

资产市场泡沫、 热钱流动与金融自由化

Asset Market Bubbles,
Hot Money and Financial Liberalization

史永东 陈日清 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



资产市场泡沫、 热钱流动与金融自由化

Hot Money and Financial Liberalization

史永东 陈日清 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press
大 连

© 史永东 陈日清 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

资产市场泡沫、热钱流动与金融自由化 / 史永东, 陈日清著. —大连: 东北财经大学出版社, 2010.7

ISBN 978-7-5654-0039-1

I. 资… II. ①史… ②陈… III. 金融-经济自由化-研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 123008 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm

字数: 277 千字

印张: 15 3/4

印数: 1—1 500 册

2010 年 7 月第 1 版

2010 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 田玉海 蔡 丽 孙 平 孙晓梅

责任校对: 刘 佳

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0039-1

定价: 36.00 元

本书是国家社会科学基金项目“热钱流动、资产市场泡沫及其对金融体系的影响”（04BJY080）的最终成果。

本书由

大连市人民政府资助出版

The published book is sponsored
by the Dalian Municipal Government

前言

金融危机常常会对一个国家和地区造成极大伤害，并且在当前全球经济一体化及金融自由化步伐日趋加快的时代，一个国家和地区所发生的金融危机通常会通过很多渠道向其他国家和地区传播，并会加大其他国家和地区面对金融危机时的脆弱性。一般而言，急剧膨胀的资产市场泡沫是金融危机的前奏，金融危机的产生与爆发经常伴随着资产价格大幅上涨所导致的投机泡沫。历史上，投机泡沫所引发经济危机的典型事件屡见不鲜，并对发生这类事件的国家造成了难以估量的损失。例如，荷兰的“郁金香热”（Dutch Tulip Mania, 1634—1637）、法国的密西西比泡沫（Mississippi Bubbles, 1719—1720）、英国的南海泡沫（South Sea Bubble, 1720）以及美国1929年的股市崩溃。另外，20世纪80年代在日本爆发的股市与房地产市场危机，以及此后长达十多年之久的经济衰退，也是股市泡沫与房地产泡沫在急剧膨胀后由于无法持续而破裂所带来的后果。近年来，投机性金融活动成为诱发新兴市场国家金融危机的重要因素，金融自由化导致资产市场泡沫，而投机泡沫的破灭引发银行部门危机，进而导致金融危机与经济衰退。20世纪80年代的阿根廷、智利、墨西哥，以及90年代包括泰国、马来西亚、印度尼西亚和韩国在内的东南亚所爆发的金融危机，都对这些国家和地区产生了难以估量的影响。

随着我国经济改革与开放的不断深入（如加入WTO、加快市场经济体制的建设等等），我国正在以积极的姿态参与国际市场的资源配置与竞争。随着经济全球化和金融自由化程度的逐步提高，目前国际“热钱”已经开始涌入，并且国内房地产价格居高不下，有些城市已经出现泡沫迹象。因此，研究资产价格泡沫尤其是房地产泡沫的动态演变过程及其对金融体系的影响，有助于及早发现金融系统的脆弱性，进而促使监管当局及时采取预防性措施；有助于化解与防范金融风险、防止金融危机；有助于保持金融体系的正常运行和经济的健康发展，具有十分重要的理论意义和现实意义。

我们的研究内容包括：（1）美国、日本和泰国的资产泡沫（我们主要着重于房地产泡沫）的产生、膨胀机制及这些国家资产泡沫破裂后所带来的影响，并对这些国家资产泡沫的形成原因进行剖析；（2）运用各种数学建模的方法，

深入刻画我国房地产市场中投机泡沫的产生机制，并分析其对我国金融体系的影响；（3）运用现代计量经济学方法，对我国整体房地产市场及局部房地产市场进行检验，看我国现阶段房地产市场中是否存在投机泡沫，并分析影响住宅价格的两个重要因素——供给与信用规模对住宅价格的影响及作用方式；（4）运用统计分析、持续期分析等现代计量经济学方法，对我国股票市场自成立以来是否存在理性投机泡沫进行经验检验；（5）在界定热钱的基础上，估算与测度我国境内国内热钱和国际热钱的规模，并简要阐述热钱与房地产泡沫的关系，介绍并评述热钱与人民币汇率关系的 SM 模型，同时以泰国、韩国等东南亚国家和巴西、阿根廷等拉美国家为对象，对热钱流动与金融脆弱性的关联进行国际比较分析，并在此基础上提出治理热钱的政策建议；（6）在介绍韩国和巴西建立跨境资本流动监测预警体系实践经验的基础上，提出我国建立跨境资本流动监测预警体制时应注意的问题，并给出相关政策建议，同时在比较国内房地产泡沫预警指标体系研究的基础上，提出建立房地产泡沫的监测、预警系统的方法；（7）在比较各国在金融自由化路径和模式选择及金融自由化相关研究文献的基础上，简要分析了不同国家在金融自由化后的金融自由化效应差异所产生的原因，并分析了我国目前阶段实施进一步金融自由化的前提条件和存在的问题，同时在上述基础上，对我国金融自由化改革提出了若干政策建议。

本研究的主要创新点包括以下三个方面：

1. 理论方面

（1）在代际交替（OLG）模型的框架下，结合我国房地产市场中特有的制度安排，分析了影响我国房地产市场中住宅价格的基本面因素，并讨论了房地产市场中投机泡沫的产生机制。结论显示，就长远来看，银行对首付款额度的调控并不会起到显著的作用，应着重于抵押贷款利率的调控。另外，政府还应通过调控影响房地产供给的因素（如土地）以及能影响房地产供需的税收政策及货币政策来达到调控房地产市场的目标。（2）运用 0—1 决策博弈模型，分析了在信息不对称条件下，房地产市场中居民羊群行为的生成机制，并考察了羊群行为如何产生价格泡沫及其对居民决策的影响。如果经济信号能够反映真实的经济状态，并且存在一定程度的失真，则在房地产市场中，居民的购房行为受宏观经济基本面因素与羊群效应的双重影响。而羊群行为的存在使得房地产市场中产生价格泡沫，当房地产泡沫破裂时，居民破产（居民违约）的概率与信息不对称的程度和居民的预期相关。（3）我们界定了热钱的概念及分类，将其按来源分为国内热钱和国际热钱，并阐述了国际热钱的流入方式及渠道，发现国际热钱可能经贸易渠道、个人收汇渠道、资本项目渠道流入我国，同时我们还分析了热钱与房地产泡沫及人民币汇率之间的关联。

2. 实证方面

(1) 我们运用现代计量经济学的方法,对2001年至2006年期间,我国整体房地产市场、辽宁省区域房地产市场及北京市、上海市两个局部房地产市场是否存在投机泡沫进行了实证检验,并分析了这段时间以来国家对房地产市场的调控政策(按揭贷款利率政策)是否起到了相应作用。结果发现,在本研究OLG模型及投机泡沫间接检验方法——协整分析方法的框架下,我们并未发现我国整体房地产市场、辽宁省区域房地产市场及北京市、上海市两个局部房地产市场存在房地产投机泡沫的经验证据。但是进一步的深入研究表明,我国整体房地产市场尤其是北京市、上海市局部房地产市场已经出现过热迹象,并且,我国目前阶段所采取的针对房地产市场的按揭贷款利率政策并未起到相应的作用。同时,本研究还对影响住宅价格的两个重要因素——供给(土地的有效供给)与信贷规模(货币供应与银行授信总量)对住宅价格的影响及作用方式进行了经验分析,结论显示,土地的有效供给与住宅价格呈负相关关系,并且土地的有效供给对住宅价格的影响是比较稳定与直接的。信贷规模与住宅价格正相关,并且货币供应对住宅价格的影响是滞后的,而银行授信总量(金融机构贷款总余额)对住宅价格的影响不存在滞后。(2) 我们运用统计分析、持续期分析等多种计量分析方法,对我国股票市场自成立以来是否存在理性投机泡沫进行了经验分析,结果表明,1991—2006年各种市场收益率都表现出尖峰特征,并且实际游程数都显著小于预期的游程数,表现出显著的自相关性,这些特征都与理性投机泡沫的特征相一致,并且,进一步的持续性分析显示,上海A股市场和深圳A股市场正收益序列都呈现出负的持续期依赖性,而负收益序列基本上都是随机游走的,这表明A股市场存在理性投机泡沫,并且在各种市场周收益率(名义收益率)中尤其显著。(3) 我们对我国热钱——国内热钱和国际热钱的规模进行了估算,结果发现,由地下经济的现金比率法所估算的国内热钱总额在1995年至2002年期间每年达到了4 000亿元左右,但是随着我国的市场机制得到进一步的完善,2003年以后以现金比率法计算的国内热钱规模急剧下降;另外,我们通过对我国国际收支平衡表的分析,发现我国自2003年以来有较大规模的国际热钱流入,并且进一步的估算表明,2003年以来流入我国的国际热钱规模是非常巨大的,截止到2007年第三季度,我们所估算的国际热钱总规模高达3 300多亿美元。(4) 我们阐述了概率分析法(二元选择模型)在房地产泡沫预警中的具体运用,我们发现,该方法能够在一定程度上起到对房地产泡沫的预警作用。

3. 应用方面

我们在理论研究、实证研究及国际比较分析的基础上,对我国如何治理热钱,建立热钱流动的预警体制、房地产泡沫的预警体制以及对我国如何选择金

融自由化路径和模式提出了具有较强应用性的政策建议：（1）对于热钱的治理，我们认为：一要大力发展金融市场，建立起一个多层次、有效率的资本市场，拓宽投资渠道，引导国内热钱由短期投机向长期投资转变；二要联合多方面的力量，建立热钱流动尤其是国际热钱流动的预警机制，实现对大额短期跨境资本（国际热钱）的实时监控；三要做好资本项目开放的前期工作，进一步完善人民币汇率的形成机制，稳妥、谨慎地实行资本项目的完全开放；四要实行“国际收支平衡”的宏观经济目标，化解人民币升值风险，消除国际热钱进入我国实行套利的机会。（2）由于我国早已完全加入 WTO，因此实行金融自由化的进一步改革不可避免，但是为了避免一些发展中国家在实行金融自由化改革时所导致的经济过度波动，我国在进行进一步金融自由化改革的过程中，我们认为应该注意以下几个方面的问题：一要继续深化经济体制改革，加大对外开放力度，转变经济增长方式，由粗放型增长方式转变为集约型增长方式，加强金融自由化的宏观经济基础；二要继续深化银行体系的改革，切实解决银行业发展的一些深层次问题，增强银行业的竞争程度；三要借助 2006 年股权分置改革的历史性成果，全面推进资本市场的综合改革，努力将我国资本市场建设成为一个高透明度、高流动性、多层次的国际化资本市场；四要继续推进利率市场化改革，渐进、审慎地实现资本项目的自由化；五要完善与金融市场相关的法律、法规体系，建立具有高度透明度的全社会信用体系，打造金融市场健康运行的法制环境和社会信用环境；六要建立统一、完整的金融体系监管框架，构建和完善金融危机预警体制。

目 录

第 1 章 课题研究背景和已有研究成果综述	1
1.1 课题研究背景及意义.....	1
1.2 世界各国房地产泡沫和金融危机回顾	3
1.3 资产泡沫研究文献综述.....	14
1.4 热钱和金融自由化文献综述	20
1.5 本研究的特点与创新.....	25
1.6 本研究的内容安排.....	27
第 2 章 我国房地产泡沫形成机制理论分析	29
2.1 我国房地产市场发展的基本情况	29
2.2 我国房地产市场中的投机泡沫：基于代际交替模型的分析	42
2.3 羊群行为与房地产市场泡沫：一个博弈论分析框架	53
2.4 银行与房地产泡沫.....	64
2.5 本章小结	74
第 3 章 我国房地产市场的实证分析	79
3.1 资产泡沫的间接检验方法——协整检验.....	79
3.2 全国房地产市场的实证分析	87
3.3 北京市、上海市房地产市场的实证分析.....	95
3.4 辽宁省区域房地产市场的实证分析	103
3.5 土地供给、信贷规模——影响房地产价格其他因素的实证分析.....	109
3.6 本章小结	113
第 4 章 我国股票市场投机泡沫的经验分析	115
4.1 引言	115
4.2 股票市场投机泡沫的检验方法	116
4.3 研究样本描述	124
4.4 中国股票市场投机泡沫的实证结果	125
4.5 本章小结	134

第5章 热钱与金融脆弱性	146
5.1 热钱的界定与测度	146
5.2 热钱与房地产泡沫	156
5.3 热钱与人民币汇率	159
5.4 热钱流动与金融脆弱性：国际实证比较	162
5.5 热钱治理措施的相关政策建议	167
5.6 本章小结	169
第6章 热钱流动与房地产泡沫预警研究	171
6.1 引言	171
6.2 热钱流动的预警体制构建——别国的经验	172
6.3 房地产泡沫的预警体制构建	180
6.4 本章小结	187
第7章 我国金融自由化路径和模式选择	189
7.1 引言	189
7.2 各国金融自由化路径回顾及比较	190
7.3 金融自由化与经济增长	195
7.4 金融自由化与金融脆弱性	204
7.5 我国金融自由化进程的历史、前提条件及存在问题	208
7.6 我国金融自由化改革的政策建议	217
7.7 本章小结	222
参考文献	223

图表目录

图 1—1	日本地价总值、地价总值增长率与股市总值增长率	5
图 1—2	日本名义 GDP 及增长率	6
图 1—3	泰国 1990—1996 年投资及私人部门贷款占 GDP 百分比	10
图 2—1	国房景气指数	30
图 2—2	中国房地产投资累计月同比增长率	31
图 2—3	全国土地购置及开发情况	33
图 2—4	全国土地交易价格指数	34
图 2—5	我国房地产市场供求状况	36
图 2—6	全国住宅销售、租赁及用地价格指数	37
图 2—7	房地产开发投资资金来源国内贷款月累计同比增长率	40
图 2—8	房地产开发投资资金及国内贷款情况	40
图 2—9	房地产开发投资资金利用外资情况	42
图 3—1	2001—2006 年我国商品房实际价格水平	89
图 3—2	2001—2006 年我国实际抵押按揭贷款利率	89
图 3—3	2001—2006 年我国城镇居民实际可支配收入	90
图 3—4	北京市城镇居民人均可支配收入	96
图 3—5	北京市住宅销售价格	96
图 3—6	上海市城镇居民人均可支配收入	97
图 3—7	上海市商品房销售价格	97
图 3—8	p 对正负两个标准差信息的脉冲响应函数	102
图 3—9	p 的方差分解	102
图 3—10	辽宁省房地产市场概况	104
图 3—11	辽宁省商品房销售价格	104
图 3—12	辽宁省城镇居民人均可支配收入	105
图 3—13	p 对正负两个标准差信息的脉冲响应函数	108
图 3—14	p 的方差分解	108
图 3—15	国房土地开发面积指数	110

图 3—16	金融机构贷款总余额及广义货币余额·····	111
图 4—1	1991—2006 年 sh_1 周名义正收益风险率·····	128
图 4—2	1991—2006 年 sh_1 周名义负收益风险率·····	128
图 4—3	1991—2006 年 sh_2 周超常真实正收益风险率·····	129
图 4—4	1991—2006 年 sh_2 周超常真实负收益风险率·····	129
图 5—1	地下经济、地下经济及逃税总额占 GDP 比重·····	152
图 5—2	1993—2005 年我国国际收支平衡表中的“净误差与遗漏”·····	153
图 5—3	外汇储备增加量与国际收支平衡表中经常项目和资本项目之和·····	153
图 5—4	2001 年 1 月—2007 年 9 月国际热钱流入·····	156
图 6—1	韩国跨境资本流动监测预警体系基本架构·····	173
图 6—2	外汇信息系统架构·····	174
图 6—3	巴西外汇管理政策框架·····	175
图 6—4	巴西跨境资本流动的监测体系·····	176
图 7—1	我国历年来的 GDP、股票流通市值及股票市价总值·····	198
图 7—2	我国历年来的资本化率·····	198
图 7—3	我国历年来的 GDP 及股票筹资额·····	198
图 7—4	我国银行业金融机构总资产及增长率·····	200
图 7—5	我国商业银行不良贷款余额及不良贷款比例·····	201
图 7—6	西方发达国家及一些拉美国家 GDP 增长率·····	206
图 7—7	西方发达国家及一些亚洲国家 GDP 增长率·····	206
图 7—8	我国历年来 GDP 及其增速·····	211
图 7—9	我国历年来居民消费价格指数·····	211
图 7—10	我国历年来财政赤字及其占 GDP 的比重·····	213
图 7—11	我国历年来银行业金融机构净资产·····	214
图 7—12	我国历年来每亿元 GDP 消耗能源情况·····	215
表 1—1	不同学者对银行危机数量的统计情况·····	3
表 1—2	Goodhart (1997) 对 1980—1996 年银行发生危机或有 严重问题国家和地区数目统计·····	4
表 1—3	FSLIC 成员储蓄机构的经营状况·····	8
表 1—4	美国商业银行的房地产贷款·····	9
表 1—5	泰国住房贷款情况·····	11
表 1—6	某些学者关于金融自由化政策措施排序的建议·····	23
表 2—1	1998—2007 年 6 月全国房地产开发投资完成额·····	32
表 2—2	全国土地购置及开发情况年增长率·····	32

表 2—3	2000—2003 年个人住房贷款概况	39
表 2—4	四大国有商业银行房地产贷款不良状况	41
表 3—1	单位根检验	91
表 3—2	EG 两步法: OLS 估计结果	92
表 3—3	Johansen 迹统计量与最大特征根统计量检验	94
表 3—4	单位根检验	98
表 3—5	EG 两步法: 对北京市房地产市场的 OLS 估计结果	99
表 3—6	EG 两步法: 对上海市房地产市场的 OLS 估计结果	100
表 3—7	Johansen 迹统计量与最大特征根统计量检验	101
表 3—8	单位根检验	105
表 3—9	EG 两步法: 对辽宁省房地产市场的 OLS 估计结果	106
表 3—10	Johansen 迹统计量与最大特征根统计量检验	107
表 3—11	单位根检验	111
表 3—12	lp 与其他变量协整回归结果	112
表 4—1	1991—2006 年周收益各指标的统计特征	126
表 4—2	1991—2006 年周收益游程检验	127
表 4—3	1991—2006 年周名义收益的非参数估计风险率	130
表 4—4	1991—2006 年周超常真实收益的非参数估计风险率	131
表 4—5	1991—2006 年周名义收益风险率的参数估计	132
表 4—6	1991—2006 年周超常真实收益风险率的参数估计	133
附表 4—1	1991—2006 年月收益各指标的统计特征	134
附表 4—2	1991—2006 年日收益的统计特征	135
附表 4—3	1991—2006 年月收益的游程检验	135
附表 4—4	1991—2006 年日收益的游程检验	136
附表 4—5	1991—2006 年月名义收益的非参数估计风险率	136
附表 4—6	1991—2006 年日名义收益的非参数估计风险率	137
附表 4—7	1991—2006 年月超常真实收益的非参数估计风险率	139
附表 4—8	1991—2006 年日超常真实收益的非参数估计风险率	140
附表 4—9	1991—2006 年月名义收益风险率的参数估计	142
附表 4—10	1991—2006 年日名义收益风险率的参数估计	143
附表 4—11	1991—2006 年月超常真实收益风险率的参数估计	144
附表 4—12	1991—2006 年日超常收益风险率的参数估计	145
表 5—1	地下经济规模及地上、地下经济导致的逃税额	151
表 5—2	2002 年 1 月—2007 年 9 月国际热钱估算	155
表 5—3	2002—2007 年年度国际热钱估算	157

表 5—4	东南亚及拉美部分国家国际收支平衡表金融项目的变化·····	164
表 5—5	东南亚及拉美部分国家储备资产·····	165
表 5—6	东南亚部分国家投资占 GDP 比重·····	166
表 5—7	银行体系风险暴露水平·····	166
表 5—8	东南亚及拉美部分国家 GDP·····	167
表 6—1	国内房地产泡沫预警指标体系的相关研究·····	182
表 6—2	房地产泡沫预警的 LPM, logit 和 probit 的估计值·····	185
表 6—3	房地产泡沫预警的 LPM, logit 和 probit 的估计值·····	186
表 6—4	房地产泡沫的预警级别·····	186
表 6—5	日本房地产泡沫预警二元选择模型方法示例·····	187
表 7—1	美国、日本金融自由化程度比较·····	191
表 7—2	美、日金融自由化进程比较·····	192
表 7—3	20 世纪 70—90 年代某些南锥体国家及俄罗斯金融自由化的 范围和速度·····	193
表 7—4	20 世纪 70—80 年代某些亚洲国家金融自由化的范围和速度·····	195
表 7—5	世界各国及地区上市公司数量与资本化率表·····	197
表 7—6	我国历年股票筹资额及 GDP·····	197
表 7—7	我国的金融自由化进程·····	209
表 7—8	我国历年来国家财政收入及支出情况·····	212

第1章 课题研究背景和已有

研究成果综述

1.1 课题研究背景及意义

金融危机常常会对一个国家和地区造成极大伤害，并且在当前全球经济一体化及金融自由化步伐日趋加快的时代，一个国家和地区所发生的金融危机通常会通过很多渠道向其他国家和地区传播，并会加大其他国家和地区面对金融危机时的脆弱性。一般而言，急剧膨胀的资产市场泡沫是金融危机的前奏，金融危机的产生与爆发经常伴随着资产价格大幅上涨所导致的投机泡沫，而投机泡沫作为资产市场上与标准金融理论不一致的“异常”现象，在世界范围内普遍存在。其中相当一部分投机泡沫对金融乃至整个经济系统都具有“系统性”的破坏作用。历史上这类投机泡沫所引发经济危机的典型事件屡见不鲜，并对发生这类事件的国家造成了难以估量的损失。例如，荷兰的“郁金香热”（Dutch Tulip Mania, 1634—1637）^①、法国的密西西比泡沫（Mississippi Bubbles, 1719—1720）、英国的南海泡沫（South Sea Bubble, 1720）以及美国1929年的股市崩溃。另外，20世纪80年代在日本爆发的股市与房地产市场危机，以及此后长达十多年之久的经济衰退，也是股市泡沫与房地产泡沫在急剧膨胀后由于无法持续而破裂所带来的后果。

近年来，投机性金融活动成为诱发新兴市场国家金融危机的重要因素，金融自由化导致资产市场泡沫，而投机泡沫的破灭引发银行部门危机，进而导致金融危机与经济衰退。20世纪80年代的阿根廷、智利、墨西哥，以及90年代包括泰国、马来西亚、印度尼西亚和韩国在内的东南亚所爆发的金融危机都对这些国家和地区造成了难以估量的影响。资产价格泡沫通常都具有泡沫的产生、

^① 事实上，发生在17世纪的荷兰郁金香热，投机商品除了郁金香球茎之外，还有荷兰东印度公司的股票和房地产等，详见“Garber, 1990; Kindleberger, 1996”。

膨胀、破裂三个阶段：在第一个阶段，由于政府所推行的金融自由化或者是由中央银行长期实行宽松的金融政策，如长期推行低利率政策等等，导致信用扩张与膨胀，这种信用扩张使大量资金，有时候还包括国内外的游资，即通常所说的“热钱”（hot money）涌向房地产市场和股票市场，从而使得房地产和股票等资产的价格持续、快速上升，产生资产价格泡沫，并且这种泡沫膨胀会持续一定的时间；在第二阶段，由于泡沫不可能无限制地膨胀，当泡沫不再持续增长时，泡沫将在短时期内破灭，通常在几天或几个月当中资产价格崩溃；在第三阶段，由于资产价格的崩溃而导致发生大面积的违约，这种违约浪潮将导致银行危机，同时金融危机将马上体现在实体经济上，从而导致经济萧条，通常经济萧条将会持续许多年。

随着我国经济改革与开放的不断深入，如加入WTO、加快市场经济体制的建设等等，我国正在以积极的姿态参与国际市场的资源配置与竞争。随着经济全球化和金融自由化程度的逐步提高，目前国际“热钱”已经开始涌入，并且国内房地产价格居高不下，有些城市已经出现泡沫迹象。因此，研究资产价格泡沫尤其是房地产泡沫的动态演变过程以及对金融体系的影响，有助于及早发现金融系统的脆弱性，进而促使监管当局及时采取预防性措施；有助于化解与防范金融风险、防止金融危机；有助于保持金融体系的正常运行和经济的健康发展，具有十分重要的理论意义和现实意义。

我们的研究内容包括：（1）美国、日本和泰国的资产泡沫（我们主要着重于房地产泡沫）的产生、膨胀机制及这些国家资产泡沫破裂后所带来的影响，并对这些国家资产泡沫的形成原因进行剖析；（2）运用各种数学建模的方法，深入刻画我国房地产市场中投机泡沫的产生机制，并分析其对我国金融体系的影响；（3）运用现代计量经济学方法，对我国整体房地产市场及局部房地产市场进行检验，看我国现阶段房地产市场中是否存在投机泡沫，并分析影响住宅价格的两个重要因素——供给与信用规模对住宅价格的影响及作用方式；（4）运用现代计量经济学方法，对我国股票市场自成立以来是否存在理性投机泡沫进行经验检验；（5）在界定热钱的基础上，估算与测度我国境内国内热钱和国际热钱的规模，并简要阐述热钱与房地产泡沫的关系，介绍并评述热钱与人民币汇率关系的SM模型，同时以泰国、韩国等东南亚国家和巴西、阿根廷等拉美国家为对象，对热钱流动与金融脆弱性的关联进行国际比较分析，并在此基础上提出治理热钱的政策建议；（6）在介绍韩国和巴西建立跨境资本流动监测预警体系实践经验的基础上，提出我国建立跨境资本流动监测预警体制时应注意的问题，并给出相关政策建议，同时在比较国内房地产泡沫预警指标体系研究的基础上，提出建立房地产泡沫的监测、预警系统的方法；（7）在比较各国在金融自由化路径和模式选择及金融自由化相关研究文献的基础上，简要分析

了不同国家在金融自由化后的金融自由化效应差异所产生的原因,并分析了我国目前阶段实施进一步金融自由化的前提条件和存在的问题,同时在上述基础上,对我国金融自由化改革提出了若干政策建议。

1.2 世界各国房地产泡沫和金融危机回顾^①

20世纪80年代以来,随着金融自由化进程的逐步加快,金融危机在不同国家和地区频繁爆发。1997年7月爆发的东南亚金融危机,被认为是“全球化时代的第一次大危机”。据Lindgren、Garcia和Saal(1996)的统计,1980年到1996年期间,共有133个IMF成员国发生过银行部门的严重问题或危机。由于不同学者对危机的界定存在差异,因此不同学者对危机的统计数量也不尽相同。表1—1总结了不同学者对1980年至1995年期间全球范围内所爆发银行危机数量的统计情况。

表1—1 不同学者对银行危机数量的统计情况(1980—1995)

	银行危机的界定	发生银行危机的国家数	银行危机持续的平均长度(年)	发生系统性银行危机的国家数
Caprio 和 Klingebiel (CK, 1996)	依据熟悉该国银行问题的专家的看法(文献和言谈)来确定	86	2.6	72
Demirguc-Kunt 和 Detragiache (DKD, 1998)	发生下列4因素之一:(1)银行体系不良资产比率超过10%;(2)银行危机的财政成本至少占GDP的2%;(3)银行部门问题导致大规模的国有化;(4)较大范围的银行挤兑,或采取包括延长银行假期、存款冻结等紧急措施,或者存款政府担保普遍化	31	3.9	31
Dziobek 和 Pazarbasioglu (DP, 1997)	问题银行是否已占银行体系存款总额的20%	24	—	24
Kaminsky 和 Reinhart (KR, 1996)	(1)银行挤兑;(2)即使没有银行挤兑,但发生大规模的银行关闭、合并、接管及政府救助	25	—	25
Lindgren、Garcia 和 Saal (LGS, 1996)	发生挤兑或大规模的资产转移、金融机构破产及大规模的政府干预	149	3.5	40

注:(1)CK、DKD、DP、KR的统计不包括转轨国家,并且DP统计还不包括非洲国家。(2)DKD、KR和DP的研究目的是为了揭示银行危机的成因和结果,故统计数量较小。

资料来源 根据黄金老,2001整理。

除上述学者对全球范围内爆发了银行危机的国家和地区的数量进行了统计

^① 这一小节所引用的数据资料主要是参考了谢经荣(2002)、黄金老(2001)、奥村洋彦(2000)的研究。