



资产价格波动 与宏观经济

瞿 强 著

 中国人民大学出版社



资产价格波动 与宏观经济

瞿 强 著

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动与宏观经济/瞿强著.

北京: 中国人民大学出版社, 2004

(财经科学文库/黄达主编)

ISBN 7-300-06425-6

I. 资…

II. 瞿…

III. 宏观经济 - 经济波动 - 研究 - 中国

IV. F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 029312 号

财经科学文库

主编 黄达

资产价格波动与宏观经济

瞿 强 著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北三河市新世纪印务有限公司

开 本 965×1300 毫米 1/16

版 次 2005 年 4 月第 1 版

印 张 14.75 插页 1

印 次 2005 年 4 月第 1 次印刷

字 数 239 000

定 价 23.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

《财经科学文库》出版总序

在过去的—个世纪里，西方发达国家的经济以惊人的速度向前发展，这其中凝聚着几代经济学家的智慧，闪耀着光芒。

经济学理论的渊源可以追溯到1776年亚当·斯密的《国富论》，当时的古典经济学家认为市场机制可以自发实现充分就业和经济增长的目标，主张国家应当尽量减少对经济生活的干预。

1929—1933年全球性的大危机彻底摧毁了古典经济学家“市场万能”的美梦。凯恩斯用“有效需求不足”的理论说明了资本主义国家的经济是不能自发实现平衡的，必须依靠国家的宏观调控才能克服失业与通货膨胀。

20世纪六七十年代资本主义世界普遍出现的“滞胀”现象打破了凯恩斯理论一统天下的局面，货币主义、理性预期学派、供给学派的兴起与相互之间的论战客观上促进了理论研究的纵深发展。

在现代经济运行过程中，政府活动范围大大扩大，原有的经济理论在诠释、分析和解决有关的经济现象和问题时越来越显得苍白无力。理论体系孕育着革命的风暴。

理论从来就是适应社会经济进步的需要而产生的，而最终又要服务于客观实践。近年来，西方经济的持续繁荣与经济理论的迅速发展及更新是密不可分的。于是，越来越多的中国学者，特别是年轻一代，开始探讨西方理论在我国的适用性，希望能够推动我国经济的进一步发展。《财经科学文库》就是这方面的勇敢尝试。文库试图将西方经济领域的前沿理论与我国的实践相结合，希望对我国学术界的研究方向与经济体制改革有一定的启示。

中国人民大学出版社

前 言

正如一部人类史就是一部战争史，金融史也可以解读为金融危机史。金融危机有多种表现形式，例如银行危机、外汇危机，资本市场的出现与发展，使得问题更加复杂。早期有著名的“郁金香泡沫”、“密西西比泡沫”；20 世纪 20 年代的美国股市崩溃引发了深度经济萧条；80 年代后期有日本、北欧、拉美、台湾泡沫；90 年代以美国为代表的 OECD 各国出现了高科技泡沫。泡沫的载体主要是股票和房地产，从广义上看，任何一种可交易的代表未来预期收益的资产都有可能形成泡沫，整个经济活动本身如果过度扩张也可能呈现泡沫化特征。所有的泡沫都是在乐观情绪推动下形成的，也是在乐观情绪最高涨的时候崩溃的。资产价格“泡沫”大多对实际经济有不同程度的影响，有时甚至造成灾难性的损失。

中国在 20 世纪 90 年代初期在南方一些城市出现过明显的房地产泡沫，近年来在一些大城市再次出现类似的景象，至于整个实际经济活动是否“过热”涉及多方面的判断，不是本书研究的主题。从各国经济与金融发展的历史来看，股票市场泡沫、房地产泡沫乃至整个经济的泡沫现象，似乎不仅仅是一种“成长的烦恼”，即使已经非常成熟的经济，有时也未能幸免。

那么，什么是“泡沫经济”？如何界定“泡沫”？资产价格通过何种渠道影响实际经济活动？货币当局在感觉到泡沫出现的时候，是否需要干预、如何干预？不幸的是，我们对于这些问题并没有明确的答案。

在轰轰烈烈的互联网泡沫破灭之初的 2001 年我写了一篇论文，讨论资产价格与货币政策的关系。这是一篇略带探讨性质的综述文章，将已有的研究概括成“一个中心，两个基本点”，“一个中心”指的是资本市场由于自身的强大内在逻辑，从 80 年代以来，无论在发达国家还是

在发展中国家都取得了长足的发展，极大地改变了现代金融体系的面貌；传统的货币政策目标是物价的稳定，已经不足以应付这一局面，要讨论货币政策新出现的挑战，必须考虑“两个基本点”，其一是资产价格与物价的关系，其二是资产价格在货币政策传导中的作用。至于政策操作，则只能是“关注但不盯住”。最后指出，理解这一问题的关键在于分析货币—信用—资产之间的逻辑关系。大约从2002年开始，我决定对这些问题进行比较系统的思考，最好的办法大概是写一本所谓的“专著”。

研究这一题目的直接出发点是资产价格变化对货币政策的新挑战，但是稍微深入一点思考，货币政策的本意是为宏观经济运行提供一个稳定的环境，因此，研究的基础应该是宏观经济波动，以及作为波动极端表现的金融危机。目前主流宏观经济波动理论的共同特点是总供给与总需求分析，忽略了两者在结构方面的失衡。相反，奥地利学派强调资本在跨期资源配置中的特殊作用，认为信用扩张导致资源在生产与消费之间重新分配，一旦人为拉长的生产结构不能满足预期消费，就会形成经济收缩。这是一种值得重视的理论，也是一种不完整的理论，它没有深入分析信用扩张的原因，也没有具体分析信用扩张、收缩如何影响实际经济。沿着这条思路，我试图将费雪的“债务—紧缩”理论和明斯基的“金融不稳定”理论嫁接到哈耶克的周期理论上，初步形成了“附加信用的结构性经济波动理论”。

有了上述理论基础，再来分析资产价格变化对经济的影响。

在既有的金融经济学框架内，对资产价格波动的解释存在严重缺陷。如果假设信用规模既定，再假设理性投资者在套利均衡条件下进行投资，就会陷入“循环论证”的陷阱，得出所谓“理性泡沫”的结论，这样的理论既不能真正解释泡沫的成因，更无法分析泡沫对实际经济的影响。应该说阿伦与盖尔近期的研究在这一点上做出了关键性突破，他们强调借贷投资形成的风险转嫁机制是资产价格泡沫的核心。沿着这样的思路，我从大量的泡沫经济历史案例中总结出基本的“特征事实”，发现资产价格泡沫与信用扩张在所有的案例中都是高度正相关的。

目前，大多数研究是将资产价格与两个主要的宏观经济变量——消费与投资——建立起直接的联系，核心概念是“财富效用”与“托宾 q ”。围绕着这两个概念所做的实证工作大多是“简约式”（reduced-form）计量研究，有输入，有输出，但是没有结构分析。如果我们能证明经济波动确实是信用变化推动的，资产价格对宏观经济的影响必然是借助信

用中介发挥间接作用。接下来的问题是,既然“信用扩张”在资产价格的形成以及资产价格对实际经济影响的路径中起着关键作用,究竟什么是“信用”呢?目前的货币银行理论中,通常并不严格区分“信用”与“货币”,笼统称为“货币信用”或“信用货币”。众所周知,货币理论是一个存在严重分歧、缺乏坚实基础的研究领域。为此,本书从货币的三个核心功能角度出发,比较分析了三种主要货币流派,即重视交易媒介功能的古典学派、重视价值储藏的凯恩斯学派和重视计价工具的“新货币学派”。这三个学派割裂了货币的内在功能,更没有解释货币与信用的关系。在此基础上,尝试建立一个新的分析框架,基本结论是:货币与信用是不同的范畴,货币代表了过去的价值,而信用则是在货币价值的基础上,通过借贷活动对既有资源的跨期配置,因此,信用代表的是未来不确定的价值。信用扩张一方面缓解了经济增长过程中的“融资约束”,另一方面,也可能造成生产与消费的失衡,形成经济波动。信用的这种内在不确定性需要借助各种金融资产分散风险,与此同时,资本市场的发展也可能进一步增加信用波动的幅度。

总之,通过上述研究,得出的基本结论如下:

第一,随着资本市场的发展,货币政策出现了一对新的矛盾,即物价稳定与金融体系稳定之间存在着内在冲突。

第二,应该放弃总量分析的波动理论,建立新的“附加信用的结构性经济波动”分析框架。

第三,从理论上,货币是中性的,而信用是非中性的,金融资产是通过对信用的影响间接影响实际经济的;从实践上看,货币政策应从传统的注重货币数量与利率,逐步过渡到对信用规模及其潜在风险的控制上。

我相信上述分析思路不但是有新意的,而且是未来值得继续研究的正确方向。毫无疑问,这些看法还有很多不完善的地方,大多停留在抽象讨论层面上,缺乏严格的数理模型,更没有经过实证检验。聊以自慰的是,研究过程本来就是一个充满遗憾的工作,在我们试图理解一个困惑的同时,会遇到更多、更大的困惑。以后需要进一步讨论的问题还很多,例如:

如何将结构性波动模型与信贷扩张理论结合为一个严格的数理模型?

在不同的金融体制下,资产价格对实际经济的影响路径、影响程度

是否存在差别？

为什么日本的泡沫崩溃后经济遭受严重挫折，而美国 IT 泡沫崩溃后，经济在短期衰退后，能够迅速恢复过来？

美国 1987 年 10 月的股市暴跌前因后果是否可以纳入本书中总结的分析框架中？IT 期间，资产价格的持续上升与信用之间的互动关系如何？发达的衍生品市场是否可以减弱资产价格与信用扩张之间的联系？

中国的资本市场近年来处于持续低迷的状态，然而金融体系内部始终存在过剩的流动性，这种流动性如果不在股票价格上反映出来，会不会以其他形式表现出来（例如房地产价格，例如某些行业在乐观预期下过度扩张）？整个宏观经济会不会出现类似“德隆”公司这样的情形？

在中国“国家兜底”的制度安排下，即使出现资产价格的暴跌，表现形式是不是金融危机？会不会转化成慢性金融危机，造成整个金融体系的低效率？或者说，显性的危机与隐性的低效率之间如何进行福利比较？

中国的资本市场如果从股票市场角度看，这几年已经没有“泡沫”了，有的是漫漫“熊市”，在这种情形下，研究“泡沫”并不是好的时机；中国虽然是一个号称重视历史的大国，但是在集体乐观主义情绪下，缺少真正的“反思”精神，我们对全民族长达 10 年之久的灾难认真讨论了吗？SARS 之后成立了独立调查小组吗？我们的各项制度在这种反思中得到改善了吗？反观其他国家，无论日本还是美国，无论金融管理当局还是学术界，对泡沫的研究方兴未艾，“痛定思痛，痛何如哉？”这是两种不同的研究态度。

需要说明的是，本书并不直接讨论目前中国经济是否存在泡沫这样一个现实的问题，只是试图根据历史经验寻找资产价格波动的一般规律、泡沫产生的条件、影响实际经济的途径以及相应的宏观政策措施。从历史上看，频繁出现的资产价格泡沫绝不仅仅是经济发展过程中经验不足造成的“成长的烦恼”，而且深深植根于人类的本性。对资产价格波动的研究不会改变这一事实，更不能保证将来不再出现类似的泡沫，但是，理论研究至少可以使我们在泡沫可能出现之际或者真正来临之前保持一个相对清醒的认识。

目 录

第一章 导论：问题·结构·方法	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究对象界定	6
1.3 基本结构与主要内容	6
1.4 研究方法	12
1.5 几句题外话：本书研究的适用性与背景	12
第二章 经济波动：结构与信用	14
2.1 经济周期与经济波动	14
2.2 对经济波动的解释：主流理论	21
2.3 经济周期的结构性解释：维克塞尔与哈耶克	30
2.4 费雪：“债务—紧缩理论”	43
2.5 结语	52
第三章 金融危机与资产价格波动	53
3.1 金融危机：事实与成本	53
3.2 金融危机理论	62
3.3 金融危机与资产价格波动	77
3.4 结语	83
第四章 泡沫经济：历史案例与“特征事实”	85
4.1 泡沫的典型案例分析	85
4.2 早期的泡沫：郁金香·密西西比·南海	86
4.3 美国 1929 年股市崩溃与大萧条	96
4.4 日本 20 世纪 80 年代末期的泡沫经济	104
4.5 瑞典案例	110
4.6 台湾地区 80 年代的股市泡沫	116

4.7 结语：“典型事实”与描述性模型	118
第五章 资产价格泡沫与信用扩张	120
5.1 传统泡沫理论的困境	120
5.2 信贷扩张与资产价格泡沫	123
5.3 传统货币理论的困境	128
5.4 传统货币理论分析	130
5.5 从货币到信用	140
5.6 一个新的分析框架：货币—信用—金融资产	147
5.7 结语	156
第六章 资产价格与宏观经济	158
6.1 导言	158
6.2 资本市场与消费	160
6.3 资产价格与投资	171
6.4 结语	182
第七章 资产价格与货币政策	183
7.1 泡沫中的中央银行：干预还是不干预？	183
7.2 货币政策的目标冲突：物价稳定与金融体系稳定	188
7.3 资产价格与货币政策传导	197
7.4 政策含义	201
7.5 结语	206
参考文献	208
后 记	225

第一章

导论：问题·结构·方法

这一章首先提出本书希望研究的主要问题与背景，然后简要介绍基本分析框架、内容与方法，最后讨论需要进一步研究的问题以及主要结论在中国的现实意义。

1.1 问题的提出

1.1.1 金融体系的演变与资本市场的加速发展

现代金融形成于十三四世纪地中海沿岸的意大利城市，起初主要表现为众多的商业银行，18世纪英国工业革命中大规模融资与分散风险的要求促进了股份公司与股票市场的发展，但是商业银行在很长时期内一直是储蓄—投资转换的核心。20世纪70年代以来，信息技术的发展，金融创新、放松管制和金融全球化使得资本市场发展日益深化与广化，这种趋势已经从发达国家波及到新兴工业化国家和发展中国家。

下面我们首先通过主要发达国家家庭资产结构的变化来看金融市场规模的增长。^①

自20世纪70年代以来，世界各国的金融市场无论在规模上还是范围上都有显著的增长（见表1—1和表1—2）。例如，从1985年到1998年，主要的OECD国家中，未清偿的信用和股权总值对GDP之比，从150左右上升到250左右（P. Mylonas etc.，2000，p. 15）。

^① 这里所谓的金融市场规模主要是指最终贷款人提供给最终借款人的资产价值，不包括金融中介。

表 1—1 主要工业化国家金融市场趋势 (年末值, 占 GDP 百分比)

	银行对私人非银行部门信贷			私人部门国内债务证券			股票市场市值		
	1985	1995	1998	1990	1995	1998	1985	1995	1998
美国	68	64	69	50	56	71	52	82	123
日本	99	118	118	33	30	40	58	17	57
德国	93	103	118	39	42	53	21	22	48
法国	76	87	80	41	39	33	12	32	65
英国	47	116	120	16	17	28	62	119	169
意大利	51	58	60	226	32	31	10	18	46
加拿大	68	79	88	9	9	14	41	61	94
G10	75	84	86	39	42	52	44	67	98

资料来源: P. Mylonas etc. 2000, p. 15.

表 1—2 主要发达国家家庭金融资产结构及其变化

	美国		英国		日本		欧盟四国*	
	1997	1992—1997 %p. a.	1997	1992—1997 %p. a.	1997	1992—1997 %p. a.	1997	1992—1997 %p. a.
现金—支配存款	2.0	0.6	0.8	6.5	10.9	9.3	11.5	3.95
其他存款	12.8	3.1	21.0	5.8	45.8	4.1	32.4	3.27
债券	8.2	2.1	0.9	1.6	3.0	-6.5	11.3	9.04
股票	34.7	8.8	17.5	13.6	5.9	-0.8	17.1	13.2
共同基金	6.6	23.5	4.1	25.7	6.3	0.5	7.8	12.4
保险与养老基金	30.0	11.2	52.8	13.9	25.6	6.4	13.6	12.54
其他	5.6	9.2	2.9	1.8	2.6	-2.9	6.3	5.04
合计	100	8.5	100	11.3	100	4.0	100	8.48

说明: 欧盟四国指德国、法国、意大利和西班牙; 欧盟四国 1992—1997 年均增长率由作者自己计算所得。

资料来源: Deutsche Bank, EMU Watch, No. 73, p13—15. 1999, June 8.

从表 1—1 和表 1—2 中可以看出, 尽管银行信贷在大多数国家还是主要的融资来源, 但是确实存在着资金从银行贷款向各种证券 (包括贷款的证券化, 尤其是银行的抵押贷款) 的转移。这体现在金融财富从银行存款向机构投资者和直接持有债券与股权的转移, 这种变化在美国尤其明显。因此, 具有流动性和可交易的金融资产在 GDP 和金融资产总量中的比重明显上升, 其结果是总财富中的一个很大比重对一般市场变化和价格变化更加敏感。

从家庭资产负债表看, OECD 各国(除日本)净财富相当于个人可支配收入的 4~6 倍, 而且在 90 年代有所上升。家庭负债则相当于个人可支配收入的 1 倍左右。因此, 家庭金融资产与负债的比大约为 3~5。非金融企业的净值与 GDP 的比重在大多数国家都较低, 但是企业的金融资产(不包括自有股权的价值)与 GDP 相比是上升的。

1.1.2 问题 1: 资产价格波动与货币政策

随着资本市场的发展, 以稳定商品与服务价格为第一要务的传统货币政策目标与操作体系面临着愈来愈多的挑战。过去 20 年来, 各国中央银行虽然在控制通货膨胀方面已经取得很大成效, 但是对于资产价格的膨胀, 却难有对策。

日本 80 年代末资产价格极度膨胀引发的“泡沫经济”对其经济造成了长期不利影响; 同样的情形 20 世纪 80 年代在北欧国家(挪威、芬兰、瑞典)、拉美国家以及我国台湾地区均出现过。进入 90 年代以后, 以美国为代表的西方各国资产价格明显地偏离实体经济上涨的趋势更是引起了决策部门普遍担忧和学术界研究兴趣的不断增长。^①

实际上, 自从进入资本主义阶段以后, 金融危机始终伴随着金融体系的发展, 资产价格的急剧波动往往和银行体系的危机互相促进, 导致严重的金融危机, 早期著名的危机有“郁金香泡沫”、约翰·劳的“密西西比泡沫”和英国的“南海泡沫”, 1929 年 10 月纽约股市的暴跌更是导致美国和全世界经济进入长期严重的萧条。

在这种大量的历史案例背后, 人们发现, 随着金融市场, 尤其是资本市场的深化和广化, 金融创新使得金融机构功能分化, 货币与其他金融资产的界限日益模糊, 货币供应量与实际经济变量失去了稳定的联系, 很多学者意识到传统的货币政策理论需要寻找新的微观基础, 正在酝酿着新的突破。

过去 20 多年中, 发达国家和大多数发展中国家较为成功地控制住了通货膨胀, 经济学家都同意物价稳定是宏观经济稳定和持续增长的前提, 但是这并不是经济增长的必然保证。随着金融结构的变化, 金融资

^① 美联储主席格林斯潘(A. Greenspan)1994 年在英格兰银行三百年纪念会上呼吁研究资本市场与货币政策的关系, 1999 年 8 月在联储堪萨斯会议上再次提出, 希望引起实际部门和学术界的重视, 同时也反映了他本人当时对美国经济的隐忧。

产存量的累积对货币政策提出的挑战主要表现在以下几个方面：第一，资产价格的定价基础是什么？资产价格的变动是否应该而且能够得到控制？第二，货币政策需要经由许多中间环节才能最终影响实体经济，在这一过程中，资产价格对消费和投资的影响如何？第三，货币政策最终目标是维持币值稳定，但是传统的衡量通货膨胀压力的指标所包含的判别经济总量的信息已逐步丧失，因此是否需要将资产价格的变化纳入通胀指标中？^①

1.1.3 问题 2：资产价格与宏观经济

货币政策作为宏观经济政策的主体，核心内容是保持经济与金融体系的稳定，因此，研究资产价格波动与货币政策的关系必须进一步分析资产价格究竟通过哪些渠道影响实际经济活动。传统的宏观经济分析框架中，经济波动主要表现为总供给与总需求关系失衡，由于在短期中总供给相对稳定，资产价格变化对消费需求与投资需求自然成为分析的重点。

传统理论，主要是讨论利率变量如何影响消费和投资。这一领域虽然已经积累了大量的成果，但是常见的所谓“财富效应”、“托宾 q ”等概念，无论是理论还是实证检验结果，都不能令人满意。如何引入资产价格并分析它对消费与投资的影响，并没有很好的答案。

事实上，宏观经济波动表面上表现为总量关系，本质上则是资源跨期配置的失误，或者说过于扩张的生产结构与预期消费之间的失衡，而这种失衡主要是在过于乐观的预期心理下，由信用扩张所引起的。信用扩张可以和资产价格泡沫相互促进，导致整个经济结构失衡。

这种状况促使我们需要更深入讨论资产价格的理论基础，尤其是资产价格与信用、货币之间的相互关系。

1.1.4 问题 3：资产—信用—货币

目前，主流金融理论中研究资产价格的决定，大多数是在有效市场

^① 弗里德曼 (B. Friedman) 指出，传统的货币政策基于一些中介目标，例如货币或信用的增长，这种做法的前提是这些变量与一些关键性的非金融经济活动，例如收入、物价具有比较稳定的联系。金融市场的变化破坏了这种联系，中央银行需要寻找新的信息变量。但是这样做的话，又不可避免地陷入不确定性和随意性 (B. Friedman, 1993)。

假设下，研究单个资产是如何通过套利机制与其他资产（股票、债券、期货、期权以及其他衍生产品）保持在一般均衡体系下的相互关系。1991年，NBER设立了一个资产价格研究项目，定义为“经济学中一个高度技术化的领域……研究各种题目……包括一般均衡，资产定价模型，以及其他一些复杂而迷人的微观经济难题。”坎贝尔（J. Campbell）在为《新帕尔格雷夫货币与金融词典》撰写的评论中，使用的也是类似的狭义的定义；萨默斯批评道：“（金融经济学家）关心的是不同的金融资产之间的相互联系。他们忽视了在很多其他人看来更重要的问题，即什么决定了资产价格的总体水平”（L. Summers, 1985, p. 633）。

更麻烦的是，如果资产价格在一个较长的时期中持续偏离所谓的“基础价值”，是否可以称为“泡沫”，如何从理论上解释这种现象，在目前的理性人套利均衡的资产定价模型中很难得出有意义的结论。如何将资产价格波动与信用扩张联系起来，进而研究信用扩张与传统货币理论的关系，是我们面临的一个极其基本而重要的理论难题。

总之，如果我们不能很好地解释资产价格与信用、货币的关系，就不能解释资产价格与宏观经济的关系，也就不能解释货币政策究竟如何应对资产价格波动提出的挑战；如果资产价格不能很好地反映实际因素，不能有效地引导资源配置，经济学家对资本市场的作用，对市场的有效性的信心，至少会受到影响。

迄今为止，对上述三种问题的研究大多仅仅局限在对资产价格与货币政策这一个题目上，研究的主体起初主要是一些货币政策机构。例如，BIS 1998年组织过两次专题研讨，并出版了论文集；美国联储堪萨斯1998年年会将资产价格与货币政策关系作为三大议题之一；瑞典中央银行与斯德哥尔摩经济学院2000年共同组织专题研讨会；联储芝加哥分行与MIT 2002年共同组织专题研讨会。韩国中央银行于2003年10月召开了“资产价格与货币政策”的专题研讨会；日本中央银行鉴于“泡沫”时期的教训，在整个90年代不断地进行各种形式的反思。

近几年来，更为严格的学术研究则呈现明确的增加趋势。一些著名的经济学者，例如伦敦经济学院的古德哈特（C. Goodhart），普林斯顿大学的伯南科（B. Bernanke），纽约大学的格特勒（M. Gertler），以及沃顿商学院的阿伦与盖尔（F. Allen & Gale）等学者开始积极在这一领域进行探索。

1.2 研究对象界定

资产价格泡沫不曾发生在实物交易社会，不曾发生在农业社会，也不曾发生在计划经济体制中，本质上说，它是资本主义市场经济的产物，是市场的非均衡状态，或者说是一种严重的失衡现象，这种失衡是供求信息不对称、过度乐观预期和信用扩张引起的。泡沫的载体可能是具体的实物，可能是股票、房地产，但不会是具有有限到期日的债券。

在讨论之前，我们需要对讨论的对象即金融资产作简单的界定。

由于金融创新产生了大量的新的金融资产，同时，原有资产的可交易性不断增加，目前存在着很多资产价格形式。例如证券化的债务与普通的银行贷款不同，已经具有了可观察的价格。不过，即使如此，还有大量的金融资产是不可交易的（例如个人债务），它们的市场价格与货币政策没有直接关系。换句话说，尽管金融资产的价格信息已经非常庞大，但是货币政策还是通过像银行贷款这样没有市场价格的金融资产而发挥作用的。而可交易的资产价格变动是通过影响企业的担保品价值、金融中介机构的资产负债状况等，对经济中的信贷总量发挥影响。因此，在分析资产价格与货币政策关系时，必须注意区分不同国家、不同时期金融资产形式的变化。^① 在本书中讨论的金融资产主要是股票和房地产。

1.3 基本结构与主要内容

本书始终从实体经济的角度，尤其是从消费与生产结构的角度来分析宏观经济波动，在这一过程中，货币—信用起着重要的媒介和扰动作用；而金融资产及其价格波动正是借助它对信用的影响来作用于实际经济的。

所以，对货币信用的分析，尤其是资产价格与货币—信用的关系的分析，是一条贯穿全书的主线。具体结构见图 1—1 和图 1—2。

^① F. Smets (1997) 集中讨论了外汇资产在货币政策中的作用。至于衍生金融工具的广泛使用及其对金融市场与货币政策的影响，主要有两个方面：其一，可以加速货币政策在短期利率环节上的传导速度，因为衍生金融工具与其他金融市场的资产价格相比，对货币政策的变化更敏感。其二，衍生金融工具可以为金融市场对货币政策的反应提供一个缓冲机制 (Mullins, 1995)。

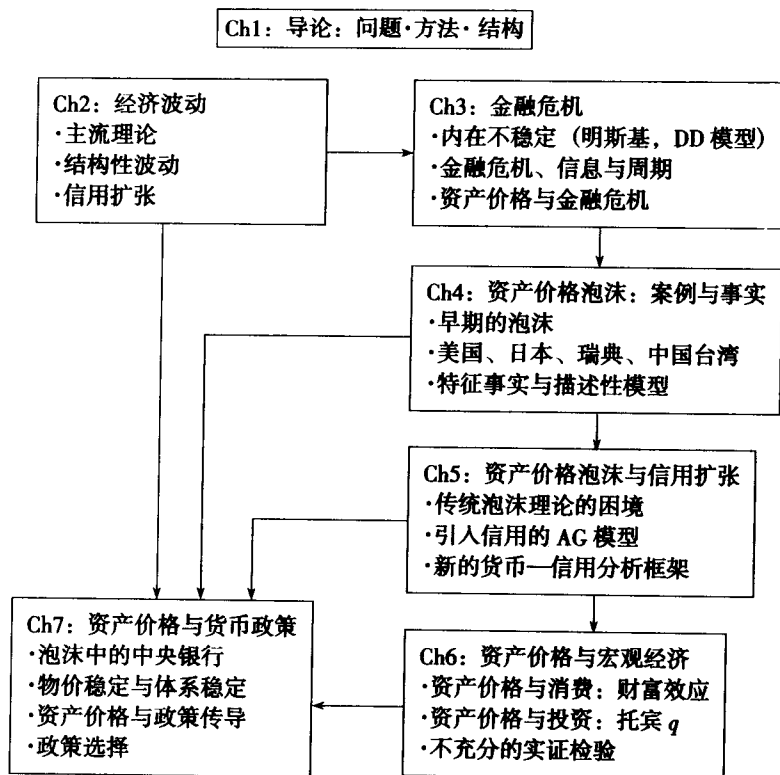


图 1—1 全书基本结构图示

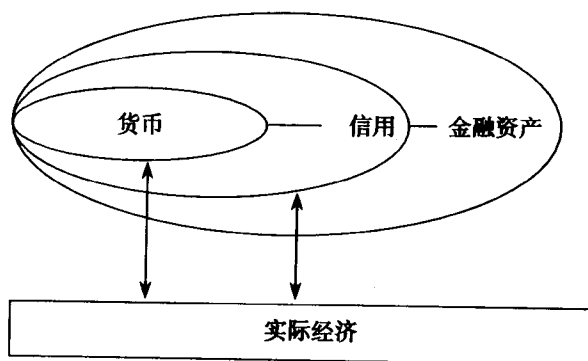


图 1—2 研究线索