

当代世界学术名著



CAMBRIDGE

民主进程与 金融市场

资产定价政治学



*Democratic Processes
and Financial Markets*
Pricing Politics

威廉·本哈德 (William Bernhard) 戴维·利朗 (David Leblang) / 著
李义超 益智 / 译

 中国人民大学出版社

当代世界学术名著



民主进程与 金融市场

资产定价政治学

威廉·本哈德 (William Bernhard) 戴维·利朗 (David Leblang) / 著
李义超 益智 / 译

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

民主进程与金融市场: 资产定价政治学/本哈德, 利朗著; 李义超, 益智译. —北京: 中国人民大学出版社, 2012. 9

(当代世界学术名著)

ISBN 978-7-300-15887-7

I. ①民… II. ①本… ②利… ③李… ④益… III. ①民主—政治事件—影响—金融市场—研究 IV. ①D082 ②F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 110374 号

当代世界学术名著

民主进程与金融市场: 资产定价政治学

威廉·本哈德 戴维·利朗 著

李义超 益智 译

Minzhu Jincheng yu Jinrong Shichang: Zichan Dingjia Zhengzhixue

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—62511398 (质管部)

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 北京东君印刷有限公司

规 格 155 mm×235 mm 16 开本

版 次 2012 年 9 月第 1 版

印 张 16.25 插页 2

印 次 2012 年 9 月第 1 次印刷

字 数 252 000

定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错

负责调换



*Democratic Processes
and Financial Markets
Pricing Politics*

致 谢



首先要向所有在本书初稿准备中给予我们无私帮助的朋友表示诚挚的谢意。在此，一并向所有帮助过我们的人表示谢意。许多朋友对我们的工作给予了慷慨的支持，但我们要特别感谢约翰·弗里曼和吉姆·阿尔特，他们的建设性意见与真诚鼓励令我们信心倍增。约翰·弗里曼的合作精神极其令人赞赏，他从基本理论、分析视角、实证方法等各个方面为本书提出了建议。尽管我们未能完全按照他的要求去做，但我们还是要真诚感谢他的鼎力支持。吉姆·阿尔特多次参加了我们的讨论，他极富创意的见地和火一般的热情坚定了我们完成本书的信念。除了约翰和吉姆，杰里·科恩、杰夫·弗里登和威廉·基奇也对我们的研究计划提出了颇为中肯的意见。没有他们的智慧，本



书很可能将以另一副模样呈现在读者面前。

其他同事对本书进行了客观的点评并提出了中肯的建议，包括：约翰·奥尔德里奇、李·奥尔斯顿、克里斯·安德森、布罗克·布洛姆伯格、劳伦斯·布鲁兹、门齐·钦、威廉·克拉克、哈罗德·克拉克、杰里·科恩、杰米·德鲁克曼、巴里·艾肯戈林、罗伯特·弗朗西斯、杰夫·弗里登、蒂姆·弗赖伊、安德鲁·古尔德、吉姆·格拉纳托、克莱夫·格兰杰、马克·哈勒伯格、坎贝尔·哈维、祖德·海斯、迈克·赫伦、约翰·休伯、罗伯特·杰克曼、威廉·基奇、基思·克雷比尔、纳兰·麦卡特、菲奥纳·麦吉利夫雷、罗伯特·麦克诺恩、安德鲁·马丁、迈克尔·梅尔文、海伦·米尔纳、莱纳·莫斯利、威尔·穆尔、伯特·门罗、邦巴·穆克杰、迈克尔·芒格、丹尼斯·奎因、斯蒂芬·奎因、罗恩·拉帕波特、丹·赖特、约翰·罗伯逊、彼得·罗森德弗、布赖恩·萨拉、尚克·萨蒂纳兹、史蒂夫·谢尔曼、安迪·索贝尔、阿伦·斯塔姆、斯科特·塔里、迈克尔·汤姆兹、迈克尔·沃勒斯坦、迈克尔·沃德、汤姆·威利特、克里斯·佐恩。

在文献收集过程中，我们对许多内容一知半解，而相关领域的专家却对我们的班门弄斧表现得无比宽容。为此，我们要特别感谢科罗拉多大学的斯科特·安德勒、肯·比克斯、戴维·布朗、斯蒂夫·查恩、爱德华·格林伯格、约翰·麦基弗和瓦尼莎·贝尔德以及伊利诺伊大学的斯科特·奥尔索斯、温迪·乔、布赖恩·盖恩斯、拉里·尼尔和鲍勃·帕里的无私帮助。

本书各个部分分别提交多次会议或讨论，尤其是在加利福尼亚大学戴维斯分校、克莱蒙研究大学、杜克大学、埃默里大学、密歇根大学、明尼苏达大学、纽约大学、匹斯堡大学、华盛顿大学和威斯康星大学的会议上，与会者给予了积极的点评与反馈。在此，我们深表谢意！

特别感谢罗伯特·弗朗西斯。没有他的帮助，我们的研究成果就不可能有机会在由国家科学基金（NSF）资助的密歇根大学 EITM 夏季论坛（2003）期间进行为期一天的讨论。正是这次讨论使我们意识到应当将该项目作为一个整体，而非一篇篇独立的文章。同样是在这次讨论期间，罗布、祖德·海斯、吉姆·阿尔特、约翰·奥尔德里奇以及参与讨论的同学们对我们的研究进行了极为有益的点评。

特别感谢劳伦斯·布鲁兹、巴里·艾肯戈林、杰夫·弗里登，是他们

使我们有机会将该书初稿的主体部分提交给国际金融研究年会（2004）政治经济学分会。来自不同学科的与会学者从不同的视角就如何完善我们的研究提出了很好的建议。

没有大量的可靠数据，本书不可能完成。在此，我们要感谢道琼斯公司的希瑟·贝尔、芝加哥商业交易所的安德烈·吉布森、奥地利国家银行的赫尔穆特·斯蒂克斯、新西兰储备银行的简·弗雷泽、国际货币基金的阿舒克·莫迪、ICM的马丁·布因、宣言（Manifesto）研究小组的安德烈亚·沃尔肯斯以及丹尼斯·奎恩、查尔斯·富兰克林、罗伯特·埃里克森、克里斯托弗·沃兹恩，是他们的慷慨大度使我们得以分享相关数据。

感谢查德·阿特金森、兰德·布林斯、戴维·多尔蒂、阿姆比尔·埃尔姆斯、桑辉·李、安德烈亚·林博格、珍妮弗·O·萨金特、丹·彭斯汀、林迪·V·兰丁厄姆和凯斯顿·万德希内德，他们为本书的问世进行了耐心而杰出的助理研究。感谢来自国家科学基金（NSF）以及科罗拉多大学学生研究机会项目（UROP）的资助。

感谢斯科特·巴里斯以及剑桥大学出版社同仁的杰出编辑。

最后的感谢留给我们的妻子和孩子。尽管他们总是觉得做项目只不过是到处参加会议、侃侃其谈的借口罢了（不可否认，的确有这种因素），他们还是表现出无比的宽容，并给予我们巨大的支持和鼓励。作为对妻子和孩子长期无私奉献的真诚感激，谨以此书献给他们。

目 录

第一章	引 言	1
第二章	民主进程与政治风险：来自外汇市场 的证据	15
第三章	市场何时起舞：股票、债券和内阁组建	45
第四章	政治可预测性的跨国金融效应	80
第五章	内阁解散与利率行为	96
第六章	谈判和债券：奥地利和新西兰的组阁 进程及国债市场	127
第七章	时间、股票和佛罗里达：2000 年总统 大选和股票市场波动性	156
第八章	民调与英镑：英国的汇率行为和公众 舆论	182
第九章	结论：政治预测与金融市场行为 ...	206
	参考文献	217
	术语表	244
	译者后记	248

第一章 引言

政治进程——选举、组阁、全民公决、议会席位之争——决定政府经济政策，而政府经济政策又直接影响投资环境。经验丰富的投资者能够通过预测政治进程适时重构其资产组合，以应对随之而来的政策调整。因此，资产所有者对预测哪个政党将赢得大选、谁将负责组阁、新政府将采取怎样的政策等政治问题有着浓厚兴趣。

反之，投资者的集体行动决定着政治进程的市场反应。然而，市场是否会对政治进程做出系统反映仍是一个受到广泛关注的问题。左翼政党执政时，资产价格的运行模式会有所不同吗？只有某个特定候选人的选举会导致扩张性货币政策吗？持不同政见的政府——首相并非来自议会多数党——会导致市场进入熊市格局吗？

资产市场反应的意义远远超出了资产组合配



置问题。资产所有者的投资决策肯定会影响经济形势。资产配置的改变既可能推动经济上扬，也可能阻碍经济增长。伴随资产市场技术进步和金融一体化进程的日益深入，价格变化已经超越市场与国界，并能创造世界繁荣或酿成系统性风险。

市场环境的变化也会产生财富分配效应。收入依赖股票市场的经济主体，如企业、养老基金等，其收入不仅易受股票价格下跌的影响，而且对股票市场收益波动也很敏感。从事出口导向行业和进口替代行业的个人或企业，其财富会随着汇率波动而升降。此外，就政府债券而言，如果市场环境的变化使得政府不得不支付更高的利率，则公共支出很可能处于风险之中。

资产市场也对政治进程有巨大的影响。例如，资产价格的频繁变化可能威胁到执政党的支持率，资产价格的下降可能是政府无能的象征。借款成本的增加会限制财政政策弹性，妨碍政治家资助新的政策倡议或迫使他们压缩形象工程。

的确，一些政治经济学家坚持认为资本市场的本质属性限制了选民的选择，进而威胁着民主制度的质量。面对与己不利的选举结果，流动资本所有者可能将其资产转移出一个市场甚至一个国家，以惩罚那些支持损害他们利益的政治家的选民。随着世界市场一体化进程的不断深化，市场主体进行跨国投资的选择空间越来越大，要求政治家提供一个亲市场的政策环境的压力也与日俱增。为了确保持续投资（即持续经济增长），政治家们必须将资本家的利益凌驾于其他选举人的政策要求之上。因此，考虑到潜在的市场反应，政治家们可能会采取有利于资产所有者的政策措施和制度安排。考虑到上述市场反应，选民也可能改变自己的初衷，转投那些迎合市场需求的党派。因此，即便不采取任何公开行动，资产所有者也会迫使政府采纳有利于自身利益的政策措施和制度安排。^①

尽管政治经济学家们已明确认识到日益膨胀且一体化的资本市场对民主制度的潜在影响，但他们尚未深入研究政治事件与市场行为的互动机制。事实上，市场以多种方式就政治事件做出反应。有时，市场对政治变化反应平淡；有时，政治事件会激起市场的狂热行为。不深入了解政治进程与资产市场的内在联系，就难以得出民主政治影响金融市场一体化的强有力结论。

① 这一观点的基本思想可以追溯到马克思。该观点的当代经典版本当属 Lindblom (1977), Block (1977)。有关的最新进展可参见 Garrett (1995), Goodman and Pauly (1993), Strange (1996) 和 Andrews (1994)。

本书将分析并实证检验政治事件影响金融市场的前提条件。实证结果表明，民主政治竞争所导致的政治不确定性会使货币、债券、股票等市场行为发生敏感变化，进而对经济运行形成潜在危害。我们也证实了金融市场行为的政治效应。金融市场混乱与震荡具有高昂的政治代价，并导致执政当局的公众支持率下降、政府融资成本上升。由此看来，我们的结论有助于解释工业化的民主国家近期实施的体制改革。随着金融市场一体化水平的提高，金融资产所有者和政治家都有支持旨在减少政治不确定性、降低金融市场潜在波动性的体制改革的内在动机。

投资组合与金融市场

作为债券、股票、货币以及不动产交易的场所，金融市场对于确保经济体系的良性运行不可或缺。^① 这些市场使得个人、企业和/或政府等经济主体通过借贷活动融通资金。为了满足当前消费，借款者可以放弃未来消费，而在今天借钱、明天还本付息。贷款者希望放弃即期消费，以获取投资利润，增加其未来消费。

在金融市场中，资产以不同的价格进行买卖。金融资产价格由两大因素决定。首先，金融资产价格是资本供求的函数。需求较少（或供给较多）时，金融资产价格将处于较低水平；反之，需求强劲或供给受限会导致其价格上升。

其次，金融资产价格也受所持资产风险的影响。持有金融资产，其损益往往发生在未来，因此期望收益可能无法实现。风险是一个相对（而非绝对）的概念。我们只能在同一时点比较不同资产的风险，或在不同时点比较同一资产的风险。通常说来，投资者要求获得风险补偿。例如，因为新建公司破产风险较高，所以其股票要比蓝筹股支付更高的收益率。

多样化的金融市场为经济主体跨越时空转移财富和风险提供了可能，因而投资者可以持有多元化的投资组合。通过资产多元化，投资者可以降低或分散由于延期消费和投资活动所产生的各种风险。从理论上讲，理解单一投

① 我们没有考察不同国家、不同时间的金融市场起源、演进以及管制等问题。有关金融发展的文献非常丰富，如 Rajan and Zingales (2003)，North (1981)，Neal (1990)，Bernstein (2004) 和 Smith (2003)。



投资者如何平衡风险与收益可以找到识别市场主体行为的路径。事实上，资本资产定价模型、套利定价理论等主要金融模型正是基于对个体投资者微观行为的假设而对市场主体行为进行预期的成果。我们将在随后的章节中讨论这些模型。

投资者可以在各种资产和市场之间进行多元化投资。本书将重点关注债券、股票和外汇。所谓债券是借方向贷方所做的一种承诺，即借方就确定数量的资本承诺在其到期日还本付息。也有一些债券在其发行日与到期日之间定期支付固定数量的利率。出于长期和短期支出需要或为了弥补收入的不足，公司和政府都可以以债券形式发行债务工具。

公司和企业可以通过发行股票或权益筹集资金。对于投资者而言，权益工具提供了企业所有权利益和分享公司利润的承诺（如果有盈利的话）。投资者以其拥有的企业股票数量占总股本的比例分享所有权和利润。

经济主体也可以在外汇市场进行交易。为了分散风险，个人或企业可以在外汇市场购买并持有由外国政府发行的货币。外汇在即期市场和远期市场两种不同类型的市场上进行着大量的交易。在即期市场上，人们为了立即进行交割买卖货币。在远期市场上，人们为了在未来某时点以给定的价格交割货币而签订合同。对于从事国际贸易的企业而言，远期市场尤为重要，因为它在无法知道未来即期汇率的情况下为这些企业提供了对冲货币风险的机会。

股票、债券和外汇市场被个人、企业和政府广泛利用。的确，这些资产的交易量十分巨大，日交易量已突破 1 000 亿美元。更为重要的是，我们每天（有时甚至以更高的频率）都可以观察这些市场的变化，这就使其成为我们评价民主政治对金融市场冲击的绝好实验室。

政治事件市场反应评述

有关选举、组阁谈判的民主政治进程对金融市场影响的文献较少，且多为交叉学科研究成果。^① 研究表明，市场对政治事件的反应多种多样。大部

^① 参见 Bachman (1992), Bernhard and Leblang (2002), Blomberg and Hess (1996), Christodoulakis and Kalyvitis (1997), Eichengreen, Rose and Wyplosz (1995), Freeman, Hays and Stix (2000), Leblang and Bernhard (2000, 2001), Leblang and Mukherjee (2004), Lobo and Tufte (1998)。

分文献试图将这种多样化格局归结为制度因素和党派倾向。

有些政治经济学家认为，一国政治经济制度架构决定着投资者对潜在政治变化的反应。^① 确保经济政策不为当选政治家直接干预的制度承诺有利于增强政策稳定性，并使市场主体坚信政府组成的党派倾向变化不会导致国家政策的戏剧性变化。因此，诸如独立的中央银行、汇率承诺等限制政策随意性的制度可以削弱政治事件的市场反应。另外，一些学者认为，有利于保证政策连续性的制度会减少市场波动。还有一些学者坚信，相对于赢者通吃的多数党组阁制度，比例代表选举制度（根据各个党派在选举中的得票比例分配议会席位的选举制度）更有可能防止政策起伏，进而抑制价格波动。

另一类解释集中于执政当局的党派倾向。^② 这类观点认为，基于选民利益考虑，不同政党有着不同的政策优先序。为了迎合中上阶层选民的口味，右翼政党强调价格稳定和财政平衡。为了赢得工薪阶层的支持，左翼政党更注重就业和社会财富的再分配。这种政策目标的差异意味着资产所有者更愿意支持右翼政党而非左翼政党。政治经济学家已对执政当局的党派倾向、政府党派结构的变化及其变化方向是否对市场具有系统性影响进行了研究。

企图将制度和党派倾向与市场行为多样化联系起来的尝试并没有得到明确的实证支持。有些研究结果表明，独立的中央银行抑制了汇率变动，而右翼政党执政提升了股票市场绩效。另一些研究发现，中央银行的独立性与货币市场行为无关，且左翼政党当权时股票市场得以重整旗鼓。^③ 纵观政治事件市场反应的相关文献，几乎没有任何一致结论。

简单假设的失灵充分表明，要想弄清什么条件下民主政治影响市场行为，需要进行更多的理论探索。我们认为，以往分析未能将市场主体可资利用的信息充分模型化。尽管制度安排和党派倾向是市场主体利用信息不可或缺的大环境，但它们无法获得政治进程中的动态信息。因此，这些研究未能获得市场主体随政治进程的发展形成并调整其预期的相关信息。

① 例如 Bachman (1992), Blomberg and Hess (1996), Freeman, Hays and Stix (2000)。

② 例如 Alesina and Rosenthal (1995), Alesina, Roubini and Cohen (1993), Alt and Crystal (1983), Franzese (2002), Fiorina (1991), Hibbs (1987) 和 Leblang and Mukherjee (1994)。

③ 为了解释后一种观点，政治经济学家们假设作为对冲左翼政府执政可能出现的通货膨胀，投资者会将其资产转投股票市场。



政治信息和市场行为

依据上述研究成果，我们只能得出政治事件对市场行为不具备系统影响的结论。但是，一种政治与市场有着密切关系的强烈感知总是挥之不去。商业媒体中内容广泛的政治事件报道暗示着市场肯定会对政治事件有所反应。发生在竞选活动期间的几次市场激烈波动也在某种意义上支持“相关说”。然而，为什么学术研究结论却与我们的感知相悖呢？

相互矛盾的研究结论令我们深深体会到精通不同学科有多么困难。政治学家研究资产市场时往往不能充分利用十分丰富的相关经济、金融研究成果（确实如此，我们有关这一主题的第一篇论文的评审反馈意见就建议我们在动笔写作之前首先了解市场到底是怎样运行的），而研究这一问题的金融经济学家对政治现象的理解又不够深入甚至有些幼稚。显然，只有将两类研究方法结合起来，才能有效评估政治事件的市场反应。有鉴于此，本书将在借鉴政治学、金融学、经济学理论观点和实证方法的基础上构建一套跨学科的研究方法。

我们希望通过使用源自政治学、金融学的前沿模型，为政治经济学家研究资本市场引入更为严谨、精准的方法。正如许多资产市场行为分析一样，我们根据有效市场中市场主体从事经济活动的基本假设构建分析模型。^① 简而言之，有效市场假说是指资产价格会立刻并全面地反映所有可以利用的相关信息 [Fama (1991)]。^② 一旦信息到达市场，它便马上融入资产价格。因此，仅仅依靠公开信息，市场主体无法借助交易策略获得超额利润（相对其所承担的风险而言）。

经济学家根据可资市场主体利用信息的特征将有效市场划分为不同类

① 近期研究成果表明，给定某些条件，市场主体行为可能偏离完全理性假设。行为金融模型认为可以将市场均衡理解为“太阳黑子活动”或类似于起哄行为、羊群效应。重要的是，这些文献认识到研究经济主体时非经济信息的重要性。基于上述认识，本书的理论观点和经验证据是与研究金融市场行为的行为金融方法一致的。参见 Thaler (1992), Barberis and Thaler (2002) 以及 Shleifer (2000) 所作的综述。

② 应该注意，这一观点反映了有效市场思想的演进过程。35 年前，这一概念刚刚引入经济文献时，有效市场被定义为一个“根据新的信息迅速进行调整”的市场 [Fama, Jensen and Roll (1969)]。

型。弱式有效意味着利用以往的价格信息不能获得超额收益（利润）。也就是说，当前价格是以往价格和交易量信息的函数。半强式有效意味着利用公开信息不能获得超额收益。换言之，价格反映了所有相关的公开信息。最后，强式有效则要求价格反映任何时间的所有相关信息，包括私人信息（例如，内幕交易）。^①

市场有效观点与“随机漫步”统计模型密切相关。如果某个变量现值的变化随机发生，但这些随机变化服从某个已知分布，则称该变量服从随机漫步。有效市场假设意味着资产价格变化服从随机漫步——也就是说，由于资产价格已经反映了交易者可以利用的信息，所以资产价格的变化将随机发生。因此，可获得的公开信息和可预测的未来信息都不会对资产价格形成系统影响。

这并不意味着信息永远不会影响资产价格。新闻——更确切地说，未预期到的信息——可能会影响经济主体的交易行为。如果企业盈余报告的公告、宏观经济政策的发布以及利率的变化等信息出人预料，买卖双方完全有可能重新评估各自的交易策略。尽管资产所有者可能知道何时发布信息，并可能对信息的具体内容有所猜测，但只要他们并没有确切地了解信息的真实内容，信息披露仍有可能导致价格变化。

上述观点同样适用于政治信息。有关政治进程的信息随处可得。新闻媒体定期报道政治领袖的行踪、提供民意调查的结果、预测最终政策的选择。政党的标签与承诺也是提供额外信息的渠道。谁将赢得大选？议案是否能够通过？国家是否将陷入战争？丰富的政治信息使得资产所有者可以对各种政治格局出现的可能性形成预期。借助这些信息，投资者调整其资产组合，以求达成风险与收益的平衡。这些有关政治进程的信息将很快融入资产价格中。^②

短期而言，民主政治的结局常常可以预测。首相何时要求进行大选？谁将赢得大选？内阁组合如何配置？诸如此类的政治事件通常在其发生之前就可以进行预测。政治事件的可预测性使得资产所有者可以依据其对最

① Malkiel (2003) 对此进行了清晰的表述：“如果一个资本市场完全且正确地反映了决定证券价格的所有相关信息，则称其为有效市场。更为规范的表述应该是，如果向所有市场参与者披露某些信息不会影响证券价格，则称该市场为对应该信息集的有效市场……另外，对应一个信息集有效意味着基于（该信息集）的任何交易都不可能获得经济利润。”

② 即便投资者只关注价格变化，他也会追随依据政治信息调整其资产结构的投资者对市场变化做出反应。因此，只需少数交易者获悉政治进程，市场就会随风而动。



终结果的预期调整其资产组合。鉴于经济主体已经预期到政治事件的最终结局，因此市场可能不会对政治事件的实际结果做出反应。或者说，当潜在结果成为现实之时，市场已经在事件发生之前做出了充分的调整。由此看来，政治进程的可预测性有助于解释为什么市场常常对政治事件没有反应。

然而，若政治结局缺乏可预测性，我们很可能就会观察到政治事件的市场反应。如果整个事件的最终结果一直神秘莫测，那么，一旦这类事件发生，市场主体就会重构其资产组合。所以，相对事件结果可以预测的情况而言，一个难以预料的政治进程水落石出时，市场反应可能会更为敏感。

但是，市场也可能在其进程中，而非在其水落石出时，以不同的方式做出反应。在这类政治事件期间，投资者可能会将其资产组合转换为独立于政治事件政策后果的资产，进而导致易受政治影响的资产价格下跌、独立于政治影响的资产价格上升。例如，资产持有者可能将债券转换成股权（或者相反），或者以境外资产代替境内资产。

观察政治事件市场反应的方式之一就是评估资产收益是否“异常”。异常收益的基本观点是：在没有盈余公告、政治事件等外部冲击的情况下，通常可以相当准确地预测资产收益。通过比较实际收益与预测收益，可以对市场主体应对某一事件的资产组合调整行为进行评估。

然而，政治进程也可能不会引起资产价格平均水平的变化。政治结局的不确定性可能只是导致市场波动性——一个资产价格可预测性衡量指标——的增加。波动性越高意味着资产价格的可预测性越差。^① 有关最终政治结局预期的不确定性可能导致更高的波动性。相对政治结局比较容易预测的情况，这种情况下资产价格的波动幅度更大。

我们将针对不同市场论证上述观点，并将对其政策含义进行实证检验。对于市场行为而言，政治信息十分重要，这就要求我们必须认真考虑如何对其进行衡量。然而，遗憾的是，现有相关研究仅仅停留在制度层面上，并简单地使用一些选举制度、党派倾向、政策制定机制等制度指标而已。这些指标不可能全面获取可资市场主体利用的信息。此外，这些制度指标是静态的，而市场具有在政治事件中进行学习的功能。这就要求我们必须

① 定义波动性概念的方法之一是确定一个围绕预测价格的置信区间。假定市场有效，今天的价格变化是预测明天价格变化的最好指标，但是，围绕其预测值的置信区间可能较宽（表明其波动性较高）或较窄（表明其波动性较低）。我们将在后文讨论这一观点。

在政治进程中不断更新市场主体可资利用的信息。因此，检验政治事件对市场行为的影响，需要我们深入理解市场主体需要怎样的政治信息以及他们怎样利用这些信息。

我们认为，政治学理论有助于我们深入洞察市场主体可资利用的党派倾向、政治事件的政策影响等政治信息。政治学家已在诸如选举竞争 [例如，Downs (1957)，Cox (1987, 1989)，Shepsle (1991)]、内阁组建 [例如，Laver and Shepsle (1996)，Scholfield (1992)，Riker (1962)]、内阁解散 [例如，Lupia and Strom (1995)，Smith (2004)] 以及政策选择 [例如，Krehbiel (1998)，Cameron (2000)] 等领域发展了相应的行为均衡模型。我们认为，哪里存在可预测的政治均衡，哪里市场就能预测政治结局，并适时据此做出调整。哪里缺乏上述均衡，哪里经济主体就难以预测政治事件的后果，并由此导致市场波动性增加或出现异常收益。利用具有细微差异的政治进程模型有助于我们确定市场到底可以利用哪些政治信息。

我们也考虑到市场是如何利用政治信息的。市场主体的潜在信念决定了信息的出现怎样影响其预期。有时，信息可能只是强化了市场对政治进程可能结果的潜在信念，市场主体可能并不因此而改变其资产配置结构。反之，未被预期的政治进展可能会迫使市场主体改变其对政治事件最终结局的已有看法，并因此而调整其市场行为。我们力图将政治进程中市场主体适应信息变化的行为模型化。

研究策略

我们以 1980—2003 年工业化民主国家为样本评估民主政治事件对资产市场行为的冲击。之所以选择上述时段，不仅出于衡量市场预期所需政治数据（如民意调查信息、政党施政纲领等）可获得性的考虑，更是为了充分利用先进的民主政治模型，尤其是议会制度模型。此外，聚焦已经建立民主制度的政治正常国家，也是为了防止我们的检验沦为片面寻找政治影响市场证据的工具。在这些国家，诸如政变、政府的重大渎职行为等极端政治事件很少发生。因此，资产所有者坚信政治事件不会导致市场崩溃。以这些财产权利有保障的国家为案例，使我们可以将政治可预测性从影响