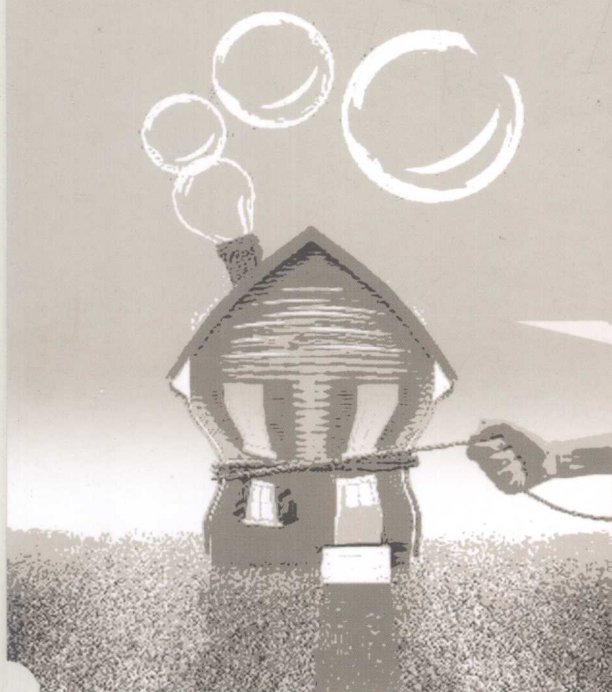


· 上海政法学院学术文库 ·

资产泡沫的分类 及其与经济增长之间的 关系研究

刘 宪 · 著

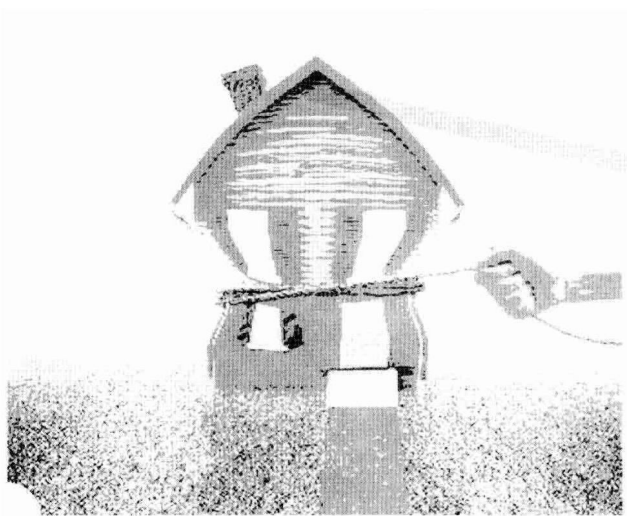
- 荷兰的郁金香泡沫分析
- 法国的密西西比泡沫分析
- 英国的南海泡沫分析
- 日本的房地产泡沫分析
- 美国股市泡沫分析



上海社会科学院出版社

资产泡沫的分类 及其与经济增长之间的 关系研究

刘 宪 · 著



上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产泡沫的分类及其与经济增长之间的关系研究/刘宪著. —上海:上海社会科学院出版社,2009

ISBN 978-7-80745-580-6

I. 资… II. 刘… III. ①股票—资本市场—风险分析
②股票—资本市场—关系—经济增长—研究 IV. F830.91
F061.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 174883 号

资产泡沫的分类及其与经济增长之间的关系研究

著 者:刘 宪

责任编辑:张晓栋

封面设计:闵 敏

出版发行:上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.com> E-mail:sassp@sass.org.cn

经 销:新华书店

印 刷:上海惠顿实业公司印刷部

开 本:787×1092 毫米 1/16 开

印 张:17.25

插 页:2

字 数:309 千字

版 次:2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-80745-580-6/F·096

定价:35.00 元

版权所有 翻印必究

前 言

—

经济中的泡沫并不是一个新奇的现象,它最早被用来形容 17 世纪荷兰的“郁金香泡沫”(1636—1637)、18 世纪巴黎的“密西西比泡沫”(1720)以及伦敦的“南海泡沫”等事件。然而,经济中的泡沫并不像自然界里的泡沫那样色彩斑斓,惹人怜爱。经济泡沫的出现往往伴随着大规模的经济萧条,例如,早期的郁金香泡沫导致了一个强大的荷兰帝国的衰落;20 世纪 80 年代日本的泡沫则导致了日本经济十几年的低迷,至今也没有走出泥潭。或正因为如此,人们对于泡沫的认识一直持有排斥的态度,认为泡沫对经济的负面影响是主要的。因此,经济中出现泡沫就需要即时清理防范,以免造成更大的危机。

然而,在现实经济中,泡沫始终是一个难以摆脱、挥之不去的现象。1994 年的墨西哥金融危机、1997 年的亚洲金融危机、20 世纪 90 年代初我国的海南房地产热、世纪之交美国的高科技股市走势,等等,其中都闪烁着泡沫的影子。除此之外,当经济并没有表现出危机的时候,泡沫似乎也是存在的。

本书研究的是资产泡沫,也就是我们平常所指的泡沫。这种泡沫依附于某一种资产,它通常指的就是资产的价格高于其基本价值的那部分。然而,在经济学文献中,泡沫不仅仅包括有内在价值的资产泡沫(asset bubbles),并且还包括那些内在无价值的泡沫。例如,不可兑现的信用货币(fiat money),政府债务(debt)或财政赤字(deficits),等等。提起货币人们并不陌生,事实上,货币也是泡沫的一种典型形态。因为它自身没有任何价值,但却是有价格的(以一篮子商品来说),所以货币可以看作是内在价值为零的泡沫。当发生通货膨胀时,说明货币的购买力下降,也即其价格下降,这个过程实际上是泡沫破灭过程。所以恶性的通货膨胀可以看作是泡沫急剧破灭的一种状态。而恶性通货膨胀对经济的危害性,无论在理论上还是在实践上,人们已经有了相当深刻的认识。

如果将信用货币以及政府债务看作是泡沫的话,无疑现代经济从来也离不开泡沫。但是,货币在经济中的积极作用,没有人能够怀疑。既然资产泡沫和货币同

属于泡沫体系,那么资产泡沫对经济有没有积极的影响呢?

近十年来,泡沫始终是我国经济中不可忽视的现象。早期的海南房地产泡沫,20世纪90年代中后期股市价格的快速攀升,近两年来以上海为代表的房地产泡沫争论,等等。这些现象看似简单,但如果我们进行国际间的考察时,就会发现一些令人迷惑的现象。比较典型的例子就是,为什么日本的泡沫会导致日本十几年的经济萧条,而美国的股市高科技泡沫(IT bubbles)的危害性则不是十分明显?仅仅是因为日本和美国经济结构的不同所导致的吗?如果将历史的视线拉开,为什么荷兰的郁金香泡沫导致了荷兰帝国的衰落,^①而伦敦的南海泡沫并没有使英国从此消沉下去?

在我国股票市场上,股指从20世纪90年代持续走强,到2000年之后突然急剧下滑。但是,在这个过程中,我国的经济增长似乎并没有受到多少影响。这样就自然而然地出现一个问题,目前极高的房地产价格是不是也像股市泡沫一样,并不会对经济造成伤害呢?或者说只要维持泡沫的不破灭,就可以化解其潜在的风险呢?

更进一步的问题就是,无论是地产泡沫还是股市泡沫,是不是只要保证它们不破灭就可以了。或者说,如果不考虑泡沫的破灭问题,那么泡沫的存在本身对经济的增长到底有没有影响呢?这将是本书所要解决的主要问题。

二

泡沫虽然很早就已经被人们注意到了,但是人们所看重的更多的是泡沫破灭后所带来的经济后果,而这种后果往往是非常恶劣的,因此,人们对泡沫经常怀有一种敌视的情绪。但是,当我们仔细辨析这一问题的时候,我们的认识实际上被一个先入为主的观念所束缚了,那就是所有的泡沫都是要破灭的,因此所有的泡沫都是“邪恶”的。那么,果真如此吗?是否存在不会破灭的泡沫?更进一步说,如果泡沫能够长时期地持续下去,它对经济的影响就一定是负面的吗?

对于这一问题的解答,20世纪70年代之前,在理论上并没有给出令人信服的结论。直到20世纪七八十年代之后兴起的所谓理性泡沫(rational bubbles)的研究才开始使人们有可能在理论上对此问题进行规范的分析。理性泡沫并不是对现

^① 加尔布雷斯:“郁金香价格的崩溃以及因之而导致的赤贫给荷兰以后数年的经济生活带来了严重的影响——用现代术语来说,是使之陷入了经济大萧条时期。”“‘泡沫’的故事——金融投机历史回顾(一)”,《改革》,1994年第4期。

实中某类真实泡沫的特指,而是在对泡沫进行规范性研究时所引入的一个概念。理性泡沫认为在人们是理性的条件下,泡沫仍然是可能存在的。另外,这种泡沫的一个特征就是它不断被持续的经济增长所吸收,因此它是可以长期存在的。相反,那些非理性的泡沫是不能够存在的,其原因大多数情况下在于膨胀得过于迅速,以至于大大超出了经济的增长速度,最终没有人能够有足够的收入去吸收这些泡沫,因此这些泡沫最终必定要破灭。

关于理性泡沫研究的一个基本结论是,泡沫不但有可能在局部均衡的状态下存在,而且在一般均衡状态下也是有可能存在的。这一结论对于重新认识泡沫非常具有启发意义。我们知道,均衡本身意味着经济已经到达一种最优状态,它不需要进一步做出调整。因此,存在于均衡中的各种“现象”至少对经济不会起到负面的影响,否则在理性人假设下,人们有必要通过调整自己的行为将这种具有负面影响的现象排除掉。这是因为,在经济中各种经济现象大多数是人们的一种行为选择结果。泡沫,也属于一种人们的行为结果,既然泡沫可以在均衡状态下存在,那么它没有理由对经济产生负面的影响。

基于此点认识,本书将从理论上对上述问题展开全面分析。关于对经济影响的判断,我们选择的判断标准为经济增长。因为最能够反映人们福利影响或变化的莫过于经济增长,因此考察泡沫对经济的影响,在本书便转换为考察泡沫对经济增长的影响。同时,经济学中的均衡本身就是一个长期的概念,因此本书关注的是泡沫对长期经济增长而非短期经济增长的影响。

上述分析逻辑,仅仅是一个理论推断。关于泡沫对经济的真实影响,还需要从理论上给出严密的论证。本书的论证将遵循如下思路:

首先对理性与均衡的含义以及它们之间的关系进行分析,在此分析基础之上,给出一个关于泡沫和福利影响关系的基本结论,这也是本书的立论基础。

其次,转入对泡沫与经济增长之间关系的分析。对此问题的分析思路为:首先考察在不存在泡沫的情况下,均衡的经济增长受到哪些因素的影响;其次,在经济增长中引入泡沫,通过分析泡沫对上述因素的影响进而判断泡沫对均衡经济增长的最终影响。为了分析的方便,本书首先给出了一个不含泡沫的基本经济增长模型,然后在此模型中引入泡沫,通过比较两个模型的均衡结果,从而对泡沫与经济增长之间的关系给出一个较严密的结论。

再次,在理论上对上述问题有初步结论之后,还需要实证经验的支持。因此,本书接下来的任务就是通过对历史上著名泡沫事件的分析,来检验本书的结论。

最终,本书的落脚点将放在对中国经济问题的分析上。由于在前面的分析中,涉及了两种性质完全不同的泡沫类型,并且它们对经济增长的影响正好相反。因此,在对我国问题的分析时,主要的任务是判断我国目前到底存不存在泡沫,以及存在什么样的泡沫,并最终给出相应的政策建议。

本书研究的基本方法是从微观角度出发分析宏观经济问题。市场经济是一种分散决策的经济,它依赖于市场中的所有参与者自由地做出自己的最优选择。从本质上来讲,在市场经济条件下,所有经济现象都必然有其微观基础。^① 只有考虑了微观基础的宏观经济分析才是可信的。因此,本书所建立的分析框架,尤其注重对微观基础的分析。

三

全书分为八章,各章安排如下:

第一章,资产泡沫及其与经济增长的一般理论。该章的主要任务是对本书所研究的资产泡沫进行界定。同时,给出一个关于资产泡沫与经济增长的理论文献综述。

第二章,理性与均衡:资产泡沫的均衡分析及其推论。该章主要论证了资产泡沫的局部均衡和一般均衡分析,指出资产泡沫可以在均衡状态下出现。在该章中,还着重论述了理性与均衡的关系,并且辨析了理性假设的合理性。本书认为理性并不是要求微观的个体全部是理性的,而是指经过演化竞争,那些能够存在下来的个体客观上表现为理性的行为。从这个角度来看,理性本身就是一个动态的概念,本书称之为演化理性。由此,本书的理性将建立在演化理性的基础上,这一点对于考察均衡状态有重要意义。在演化理性的基础上,并不是所有的均衡都是可以接受的,那些非稳定的均衡在现实中是不能够存在的,有意义的均衡只能是那些稳定态的均衡。

第三章,资产泡沫与经济增长的传统分析框架及其批判。在该章中,指出了1993 之后泡沫和经济增长研究文献的内在逻辑,并将之归为 BKAG 分析框架。本书的研究发现,这一框架虽然是建立在内生经济增长基础之上的,但是这个内生经济增长理论是 AK 类型的,在此分析框架下,资产泡沫存在时的均衡状态是一种非

^① 这也是市场经济和计划经济的一个根本区别。在计划经济下,所有决策都是按计划做出的,所以不存在微观分析基础问题。这种情况下,个人的选择并不重要。因为,从理论上讲,计划者的决策从客观上已经为所有的个体做出了最优的安排。

稳定状态,它要求所有的微观个体都是理性的。因此,它违反了演化理性的假设,在现实中是不存在的。

第四章,生产性资产泡沫与经济增长。在该章中,将资产泡沫与经济增长的分析建立在基于 R&D 的内生经济增长模型上,并引入中间产品和最终产品的概念。本书指出生产性资产泡沫指的是那些产生在中间产品上的资产泡沫,因为中间产品是用来继续生产而非最终消费的,所以资产泡沫的出现能够刺激代理人在中间产品上的创新。中间产品种类数的增加,意味着劳动分工的进一步深化,进而经济增长得到提高。不同于 AK 模型中强调技术进步对经济增长的作用,该章主要强调了劳动分工、报酬递增与经济增长的关系,因此这一分析逻辑与传统的 BKAG 框架完全不同。

第五章,资产泡沫与经济增长的扩展分析:非生产性资产泡沫的引入。在该章,本书将在相同的分析框架下对非生产性资产泡沫进行分析。在这里,非生产性资产泡沫实际上就是产生于最终消费品上的泡沫,它的出现对经济增长的影响是负面的。而这一结论与传统分析框架下的结论是一致的。该章还分析了其他的资产泡沫现象,即信用货币和政府滚动负债。

第六章,资产泡沫与经济增长的案例分析。在该章中,将生产性资产泡沫与非生产性资产泡沫在现实中的表现对应起来。并且以此为归类对历史上重要的泡沫事件进行重新阐释。

第七章,中国股市泡沫问题的实证分析。股市泡沫属于一种典型的生产性资产泡沫,该章侧重于分析我国目前的股票市场到底有没有泡沫。

第八章,中国房地产泡沫问题的实证分析。房地产泡沫属于一种非生产性资产泡沫,它的出现对经济增长的影响是负面的。该章主要关注的是目前我国到底存不存在这种泡沫,并在此基础上,给出了相应的政策建议。

目 录

前言	1
第一章 资产泡沫及其与经济增长的一般理论	1
第一节 资产泡沫的界定及其分类	1
1.1.1 泡沫的含义	1
1.1.2 资产泡沫的界定及分类	3
第二节 资产泡沫与其他概念的相互关系	5
1.2.1 资产泡沫、信用货币、政府债券和蓬齐对策	5
1.2.2 资产泡沫与其他概念的区别与联系	6
第三节 资产泡沫及其与经济增长研究的文献综述	7
1.3.1 资产泡沫的局部均衡分析与一般均衡分析	7
1.3.2 资产泡沫与经济增长的关系	8
第二章 理性与均衡：资产泡沫的均衡分析及其推论	13
第一节 资产泡沫的局部均衡分析	13
2.1.1 理性预期	13
2.1.2 理性泡沫的局部均衡分析模型	18
2.1.3 理性泡沫的分类及一般性形态	20
2.1.4 资产泡沫的剔除	22
第二节 资产泡沫的一般均衡分析	24
2.2.1 无资产泡沫的戴蒙德经济(OLG 分析框架)	24
2.2.2 黄金律与动态无效	27
2.2.3 存在资产泡沫的戴蒙德经济	28
2.2.4 资产泡沫与动态有效	32
第三节 理性与均衡：关于资产泡沫的一个推论	33
2.3.1 理性与均衡	33
2.3.2 动态无效的经济解释：并非有效的市场	39
2.3.3 资产泡沫的福利影响分析	41
第三章 资产泡沫与经济增长的传统分析框架及其批判	43

第一节	经济增长因素分析	43
3.1.1	早期的经济增长思想及现代增长理论的开端	44
3.1.2	索洛和斯旺的新古典观点	46
3.1.3	内生经济增长:可积累性要素	50
第二节	外生经济增长中的资产泡沫	52
3.2.1	外生经济增长的决定因素	52
3.2.2	资产泡沫的作用与影响	53
第三节	内生经济增长理论的方法论及其基本分类	55
3.3.1	内生经济增长理论的方法论	55
3.3.2	第一类分析模型:AK模型	57
3.3.3	第二类分析模型:R&D模型	59
第四节	BKAG的一般分析框架	60
3.4.1	内生经济增长理论中的资产泡沫	60
3.4.2	资产泡沫存在的必要条件	65
3.4.3	对BKAG分析框架的批判与反思	66
第四章	生产性资产泡沫与经济增长	70
第一节	经济增长探源:劳动分工与报酬递增	70
4.1.1	斯密—扬格定理	70
4.1.2	内部规模经济与外部规模经济	74
4.1.3	内部规模经济与基于R&D的经济增长	76
第二节	一个基于R&D的经济增长模型	78
4.2.1	模型的基本设定	78
4.2.2	模型达到均衡时的条件	81
4.2.3	无资产泡沫的均衡经济增长	84
4.2.4	内生经济增长的均衡性质分析	86
第三节	生产性资产泡沫的引入	87
4.3.1	引入生产性资产泡沫后的模型及均衡结果	88
4.3.2	生产性资产泡沫与经济增长关系的一个基本结论	90
第四节	生产性资产泡沫存在的条件	92
4.4.1	资产泡沫存在必要条件的讨论	92
4.4.2	资产泡沫存在必要条件的比较	93
第五章	资产泡沫与经济增长的扩展分析	95

第一节	非生产性资产泡沫	95
5.1.1	非生产性资产泡沫的特点	95
5.1.2	引入非生产性资产泡沫后的模型	97
5.1.3	比较静态分析	99
第二节	非生产性资产泡沫与传统资产泡沫研究的比较分析	101
5.2.1	三种理论下资产泡沫存在必要条件的比较	101
5.2.2	对经济增长影响机制的比较分析	103
第三节	政府滚动负债及其资产泡沫属性分析	105
5.3.1	政府的滚动负债及其资产泡沫属性	105
5.3.2	政府滚动负债以及非基金式社保系统对经济增长的影响	107
第四节	信用货币的资产泡沫属性及其分析	112
5.4.1	作为降低交易费用的货币	112
5.4.2	信用货币是中性的吗	115
5.4.3	作为一种泡沫形态的信用货币	118
第六章	资产泡沫与经济增长的案例分析	121
第一节	资产泡沫在现实中的两种代表性形态	121
6.1.1	生产性资产泡沫与股市泡沫	121
6.1.2	非生产性资产泡沫与房地产泡沫	122
第二节	历史上的泡沫事件以及重新诠释	123
6.2.1	荷兰的郁金香泡沫	123
6.2.2	法国的密西西比泡沫	127
6.2.3	英国的南海泡沫	131
第三节	日本的房地产泡沫分析	134
6.3.1	股价与地产价格基本走势	134
6.3.2	日本经济中泡沫产生的宏观经济背景	136
6.3.3	泡沫的破灭以及对经济的影响	141
6.3.4	日本泡沫经济的性质分析	142
6.3.5	日本泡沫经济时期中的股市泡沫	151
第四节	美国近年来股市泡沫的分析	153
6.4.1	美国 20 世纪 90 年代中后期的高科技泡沫	153
6.4.2	美国股市泡沫的实证判断	154
6.4.3	资产泡沫的破裂与宏观经济影响	164

6.4.4	结论:可持续发展的泡沫经济	166
第七章	中国股市泡沫问题的实证研究	171
第一节	中国股票市场发展概述	171
7.1.1	中国股票市场的建立与发展	171
7.1.2	中国股票市场的股权分置问题	174
第二节	中国股票市场的投机特征以及理论解释	175
7.2.1	中国股票市场的投机特征	176
7.2.2	对中国股市投机行为的理论解释	181
第三节	关于中国股市泡沫的实证分析	190
7.3.1	资产泡沫的检验方法	190
7.3.2	我国股市泡沫的实证分析	192
第四节	中国股市泡沫对经济增长影响的实证分析	197
7.4.1	对我国股市泡沫的性质分析	197
7.4.2	我国股市泡沫对经济增长的实证分析	199
第八章	中国房地产泡沫问题的实证分析	205
第一节	中国房地产市场的发展状况	205
8.1.1	中国房地产市场现状	205
8.1.2	泡沫论与非泡沫论之争	209
第二节	中国房地产泡沫的实证分析	212
8.2.1	比率指标法及其结论	213
8.2.2	房地产泡沫的检验模型及其结论	217
8.2.3	对我国部分城市房地产泡沫的实证检验	221
8.2.4	结论	226
第三节	中国房地产泡沫对经济增长的影响分析	228
8.3.1	房地产泡沫对宏观经济运行的影响分析	228
8.3.2	房地产泡沫对区域经济的影响分析	230
第四节	应对房地产泡沫的经济政策及建议	233
8.4.1	调整贷款利率	233
8.4.2	征收房地产交易税	234
8.4.3	加强监管力度,规范市场参与主体的行为	236
附录	技术进步贡献率的测算	241
参考文献		247
后记		259

第一章 资产泡沫及其与经济 增长的一般理论

在经济学文献中,“泡沫”一词虽然很早就出现了,但人们对其认识与理解并没有取得一致的共识。在不同的文献以及不同的研究领域,泡沫的含义往往不尽相同;依据不同的分类标准,泡沫又具有不同的类型。

第一节 资产泡沫的界定及其分类

1.1.1 泡沫的含义

泡沫是经济学和金融学中最美丽的概念之一,同时也是一个模糊不清的概念。

《新帕尔格雷夫经济学大词典》对泡沫的解释:一般是指一种或一系列资产在一个连续过程中突然涨价,使人们产生此种资产还要涨价的预期,于是又吸引了新的买主。当资产的价格涨得如此之高,以至于远远超出了资产的实际价值,那么此时就产生了泡沫,超出资产实际价值的部分就是所谓的泡沫。这个定义是由金德尔伯格给出的,但是这个定义并不准确,金本人也说道:“在编写本词条时,^①理论界尚未达成对泡沫状态的一致统一的定义;至于它是否可能发生,也没有一致的看法。”^②“实际上那些没能否定 1923 年德国通货膨胀中没有发生泡沫状态的作家,到了第二年,还是这些人又设法否定这个想法了(弗勒德和加伯 Flood and Garber, 1980)。另外有两位理论家以数学方法阐明,在排除‘非理性泡沫状态’后,理性的泡沫状态是可能存在的;这倒不是因为‘非理性泡沫状态’不存在,而是因为数学上难以处理(布兰查德和沃特森 Blanchard and Watson, 1982)。”

如果我们追溯经济史,“泡沫”一词最初源于 18 世纪初期在英国产生的南海泡沫事件。当时南海公司的股票受到热烈的追捧,以至于股票被视为一种可迅速致富的手段,而不管这种股票是不是由南海公司发行的。在这种对股票的狂热投机

^① 指《新帕尔格雷夫经济学大词典》中“泡沫”的词条,该词条由金德尔伯格所写。约翰·伊特韦尔、默里·米尔盖特、彼得·纽曼:《新帕尔格雷夫经济学大词典》,经济科学出版社 1996 年版。

^② 《新帕尔格雷夫经济学大词典》,“泡沫”条目,第 282 页。

中,一些奇怪的公司像“泡沫”一样产生了,这些公司有的非常荒唐,例如,它宣称能够生产永动机,它可以从铅中提炼银,等等。甚至有些公司谁也不知道它是干什么的,但是持有它的股票似乎就可以获得巨额收益。后来,南海公司以“泡沫公司未经政府许可公开发行人股票,给南海公司造成了损失”为由,将这些奇怪的公司告上法庭,促使政府制定了《泡沫公司禁止法案(The Bubble Act)》。显然,泡沫的最初含义指的是这些形形色色的泡沫公司。

20 世纪 80 年代中后期,在日本经济中产生了严重的泡沫,并于 90 年代初期开始全面崩溃,其结果导致了日本经济的长期萧条。之后,日本学者开始探讨泡沫以及泡沫经济。三木谷良一(1998)认为,所谓的泡沫经济就是资产价格(具体指股票价格和不动产价格)严重偏离实体经济(生产、流通、雇佣、增长等)暴涨,然后暴跌这一过程。野口悠纪雄(2005,第 3 页)认为,“在经济学中,我们可以用‘泡沫’现象来解释这种犹如泡沫膨胀一样的增长过程。这里所说的‘泡沫’,是指资产价格中与经济实体无关的上涨部分”。在这里所说的资产,是指“股票、土地等可以实现经济价值增值的手段”(野口悠纪雄,2005,第 1 页)。铃木淑夫认为,经济泡沫是指地价、股票等资产的价格,持续出现无法以基础条件来解释的上涨或下跌(王子明,2002,第 2 页)。由这些陈述,我们不难发现,日本学者倾向于将泡沫定义为资产价格背离经济基础条件(或实体经济)的膨胀过程,并且这种资产一般指的是股票和泡沫。

需要指出的是,上述对泡沫的阐述在一定意义上是和泡沫经济联系在一起的,因此,泡沫和泡沫经济似乎成了一个事物的两个方面。然而在西方经济学文献中,在对泡沫(bubbles)进行规范分析的时候,它并不是一个确定不变的概念。泡沫一般是指对资产的基础价值产生了持续性背离的那一部分,如果一种资产产生了泡沫,则资产的价格超出其基本价值的那一部分就是泡沫。基于此种定义,在西方众多的文献中,泡沫基本上可分为三种形态,一是信用货币(fiat money,萨缪尔森 Samuelson, 1958);二是政府的滚动负债(government Ponzi game debt,奥·康涅尔和扎尔迪斯 O'Connell and Zeldes, 1988);三是资产泡沫(asset bubbles,梯若尔 Tirole, 1985)。从这些具体的资产形式来看,无论是信用货币,还是政府的滚动负债以及资产泡沫,一个显著的特点就是,这些泡沫没有实际的价值,它们的产生几乎不需要任何成本。例如,信用货币就是一些印刷了特定图案的“纸”,其基本价值近似为零,但它却是有价格的,其价格就是所能够购买的一篮子商品,并且这个价格远远高于其基本价值。所以,信用货币也是一种泡沫。

在现实中,之所以产生泡沫概念的混乱,在于:第一,泡沫往往和泡沫经济混

同起来,以至于人们对泡沫经济理解的混乱,导致人们对泡沫理解的混乱。泡沫经济从本质上来说,是经济的一种状态,姑且不论到底什么样才算是泡沫经济,但是很清楚的是,它不是一种资产,而是一种状态;不同于泡沫经济,泡沫就是指的一种资产,这种特殊资产具有资产的一般性特点,它是一种实体。第二,泡沫之所以容易产生理解的混乱,还在于产生泡沫的资产的基础价值是不容易测定的,或者说根本就没有办法进行测定,^①那么,泡沫的度量就是不清楚的。由此,人们对泡沫度量的困难导致人们对泡沫本身的怀疑。

1.1.2 资产泡沫的界定及分类

本书对泡沫的界定与西方经济学主流文献中的泡沫概念保持一致,并且具体指的是对资产泡沫(asset bubble)的研究。也就是说,如果价格超出了资产的基本价值,那么超出的那一部分就是资产泡沫。但是在本书中,资产并不仅仅限于股票和不动产等特定资产,而是指的是所有的能够给人们带来效用的那些具有稀缺性质的物品。因此,所有有价格的物品都有产生泡沫的可能。这些物品,因为稀缺性而有价格,而这些物品因为都能够给持有者带来一定的效用,这些效用可能是未来持续性的效用,借用于菲歇尔(Fisher)在《利息理论》中收入川流的概念,这些效用也是对于持有者的一种收入。因此,任何有价格的物品都存在一个基本价值,即这些未来收入川流的贴现值。例如,一把椅子,可以给所有者带来持续的坐的效用,将这效用贴现为现值就是它的基础价值,而这个基础价值与这把椅子的即期市场价格的差就是在这把椅子上产生的泡沫。下面,给出本书所使用的关于资产泡沫的定义:

资产泡沫指的是资产的价格对其基本价值的非平稳性偏离,其大小恰好等于价格超出基本价值的那部分。

需要注意的是,首先,本书所使用的资产(asset)指的是那些所有可给予资产的持有者带来真实收入的物品。这些收入既包括诸如利息、股息等用货币来度量的收益,也包括给资产持有者所带来的满足感、欲望的消除等不以货币的方式获得的效用。而基本价值就是这些以货币度量的收益或不以货币方式获得的效用的总贴

^① 资产的基础价值一般是指,这种资产未来所有收益的贴现值。基础价值的确定,首先要确定未来的收益是多少,其次要选择一个适当的贴现率。但是,很明显未来收益是很难准确预期的,并且,贴现值在实际选择的时候也存在困难,所以资产的基础价值是很难准确测定的。

现值。

其次,价格和基本价值的偏离是一种非平稳性的偏离。这里的非平稳性指的是一种统计特征,它是相对于平稳性而言的。假如一个随机过程的性质不因时间的变化而变化,那么这个序列就是平稳的,平稳意味着随机过程所有存在的矩都不随时间的变化而变化。而非平稳则意味着随机过程序列的矩是随着时间的变化而变化的。特别考虑一阶矩和二阶矩的情况,在统计学上,一阶矩实际上就是序列的期望均值,二阶矩就是序列的方差。因此,非平稳意味着序列的期望均值和方差是随着时间的变化而逐渐变化的。如果资产的价格对基本价值产生非平稳性的偏离,这意味着资产泡沫的均值与方差并不是不变的,而是随着时间的推移一直在改变。对比于那种因为市场的随机扰动,价格暂时脱离基本价值而上下浮动的偏离,则不属此类,它绝大多数属于一种平稳性的偏离,即这种偏离的均值为零,并且方差也是不变的。^①显然,非平稳性偏离强调的是一种持续性的偏离,一旦泡沫开始产生,那么资产的价格会持续性地高出其基本价值;而平稳性偏离更多的是一种暂时性偏离,这种偏离是由于市场的随机扰动所产生的,一旦偏离之后,价格有向基本价值回归的趋势。

如前所述,泡沫基本包括三种形态,而资产泡沫仅仅是其中的一种。由于本书主要关注的是资产泡沫,因此在这里仅仅给出对资产泡沫的分类。

(1) 按资产的生产性质分。从资产泡沫的定义来看,本书中所指的资产的范围要广泛得多,它几乎包括所有的具有价格的物品。在现实中,资产根据其使用性质的不同,基本上可分为两大类:一类是用来进行生产的,作为整个社会生产链条中的一部分,它不能够直接满足人们的消费欲望,而是通过生产出其他的东西最终给人们效用,我们称此类资产为生产性资产;另一类是用来消费的,这种物品已经属于社会生产的最终产品,它不再参与社会生产活动,而是直接用来满足人们的欲望,我们称此类资产为非生产性资产。考虑到资产泡沫,一个自然的引申就是,如果产生于生产性资产上,则称之为生产性资产泡沫;如果产生于非生产性资产上,则称之为非生产性资产泡沫。

(2) 根据资产泡沫产生的原因划分。泡沫从本质上来说是人们的一种投机行为结果,当人们预期资产的价格会不断升高时,不管资产会不会有泡沫,他都有动机去持有,其目的是以后在恰当时机倒手出去以获得期望的回报。但是,人们的预

^① 如果对于一个随机过程, m 阶以下的矩的取值全部与时间无关,则该过程为 m 阶平稳过程。显然,这里的平稳指的是二阶平稳。

期以及行为可能是理性的,也可能是非理性的。如果是在人们的理性前提下产生的泡沫,那就是理性泡沫(rational bubbles),否则就是非理性泡沫。当市场不存在永久性失效时,所有的非理性泡沫不可能长期存在下去,迟早有一天会破灭。而理性泡沫是有可能永久持续下去的。事实上,理性泡沫是人们对泡沫进行规范研究时所引入的概念,在新古典理论框架下,由于使用到了理性预期假设,因此这些泡沫被称为理性泡沫。而非理性泡沫的前提由于是非理性假设,在新古典理论框架下,这几乎是不容易处理的,因此关于非理性泡沫的理论研究是不多见的。

本书的分析逻辑无疑是在新古典理论框架下展开的,因此本书中的资产泡沫均指的是理性泡沫,而生产性资产泡沫和非生产性资产泡沫将是本书主要的分析对象。

第二节 资产泡沫与其他概念的相互关系

在现实经济中,泡沫现象并不仅限于资产泡沫,它还包括政府负债、赤字,信用货币等一系列现象,其对经济的影响机制和资产泡沫也有着相同的特征。

1.2.1 资产泡沫、信用货币、政府债券和蓬齐对策

蓬齐对策(Ponzi games)起源于金融史上的一个著名人物查尔斯·蓬齐(Charles Ponzi)。20世纪20年代,他靠发行金融连锁信的方式很快发了财。但是不久便被投入监狱,最后死于贫困。蓬齐策略简单来说就是一种借新债还旧债的游戏,并且借新债的数量要高出所还的旧债,并通过不断的滚动而渔利。^①对于这种匪夷所思的策略,O'Connell和Zeldes(1988)指出,如果经济均衡时处于动态无效状况并存在帕累托改进的可能时,蓬齐策略是可以存在的。蓬齐策略的引入,即借款者不断地从贷款者那里获得新的贷款,并不会使贷款者的福利降低。相反较没有蓬齐对策的情况下,它提高了贷款者的效用水平。另外,蓬齐策略的出现要求代理人的数量是无限的,或者说总是有新的代理人参与到蓬齐策略中来。

显然,资产泡沫也具有蓬齐策略的特点,事实上也的确如此,资产泡沫和蓬齐策略在本质上是相同的(O'Connell and Zeldes, 1988)。而其他的一些现象,比如信用货币(fiat money)、政府债务(government debt)以及国际援助(international

^① 详细的讨论见 Minsky P., 1982, "Can It Happen Again?" Essays on Instability and Finance, Armonk, New York: M. E. Sharpe. Inc. 和 Kindleberger, P., 1978, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. Now York: Basic books.