

Academic Works
经济学术译丛 in Economics

宏观市场

——创造管理主要经济风险的制度体系

罗伯特·J.希勒 著

鲁昌 葛晖 译

上海财经大学出版社

经济学术译丛

宏观市场

——创造管理主要经济风险的制度体系

罗伯特·J. 希勒 著

鲁昌 葛晖 译

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

宏观市场——创造管理主要经济风险的制度体系/[美]罗伯特·J. 希勒(Robert J. Shiller)著;鲁昌,葛晖译. —上海:上海财经大学出版社,2002.7

(经济学术译丛)

书名原文:Macro Markets

ISBN 7-81049-680-8/F·576

I. 宏… II. ①罗… ②鲁… ③葛… III. 市场学 IV. F713.50

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 085378 号

□ 责任编辑 谷 雨

□ 封面设计 周卫民

HONGGUAN SHICHANG

宏 观 市 场

——创造管理主要经济风险的制度体系

罗伯特·J. 希勒 著

鲁昌 葛晖 译

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2002 年 7 月第 1 版 2002 年 7 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 11.5 印张 239 千字

印数 1—4 000 定价:25.00 元

前 言

在我们的社会中，主要经济风险都由个人独自承担。你有你的痛苦，我有我的不幸，本书是笔者对这一问题潜心研究的结晶。社会确实共担了某些种类的风险，如自然灾害、突发急病、暂时失业等；社会所关注的是突发性的或危害性极大的灾害。但是，影响个人一生福利的大多数风险却仍无法分散。我们的生活水平在很大程度上由运气来决定。

如何共担经济风险是社会最为关注的焦点之一，而且的确如此。收

人和财富的不平等现状令人痛心。收入和财富决定了谁是被服务者,谁是服务者;决定了谁能悠然度日,而谁又只能终日为生计奔波;决定了谁有能力追求实现自我价值的事业或人生,而谁又将与此无缘。如果这些不平等现象纯粹是运气所致,这不仅令人痛心,更让我们蒙羞。

有些问题我们必须思考,为什么我们的市场体系不能让所有人共担所面临的主要经济风险,而不仅仅局限于最为极端的经济灾害,是否有新的市场技术使风险共担成为可能。

20 世纪 80 年代中期,居民房地产价格风暴冲击了美国东北部地区,笔者(在纽黑文)亲身经历了这场风暴,这次经历促使我开始认真考虑这一问题。住房价格是生活水平的重要决定因素之一,这场风暴中房地产价格几经起伏。在价格暴涨至最高点时,住房价格年均涨幅约为 40%;价格在几年时间里翻了一番。当时可以清楚地看到,人们的生活水平明显下降了。那些还没买房子的人们认为,也许自己永远都没有能力购房了。在这次价格风暴中,那些本来还不打算买房子的年轻人不得不开始考虑筹资购房,否则,将更加难以承受越来越高的房价。其他人(比如我自己),在房价暴涨之前买了房子,对这笔意外之财惊喜之余也稍感受之有愧,他们既可以此为抵押去借款,也可在以后卖掉房子搬到另一地区或参与另一种住房安排。我究竟做了些什么使我可以拥有这笔意外之财?我又何时要求过参加这场与朋友和邻居们的赌博游戏?

之后,到 20 世纪 90 年代,房地产价格又开始下跌。那些

年轻人,当初不想买房却迫于形势不得不动用储蓄来购房,现在却发现储蓄已被吞噬殆尽,即使卖掉房子也无法偿还债务。当初给这些人提供了大量抵押贷款的贷款机构同样陷入了困境。当初一哄而上的建造商手里积压着大批住房无人购买,即使卖了出去有时连成本都难以收回。对此我深感迷惑,为什么社会中会发生这种事情?至少,为什么社会不能建立起一种制度来帮助人们更好地应对这种市场失调呢?抑或这种混乱无序本身就是生活的一部分,我们永远都无法避免?

从1990年开始,Wellesley大学的经济学家Karl Case,以及刚从耶鲁管理学院毕业的研究生、也是我在耶鲁教过的学生Allan Weiss与我共同发起了一场运动,以说服期货交易所建立起居住类房地产价格期货市场。当然,期货市场可以被看作是赌价格或指数变化的市场;但这些市场的主要目的不是让人们去赌博,而是让人们去“保值”,冲销波动所造成的影响,最大程度地消除为经济环境所迫而作的赌博所可能造成的影响。房地产的持有者(也就是在“现货市场”上的“长”头寸持有者)可以赌房地产价格将下跌(即在期货市场上做“空”)。那么,一旦房地产价格真的下跌,在期货市场上的收益便可抵消掉在房地产市场上的损失。

对那些熟悉保值产品和金融资产的人来说,他们会意识到这种对冲操作实质上是一种风险管理。在这种市场上保值,与购买保险以防价格下跌的做法在实质上是相同的。即便在这些保值市场上人们签订的合约不叫做保单,但对保险的供给者来说,这些市场必不可少,因为这些市场集中了来自

世界各地的风险承担者,风险便可分散于众多的市场参与者。房地产期货市场提供的保值服务可由提供保单或类似产品的公司零售给大众,然后这些公司再到房地产期货市场上保值以化解因向大众提供这种保单而给他们自己带来的风险。

Karl Case 和我都曾在不同场合描述和解释过这场房地产价格风暴,在此过程中,我们对上文提到的房地产期货市场都产生了兴趣。*Allan Weiss* 也一直在研究一项住宅资本参与计划(*house equity participation plan*),该计划的研究目的在于如何减轻住房价格波动对房主的影响。我们一致认为,应当创建新的国际性市场,如期货市场等,以提高房地产市场的流动性,帮助人们和机构保护自己免受下一场此类房地产市场动荡的影响。当人们能够在这种市场上保值(或通过中介机构进行保值)时,他们实际上可以宣布自己将不再参与这种房地产游戏了。我们写文章,在期货交易所及可能使用期货市场的金融和保险机构作讲演;并且还自己组建了一个公司(*Case Shiller Weiss* 有限公司)。*Allan Weiss* 现在是这家公司的总裁;我们为房地产期货合约的现金结算提供房地产价格指数。现在我们正在与芝加哥交易所合作研究房地产价格期货市场的可行性。

我思考了基于房地产价格的风险管理合约交割所可能碰到的有关问题,并对思考所得的结论加以推广,使之不仅仅局限于房地产市场,确切地说,不仅仅局限于新合约的迅速兑现问题,本书就是基于这些想法写成的。用于房地产市场的合约、风险管理原则、指数值、零售机构,等等,同样可以用来化

解影响人们生活水平的各种风险。

下面来看一个例子,在此假定国民收入期货市场及相关的零售市场已相当完善。国民收入市场是本书中所提出的一种(或许是最重要的一种)市场。国民收入期货合约的交割基于某种国民收入度量尺度。雇主可以从保险公司购买国民收入险保单以作为提供给雇员的一种福利,这种合约能使雇员免受该国收入水平下降的影响。然后保险公司可以在国民收入期货市场上进行保值以化解由于提供这种保单而给他们带来的风险。我们希望由大型的国际性机构投资者来承担国民收入波动风险,这些机构再在世界各国的期货市场上将这些风险一一化解。

假定经济形势发生了变化,某个国家(如日本)的国民收入受到不利影响,另一个国家(美国)的国民收入受到了有利影响。日本的个人不会受到影响:他们会发现,由于持有保单,个人收入完全免受国民收入下降的影响。日本的保险公司也不会受到影响;在日本国民收入期货市场上的保值操作所获利润抵消掉了由于向保单持有者偿付所受到的损失。为美国工人提供国民收入险保单的保险公司则会在国民收入期货市场上蒙受损失,并且将不得不从准备金中支取交割合约所需金额。最终,金融资产会从美国流向日本,使真实资源的流动成为可能,以维持日本国民的生活水平。当然,如果经济形势使这两个国家受到的影响完全相反,真实资源会发生反向的流动。这就是风险分散的本质属性;任何一个国家都无法事前知晓经济形势的发展方向。

这些分散风险的安排,如上文给出的美国和日本例子,并不是由政府、而是由个人和公司作出的,而且任何打算分散风险的人都可以这么做。美国和日本政府无需就分散风险达成任何协议,只要允许期货市场或类似保值市场和保险市场的这些自由市场制度存在即可。美国和日本政府出于政治考虑而为其国民达成风险分散协议的可能性微乎其微;幸运的是,它们无需这样做。风险分散制度的最初推行可能会碰到一些困难,但随着时间的推移,越来越多的个人、公司和机构终将会认识到这一制度的重要意义。

我们需要一系列大型的国际市场,这些市场应当涵盖大多数个人和机构收入的主要组成部分:即一系列全国、各地区、各行业收入和主要服务流如房地产服务流等市场。这些市场可以采取证券、期货、期权、互换或其他远期市场的形式。这些市场提供了一系列可供选择的保值工具,使零售商,如保险公司能够提供保单以保护人们的生活水平不受各种随机冲击的影响。与此相反,现有市场所能提供的风险管理功能少之又少。现有金融市场交易中的风险仅是生活水平总风险中很小的一部分。例如,我们现有的股票市场的交易对象仅是公司红利索取权,而公司红利在国民收入中所占比例极低,大约仅占美国国民收入的3%。

本书的大部分内容技术性较强,读起来有一定难度,涉及到市场构建理论、指数理论及统计理论。本书面对的读者主要包括经济学者、期货和期权交易所的合约设计者、互换和其他金融交易的创造者以及与风险管理有关的零售产品(如保

险、养老金计划和抵押贷款)的设计者。在内容安排上,我已作了最大程度的努力,以使不熟悉有关技术知识的读者也能读懂本书的大部分内容。一直到第六章,大多数技术性内容都放在附录中讲解,可以略过不读而不影响对本书核心内容的理解;第九章是对本书内容的一个总结,没有任何数学内容。

致 谢

我的同事 *Karl Case*, *Chuck Longfield* 和 *Allan Weiss* 共同提出了建立房地产期货市场的建议,并与我一道致力于促进这些市场在美国的建立,他们的睿智是本书许多观点的源泉。*John Campbell* 与我共同写作了数篇关于投机市场的论文,也是本书的思想源泉之一。

还有许多人在我的写作过程中以各种方式给予了我很多帮助,在此向他们表示感谢,包括 *Peter*

Abken, Donald Andrews, Peter Bernstein, Steven Bloom, William Brainard, Michael Brennan, John Clapp, Avinash Dixit, Peter Donnelly, Robert Engel, John Geanakoplos, Gordon Gemmill, Carmelo Giaccotto, William Goetzmann, Zvi Griliches, Sanford Grossman, Alan Heston, Jonathan Ingersoll, Ed Iversen, Theodore Keeler, Alvin Klevorick, Paul Kupiec, Larry Langowski, Bruce Lehmann, Hayne Leland, Ben Krause, Robert Miller, Evan Morton, Nathan Most, William Nordhaus, Todd Petzel, Steven Roberts, Richard Roll, Stephen Ross, Nouriel Roubini, Xavier Sala-i-Martin, Jeremy Siegel, Christopher Sims, Robert Summers, Steven Sural, James Tobin, Niel Wilson.

我要感谢我的研究助理,是他们协助我对本书进行了修改与校对,他们是: *Stefanos Athanasoulis, Kevin Burrows, Jose Carvalho, Margo Crawford, Vassil Konstantinov, Chiong-Long Kuo, Phillip Molner, Christopher Musto, Don Nakornthab, Chuin Hwei Ng, Todd Sandoz, David Waller, Toshiaki Watanabe, Murat Yulek 和 Ramzi Zein.*

我还要感谢在耶鲁参加我所主持的题为“创建新市场”研讨会的学生们,他们所做的研究及对本书手稿所提出的意见都给予了我很多帮助。

本书的研究得到了授予号为 SES-91-22229 的美国国家科学基金的资助。本书的部分研究成果是在 Guggenheim 奖学金的资助下作出的。同时 Russell B. Sage 基金也资助

了本书的写作。

本书在从手稿到最终出版的过程中,得到了 *Andrew Schuller* 和牛津大学出版社的 *Anna Zaranko* 的大力支持。当我于 1992 年 5 月在 *Clarendon* 就本书早期手稿的有关内容作演讲时,牛津大学热情好客的主人们对本书提供了许多有创见的建议。

耶鲁大学 *Cowles* 经济学研究基金会的职工和同事一直非常关心我的研究工作;尤其要感谢 *Lois Jason* 和 *Glena Ames*。相关实验指数由 *Sherley Kessel* 提供。

我的妻子 *Ginny* 投入了大量的时间和精力来支持我的写作,她一直是我工作的宣传者和灵感的源泉。最后,在我将大量时间投入本书写作的过程中,我的两个儿子 *Ben* 和 *Derek*,以极大的耐心帮助了我,*Derek* 总是自豪地告诉客人说,他的爸爸正在写一本关于“鲭鱼”(mackerel)* 市场的书。

* 英语(Macro)一词的发音与“鲭鱼”(Mackerel)一词相近——译者注。

目 录

前 言/1

致 谢/1

第一章 引论/1

理想:建立一个防范主要收入风险的世界性市场/8

今天的市场与收入风险/11

创新与市场/13

历史偶然与市场/16

第二章 心理障碍/23

对心理学与风险概念的研究/25

促进公众对宏观市场的正确使用/36

心理障碍：总结/39

第三章 长期收入流的保值机制/42

基于现货市场资产价格的交割/45

基于收入而非价格的交割/50

第三章附录：期货市场/63

第四章 国民收入与劳动收入市场/68

市场结构与相关制度/70

实际收入市场还是充分就业

收入市场？/76

度量问题/77

度量收入现值的不确定性/80

对所得结果的解释/91

第四章附录：经济计量方法/93

第五章 房地产和其他市场/103

房地产/104

非公司企业和私人持股公司/120

消费者和生产者价格指数期货/123

农业/129

艺术品与收藏品/143

发现其他市场的系统方法/149

第六章 为交割合约而建立指数/153

与其他用于合约结算的指数的相似
之处/155

将链式指数法拓展应用于不能频繁交易
的资产/162

享乐指数基础知识/166

度量质量过程中的相关问题/170

重复度量指数与享乐指数/173

第七章 指数:问题与选择/202

重复度量的期望发生率:标准误/203

对主体虚拟变量和享乐变量的系数施以
约束/212

享乐变量的选择/218

其他模型/230

解释/239

第八章 关于指数修正的若干问题/242

每期回归享乐变量的方差分量/247

与时间间隔相关的指数/248

推导基于自身滞后值的指数/259

解释/263

第九章 推动历史前进的车轮/265

问题随想/267

公共产品的提供/273

建立相应的指数值/274

提供信息与激励/277

应对权力控制中心/279

公众意见领导者的重要性/281

参考文献/285

人名索引/307

主题索引/316