

信贷增长与资产价格

高善文

（本文是作者参加 2009 年 5 月 7 日中国人民银行和德国技术合作公司联合举行的《资产价格与货币政策联合研讨会》上的发言）

今天我们会议讨论的题目是货币政策和资产价格之间的关系，在目前金融危机愈演愈烈的背景下讨论这样的主题显然是有意义的，看起来资产价格的大幅度波动有时候会严重影响金融体系的稳定和经济稳定，从而造成非常严重的社会福利损失。

正如迄今的讨论所显示的那样，人们对货币政策与资产价格之间联系的理解目前仍然是不太完整的，特别是将这样的理解用于经济预测和政策决策的目的而言更是如此。由于这样的原因和一些操作方面的困难，中央银行对直接干预资产价格仍然抱有许多怀疑，但是看起来在全球范围之内正在形成一个潮流，即中央银行在关注一般物价稳定的同时，不得不高度关注宏观金融体系的稳定，后者与资产价格之间存在复杂和值得注意的联系。

历史经验告诉我们，资产价格大幅度波动与宏观金融稳定之间的联系相当复杂，并非单向的和线性的。

例如，从 2007 年 10 月到 2008 年 11 月，中国股票市场经历了非常惨烈的下跌，房地产市场同期也承受了很大的压力，在交易量大幅度萎缩的同时，价格的下跌可以广泛地观察到。但从现在的情况来看，这一波动对于中国宏观金融稳定

的影响应该还是比较有限的，至少是可以管理的。

再比如，1973 年前后日本也经历过股票和房地产价格的明显下跌，但其长期经济影响基本上看不到。2001 年美国经历了纳斯达克泡沫的破灭，但它对当时美国宏观经济金融稳定的影响是可以管理的，至少没有造成目前资产价格崩溃所形成的非常致命的影响。

但是像 1929 年华尔街的崩溃，像美国目前正在经历的崩溃，像日本 1980 年代后期资产泡沫的崩溃，都严重冲击了金融体系的稳定，并造成了长期经济后果。

看起来将资产价格波动与宏观金融稳定联系联系起来的重要渠道是信贷，是泡沫形成时期出现的异常活跃的信贷创造，它一方面大幅度提高了实体经济部门的杠杆比率，一方面形成银行资产质量的潜在压力。正是因为这样的原因，我今天讨论的题目是信贷增长与资产价格。

看起来，如果资产价格形成过程中信贷的创造受到了比较好的约束，那么资产大幅度下跌所形成的冲击就不太可能是致命的。

然而，就像我们即将看到的那样，在信贷增长与资产价格之间，也不存在单向和线性的联系，这提醒我们分析货币政策与资产价格之间的关联，必须建立合理的微观经济学基础，而不是简单地设定宏观总量层面的行为模式。

例如，2001 年以来迄今，中国的信贷供应经历过两次比较大的加速，一段时期应该从 2002 年下半年一直到 2004 年年初，另外一段是从 2008 年末一直到现在，大概有五六个月的时间。

尽管在这两段时间银行信用的增长都非常猛烈，但是它在宏观经济范围内所造成的影响，或所伴生的影响却是非常不同的。

以资产市场而论，我们看几个具体的例子。

第一个例子，我们看中国的纪念钱币市场和纪念邮票市场。容易看到，在前一段信用高速增长的时期，这些市场总体来讲是比较平静的；但在后一段时期内，市场出现了比较明显和可以识别的上涨。

第二个例子，我们看中国的股票市场。在前一段时期，尽管股指有所上扬，但市场的估值中枢在不断下沉；在后一段时期，市场的估值和指数同步地大幅度上升。

第三个例子，我们看中国的资本流动情况。剔除贸易顺差和外商直接投资后，在前一段时期，我们看到存在异常的资本大规模流入；在后一段时期，则出现了难以解释的资本大规模流出。

我们容易知道，研究日本和台湾 1980 年代后期的宏观经济数据，会看到非常近似的模式。这样的模式显然需要微观经济学层面的理论解释。这方面我稍微简单介绍一下我个人的看法。

问题的出发点是实体经济部门资产负债表的调整。这里实体经济部门包括企业部门和住户部门，但是剔除掉政府部门、金融部门和对外部门。

如果由于货币政策大规模放松、或者由于金融创新，或者由于其他原因，导致金融体系信贷供应的愿望在增强，那么在这样的背景下，几乎一个不可避免的事实是，实体经济部门资产负债表上的现金科目会出现大量的非意愿增长。

这时实体经济部门需要对资产负债表进行调节，其目的主要是降低风险和提高收益。方法是什么呢？方法是减少现金资产的配置数量，并增加股票、纪念币、房地产和国外资产的配置。

在这样的背景下，我们将能够看到，在信用规模大规模增长的同时，信贷市场的利率会下降，房地产、股票和纪念币市场会经历资金推动的上涨过程，资本流动科目下会出现明显的流出压力，这正是我们在目前的经济数据中，以及在台湾和日本 1980 年代末期的宏观经济数据中所看到的模式。

如果实体经济部门预期改善和投资回报率的上升，那么它将试图提高杠杆比率，增加投资并扩大信贷需求，这时候也会形成信贷数量的大规模增长，但这一微观机制对宏观总量数据的影响是相当不同的。

例如简单的分析会知道，这时信贷市场利率会上升，资本流动科目下会出现大量资本流入，股票、房地产和纪念币市场会出现资金流出压力，出口下降、进口上升并导致贸易顺差下降等。这正是我们在中国前一段时期看到的模式。

更多的数据研究会显示这些模式比较广泛地存在于许多历史数据中。

时间关系，我的报告到此结束，如果简单总结一下，主要的想法是：联系资产价格和宏观金融稳定的重要渠道是信用的增长；在信用增长与资产价格之间存在着复杂的联系，分析金融和实体经济部门资产负债表的调整过程是理解这些联系的重要研究视角，也应该是货币政策关注资产价格的重要入手点。

谢谢大家！