

新兴经济体资产价格泡沫和通胀风险研究

■ 财政部国际司课题组

近年来,随着经济快速增长,新兴经济体面临的资产价格及通胀上涨过快压力普遍加大。特别是2008年金融危机爆发后,新兴经济体在率先恢复强劲增长的同时,受国内外因素影响,资产价格泡沫和通胀水平呈现出新一轮快速上升态势,加大了经济运行风险,有关国家陆续采取相关政策手段加以应对。梳理和比较近年来新兴经济体资产价格和通胀形势、影响因素及应对措施,对更好地理解和把握我国资产价格走势、防范资产价格泡沫和遏制通胀具有重要的借鉴意义。

一、资产价格泡沫产生及演变的一般机制

(一)资产价格泡沫的定义

资产价格是资产在未来获得的所有现金流的贴现值,任何影响资产未来现金流的基本面因素都会影响该资产的价格。微观经济层面的基本面因素主要包括企业和个人的收入、资产、负债水平以及对未来经济形势的判断等;宏观经济层面的基本面因素则包括一国的GDP增长率、通货膨胀率、利率和汇率水平等。尽管学术界的研究和讨论已有很多,但是均未给出严格的衡量资产价格的具体指标,通常用股票和房地产价格作为衡量资产价格的依据。

关于资产价格泡沫,同样存在着不同解释。斯蒂格利茨将其定义为“如果价格今天很高的原因仅仅是因为投资者相信明天的销售价格将会更高,

而基本面因素不能解释这样的高价格,那么就存在泡沫”。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中将资产价格泡沫定义为“一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价,开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期,于是又吸引了新的买主——这些人一般只是想通过买卖牟取利润,而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的。随着涨价常常是预期的逆转,接着就是价格暴跌,最后以金融危机告终”。简言之,资产价格泡沫是指资产价格逐渐直至严重偏离由经济基本面因素决定的内在价值的现象。

(二)资产价格泡沫的产生和演变
经济的快速增长、城市化的持续推进、货币供应量的不断增加以及金融监管的放松,都是造成资产价格泡沫的重要因素。然而,资本的快速流动与投机性行为是造成资产价格泡沫最直接的原因。

当资产价格开始出现上涨苗头时,投机资本在套利动机的驱使下追逐资产,造成其价格在短期内快速上涨。此时,群体性的非理性预期开始形成,羊群效应导致对资产的非理性需求持续大幅增加,进一步推动资产价格上升,形成正反馈环。在非理性繁荣的过程中,不管个人还是银行,杠杆率都会显著提高。个人在预期未来资产价格继续上涨的情况下进行投机,不惜借用银行贷款来购买资产;商业银行在“只涨不跌”的普遍预期下,增强了放贷的信心,甚至向根本没有还贷能力的个人发放抵押贷款,

致使市场投机气氛更加热烈,泡沫越来越大。

当某项经济措施(以加息最为典型)或者意外的企业破产事件等刺破资产价格的泡沫时,市场往往陷入恐慌。投机资本迅速撤离致使资产价格快速下跌,债权债务链条断裂,去杠杆化进程开始。利息的提高加重了借款人的还款压力,借款人的资产负债表发生恶化。一旦发生较大规模违约,市场非理性的恐慌情绪便开始迅速蔓延,资产被大量抛售,资产价格在短时间内急剧下跌。资产价格的下跌使持有大量抵押资产的银行资产负债表发生恶化,一方面,银行受到资产负债表的约束,不得不减少贷款;另一方面,市场的不确定性使银行产生过度疑虑从而进一步收紧信贷,正常经济活动所需要的贷款需求得不到支持,对实体经济的破坏进一步加深,杠杆率过高的银行甚至会出现破产。信用链条的断裂程度决定了泡沫破裂对经济的破坏程度。信用链条越长,则资产价格泡沫破裂对经济的破坏程度越大。

(三)资产价格泡沫与通货膨胀的关系

资产价格泡沫与通货膨胀之间的关系十分复杂,学术研究尚未有定论。在有关理论中,影响较广的是“金融加速器”理论,即资产价格上涨与通货膨胀之间存在一定的正反馈效应,资产价格上涨有可能引起通货膨胀,而通货膨胀又会反过来加剧资产价格的上涨,反之亦然。



资产价格与通胀之间的“金融加速器”效应可以通过三种机制来实现。一是资产负债表效应。当资产价格上涨时，银行和企业的资产负债表都得到改善，银行的资本充足率增加，有更强的放贷能力，而企业净值的增加使得它可以向银行提供更有力的担保，因此银行对企业的贷款增加，进而总需求增加，导致通胀的发生。企业和居民为应对通胀，有可能将更多的资金投入房产和股市，从而进一步推动资产价格的上涨。二是托宾Q效应，它反映的是投资在金融资产和实业资产之间的分配关系。当股市上涨到一定程度时，企业股东会认为股票价格已经高估，投资实业会有更好的回报，因此会加大对实业的投资。实业投资

的增加提高了总需求，又会产生与上述资产负债表效应相同的正反馈机制。三是财富效应，当房价和股市上涨时，居民拥有的财富增加，消费与投资的信心增强，同样导致总需求的增加，从而产生类似的正反馈效应。

“金融加速器”效应只是阐述了资产价格与通胀之间可能存在的正反馈关系，上述三种机制在实际经济运行中并非必然发生，即使发生，在不同的国家效果的强弱也各不相同。对于金融市场发达、企业和居民拥有金融资产较多的发达国家，“金融加速器”效应比较显著。而新兴市场国家居民和企业拥有的金融资产较少，银行信贷又直接受到政府的总量控制，“金融加速器”效应则弱一些。

从历史上看，资产价格与通胀之间的关系始终具有不确定性。日本和美国的经验表明，资产价格与通胀的关系并不紧密，甚至有可能存在某种负相关性。上世纪80年代，日本维持了长期的低利率和宽松的货币政策，1981—1986年平均货币供给增长率维持在7—9%，1987—1990年均超过10%，这导致日本的土地和股票等资产价格出现大幅上涨，但是CPI却一路下跌，从1981年的4%跌到1985年的1.9%，1986年甚至出现了零增长。2001年互联网泡沫破裂后，美国房地产泡沫开始酝酿。次贷危机爆发前，美国房地产市场异常火爆，房价更是水涨船高，但是2001—2008年的CPI一直很稳定，基本保持在2—3%之间。

二、近年来新兴经济体资产价格与通胀情况

(一)资产价格变动情况

1. 房价变动。2005年以来,新兴经济体房价变动情况不一。多数新兴经济体的房产价格快速上涨,有的甚至上升了数倍,一部分国家的房价则仅出现温和上升。2005—2010年,俄罗斯房价年均涨幅达到23.5%,新加坡为9.6%,巴西为7.2%,中国为6.6%,韩国为4.5%,马来西亚为3.5%,印尼为3%。在对(超)大型城市房价的比较中,北京、深圳等中国大城市房价涨幅居于前列。

2. 股市变动。最近5年,新兴经济体的股市变化具有以下显著特征:一是各国高度“联动”。“金砖四国”和泰国、菲律宾、印尼、马来西亚、新加坡等9国的股市都在2007年底冲到新高,于2008年底金融危机爆发后落入低点,而在2009年一季度后又重新恢复较为强劲的上漲态势。二是波动幅度较大。2005年初至金融危机爆发前,新兴经济体的股市都出现了暴涨,涨幅最大的是中国,达到400%,俄罗斯、印度、巴西分别为234%、209%和198%。金融危机爆发后,“金砖四国”中跌幅最大的是中国,为71%,其他国家也均下跌50%以上。相比而言,同期美国纽约证券交易所指数的最大涨幅为45%,最大跌幅为55%。

(二)通胀水平变动情况

2005—2010年间,新兴经济体的通胀率大多表现出波浪型变化。2009年至2010年,各国在经历了一段时间的通胀率回落后,均出现了上涨行情,且转折点与经济恢复增长的时点相当吻合,但是各国走势日趋分化。印度2010月度通胀率一直保持在8.5%以上的高位,俄罗斯在7%以上,巴西约为5%左右;而马来西亚在危机后的

通胀率始终低于2%,新加坡危机后通胀率则保持在3%左右。

三、新兴经济体资产价格的影响因素及走势

导致新兴经济体资产价格上涨的因素可以归结为内外两方面,内部因素主要是经济高速发展及宽松的货币环境,外部因素是短期国际资本的流入,其中内部因素起了主要作用。

第一,经济的持续快速增长扩大了总需求,进而导致资产价格的总体上升。2005年初至2008年上半年,新兴经济体均保持了较为强劲和稳定的增长。金融危机后,大多数新兴经济体率先实现反弹。到2010年底,各国的经济增长率均已接近或恢复到危机之前的水平,印度、巴西、新加坡和泰国等国甚至超过了危机前的增长速度。

第二,城市化进程的快速推进大大提高了对房地产的需求。发达国家的城市化水平一般都在70%以上,而新兴市场经济体的城市化率普遍低于50%。2010年,中国、印度、印尼的城市化率分别为47%、30%和44%。根据联合国的预测,到2030年,中国、印度和印尼的城市化水平将分别达到62%、40%和54%。考虑到新兴经济体人口占全球的比例较大,城市化进程将引发对房地产巨大而持久的需求。

第三,货币发行量的扩大普遍助长了房价上涨。不同新兴经济体货币发行量与资产价格、通胀之间的关系不尽相同,大致可以分为两类。第一类是货币发行量与资产价格和通胀均高度相关,如中国和巴西。以中国为例,货币发行量M2在金融危机前于2008年3月达到历史高点,房价和CPI的增长率则同时于4月达到历史高点。2008年11月,M2增长率降至15%,

而房价和CPI增速分别于2009年3月和7月回落至-1.3%和-1.8%。进入2010年,M2增速于1月份再次上升到26%的高位,房价涨幅则在4月冲至13%。第二类是货币发行量与资产价格(特别是房地产价格)正相关,但与CPI的关联不明显,如俄罗斯。这说明流动性更多地进入了资本市场,而非实体经济。2006年下半年开始,俄罗斯货币供应量M2快速增长,全年增幅约为49%,比2005年高出10个百分点,同期房价加速上涨,并于2006年12月冲至65%。危机爆发后,俄M2增速于2009年3月降到历史低点-9.5%,房价涨幅则于当年12月降到低点。但从同期数据看,俄罗斯货币发行未对通胀水平产生明显影响。

第四,短期国际资本的流入导致本国货币供应量增加,从而加剧资产价格上升和通胀压力。由于发达国家的量化宽松政策,新兴市场经济体面临大量的资本流入,但限于数据缺口难以对其规模进行全面和准确的估算。仅从巴西和中国香港的情况来看,最近5年,二者面临的短期资本流入呈现较大的不规则波动,且资本流入均值呈逐年上升的趋势,其股票指数变化与国际资本流入表现出较强相关性。

总体来看,新兴经济体的资产价格和通胀水平在中期内将处于显著的上升通道。新兴经济体中期增长势头较为强劲,国民收入不断增加,城市化进程加快,这些都是推动资产价格上涨以及通胀的根本要素。美国等发达经济体宽松的货币政策一定程度上会推动其上升势头,但作用相对有限。

四、新兴经济体应对资产价格上涨和通胀的主要政策措施

(一)以提高利率为主的常规货币政策

2010年初至2011年3月,印度央行先后7次加息,将回购和反向回购利率分别从5%和3.5%提高至6.5%和5.5%。巴西央行4次加息,将基准利率从8.75%上调至11.75%。韩国央行先后4次加息,将基准利率从2%上调至3%。泰国央行先后5次加息,将基准利率从1.25%上调至2.5%。

紧缩性货币政策是应对资产价格泡沫和通胀的常规手段。但这一政策力度较大,过松或过紧都可能对经济产生不利影响,如何掌握好政策的时机与分寸非常重要。

(二)以征税和直接资本管制为代表的应急管理措施

2010年,巴西先后三次上调境外投资者在巴西固定收益投资的金融交易税率至6%,并将外汇衍生品交易税率由0.38%上调至6%。韩国央行将长期(超过1年)外汇借款与贷款的比例从80%提高到100%,并对银行的外汇衍生品交易规模进行限制。泰国宣布对外资投资债券所获的资本和利息收益征收15%的预扣税。新加坡和香港提高了房屋交易印花税。印尼政府规定,资本流入要遵守一个月的持有期。

一般而言,应急措施在短期内可产生良好效果,但如果常规化,就可能影响资源配置效率,干扰市场的正常运行,对一国的经济竞争力产生负面影响。

(三)开放资本流出等非正规措施

与限制流入不同,马来西亚政府选择通过进一步开放资本流出来平衡本国资本账户。但开放资本流出有可能导致一国的外汇储备迅速流失,从而导致投机性的货币冲击。在目前情况下,其政策效果较不确定并有一定风险。

五、我国资产价格及通胀形势与政策建议

(一)资产价格及通胀形势

1. 我国股市涨幅和通胀率在新兴经济体中处于较低水平。相对而言,近年来我国股市涨幅和通胀率在新兴经济体中一直处于在中等偏下位置。近期通胀压力虽有明显上升,但在新兴经济体中仍属较低水平,处于可控范围内。与GDP快速增长的态势相比,我国股市则基本不存在泡沫现象。

2. 未来我国房价仍有上涨压力,但不能断言已泡沫化。目前我国房价的整体上涨速度在新兴经济体间处于居中偏上的位置,北京、上海等(超)大型城市的房价上涨速度则居于前列。但不能由此得出我国已经存在严重房产泡沫的结论。我国的城市化率远低于发达国家和多数新兴市场国家,但其速度却是全球最快的。在土地资源及建设能力等供给约束下,快速增长的购房需求可能对我国房价上涨产生持久推力。

(二)政策建议

1. 加强流动性管理。一是实施稳健的货币政策。主要包括信贷总额控制、提高存款准备金率、提高利率等。在通胀走高、实际利率为负的情况下,银行存款可能涌入股市或楼市以获取更高回报。提高利率可以使部分存款“回流”,减轻资产价格上涨的压力。信贷总额控制虽然不属于完全的市场化管理手段,但在当前情况下仍有其合理性和适用性。一些发达国家学者甚至建议本国政府在特殊时期学习我国的信贷控制手段。二是稳步增强人民币汇率灵活性。在经常账户持续顺差的情况下,外汇占款不断增多,并占到我国新增货币的较大比重。央行冲销操作无法完全吸收新增流动性,同时冲销本身也存在成本。因此,逐

步增强人民币汇率的灵活性,将对逐步减少经常账户顺差、控制我国货币过快增长起到积极作用。在当前普遍存在的人民币升值预期下,应做好资本流动管理工作,防范国际资本流动冲击。

2. 积极发挥财税政策的调节作用。一是稳步推进税制改革,稳定土地和房地产价格,抑制房地产投机行为。通过进一步规范和完善中央对地方的转移支付体系,缓解地方政府的财政压力,减少对“土地财政”的依赖。同时,研究进一步发挥税收的调节作用,包括房产税、物业税及房地产交易的资本利得税等。这不仅有利于对房价的宏观调控,而且将提高炒作房地产的成本,抑制投机性购房活动。二是通过多种财税手段,增加房地产供应特别是保障性住房供应,建立合理的房地产消费和价格结构。政府应在直接调控房地产价格的同时,着重增加中小户型、中低价位普通商品房供应,不断强化对保障性住房的政策支持,加大廉租房和经济适用房的供应比例,保持房地产市场的平稳发展。

3. 加快转变经济发展方式。目前,我国的投资增速保持在50%以上,房地产开发投资又占到了总投资额的1/4,造成经济增长对房地产的依赖过大,一定程度上助长了资产价格上涨过快现象。我国应加快经济发展方式的转变,实现经济增长从主要靠投资和出口拉动向消费、投资和出口协同拉动转变。从长期看,这是改变国内失衡和外部失衡的根本方法,对于防止资产价格泡沫具有重要意义。

(课题组成员:李勇 郑晓松
张文才 吴国起 鲁劲 郭文松
张天伟 刘东民)

责任编辑 廖奎