

当代中国中青年经济学人文库

# 泡沫经济

## 生成机理与防范研究

廖湘岳 著

STUDY ON THE FORMING MECHANISM AND  
PRECAUTION OF THE BUBBLE ECONOMY



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

当代中国中青年经济学人文库

湖南省教育厅青年项目资助  
湖南省社科规划项目资助

# 泡沫经济

## 生成机理与防范研究

廖湘岳 著

STUDY ON THE FORMING MECHANISM AND  
PRECAUTION OF THE BUBBLE ECONOMY



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目(CIP)数据**

泡沫经济生成机理与防范研究/廖湘岳著. —北京:经济管理出版社,2008.7

ISBN 978-7-5096-0286-7

I. 泡… II. 廖… III. 经济理论—研究  
IV. F0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 088940 号

**出版发行:经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

组稿编辑:郭丽娟

责任编辑:郭丽娟

技术编辑:杨国强

责任校对:超凡

880mm×1230mm/32

7.25 印张 163 千字

2008 年 7 月第 1 版

2008 年 7 月第 1 次印刷

定价:28.00 元

书号:ISBN 978-7-5096-0286-7/F·276

**· 版权所有 翻印必究 ·**

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部  
负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

# “当代中国中青年经济学人文库” 编委会

主 编：金 碚

副主编：沈志渔

编委会成员（按姓氏笔画排列）：

王延中	邓荣霖	史 丹	刘力钢	刘戒骄
李 凯	李曦辉	李海舰	汪同三	汪海波
吴家骏	陈 宪	陈 耀	张世贤	张其仔
张承耀	杨世伟	杨冠琼	杜莹芬	周叔莲
罗仲伟	洪 涛	赵景华	郭克莎	唐晓华
高 闯	黄如金	黄津乎	黄群慧	戚聿东
梅洪常	韩岫岚	熊胜绪	魏后凯	

# 总 序

在中国近三十年来的改革开放历程中，千百万时代弄潮儿“摸着石头”蹚过了溪流，跨越了江河，在建立社会主义市场经济的实践中艰难探索，中国的经济学人也在其中。伴随着经济发展的进程，中国经济学界出现了百花齐放的喜人局面，其中尤以中青年学者表现最为活跃，成果丰硕。他们对经济建设和社会生活中的许多问题和现象进行了卓有成效的深入分析和探讨，在紧密联系实际问题的理论研究中提出了许多新观点、新方法、新理论，其中不乏具有很高学术水平和实际应用价值的优秀作品。

经济管理出版社决定选择在学术上勇于探索、有所创新，又具有较高理论水平中青年经济学人的学术专著，结集出版“当代中国中青年经济学人文库”丛书。丛书的作者主要来自中国高等院校和科研院所，受过系统的经济学专业训练，具有比较扎实的经济学理论功底，能够敏感和准确地把握经济社会发展中所遇到的实际问题，并能为中国的经济建设和社会发展谏言献策。“当代中国中青年经济学人文库”丛书为中国中青年经济学人提供了一个发表成果的园地，构建了一个学术交流的平台，使他们能够把自己的研究成果和学术思想更广泛地向社会展示和传播，为学界所分享。

“当代中国中青年经济学人文库”丛书是中国中青年经济学

人立足中国实际国情，研究关系国家发展的重大经济理论问题的优秀成果集萃。当前，随着中国经济的持续蓬勃发展，全世界经济学人都高度关注中国经济发展中出现的各种经济现象和经济关系。中国经济所具有的巨大规模、深厚历史和高度丰富性，为世界经济学界提供了千载难逢的理想样本。中国中青年经济学人具有得天独厚的条件，在研究和分析中国经济建设和社会发展中取得具有重大理论意义和现实意义的成果。鼓励中国中青年经济学人以更大的理论兴趣努力深入研究中国经济问题，也能够促进中国经济学研究水平的提高和中国新一代经济学人的更快成长。“当代中国中青年经济学人文库”的出版发行还将有助于促进中国经济学研究的国际交流，提升中国中青年经济学人在世界经济学界的影响力。

“当代中国中青年经济学人文库”丛书的编辑出版是我国经济学界的一件幸事，更是广大中青年经济学人的一件幸事。祝愿“当代中国中青年经济学人文库”不辱使命，不负众望，真正成为中国中青年经济学人科研成果佳作精品的荟萃之地和瑰宝之库。

金 碚

2007年2月2日于北京海淀区世纪城

# 目 录

第一章 绪论 .....	1
第一节 研究背景和研究意义 .....	1
一、研究背景 .....	1
二、研究意义 .....	4
第二节 国内外研究动态 .....	5
一、关于泡沫的含义 .....	6
二、关于泡沫的形成机理 .....	6
三、关于泡沫的存在性检验 .....	8
四、关于泡沫的测定 .....	8
五、关于泡沫对经济的影响 .....	9
第三节 研究方法与内容 .....	10
一、研究方法 .....	10
二、研究内容 .....	11
第四节 创新与不足之处 .....	15
一、创新之处 .....	15
二、不足之处 .....	16
第二章 泡沫经济的内涵与运行规律 .....	18
第一节 经济泡沫的内涵 .....	18

一、经济泡沫的定义 .....	19
二、经济泡沫的载体 .....	23
三、经济泡沫的类型 .....	24
四、经济泡沫与通货膨胀 .....	26
第二节 泡沫经济的内涵 .....	28
一、泡沫经济的定义 .....	28
二、经济泡沫向泡沫经济演变条件 .....	31
三、泡沫经济与虚拟经济 .....	32
四、泡沫经济与经济周期 .....	34
第三节 泡沫经济的表现特征、基本特点与运行规律 .....	38
一、泡沫经济的表现特征 .....	38
二、泡沫经济的基本特点 .....	43
三、泡沫经济的运行规律 .....	45
<b>第三章 经济泡沫存在的可能性及其原因 .....</b>	<b>52</b>
第一节 经济泡沫存在的可能性 .....	52
一、有效市场假说与股市泡沫 .....	52
二、股市泡沫存在的统计论据 .....	58
三、其他资产存在泡沫的可能性 .....	61
第二节 投资者行为与经济泡沫 .....	63
一、投资者理性决策模型 .....	63
二、有限理性个体决策偏离理性的方式 .....	65
三、投资者非理性行为与经济泡沫 .....	69
第三节 资产特性与经济泡沫 .....	71
一、资本基本价值的难以确定性 .....	71
二、资产的供给特性与经济泡沫 .....	74



第四章 经济泡沫形成的微观机制 .....	80
第一节 理性泡沫的形成机制 .....	80
一、完全信息下的无限型理性泡沫 .....	81
二、不完全信息下的有限型理性泡沫 .....	83
三、关于理性泡沫模型的讨论 .....	87
第二节 非理性泡沫的形成机制 .....	88
一、噪音交易与泡沫的形成 .....	89
二、反应过度 and 反应不足与泡沫的形成 .....	91
三、正反馈交易与泡沫的形成 .....	95
四、套利行为与泡沫的形成 .....	102
第五章 经济泡沫膨胀的宏观环境 .....	107
第一节 经济繁荣与泡沫膨胀 .....	107
第二节 货币政策与泡沫膨胀 .....	111
一、宽松的货币政策对资产价格的影响 .....	112
二、调整货币政策面临的困境 .....	114
第三节 经济制度与泡沫膨胀 .....	118
一、金融监管不力与泡沫膨胀 .....	118
二、金融自由化与泡沫膨胀 .....	120
第四节 技术进步与泡沫膨胀 .....	122
第六章 泡沫经济的形成与破灭 .....	125
第一节 泡沫经济的形成机制 .....	125
一、经济泡沫对消费的影响 .....	125
二、经济泡沫对投资的影响 .....	130

三、经济泡沫对国民收入和利率水平的影响·····	134
四、经济泡沫促成泡沫经济的形成·····	139
第二节 泡沫经济的破灭·····	142
一、经济泡沫和泡沫经济破灭的必然性·····	142
二、经济泡沫和泡沫经济破灭的原因分析·····	146
第三节 泡沫经济破灭的危害·····	147
一、泡沫经济破灭对一国经济的影响·····	148
二、泡沫经济破灭对世界经济的影响·····	156
<b>第七章 泡沫经济的防范与治理·····</b>	<b>163</b>
第一节 泡沫经济的防范·····	163
一、培育理性投资·····	164
二、加强金融监管·····	169
三、加强国际协调和政府的宏观调控·····	175
第二节 泡沫经济破灭前的治理·····	183
一、泡沫经济破灭前治理的阻力·····	183
二、理论界对泡沫经济治理政策的探讨·····	186
三、泡沫经济破灭前的治理对策·····	187
第三节 泡沫经济破灭后的治理·····	189
一、各国泡沫经济破灭后的治理对策比较与评价·····	189
二、泡沫经济破灭后的治理对策建议·····	195
<b>参考文献·····</b>	<b>201</b>
<b>后记·····</b>	<b>216</b>

# 第一章 绪 论

## 第一节 研究背景和研究意义

### 一、研究背景

自 20 世纪 70 年代开始，发达国家和发展中国家纷纷开始实施金融自由化改革，截至目前，这一改革进程还在继续进行中，尤其是发展中国家。金融自由化的实施使得当前金融领域的发展出现两种趋势——虚拟经济全球化和金融全球化，并已成为世界经济发展不可抗拒的潮流。

#### 1. 虚拟经济全球化

虚拟经济是指用货币符号表现商品价值及虚拟资本持有和交易的活动。它经历了从萌芽、形成至扩张的过程，这个过程就是货币虚拟化和货币资本虚拟化。货币虚拟化经历了金属货币、金本位制下的纸币、金本位制解体以后的纸币、信用货币（各种票据和信用卡支付工具）、不可兑现的纸币五个主要发展阶段。货币资本虚拟化按虚拟程度大小依次分为四类：第一类虚拟资

本——股票和债券；第二类虚拟资本——政府债券；第三类虚拟资本——资产证券化；第四类虚拟资本——金融衍生品<sup>[1]</sup>。

虚拟经济是实体经济发展到一定阶段的必然产物。虚拟经济一经产生，便和实体经济保持着一种若即若离的关系。自 20 世纪 80 年代以来，虚拟资本在全球范围内不断膨胀，世界主要工业国家和一些新兴市场国家的虚拟经济飞速发展，全球经济形成一个“倒金字塔”形结构，最基础的层面由物质生产构成，第二层面由商品交易和服务贸易构成，顶端层面由完全虚拟的金融衍生品构成。目前全球虚拟经济的总规模已经大大超过实体经济。2003 年、2004 年和 2005 年世界各国名义 GDP 总额分别为 367577.3 亿美元、412531.6 亿美元和 444330 亿美元，同期全球在有组织的交易所内交易的金融衍生品交易额分别达到 8811513 亿美元、11522588 亿美元和 14084134 亿美元，分别是前者的 24 倍、28 倍和 32 倍。同期的金融衍生品交易若加上场外交易额，规模更加惊人。全球金融衍生品市场上的交易规模增长率也远远超过 GDP 增长率<sup>[2]</sup>。这说明虚拟经济与实体经济的发展已出现严重背离。

发展虚拟经济，在提高全社会资源的配置效率、缓解通货紧缩问题、分散企业经营风险等方面发挥着积极作用。但虚拟经济偏离实体经济的发展，容易产生经济泡沫或泡沫经济，有可能造成全球经济泡沫化。

## 2. 金融全球化

金融全球化是经济全球化的组成部分。它指的是全球金融活动和风险发生机制日益紧密联系的过程。导致金融全球化的基本因素有三个：一是实体经济因素，主要指生产活动全球一体化和全球贸易的迅猛发展；二是技术因素，其主要方面是方兴未艾的

信息技术发展和金融创新；三是金融制度因素，主要是指 20 世纪 80 年代以来的金融自由化<sup>[3]</sup>。

生产活动全球一体化是金融全球化的基础，它主要表现为传统的国际分工向世界性分工演变。国际分工从传统的以自然资源为基础的分工逐步发展成为以现代工艺、技术为基础的分工；从产业各部门间的分工发展到各个产业部门内部的分工和以产品专业化为基础的分工；从沿着产品界限进行的分工发展到沿着生产要素界限进行的分工；从生产领域分工向服务部门分工发展。随着传统国际分工向现代世界性分工的演进，形成了世界性的生产网络，使各国成为世界生产的一部分，成为商品价值链中的一个环节。推动生产活动全球一体化的直接动力是跨国公司的发展，跨国公司的发展开辟了各国在产业层次、企业层次、产品层次、工艺层次的全面联系。与此同时，贸易的增长以数倍的幅度超过生产的增长，表明对外贸易对各国经济的影响日益增大，各国的生产越来越多地面对全球市场。

导致金融全球化的技术因素包括信息技术和金融技术两个方面。一方面，第二次世界大战以来，信息技术的迅猛发展使得资金和信息有可能超越时间、空间和国界的限制，参与全球交流，从而极大地扩展了全球化的广度和深度。另一方面，在科学技术发展的基础上进行的金融创新，通过不断地发掘原有金融产品的多方面特性满足人们多方面的需求，规避既有的管制法规，成为金融全球化的又一技术因素。20 世纪 60 年代末期以来开始于发达市场经济国家中的金融创新，从根本上改变了整个金融业的面貌。新的金融工具、新的金融市场和新的金融机构不断涌现，为金融全球化提供了适当的载体。

金融全球化的金融制度因素，主要指的是 20 世纪 80 年代以

来全球的金融自由化运动。这种金融自由化，在发达国家主要表现为放松金融管制，在发展中国家则主要表现为金融深化。金融自由化使得利率能更为灵敏地反映资金供求，金融机构能够更为自由地从事各种金融活动，资金能够更为自由地跨国界流动。金融自由化将各个国家的国内金融活动日益融合在全球金融的大潮之中，构造了一种真正的金融活动的全球基础。

在金融全球化趋势下，多元化和更有效率的资本流动，对于提高资源在全球配置的效率，促进国际贸易的增长和各国经济的发展，产生了积极的作用。但与此同时，金融全球化也意味着全球金融风险发生机制相互联系日益紧密且趋同，即金融风险的全球化。随着金融全球化的发展，金融危机的连锁反应速度不断加快，危机的蔓延效应不断扩大。

## 二、研究意义

### 1. 现实意义

自 20 世纪 80 年代以来，泡沫经济的出现越来越频繁。以日本、美国为代表的发达国家，以墨西哥、泰国为代表的发展中国家和以俄罗斯为代表的正在进行体制转轨的国家都先后经历过泡沫经济。我国虽然没有形成泡沫经济，但多次出现经济泡沫。从 1992 年以来，我国先后出现股票泡沫和房地产泡沫，政府依靠强有力的宏观调控措施，对尚处在膨胀过程中的经济泡沫及时挑破。近几年来，我国面临着流动性过剩的压力，股票价格和房地产价格持续、快速地上扬，部分城市的房地产和部分股票出现了泡沫，而目前所处的宏观经济环境与 80 年代下半期日本的情况非常相似，房地产泡沫和股票泡沫有可能继续膨胀，甚至演变成泡沫经济。

## 第一章 绪论

从历史上看,泡沫经济最终会破灭,并对该国经济和世界经济的发展造成极大危害。对内,扰乱市场秩序,降低经济系统的生产效率,使经济脱离较优的平稳增长路径;影响经济系统的分配结构、福利状况和投资者对未来经济的信心;导致企业大量破产、银行持有巨额不良债权,引发金融危机乃至经济危机。对外,泡沫经济形成和破灭过程中资产价格的异常波动及由此引发的金融危机,通过贸易、金融和心理等渠道,对周边国家甚至整个世界产生巨大的冲击,形成区域性或世界性金融危机,使这些国家经济增长速度减缓。泡沫经济产生的巨大危害已引起各经济主体和政府决策者的极大关注。因此,本书研究泡沫经济的防范与治理具有深远的现实意义。

### 2. 理论意义

(1) 严格界定经济泡沫和泡沫经济的内涵,澄清理论界在经济泡沫和泡沫经济定义上的认识偏差,为研究泡沫经济奠定基础。

(2) 探讨泡沫经济的表现特征和运行规律,进一步加深理论界对泡沫经济现象和本质的理解。

(3) 系统地揭示泡沫经济的生成机理,为政府决策者防治和治理泡沫经济提供理论依据。

## 第二节 国内外研究动态

泡沫经济是当代经济学的前沿研究领域。国内外学者对该领域开展了较深入的研究,取得了较丰硕的成果,大致可以归纳为

以下几个方面。

## 一、关于泡沫的含义

美国经济学家金德尔伯格 (C. Kindleberger) 认为, 泡沫是一个由资产价格从持续上涨到价格暴跌的过程, 强调了预期在这个过程中特别是在价格逆转过程中的重要作用。斯蒂格里茨 (Joseph E. Stiglitz, 1990) 也认为, 当投资者预期未来某种资产以高于他们期望的价格出售时, 这种资产的现实价格将上升, 从而出现泡沫。日本学者铃木淑夫 (1990)、三木谷良一 (1998) 等认为, 泡沫是资产价格相对于经济基础条件背离的膨胀过程。

在国外学者研究的基础上, 国内学者主要从泡沫资产价格偏离经济基础角度来理解泡沫经济的含义。王子明 (2002) 从理性预期和非均衡分析的角度, 认为泡沫是某种价格水平相对于经济基础条件决定的理论价格的非平稳性向上偏移<sup>[4]</sup>。葛新权 (2004) 指出, 泡沫是一种资产的价格受投机预期驱动超过其真实价值的部分<sup>[5]</sup>。周京奎 (2005) 认为泡沫本质上是一种价格运动现象, 是由于人们的预期具有趋同性而产生的投机行为导致资产价格偏离市场基础的持续上涨<sup>[6]</sup>。

## 二、关于泡沫的形成机理

学术界主要从市场主体是完全理性还是有限理性以及泡沫产生的宏观原因和微观机制两条路径来探讨泡沫的形成机理。

就第一条路径而言, 自 20 世纪 80 年代理性泡沫概念提出以来, 理论界试图用市场主体的完全理性来解释泡沫的形成。弗卢德和嘉伯 (Flood and Garber, 1980) 首次引入理性预期模型解释泡沫。不久, 布兰查德和沃特森 (Blanchard and Watson,



1982)建立了完全信息下的无限型理性泡沫模型,指出了泡沫的形成过程。艾伦和戈顿(Allen and Gorton, 1993)运用不完全信息下的有限型理性泡沫模型,分析了基金管理者个体理性行为也会导致泡沫。尽管理性泡沫理论有较好的分析框架,可以对泡沫形成过程作些解释,但其前提条件很难与现实相吻合。在现实经济生活中,市场并非总是有效的,非理性泡沫往往成为常态。噪音交易理论在这种情况下应运而生,试图在放松理性预期和有效市场假设的前提下解释泡沫的成因。布莱克(Black, 1986)认为噪音交易是在没有掌握内部信息的情况下,将自己获得的信息当做有效信息来对待,并据此做出非理性的交易行为。德隆等(Delong, Shleier, Summers and Waldmann, 1990)开创性地提出噪音交易理论,认为尽管长期内套利交易者可能会促使资产价格回归至基础价值,但是至少在短期内,他们助长了泡沫的形成和膨胀。

关于泡沫成因的另一路径是分析泡沫形成的宏观和微观机制。林杰瑞恩(1996)认为金融自由化加速了经济泡沫的形成,并强调金融自由化为经济泡沫产生提供了制度基础。许多日本学者(如宫崎义一、奥村洋彦等)认为宏观经济政策的不合理安排是导致日本泡沫经济的基础,也是泡沫破灭的导火线。从投资行为的微观机理来看,艾伦和格尔(Allen and Gale, 2000)研究了银行体系中因代理问题而引起的泡沫。安德里森和克劳斯(Andreassen and Kraus, 1988)通过实验模拟了股票、外汇及房地产等资本市场的正反馈交易现象,发现投资者有跟风的倾向。弗兰克和弗鲁特(Frankel and Froot, 1988)以及希勒(Shiller, 1988)通过市场调查发现投资者决策时存在外推预期。德隆等发现理性投资者利用正反馈交易获利,推动了价格上升和