资产替代与货币政策*

邱崇明　张亦春　牟敦国
(中国人民大学中国财金政策研究中心,北京　100872;厦门大学经济学院金融系,福建厦门市　361005)

摘　要:本文认为,经济波动和金融危机均可视为源于资产相对收益率和风险变化所引发的公众大规模资产替代的结果。本文对资产替代的概念、效应、成因和政策含义进行了探讨,构建了理论模型并对我国资产替代的特点进行了实证分析。论文认为,要防范资产的异常替代,必须理顺相对收益率体系,关注资产价格,实行规则型的货币政策,用流动性总量与结构的控制来取代传统的单一货币量控制,并通过调节利率和汇率来促进有益的资产替代。

关键词:资产替代;货币政策;金融危机
中图分类号:F821.0　　**文献标识码**:A　　**文章编号**:1002-7246(2005)01-0052-13

一、问题的提出:从公众资产组合调整看经济波动与金融危机的成因

长期以来,人们把资产替代视为微观经济主体的投资选择行为,而往往忽视了它对宏观经济运行的重要影响。实际上,资产替代在经济波动和金融危机的生成机制中扮演着一个极为重要的角色。从宏观经济看,公众资产组合的调整往往对经济运行产生深远的影响,它影响储蓄与投资、消费的比例以及货币乘数与货币需求,进而影响总需求和物价。从这个角度上,通缩可看成是货币资产对实物资产的过度替代,而通胀则相反。从金融危机的生成机制看,金融危机包括货币危机、银行业危机和债务危机,不管是哪一种形式的金融危机,无不与公众的资产组合调整息息相关:货币危机起因于大规模的外币资产对本币资产的替代,银行业危机起因于挤提(现金对存款的替代),债务危机则可能与资本外逃(外币对本币的替代)互为因果。

由上可见,从形成机制考察,经济波动和金融危机均表现为这样一种过程。先是宏

收稿日期:2004-12-03
作者简介:邱崇明(1951-),男,经济学博士,厦门大学金融系教授,博导。
张亦春(1933-),男,厦门大学金融系教授、博导。
牟敦国(1976-),男,厦门大学金融系博士生。
* 本文得到教育部人文社科重点研究基地2002重大项目《入世后我国货币政策的外部环境和现实选择》(02JAZJD790031)和国家社科基金2003项目《入世后金融开放对货币政策稳定价格目标的影响与对策研究》(03BJY098)的资助。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

观经济失衡或人为扭曲引起资产相对收益率改变。接着是公众对其资产组合的大规模调整,这些调整或者加速经济的失衡(如通胀或通缩),或者导致对某些资产的超额需求(包括负需求),引致资产价格中泡沫(包括负泡沫即黑子)的产生。当实体经济难以维系泡沫的极度膨胀时,泡沫自行破灭或被人为地挤出,资产价格开始向真实价值回归。这种回归通常是一个破坏性的过程,表现为股价和房地产价格暴跌,居民财富缩水,企业与银行的财务状况和资产质量恶化,社会信用链中断,企业和金融机构破产倒闭,生产缩减,经济萧条,失业增加,本币贬值,资本外逃,国际收支失衡等恶果。总之,在居民已日益成为一个成熟的市场主体的条件下,公众的资产选择行为已成为影响经济运行的一个重要内在变量,不认真研究居民的资产替代行为,不把居民纳入货币政策的调控体系,货币政策的调控目标就无法实现。

二、资产替代的一般理论

(一) 关于资产替代的文献述评

迄今的资产替代文献,大都限于讨论不同层次的货币性资产之间的替代行为,具有代表性的学说主要有以下几种。

1. 格利和肖(J. G. Gurly & E. S. Shaw,1960)的货币理论

早在上个世纪 50 年代中期到 60 年代初,格利和肖在关于金融中介机构的一系列论著中,就指出非银行金融中介机构的负债与现金和商业银行的存款一样,都是有着高度流动性的资产,这些资产之间有着很强的替代性,并且很容易互相转化。货币当局如果只控制现金和银行存款,而不同时控制其它流动性资产,那么货币政策必然收效甚微。格利和肖的这一思想在差不多同一时期的《拉德克利夫报告》中得到了充分的体现。

2.《拉德克利夫报告》(Radcliffe , 1959)

上个世纪 50 年代中期,英国由于强制性储蓄导致金融机构的流动性资产保持在较高的水平,因此有人主张实行紧缩的货币政策来防止流动性转化成支出膨胀。拉德克利夫委员会经过两年的调研,于 1959 年提交了报告。报告认为,紧缩的货币政策并不能防止支出的膨胀,因为在存在大量非银行金融中介机构的情况下,对总需求真正有影响的不是狭义的货币供给,而是整个社会的流动性,即包含狭义货币供给在内的,银行和非银行金融机构所创造的所有短期流动资产,因此报告主张以控制整个社会的流动性(即信用)作为货币政策的主要手段。该报告对西方货币理论的发展和货币政策的制定产生了深远的影响。笔者认为,虽然该报告正确地指出了由于广义货币随时可以转化为狭义货币,因此广义货币也与狭义货币一样提供了流动性,只有控制整个社会的流动性供给才能真正控制住社会总需求,但它没有明确指出资产替代也可以提供流动性和影响总需求,更重要的是,报告没有看到资产替代对资产价格泡沫的影响以及这种影响对金融风险乃至整个经济安全的重要性。因此,报告的观点在今天看来是不够彻底的,不能反映今天的现实。

3. 托宾的内生货币供应理论(J. Tobin , 1963)

托宾进一步发展了格利和肖以及《拉德克利夫报告》的观点。托宾认为,不同的金融

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

中介所提供的不同间接证券具有替代性,人们可在范围广泛的金融资产之间进行资产组合。银行和非银行金融机构的存款创造取决于公众的资产偏好和资产选择结构,从而货币的供求不仅取决于货币的成本和收益,还要取决于其它资产的成本和收益。托宾还认为,公众的资产偏好和资产选择结构在很大程度上受社会经济活动和经济环境的影响,因此不能单纯从央行的角度孤立地看货币数量的决定。同《拉德克利夫报告》一样,托宾虽然肯定了非银行资产与存款资产的同一性,但他也强调了金融资产与实物资产的区别,他所认可的资产选择的范围,依然局限于流动性很高的金融资产,如期票、债券和养老金领取权等,而没有考察诸如货币与股票等金融资产和不动产等实物资产之间的替代及其对经济所产生的影响。

上述这几种理论均未将证券和房地产纳入资产替代的范围,这在当时的历史条件下是合理的。上个世纪70年代以前,各国通行固定汇率制,即使在发达国家,利率也普遍受到控制。1933 - 1970年长达37年的时间里,美国基准利率平均一年变动不到一次。汇率和利率的相对固定,使资产价格比较稳定,加上虚拟经济的发展规模远远无法与今天相比,金融风险尚未凸显,因此,人们自然只关心引起总需求变化的不同层次的货币性资产的替代,而不会关注会导致金融风险的货币与证券、房地产之间的转换。

4. 以弗里德曼为代表的货币主义传导机制理论

首先把公众资产选择的范围扩大到实物资产的是弗里德曼,他得出了货币扩张不会影响实际利率,因此利率不是货币政策作用渠道的结论。但弗里德曼仅将资产替代作为货币政策传导机制的一个组成部分,而没有扩展到对金融风险成因的分析。

5. 货币替代理论

货币替代是美国经济学家卡鲁潘·切提(V. K. Chetty)提出的,指一国居民因对本币稳定失去信心,或本币资产收益率相对较低时产生的大规模货币兑换现象,它会使一国经济发生较大波动。

6. 明斯基的金融不稳定性假说

明斯基认为,金融体系本身存在内在的脆弱性,这种脆弱性发展为危机的起因是金融资产的换位(displacement)。一旦某领域出现新的利润增长点,市场主体便会纷纷将资金从利润消失的部门撤出,转而投入新的部门,这时泡沫成分的扩大和经济的表面繁荣就随之而来。明斯基的理论指出资产换位对泡沫的影响,但却忽略了对总供需平衡的影响。

下面我们将托宾理论、货币替代、明斯基理论和资产替代的差异列表比较如下:

表1 托宾理论、货币替代、明斯基理论和资产替代的差异列表

	托宾理论	货币替代	明斯基理论	资产替代
替代范围	M_1 与 M_2	外币对本币	货币与证券及实际投资	货币性资产、非货币性金融资产与实物资产
效应考察重点	对内部均衡的影响	对外部均衡的影响	对金融体系稳定性的影响	对内外均衡和金融体系稳定性的影响

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

	托宾理论	货币替代	明斯基理论	资产替代
最终效应	影响总需求和利率	影响总需求、汇率和外汇储备等	导致金融风险	影响总需求和金融风险状况

(二) 概念

由表 1 可见,与文献中的资产替代概念不同,本文的资产替代是指资产收益率和风险结构失衡所引发的公众重新调整其资产组合,减持价值被高估的资产,增持价值被低估的资产的套利行为。这里的资产是广义的,它既包括不同层次的货币性资产之间的替代,也包括货币性资产与非货币性金融资产之间的替代,还包括金融资产与实物资产之间的替代。

之所以把资产选择或者说替代的范围扩大到包括股票、资本品、不动产和消费品等具有储藏手段功能的资产,是基于以下考虑。第一,所谓资产,就是具有价值储藏功能的财产,股票、资本品、不动产与货币一样,具有储藏功能,也就是说与货币具有功能的同一性,是货币的"迁徙地"之一(在出现严重通胀时,消费品也具有资产的功能)。第二,股票等资产只要有发达的二级市场,就很容易转化为货币资产。就都能转化为 M_1 这一点来说,这些资产与储蓄存款其实并没有本质的区别。更重要的是,这种对货币的替代,可能通过改变社会的流动性总额、结构以及资产价格的途径,对经济周期和金融安全产生不容忽视的负面影响。第三,这些资产都能产生效用,因此都可以作为货币的替代品,进入消费者的效用函数,据以建立资产需求模型。

(三) 资产替代与货币替代的区别与联系

二者的区别有以下几点。第一,内涵不同。货币需求函数与资产需求函数的影响变量不尽相同。第二,外延也不同。货币替代仅指本币与外币资产的替代,而资产替代还包括流动性不同的货币资产,以及货币资产与非货币资产之间的替代。从这个意义上说,货币替代可以说属于局部均衡分析,而资产替代则属于一般均衡分析,这一区分对于后面模型的构造具有重要意义。第三,替代所产生的效应不同。货币替代仅影响汇率、货币政策的独立性和货币需求的稳定性,侧重于外部均衡方面;资产替代的影响则远为广泛,不仅涵盖了货币替代的影响,还涉及通胀与通缩、金融危机等整个宏观经济稳定的方方面面。

二者的联系则是显而易见的,货币替代是资产替代的一种,二者在成因、效应、产生机制和对策等方面均有很多共同之处。

(四) 资产替代影响经济运行的前提

如果将资产替代对经济的负面影响视为资产替代的风险,那么,其发生必须同时具备几个不可或缺的条件。一是居民的财富总量必须达到一定的水平,财富犹如资产风险敞口,财富越多,所面临的市场价格变动风险也就越大,从而微观经济主体进行调整操作的内在动力也越强。二是资产形式必须多样化,居民投资渠道要多元化。没有资产的多样化,也就没有资产替代。三是经济自由化要达到一定水平。资产替代的影响与经济自由化的程度成正比,与市场管制的程度成反比,具体体现在货币自由兑换和国内外资本

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

市场一体化的水平越高,交易费用越低,融资机制越完善,资产替代的影响就越大。从上述角度看,资产替代对经济运行状况的影响可以表达为以下函数

$$\text{资产替代的影响} = F(\overset{+}{W}, \overset{+}{A}, \overset{+}{H})$$

上式中,W,A,H分别代表财富、资产的种类和经济自由化程度(向量指标)。

(五)资产替代的类型

1. 按特点和程度可分为:①突发性的大规模转化;②转化受阻(如货币向实物投资转化不畅)。

2. 按照资产替代所涉及的资产种类可分为:①本外币资产之间的替代;②本国不同层次的货币资产之间的替代(如货币M_1与准货币M_2之间的替代);③货币资产与证券(资本)资产之间的替代;④货币资产与不动产等实物资产之间的替代。

3. 按照资产替代对经济运行影响的性质分为正常替代和异常替代。

三、资产替代的经济效应分析

与现有货币替代理论的看法不同,本文认为资产替代本身是中性的,任何一种资产替代对经济的影响均可分适度与过度两种。适度的资产替代是经济由失衡向均衡转化的一种内在调节机制,可以说,市场机制这只"看不见的手"对宏观经济的调节是通过公众的资产选择行为体现出来的;从而过度的资产替代效应则会对经济造成巨大的破坏。如货币向证券的转化是正常投资扩大的表现,它可以带动内需的扩大和经济增长,还可以吸收一部分过多的货币,对货币扩张起缓冲抵消作用;但如转化过度,又会滋生股价泡沫,成为经济不稳定的根源。

资产替代的负经济效应,包括以下几种。

(一)对资产价格、金融风险状况和金融体系稳定性的影响。证券或不动产对货币资产的过度替代造成这些资产的价格泡沫,一旦泡沫破灭,遗留下的最为直接的恶果就是银行出现大量坏账,因为繁荣时期以证券和房地产作为抵押的贷款都纷纷变成不良资产。这些不良资产成为银行的沉重负担,使其失去运转能力,并蕴藏着引发进一步金融危机的巨大能量。

(二)对经济过热和经济衰退的影响。货币向资本品和消费品的过度转换造成投资和消费需求膨胀,而如果正常的转化受阻又会导致经济衰退。

(三)对货币供需和货币政策效果的影响。首先,广义货币内各种层次的货币相互转换,使以M_1为代表的货币需求函数变得不稳定,央行难以预测货币需要量是多少,从而也就难以判断货币供应量多少为适度。其次,由于货币与其它货币性质的金融资产(股票、外汇、债券)之间有着很高的替代性,而这种替代主要是由公众的资产选择行为决定的,央行将货币投入流通之后,对货币与其它货币性资产如何转化就鞭长莫及了,而正是这种转化代表着现实购买力和潜在购买力的消长,一旦转换失常,就会引起总供需失衡。再次,在固定汇率制下,货币替代引起的短期资本大量进出将削弱货币政策的有效性,并可能导致通胀或通缩。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(四) 对财政的影响。当公众大规模地用外币来取代本币时,政府的铸币税收入锐减,难以满足既定的预算支出。

(五) 对汇率和国际收支的影响。假设汇率由购买力平价决定,且无抵补利率平价成立,本国居民可以持有外币。则当本币预期贬值时,居民遂增持外币,减持本币,这会进一步加快外汇储备的流失和本币的贬值,同时加剧国际收支失衡。

(六) 对利率的影响。资产替代与利率的关系可谓互为因果。一方面资产收益率结构的失衡是引致资产替代的重要原因,另一方面资产替代结果又使收益率结构的均衡得以恢复。

四、资产替代的成因分析

分析资产替代原因是为了探讨反替代的对策。从本质上说,资产替代的动力源于资本的逐利本性和人们普遍具有厌恶风险这一心理倾向,它反映了经济活动追求收益和规避风险,优化组合以实现效用最大化的内在要求。

如果进一步分析,那么资产替代的原因可以分为两个层次来讨论:(1) 直接的原因,如两国之间的利差、预期汇率变动率、规模因素 (如两国的收入水平差异) 和资产市场交易成本等;(2) 深层次的原因,如两国经济周期的非一致性、制度层面的因素和结构性因素等。

(一) 直接的原因

1. 不同资产收益率的差异

按照经济学一般原理,资本的自由流动使投放在不同部门的资本获得等量的边际利润。如果不等,经济单位或财富持有人就会把资本从边际回报率低的资产抽出,改投在回报率高的资产上,直至所有资产的边际收益率相等,达到均衡状态后这一调整过程方停止。这就是等量边际收益率原理。一般来说,考察期越短,这一规律的作用就越显著。

收益率结构失衡对经济具有很大的杀伤力,它会引起资产大规模的"迁徙",从而引起经济结构的失衡,这也是我国近年房价飙升的重要原因。1997 年以来,为扩大内需,央行连续 8 次降低利率,并开征利息税,存款、国库券和企业债券利率都偏低。在低利率下,房地产市场的相对收益率提高,增加了房地产投资的吸引力,驱动资金流出银行向房地产转化,仅 2004 年 1 - 9 月,储蓄存款同比就少增了 2070 亿元,这不仅带来资金"体外循环",更造成房价节节上涨,泡沫形成,威胁到金融体系安全。

2. 通胀与通缩

物价变动率构成持有货币的机会成本。通胀时期,人们将本币资产转换成不动产或外币资产以期最大限度的保值,这时居民投资偏向"实物化"。通缩时期,物价负增长,货币收益率转为正数,人们持币观望,有效需求不足。

3. 资产转换的交易成本

各种资产相互转换时都会发生交易成本,转换成本与资产替代的程度负相关。

4. 国民收入水平

一国的国民收入水平可作为该国居民拥有财富数量变动的近似指标。在不同的财

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

富水平上,资产需求的利率弹性是不同的,财富越多,资产对利率变动也就越敏感,居民对资产组合进行调整的动机也愈强。

5. 预期

公众心理预期的变化可能对资产选择行为发挥决定性的影响,这已被实验心理学和行为金融学的研究成果所证明。

6. 国际收支失衡,本币面临贬值或升值压力

一种货币的汇率越稳定,则用该货币作为国际交往的支付手段就越安全,汇率风险所导致的损失可能性就越小,因此居民倾向于持有汇率稳定或平稳升值的货币,而不愿意持有汇率波动频繁尤其是汇率大幅度贬值的货币。

7. 羊群效应、投机炒作等因素

(二)前面所概括的是一些表面的因素,如果我们对这些表面原因作进一步的深入考察,就会发现在这些表面因素的后面,隐藏着更深层次的成因。

1. 利率的非市场化或宏观经济政策的不当造成资产回报率结构的失衡

以我国为例。首先,我国利率尚未实现市场化,利率不是由市场而是由政府决定,由于政府目标的多元化,利率与其它资产回报率之间也就难以保持一个合理的对比关系。其次,由于我国证券市场存在严重的制度性缺陷,前几年主管部门过于关注股市行情,害怕股市下跌,忽视了对股市的严格监管,客观上鼓励了市场上的违规行为,使得公众参与证券投资的风险与收益预期极不对称。证券投资的高收益预期与固定资产投资收益预期不佳形成明显的反差(夏斌,廖强,2001),在此背景下,货币向投资的转化受阻。尽管央行前几年一直实行扩张的政策,但增加的基础货币以及企业在股市上"圈来"的钱却大量通过委托理财渠道转入股市等虚拟经济部门,游离于实体经济之外,这必然加速泡沫的形成而不能带来预期的实体部门投资增长,最终造成需求的进一步萎缩和社会经济效率的损失。

2. 产业结构因素是造成我国资产收益率结构失衡的另一深层原因

产业结构升级滞后于消费和生产发展的要求。一方面,传统产业的大路产品和低档产品生产能力严重过剩,利润率已十分微薄;另一方面,技术含量高的产品又生产不出来,新的投资热点和经济增长点迟迟未能形成。实际经济部门投资回报率低而风险高,对货币的吸纳能力下降,这是前几年扩张性的货币政策没能有效地带动投资增长的另一个重要原因。

3. 制度性的原因

制度因素是指在资产替代过程中,可能影响经济主体行为的诸如体制、政策规定、行政干预、传统文化和民族习惯等因素。转轨时期,制度性因素对资产替代的影响特别显著。比如,降息本应引起消费品和资本品对储蓄的替代,但从前几年央行8次降息的效果看,这一效应并不显著。从制度方面分析,其原因在于,就业和社会保障制度改革没有与提高居民收入配合推进,居民的收入预期下降而支出预期增长,有钱也不敢花。另外,金融制度与经济结构不相适应导致民营企业融资难。制度因素在这里对储蓄向投资和消费的分流起了明显的抑制作用。

4. 国与国之间(主要是与发达国家之间)经济周期的不一致性

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

五、资产替代理论模型的构造与实证分析

尽管目前关于资产替代与宏观经济关系的文献尚不多见,但由于货币替代和资产替代的相似性,前者的建模思路对后者不无启发。国外对货币替代的理论研究,多是先建立一个理论模型,它包括促使货币替代产生的各种因素,以及各因素不同的作用程度。然后再收集数据对模型进行实证分析,以验证模型的有效性并说明货币替代的程度(姜波克,杨槐,1999)。

(一)国外货币替代模型研究简评

主要模型有马可·迈尔斯(Marc A. Miles,1978)提出的货币服务的生产函数模型、迈克·波尔多和伊萨·乔瑞(Michael D. Bordo & Ehsan U. Choudhri 1982)对迈尔斯模型的修正、戴维·金、布鲁福德·布特曼和萨基斯·威尔福德(David T. King,Blueford H. Putnam & Sykes Wiford 1978)提出的货币需求的资产组合理论以及史提芬·波罗兹(Stephen S Poloz 1986)提出的货币的预防需求理论(姜波克,杨槐,1999)。

上述模型具有几个共同点。第一,核心都是在一定的资产约束条件下,通过求"持币者效用极大化"来得出各自的本外币需求函数,这一思想也适用于资产替代的建模。第二,这些模型都是以货币替代为研究对象,因此除了货币需求的资产组合模型,其余均属于现金先行模型(CIA),也就是说,都是在货币的交易性功能基础上推导出本外币需求函数。因此只限于不同层次和种类的狭义货币之间的替代,而不包括货币资产与非货币资产之间的替代,这决定了不能用这些现成模型来研究资产替代问题。要建立资产替代模型,尚须另辟蹊径。

(二)资产替代模型的构建

根据本文对资产替代的定义,模型必须满足以下条件:第一,资产选择的范围除了本外币货币资产外,还包括证券、投资品和不动产等具有价值储藏功能的资产;第二,满足资产持有者预算约束条件;第三,满足资产持有者追求效用极大化条件。根据这三条标准,本文对世代交叠模型进行修改扩充,建立起资产替代模型,以此来探讨资产替代的决定因素。

假设在一个纯交换经济中,只存在一种同质消费品,代表性家庭追求家庭长期预期效用最大化,效用函数为可加可分类型,并且是严格单调的,经济个体在其年轻时为获得效用需要持有货币并进行相应的投资,假设投资对象为房地产和股票。其效用最大化问题为:

$$MaxW = u(c_1) + \beta u(c_2) + L(m, h, s) \qquad (1)$$

其中 c_1 表示经济个体年轻时的消费,c_2 表示年老时的消费,β 是折现系数,m 表示每个年轻人的货币持有量,h 为房地产投资的数额,s 为股票的投资数额。只有年轻人才工作,工资为 w,他们将收入的一部分以货币 m、资本 k、房地产 h 和股票 s 的形式储蓄起来。一旦经济个体变老,他就把年轻时储蓄的货币和资本等换成消费品,此外,只有老年人得到政府一次性总付的养老金转移支付 τ。于是第一期和第二期消费者的预算约束条件分别为:

$$c_1 = w - k - m - h - s \qquad (2)$$

$$c_2 = k(1 + r) + m/(1 + \pi) + h(1 + b1)/(1 + \pi) + s(1 + b2)/(1 + \pi) + \tau \qquad (3)$$

其中 r 为资本收益率、π 为通货膨胀率,$b1$ 为房地产的名义收益率(包含泡沫成份),$b2$ 为

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

股票的名义收益率(包含泡沫成份)。解上述经济个体效用最大化问题,可得到下述一阶条件:

$$W_k' = -u'(c_1) + \beta u'(c_2)\cdot(1+r) = 0$$

$$W_m' = -u'(c_1) + \beta u'(c_2)/(1+\pi) + L'(m) = 0$$

$$W_h' = -u'(c_1) + \beta u'(c_2)(1+b1)/(1+\pi) + L'(h) = 0$$

$$W_s' = -u'(c_1) + \beta u'(c_2)(1+b2)/(1+\pi) + L'(s) = 0$$

即:

$$u'(c_1) = \beta u'(c_2)(1+r) \tag{4}$$

$$L'(m) = u'(c_1)\left(1 - \frac{1}{(1+\pi)(1+r)}\right) \tag{5}$$

$$L'(h) = u'(c_1)\left(1 - \frac{1+b1}{(1+\pi)(1+r)}\right) \tag{6}$$

$$L'(s) = u'(c_1)\left(1 - \frac{1+b2}{(1+\pi)(1+r)}\right) \tag{7}$$

条件(4)表示,第一期每单位消费产生的边际效用等于将这单位消费投资于资本、房地产和股票,所得的本利总和用于下期消费所产生的效用的现值;条件(5)表示,第一期消费的边际效用应等于第一期持有货币的边际效用的现值,将(5)右边括弧展开,并将$u'(c_1)$与$L'(m)$对调,可以更清楚地看出公式的含义:在第一期将收入用于消费的边际效用等于以货币形式储蓄并在第二期用于消费的总边际效用;同样,条件(6)表示消费与房地产投资之间的关系;(7)表示消费与股票投资之间的关系。

货币、房地产和股票同为居民的财富,其相互之间的数额分配关系是居民最优选择的结果,因此在均衡状态,其相互替代率必然为1,即减少1元的房地产投资与多持有1元的货币或股票投资在效用上是无差异的,即:

$$-\frac{L'(m)/L'(h)}{m/h}\cdot\frac{d(m/h)}{d(L'(m)/L'(h))} = 1$$

$$-\frac{L'(m)/L'(s)}{m/s}\cdot\frac{d(m/s)}{d(L'(m)/L'(s))} = 1$$

$$-\frac{L'(h)/L'(s)}{h/s}\cdot\frac{d(h/s)}{d(L'(h)/L'(s))} = 1$$

以货币与房地产之间的关系为例,我们可以看出

$$d(m/h) = -(m/h)\cdot\frac{d(L'(m)/L'(h))}{L'(m)/L'(h)}$$

$$= -(m/h)\cdot d\left(\frac{(1+\pi)(1+r)-1}{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)}\right)/\left(\frac{(1+\pi)(1+r)-1}{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)}\right)$$

即当通胀、利率和房地产的收益率三者之一发生改变时,在现有的财富约束下,货币与房地产之间的投资数额会发生改变。我们假设$b1$因为房地产价格泡沫的原因而提高,但升幅较小,仍有进一步上升的空间,货币名义收益率大于房地产投资收益率,即$(1+\pi)(1+r)-(1+b1)>0$,则$d\left(\frac{(1+\pi)(1+r)-1}{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)}\right)>0$,从而$d(m/h)<0$,即原资产组合中的均衡被打破,房地产的投资会增加;但如果$(1+\pi)(1+r)-(1+b1)<0$,则说明原来房地产价格中已存在过多泡沫,房地产收益率已超过货币收益率,如果$b1$进一

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

步上升,则虽然 $d(\frac{(1+\pi)(1+r)-1}{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)})>0$,但 $d(m/h)>0$,说明房地产的投资会下降。究其原因,在于投资者都是风险规避型的,如果 $b1$ 进一步上升,则人们预期其泡沫破灭的可能性增大,从而降低对其投资额,保存已赚得的盈利。

而在房地产与股票投资之间,也存在这样的关系:

$$d(h/s)=-(h/s)\cdot\frac{d(L'(h)/L'(s))}{L'(h)/L'(s)}$$

$$=-(h/s)\cdot d(\frac{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)}{(1+\pi)(1+r)-(1+b2)})/(\frac{(1+\pi)(1+r)-(1+b1)}{(1+\pi)(1+r)-(1+b2)})$$

可见,π、r、$b1$、$b2$ 这四种收益率中的任何一方改变都会改变消费、房地产、股票和实体投资之间的分配关系,从而引起相互之间的替代。

当居民持有的财富中再加入外汇头寸时,也会得出相同的结论。

根据上面分析,如果不考虑本外币之间的替代,并将资产转换成本等次要因素忽略不计的话,则本国居民的货币资产需求函数为:

$$A_{md}=f(Y,\pi,r,b1,b2)$$

其中,A_{md}为本国货币资产需求,Y 为收入。这几个因素与 A_{md}的关系依次为:$\frac{\partial A_{md}}{\partial Y}>0$,$\frac{\partial A_{md}}{\partial \pi}<0$,$\frac{\partial A_{md}}{\partial r}<0$,$\frac{\partial A_{md}}{\partial b1}<0$,$\frac{\partial A_{md}}{\partial b2}<0$。资本、房地产、股票等资产的需求函数也依此类推。

(三)我国资产替代现状分析

由表 2 可见,1996 年以来,随着货币资产利率的下降和物价的走低,房地产销售增长最为强劲,固定资产投资次之,消费增长最慢。1997 - 1998 年消费连续两年出现增长下跌,房地产市场却出现火爆局面。作为储蓄另一替代品的证券投资,因难以找到有代表性的收益率,无法准确分析收益率变动对股市资金流向的影响,但据测算,我国储蓄存款增长率与股市资金增长率变化呈 0.85 的高度正相关①。上述统计数字说明我国目前房地产与证券对货币资产的替代弹性高,而消费与资本品对货币资产的替代弹性较低,降低利率后储蓄分流的去向主要是房地产与证券市场,显然这不利于促进实体经济的发展和抑制泡沫,并防范金融风险。

表 2　我国利率、储蓄、消费、房地产投资与固定资产投资的变动

年份	一年期存款利率变动率(%)	储蓄存款增加额(亿元)	变动率(%)	居民消费价格环比指数	社会商品零售增加额(亿元)	变动率(%)	商品房销售增加额(千万元)	变动率(%)	非国有经济固定资产投资增加(亿元)	变动率(%)
1996	- 16.48	8856	8.8	108.3	4154	- 4.63	1694	- 29.2	1786	5.37
1997	- 20.61	7760	- 12.4	102.8	2524	- 39.2	3723	120.0	942	- 47.3

① 见王元龙,"国际银行业发展的新潮流和我国的抉择",《经济学动态》,1999 第 11 期。

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

年份	一年期存款利率变动率(%)	储蓄存款增加额(亿元)	变动率(%)	居民消费价格环比指数	社会商品零售增加额(亿元)	变动率(%)	商品房销售增加额(千万元)	变动率(%)	非国有经济固定资产投资增加(亿元)	变动率(%)
1998	-30.36	7127	-8.2	99.2	1854	-26.5	7138	91.70	1188	26.11
1999	-40.63	6214	-12.8	98.6	1982	6.90	4745	-33.5	869	-26.9
2000	-25.25	4711	-24.19	100.4	3018	52.27	9475	99.67	2507	188.5
2001	-	9430	100.17	100.7	3443	14.08	9273	-2.14	3193	27.36
2002	-10.67	13148	39.42	99.2	3315	8.82	11695	26.13	5016	57.09
2003	-	16708	19.22	100.4	3824	15.4	16386	40.10	-	-

资料来源:《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》。

六、资产替代的政策含义与对策

资产替代的政策含义有以下几点。

(一)必须重新认识稳定价格的重要性

在计划经济条件下,价格稳定的重要性在于它是保证社会经济秩序稳定和生产、流通与分配活动得以顺利进行的基本条件。在开放的市场经济条件下,价格稳定的意义远远超出了这一点,价格(通胀率、利率和汇率等)的稳定是消除社会恐慌心理,稳定公众预期,增强各类市场参与者的信心,防止大规模突发性资产转换的基础,因此也是防范金融风险和维护国家金融安全的重要保证。

在强调价格稳定重要性的时候,必须指出的是,有必要将稳定价格的内涵从狭义价格扩大到包括资产价格在内的广义价格。因为狭义价格即一般物价的稳定仅能防止货币向消费品的异常转换,而不能防止货币向外汇和房地产的异常转换。随着金融创新的发展,货币的替代物越来越多,因此判断货币是否过多就不能光看消费物价是否上涨,还要看资产价格是否合理,要防止货币供应量的压力转移到资产价格上。这方面日本的教训值得注意,日本在泡沫经济破灭前几年,从传统的宏观指标看经济运行是正常的,通胀率、利率都处于低水平,只有资产价格急剧攀升,日本政府因此放弃了宏观调控。到后来泡沫破灭,日本经济陷入长期衰退。

(二)资产替代可以为我们预防经济波动和金融危机提供一种新的思路

如前所述,从资产替代的角度看,经济波动和金融危机均可视为由于资产收益率结构失衡引起的资产异常替代的结果,这为我们分析宏观经济波动的原因和寻找对策提供了一种新的思路:要防止或熨平经济波动,预防金融危机,就必须维持资产收益率结构的均衡,以防止资产大规模的转移;并且在资产异常替代发生时,通过利率、汇率的调整,引导公众按照央行的政策意图来调整自己的资产组合,使资产结构和宏观经济恢复均衡。

(三)重新审视宏观经济均衡的实现途径和货币当局的任务

《拉德克里夫委员会报告》认为,货币政策要实现社会总供需的均衡,必须以"流动

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

性”(社会信用总规模)控制来代替货币供应量控制,因为需求的支出水平取决于经济主体的流动性数量。今天看来,仅仅做到这一点还不够,货币当局不仅要盯住流动性总量,还应关注各种流动性资产的供给结构是否合理,因为流动性资产供给结构失衡不仅会导致资产价格的泡沫或负泡沫,而且还会导致社会总供需的失衡(比如 M_2 向 M_1 的转化过度就会导致经济过热),因此如何将货币市场、资本市场和不动产市场均衡纳入货币政策的调控范围,已成为各国货币当局面临的一个新课题。

当然,在强调流动性供给结构调控的同时,仍需注意总量控制与结构调节二者不可偏废,资产结构失衡固然会造成某些资产泡沫,总量失控也会导致游资充斥,过多的流动性向证券和实物资产市场转移以寻求出路,造成需求膨胀。我国目前广义货币与国民生产总值的比例 M_2/GDP 比例远高于发达国家(1995 年这一指标达到 1.05,而同期美国为 0.59),尽管这可以带来可观的铸币税收入,并且多余的货币暂时沉淀不会形成通胀压力,但这犹如地上悬河,一旦出现严重通胀或银行体系清偿危机,巨额储蓄存款就会像决堤的洪水一样冲入流通领域,届时不是财政崩溃就是货币制度崩溃。

关于防止资产异常替代的对策,笔者认为归纳起来主要有四个方面:

(一)推进利率市场化改革和汇率制度改革,理顺相对价格体系

如前所述,引发异常资产替代最主要的原因是各种资产的相对收益率结构和风险结构被扭曲,因此要消除异常资产替代的诱因,就必须改变非市场化的利率和汇率形成机制,理顺相对价格体系,消除资产收益率结构的失衡。在用利率和汇率杠杆调节经济时,应尊重均衡收益率规律,而不是反其道而行之。

(二)实行规则型的货币政策,稳定公众预期,提高政策透明度和可信度

央行货币政策的成功与否在很大程度上取决于公众的信任,公众对未来的良性预期对金融体系乃至经济的稳定性非常重要。德国社会市场经济之父艾哈德曾经说过,经济学的一半是心理学,从某种程度上说人们的乐观心理就是最好的经济政策。而公众信任的获得,又依靠货币政策的透明度和信誉度。规则型经济政策的实施降低了央行行为的随意性和政府干涉央行的可能性,有利于消除动态不一致性问题,稳定公众预期,减少物价和利率的不确定性,从而提高央行货币政策的效果。

(三)在健全金融市场机制的基础上,扩大直接融资规模,推进金融深化和广化。

作为货币替代品的金融资产种类越丰富,金融市场的容量越大,就越不容易产生价格泡沫。因此,要弱化资产替代的冲击,必须大力推进金融的深化和广化。这里的深化是指提高股票等金融资产的安全性和收益性,促进各种金融资产相对回报率保持一个合理的结构;广化就是拓宽居民投资渠道,发展各种资产的二级市场,分流储蓄,使企业经营风险不再集中在银行。应积极稳妥地推进人民币资本项下的自由兑换。人民币的国际化不仅可以得到铸币税收入,还可以将国内居民的一部分购买力转移到国际市场上,减少国内市场的压力。

(四)充分发挥利率和汇率等政策工具的作用,促进有益的资产替代,提高货币调控的主动性和有效性。

如前所述,资产替代的经济效应有积极和消极两种,相应地资产替代的对策也就有促进替代和抑制替代两类。所谓促进替代的政策,就是指运用利率、汇率等政策,引导资

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

产替代朝有利于宏观经济稳定和经济发展的方向进行,比如上世纪 80 - 90 年代我国两次运用保值储蓄,促使过多的货币回笼就是一个成功的范例。而抑制替代的政策则比如对资本跨境流动征税,这是开放经济条件下防止国际游资冲击的一种有效手段。

参 考 文 献

[1] 夏斌,廖强,"货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标",《经济研究》,2001 年 8 期。

[2] 裴平,熊鹏,"我国货币传导过程中的'渗漏'效应",《经济研究》,2003 年第 8 期。

[3] 姜波克,杨槐,《货币替代研究》,复旦大学出版社,1999 年。

[4] 李扬,王松奇主编,《中国金融理论前沿(Ⅰ)》,社科文献出版社,2000 年。

[5] 盛松成,《现代货币供给理论与实践》,中国金融出版社,1993。

[6] 宁咏,《内生货币供给理论假说与经验事实》,经济科学出版社,2000 年。

[7] 约翰·G·格利,爱德华·S·肖著,《金融理论中的货币》(贝多广译),上海三联书店,1988。

[8] James Tobin, 1963, Commercial Banks as Creators of 'Money', reprints in "Essays in Economics", Vol. Ⅰ. *Macroeconomics*, Amsterdam: North - Holland Publishing Company, 1971. pp 275.

[9] Gurley, John G., 1960, The Radcliffe Report and Evidence: A Review Article, *American Economic Review*, September.

[10] Drazen, A, 1981, Inflation and Capital Accumulation under a Finite Horizon, *Journal of Monetary Economics*, 8:247 - 260.

Abstract: In the paper, economic fluctuation and financial crisis are regarded as the result of public portfolio adjustment caused by asset relative yield and risk changes. The authors study the concept, effect, cause and policy implication about asset substitution and then puts forward the theoretical model and makes positivism analysis about asset substitution characters of China. Finally the paper suggests that in order to prevent the abnormal asset substitution, China should regulate relative yield system, concern about asset price, implement rule style monetary policy, uses total liquidity and structure control instead of traditional monetary quantity control, and promote the profitable asset substitution through interest and exchange rate adjustment.

Key words: asset substitution, monetary policy, financial crisis.

(责任编辑:杨 骏) (校对:YJ)

© 1994-2009 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net