

# 资产重估理论及其应用

---

安信证券宏观研究

2011年10月



# 内容提要

## ➤ 资产重估理论模型

## ➤ 资产重估理论运用

- 贸易盈余与资产重估
- 主动信贷创造与资产重估
- 台湾与日本经验

## ➤ 资产重估理论理解

- 流动性供求与资产重估
- 自下而上看重估

# 资产重估理论模型

- 假定所有商业银行的资产负债表的调整都是被动的，是住户和企业部门资产负债表调整的被动记录。稍后放松这一假定。
- 整个经济有两个部门，一个是中央银行；另一个是实体经济部门，包括住户、企业、商业银行。

# 资产重估理论模型

- 实体经济部门中，一个代表性的微观单位来说，其资金的来源和运用的约束关系可以表达为：

$$CBDC_i + Y_i - C_i \equiv M0_i + B_i + L_i + PC_i + NFA_i (1)$$

# 资产重估理论模型

- 加总  $CBDC_i + Y_i - C_i \equiv M0_i + B_i + L_i + PC_i + NFA_i(1)$
- 有  $CBDC + Y - C \equiv M0 + PC + NFA(2)$
- 央行资产负债表  $M0 \equiv CBDC + CBNFA(3)$
- (2)、(3) 合并,  
 $Y - C \equiv PC + NFA + CBNFA(4)$

# 资产重估理论模型

- 由  $Y - C \equiv PC + NFA + CBNFA(4)$

$$NFA + CBNFA \equiv CAS(5)$$

$$PC \equiv I$$

- 有  $Y - C \equiv I + CAS$

$$Y \equiv C + I + NX(6)$$

# 资产重估理论模型

- 考虑商业银行主动调整资产负债表，可以将表达式（1）变换为（7）。我们将商业银行被动资产负债表调整的分析也容纳在（7）中。

$$DC_i + Y_i - C_i \equiv M_i + B_i + L_i + PC_i + NFA_i (7)$$

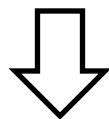
# 资产重估理论模型

- 实体经济的调整具有粘性
- 银行间接融资主导的经济体系
- 央行货币政策、金融监管外生，由通胀理论、产能周期理论输出。
- 给定不同资产的收益、风险属性，给定微观主体的风险偏好
- 理性人追求既定风险下的收益最大化或者既定收益下的风险最小化
- 存在唯一解



# 资产重估理论模型

$$DC_i + Y_i - C_i \equiv M_i + B_i + L_i + PC_i + NFA_i (7)$$



$$DC_i + Y_i - C_i \equiv M_i^* + B_i^* + L_i^* + PC_i + NFA_i^* (8)$$

# 内容提要

- 资产重估理论模型
- 资产重估理论运用
  - 贸易盈余与资产重估
  - 主动信贷创造与资产重估
  - 台湾与日本经验
- 资产重估理论理解
  - 流动性供求与资产重估
  - 自下而上看重估

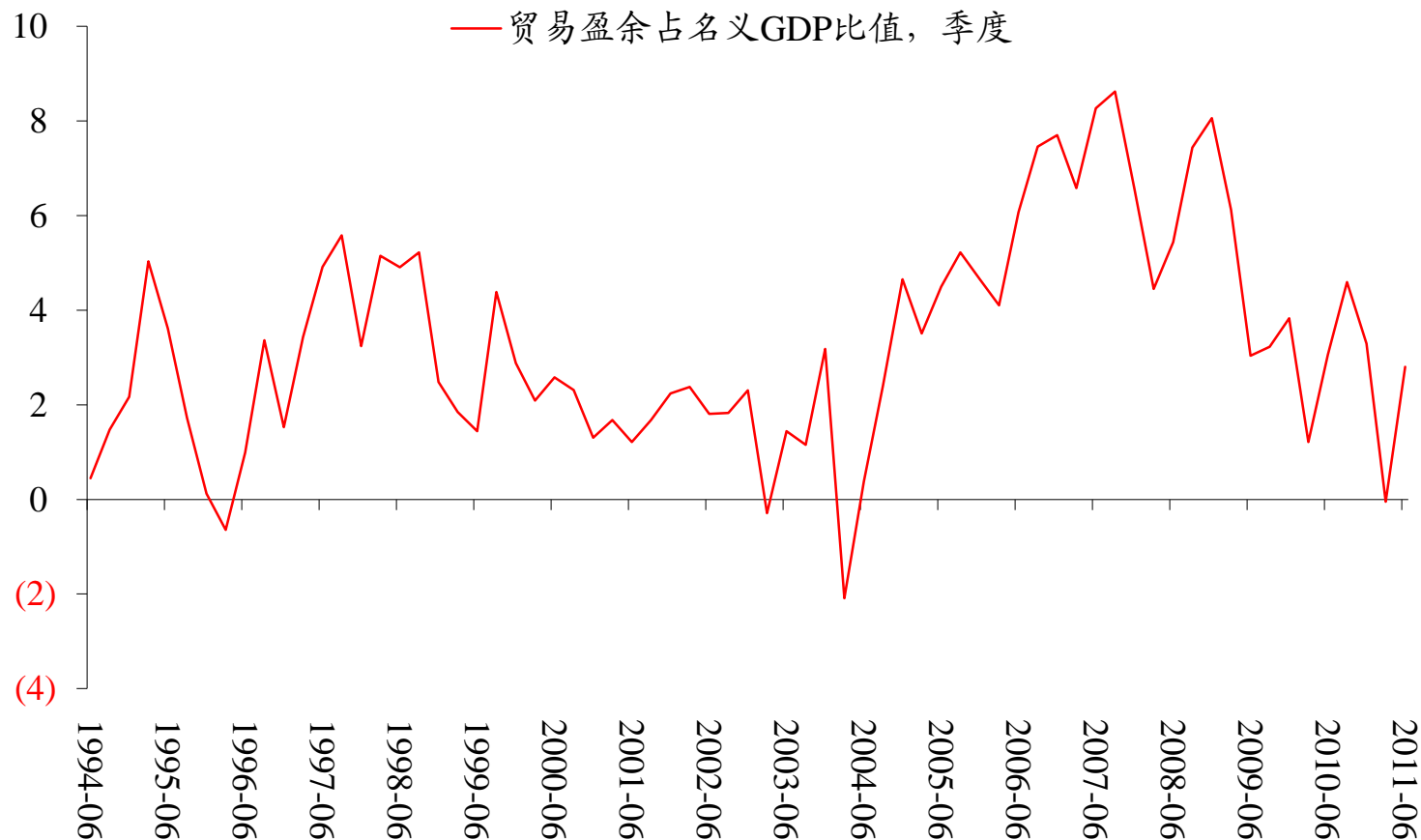
# 贸易盈余与资产重估

- 产能周期理论中，贸易盈余的上升体现投资的相对下降

$$DC_i \downarrow + Y_i - C_i = M_i^* \uparrow + B_i^* \uparrow + L_i^* \uparrow + PC_i \downarrow + NFA_i^* \uparrow$$

# 贸易盈余与资产重估

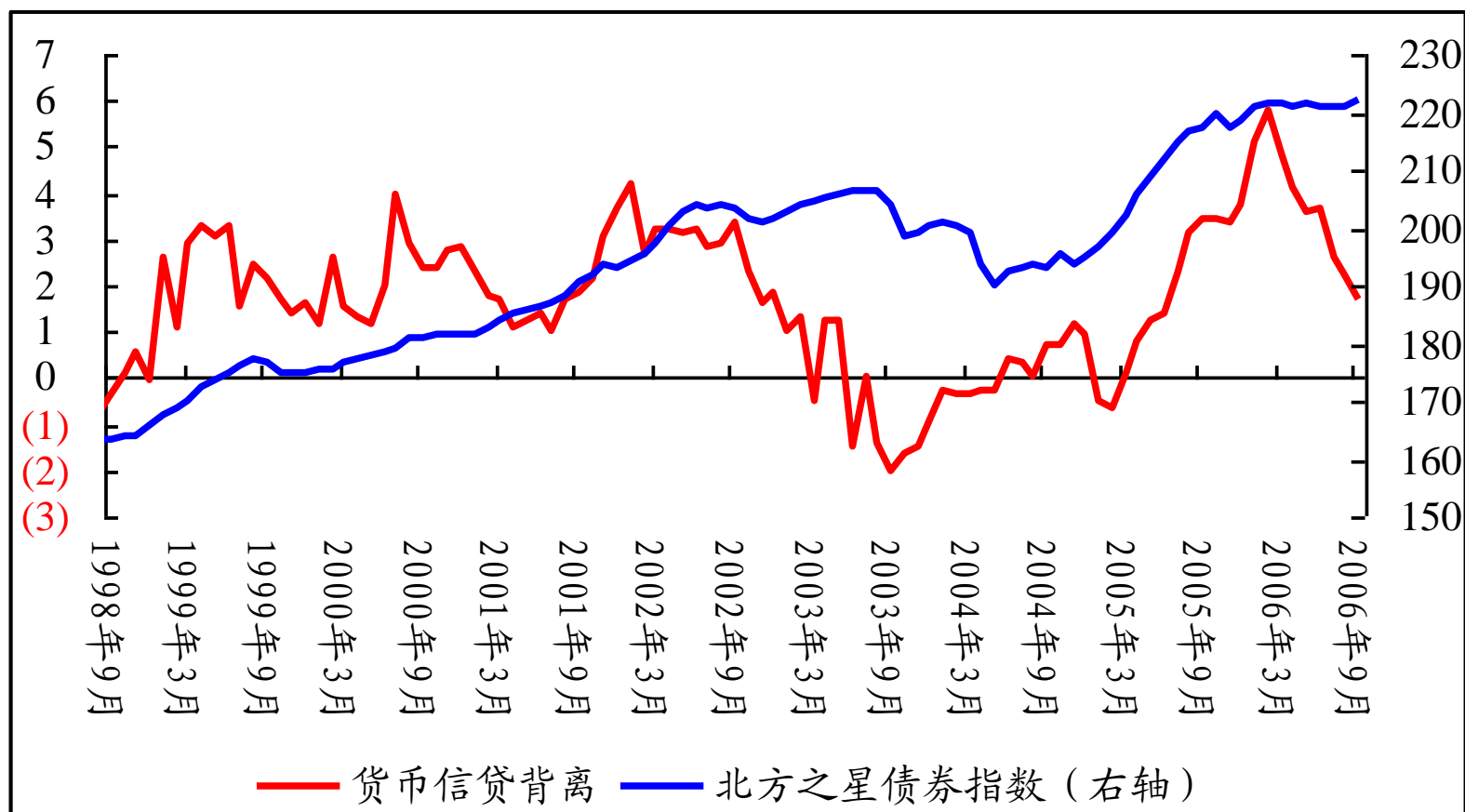
- 贸易盈余占名义GDP比率



数据来源：CEIC，安信证券

# 贸易盈余与资产重估

- 货币信贷背离与债券价格指数

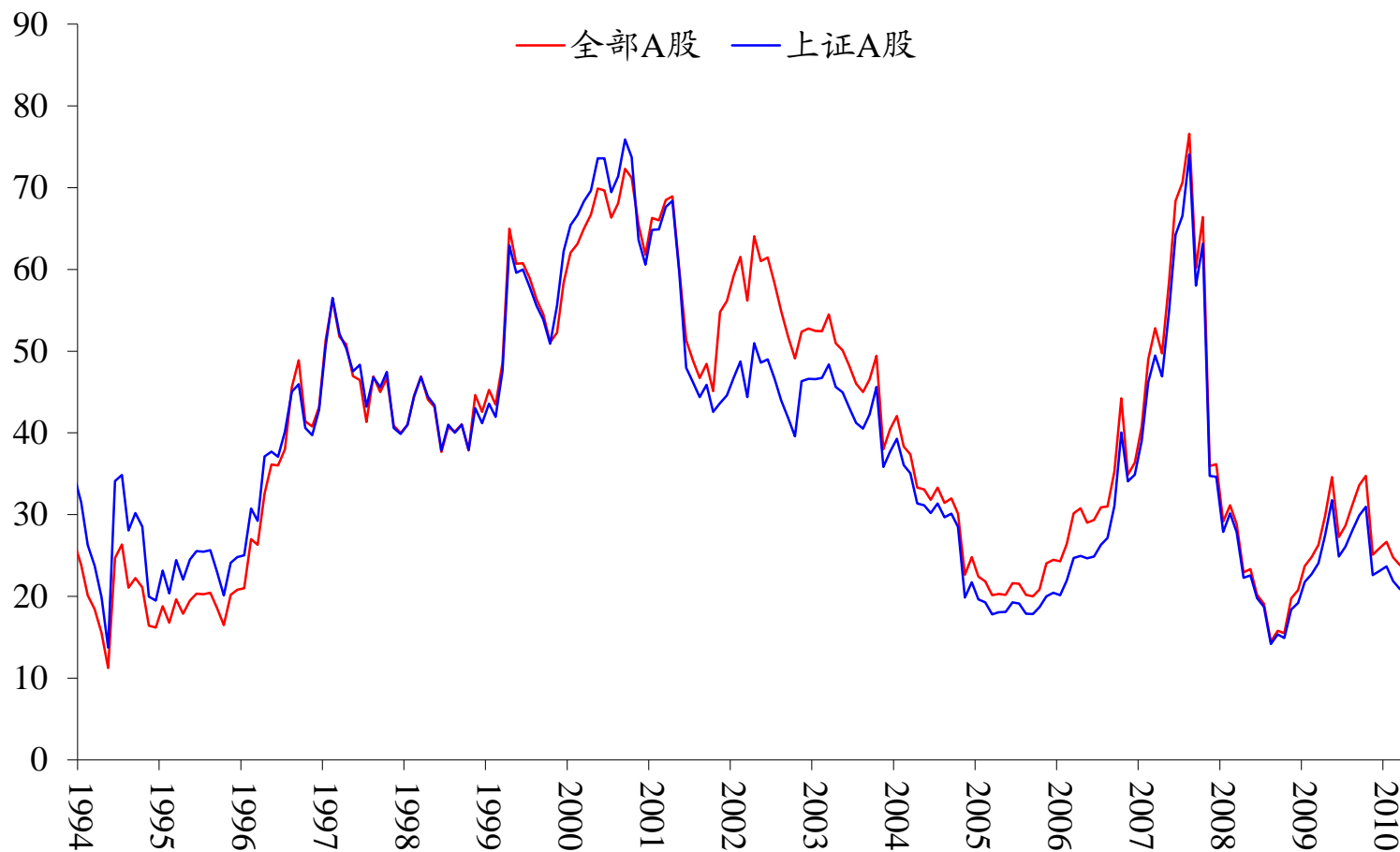


数据来源：CEIC，北方之星，IFS，安信证券

注：此处货币增长为（M2-M0）余额的增长

# 贸易盈余与资产重估

- 全部A股与上证A股市盈率变化



数据来源：Wind，安信证券

# 贸易盈余与资产重估

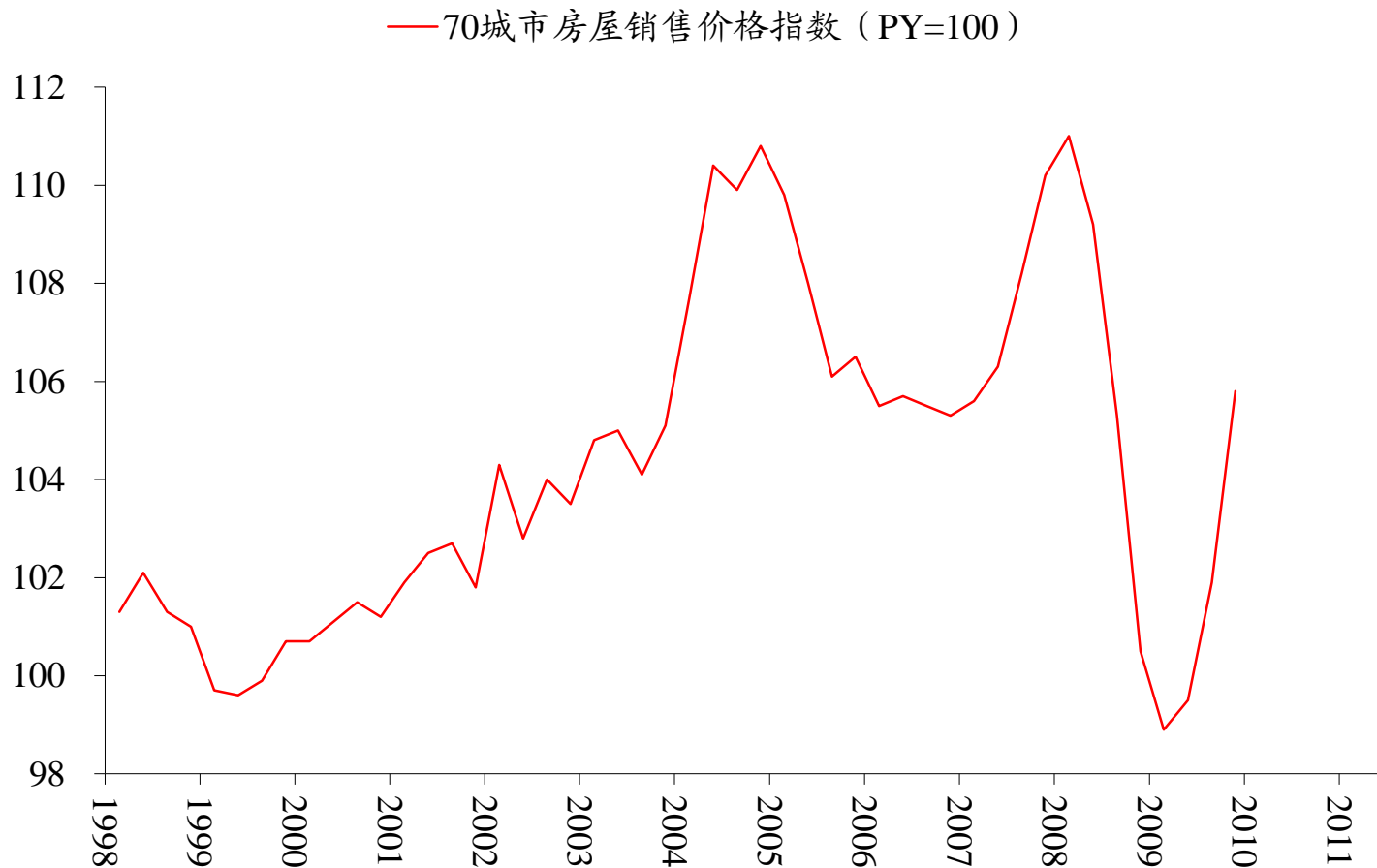
- 上证指数



数据来源：CEIC，安信证券

# 贸易盈余与资产重估

- 房价指数

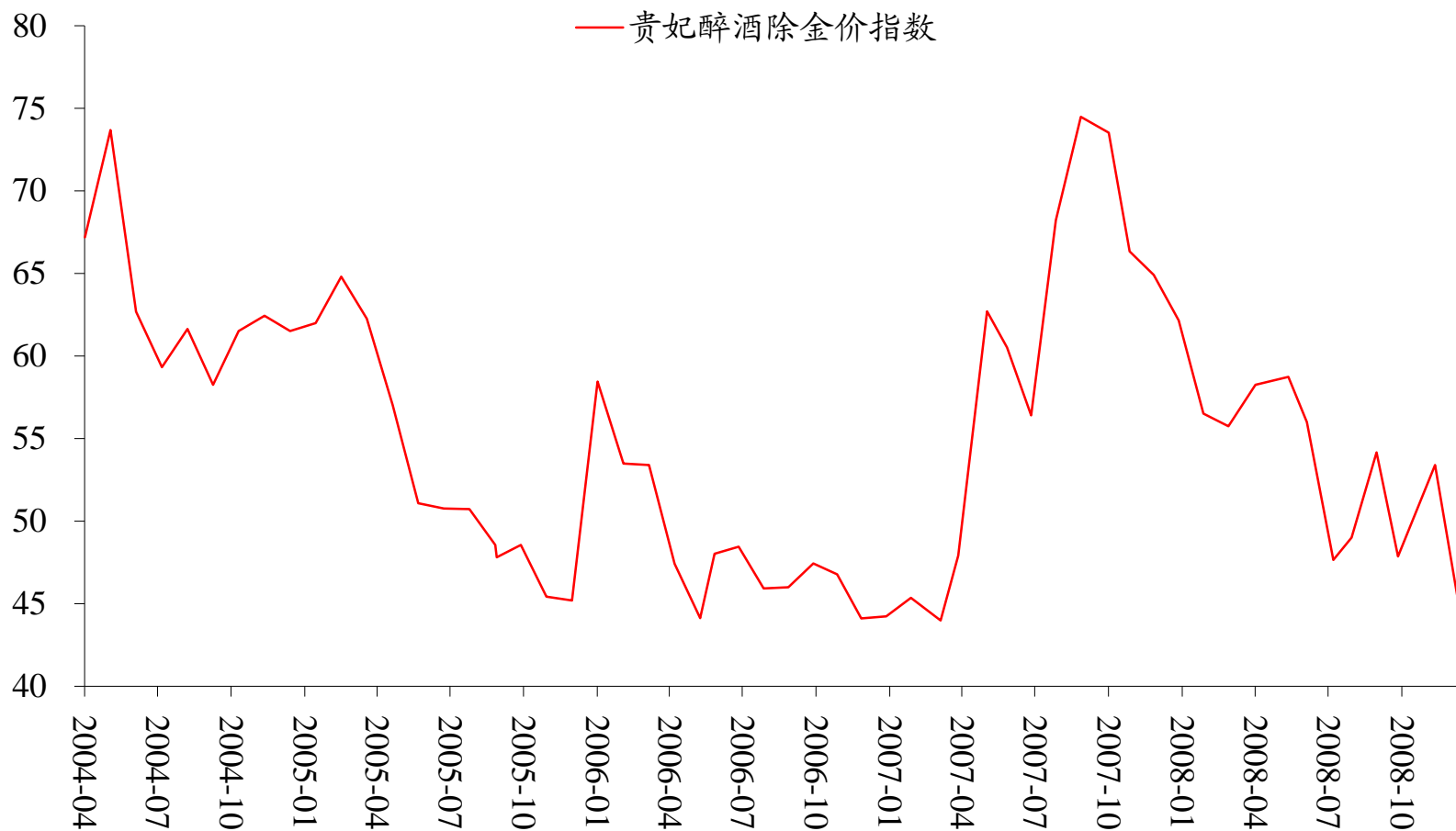


数据来源：CEIC，安信证券



# 贸易盈余与资产重估

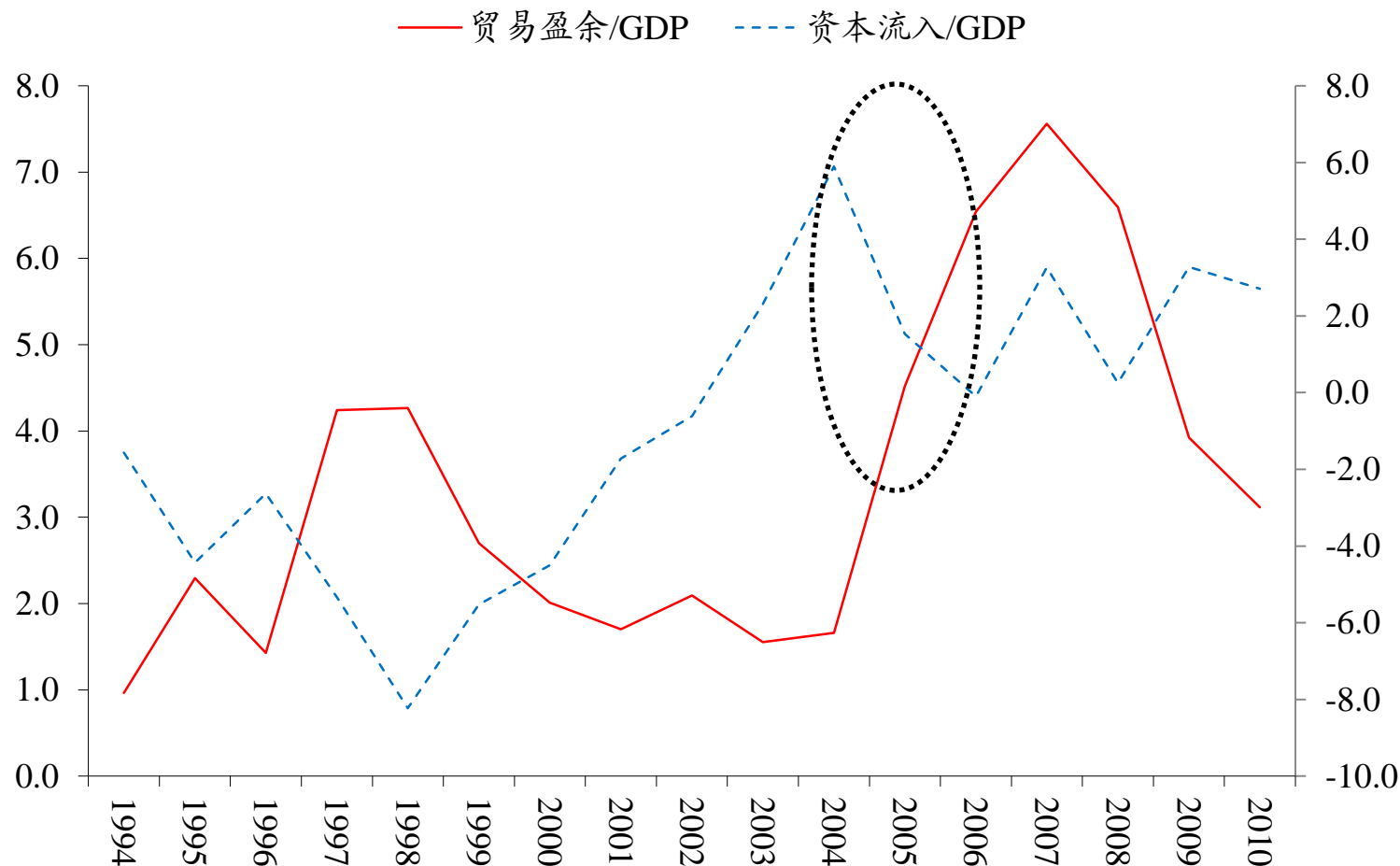
- 贵妃醉酒除金价指数



数据来源：安信证券

# 贸易盈余与资产重估

- 资本流出



数据来源：CEIC，安信证券  
资本流入=外汇储备增长-贸易顺差-FDI

# 内容提要

- 资产重估理论模型
- 资产重估理论运用
  - 贸易盈余与资产重估
  - 主动信贷创造与资产重估
  - 台湾与日本经验
- 资产重估理论理解
  - 流动性供求与资产重估
  - 自下而上看重估

# 主动信贷创造与资产重估

$$DC_i \uparrow + Y_i - C_i \equiv M_i^* \uparrow + B_i^* + L_i^* \uparrow + PC_i + NFA_i^* \uparrow$$

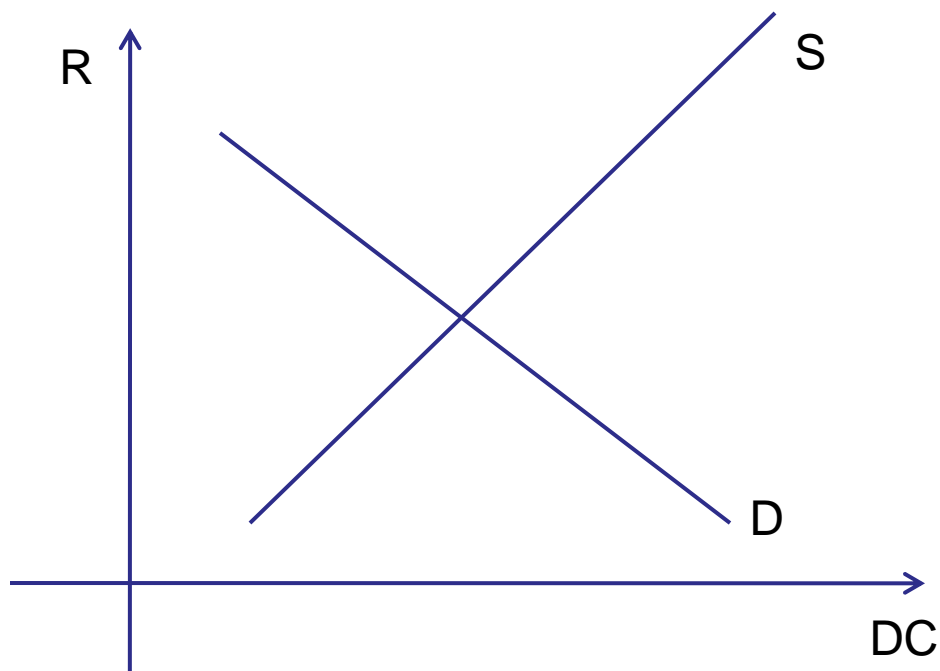
# 主动信贷创造与资产重估

## ➤ 主动信贷创造与被动信贷创造的区分

- 主动信贷创造:  $DC_i$  项的主动上升
- 被动信贷创造:  $PC_i \uparrow$  导致的  $DC_i \uparrow$

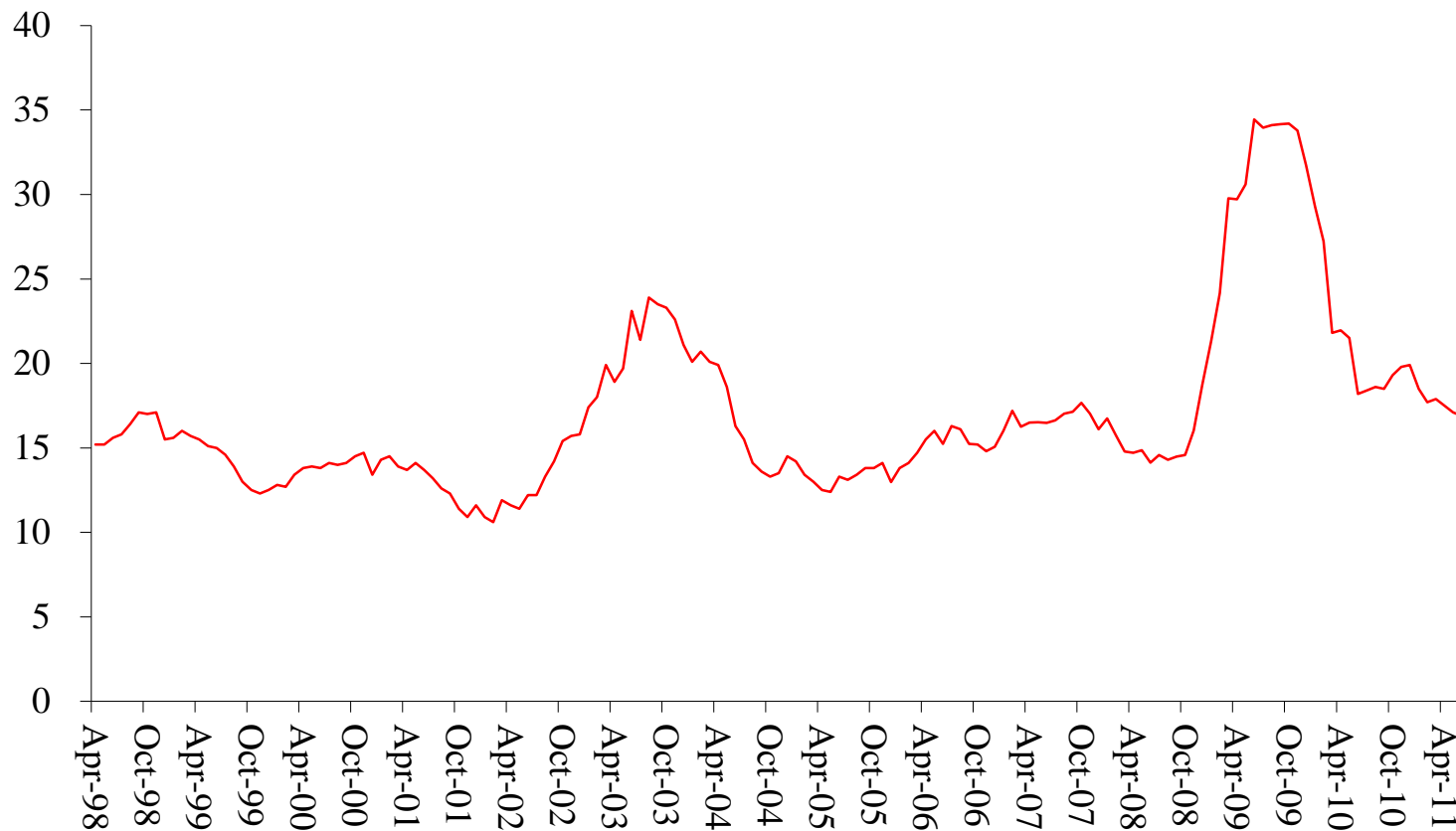
# 主动信贷创造与资产重估

- 信贷增速和信贷利率组合



# 主动信贷创造与资产重估

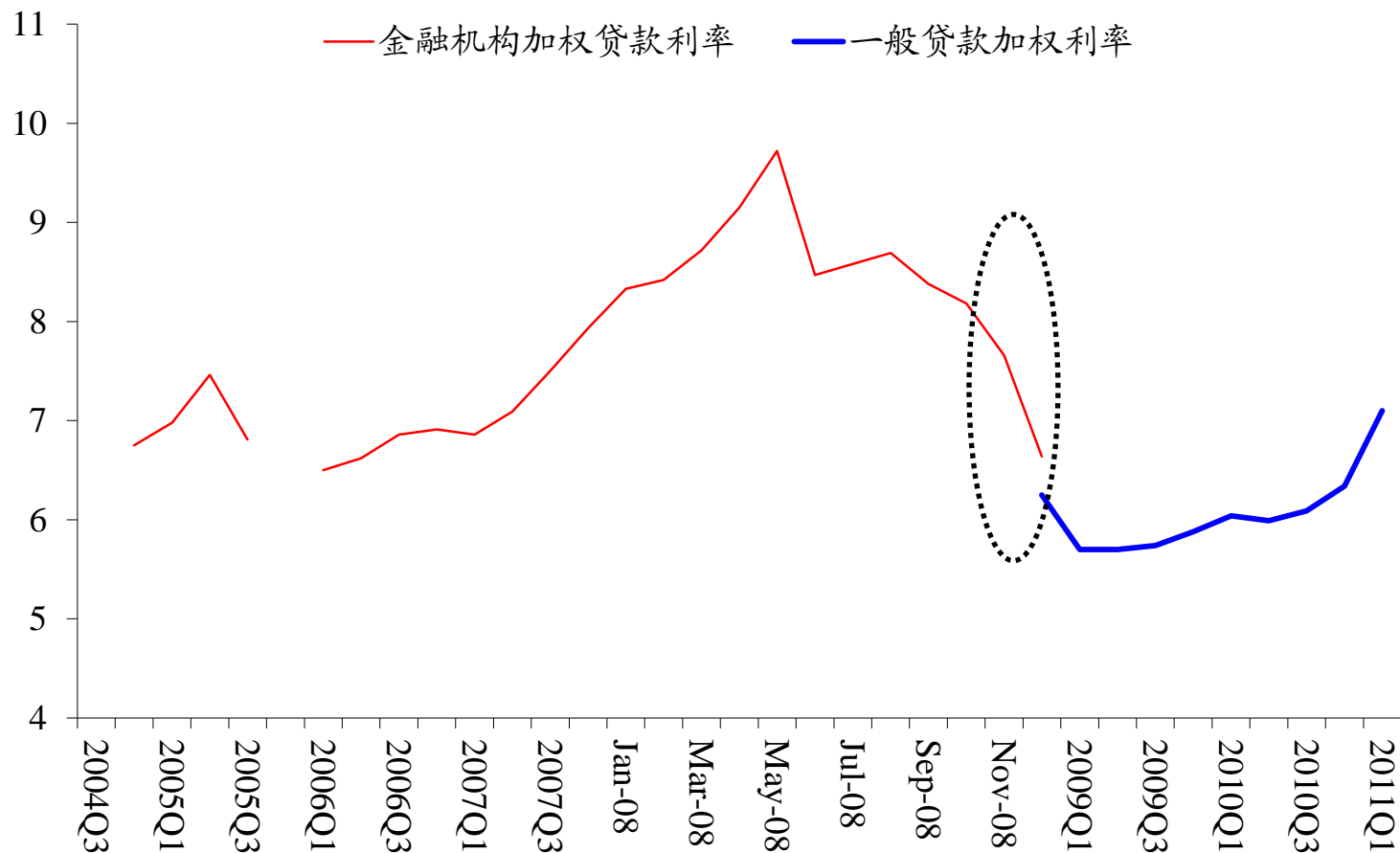
- 信贷增长率



数据来源：CEIC，安信证券

# 主动信贷创造与资产重估

- 加权贷款利率

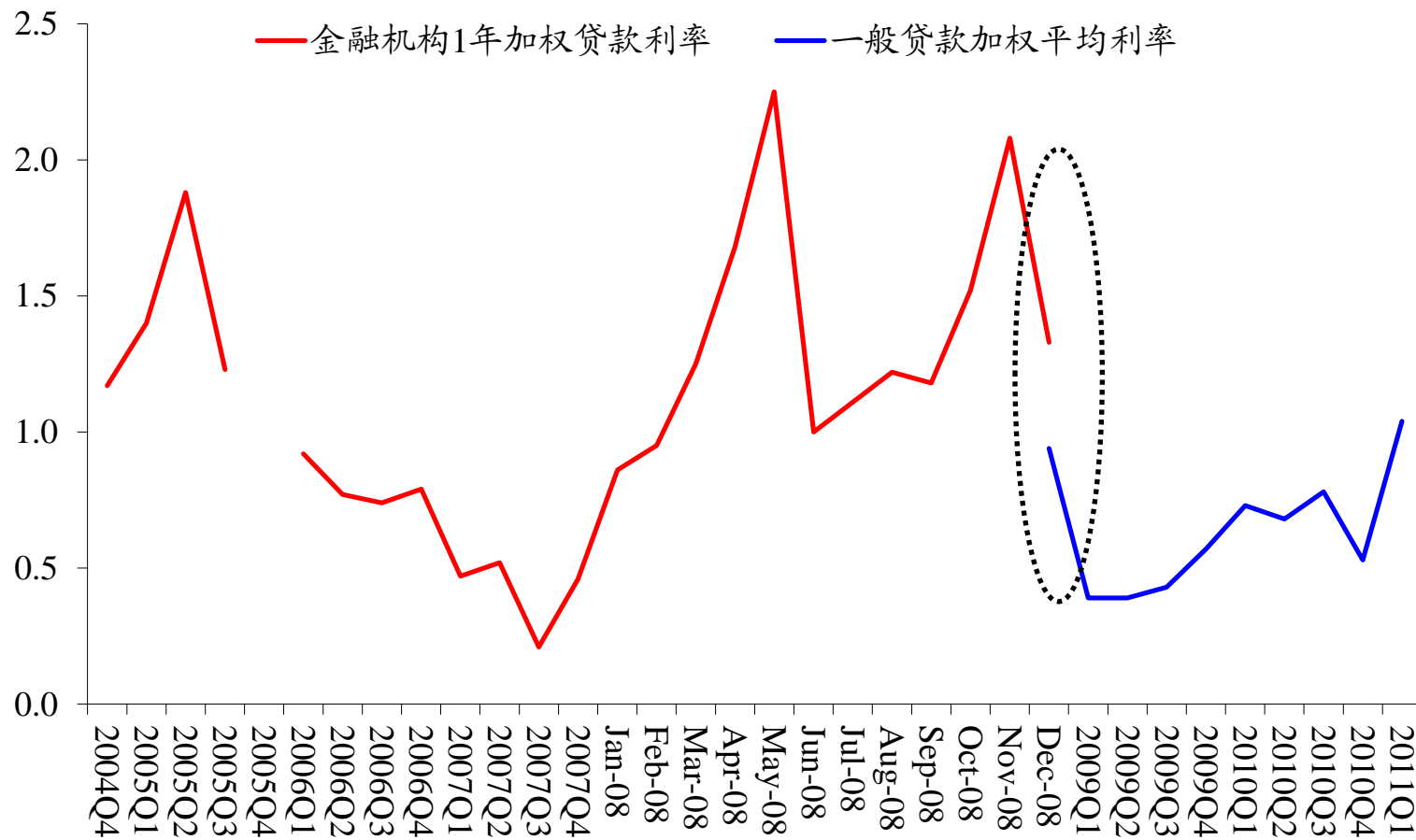


数据来源：CEIC，Wind，安信证券



# 主动信贷创造与资产重估

- 加权贷款利率较基准利率上浮



数据来源：CEIC，Wind，安信证券

# 主动信贷创造与资产重估

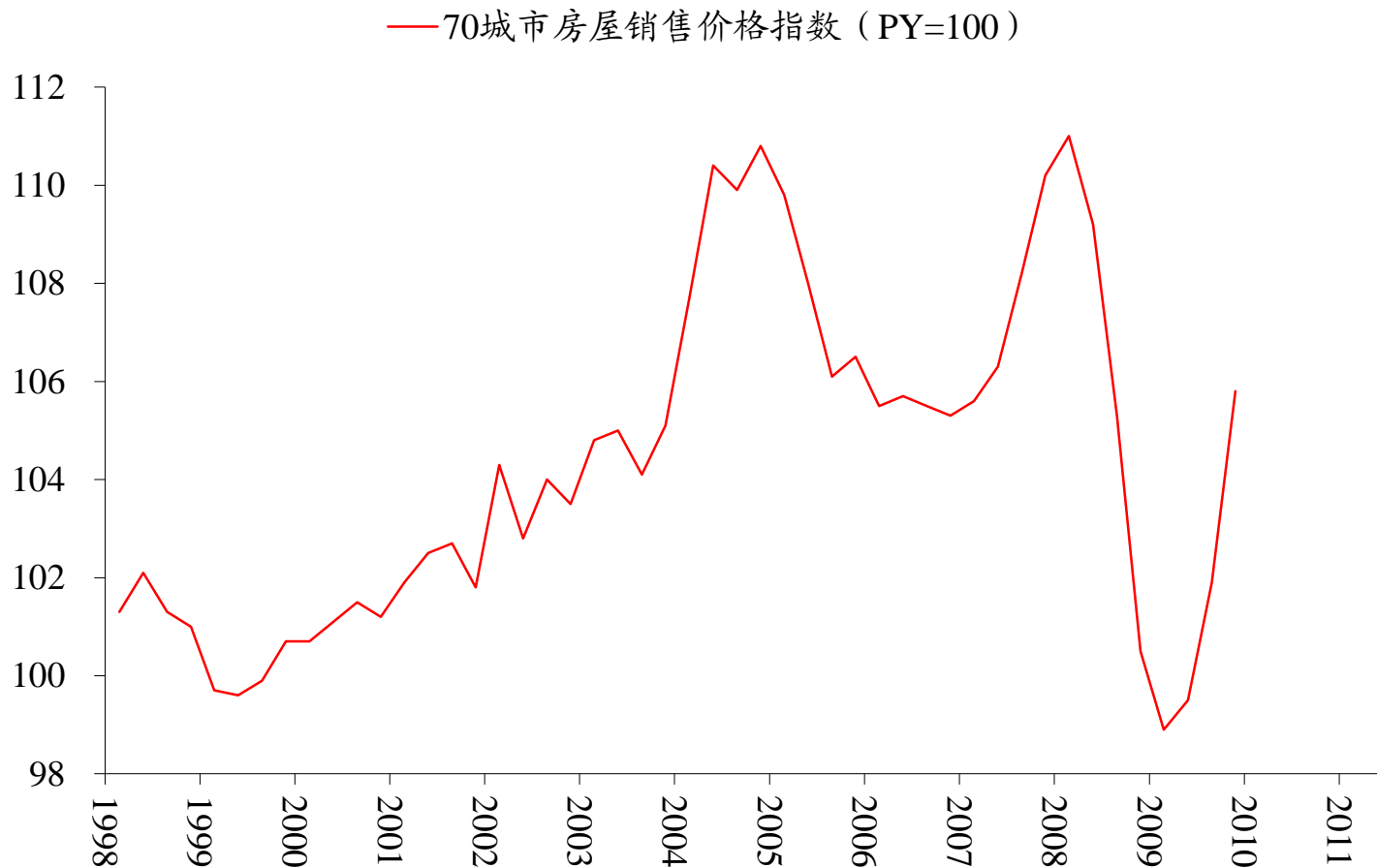
- 上证指数



数据来源：CEIC，安信证券

# 主动信贷创造与资产重估

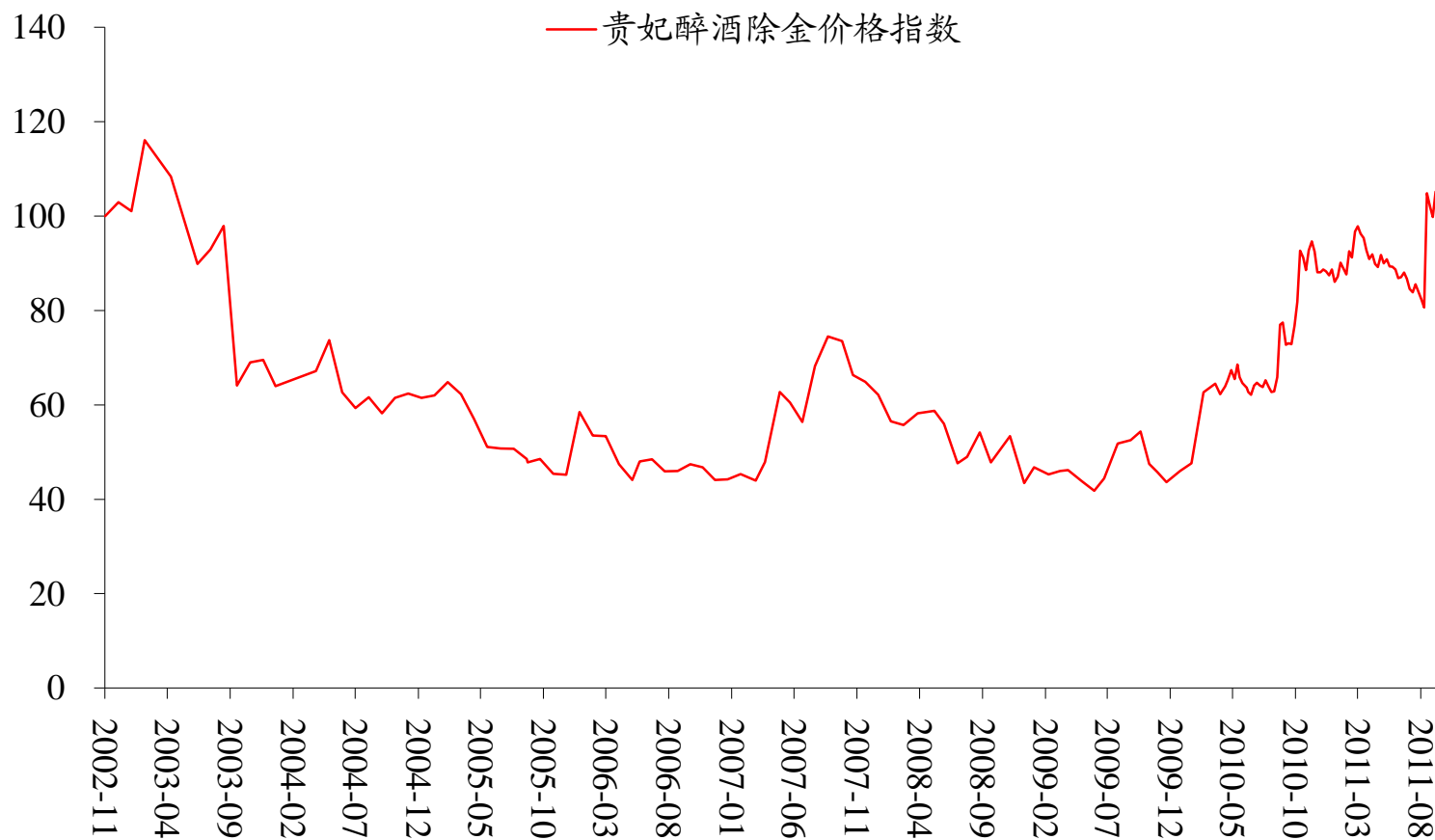
- 房价指数



数据来源: CEIC, 安信证券

# 主动信贷创造与资产重估

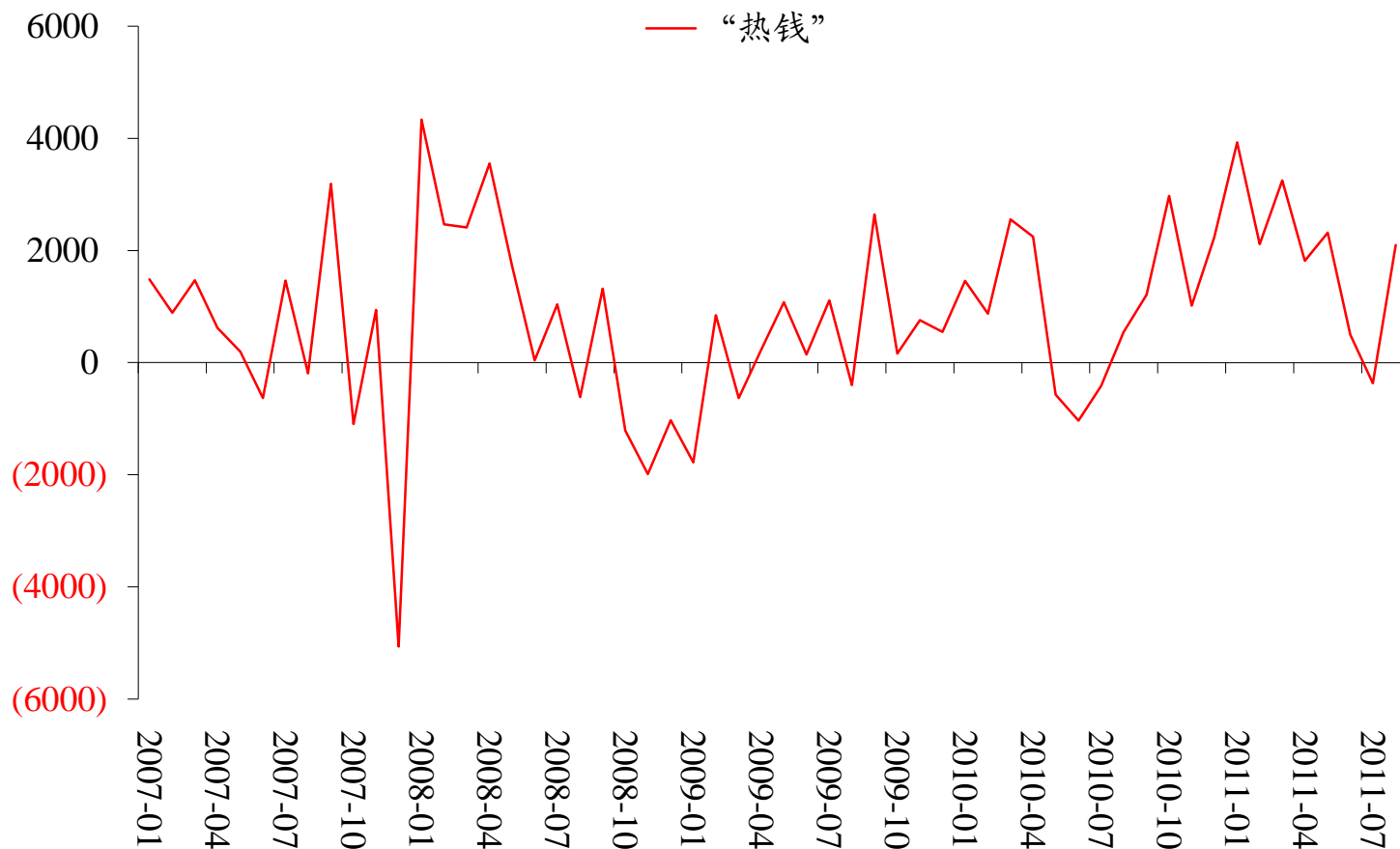
- 贵妃醉酒除金价指数



数据来源：安信证券

# 主动信贷创造与资产重估

- 资本流出



数据来源：CEIC，安信证券  
资本流入=外汇储备增长-贸易顺差-FDI

# 主动信贷创造与资产重估

## ➤ 主动信贷创造推动与贸易盈余推动的区别

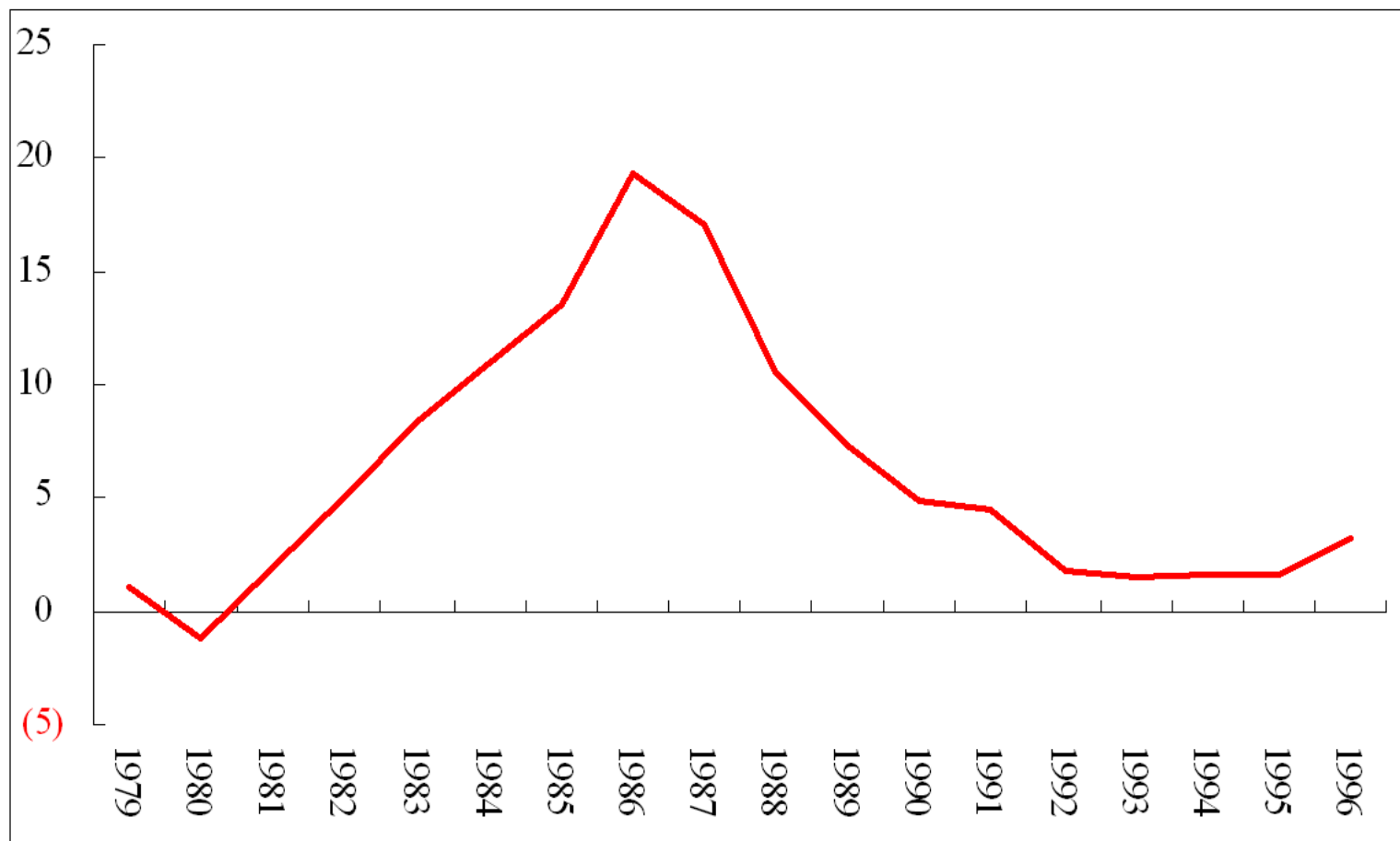
- 信贷市场
- 汇率市场
- 债券市场

# 内容提要

- 资产重估理论模型
- 资产重估理论运用
  - 贸易盈余与资产重估
  - 主动信贷创造与资产重估
  - 台湾与日本经验
- 资产重估理论理解
  - 流动性供求与资产重估
  - 自下而上看重估

# 台湾经验

- 台湾贸易顺差占名义GDP的比率

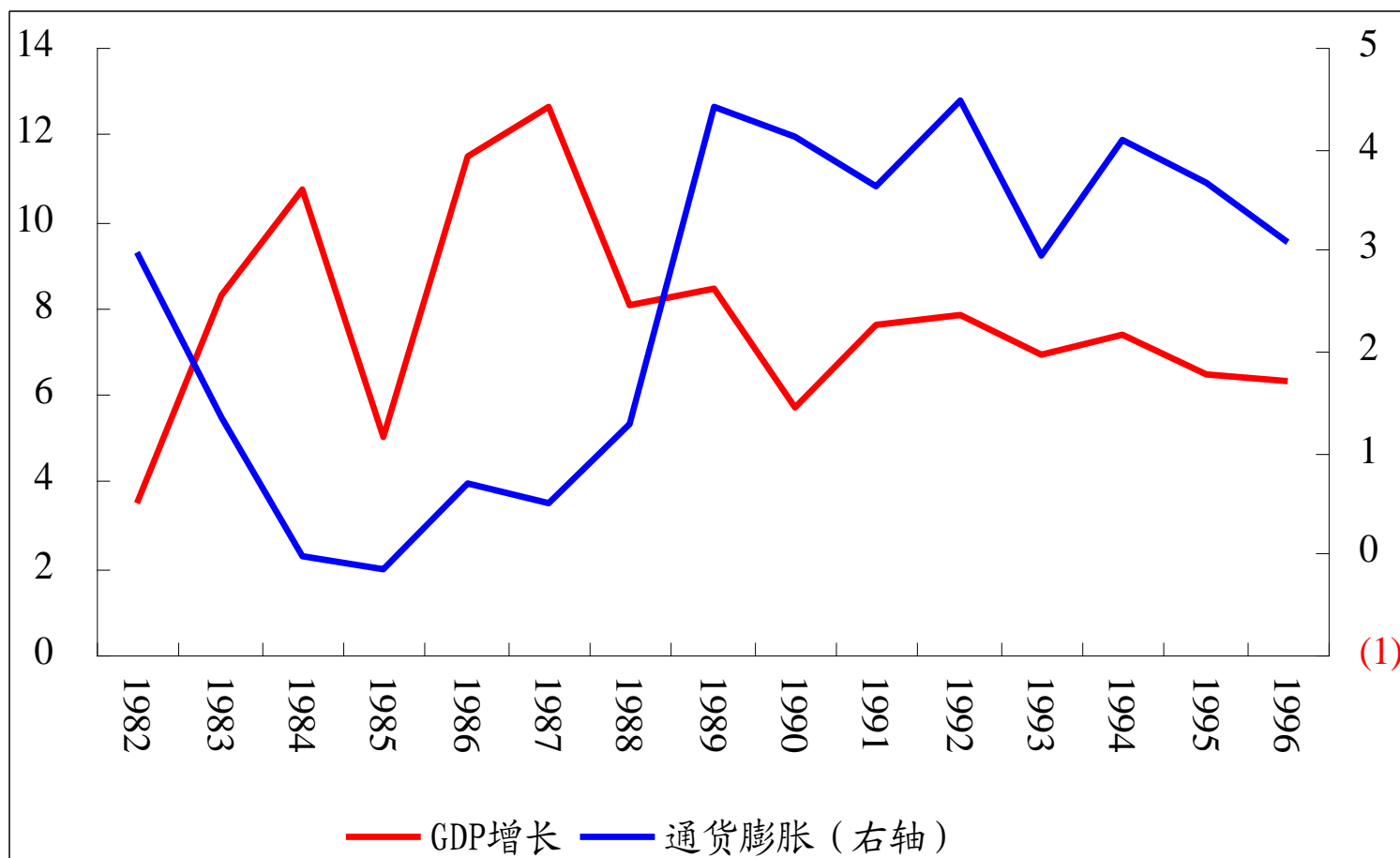


数据来源：CEIC，安信证券



# 台湾经验

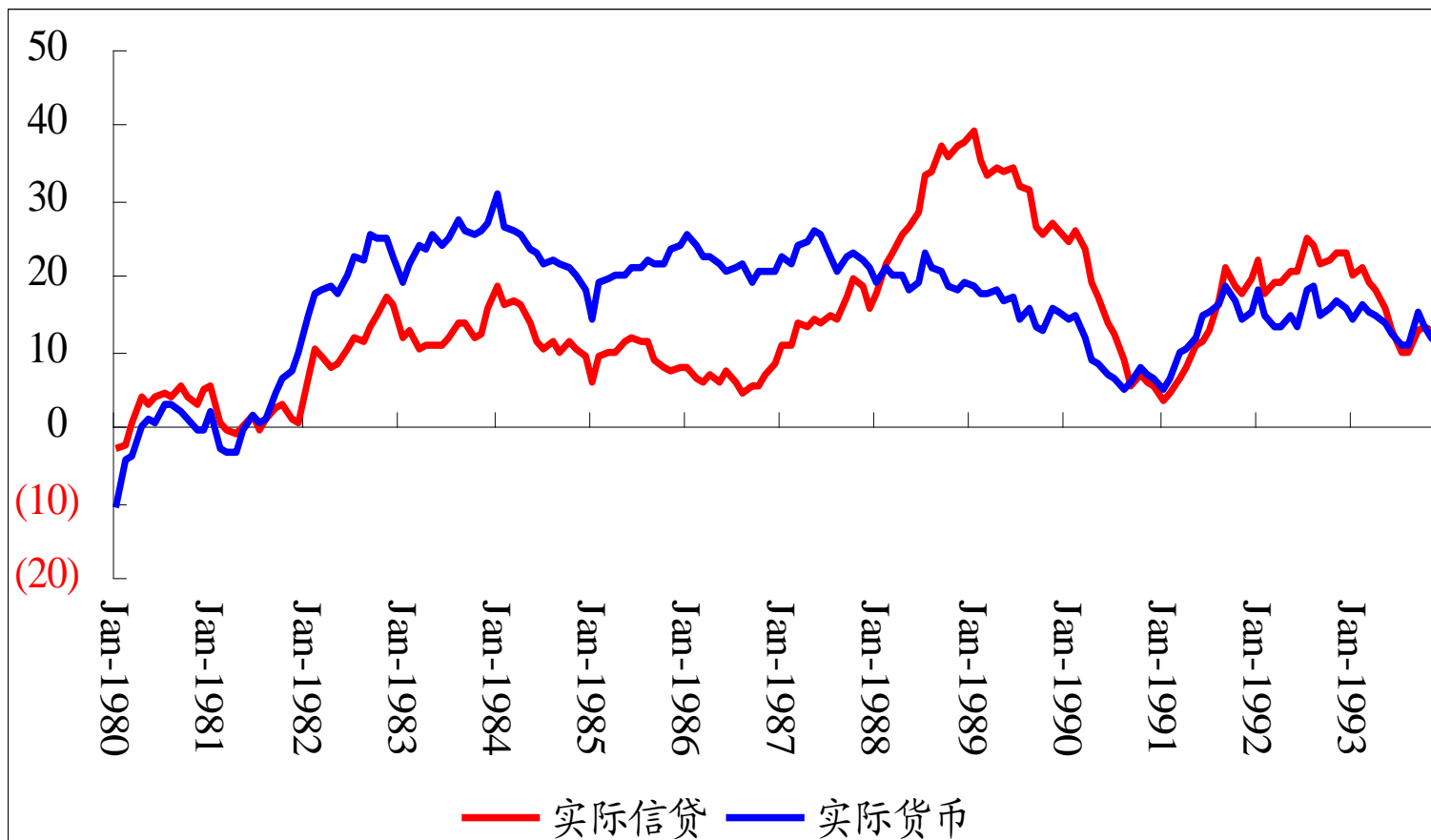
- 台湾经济增长率与CPI



数据来源：CEIC，安信证券

# 台湾经验

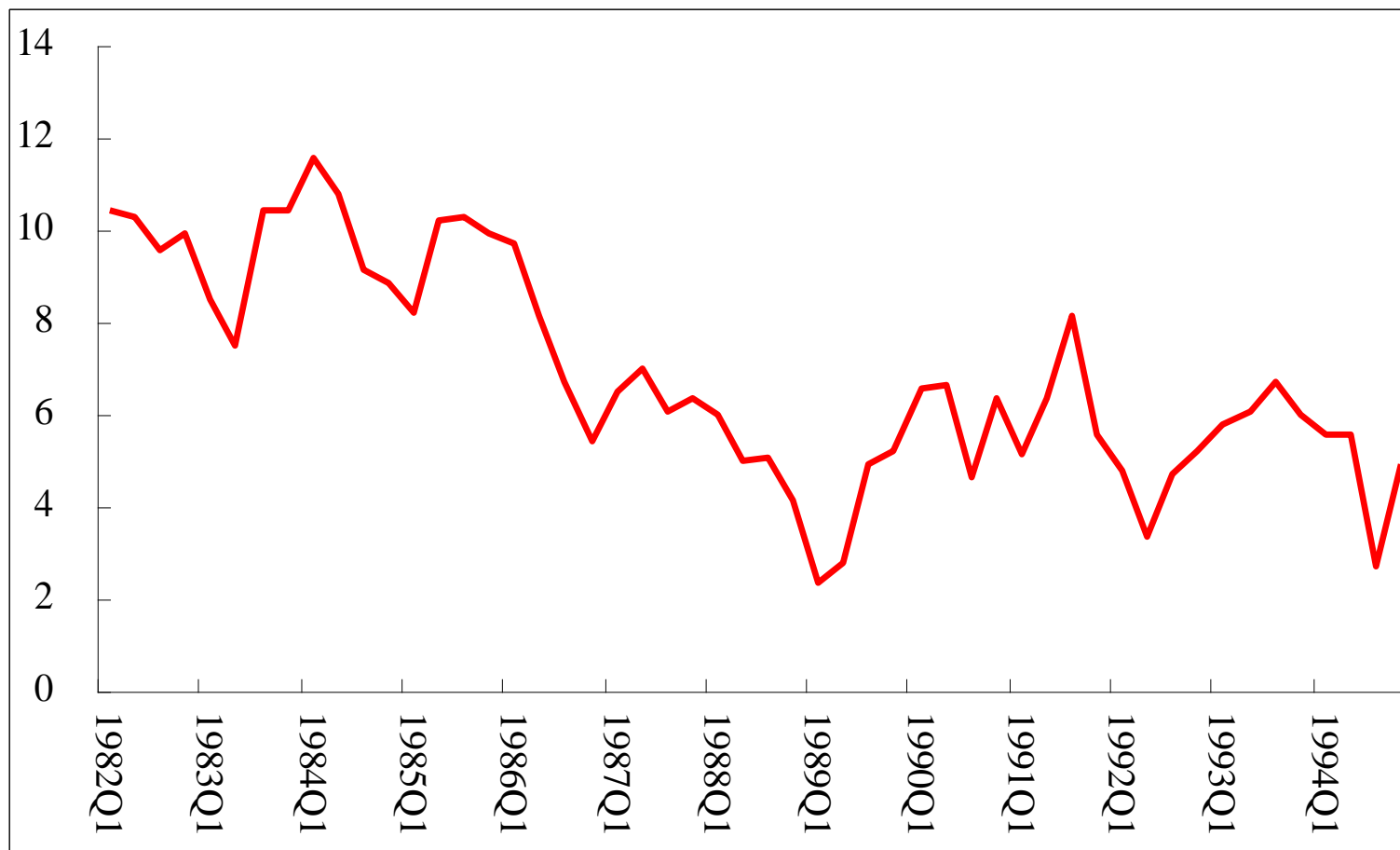
- 台湾实际货币和实际信贷增长率



数据来源：CEIC，安信证券

# 台湾经验

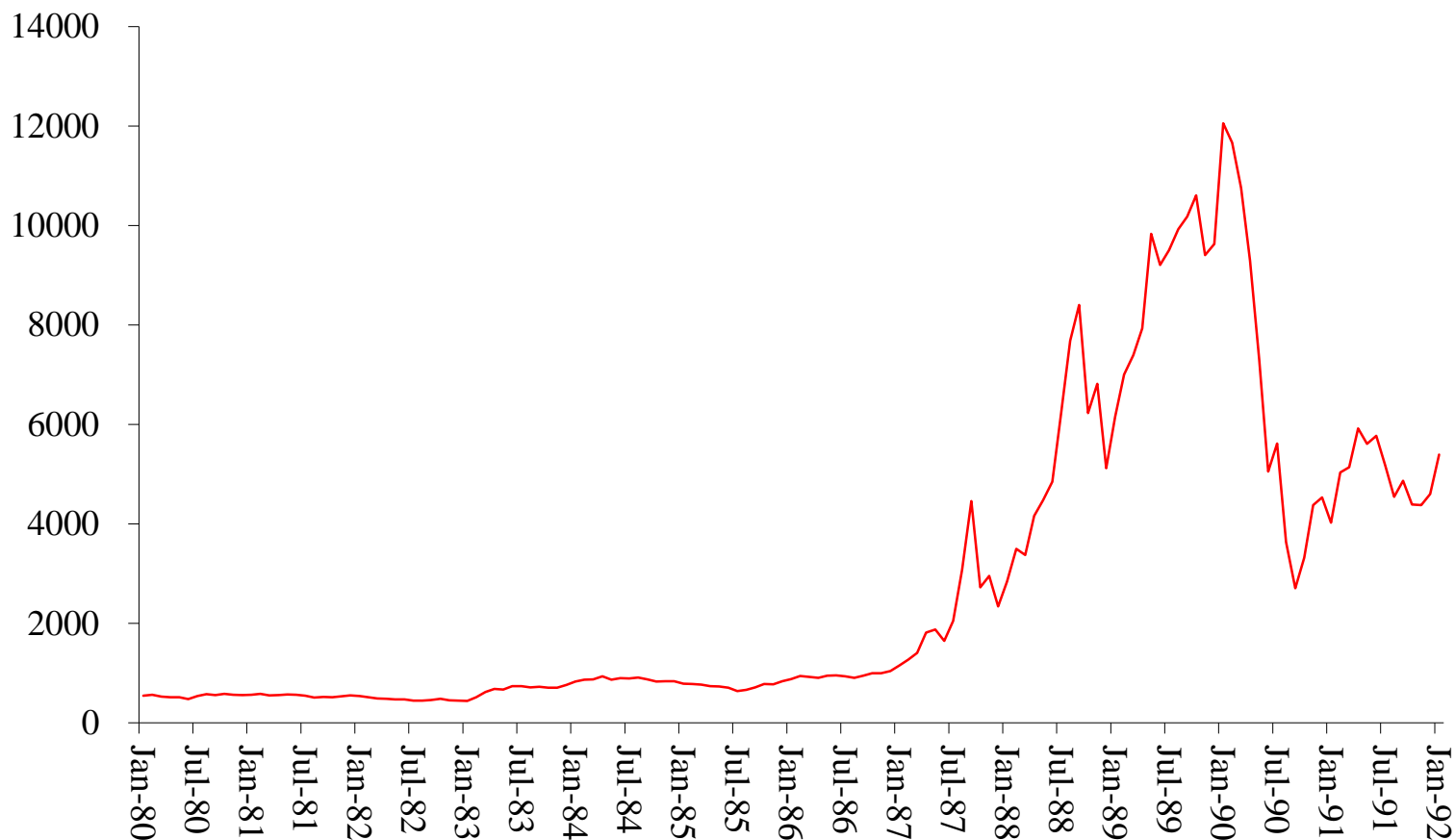
- 台湾信贷市场实际利率变化



数据来源：CEIC，安信证券

# 台湾经验

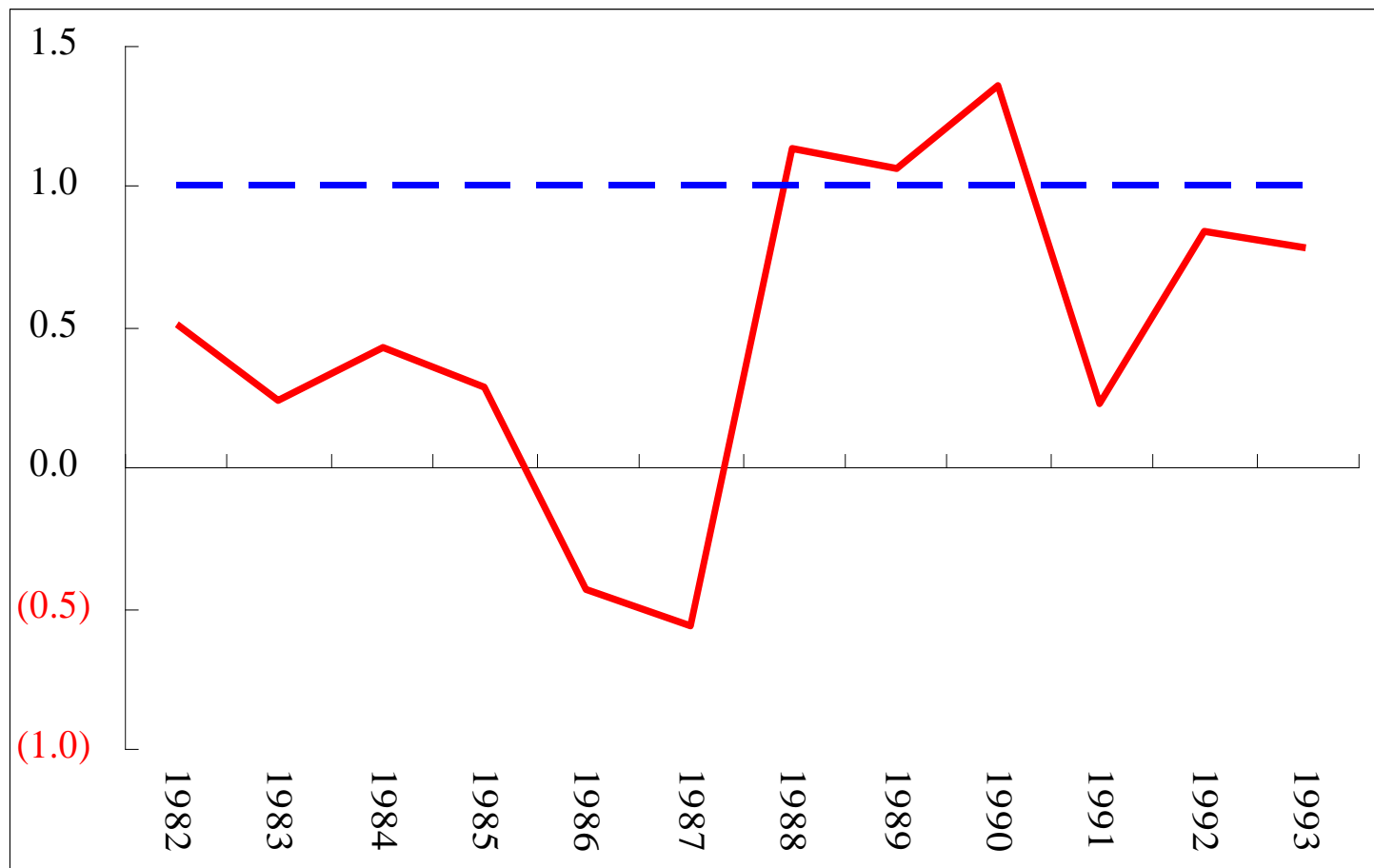
- 台湾市场指数走势



数据来源：CEIC，安信证券

# 台湾经验

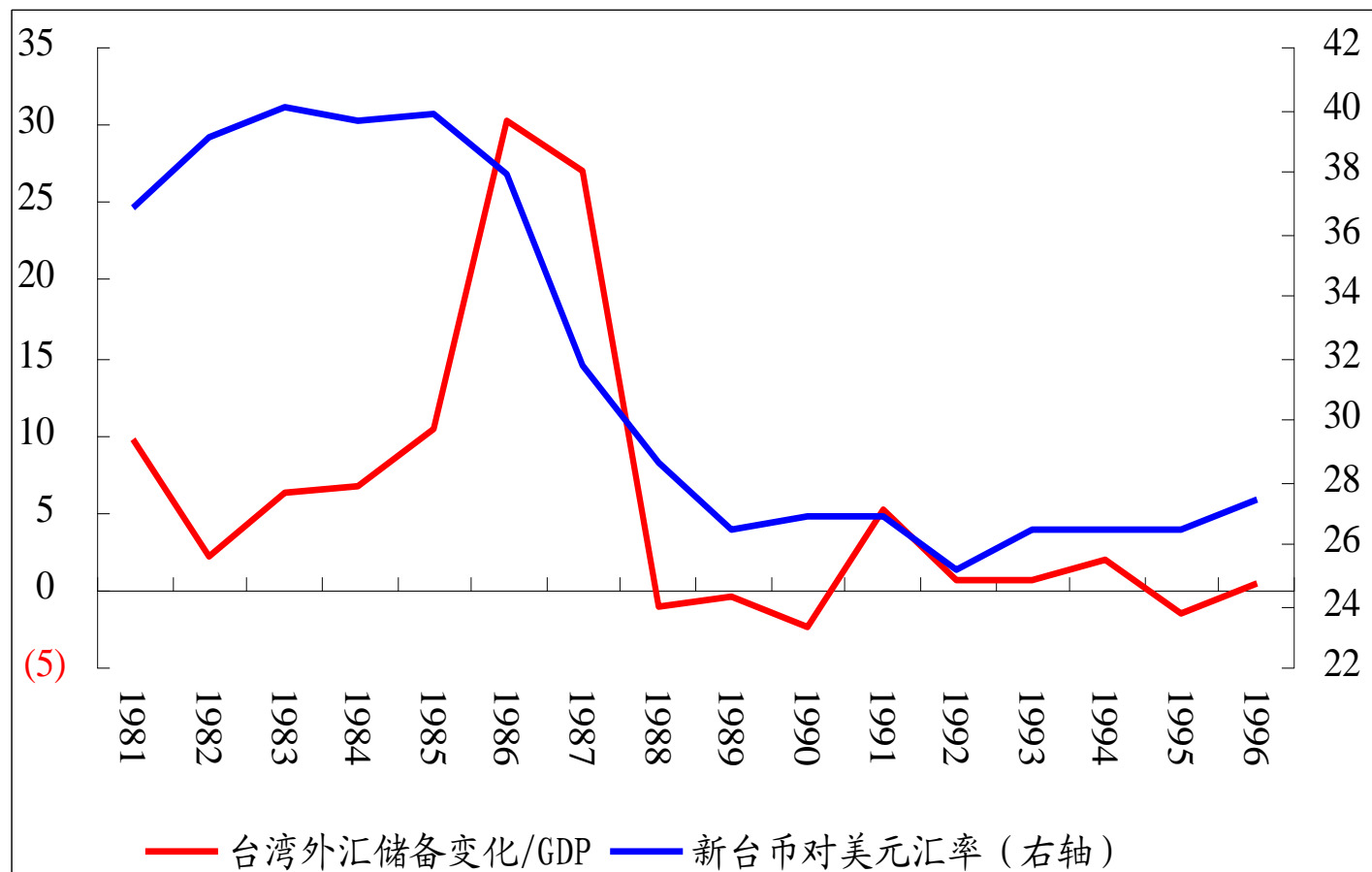
- 台湾资本流出占经常账户顺差比



数据来源：CEIC，安信证券

# 台湾经验

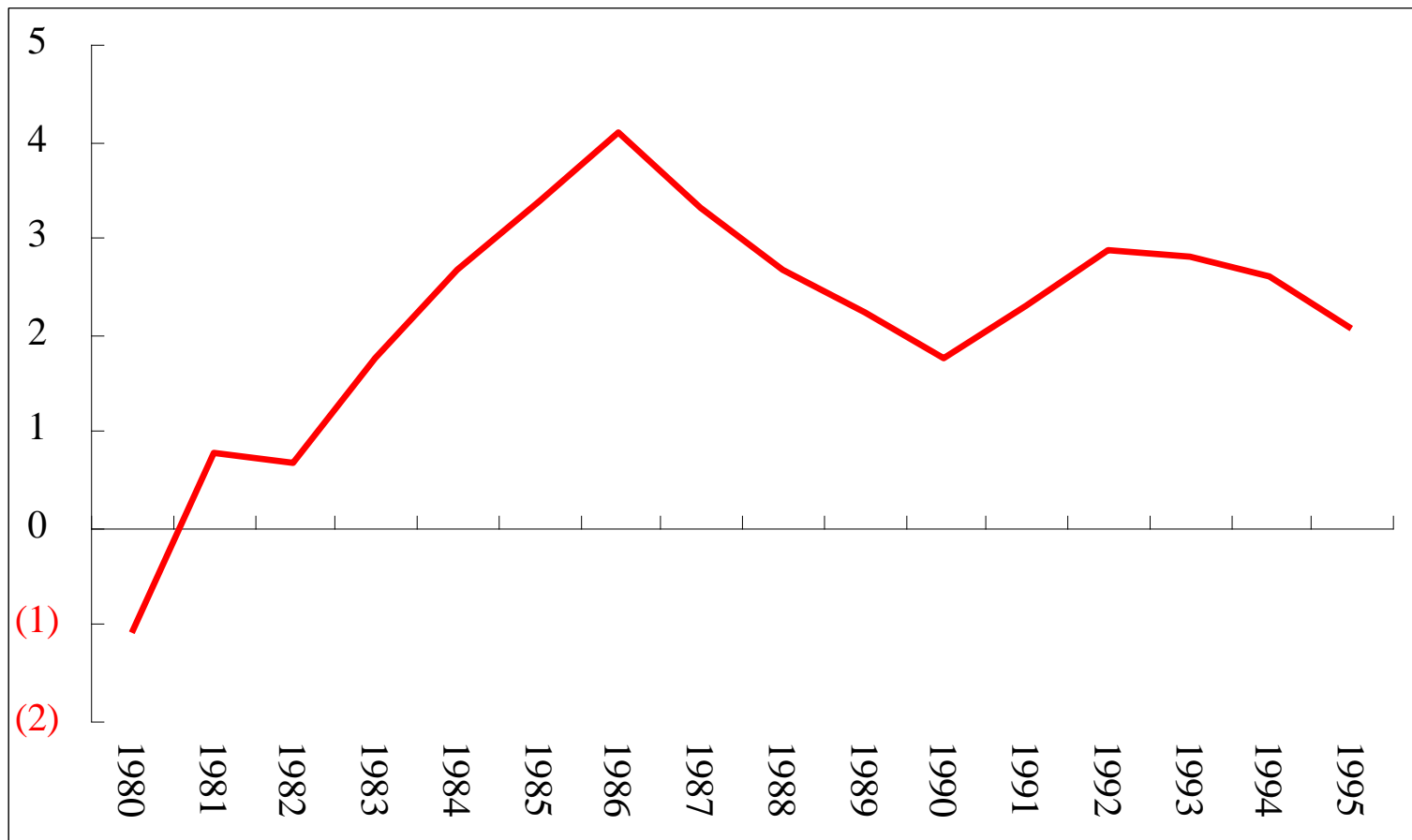
- 新台币汇率和台湾外汇储备变动



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

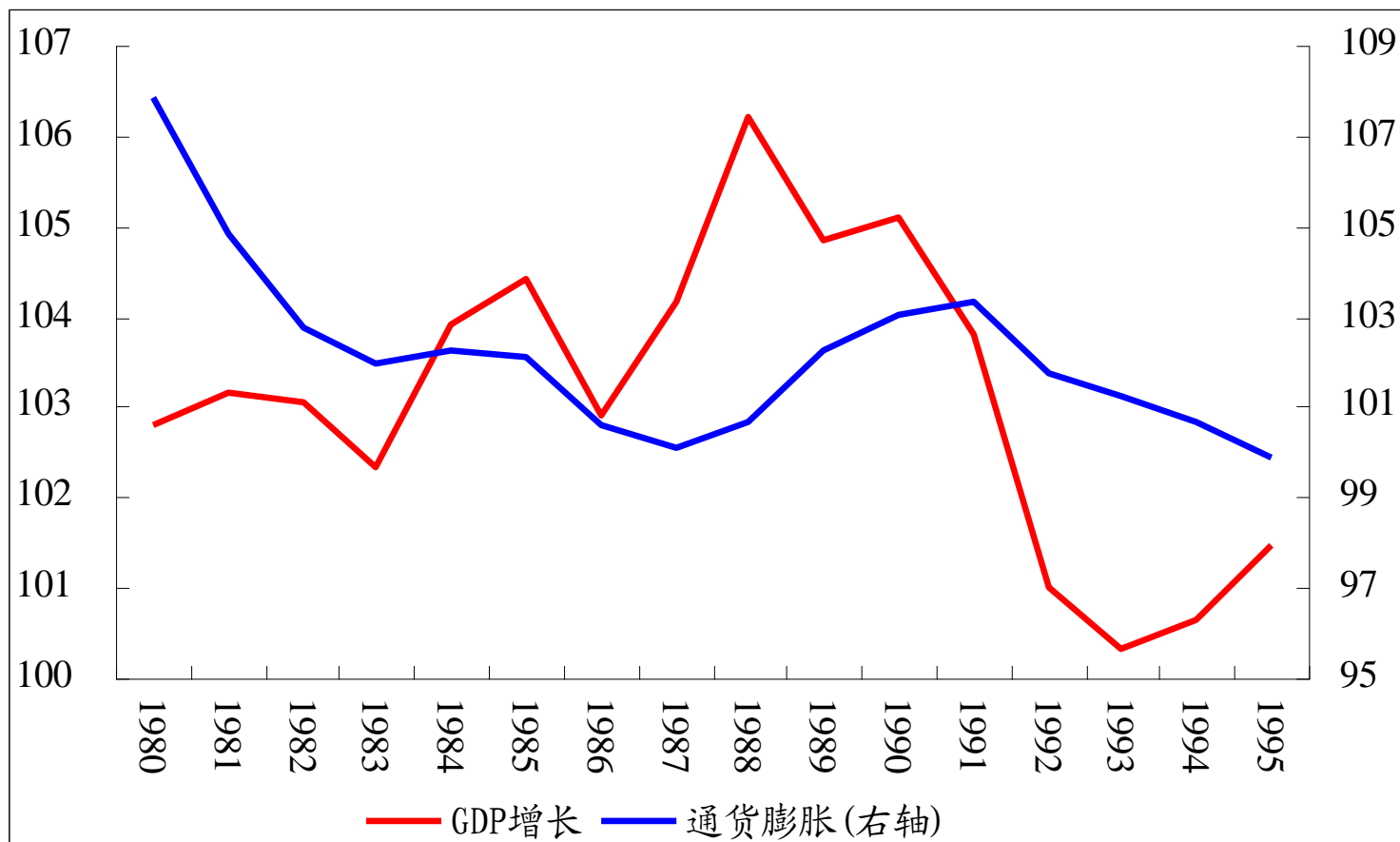
- 日本贸易顺差占名义GDP比率



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

- 日本经济增长与CPI

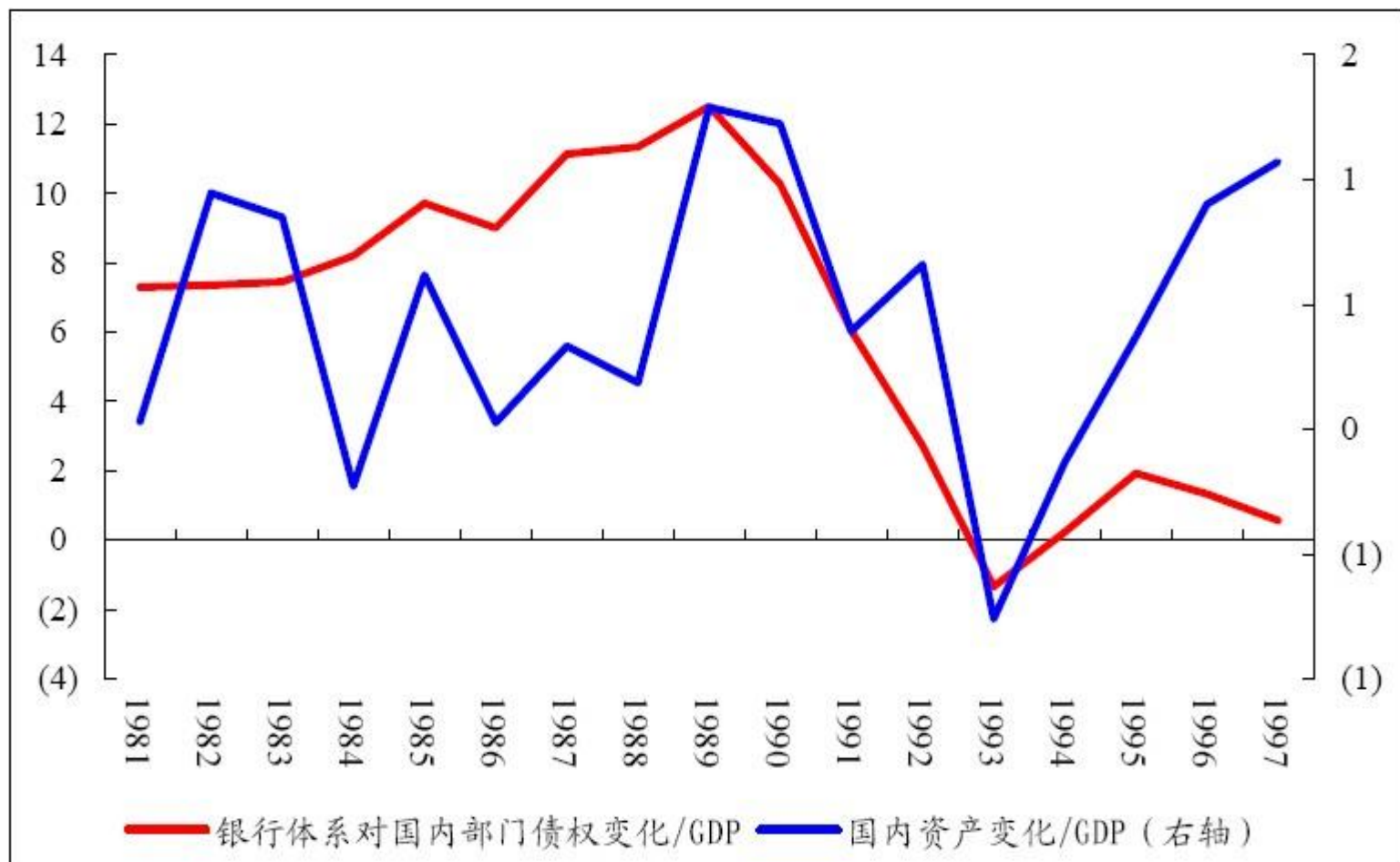


数据来源：CEIC，安信证券



# 日本经验

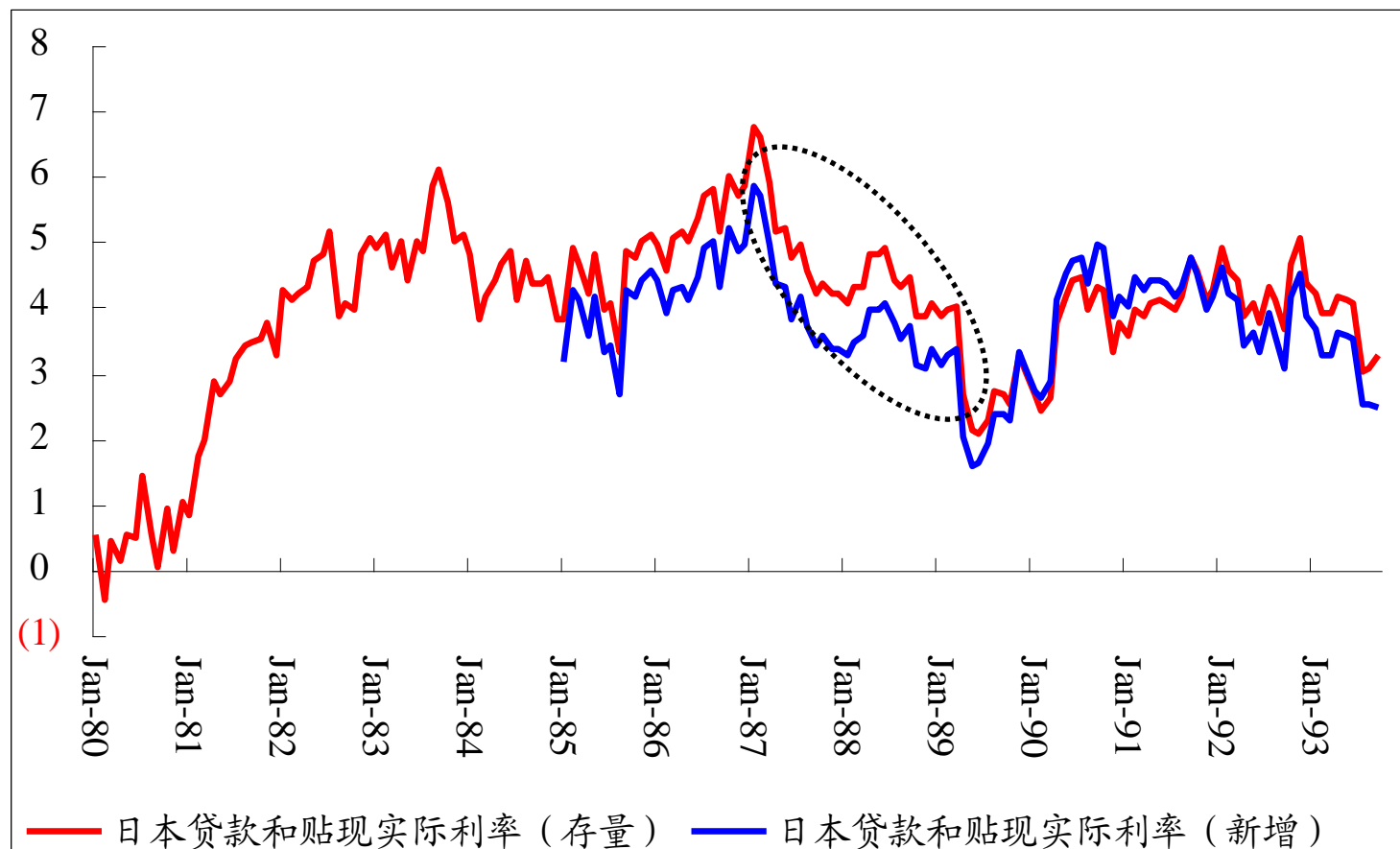
- 日本实际货币、实际信贷增长率



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

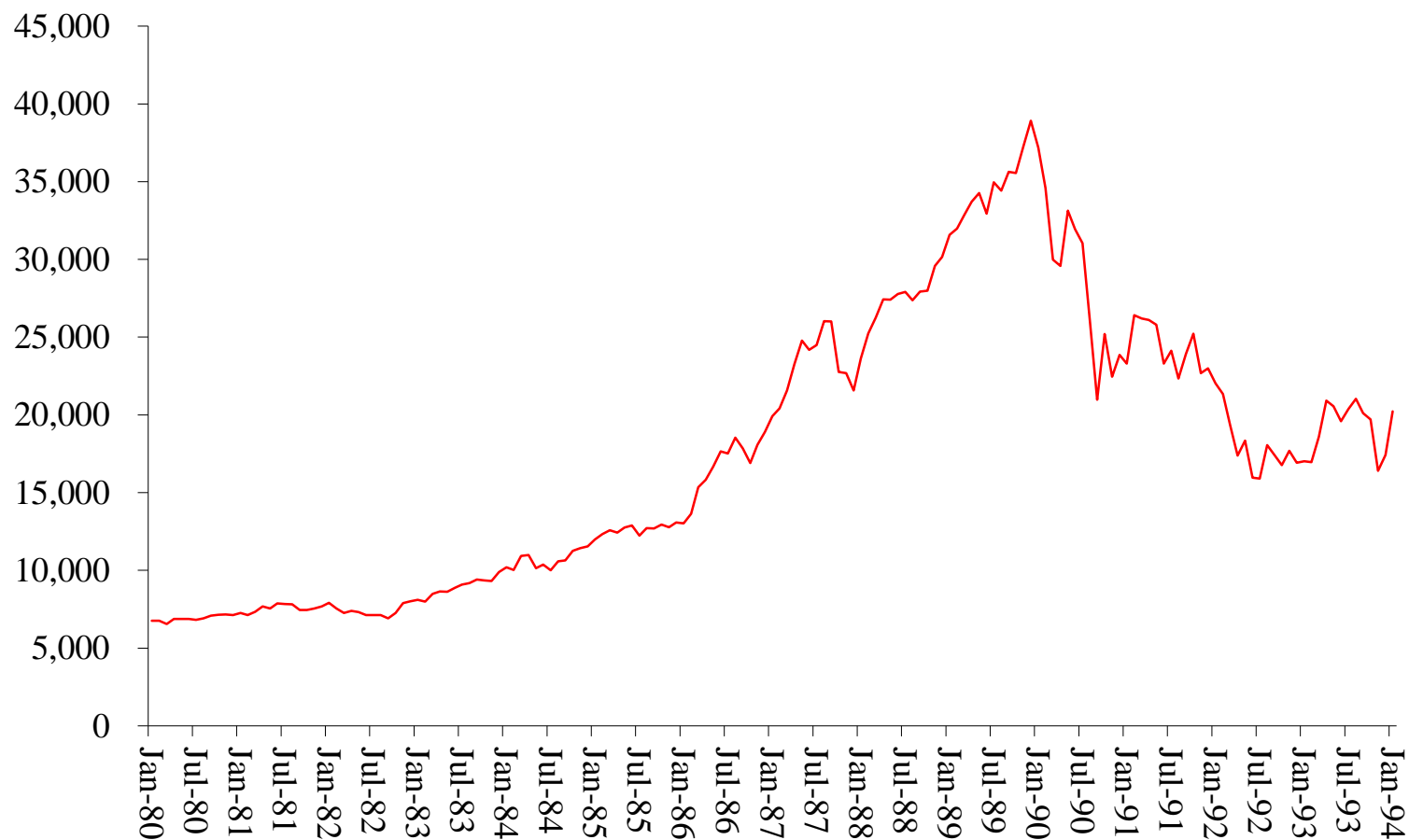
- 日本信贷市场实际利率变化



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

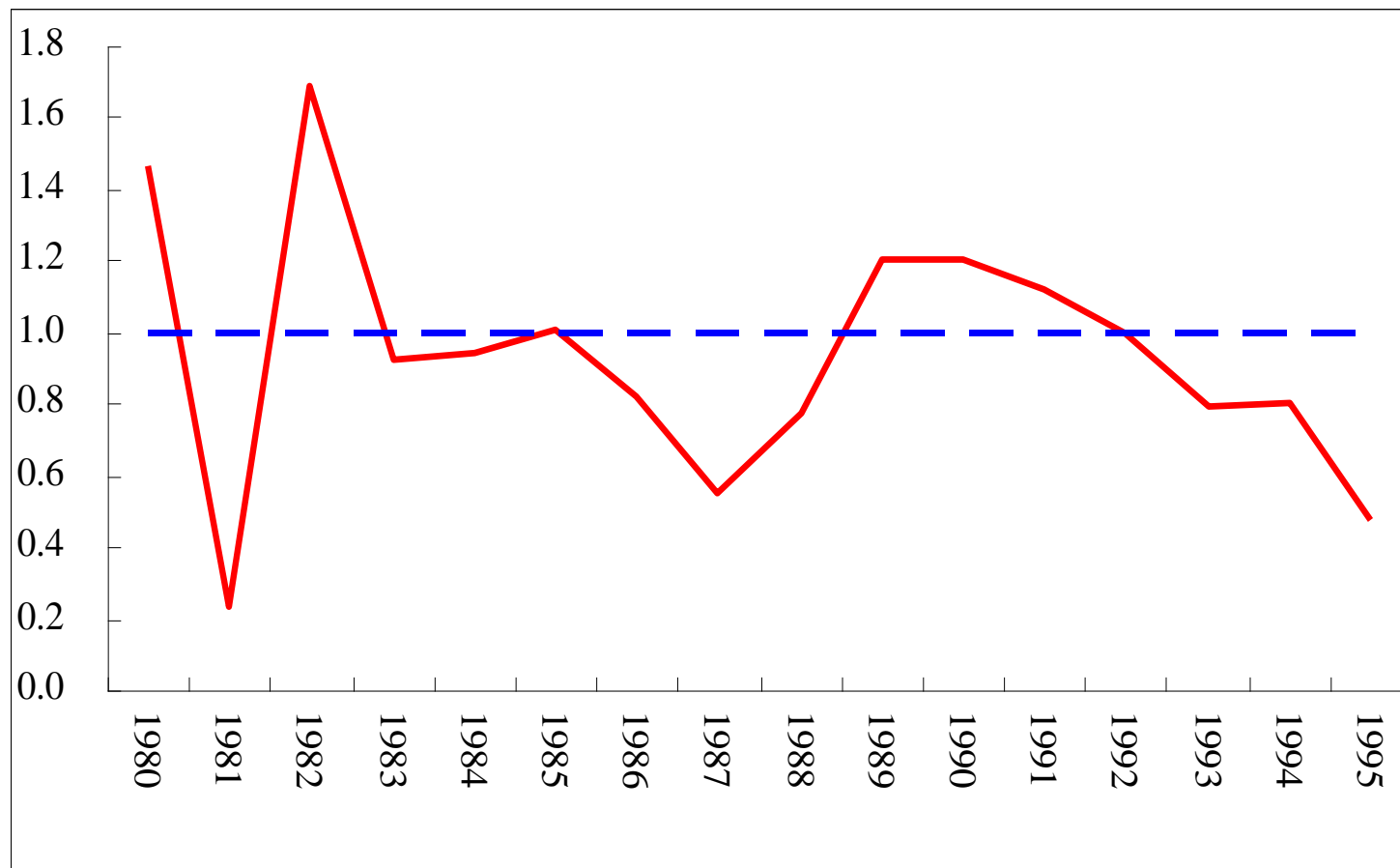
- 日经指数变化



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

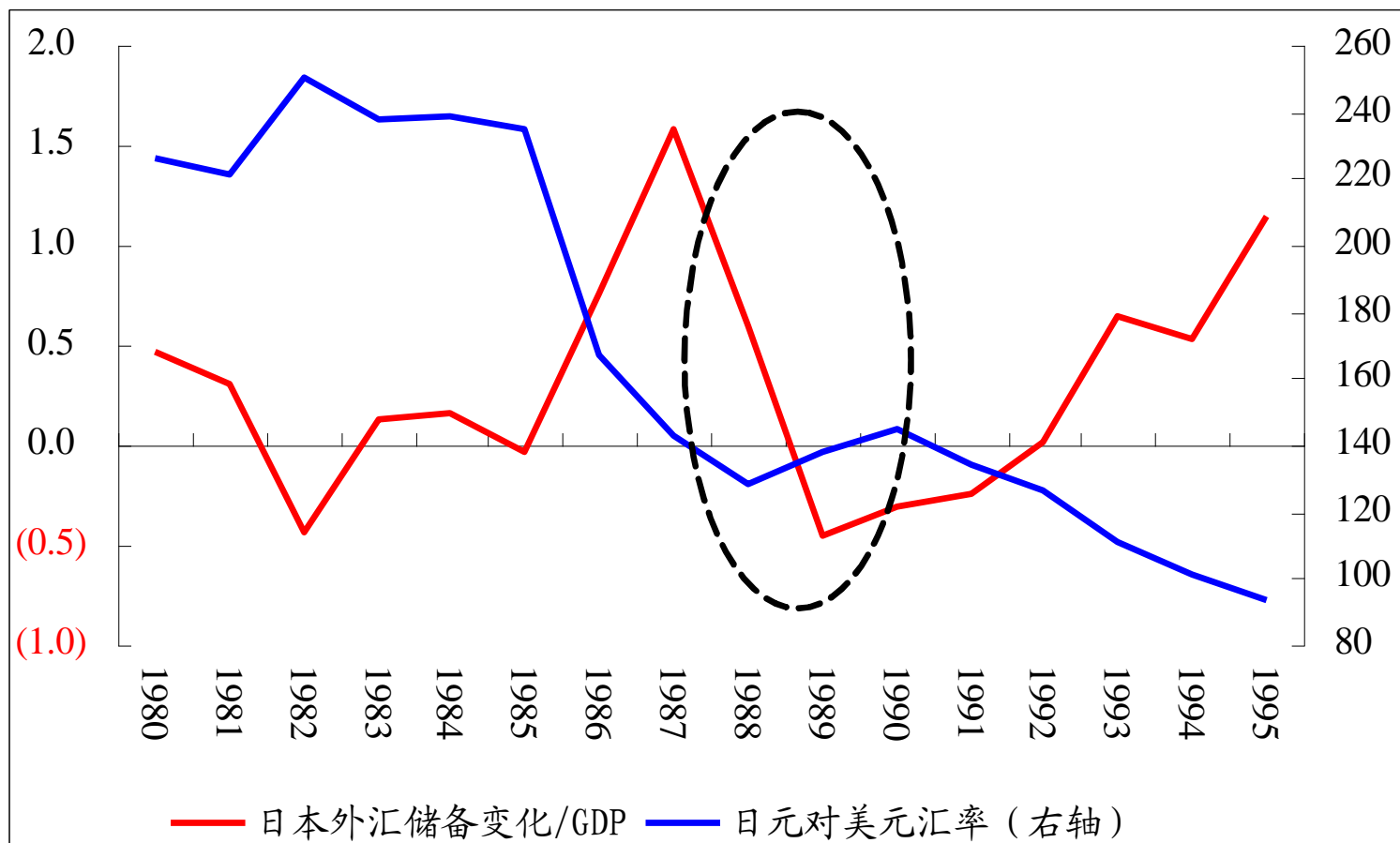
- 日本资本流出占经常账户顺差比



数据来源：CEIC，安信证券

# 日本经验

- 日元汇率和日本外汇储备变动



数据来源：CEIC，安信证券

# 内容提要

- 资产重估理论模型
- 资产重估理论运用
  - 贸易盈余与资产重估
  - 主动信贷创造与资产重估
  - 台湾与日本经验
- 资产重估理论理解
  - 流动性供求与资产重估
  - 自下而上看重估

# 流动性供求与资产重估

- 国内流动性的供给与需求

$M_D = f(\text{交易性货币需求, 投资性货币需求, 利率})$

$M_S = g(\text{央行主动信贷创造、商业银行主动信贷创造, 利率})$

- 流动性需求：交易性货币需求；投资性货币需求
- 流动性供给：央行货币政策、金融监管；商业银行主动信贷创造；资本流入
- 利率的升降，体现了资金的松紧

# 内容提要

- 资产重估理论模型
- 资产重估理论运用
  - 贸易盈余与资产重估
  - 主动信贷创造与资产重估
  - 台湾与日本经验
- 资产重估理论理解
  - 流动性供求与资产重估
  - 自下而上看重估



# 自下而上看重估

- 企业部门资产负债表示意图

资产方	负债方
流动资产	外部借款
固定资产	所有者权益

# 自下而上看重估

- 流动资产需求上升

资产方	负债方
流动资产↑↑	外部借款↑↑
固定资产↓↓	所有者权益↑↑

# 自下而上看重估

- 票据贴现利率



数据来源: Wind, 安信证券

# 自下而上看重估

- 固定资产投资意愿上升

资产方	负债方
流动资产↓↓	外部借款↑↑
固定资产↑↑	所有者权益↑↑

# 议题1：模型外生变量

- 实体经济的调整具有粘性。在我们讨论问题的时间内，工资、收入、消费以及物理资本投资不会迅速调整。
- 货币政策、金融监管外生，在资产重估理论中属于输入变量。产能经济周期理论负责输出货币政策。通货膨胀外生，通胀理论负责输出通胀。
- 各项资产的属性外生给定。包括不同的收益率、不同的风险，不同的价格弹性。
- 微观主体的预期和风险偏好外生给定。

## 议题2：资产重估可以带来盈利增长

- 资产重估，不只是估值中枢的抬升
- 财富效应，促进消费
- 住户部门信贷获取能力增强，促进消费
- 银行抵押品质量提升，放贷能力增强，盈利增加
- 企业之间相互持股，股价上涨，盈利增加

# 议题3：新周期启动与资产价格

$$DC_i \uparrow + Y_i - C_i \equiv M_i^* \downarrow + B_i^* + L_i^* \downarrow + PC_i \uparrow + NFA_i^* \downarrow$$

## 议题4：通货膨胀与资产价格

- 情人阶段：工资调整缓慢、政策制定滞后或者传导需要时间，盈利改善

- 敌人阶段：

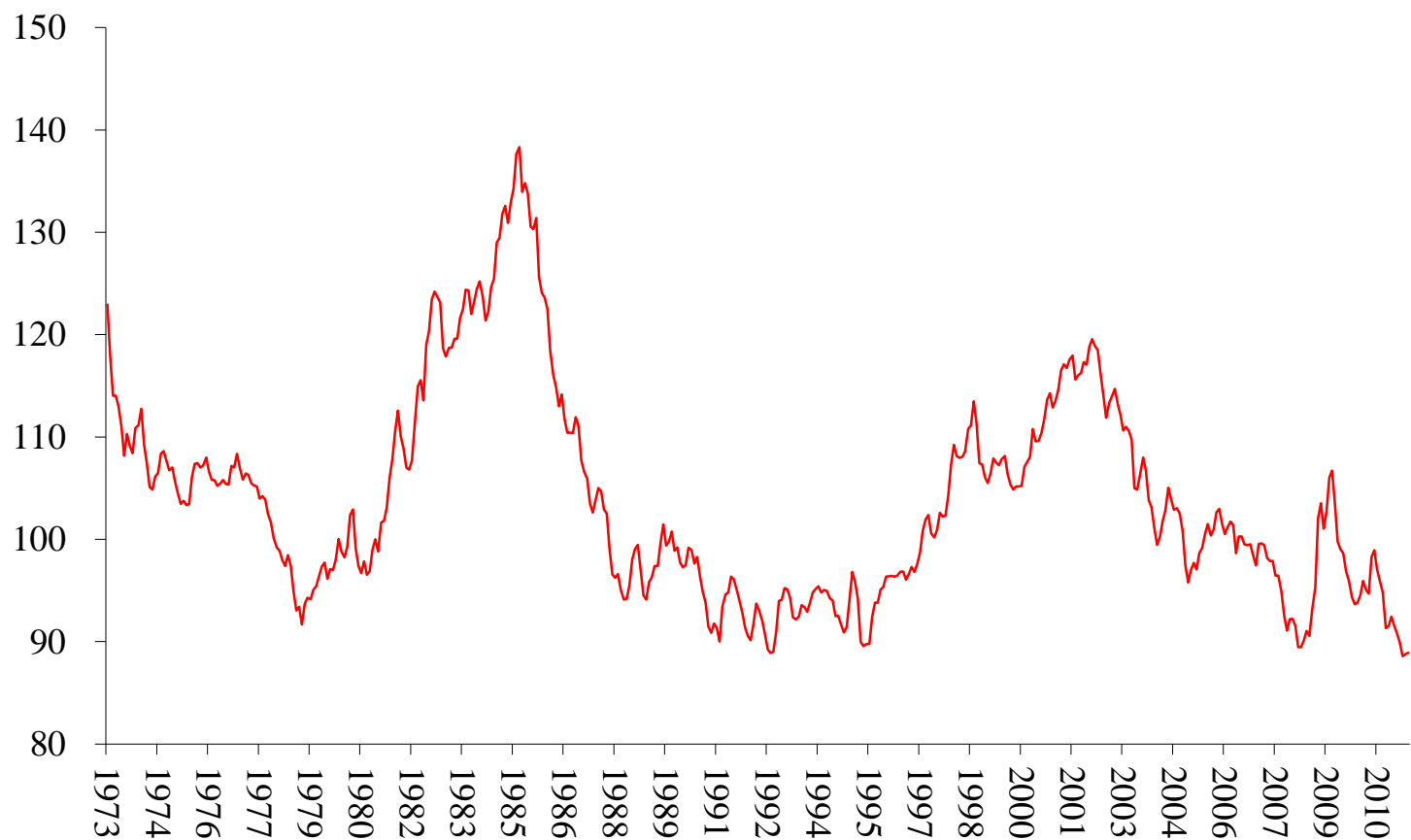
$$DC_i + Y_i - C_i = M_i^* + B_i^* \downarrow + L_i^* \downarrow + \quad inv_i \uparrow \quad + PC_i + NFA_i^* \downarrow$$

- 恶性通胀：预期收益率、风险偏好变化



# 议题5：美元贬值与资产重估

- 1970年代以来美元实际有效汇率走势



数据来源：CEIC，安信证券

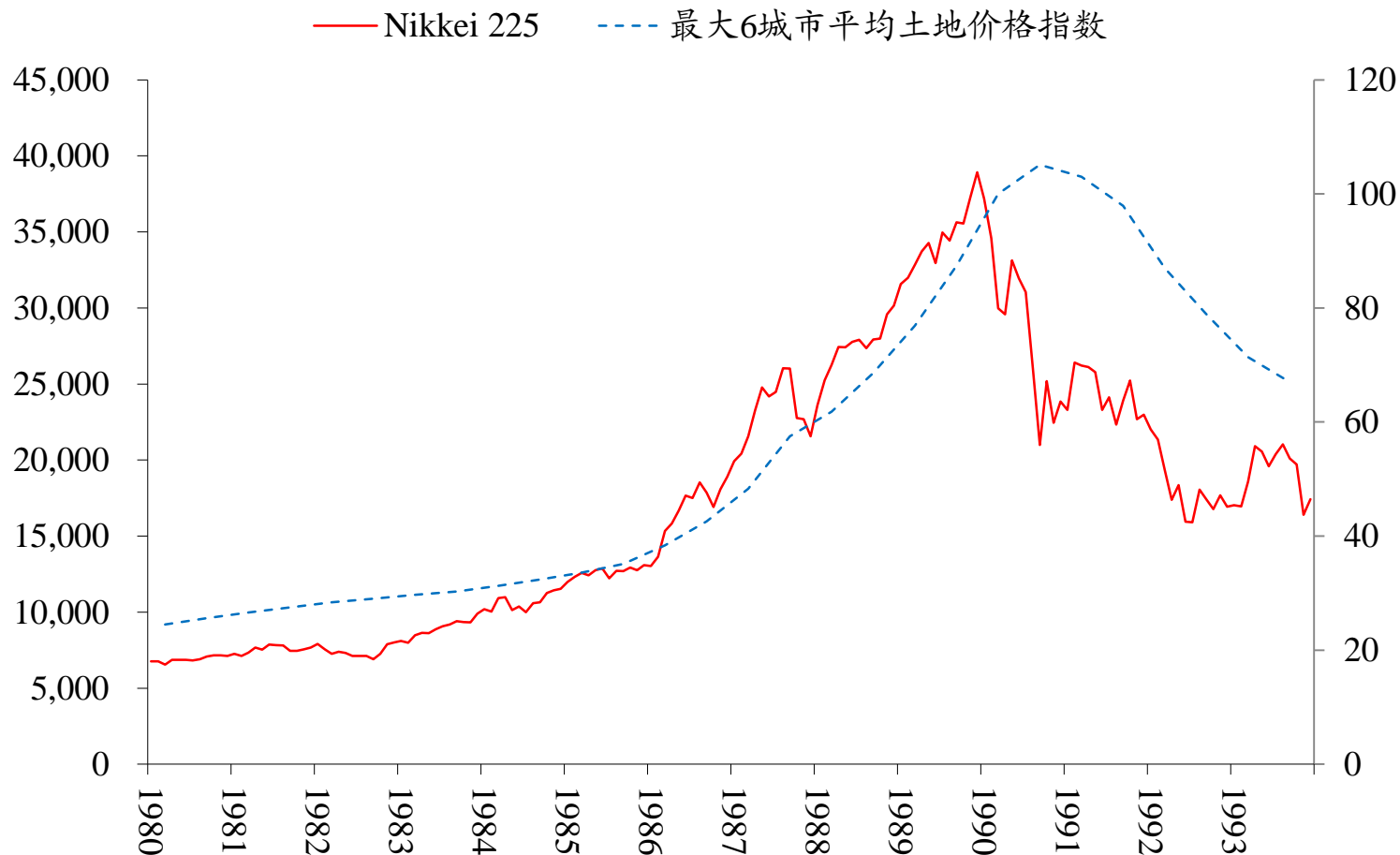
## 议题6：实体部门风险偏好与资本市场

---

- 比如恐怖袭击使得微观主体对国家安全和经济增长前景担忧，导致其卖掉股票、买入债券，造成债市上涨、股市下跌。
- 比如商业银行的主动信贷创造或收缩，跟国家宏观调控政策有关系，但有时也可能因为其自身风险偏好发生变化而产生。

# 议题7：价格弹性与资产重估先后

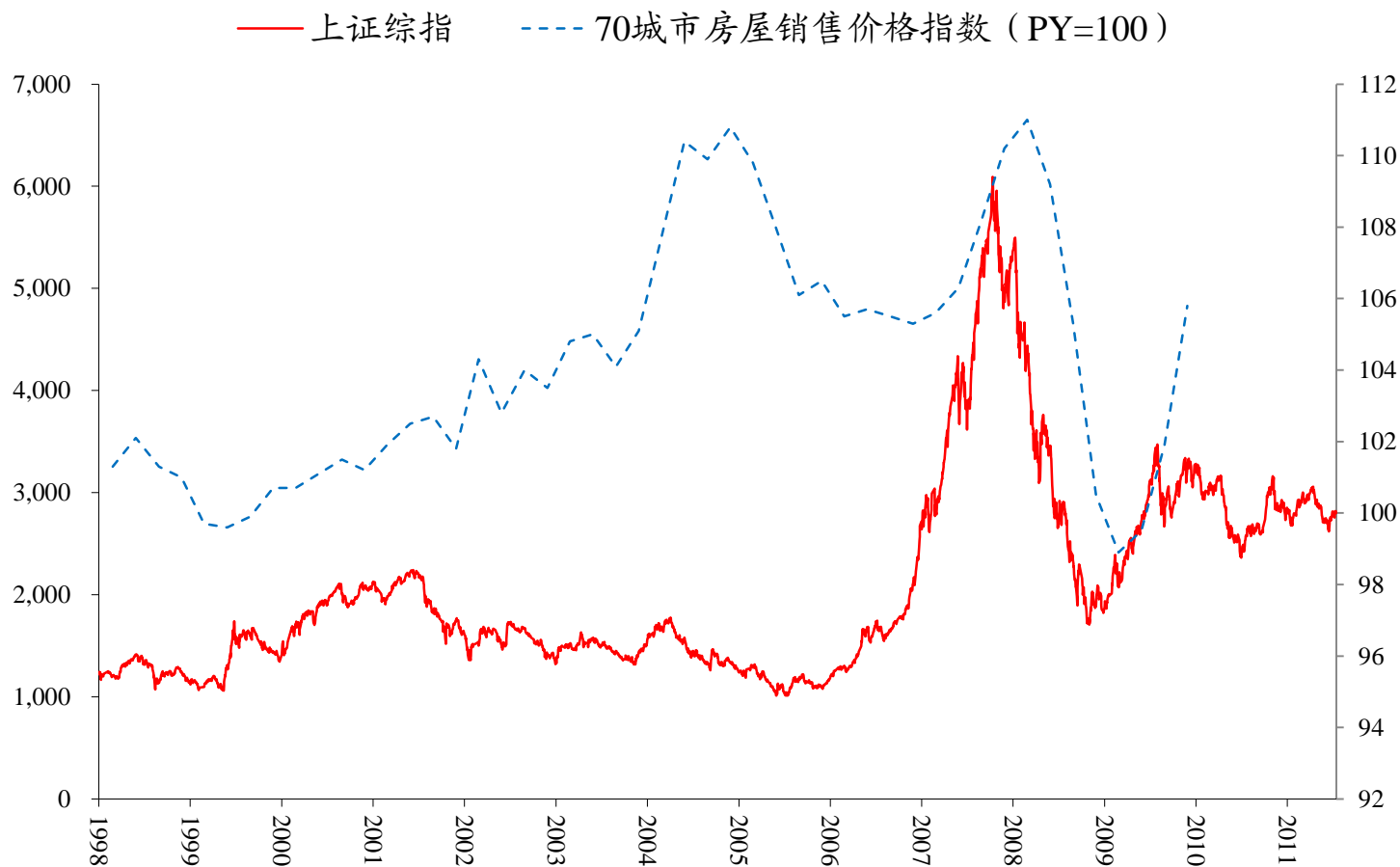
- 日经指数和日本城市土地价格指数



数据来源：CEIC，安信证券

# 议题7：价格弹性与资产重估先后

- 上证指数与房价指数



数据来源：CEIC，安信证券

## 议题8：股票重估幅度

- 剩余储蓄出现，经济中性利率下降。无风险利率、风险溢价都会下降。
- 风险溢价下降时，贝塔系数越高的股票，重估的幅度也越大。

## 议题9：羊群效应

- 羊群效应只能在趋势已经确立的条件下去强化一个趋势，而无法建立一个趋势。
- 在经济体系没有新增资金进入的情况下，如果住户和企业只是在不同资产之间进行调整的话，那么被扔掉的资产的收益率就会迅速提高，从而制约羊群效应的进行。
- 所以对趋势判断的意义上来讲，羊群效应是可以忽略的。我们只要抓住了贸易顺差的增长，抓住了主动信贷创造，大体就可以判断市场的走势。
- 羊群效应增加了分析过程的复杂性，却不增加理论的预测能力。从理论分析的简洁性出发，羊群效应不应该成为分析的重点。

---

---

谢谢！