资产价格泡沫的货币政策干预问题	92
一、货币政策是否应当将资产价格泡沫作为调控对象	93
二、应对资产价格泡沫的货币政策策略选择问题	97
本章小结	100
 第五章 中国资产价格泡沫与宏观经济波动的联系	101
第一节 中国股票价格泡沫现象分析	103
一、1996 ~ 1997 年间的股票价格泡沫分析	103
二、2005 ~ 2007 年间的股票价格泡沫分析	104
第二节 中国房地产泡沫现象分析	106
一、中国房地产价格波动的整体回顾	106
二、房地产价格上涨的直接诱因：市场供求状况的变化	107
三、中国房地产价格泡沫分析	108
本章小结	112
 第六章 中国资产价格泡沫对宏观经济波动的影响	113
第一节 中国资产价格波动对消费的影响效应	115
一、实证分析	115
二、资产价格影响消费效应的因素分析	117
第二节 中国资产价格泡沫对投资影响效应	122
一、房地产价格对投资影响效应的实证分析	122
二、股票价格对投资影响效应的实证分析	125
第三节 中国资产价格泡沫对金融稳定的影响	131
一、中国当前金融结构下资产价格泡沫对金融稳定的影响	131
二、资产价格泡沫对银行体系稳健性产生冲击的可能性	132

第四节 应对资产价格泡沫不良影响的政策建议	138
一、金融结构的构成应适应储蓄和融资需求的变化更加多样化	138
二、坚持金融发展不能远离实体经济发展的基本原则	139
三、处理好金融创新、金融发展与风险控制的关系	140
四、货币政策的目标应更明确为控制通货膨胀同时关注资产价格	141
本章小结	141
 附 录	143
附一：本书主要结论	145
附二：实证分析的原始数据	147
 参考文献	151
后 记	158

导 论

INTRODUCTION

一、问题的提出与研究意义

从 20 世纪 30 年代的大危机爆发以来,以股票、房地产、汇率等资产价格为主要代表的泡沫破灭导致的金融和宏观经济的严重衰退,成为当代宏观经济波动的典型现象。2007 年由美国次贷危机而引发的金融危机和经济危机,也是一次资产价格泡沫破灭的危机,而且资产价格泡沫的形成与破灭对于宏观经济的影响已扩展到更加广阔的范围。在中国经济快速增长的过程中,资产市场尤其是房地产市场和股票市场近几年也出现了剧烈的价格波动,资产价格的波动对经济波动也产生了一定影响。不难看出,在当代经济社会发展过程中,各国乃至世界范围内宏观经济波动的特点越来越明显地表现为源于金融危机,而金融不稳定和经济波动往往由资产价格的异常波动而引发。

同时我们还注意到,上述伴随资产价格泡沫的经济波动现象,在金融体系高度发达的国家和进行市场化推进的新兴工业化国家表现得更为明显。这表明市场经济体系演变和发展的过程伴随着金融资产规模及种类的不断扩大,资产价格的波动对经济的影响逐步增强。随着经济增长和收入的提高,一方面,经济增长需要更大规模的资本积累,这需要借助高度发达的金融体系来实现;另一方面,人们持有投资类资产的规模也在不断增多,参与资产交易的经济主体和货币资金量越来越多,资产性收入在居民收入中的比重日益扩大,投资收益成为人们的主要收入来源。资产价格波动会通过

投融资成本和收益及市场价格信号的传导，快速影响经济主体的投资、消费规模和资本的流向。所以，虽然资产价格泡沫事件在历史上早已屡见不鲜，但是，只有在资本主义经济发展到一定规模，现代金融体系加入并对资本形成起到关键作用之后，资产价格泡沫事件才更加显著地与宏观经济波动相联系。

现实经济运行中，在实体经济增长和商品、劳务市场价格相对稳定的情况下，经济波动往往源于资产价格泡沫的快速形成和破灭，并且波动变得更加猛烈。资产价格泡沫现象在近 20 多年更是周而复始地出现并对经济稳定增长产生严重伤害。现代经济模式为资产价格泡沫的形成提供了更加便利的金融渠道，而泡沫产生并快速膨胀的过程往往伴随经济的非理性繁荣，价格上涨的逆转和泡沫的破灭又会通过金融体系危机的传导对经济形成灾难性的收缩作用，使经济陷入深度和漫长的衰退与复苏过程。2008 年以来的这场国际金融危机，对关注于实体经济产出波动分析的传统宏观经济学理论提出了挑战，同时货币当局正面临着来自资产价格大幅波动冲击下货币政策选择问题的困扰。宏观经济波动与资产价格泡沫的相关性，成为当代宏观经济和货币金融理论需要研究的一个重要课题。

在主流宏观经济理论中，分析经济波动应用最多的理论框架是实际经济周期模型和凯恩斯的 *IS-LM* 模型。但是这两大理论都认为，资产的实际价格直接由金融市场的利率期限结构和对未来支付的预期来决定，而金融市场或信贷市场的状况并不能对经济实际产出产生影响（Bernanke et al, 1999）^[1]。显然，上述解释经济波动的经典理论分析框架，对金融体系的波动与实际产出的波动的分析是割裂开来的。然而，面对越来越多的资产价格泡沫和金融危机现象，仅用这两种主流宏观经济学理论来解释当代经济波动的原因显得力不从心。因为，金融危机后的经济波动并不是来自实体经济自身发展中大的、持续的冲击^[2]，而资产价格泡沫破灭导致的金融体系的交易的崩溃才是真正的诱因。因此，自

[1] Bernanke, B. and M. Gertler, 1999. Monetary Policy and Asset Prices Volatility, *Economic Review*, 4th Quarter, Fed of Kansas.

[2] 借鉴实际经济周期学派强调的实际冲击（包括技术冲击和生产率冲击）和名义冲击（包括货币冲击和价格冲击）的划分方法。

Fisher (1933)探索性地运用债务 - 通缩 (debts deflation) 模型^[1]解释 20 世纪初大萧条发生的原因以来, 经济学家逐渐开始把金融因素视为经济周期波动中的一个重要因素。由于资产价格泡沫的破灭是导致金融体系动荡的直接原因, 因此, 资产价格泡沫与宏观经济波动之间的关系, 成为国内外学者和经济政策部门高度关注和重视的研究课题。但是, 从现有文献来看, 对资产价格泡沫和宏观经济波动的研究存在以下缺陷: 第一, 从投机性资产市场交易行为本身来解释资产价格波动的运行特点, 忽视了它与宏观经济运行之间的传导关系; 第二, 强调金融扩张过程中虚拟经济与实体经济分离背景下, 金融制度自身不稳定性对资产价格泡沫和经济波动的影响, 忽视了实体经济与虚拟经济之间的内在联系, 进而忽视了对经济增长中引发经济波动和资产价格波动之间正反馈循环运动的共同冲击因素的分析。

在现代经济中, 一方面, 资产价格泡沫不可能是脱离实体经济的独立现象, 另一方面, 资产价格波动对家庭消费、企业投资、金融机构借贷和中央银行的货币政策都产生重要影响, 因而, 应重视将资产价格引入到宏观经济波动的分析框架中。研究资产价格泡沫形成、膨胀和破灭与宏观经济波动的联系机制, 资产价格泡沫能否得到控制, 如何避免资产价格泡沫过度膨胀和其破灭对宏观经济波动的影响, 进而在现代经济和金融体系发展过程中保证经济持续稳定运行, 成为宏观经济研究的重要任务。

本书旨在从现象和已有理论分析框架的缺陷出发, 找出影响两种波动的共同因素, 提出宏观经济波动与资产价格泡沫关系的理论分析框架。进一步研究应对资产价格泡沫不良影响的经济政策。对这一问题的研究, 将有助于认识现代经济和金融体系发展过程中资产价格波动与宏观经济波动的相互影响关系。该项研究涉及金融与经济协调稳定发展的重大问题, 对缓解经济和金融危机的不良影响, 实现经济持续稳定增长具有重要意义, 对我国中长期的经济和金融政策的选择有参考价值。

[1] Fisher, Irving, 1933, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1, October: 337-57

二、本书内容结构框架

本书在前人研究的基础上,提出一个当代经济金融制度的背景下宏观经济波动与资产价格泡沫关系的理论分析框架,以分析它们之间相互影响的关系。其中结合对历史上重大泡沫事件的分析,考察上述理论分析与历史事件在逻辑上是否具有一致性。本书论证了通过金融渠道宏观经济与资产价格泡沫之间的传导机制,进一步以理论为依据,分析资产价格泡沫与货币政策的关系,讨论货币政策对资产价格泡沫实施干预的必要性和可能性,以及引入资产市场后货币政策传导过程的变化。本书最后运用上述理论分析框架,结合中国经济、金融发展的现实,分析中国经济与金融制度演变过程中资产价格泡沫与宏观经济波动的关系,判断中国资产价格泡沫对金融和宏观经济波动的影响程度,并在此基础上提出中国金融发展和货币政策选择的意见和建议。本书的基本研究思路和逻辑安排如下:

第一章资产价格泡沫与经济波动关系的理论分析,建立资产价格泡沫与宏观经济波动关系的理论分析框架,揭示资产价格泡沫形成和破灭与宏观经济波动的关系。首先阐述资产价格泡沫和经济波动的经济含义。明确本项研究对象的经济学内涵和外延。本项研究以传统和普遍意义上的资产(股票和房地产)为研究对象,研究的领域仅涉及一国经济体内部,不涉及国际间的经济关系。其次资产价格泡沫的形成机制。运用现代金融学相关理论,在理性预期和有效市场假说理论以及行为金融学非理性投机行为理论的分析框架下,解释资产价格泡沫的形成机理。最后,重点论述宏观经济波动对资产价格泡沫的影响。从资产价格形成机制的一般理论入手,将宏观经济理论与金融学理论中关于资产价格泡沫形成机制的理论相结合,研究宏观经济波动对资产价格泡沫影响的传导过程,并建立将二者联系起来的理论分析框架。

第二章对历史上典型的重大资产价格泡沫事件过程进行回顾和分析,揭示资产价格泡沫现象与宏观经济波动的关系,从而对第一章理论分析所得结论提供实际依据。根据理论逻辑,宏观经济波动的信息是通过金融体系向资产市场传导的,因此本章将进一步探讨金融结构演进中资产价格泡沫形成机制的发展过程。揭示不同金融结构下宏观经济波动对于资产价格泡沫形成和破灭产生影