

研究通讯

专题报告（供内部交流）

资产价格如何反向影响宏观经济

广发期货发展研究中心

电话：020-85590051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

资产价格下跌时一般会从消费和投资两个方面影响基本面，而产生这种影响的背景是资产价格下跌有一定的持续性。对于消费而言，当股市下跌后，居民的金融资产会大幅萎缩，而金融资产占可支配收入的比重较大时候，就会出现消费的下滑，而消费的下滑又会促使CPI的下降。对于投资而言，股市下跌会强化企业资产下跌的预期，企业更加难以通过新增购买的方式增加投资，破产并购重组成为了最优的选择。此外，资产价格下跌使得企业资质下降，抵押品价值回落，银行信贷意愿下降，最终使得企业信贷下降。资产价格波动通过消费和投资传导，最终就会影响到整个GDP的走势。

目前美国基本面喜忧参半，美股下跌对消费和投资的进一步影响取决于未来美股下跌的幅度和长度。如果美股从此开启下跌模式，那么消费和投资的增速都会进一步回落，这势必对美国经济乃至全球经济产生影响。

投资咨询业务资格：Z14488
证监许可【2011】1292号

联系信息（宏观金融研究小组）



王凌翔

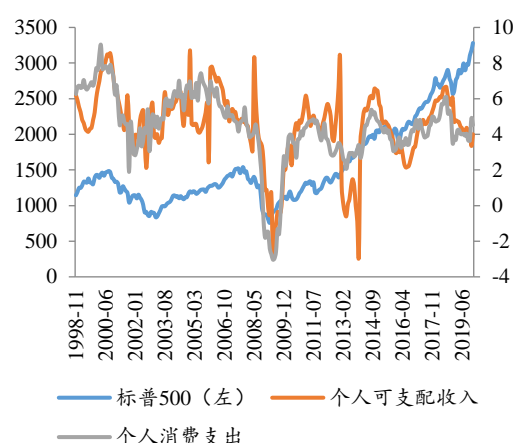
期货从业资格：F3033918

投资咨询资格：Z0014488

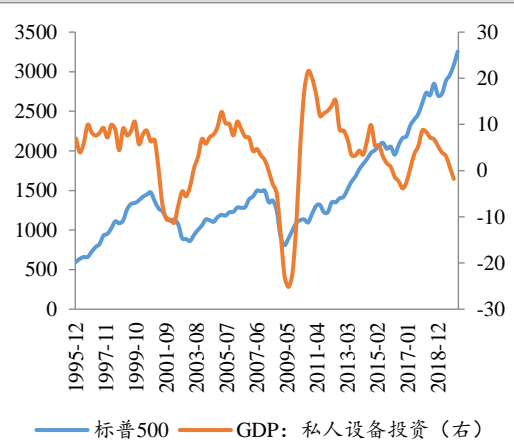
电话：020-85592765

邮箱：wanglingxiang@gf.com.cn

美国居民收入和消费走势（%）



美国私人投资走势（%）



相关报告

2020.2.29 《市场对美国修订清单的三个误解》

目录

一、资产价格波动对基本面影响的途径和理论分析 ..3	
二、资产价格波动对基本面影响的具体表现4	
三、中美目前的情况及后市展望7	
免责声明.....9	

随着海外疫情的不断发酵，海内外资产波动大幅提升，欧美股市、原油、主要商品均大幅下跌。资产价格的波动对经济影响的途径是怎么样，以往资产波动对经济的影响又是如何，当前资产波动会对经济影响又会如何？

一、资产波动对经济影响的途径和理论

一般而言，资产价格波动会通过消费和投资两个方面对经济产生影响。在消费方面，资产价格波动主要通过财富效应影响居民消费，即资产价格变动会导致居民财富出现变化，居民财富的变化又会导致居民消费支出的变化。长期以来，居民财富对消费影响效应的市场研究源源不断，主要研究框架集中在四个理论：绝对收入理论、相对收入理论、生命周期消费理论和永久收入理论。

绝对收入理论从总量角度分析，解释了消费主要受到收入的影响。

相对收入理论认为消费存在棘轮效应和示范效应，也就是会受到消费习惯和周围消费水平的影响。棘轮效应是指当消费者收入增加时会相应的增加消费，而当收入减少时，由于过去的消费习惯存在，短期内无法降低自己的消费水平。示范效应是指投资者存在攀比心理，当周围朋友消费能力提升时，自己的消费能力也会提升。

生命周期理论认为投资者会理性的规划好自己的消费计划，投资者在年轻时期消费会超过收入，在中年时间收入的增加会使得收入超过消费，而老年时期收入减少，消费又会超过收入，消费的来源是以前的储蓄。因此消费者的消费和储蓄是相等的。此外该理论同时认为如果青年居民较多，边际消费倾向就较高，如果中年群体减少储蓄，那么消费就会增加。

永久收入理论认为消费取决于永久收入而非当期收入，当期收入通过影响永久收入进一步来影响消费，如果永久收入保持稳定的话，那么消费函数也是稳定的。值得注意的是，生命周期理论和永久收入理论都将居民财富作为变量引入函数，这就进一步的解释了资产价格波动对消费的影响。

在投资方面，主要有两个理论。首先是托宾 Q 值理论。托宾 Q 值是企业资本市场价值和其重置资本之间的比值，是用于衡量公司业绩和成长性的指标。当一个企业市场价值高于重置资本的时候，企业购买新设备更加划算，因此会通过发行股票进行资本品的投资，从而增加社会总投资。反之企业市值下降时，收购资本品的性价比更高，可购买的投资品将不会增加，从而导致社会投资疲软。

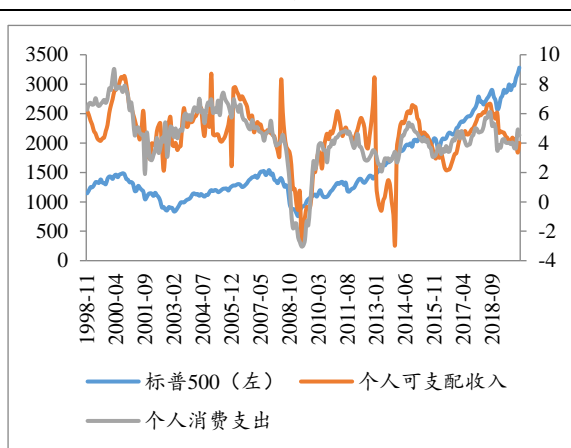
其次是金融加速器效应理论，由于信息不对称，银行在发放信贷前对企业资质审核存在较高的成本，造成信贷效率低的

情况，而企业抵押贷款的成本又高于发行股票和债券等方式。因此该理论认为，企业的投资水平取决于净资产状况，当资产价格上涨时，企业净资产和现金增长使得企业投资增加，且能够提供充足的抵押品进行外部贷款融资，降低融资成本。而投资增长又会引起产出的增长，进一步强化企业资产的增长，最终形成在信贷市场中的投资、资产价格上升的循环。这种通过信贷市场被放大的效应被称为金融加速器效应。

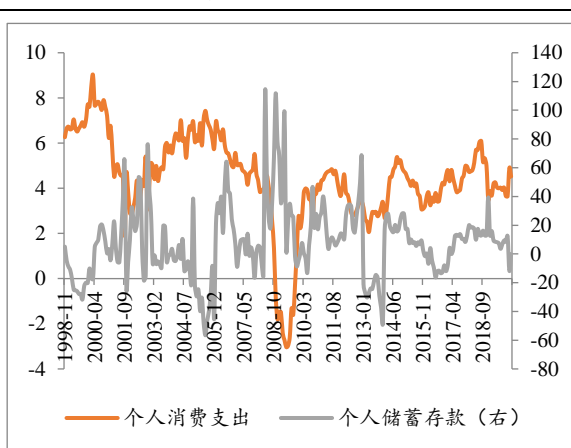
二、资产波动对经济影响的具体表现

从消费上看，2000 年的互联网泡沫破裂导致的熊市，是一次顺经济周期的熊市，此时美国基本面正逐步从过热转向衰退。根据瑞信全球财富报告的数据显示，2001 年美国人均金融财富为 14.4 万美元，较 2000 年下降了 1.11 万美元，金融资产占家庭总财富的比例从 68.8%降低至 68.2%，这反映出金融资产对美国家庭的重要性。因此当股市回落时，居民的收入会受到较大影响，从而影响消费下降。值得注意的是，在股市触顶之前，基本面已经出现了一些变化，美国 ISM 制造业 PMI 从 1999 年底的 57.8%下降至 2000 年 8 月 52.5%，居民消费支出增速从 2003 年 3 月的 9.02%降低至 9 月份的 7.9%。标普 500 指数触顶回落后，居民支出和收入开始出现加速下行，截止 2001 年 9 月，居民收入和支出增速分别为 3.07%和 1.89%，特别是居民支出增速较 2000 年 9 月下降了近 6 个百分点。

图：美国居民收入和消费支出走势（%）



图：美国个人消费支出和存款走势（%）



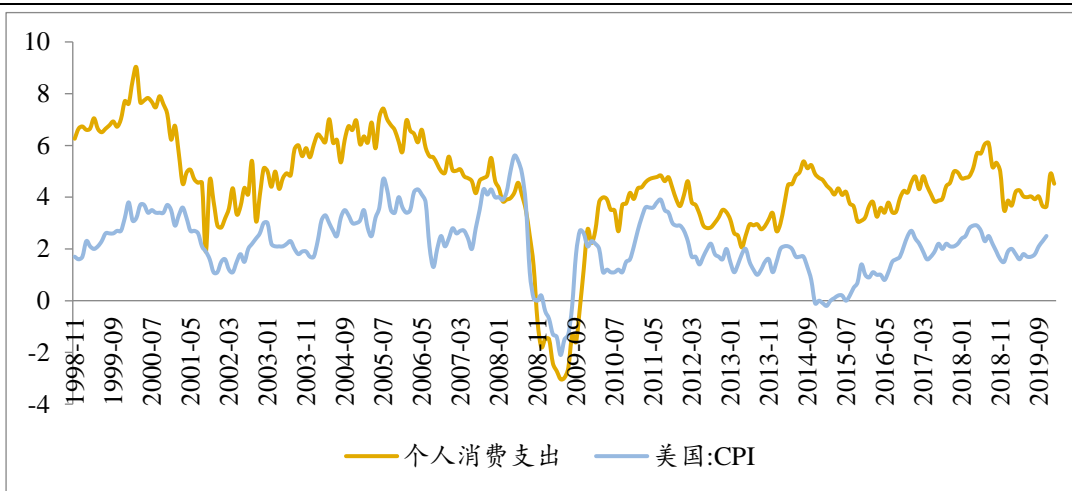
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

2007 年次贷危机对资产价格的影响更大，因此对居民的收入和消费支出带来的影响更广。根据瑞信全球财富报告的数据显示，2008 年美国人均金融财富为 21 万美元，较 2007 年下降了 3.3 万美元，金融资产占家庭总财富的比例从 67.6%降低至 67.3%。由于金融资产下降的绝对值更大，因此当股市下跌时，对居民的收入和支出影响十分显著。次贷危机始于 2007

年 10 月，结束与 2009 年 3 月，期间标普 500 指数从 1565.15 回落到最低 695.19，跌幅达到 55.6%。美国居民收入和消费支出增速在股市触顶前已经提前回落了 3.1%和 1.19%。股市回落后到 2009 年 3 月，美国居民收入和支出又下滑了 3.3%和 7.7%，反映出股市回落加速了居民消费支出的下滑。这一点与 2000 年互联泡沫的影响是一致的。

从通胀上看。在消费支出下跌的影响下，需求的下降使得美国 CPI 同样出现了大幅下滑的情况，但整体反映有一定的滞后性，比如 2000 年 3 月居民消费支出开始回落，但是同期 CPI 在高位震荡直到一年后再出现回落。

图：美国个人消费支出和CPI走势（%）



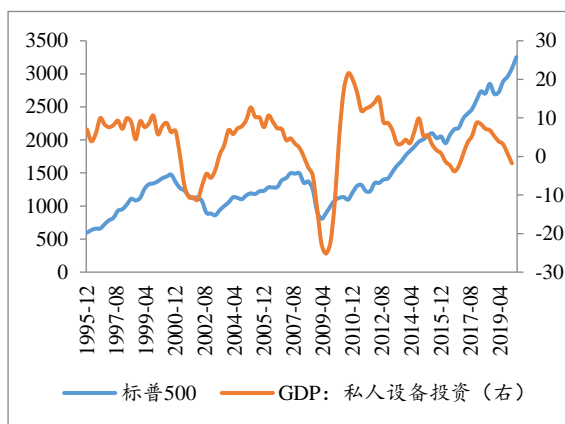
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

从投资上看，美国私人设备投资的走势与消费类似，在股市触顶前，私人设备投资就开始出现疲软甚至下滑的走势，但是在股市下跌后，私人设备投资增速也开始加速回落。例如 2005 年 3 月私人设备投资增速开始回落，在标普 500 指数触顶时回落了近 10 个百分点，自股市开始回落起，截止到 2009 年 3 月，私人设备投资增速下降了近 25 个百分点。但是美国跨国并购资金在 2008 年下行的幅度要低于 2000 年，反映出托宾 Q 值理论确实有一定的适用性。此外，在私人设备投资下滑的情况下，工商业银行贷款拖欠率不断上升，银行信贷大幅回落，特别是工商业贷款出现明显的下滑。

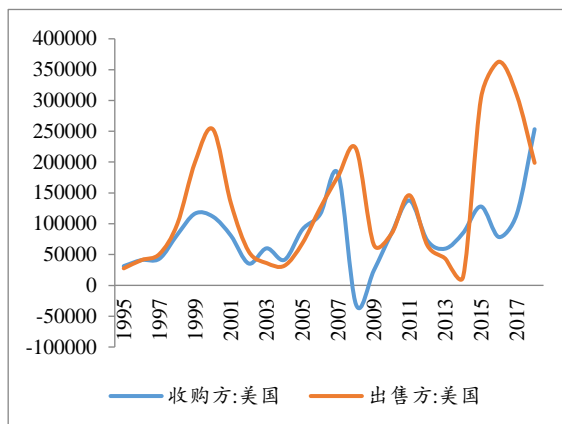
2000 年美国互联网泡沫破灭对中国的影响较小，原因有两方面：首先，美股是在 2000 年 8 月触的顶，但是上证指数在一年之后才开始回落，其次当时美国金融资产占家庭总财富的比例高达 68%，而同期中国仅为 45.5%，因此金融资产价格下跌并未造成国内消费和投资的波动。而次贷危机中，上证指数与标普 500 同时下跌，且跌幅较大，城镇居民人均可支配收入的增速从 2007 年 10 月的 17.2%下降至 2009 年 3 月的 10.2%，同期社会消费品零售总额增速从 23.2%下降至 11.6%，对消费

的影响显著增强。但是由于“四万亿”刺激计划的及时出台，国内投资不降反增，信贷投资随之上涨。

图：美国私人设备投资走势（%）

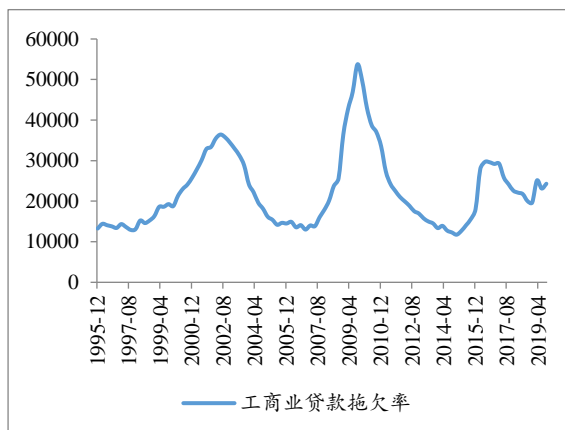


图：跨国并购金额（百万美元）

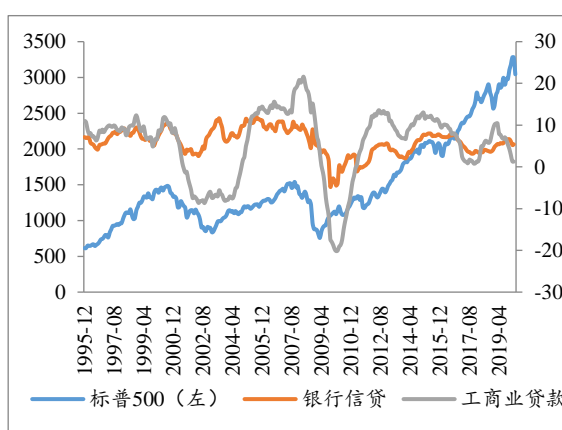


数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：工商业银行贷款拖欠率（%）



图：银行贷款走势（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

值得注意的是，2000年和2007年危机都对美国经济造成影响，企业购买新产品的意愿下降，这一方面使得美国国内投资减少，一方面使得我国出口出现回落。从数据上看，2000年1月我国对美出口增速高达38.7%，但是一年后增速仅为3.3%。2007年初我国对美出口增速为35.8%，到2009年初反而下跌近16%。

因此整体来说，资产价格下跌时一般会从消费和投资两个方面影响基本面，而产生这种影响的背景是资产价格下跌有一定的持续性。对于消费而言，当股市下跌后，居民的金融资产会大幅萎缩，而金融资产占可支配收入的比重较大时候，就会出现消费的下滑，而消费的下滑又会促使CPI的下降。对于投

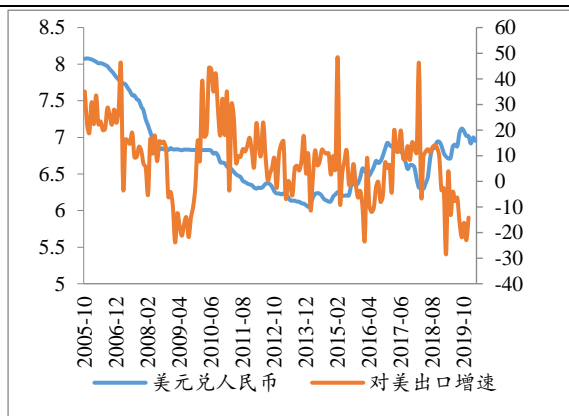
资而言，股市下跌会强化企业资产下跌的预期，企业更加难以通过新增购买的方式增加投资，破产并购重组成为了最优的选择。此外，资产价格下跌使得企业资质下降，抵押品价值回落，银行信贷意愿下降，最终使得企业信贷下降。资产价格波动通过消费和投资传导，最终就会影响到整个 GDP 的走势。

三、中美目前的情况及后市展望

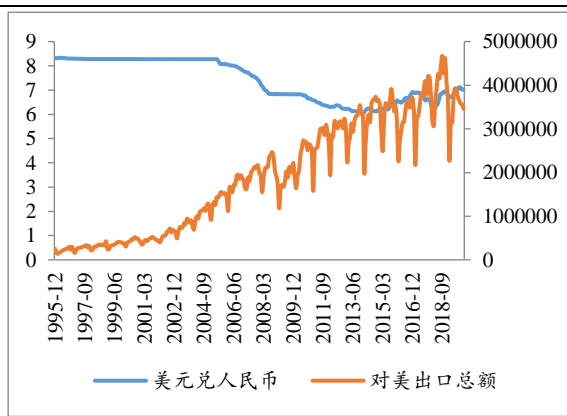
目前随着疫情在海外的不断蔓延，全球股市不断回落，金融市场大幅震荡。从目前美国基本面来看，经济数据喜忧参半。美国 2 月 PMI 低于市场预期，新订单指数和生产指数都出现明显下滑，这反映出美国供需双弱的局面。通胀方面，美国核心 CPI 依旧疲软。1 月核心 PCE 为 1.63%，虽然环比小幅上扬，但是仍低于美联储 2% 的政策目标。美国居民收入和消费支出从 2018 年底以来不断回落，但是密歇根大学消费者信心指数仍在上升，劳动力市场也相对较好。但是另一方面，美国私人投资从 2019 年以来不断下行，需求的下行成为提振通胀的主要障碍，也对冲了消费对通胀的提振作用。此外，美国 10 年期通胀指数国债(TIPS)从 1 月中下旬以来跌破 0 值，目前还在进一步的下跌，表明市场对通胀的预期在不断下降。

中国方面，疫情拐点已经出现，全国规模以上企业开工率不断增长，PMI、进出口等宏观数据的走弱已经完全体现了前期疫情对经济的影响。疫情不断在全球进行蔓延，对我国出口会造成一定影响，此外，人民币自去年 8 月以来对美元已经升值了 3.3%，我们将 2005 年以来美元兑人民币（取对数）与对美出口增速做个简单的回归分析，可以发现，当人民币升值 3.3%，对美国出口增长 1.89%，汇率波动对出口影响并不显著。而且从对美贸易总额的角度来看，近年来我国对美出口总额是不断增长的，因此汇率波动的影响不大。后市来看，如果资产价格波动对海外经济产生影响，那么外需的减少会进一步拖累我国的出口增长。

图：人民币汇率和出口增速走势 (%)



图：人民币汇率和出口总额 (万美元)



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

因此整体来看目前美国基本面喜忧参半，美股下跌对消费和投资的进一步影响取决于未来美股下跌的幅度和长度。如果美股从此开启下跌模式，那么消费和投资的增速都会进一步回落，这势必对美国经济乃至全球经济产生影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183 号大都汇广场 41 楼

邮政编码：510620