

资产价格 流动性理论

流动性如何影响资产价格？
流动性如何影响投资者行为？

[英] 戈登·帕博 (Gordon Pepper) 著
迈克尔 J. 奥利弗 (Michael J. Oliver)
王晓芳 等译

THE LIQUIDITY OF THEORY OF ASSET PRICES



机械工业出版社
China Machine Press

THE LIQUIDITY THEORY OF ASSET PRICES

资产价格 流动性理论

[英] 戈登·帕博 (Gordon Pepper) 著
迈克尔 J. 奥利弗 (Michael J. Oliver)

王晓芳◎等译



机械工业出版社
China Machine Press

2007 年，由美国次贷危机引发的金融危机导致了一场波及全球的经济衰退。关于这次危机，在货币层面的一种解释是，美国经常性项目长期以来的持续上升以及自 2000 年开始的相对宽松的货币政策向国际金融市场输出了大量的流动性，潜伏了过大的系统性风险。国际资产价格经过一个阶段的膨胀以后，由美国房地产价格泡沫的破裂导致了次级债市场的信用危机，进而引发了全球的金融海啸。至此，流动性、资产价格波动和货币政策的关系成为理论界和政策界关注的热点。

在我国，从 2005 年开始，流动性过剩就一直是困扰经济运行的突出问题。理论界和实务界对流动性问题有过大量的探讨与争论。然而，流动性究竟在金融市场中扮演何种角色？对资产价格到底有着什么影响？其产生的根源及其影响资产价格的传导机制是什么？货币政策是否应该应对资产价格变动？如何应对？这些一直是学术界和实务界讨论的热点和难点问题，但直到目前为止，一直没有满意的答案。本书以资产价

格的流动性解释为中心，对上述问题做了独辟蹊径的系统而深入的研究。两年前，我们在所承担的国家社科基金项目“防止资产价格过快上涨和抑制资产泡沫问题研究”中所确定的研究思路也是基于货币调控的理论与实证去考察的（08BJY153）。经过几年的研究，我们感觉从货币层面理解资产价格的变动似乎是必不可少的，解释力也更强。几个月前，我的一位多年从事证券投资的博士发来本书的电子版，读后大有裨益，相见恨晚。于是，我们决定翻译出来，供从事金融理论与实务的同行研读。参加翻译的有许祥秦博士、高继祖博士、李纪建博士和博士生翟永会、王永宁以及高榴同学。

自资产作为商品自由交易之日起，相信就有对资产价格跌宕起伏规律的探索与洞悉的解释。然而，积淀这一努力与智慧的教科书却令具有丰富投资经验的实务界人士越来越不满意，因为用以解释市场行为越来越力不从心。被奉为现代金融理论基石的有效市场假说实际上并不完美，也不完善，已被越来越多的实践证明不符合现实。传统金融学的教育遗漏了什么？确如罗素·纳皮尔在推荐序中所言，实务界人士普遍认为最关键的遗漏是“心理和流动性”。前者在行为金融学的领域得到广泛和卓有成效的研究，而后者即关于资产价格流动性理论的详尽介绍却很少见到。

有效市场假说认为资本市场上的价格已经包含了影响资产基本价值的所有信息，资产的价格只与未来有关，而与历史无关，价格只有在收到新的信息时，才发生变动。资产价格的流动性理论认为它忽视了交易中的流动性交易。在金融市场上除了信息交易外，还有流动性交易，而流动性交易是促使价格偏离有效水平的主要原

因。资产价格的流动性理论提供了一种新思路，解释了流动性交易是如何使资产价格偏离有效水平的。流动性理论认为货币供求的失衡造成的流动性变化，导致了持续的流动性交易，而预期的外推使得价格进一步沿趋势变动，使得资产价格无法回到有效水平。

作为一本富有启发性的书，本书通过提出资产价格的流动性理论（LTAP），对目前主导金融经济学家思维的学术理论进行了补充。将资产价格的流动性理论和有效市场假说相结合似乎比单独使用有效市场假说能解释更多的金融市场中的行为。可以说，本书的研究内容是对传统的、主流的金融经济学的补充，为了解金融市场提供了新的思路。

全书内容分为五部分：

第一部分，包括第1~6章。主要对资产价格的流动性理论进行了详细阐述，深入剖析了流动性产生的根源、流动性对资产价格的影响及其在经济周期中影响资产价格周期性变化的传导机制。作者认为，货币供求的失衡，导致了持续的流动性交易，而情感因素、直觉、决策习惯、从众心理、基本面因素和货币因素的同向变动造成预期的外推，推动价格进一步沿趋势变动，不完全的流动性交易使得价格无法回到有效水平，这是流动性作用于资产价格的机理。关于影响资产价格周期性变化的传导机制，作者认为，经济周期中货币供给和货币储蓄需求的变动是导致资产价格周期性变化的主要原因。本部分为资产价格流动性理论的精髓所在。

第二部分，包括第7、第8章。主要描述了流动性过剩对资产价格的灾难性影响，论述了持续的货币增长造成的金融资产价格泡

沫及其泡沫破裂后带来的债务紧缩的演变过程。作者认为，过度的货币增长导致了资产价格膨胀，而持续的资产价格膨胀会导致资产价格泡沫，当泡沫破裂时，市场下跌，如果抵押品的价格整体下降到可以保障贷款的水平之下时，各种程度的债务紧缩就会随之而来。本部分揭示了流动性对资产价格的重要影响。

第三部分是前两部分的深入，包括第 9 ~ 14 章。作者结合实际，详尽地介绍了纸币、派生货币和广义货币的控制，并详细阐述了前言中所提到的现代投资组合理论、风险的性质、技术分析、羊群效应以及经验丰富的投资者对资产价格走势直观预测的方法，最后，讨论了货币分析的其他方案。本部分是用流动性理论分析资产价格的理论基础。

第四部分，包括第 15 ~ 18 章。主要通过实例论证了资产价格流动性理论的合理性和其预测功能。实例包括 1972 年前的英国市场，1960 ~ 2002 年期间的美国市场，20 世纪 30 年代的美国和 1990 ~ 2000 年间日本的债务紧缩过程，以及美国市场 1987 年的暴跌和 2000 年到达市场顶峰的预测。本部分为资产价格流动性理论提供了历史证据。

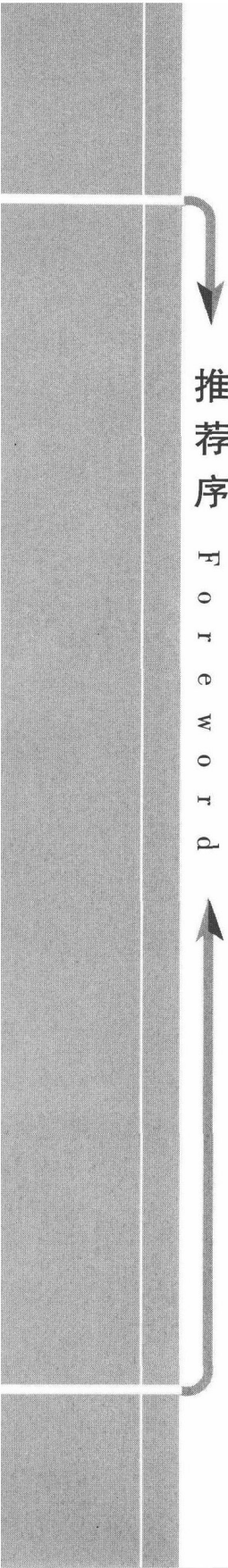
第五部分，包括第 19 ~ 21 章。主要给出了通过监测货币增长来预测资产价格变动的技术分析方法，包括货币流通量、货币供给及不同经济部门的数据分析方法。作者认为，货币流通量的变化通常是很离奇的，少于 6 个月的波动是没有研究价值的，最好关注每年的变化，应该每月对货币增长的替代变量进行监控，从而有利于预测。本部分给出了利用流动性理论来预测资产价格变动的方法，

是本书的落脚点。

本书作者戈登·帕博（Gordon Pepper）和迈克尔 J. 奥利弗（Michael J. Oliver）兼具理论与实务背景，又有丰富的实战经验，因此能够在获取丰富、新鲜、可信资料的基础上，整合各种专业看法、市场看法，以完整的逻辑体系和具有启发性的预见构造资产价格的流动性理论框架，建立沟通实际操作经验与学术研究之间的桥梁。阅读本书，无论对从事资产管理工作的实务界人士还是期望在投资领域进行探索的学者都将大有裨益。

王晓芳

2010 年 10 月



推荐序

F o r e w o r d

至少在过去十年中，市场人士对学者们关于金融市场行为的解释感到越来越失望。市场人士虽然不否认学术理论的价值，但他们认为，学术理论不能完全解释金融市场行为。这导致许多具有丰富投资经验的人开始对大学课堂上所教授的传统理论产生不满。本书作者是两位市场人士，在他们漫长而杰出的职业生涯中，常与学者们在一起工作。这本书是其毕生经验的总结。本书为从事投资的人士所著，却不是一本难以理解的学术巨著。实际上，它已成为由斯图尔特·艾瓦瑞（Stewart Ivory）基金会所设立的金融教育类新课程的一块基石。

斯图尔特·艾瓦瑞基金会是 2001 年成立的一所慈善机构，旨在促进苏格兰金融教育的发展。为了弥补传统教学的不足，爱丁堡（Edinburgh）大多数投资管理公司的董事们决定资助一门名为“金融市场从业史”的新课程，并将其作为爱丁堡商学院（EBS）MBA 课程中的一门选修课。爱丁堡商学院运营着当前世界上第二大远程 MBA 教育课程，并曾因 MBA 的系列教育课程的出口荣获 1994 年和 1999 年的英国女王大奖。该门课程不

仅得到了英国大学的认可，而且还被纳入特许金融分析师（CFA）协会“指定课程”的一部分。

传统的金融教育课程遗漏了什么？在谈到主要遗漏时，投资经理通常回答说：“心理学和流动性理论。”近年来，心理学已部分进入行为金融学领域，并已得到广泛认可，丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）因在这个领域的突出贡献被授予 2002 年诺贝尔经济学奖。这一研究领域目前发展良好，从而为这门新的课程找一些作者和教师并不是一件难事。然而，寻找具有全球投资实战经验的作者和教师，而不是只待在学校里的学者们，却是一件非常难的事情。幸运的是，这个困难并非难以克服，行为金融学现在已构成这门课程的一个核心单元。

但是当这门课程想要开发一个单元去处理“流动性”问题的时候，事情变得明显复杂起来。流动性理论可谓是面面俱到，它的精髓在于流动性的变化会产生一个施加于投资者个体的驱动力，使其做出原本不会做的金融交易。在这种驱动力下的交易与理性投资者所进行的自愿交易不一致，通常认为在这种驱动力下的交易会导致市场的有效性。大多数投资经理人坚信，理解这种驱动力是理解金融市场非理性的关键。然而，很不幸的是，在过去，投资经理人只能通过经验去理解资产价格的流动性理论。虽然说经验是最好的老师，但这门课程，尤其对从事投资的人来说仍是非常有价值的。尽管投资经理人都认为流动性理论在金融市场中扮演着至关重要的角色，但很显然目前还没有关于资产价格流动性理论的标准课程。要解释清楚为什么存在这项空白是非常困难的，通常给出的原因之一是该门课程晦涩难懂，

以至于很难以一种易于理解的方式教授金融从业者。这在某种程度上来说是正确的，所以，找到既能精通流动性理论，又让从业者易于接受的作者和教师是难能可贵的。从一开始，斯图尔特·艾瓦瑞基金会的董事们就认为，戈登·帕博（Gordon Pepper）就是这个能在该方向做出突破的人。

多年来，戈登在流动性理论上的造诣不仅得到业内同僚的肯定，还得到了学术界和寻求政策咨询的政界人士的广泛认可。重要的是，戈登对该理论的理解是建立在其金融市场实践经验上，而不是源于其他教材或大学课程，其在1994年出版的《货币、信用和资产定价》一书中清晰地证明了这一点。一位作者能够让众人在很大程度上理解流动性理论（当然并不是说能够使这个理论通俗易懂），这几乎是史无前例的。从《货币、信用和资产定价》到《资产价格流动性理论》是一个巨大的进步。首先，由于先前所做的工作已经公之于众，所以后来的分析更加紧凑。其次，《资产价格流动性理论》一书的内容经过一系列的提炼，去粗存精，进一步提升了该书的可理解程度。

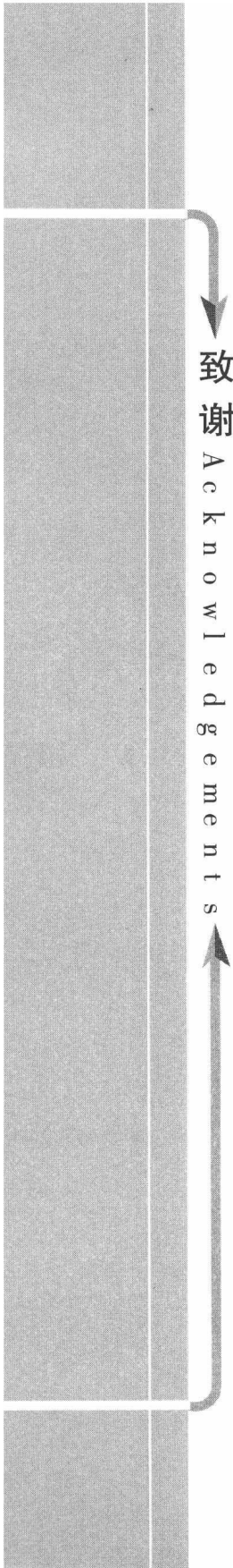
针对学生的“金融市场从业史”课程，戈登需要更新1994年出版的书中的内容并将其转化为远程教育学习资料，这是一项非常困难的任务，为完成这个任务戈登对其方法做出了重大的改进。即使对于最简单的学科来说，编写远程教育基础课程的课件也是相当困难的。那么对于这种难度特别大的学科就更需要进行相当大的改进。而将远程教育课件转化成一系列不超过十小时的讲座就需要更加精炼。在这一阶段，戈登向迈克尔·奥利弗寻求帮助。迈克尔不仅是一位专业教师，而且是一位著名的经济史学家，其在货币政策方面的造诣得到了

广泛的认可。迈克尔在这本书的各个章节中加入了专业经济史学家的观点，力图援引历史先例，从而在实践中展示流动性理论。因此，迈克尔的加入进一步提高了该门课程的可理解程度。然而，这并不是精炼过程的结束。有一条军事上的至理名言说：“没有任何作战计划在与敌人遭遇后还有效。”这句名言在教育类课程和教育学生方面具有同样的指导意义。因此，对课件的最终改进方案需要依赖随后学生的反馈，其中主要是依赖那些学习这门课程的专业投资人的反馈。学生的反馈中充满了赞美之声——“富有启发性的”、“前沿的工作”、“非常卓越”、“引人入胜”、“专注于现实社会”、“独到的见解”，这些反馈也会使我们进行更深层次的微调。

作者倾注了大量的心血，运用了一系列的方法，终于使这本书面世了。本书是对资产价格流动性理论在实践中的最好诠释，适用于投资经理人。而对于那些对理论更感兴趣的人，本书也能解释资产价格的流动性理论与有效市场假说是如何相互影响，相互补充的。专业投资人认为流动性正在和将要在金融市场资产定价中起作用的论断，一直以来饱受批评。事实上，即使是这一论断的提出者和接受者也很少有人真正理解流动性产生的根源及其影响资产价格的传导机制。本书在很大程度上弥补了因缺少对经济驱动力的理解所带来的尴尬，而对经济驱动力的理解越来越成为认识金融市场的关键。

罗素·纳皮尔（Russell Napier）

金融市场从业史课程主任



致谢

Acknowledgments

作者对本书面世给予资助的斯图尔特·艾瓦瑞基金会和斯图尔特·艾瓦瑞基金教育公司的常务董事罗素·纳皮尔先生表示衷心的感谢。杰弗里·伍德（Geoffrey Wood）教授审阅了初稿，并提出了宝贵的意见；托尼·普拉莫（Tony Plummer）先生编写了第12章；保罗·斯莫尔伍德（Paul Smallwood）先生编写了第13章；马丁·吉普森（Martin Gibson）编写了现金流量会计的章节；朗伯德街研究所（Lombard Street Research）绘制了图表并提供了统计数据，我们对他们提供的帮助表示由衷的感谢。当然，本书作者将对书中出现的任何错误负责。

接下来还要感谢那些准许我们从其发表的论文和出版专著中重新摘录的协会和出版公司，我们重新摘录的这一篇论文和两本专著是由作者单独或是合作完成的，分别是：精算师协会的《股票和金边市场的周期性变动》（帕博和托马斯，1973）；麦克米伦出版公司的《货币、信用和资产定价》（帕博，1994）；爱德

华特·埃尔加出版公司和经济事务研究协会的《撒切尔的货币主义——对未来的启示》（帕博和奥利弗，2001）。戈登·帕博最后还要感谢罗伯特·托马斯。这不仅是要感谢托马斯与帕博合作发表了精算师协会的论文，还要感谢他们同在格林韦尔事务所共事期间，托马斯对《货币公告》一书做出的巨大贡献。

译者序

推荐序

致 谢

前 言 1

第一部分 流动性理论

第 1 章 证券交易的种类 12

- 1.1 流动性交易和投资组合交易 13
- 1.2 信息交易和价格交易 14
- 1.3 有效价格 14
- 1.4 关于价格进一步上升或下降的预期 15

第 2 章 持续的流动性交易 17

- 2.1 货币需求 17
 - 2.1.1 货币的交易需求 18
 - 2.1.2 货币的储蓄需求 18
 - 2.1.3 利率和货币需求 18

2.2	货币供给	19
2.2.1	印制货币	19
2.2.2	派生货币	20
2.2.3	利率和货币供应	20
2.3	货币失衡	21
2.4	经济体中的超额货币	22
2.5	总结	23
第3章	预期外推	24
3.1	情感因素	24
3.2	直觉	25
3.3	决策习惯	26
3.4	从众	27
3.5	基本面因素和货币因素同向变动	27
第4章	非完全的流动性交易	29
4.1	投机	30
4.2	择时	30
4.3	短期风险与长期利润的比较	31
附录4A	投机和市场模式	32
第5章	周期性变化与经济周期	42
5.1	简介	42
5.2	货币对资产价格的直接和间接影响	43
5.2.1	货币、经济周期和通货膨胀	43

5.2.2	经济周期和基本因素：对资产价格的 “间接影响”	44
5.2.3	间接和直接影响的组合	45
5.3	战略	46
5.4	时机	46
5.5	序列	47
5.6	触发器	49
第6章	货币的储蓄需求变动	50
6.1	商业周期的顶峰	51
6.2	缩减银行存款	52
附录6A	一些债券的计算	54
附录6B	政府债券市场	55

第二部分 金融泡沫和债务紧缩

第7章	金融泡沫	59
7.1	泡沫的测度	60
7.2	不同阶段	60
7.2.1	慢性危险期	61
7.2.2	崩盘时期	61
7.2.3	剧烈危险期	61
7.3	相互核实	62

第8章 债务紧缩 63

8.1 债务紧缩的解决方法 65

8.1.1 货币供给政策 65

8.1.2 财政政策 66

附录8A 对欧文·费雪解决方式的无知 67

第三部分 详细介绍

第9章 政府印制货币的产生 70

9.1 有关英国的更详细介绍 72

9.2 四种政策 73

第10章 派生货币和广义货币的控制 74

10.1 银行贷款的限制 74

10.1.1 教科书的观点 74

10.1.2 中央银行在实践中如何操作 75

10.2 银行资本金 76

10.3 有关英国的详细介绍 77

10.4 广义货币的相应变化 78

10.5 要素之间的联系 78

第11章 现代投资组合理论和风险的性质 80

11.1 概要 80

11.2 期望收益率 81