

# 股价泡沫、金融稳定与货币政策: 一个文献综述

余文建 于宏凯

( 中国人民银行南宁中心支行, 广西 南宁 530021; 厦门大学, 福建 厦门 361000)

**摘要:** 股价泡沫对经济有正面推动作用, 但是它的破灭会造成资本市场和银行体系不稳定进而导致信用紧缩和经济衰退。中央银行面对股价泡沫有三种可供选择的策略: 不介入、有条件介入和积极介入。中央银行可使用货币政策应对股价泡沫, 但还需其他政策的配套协同。

**关键词:** 股价泡沫; 金融稳定; 货币政策

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1002-6452(2007)11-0003-05

传统上, 中央银行的核心职能是保持货币价值稳定, 即价格稳定。20世纪90年代以来, 发达国家的中央银行已经成功地将通货膨胀控制在较低水平。同时, 经济增长也非常稳定。但是, 许多中央银行发现它们面临着资产价格泡沫的挑战。资产价格泡沫加剧了金融市场波动和金融体系的脆弱性, 并对价格稳定形成潜在威胁。例如, 从20世纪80年代末期到90年代, 日本发生了严重的股票和房地产泡沫。泡沫破灭后, 许多金融机构破产。为刺激投资需求, 日本中央银行采取了极端的零利率政策。但是, 这项政策并没有奏效。资产价格泡沫破灭导致日本经济陷入十年低迷。近年来, 特别是1997年东南亚金融危机以来, 许多中央银行开始承担起金融稳定的职能, 如英格兰银行、欧洲中央银行、中国人民银行、韩国银行和瑞典中央银行等。虽然到目前为止, 尚没有公认的金融稳定定义, 对于中央银行履行金融稳定职责的内容还存在争议, 但值得注意的是, 这些中央银行都把应对资产价格泡沫纳入到其金融稳定职责中, 而非包括在货币政策职能。那么, 中央银行应如何对资产价格泡沫做出反应? 股价是否应纳入到中央银行的货币政策反应函数中? 何种政策和工具可以用来处理资产价格泡沫? 这些都是目前和今后很长时期内中央银行面临的新课题。

资产价格泡沫主要包括房地产价格泡沫和股价泡沫, 本文中我们将主要分析股价泡沫。第一部分从泡沫的定义出发对股价泡沫的界定和成因进行总结。第二部分分析股价泡沫对金融稳定的影响。第三部分讨论中央银行应对股价泡沫的策略。第四部分提出政策建议。

## 一、股价泡沫的界定与成因

历史上发生过许多泡沫案例, 如1634年至1637年的荷兰郁金香泡沫、1719年至1720年的法国密西西比泡沫、1720年的英国南海公司泡沫、1929年美国纽约股市大崩溃以及20世纪80年代末期的日本房地产和股价泡沫。Kindleberger(1978)将“泡沫”定义为: 泡沫是指一项资产或一系列资产价格在连续过程中迅速上涨, 并且初始上涨产生了进一步上涨的预期, 吸引了新的买家——主要是投机者, 他们的兴趣是通过交易获得利润而不是看重资产的盈利能力。因此, 由投机者推动的、持续和快速的资产价格上涨可被称为泡沫。

换个角度看, 股票价格可分为两部分: 由公司基本面因素决定的基础价值和由投机因素决定的泡沫价值。我们通常说股市是经济的晴雨表, 这是说当前的股票价格能够反映和预测未来实体经济的状态。

收稿日期: 2007-10-19

作者简介: 余文建(1968-), 男, 经济学博士, 供职于中国人民银行南宁中心支行。

于宏凯(1978-), 男, 厦门大学金融系博士研究生, 供职于中国人民银行厦门市中心支行。

根据有效市场理论, 如果投资者获得并运用了当前所有可以获得的关于未来的信息, 股票价格将准确反映其价值。我们运用传统的股票估值理论也会得到类似的结论。传统股票估值理论认为, 股票价格等于未来净现金流的折现值。如果投资者预期未来公司盈利增加, 则当前股票价格将上涨。相反, 如果投资者预期未来公司盈利下降, 则当前公司股票价格将下降。因此, 当前股票价格是对未来经济活动的预期。如果有效市场理论成立, 则当前股票价格与未来经济活动正相关。但是, 如果我们能够发现股票价格与未来经济活动不相关, 则可以称其存在泡沫。

实证研究表明, 20世纪80年代中后期之前, 股价与未来实体经济活动正相关。Fama(1990)检验了1953年至1987年间美国工业生产增长和滞后股票收益率之间的关系, 发现股票收益率能够预测未来实体经济, 月、季度和年股票收益率与未来实体经济活动显著正相关。Binswanger(2000)也发现了相似的结论。Hamori等(2002)使用1979年至2000年间美国和日本的数据进行研究, 并将整个样本期间分为两个子样本。Hamori等发现, 在子样本1979年1月至1984年12月, 对美国和日本的数据研究也证实了股票收益率能够预测未来实体经济。

但是, 近年来这种关系已经弱化甚至消失。Binswanger(2000)发现, 1984年至1995年间股票收益率不能预测未来的实体经济活动。Hamori等使用1985年1月至2000年6月的美国和日本数据发现, 在此期间两国的股票收益率都不能预测未来的实体经济活动。

这些实证研究结果表明, 在20世纪80年代中后期之前, 股价中泡沫成分较少, 所以股票收益率与未来实体经济活动密切相关。随着金融创新活动的发展, 推动股价泡沫形成的因素增多, 导致股票收益率与未来实体经济活动出现背离。

尽管股价波动越来越大, 但是中央银行和经济学家就是否存在股价泡沫仍然难以达成一致看法, 他们还找不到完美的办法来验证股票市场的繁荣是否有基本面因素支撑。但是, 我们必须承认, 股价偏离公司价值是常态, 股价总是围绕价值波动。即泡沫总是存在的, 只是泡沫的程度有大有小。从股价的决定因素来看, 实体经济活动决定了股票的基本价值, 其他的因素则决定了股价的泡沫部分。这些因素主

要包括:

1.过剩的流动性。历史经验告诉我们, 流动性过剩与经济周期密切相关。在经济繁荣时期, 经济体系资金充沛, 流动性充足甚至过剩。在经济衰退期间, 流动性往往不足。如在20世纪20年代, 美国处于工业化和技术快速进步时期, 家庭部门积累了大量财富, 越来越多的家庭购买和持有股票, 这为股市繁荣提供了必需的资金。股价上涨和下跌归根结底是由资金流入和流出决定的, 过剩的流动性是导致股价泡沫的重要原因。Okina等(2001)认为, 泡沫以三个因素共存为特征: 资产价格的显著上涨、货币总量和信用的扩张以及经济过热。20世纪90年代以来, OECD国家成功地将通货膨胀维持在较低水平, 同时利率也保持在较低水平。世界范围内的低利率使得融资成本降低, 促进了经济繁荣。但是, 实体经济并不能吸收旺盛的流动性。过剩的流动性刺激投资者购买高风险资产, 即使缺乏基本面信息, 大量资金也会流入股票市场, 推动股价进一步升高。

2.非理性的投资者。金融市场中存在大量的非理性投资者。在有效市场理论假设下, 所有的投资者都是理性的, 并根据所有可以获得的信息做出决策。即使金融市场中存在少量非理性投资者, 他们也将不断遭受损失直至退出市场。最终, 股价由基本面信息决定, 市场中只可能存在理性投资者。但是, 正如Keynes(1936)所指出的, 投资者面临着真实的不确定性, 即目前无法获得关于未来的信息, 未来的结果也不能通过概率计算得出。因此, 投资者将根据他们的“动物精神”做出投资决策。而且, 根据行为金融学的分析, 投资者具有认知偏差, 从而限制了他们解决问题的能力。因此, 投资者并非完全理性而是有限理性, 他们并不能准确地估值股票。非理性投资者愿意购买被高估的股票, 这进一步吸引新的投资者购买股票, 从而推动股价进一步走高。

3.羊群行为和正反馈交易策略。机构投资者包括共同基金、养老基金, 由于持有大量的股票资产, 他们之间广泛存在的羊群行为和正反馈交易策略是导致股价泡沫的重要原因。羊群行为是指众多的投资者根据相同的信息或者相同的信号做出相同的买进或卖出决策。机构投资者买入其他机构投资者买入的股票, 卖出其他机构投资者卖出的股票。实际上, 个人投资者往往根据机构投资者投资组合信息披露

做出买入或卖出策略。正反馈策略是指投资者买入最近上涨的股票,卖出最近下跌的股票。共同基金和养老基金使用羊群行为和正反馈交易策略已经被许多实证研究所证实。机构投资者较个人投资者有较多的信息优势,但他们仍然没有关于未来的全部信息。对机构投资者来说,羊群行为是防止收益低于大多数投资者的最佳选择。正反馈交易策略可以在短期内赚取利润。由于机构投资者持有巨额的金融资产,当使用这两种策略时,会导致股价剧烈波动。

4.道德风险。委托代理关系中隐含着道德风险,这间接导致了股价泡沫。无论是发达国家市场还是发展中国家市场,越来越多的投资者通过机构投资者参与到股票市场。与公司治理中的道德风险相似,金融市场中的委托代理关系存在着许多风险,如信息不对称和内部人控制。为获取更高的利润,代理方有动机购买高风险的股票、在高风险的市场上投资,委托方对于代理方的这种行为难以监督。如果市场价格下降,委托方的损失大于代理方。如果市场价格上升,代理方可以从中获利。这种收益和风险不对称机制,使得代理方有推动市场价格上升的动机,从而人为制造泡沫。

## 二、股价泡沫对金融稳定的影响

适度的股价泡沫对实体经济具有正面推动作用。Ventura(2003)认为泡沫能够消除市场摩擦,改善投资配置和提高资本存量。泡沫主要通过两条渠道推动经济发展:(1)财富效应。当股票价格膨胀时,投资者认为其财富增长,并增加消费和投资,扩大总需求。(2)托宾q效应。托宾q是指公司市值与它的重置成本的比例。当托宾q大于1时,公司将增加投资。当托宾q小于1时,公司将减少投资。因此,当泡沫发展到一定程度,使托宾q大于1时,公司将增加投资支出。

尽管适度的股价泡沫对经济有正面推动作用,但是,泡沫不会无限地处于膨胀阶段,完整的泡沫包括了膨胀--破灭过程。当泡沫破灭时,它对实体经济的负面影响更应引起我们的关注。历史上的泡沫案例告诉我们,泡沫破灭的负面影响往往大于泡沫的正面作用。在股价泡沫的膨胀阶段,金融风险在不断累积。一旦股价泡沫发展到一定程度,投资者认为股价过高或股价泡沫不可持续时,市场将崩溃。股价

泡沫破灭除了通过财富效应和托宾q效应直接危害经济外,它也通过影响金融稳定间接冲击经济。在美国1929年股市崩溃和日本20世纪80年代末的资产泡沫案例中,股价泡沫破灭不仅使资本市场陷于停滞,也间接冲击银行体系。

1.资本市场。在市场导向的融资体系中,公司可在资本市场上市,通过公开发行股票获得长期资金。证券公司在公司上市过程中提供顾问和承销服务。证券公司也在二级市场从事自营和经纪业务,投资者可通过证券公司的保证金业务购买股票。通过保证金业务,投资者获得杠杆以扩大利润。在20世纪20年代,当纽约股市泡沫膨胀时,证券公司的保证金业务为许多投资者进行投机提供了融资渠道。当泡沫破灭后,绝大部分的证券公司倒闭,投资者破产,资本市场失去了融资功能。

2.银行体系。如果股价泡沫的崩溃引起了银行体系危机,将会导致系统性金融危机和严重的宏观经济波动。通常,银行信贷资金可以通过直接和间接渠道进入资本市场。美国20世纪20年代股市危机中,银行不仅可以提供股票贷款,也可以直接买卖股票。在日本20世纪80年代中后期的资产泡沫中,许多投资者从银行贷款投资于股市。在我国,尽管金融监管当局要求信贷资金不得进入股市,但企业和个人将自有资金和银行信贷资金统一使用,银行难以加以区分和进行监督。当泡沫破灭时,银行会收缩信贷资金,企业和个人若不能及时偿还贷款将被迫破产,银行将出现大量与股票相关的呆坏帐。系统性金融危机爆发也可能引发银行挤兑。1929年纽约股市崩溃后,美国有大约10000家银行倒闭,存款人损失了1140亿美元。在20世纪80年代日本泡沫中,许多银行由于大量不良贷款陷入经营困境。而且,一些研究表明股价下降与银行体系风险有密切关系。例如,Hutchison和McDill(1999)列出许多预测银行危机的早期预警指标,其中包括了提前一年的股价下降。

因此,从美国和日本股价泡沫的经验看,如果股价泡沫下降导致银行体系爆发信用风险,出现资本市场和银行体系的双危机,则一国就会陷入长期的通货紧缩和经济停滞。

## 三、中央银行应对股价泡沫的策略选择

中央银行的传统职能是维护价格稳定,即消费

物价指数的稳定。通常的观点是,价格波动导致了金融风险,只要实现了价格稳定,金融稳定就会自动实现。因此,价格稳定是金融稳定的充分条件。Schwartz (1988)认为,实现价格稳定的货币政策,也将使得中央银行作为最后贷款人的干预行动最少化。Schwartz的理由是:通货膨胀往往发生在经济繁荣时期,金融市场交易活跃,其中包含比较多的投机,而银行也愿意提供贷款,因此金融风险在逐渐累积;在通货紧缩时期,借款人的实际债务增加,偿还负担加重,银行贷款得不到及时偿还的概率增加。Bordo等(2000)也认为,作为一项副产品,实现总体价格稳定的货币政策也将推动金融系统趋向稳定。基于以上理由,中央银行应集中关注价格稳定。只要价格稳定,金融稳定将自动实现。

但是,在实际经济现象中,我们看到是价格水平稳定的同时,伴随着股价波动幅度增大,股价中的泡沫成分增加。20世纪末以来,全球经济平稳增长,加上石油美元因素,主要国家的经济在低通胀率的环境下实现了稳定增长。但是,在流动性过剩的背景下,大量资金从实体经济流入资本市场,推动了股价泡沫的形成。因此,价格稳定能够确保金融稳定自动实现的观点已不符合现实。

虽然目前大多数中央银行货币政策的第一目标依然是价格稳定。但是,又必须考虑股价泡沫对金融稳定和宏观经济的冲击。对于中央银行来说,确保价格稳定并治理好股价泡沫是最理想的结果。一般而言,中央银行应对股价泡沫的策略可分为三种。

第一种是传统的观点,即坚持价格稳定是金融稳定的充分条件,所以中央银行的所有政策工具都只针对价格稳定,不必对股价泡沫做出反应。

第二种是中庸的观点,其理论基础是承认价格稳定不能确保金融稳定,包括股价泡沫在内的资产泡沫可能对价格稳定形成威胁,有可能导致通货膨胀或通货紧缩。因此,如果股价泡沫没有影响价格稳定,就不必对股价泡沫做出货币政策反应,但如果股价泡沫影响到价格稳定,就需要使用货币政策工具进行调控。

第三种观点是相对激进的观点,即货币政策应当盯住包括股价泡沫在内的资产价格波动。这种观点的理论基础包括三个方面。首先,价格稳定不是股价稳定和金融稳定的充分条件,价格稳定并不能阻

止股价泡沫的形成。其次,股价泡沫破灭反过来会威胁价格稳定,随后爆发的系统性金融风险 and 融资困难使宏观经济加速趋向通货紧缩。再次,股票是家庭持有的重要金融资产,变现后可用于消费,因此可作为家庭部门未来消费能力的代表。由于在家庭部门中股票占金融资产的比例越来越高,中央银行判断经济形势不应只局限于商品市场,还要兼顾到资本市场,这有助于制定前瞻性的货币政策。这种观点的政策含义是中央银行应当将股价纳入到货币政策反应函数中。

但是,在实践中,尚无中央银行公开宣布对股价泡沫做出反应,绝大多数的中央银行只是将应对股价泡沫纳入到金融稳定职责之中。很多学者反对中央银行盯住股价泡沫,其理由有三。第一,这项政策可能危及中央银行的价格稳定目标。在通胀率较低、经济增长稳定并同时伴随着股价泡沫的经济环境下,如果中央银行为应付股价泡沫实行紧缩性政策,有可能将经济推向紧缩,降低经济发展速度。第二,即使中央银行提高利率以应付泡沫,但由于中央银行只能间接影响资本市场,且货币政策经过商业银行和资本市场传导的途径太长,时滞较长,政策效果不尽如人意。在发达的金融市场中,如美国、英国和日本,市场对利率调整较为敏感,但在中国这样的新兴市场,投资者对利率信号的反应比较迟钝。第三,如果中央银行决定将股价纳入到货币政策反应函数中,应该给其指定多大的比重,目前还没有理论依据。这主要还是依靠中央银行自己做出判断,科学性不高。

当然,中央银行仍然要关注股价泡沫。美联储前主席格林斯潘在20世纪90年代中期对美国股价泡沫发出非理性繁荣的警告,市场认为其暗示加息。今年,格林斯潘又对我国股价泡沫发出警告。格林斯潘认为中央银行应对股价泡沫做出不对称反应,即只要股价泡沫不威胁价格稳定,中央银行应在泡沫膨胀阶段不作为;在泡沫破灭阶段,中央银行应实行扩张性货币政策,以减轻金融动荡对宏观经济的冲击。但是,这种策略隐含着严重的道德风险。如果投资者相信中央银行对股价泡沫实行不对称的货币政策,他们将尽可能推动股价泡沫以获取投机利润,因为在股价泡沫破灭后,中央银行对资本市场的援助措施将使得投机者的潜在损失最小化。

#### 四、结论与政策建议

各国中央银行在治理通货膨胀方面都颇有心得,但是面对股价泡沫时显得缺乏手段和策略。换言之,股价泡沫或资产价格波动将是未来相当长时期内中央银行面临的主要挑战之一,必须引起我们的高度重视。

(一) 股价泡沫在本质上是经济和金融发展不平衡的结果

股价泡沫多发生在流动性过剩阶段,其原因在于实体经济的利润率低于股票的收益率,导致大量的资金从实体经济流入资本市场。假设实体经济与资本市场是两个互相独立分隔的经济循环,如果过剩资金不能自由流入资本市场,将被用于实体经济的消费和投资,引起通货膨胀。因此,过剩的流动性在不同市场间的流动,减轻了实体经济发生通货膨胀的压力,但是却加大了资本市场的金融风险,影响未来的消费和投资。这是经济金融风险的跨市场、跨期转移。

(二) 既然股价泡沫中隐含了未来的经济金融风险,中央银行就有必要运用货币政策工具加以调控

如果中央银行提高利率,成熟的投资主体(如机构投资者)将预期未来经济发展速度减缓,公司利润下降,狂热的市场情绪有所降温。Bernanke和Kuttner(2005)发现,在1989年至2002年间,美国联邦基金利率提高25个基点,股价指数下降1%。他们还发现,利率提高导致股价下降,其机制不在于使得折现因子提高,而是经济主体预期未来公司利润下降引起现金流减少,导致股价下跌。

(三) 货币政策不足以完全应付股价泡沫,还需要其他政策的配合支持

首先是产业政策。货币政策是总量政策,紧缩性货币政策在一定程度上减少了流动性过剩,但是要避免过多的资金流入股市,最重要的是要缩小实体经济与资本市场收益率的差距,通过产业政策的引导和支持,改造已有产业、培育新兴行业,提高实体经济的利润率。其次是提高资本市场效率,引导市场主体理性投资。尽管机构投资者只是有限理性,但是相对于个人投资者,机构投资者决策的理性程度较高,对金融政策和宏观调控的信号更加敏感。因此,

有必要继续发展投资基金、养老基金等机构投资者。再次是增加市场交易成本,通过提高印花税的方式降低交易周转率。最后是加强对银行资金流入股市的监管。银行资金是股价泡沫重要的资金来源,而且如果银行资金被变相转入资本市场,将增加银行的脆弱性,引发银行体系危机,因此监管部门应继续强化对银行信贷资金流入股市的监管。

#### 参考文献

- [1]Bernanke, Ben S and Kuttner, Kenneth N. "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?" *Journal of Finance*, June 2005, 60(3), pp. 1221-57.
- [2]Bordo, M, M Dueker and D Wheelock (2000): "Aggregate price shocks and financial instability: an historical analysis", NBER Working Paper 7652.
- [3]Fama, E., "Stock returns, expected returns, and real activity". *Journal of Finance*, 1990, 45, 1089-108.
- [4]Hutchison, Michael and McDill, Kathleen "Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison", *vol 13, issue 3, 1999, 155-180.*
- [5]Irving Fisher, "the debt deflation theory of great depressions", *Journal of the Econometric Society*, Vol 1,1933.
- [6]Jaume Ventura, "economic growth with bubbles", CREI working paper, November 2003.
- [7]Kindleberger, C.P., "Bubbles", in *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, edited by J.Eatwell, M. Milgate and P. Newman, MacMillan, London, 1987.
- [8]Mathias Binswanger, "stock returns and real activity: is there still a connection?", *Applied Financial Economics*, 2000,10, 379-387.
- [9]Okina, Kunio,Masaaki Shirakawa and Shigenori Shiratsuka (2001), "The Asset Price Bubble and Monetary Policy," *Monetary and Economic Studies*, 19, IMES, Bank of Japan, 395-450.
- [10]Paul Davidson, "is probability theory relevant for uncertainty? A post Keynesian perspective", *Journal of Economic Perspective*, Vol 5, Number 1, winter 1991, 129-143.
- [11]Schwartz, Anna J. "Comment on 'Debt-Deflation and Financial Instability: Two Historical Explorations' by Barry Eichengreen and Richard S. Grossman," in *Forrest Capie and Geoffrey E. Wood, eds., Asset Prices and the Real Economy*, St. Martin's Press, 1997, pp. 100-105.
- [12]Shigeyuki Hamori, David A. Anderson and Naoko Hamori, "stock returns and real activity: new evidence from the United States and Japan", *Quarterly Journal of Business and Economics*, summer 2002;vol 41, nos3 and 4,95-114.

(责任编辑:王海全)(校对:WHQ)