

图书在版编目(CIP)数据

股票市场、投机泡沫与经济增长/[瑞士]宾斯维杰

著;张建森译. —上海:上海三联书店,2003.7

ISBN 7-5426-1791-5

I.股... II.①宾...②张... III.经济—问题—研究—世界 IV.F113

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 043763 号

股票市场、投机泡沫与经济增长

著 者/[瑞士] 宾斯维杰

译 者/张建森

责任编辑/倪为国 邱 红

装帧设计/人之初工作室

监 制/沈 鹰

责任校对/张大伟

出版发行/上海三联书店

(200235)中国上海市钦州南路 81 号

<http://www.sanlianc.com>

E-mail: sanlianc@online.sh.cn

印 刷/江苏东张印刷有限公司

版 次/2003 年 8 月第 1 版

印 次/2003 年 8 月第 1 次印刷

开 本/890×1240 1/32

字 数/270 千字

印 张/14.125

印 数/1—3100

ISBN7-5426-1791-5

F·382 定价: 25.00 元

前 言

长期以来,我一直对股票市场上股票价格的剧烈波动深感兴趣,因为这种波动与实物经济的发展根本不存在明显的关系。而且,对本课题越加深入研究,越使我相信投机泡沫应该被理解为现代经济发展中一个完整的成分,而不仅仅是经济体一种可以通过政策纠正的暂时性偏离。金融和实物经济这种新的互动发展方向可能会导致可以持续较长时间的泡沫经济,本书试图揭示隐藏在这种趋势背后的经济原理。

为写此书我忙碌了近三年时间,最初的动因却来自德语国家的学术系统的要求。在这些国家中,为取得讲师资格你必须写第二篇论文(在博士论文后的授课资格论文([habilitation-thesis]),讲师是成为教授的前提。因而,此书的第一个版本是1998年4月我对 St. Gallen 大学所作的授课资格论文,于1999年2月最后通过。

由此,我特别感谢 Hans Schmid 教授(St. Gallen 大学)在我做授课资格论文期间给我的无尽的教导和鼓励。

呈现在本书中的研究也得益于瑞士国家科学基金会的资助,这使得我能够以访问学者的身份在美国 New York (Columbia 大学)和 Knoxville (Tennessee 大学)做完大部分的研究。在此期间以及此后,在我准备定稿此书时,许多人对书中的各部分提出了有用的建议和意见。特别地,我想感谢:Paul Davidson (Tennessee 大学),Paul DeGrauwe (Leiden 大学),R. Glenn Hubbard (Columbia 大学),Ernst Mohr (St. Gallen 大学),Dusan Mramor (Ljubiana 大学),Marcel Savioz (St. Gallen 大学),Rainer Stottner (Kassel 大学)和 Heinz Zimmermann (St. Gallen 大学),他们在很多方面对本书作出了改进。当然,他们不需对本书尚存的错误负责。

最后不得不说的是,我想应该是对我的家人致歉,为在此书写期间他们所度过的没有丈夫或父亲的漫长岁月。不过真实的情况是,我没有妻子需去度过没有丈夫的寂寞长夜,也没有小孩因为没有父亲的陪伴而需去看电视来打发时间。因此,你尽可以安心地去阅读此书,并不需对任何人觉得有愧疚感,所有写作带来的痛苦完全由作者本人承受。

1999 年 3 月于 St. Gallen 大学

目 录

导 言	1
-----------	---

第一部分 现代经济中货币和金融的重要性

第 1 章 金融与实物经济——新近研究中凯恩斯主义和非凯恩斯主义的不同观点	17
第 2 章 内生货币创造及其经济意义	41
第 3 章 流量货币理论中的宏观金融过程:金融窖藏新解	71

第二部分 股票市场和投机泡沫:理论背景

第 4 章 投机在经济中的作用	121
-----------------------	-----

2 股票市场、投机泡沫与经济增长

第5章 泡沫能提高动态效率吗?	137
-----------------------	-----

第6章 股票市场持续偏离基础价值的解释:噪声交易者模型的动态扩展	171
--	-----

第三部分 股票市场和投机泡沫:实证分析

第7章 1980年代的购并潮、投机泡沫和债务转移: 财务杠杆结构调整交易带来股票价格飙升	221
---	-----

第8章 美国经济的投资、盈利、利率和股票市场: 从资金流量数据得到的一些启示	245
---	-----

第9章 股票回报率与实体经济:两者还有相关性 吗?	285
------------------------------------	-----

第四部分 结 论

第10章 走向可持续性泡沫经济	349
-----------------------	-----

参考文献	405
------------	-----

经济学家姓名中英对照表	431
-------------------	-----

索引词汇中英对照	435
----------------	-----

译后记	445
-----------	-----

导 言

1. 经济增长及其约束

自 1980 年代以来,全球金融市场有着惊人的增长,然而,对这种增长我们无法轻易地全部用基础因素来解释。特别在股票市场,投机泡沫似乎已经成为一种持续性的现象。这种趋势在美国最为明显,不过,在很多其他有着成熟金融部门和市场的工业国家中,也可以发现同样的现象。另外,单个国家的金融市场已逐渐与全球市场相互交融、相互转移。^①

^① 本书研究的这种趋势针对的是有着稳健金融部门和市场的工业国家,而非发展中国家。发展中国家的经济条件是不同的,本书也忽略了对发展中国家中有关制度设置的讨论。

对美国经济来说,实证表明股票市场回报率与将来实物经济活动间的关系,自 1980 年代早期以来发生了重大的转折。如我们将说明的,这一转折是 1980 年代美国经济重大结构转变的一部分,其时,很多产业的特征表现出生产能力过剩和市场饱和。市场对这些经济条件的反应是通过一系列的购并活动把实物经济的利润转移到股票市场,以至于股票价格飙升到了前所未有的水平。这种发展反过来又带动了金融部门的创新和机构变革。所有这些活动都促使货币流向股票市场。

本书所阐述的这种变化对传统经济理论是个挑战。传统方法中撇开了现代货币、金融和投机活动等所具有的重要特征,所以很难解释上述的变化过程。为此,在本书中我们试图把其中的一些特征结合在一起,以期能够更好地理解最近经济发展动向背后的经济逻辑。为集精髓,本书吸收了多种理论,从传统的新古典理论到后凯恩斯经济学和现代金融理论等。由于这些理论都局限于各自不同的假设,所以我们也不能在一种理论范畴内形成一种可以解释整体经济发展的一致性的分析框架。不过,我们认为不同的理论方法可以解释经济发展的不同侧面。例如,新古典理论撇开了货币和金融的某些特征,而这些特征我们认为重要的,并且得到凯恩斯经济学的重视。而在另一方面,凯恩斯经济学却忽视了,当经济由于实物资本过度投资而变得动态无效时投机泡沫所具有的正面作用。因此,吸取不同理论方法的观点可以构建一个能够对经济体作出较为全面分析的框架,而如果追求理论一致性的话,可能只会满足实际经济中某一个特定的重要面。

在广义的范畴上说,最新的这种经济发展可以被理解为一

种放松现行经济增长约束(成功)的尝试。归纳起来,资本主义经济发展史的特点是不断探索新的方法来解除对经济活动进一步扩张的现行约束。当经济进一步增长,或创造盈利的新机遇受到限制时,解除约束时常是必需的。产生约束的原因主要是投资成本与投资收益的暂时性分离,货币与实物经济发展间的差异,以及实际生产与事前定价间的差异等。约束主要有三大类:

- (1) 金融约束
- (2) 实体经济约束
- (3) 需求约束

所有这些约束会轮流地发挥约束力,对这些约束的放松经常成为经济史上的重大突破。然而,不同经济理论对这些约束的重要性的认识是相差很大的。但是,从强调技术和制度变革的演进角度看,这些约束都是非常重要的。

金融约束

金融约束的现实基础是,在生产过程中,成本流要先于收益流。企业开展任何经营活动时都必须在这些活动能赚取利润之前得到相应的融资。因此,在生产过程的最初,企业必须有资金来支付工资或购买资本。企业融资可能会用于当前成本(主要是工资)的支付,也可能用于对实物或金融资本的购买(投资)。对单个企业来说,这种资金可能来自内部资金(以前的销售收入和剩余利润),或从银行(信贷)或其投资者(通过发行金融资产的长期融资)借入。不过只有从整体水平上才能看出金融约束的重要性,因为所有的收入都是支出的结果。但是,在不存在任何货币

创造可能性的封闭式经济中,^①企业的支出受以往收入的绝对限制,恰如使用实物货币(如金)的经济体,^②从整体而言经济代理人不能支出比他们早先所挣的更多的货币。随着现代银行业的发展,金融约束被逐步解除,企业的开支可以渐渐独立于先前的收入。通过银行信贷所带来的货币创造使得企业货币的开支可以从整体上说大于先前的利润(赤字消费)。金融约束的放松对现代货币经济的发展有着关键的作用(Moore, 1990, p. 55)。正如我们将要说明的,最近以来,金融创新、管制放松以及在1970和1980年代所发生的银行新实务,进一步放松了整体的金融约束,使得银行节省储备并通过信贷扩张来增加货币供给,同时非银行金融机构也不受中央银行和银行管制的约束,同样可以参与信贷供给。

金融约束仅见于一些理论模型,在这些模型中关心这样的事实,即我们的经济基本上是信贷货币经济,其中金融部门作为信贷货币的供给者在经济中扮演着相当重要的角色。在传统新古典经济学中金融约束实际上从不起作用,因为投资决策是消费计划在不同时期跨期优化的结果(效用最优化)。由于储蓄和投资是同时决定的,并通过利率的调节得以均衡,所以不存在金融约束。只要经济代理人受理性预期主导,跨期优化过程只会受到货币或技术冲击的暂时性干扰。然而,最近的研究再次发现金融或信贷约束与实物经济,特别是与投资决策息息相关。因此,本书

① 在开放式经济中,企业支出可以通过国外信贷而得到融资。然而,如果把全球经济视为一个整体,金融约束的作用与封闭式经济完全相同。

② 不过,在实物货币经济体中,如把金作为货币,通过从国外进口金或从金矿中开采额外的金,一些代理人可以花销比他们所储存的更多货币。

也再次强调在经济发展中金融部门的作用(参见第1章)。

实物经济约束

当相对于金融投资的盈利性,在实物经济中盈利性投资机会稀缺时,便产生了实物经济约束。熊彼特的经济增长理论强调,在资本主义经济发展过程中,这种约束时常被能创造新盈利机会的创新所解除(Schumpeter, 1934)。然而,在经济发展中的许多时期,由于不再有现存的生产机会可以创造足够的盈利前景,从而盈利性投资机会的匮乏造成了对整个经济的实物经济约束。接下来,经济必须扩张到一些完全新的领域,在新的经济领域中,新型的创新可以形成额外的盈利机会。当农业经济发展为工业经济时就是这种情况,技术进步造就了完全是新型的创新。在实际生产中有形资本(使用新能源)代替了人力劳动。通过这种发展,解除了实际劳动力约束。产出的提高不再需要相应的劳动力增加(参见 Hahn, 1920, p. 118ff)。在现代资本主义经济中,不存在充分就业下的产出水平,通过在新技术上的投资,经济的扩张不可能超过这一水平。然而,现代资本主义经济受到一种新的实物经济约束的威胁。金融约束的放松造成金融资本的持续增加,其增长速度快于生产过程中创新和盈利机会的增长。不过,正如熊彼特已经认识到的,创新不限于有形生产,创新也发生在金融制度之上(Schumpeter, 1951, p. 222)。本书所给出的主要观点是,正是1980年代所发生的几项发展,如金融创新和制度安排,使得1980年代的美国股票市场出现了可持续性的投机泡沫。我们将说明,这些投机泡沫有助于实物经济约束的放松。投机泡沫在不增加相应产出的情况下,潜在着从整体上增加利润的能力。

与金融约束相反,当我们根据无限持续时间的跨期均衡模型,如叠代模型,来分析经济时,在传统新古典增长理论中也可以发现实物经济约束的存在。在这些模型中,实物经济约束可解释为动态无效状态,其特点是实物资本上的“过度投资”。在这些条件下,通过降低实物资本的投资可以提高边际生产率,所有人的消费水平都是可以提高的。由于投机泡沫吸收货币,所以投机泡沫的形成可以提高经济的动态效率,否则这些货币会造成实物资本投资过度(参见第5章)。相反,泡沫在股票市场上创造了额外的利润。这种发展方式的结果是造成了实物经济与股票市场间的暂时性脱钩。根据以上逻辑,在1980年代美国经济中出现的购并浪潮也可以解释为消除实物经济生产能力过剩的一种方法。

需求约束

需求约束主要由经济发展的实际与期望间的差异所造成。当我们在作出一个投资项目的决策时,将来需求的不确定性总是存在。企业不可能知道将来会有多少消费者和投资者来消费他们的产品。如果市场显示出饱和的信号,总需求跌落到期望水平以下,则投资项目的事前期望价值事后实际上不再有效,已经安置的生产能力将会过高(存在过剩的生产能力)。企业会对这种情况作出反应。由于期望的利润跌到所要求的利润水平以下,所以将会降低在实物资本上的投资(参见第8章)。在这些条件下,需求约束了经济的进一步增长。

马尔萨斯已经对总需求约束的重要性作出了阐述,特别是在有关拿破仑战争后的英国经济危机的论述中。但是,古典经济学家,如李嘉图和萨伊等,否认总需求约束的存在。根据古典经济

学以及早期的新古典经济学理论,需求约束不可能存在。如果存在需求约束,则意味着人们将储藏货币而放弃潜在的利率收入,这被视为是非理性的。相反,根据萨伊定理,产品和服务的供给会创造其自身的需求。^①但是,随着庞大的金融部门和金融市场的发展,萨伊定理的原始可信度越来越受到质疑,因为人们可以不去储藏货币,他们可以把货币投入到金融资产,而这些金融资产并不会自动地导致在实物资本上的投资。

为更强调金融市场,凯恩斯用有效需求原理取代了萨伊定理,不过有效需求原理并不忽略金融市场暂时性吸收金融资金的可能性。当前不消费商品和服务的决策事实上与将来的对商品和服务的需求并没有直接的关系,而可能导致的是在金融资产上的积累(第3章所定义的金融窖藏),金融窖藏在将来是可以消费在任何东西上的。因此,当前支出的下降不能被将来更高的需求特定期望所抵消,在凯恩斯经济学中需求约束总扮演着重要的角色(Tobin, 1997)。

按照米斯基的论述(Minsky, 1982, p. 37),在第二次世界大战之后,需求约束得以放松。政府赤字支出稳定了总需求并抵消了支出下降的动态过程。不过,近来需求约束又显得重要起来。我们已经提到,在1980年代美国经济的特征是实际资本生产能力的过剩。另外,根据詹森的观点(Jensen, 1993, p. 275),造成生产能力过剩的主要原因是需求不足,因为“市场需求下降到了能够使已置生产能力产生所要求的回报水平以下”。因此,需求约束与

^① 这是对萨伊定理有点简单的解释。关于“强”和“弱”萨伊定理间的区别以及凯恩斯对其可能的误解,参阅 Krelle(1989)。

实物经济约束紧密相关。低需求期望可能是造成实物资本投资低期望盈利率的至关因素,而且需求约束很快会转变为实物经济约束,使得市场饱和,并造成所影响产业的生产能力过剩。

本书力图说明,在美国或其他有着发达金融部门的国家,金融市场的最新发展导致总体金融约束的放松。这种放松允许更多的资本流入到金融市场,于是形成了投机泡沫。但投机泡沫本身可以被理解为对实物经济约束和需求约束的反应。由于投机泡沫也会影响实物经济活动的水平,因此,经济体中实物经济和金融部门间的互动关系变得更加复杂了。

然而,在1980年代之前,金融市场尚不够成熟,不足以维持投机泡沫。可持续性泡沫只是一种最近的经济现象。当前股票市场的繁荣与以往投机活动鼎盛时期的景象不同,如郁金香热、18世纪约翰·劳尔(John Law)的密西西比泡沫或1920年代的美国股市(可参见 Kindleberger, 1978),所有这些事件都以泡沫破裂告终。不过,以前已经出现的这些早期泡沫部分也是金融约束放松的结果或是对实物经济约束的反应。18世纪约翰·劳尔的密西西比泡沫就是一个特别的例证。

在18世纪期间,总体金融约束限制了经济的扩张。由于缺乏稳定的信用货币系统,所以金融资金尚不能被用于对投资活动的融资。劳尔的创造性设想是设立中央银行。通过信贷创造和货币供给的增加来放松金融约束,这反过来又促进了生产和商业活动。中央银行被设想为一种可以直接服务于大众,并把经济转化为完全纸币循环的机构(Marietta, 1996, p. 80)。劳尔在那时已经预见到一个有着内生货币创造的银行体系(参见第2章),其中,信贷货币的供给被设想成可以对银行信贷需求的变动作出反

应,而银行信贷需求反过来又由所需要的支出决定(参见 Stottner, 1995)。

在 1716 年,劳尔获得了建立巴黎中央银行的执照,这随之被证明是成功的。但金融约束的放松也需要新投资机会的创造,否则将造成在实体经济约束方面盈利性投资项目的稀缺,阻碍经济的进一步增长。因此,劳尔同时也创造了新的投资机会。他提供了一个设在密西西比区域内的庞大投资项目,此项目因有独特的贸易权而得到投资者的认可。这一项目进一步完善了劳尔的系统。在他的系统中有银行(皇家银行)可以提供大量循环的纸币及低利率的信贷,有贸易公司(迪安笛[des Indes]公司)来扩大海外商业活动。迪安笛公司发行的股票很快成为法国狂热的投机产品。新设立的公司创造出极度乐观的景象,而这种乐观又直接转化为股票市场上高水准的平均信心值。迪安笛公司扩张海外商业活动所潜在的成功机会是造成投机泡沫出现的根本因素。市场交易者开始对这种趋势作出过度的反应。

但是,出现在 18 世纪早期的泡沫尚不具持续性。股票价格以及纸币供给的高增长仅靠公众对将来能连续增长的信心来维持(Marietta, 1996, p.80)。这种信心并没有维持很长时间。1720 年,因为个别投资者失去信心,并很快传递给所有投资者,股票价格崩盘(参见 Kindleberger, 1978)。劳尔领先他的时代太多了,当时的金融系统尚无力应付如此高的投机交易量。不过,尽管劳尔的系统在他的时代失败了,但在 19 和 20 世纪,由于经济转化为信用货币经济,他的系统得以成功地重建。在本书我们将说明,最近金融部门发展也提高了投资者对金融系统的信心水平,这使得泡沫比 18 世纪具有更强的可持续性。

2. 本书章节安排

本书分成四个部分。第一部分,“现代经济中货币和金融的重要性”(第1—3章),着重讨论,在经济进程中,有关货币和金融所起作用的一些最近出现的重要问题。这一部分提供了关于实物经济和金融部门互动关系的另一种观点,同时也涉及经济,特别是金融系统的最新制度变革。第二部分,“股票市场和投机泡沫:理论背景”(第4—6章),分析投机泡沫,特别是股票市场的投机泡沫,并给出几个有关在什么条件下泡沫能持续以及泡沫是如何发展的模型。第三部分,“股票市场和投机泡沫:实证分析”(第7—9章),给出有关美国经济最近发展中的实证结论。第四部分,“结论”(第10章),结合本书中的不同部分,对新近的经济发展给出我们的阐释。

在第一章中,突出在经济增长过程中货币和金融的重要性。这一重要性被很多经济学家都重新发现了。经济学家们所给出的标准观点,以及由“新增长理论”驱使的研究新近又提出的观点,是金融部门所提供的服务有助于提升投资,由此而带动增长。然而,如果我们更仔细地研究有着不同经济背景的经济学家们的不同论述,我们可以发现,对金融活动的解释以及金融活动对实体经济的重要性,经济学家们有着纷争的意见。特别地,凯恩斯主义与非凯恩斯主义对现代经济中货币与金融的观点有着较大的差别。在“凯恩斯传承”中的许多经济学家怀疑金融部门发展是否总是能促进实物经济增长。他们表示在投机活动频繁的时期,如1980年代,金融发展与实物经济增长之间存在负相关性。

本章简略地总结了凯恩斯主义与非凯恩斯主义的研究方法,为以后的分析提供一个更广阔的理论背景。

由于金融创新以及新的银行实务所致,一个重要的制度变革是中央银行在现代货币经济中对货币供给的影响力变得越来越弱。因此,第2章中所描述的“内生货币创造学说”对分析现代经济的货币创造过程是一个有用的工具。另外,内生货币创造学说同时也强调中央银行作为最后贷款人的作用。在1987年股票市场发生轻度股灾后,FED(联邦储备局)的干预就是一个很明显的例证。这也说明FED时刻准备着捍卫市场的流动性。

货币的内生化导致金融部门信贷约束的放松,从而使金融部门扩张信贷的能力既不受中央银行的有效约束,又不受先前的存款量限制。信贷约束的放松为金融资产投资(如购并)的扩张提供了理想的环境,使得在金融领域内用于交易金融资产的资金流量增多(见Borio et al., 1994)。这些资金流量,根据第3章所建立的模型,可被解释为一种新型的“金融窖藏”。金融窖藏对于现代信贷货币经济有着重要的作用。与现在早已废弃的“现金窖藏”不同,金融窖藏在金融市场上也创造利润。

除信贷约束放松之外,制度变革和金融创新也提高了投资者的信心,换句话说,降低了金融市场参与者的风险厌恶度。尽管根据传统的股票市场基础因素分析,如价格—红利比率和市盈率等,当前市场价格已经达到(或接近)超纪录水平,但投资者似乎已经改变了对股票市场崩盘概率的估计。本书第二部分(第5和第6章)建立的模型解释了这一事实,并说明只有投资者对金融部门的运作具有高度的信心水平时,投机泡沫才有可能得以持续。

本书的第二部分集中分析股票市场。第一部分所讨论的制

度安排是第二部分的理论背景。在第二部分中,第4章首先给出了投机活动的一些基本经济特征。其中一个特别重要的问题是投机是否具有内在稳定作用。如果投机被冠以是“反稳定性(destabilizing)”的,则投机交易将加剧价格波动,而如果投机是“稳定性”的,则投机交易将削弱价格波动。弗里德曼(Friedman)在1953年发表了一篇颇具影响力的文章。此后,大多经济学家都认为投机具有内生稳定性作用。不过,近来这一认识被动摇了。投机是“稳定性”的一个必要因素是套利,而套利严重受到了几类风险的限制(De Long et al., 1990a; Shleifer and Vishny, 1997)。另外,对于理性交易者,套利也可能导致投机的“反稳定性”作用(De Long et al., 1990b)。如果投机不是内生稳定性的,则投机泡沫可以持续更长的时间。

第5和第6章建立了几个说明在什么条件下泡沫可以存在和持续的模型。第5章说明泡沫如何可以融入到有限时域叠代均衡模型,以及泡沫为何能够提高动态效率。不过此模型并不能说明泡沫是如何生成的。为解释这一问题,第6章我们建立了一个动态噪声交易模型,模型阐述了当在不同类型的交易者之间存在信息不对称时,将可能导致泡沫的生成。第7章把股票价格走势与1980年代的购并潮结合起来。与噪声交易模型一样,同样强调股票市场不对称信息的重要性。第8和第9章为以下论据作出实证分析:在1980年代美国经济中实物经济部门投资下降的原因是低盈利率,而投机泡沫的出现致使股票回报率停止带动以工业生产或GDP为代表的实物经济活动。最后,第10章结合书中的两个部分,给出主要的结论并作了一些进一步的实证分析。