



中国社会科学院金融研究所 · 博库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences



金融资产膨胀与 货币政策困境

Financial Asset Inflation and
Monetary Policy Puzzle

肇 越 / 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

·博库

金融资产膨胀与 货币政策困境

**Financial Asset Inflation and
Monetary Policy Puzzle**

肇 越 著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

金融资产膨胀与货币政策困境/肇越著. - 北京: 社会科学文献出版社, 2006. 6

(中国社会科学院金融研究所·博库)

ISBN 7-80230-161-0

I. 金… II. 肇… III. 金融资本-通货膨胀-影响-货币政策-研究 IV. F8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 055719 号

江万龄出版基金委员会

主 任 江赵兰润

委 员 李 扬 王传纶 王国刚 王松奇

办 公 室 赵一新 刘戈平 罗 滢

论文推荐小组

召 集 人 李 扬

委 员 (按姓氏笔画):

王传纶	中国人民大学	范从来	南京大学
王广谦	中央财经大学	陈百助	美国南加州大学
王春峰	天津大学	陈志武	美国耶鲁大学
叶永刚	武汉大学	陈浪南	中山大学
艾洪德	东北财经大学	陈雨露	中国人民大学
朱新蓉	中南财经大学	胡 坚	北京大学
刘锡良	西南财经大学	贺力平	北京师范大学
李伏安	南开大学	郑振龙	厦门大学
李 扬	中国社会科学院	姜波克	复旦大学
王国刚	中国社会科学院	唐 旭	中国人民银行研究局
王松奇	中国社会科学院	谢 平	中国人民银行研究生部
何 佳	香港中文大学	戴国强	上海财经大学
宋逢明	清华大学		

江万龄博士基金会简介

江万龄博士 1937 年出生于南京市，祖籍浙江杭州。毕业于“国立”台湾大学，随后赴美留学，先后取得纽约大学系统科学硕士及凯斯理工学院战略学博士学位。

江博士是著名的美籍投资银行家，曾在加州州立大学长堤分校商学院执教多年，是美国经济学会、国际企业学会、电机和电子工程学会会员；1991 年膺选为美国最具权威的企业研究机构 The Conference Board 之国际咨议及资深会员。江博士在台湾地区创业投资界居创始地位，有成功投资扶植新竹科技园区产业的实际经验。1983 年，应当时台湾“中央银行”总裁及“经建会”主任委员俞国华先生之召，江博士返台出任“中华开发信托公司”（简称 CDC）总经理一职，为推动台湾地区工业发展和资本市场发展两方面做出重大贡献。主持经营 10 年后，江博士不但将 CDC 从倒闭边缘拯救出来，1993 年还被《欧洲货币》月刊评选为 1993 年台湾地区最佳金融机构；并以总市值 25.3 亿美元，在全球新兴市场中排名第 66 位。

江博士是著名的爱国人士，对祖国统一和发展做出了积极贡献。从 1993 年起，江博士将其事业与精力转向中国内地，并膺选为浙江大学管理学院顾问教授、上海交通大学管理学院顾问教授、北京大学光华管理学院和清华大学管理学院客座教授。穿梭于北京、上海、杭州等地的主要高等学府，传授现代经济发展理论与企业管理经验，同时开始深入考察和研究中国内地的国有企业改革、资本市场发展、风险投资体制与高科技企业培育等实际问题；并主持规模达 11 亿美元的美西亚洲基础建设投资基金，从事对中国内地及东南亚的直接投资。

1999 年江博士在香港注册成立汉世纪开发金融公司，除成立台湾分公司外，已在上海、北京、深圳、西安及美国硅谷成立合资事业，专事中国高科技工业及资本市场的开拓。

正当江博士在中国内地的事业兴旺发展之时，他不幸于 2002 年 5 月因

病逝世，根据他的遗愿，成立了“江万龄博士基金会”，以扶持、促进中国内地在金融、资本市场、高科技产业化等领域的发展和建设为宗旨。并在基金中专门设立“江万龄金融博士论文出版基金”，旨在支持上述领域从事研究的青年才俊研究成果的出版。2004年又正式启动浙江大学江万龄金融研究中心，旨在为中国内地培养与发掘优秀的金融人才。

总 序

为了给中国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们拟从2004年开始，每年编辑出版一套“金融博士文库”。

这套文库将突出3个特点：

第一，入选文库的作者以新近毕业的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论文应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，一般，我们甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实的资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论文应能熟练运用现代经济和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定或建立基本事实以及这些事实之间关系的假设、模型、推论及其检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对论文的基本要求，是按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

出版这套论丛的最初动议，是由享誉国际金融界的华人投资银行家江万龄博士提出的。江先生早年就读于美国著名学府。学成之后，他便投身于中国台湾省的“官营企业”和“党营企业”的整治工作，并做出了突出贡献。

后来，作为领创业投资风气之先的投资银行家，他又为台湾省的创业投资体系的建设做了一些开创性工作。尤其可贵的是，从 20 世纪 90 年代中期开始，江先生满怀爱国之情，积极投身于祖国内地的经济建设和金融发展大潮之中。他先在清华大学、上海交通大学、中国科技大学等国内数所著名高校中担任教职，孜孜不倦地传播现代金融知识；继而又利用其在国际金融界的威望，组织设立了若干只投资基金，致力于推动内地创业投资体系的建设。不幸的是，正当他苦心经营的事业在祖国内地初见成效之际，他却离我们而去了。我们出版这套论丛并以他的名字命名，正是为了铭记他对祖国的金融人才培养和教育事业做出的贡献。

李 扬

2004 年 9 月 9 日

内 容 提 要

一 选题背景

经济理论的生命力在于它对现实事件的解释力。

世界经济进入 20 世纪 90 年代后,发生了一系列令人困惑的现象:通货紧缩的广泛存在,金融危机的连续爆发……20 世纪 80 年代~90 年代,日本金融资产价格极度膨胀所引发的金融危机使得日本经济陷入长期的衰退之中,而 1997 年的亚洲金融危机更是警示人们,金融资产膨胀与金融危机会在物价平稳运行的情况下,引发宏观经济产生灾难性波动。^①

近年来,在世界范围内出现了金融体系的大变革,金融创新、金融发展和信息技术发展深刻地影响着世界各国的经济发展和结构变迁。随着金融资产的增加,金融资产价格变化对市场主体(家庭、企业)所持有的资产价值和一国宏观经济的影响日益增大。造成宏观经济波动的起因往往不再仅仅来自实体经济中通货膨胀与通货紧缩,而更多的是来自金融市场资产价格的异常波动所引起的一国经济的剧烈动荡。由于金融资产价格波动导致的金融危机和经济衰退,使得人们开始关注金融资产对宏观经济的影响。

以金融资产价格的剧烈波动和金融资产数量的高速扩张为特征的金融资产膨胀,日益严重地改变了世界经济结构和发展节奏,更使得世界金融体系发生了根本性的变化。这种变化已经使得传统经济、金融理论面临了严重的挑战。如何认识金融资产膨胀对经济体系和金融体系的影响?在金融资产膨

^① 实际上,20 世纪 20 年代~30 年代的世界性大萧条也是由股市崩溃而引起的。1987 年发生的美国股市崩溃,在一天之内使美国公司的资产价值下降了 5 万亿美元。“甚至一场重要的战争都没能在一天内摧毁美国股票市值的 1/4。但是不论战争或任何外界事物都不足以解释 1987 年的下跌。”

胀条件下,经济体系的约束条件和行为模式发生了哪些变化?这些变化又使得经济政策需要做出哪些调整?这些问题对于经济理论发展和经济政策制订都是至关重要的。

这就是本书努力试图达到的目的。

二 研究思路与方法

1. 研究思路

随着各种可交易金融资产的迅速发展,经济系统结构和运行模式发生了一系列的变化。无论是在微观层面,还是在宏观层面,都出现了很多与经典经济理论不相符合的现象。进入20世纪90年代,世界经济中不断出现的危机与动荡既说明世界经济自身的不稳定性增强,也说明各国经济政策的有效性正在下降。为此应该关注金融资产发展对世界经济的影响,分析以往经济事件中的得失,改善货币政策的有效性。

分析循着从微观到宏观的思路展开。首先分析金融资产价格的运行机制,金融资产价格不同于遵从负反馈过程的实物资产价格,而是表现出复杂的变化形态,因此全书前面的部分主要从形成机理和实证检验等多方面说明金融资产价格变化并不遵从经典理论的线性描述(有效市场理论、CAPM理论和APT理论等),而是遵从复杂的非线性规律。金融资产价格微观变化规律是金融资产膨胀宏观效应的基础。当金融资产的规模达到一定比例后,金融资产价格的正反馈机制导致宏观经济的运行机理发生变化。因此本书中间部分主要讨论存在金融资产交易市场条件下,宏观经济的一般均衡。

2. 研究方法

(1) 历史分析。经济思想的来源常常是对历史的分析和解读,甚至是再解读。经济学不同于自然科学的一个特点就是:无法对环境进行控制以分离某些因素的独立影响,这使得经济学常常无法进行实验研究,尤其是对宏观经济学思想的研究和检验,为此只能到各个历史事件中去追寻。这就使得历史分析在经济学研究中有极为重要的意义。

在经济历史分析方法的运用中,对于相似事件的差异性对比分析往往可以起分离某些因素独立影响的效果,即我们可以通过比较类似历史事件中的不同点,来观察判断个别因素的独立影响。在本书中,对于发生在各个时期、各个国家的一些历史事件不仅进行了相似性比较,也进行了差异性比较。

(2) 信息经济学方法和模糊数学方法。经典金融资产定价理论是建立在一系列前提条件之下的线性定价理论。信息的对称性、完全理性投资者、投资者独立决策、完全竞争市场等条件对于金融资产交易市场的线性定价基础具有实质性意义。本书运用信息经济学方法分析了金融资产交易市场的信息传递机制,说明信息不对称性在金融资产价格形成中的作用。并且运用模糊数学中的隶属函数,说明投资者的理性多元化。为分析金融资产价格的非线性变化奠定了基础。

(3) 分形数学与分形协整研究方法。针对金融资产交易价格和数量变化所表现出的复杂性特征,本书借用分形数学思想和研究方法,对于金融资产的短期正反馈与长期负反馈相嵌套的运行特征,加以描述和分析。并在此基础上,确认了金融资产收益率序列的非正态分布特征,而是具有长期记忆特征的非线性序列(ARFIMA序列),对建立在有效市场假设基础之上的CAPM和APT等经典的线性金融资产定价理论提出质疑。针对金融资产收益率序列的分整特征,本书运用分形协整研究方法,对于建立在单整协整隐性前提之下的CAPM模型进行了拓展,对于金融资产收益率序列进行了分形协整分析(FCCAPM)。

三 结构安排

本书主要分为5个部分。

第一部分(第一、二章):分析的逻辑基础和经济学基础。其中:第一章主要对金融资产概念加以明确界定,以保证分析的明晰性和一致性;同时,以大量事实说明选题背景,并对相关研究和文献加以梳理。第二章对于金融资产的发展进行历史和经济分析,说明金融资产发展的内在逻辑。

第二部分(第三、四章):金融资产价格的微观基础。其中:第三章在对经典金融资产定价理论实证分析检验的基础上,说明基于线性范式的经典金融资产定价理论存在着机制上的错误,而非精确度的差别,并且通过分析实际金融资产价格形成中存在的投资者理性多元化、信息形成机制、预期自加强效应、金融资产交易市场的微观交易机制和非正态分布统计特征,说明金融资产价格的非线性微观理论基础。第四章从数理经济学和计量经济学两个方面,引入了对于金融资产收益率的分整序列分析(ARFIMA模型^①和

^① 分整自回归移动平均模型。

FCCAPM 模型),^①并在实证的基础上,对金融资产价格的非线性微观理论进行了定量化探索。

第三部分(第五、六章):针对存在金融资产交易市场条件下的宏观经济系统建立了一个新的一般均衡模型(FM—IS—LM 模型),^②并运用这一模型对 20 世纪 30 年代美国大萧条前后经济系统变化的逻辑进程和近年来日本及东亚金融危机进行了新视角的分析。其中第五章是全书的核心部分,主要是建立了一个包含金融资产交易市场的更为一般的宏观经济模型(FM—IS—LM 模型),并运用这一模型对金融资产市场波动和实体经济波动进行了综合分析。第六章在对现象比较分析的基础上,具体运用 FM—IS—LM 模型分析金融资产膨胀到金融危机和经济萧条的发展路径,并独立地提出金融资产危机的概念,本章的重点是对由金融资产危机引发全面金融危机和实体经济危机的过程和前提条件进行了具体分析。

第四部分(第七章):在实证分析的基础上,提出金融资产规模的快速、巨额增长已经改变了总体经济系统的结构和部分内在运行机制,使得经济体系的稳定性有所改变,并且现行的货币政策体系有效性也出现明显下降。尤其是在 20 世纪 80 年代~90 年代日本金融危机导致日本经济出现长达 10 多年的实体经济萧条之后,很多学者和政策制定者们注意到在低且平稳的通货膨胀条件下,金融资产膨胀和金融资产危机也会导致金融体系出现剧烈波动,在一定条件下进而通过银行信用的内在紧缩引发实体经济紧缩甚至长期经济萧条。因此,面对因为金融资产的迅速扩张而日益改变的经济结构,要重新评价现有的货币政策体系,发展新的宏观经济理论和金融理论,并对传统的货币政策做出调整。

第五部分(第八、九章):历史与启示。在第八章中,对 20 世纪 80 年代~90 年代日本经济由金融资产膨胀发展到金融资产危机和经济萧条的变迁过程进行了全面分析,并对这一期间日本央行的政策行为、动机和效果进行了事前、事后的评价与分析,尤其是与 20 世纪 20 年代~30 年代美国出现的金融资产膨胀与金融资产危机进行了对比,说明二者之间存在惊人的相似性。在此基础上,对中国经济的未来发展做出了情景预测。第九章是全书的结论。

① 分形协整资本资产定价模型。

② 包含可交易金融资产市场的 IS—LM 模型。

四 本书主要创新点

全书的创新点主要有：

(1) 包含可交易金融资产市场的一般均衡模型——FM—IS—LM 模型。在一些发达国家，可交易金融资产规模已经超越了实物经济规模，因此金融资产交易市场的运行状态对总体经济形成了巨大的影响，而原有的 IS—LM 模型中只包括非流动性金融资产，因此无法对金融资产交易市场的运行状态进行分析，这也造成现代宏观经济理论面对金融资产交易的困惑。为此本书尝试建立一个包含金融资产交易市场的一般均衡模型。这是本书的主要创新点和核心内容。

(2) 金融资产定价的非线性理论。金融资产价格的非线性机制是形成金融资产宏观效应的基础。本书在借鉴已有研究成果的基础上，独立地从投资者理性多元化、信息形成机制、预期自加强效应和金融资产交易市场的交易机制等方面对金融资产非线性定价理论的机制基础进行了多方面分析。

(3) 对分形协整资本资产定价模型 (FCCAPM) 进行了定量化探讨。在对金融资产非线性定价理论所做的机制分析的基础上，本书综合运用复杂动态系统理论和分形协整模型对金融资产价格非线性微观理论进行了数理经济学和计量经济学的描述和分析，并对分形协整资本资产定价模型 (FC-CAPM) 进行了实证研究。

(4) 独立地提出了金融资产危机的概念。目前的金融危机理论主要集中于对银行危机和货币危机的研究。但是，分析表明 20 世纪 30 年代美国经济大萧条和 20 世纪 90 年代日本的持续经济衰退都起因于：由于银行信用深度介入金融资产交易市场，不仅推动金融资产膨胀的加剧，而且在金融资产膨胀破灭后，由金融资产危机引发银行信用出现内生性紧缩，进而导致整体经济进入长期衰退状态。为了准确表述这一不同于现有金融危机分类的现象，本书提出金融资产危机的概念，用意在于引起对于这一现象与机理的重视。

五 对未来研究的展望

随着金融资产的全球性迅速扩张，金融资产交易市场的规模扩张和价格波动对总体经济的影响是广泛而深刻的。对于金融资产的研究将是未来经济理论和金融理论的一个值得深入研究的方向，从发展的角度来看，也

会是一个硕果累累的方向,甚至可能因此而改写现在的经济理论和金融理论。

限于篇幅和能力,本书对于很多方面只做了一个初步的分析,旨在抛砖引玉,能够激起更多学者对于这一问题的重视,并取得更多的进展,推动这一领域研究的深入。



目 录

C O N T E N T S

第一章 导论	1
第一节 金融资产概念界定	1
第二节 课题研究背景和意义	7
第三节 文献综述	14
第二章 经济结构变迁与金融资产发展	17
第一节 对金融资产发展的历史和逻辑分析	17
第二节 金融资产发展与效率改进	19
第三节 金融资产价格的动态特征	24
第四节 金融资产发展对实体经济的影响	26
第三章 金融资产价格的微观基础	30
第一节 经典金融资产价格微观理论——线性范式	30
第二节 对经典金融资产价格微观理论的拓展思考	35
第三节 金融资产价格非线性微观理论的综述	44
第四节 对金融资产价格非线性微观理论的拓展	48
第四章 金融资产价格非线性模型及其实证分析	63
第一节 金融资产价格的理性膨胀（泡沫）模型	63

第二节	金融资产价格非线性理论的数理模型	66
第三节	金融资产价格的分形特征	71
第四节	金融资产价格的分形协整与分形资本资产定价模型 (Fractal-cointegrated Capital Asset-pricing Model)	75
附 表		86
第五章	含金融资产的扩展凯恩斯模型: FM—IS—LM	88
第一节	对传统经济理论体系的分析	89
第二节	对传统经济理论模型的扩展 FM—IS—LM 模型	91
第三节	在银行信用介入条件下的 FM—IS—LM 模型	105
第六章	金融资产膨胀与金融资产危机	109
第一节	金融危机的历史	109
第二节	金融危机理论发展回顾	112
第三节	金融资产危机——金融危机的新变体	120
第四节	从金融资产膨胀到金融危机的经典案例 ——美国大萧条(1922~1933)分析	127
第七章	金融资产膨胀、金融体系稳定与货币政策调整	137
第一节	货币政策目标取向的变化	137
第二节	货币政策中介目标的调整	140
第三节	货币政策操作目标和货币政策工具集合评价	149
第四节	货币政策传导机制和货币政策有效性	151
附 表		155
第八章	历史与启示	157
第一节	大萧条历史的再现——20 世纪 90 年代的日本	157
第二节	大萧条中美联储的翻版——日本央行做了什么?	162
第三节	历史的启示	166
第四节	中国离大萧条还有多远?	171

第九章 结论	180
附 录	183
参考文献	187
后 记	196