

经济泡沫研究

Economy's Bubble Research

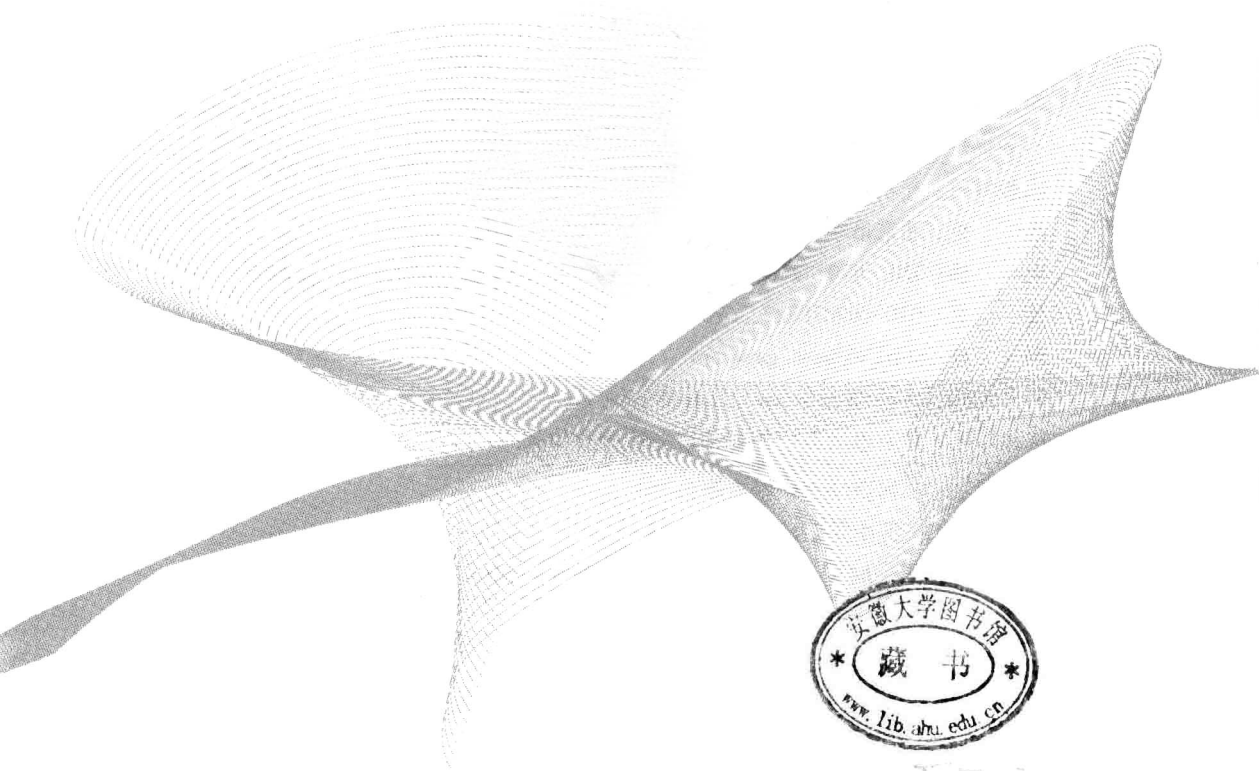
文红星 著

光明日报出版社

经济泡沫研究

Economy's Bubble Research

文红星 著



光明日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

经济泡沫研究 / 文红星著. -- 北京: 光明日报出版社,
2013. 6

ISBN 978-7-5112-4825-1

I. ①经… II. ①文… III. ①泡沫经济—研究 IV. ①F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 127124 号

经济泡沫研究

著 者: 文红星

出 版 人: 朱 庆

终 审 人: 孙献涛

责任编辑: 祝 菲

责任校对: 张明明

封面设计: 中联学林

责任印制: 曹 净

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市东城区珠市口东大街 5 号, 100062

电 话: 010-67078248 (咨询), 67078870 (发行), 67078235 (邮购)

传 真: 010-67078227, 67078255

网 址: <http://book.gmw.cn>

E - mail: gmcbs@gmw.cn zhufei@gmw.cn

法律顾问: 北京市洪范广住律师事务所徐波律师

印 刷: 三河市华东印刷有限公司

装 订: 三河市华东印刷有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社联系调换

开 本: 710×1000 毫米 1/16

字 数: 340 千字

印 张: 19.5

版 次: 2013 年 7 月第 1 版

印 次: 2013 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5112-4825-1

定 价: 58.00 元

版权所有 翻印必究

序 言

经济体系中的泡沫现象在早期只是偶尔发生,但自从布雷顿森林体系解体和凯恩斯主义盛行之后,各国的泡沫如雨后春笋般地涌现,更为可怕的是,它还可能在国家之间传递。在实践中,泡沫已成为的一个经常发生的广泛存在的问题。实践在呼唤着理论解释,所以,研究经济体系中的泡沫产生的原因、形成机制、预防和治理等问题既是理论界义不容辞的责任。到目前为止,虽有一些学者进行了研究,然而,总体上讲,困惑多、分歧多,太多重要问题都尚未取得各界认识比较一致的成熟结论,只能说尚处于起步阶段。特别是对泡沫的定义问题就存在困惑。金德尔伯格在被国际经济学界公认为权威的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中也只是给了一个描述性的定义。这个定义的缺点不仅仅在于只是描述性的,而且是难以把握的。此外,没有区别经济泡沫和泡沫经济,而事实上,这两者虽有联系,但确实有区别。笔者在本书提出了自己的主张,一定程度上克服了上述缺陷。

本书是对经济泡沫的系统性理论研究。首先对世界经济体系中有代表性的泡沫现象进行了考察分析,在对经济泡沫、泡沫经济以及相关概念梳理分析的基础上提出了自己的定义。其次分析经济泡沫的形成环境即哪些因素会导致经济泡沫的产生。然后,研究经济泡沫(特别是股市泡沫和房地产泡沫)的形成机理和防治对策。最后是案例研究。

本书比较重要的观点和创新包括:

1. 系统研究了金融市场的异化问题。金融市场是为资金的实际需求而产生和存在的,然而金融市场发展到今天,投机性需求之大,权机的风气之盛行令人瞠目。一定的权机性需求可能是正常的,对金融系统的功能损害不大,但超过一定的限度危害就大了,它会不仅导致“资金的空转”、优势企业难以获得资金,也可能导致人力等资源的浪费、社会风气的败坏等,这就是异化问题。令人惊讶的是,对金融异化问题的研究笔者尚为见到理论工作者的研究,只见到了

秦晓等少数实际部门工作者的研究。

2. 大多泡沫的真正制造者是政府。政府制造泡沫是为了实现其特定的目的。早期的密西西比泡沫是为法国王室的奢靡生活寻求资金,南海泡沫也是为英国王室筹集资金。中国于2005~2007年期间发生的股市泡沫是为了推行股权分置改革,以及“国企航母”的上市或回归。

3. 提出了分析泡沫的“三重背离法”。三重背离包括:资产价格与价值的背离、财富获得与财富创造的背离、资源的消耗与效用创造的背离。前两类背离为经济泡沫,三重背离都具备的经济体系就是泡沫经济。这样,就将资产价格与人联系起来了。与人的利益联系,也与人的心理联系。改变了以往研究“见价不见人”的缺陷。

4. 当前媒体和社会上流行说的泡沫大多是不存在的。由于对泡沫的概念和衡量没有准确把握,媒体和社会公众往往凭直观判断泡沫。股市火热一点说是泡沫,房价高一点说是泡沫,一盆兰草卖价高一点也说是泡沫……仿佛我们生活中到处都是泡沫。这些是很情绪化的说法,很不严谨、也很不科学。是不是泡沫需要采用科学依据衡量、评判。

5. 概括了经济泡沫的形成机理。包括是股市泡沫和房地产泡沫的形成机理。二者虽有一些联系,但区别还是明显的,包括泡沫载体自身的特征,供求特征、利益关系人等,所以分别予以研究。

本书是在作者博士论文基础上略加修改完善形成的。当初博士论文选题时因为要求“高深”,所以选择了经济泡沫这个自己和周围人都认为“高深”的领域。结果,我认为自己是花了两三年的时间才将经济泡沫这个范畴大致弄懂,并用了近六年的时间才完成论文。当时校外五位评审专家评分的算术平均数是91分,超出了我的预期。尤其值得一提的是人大的一位评审专家建议笔者三年内将这篇论文发展为三本专著,主题分别是泡沫理论、中国股市泡沫研究、中国房地产泡沫研究。在对前辈希望心存感激的同时更多的是愧疚:现在才出第一本,还不知有没有后两本。

最后特别要感谢的是博士论文的指导老师廖君沛教授,廖老师为我的论文确实提供了不少重要的实质性的指导,花了不少精力和心血,自认为以后唯有加倍努力探寻富民强国之道报以微薄之力报效国家人民才能报答师恩!

文红星

2013年5月于四川大学

目 录

CONTENTS

第一章 导 言	1
1.1 研究意义	/ 1
1.2 既有研究与评析	/ 3
1.2.1 关于经济泡沫范畴的界定	/ 3
1.2.2 关于经济泡沫形成原因的研究	/ 4
1.2.3 对经济泡沫膨胀机理的研究	/ 5
1.2.4 经济泡沫的破裂及其影响	/ 6
1.2.5 关于经济泡沫与泡沫经济的防治	/ 7
1.3 本书的结构与主要内容	/ 8
1.4 可能的创新	/ 11
第二章 泡沫的范畴与衡量	15
2.1 对世界经济中泡沫现象的考察	/ 15
2.1.1 成熟市场经济中的泡沫现象	/ 15
2.1.2 新兴市场经济中的泡沫现象	/ 19
2.1.3 转型经济中的泡沫现象	/ 23
2.2 经济泡沫与泡沫经济范畴的界定	/ 24
2.2.1 经济泡沫的含义和分类	/ 24
2.2.2 泡沫经济的范畴界定	/ 26
2.3 与经济泡沫相关的概念	/ 28
2.4 经济泡沫和泡沫经济的衡量	/ 29

2.4.1 概述	/ 29
2.4.2 经济泡沫的衡量	/ 30
2.4.3 泡沫经济的衡量	/ 34
2.5 对已经出现的经济泡沫的简要归纳	/ 35
2.6 对商品价值与资产价值的分析与比较	/ 36
2.7 似泡沫而不是泡沫的经济现象	/ 37
第三章 经济泡沫形成的条件	39
3.1 经济泡沫产生的制度背景	/ 39
3.1.1 货币的出现和演变为泡沫的形成和发展提供了可能性	/ 39
3.1.2 公有产权与资产价格泡沫	/ 42
3.1.3 政府隐形担保与经济泡沫	/ 44
3.2 经济泡沫产生的市场主体行为前提	/ 46
3.2.1 从众行为	/ 46
3.2.2 聚堆行为	/ 47
3.3 资本市场客体的特性与经济泡沫	/ 47
3.3.1 区别于消费品的投资(机)品特性	/ 47
3.3.2 影响特大的投机需求	/ 49
3.4 货币供给与经济泡沫	/ 51
3.4.1 政府预算软约束与货币供给的增加	/ 51
3.4.2 信用和货币供给传递的新机制与金融泡沫	/ 53
3.5 过剩资本的形成	/ 56
3.5.1 国民储蓄的增加与过剩资本形成	/ 56
3.5.2 金融深化与过剩资本的形成	/ 60
3.6 短期资本的国际流动与经济泡沫	/ 62
3.7 金融市场的异化	/ 64
3.7.1 金融市场异化的含义	/ 64
3.7.2 金融市场异化的表现	/ 67
3.7.3 金融市场异化的一般原因	/ 70
3.8 新时代思想与泡沫	/ 71
3.9 资产市场管理的缺陷与泡沫	/ 72
3.9.1 来自股票上市、退市和股权分置的制度缺陷	/ 73
3.9.2 股票市场主体相关制度缺陷与主体行为	/ 75

3.9.3	中介机构作用发挥不充分	/ 77
3.9.4	信息披露制度	/ 79
3.9.5	交易制度设计的缺陷	/ 79
3.9.6	政府监管不当	/ 80
3.9.7	政府角色定位偏差	/ 82
第四章	经济泡沫的形成与膨胀	84
4.1	金融资产(证券)价格泡沫的形成与膨胀	/ 85
4.1.1	金融资产价值变动的特征及其影响	/ 85
4.1.2	金融资产的供给特征及其影响	/ 86
4.1.3	金融资产需求的特征及其影响	/ 88
4.1.4	交易者竞争行为的特征及其影响	/ 91
4.1.5	证券供求与价格的相互作用与价格运动	/ 93
4.2	房地产泡沫形成和膨胀的机制	/ 94
4.2.1	房地产的供给特征及其影响	/ 94
4.2.2	房地产的需求特征及其影响	/ 96
4.2.3	房地产供求作用下价格泡沫的形成	/ 98
4.3	经济泡沫膨胀的演进	/ 99
4.3.1	从经济泡沫向泡沫经济的演进	/ 99
4.3.2	泡沫经济膨胀的演进路径	/ 101
4.4	经济泡沫膨胀过程中各经济主体的行为及其作用	/ 109
4.4.1	经济泡沫膨胀过程中的家庭行为	/ 109
4.4.2	经济泡沫膨胀过程中的企业行为	/ 110
4.4.3	经济泡沫膨胀过程中的银行行为	/ 111
4.4.4	经济泡沫膨胀过程中的对冲基金	/ 111
4.4.5	经济泡沫膨胀过程中的政府行为	/ 114
第五章	经济泡沫的破裂	117
5.1	导致经济泡沫破裂的因素及其作用机理	/ 117
5.1.1	实体经济因素的转化	/ 117
5.1.2	金融领域因素的变化	/ 122
5.1.3	实体经济与金融等虚拟经济因素高度融合条件下任何一方 盈利和预期的变化	/ 135

5.2 经济泡沫与泡沫经济破裂的机制	/ 136
5.3 经济泡沫破裂的影响	/ 138
5.3.1 经济泡沫破裂对金融系统的影响	/ 139
5.3.2 经济泡沫破裂对实体经济的影响	/ 144
第六章 经济泡沫的防范与治理	152
6.1 泡沫经济的防范	/ 152
6.1.1 实体经济领域的防范	/ 152
6.1.2 中观层面:优化产业结构	/ 157
6.1.3 宏观经济层面:调控政策的优化	/ 158
6.2 加强资产市场的管理	/ 173
6.2.1 规范资产市场投资者行为	/ 173
6.2.2 规范金融中介行为	/ 175
6.2.3 调节资产市场供求	/ 178
6.2.4 强化金融衍生产品市场管理	/ 182
6.3 经济泡沫破裂后的治理	/ 182
6.3.1 经济泡沫破裂后的危机处理	/ 182
6.3.2 资产市场低迷的扭转	/ 185
6.3.3 经济泡沫破裂后实体经济的恢复	/ 186
第七章 国外经济泡沫形成与治理的案例研究	189
7.1 日本泡沫经济的形成和治理	/ 189
7.1.1 日本泡沫经济的演化	/ 189
7.1.2 日本泡沫经济的背离性分析	/ 202
7.1.3 日本泡沫经济的严重后果	/ 205
7.1.4 日本泡沫经济的治理	/ 207
7.2 美国经济泡沫的形成与治理	/ 213
7.2.1 美国股市泡沫的形成	/ 214
7.2.2 美国股市泡沫的背离性分析	/ 221
7.2.3 美国股市泡沫的破裂及其对美国经济的影响	/ 223
7.2.4 美国股市泡沫的治理	/ 225
7.3 泰国泡沫经济的形成与治理	/ 230
7.3.1 泰国泡沫经济的形成	/ 230

7.3.2 泰国泡沫经济的破灭及其影响	/ 236
7.3.3 泰国泡沫经济的治理和经济复苏	/ 238
7.3.4 泰国泡沫经济的启示	/ 239
第八章 中国经济的泡沫问题研究	241
8.1 中国经济泡沫形成的特殊背景	/ 241
8.1.1 经济的持续高速增长	/ 241
8.1.2 超量的货币供给	/ 242
8.1.3 约束薄弱的上市公司治理	/ 245
8.1.4 股市制度的缺陷	/ 246
8.1.5 不协调、不完善的金融监管	/ 248
8.1.6 我国房地产业的制度缺陷	/ 250
8.1.7 房地产市场涉及的复杂利益群体关系	/ 251
8.2 中国股市泡沫形成的机理与影响	/ 252
8.2.1 中国股市股票供给的低价格弹性	/ 252
8.2.2 中国股市股票需求的高强度正价格弹性——中国股市 资金供给的分析	/ 253
8.2.3 中国股市交易主体的高投机热成为推动股市价格与供求 相互作用正反馈的强大动力	/ 255
8.2.4 中国股市泡沫的影响	/ 257
8.2.5 中国股市的背离性分析	/ 259
8.3 中国房地产泡沫的形成机理及影响	/ 261
8.3.1 我国房地产泡沫形成机制分析	/ 261
8.3.2 我国房地产泡沫对经济社会发展的可能影响	/ 270
8.4 中国经济泡沫的防范与化解	/ 271
8.4.1 我国经济泡沫防范与化解的一般措施	/ 271
8.4.2 中国股市泡沫的防范与化解	/ 274
8.4.3 中国房地产泡沫的防范和化解	/ 278
附 录	287
主要参考文献	292

第一章

导 言

1.1 研究意义

经济体系中泡沫的出现,早期的典型代表有荷兰的郁金香泡沫(1634 ~ 1637 年),英国的南海泡沫(1720 年)和法国的密西西比泡沫(1719 ~ 1720 年)。后来虽然一些国家的经济体系中也不时产生一些泡沫,但都是零星的,局部的,影响并不大。然而,近三十多年来,泡沫在世界经济中却逐步成为了一种较为普遍的经济现象,并在国家之间传递。自 20 世纪 70 年代以来,先后出现经济泡沫并导致金融危机的国家包括英国、拉美的大部分国家、美国、日本、东南亚的几乎所有国家,等等。从那时到 2002 年,经济出现严重泡沫并导致金融危机的国家大约有 80 ~ 100 个(Stiglitz, 2002)。实践呼唤着理论的解释。如果说泡沫问题是经济体系中的一种病症的话,那么,到目前为止,理论界对其病因、作用机理、应对策略等虽然做过不少研究,但无论理论分析还是实践对策,都尚未找到较为满意的答案。尤其是泡沫衡量与判断问题让经济学家最为棘手,即使是目前最有影响的由罗伯特·希勒(Robert. Shiller, 1981)创立的过度波动检测法,也存在致命缺陷,这可能能够解释为什么关于中国房地产泡沫和股市泡沫估计的争论如此激烈,且双方谁也无法说服谁。没有共同认可的评判依据的争论怎么可能达成一致的意见呢?对泡沫的估计莫衷一是,在对策上要形成比较接近的看法当然也就难了,更何况有的参与者的观点还明显带有一定社会集团狭隘利益的烙印。

中国的市场化取向的经济改革已进行了三十多年,中国经济在向市场经济转轨过程中已出现了房地产和股市泡沫,将来市场经济体制完全建立起来后,

泡沫问题很可能还会反复出现。我国已出现的全国性的经济泡沫有 1993 年前后出现的房地产、证券泡沫,1997 年至 2000 年出现的股市泡沫,2003 年前后开始的房地产泡沫,2006 年、2007 年的股市泡沫。地方性的影响较大的泡沫,有 1990 年代中期在海南、北海等地出现的房地产泡沫。在 1990 年代,由于我国资产市场发展程度尚不高,加之经济泡沫问题出现之后,政府及时采取了比较有力的措施,才使其没有对整个金融系统和国民经济发生严重影响。但是,近年随着资产市场的发育,加速膨胀起来的股市和房地产泡沫已形成对我国金融和经济的严重挑战了。

中国证券市场于 2005 年底开始实施的以股权分置改革为中心的制度变迁,导致了一次波澜壮阔的大牛市,上证指数在 2005 年 6 月只有 1000 点左右,而到 2007 年 10 月 16 日,该指数达到了 6124.04,市盈率也达到了近 70 倍,出现了较高程度的泡沫。之后便是快速的几乎毫无抵抗的下跌,到 2008 年 10 月 29 日,上证指数跌到了 1664.93 点。大多股民损失惨重,伤痕累累!同时,中国资本市场的制度建设也可谓任重道远。新的现实导致一些新的理论问题摆在了理论界面前:中国近几年的股市存在泡沫问题吗?严重程度如何?如果答案是肯定的,那么其形成的机制是什么?对我国实体经济的影响如何?政府对股市的管理与调控有没有值得改进之处?中国在未来的资本市场中应该如何防范与治理股市泡沫?这些问题虽然我国的理论界和实业界也有不少研究,但是,分歧不小,争论激烈,对股市泡沫形成过程内在联系与作用机制的认识若明若暗,不少仍停留于现象层次的归纳,规律性的东西把握不够,对策研究要取得满意的成果也就难了。

中国的房地产市场在 2000 年前后开始走出持续的低迷,交易开始活跃,价格缓慢回升,随着销售的增加,开发也逐步增加。没过多久,大约在 2003 年左右,房价就开始快速上升,特别是在上海、深圳、杭州等大城市,房价的上升速度之快、持续时间之久令人瞠目,这其中固然有正常需求上升导致的价格上升,但开发商、中间商、“炒房族”和地方政府、媒体等利益主体结合起来,抬升房价的事实更是不容忽视,由于房价太高,大多老百姓只能“望房兴叹”,或者沦为“房奴”。另一方面,房屋的空置率长时间居高不下,市场调节供求均衡的机制似乎在这里失灵了。其间中央政府虽先后出台多项措施稳定房价,但都收效不大,有的甚至可能是起了推波助澜的效果。直到 2007 年底,房价过快上升的势头才得到一定抑制,但泡沫并未化解,高企的房价对老百姓的压力并未减轻,泡沫一旦破裂沉重打击金融和经济的威胁并未消除。直到现在,中国的房价依然居高不下。诸多相关问题等待理论界给出满意的回答:中国的房价存在严重泡沫

吗?导致房价持续快速上升的正常、不可避免的因素作用有多少?不合理而必须给予有力抑制的因素影响的严重性到底怎样?在土地资源十分紧缺的现实国情下,有可能达到与广大中低收入群众可承受能力相容的房价吗?政府既有调控为什么没有解决问题,出路在哪里?未来的中国政府应该怎样顺应房地产的价格形成机制,给予房地产价格形成以有效调节,来促进房地产业的健康发展呢?

显然,我国经济泡沫防范和化解问题已经十分突出地摆在我们面前,要正确回答这一问题,就事论事不能解决问题,而必须在经济泡沫膨胀和破裂过程内在规律性的研究上下大工夫。本书试图在一般性与特殊性的结合上,对经济泡沫膨胀和破裂过程的条件、内在联系与作用机制做一番较系统的研究,力求做出有一定深度的理论回答,并在系统理论分析基础上,从复杂的矛盾现象中理出我国泡沫问题症结之所在,进而提出调控政策的改进建议。这一课题的研究如果能有所前进,对于经济泡沫的理论建设和我国金融风险的防范与化解,应当是有意义的。

1.2 既有研究与评析

1.2.1 关于经济泡沫范畴的界定

在英文中,泡沫对应的词汇是“bubble”、“rational bubble”、“speculative bubble”等,国外对泡沫的典型定义是金德尔伯格在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的表述,该定义强调泡沫的投机性特征,并对泡沫的演化过程作了简要描述,但没有对泡沫按其不同状况加以进一步区分。国外的其他研究基本也遵循这一定义,未做经济泡沫与泡沫经济的区分,而只是在不同的场合在泡沫的前面加上“理性”、“非理性”、“投机性”等定语。而国内普遍将泡沫进一步区分为经济泡沫与泡沫经济,徐滇庆(2000)、曾康霖(2002)和王子明(2002)等国内影响较大的学者均如此,但他们以及国内其他研究人员对于经济泡沫与泡沫经济的内涵并未形成较为一致的意见。对于经济泡沫,有代表性的观点包括:将经济泡沫视为经济发展过程中的不均衡现象(徐滇庆,2000),将经济泡沫视为资产价格对其价值的偏离(许均华 高翔,2000)或严重偏离(曾康霖,2002)、“非平稳性向上偏移”(王子明,2002)。而将“非均衡”的实质界定为是实际价格对均衡价格的偏离,又理解为对价值的背离,只是这种背离可以由市场机制调节而已。

可见,对经济泡沫的定义,国内盛行的观点存在共同之处——价格对价值的偏离,但又存在区别,徐滇庆强调的是经济泡沫的价格偏离能够由市场机制自动调节、曾康霖的定义与许均华及高翔的定义相比,突出了“严重”,而王子明的定义则是动态的。

对于经济泡沫的定义,我赞同国内学者所做界定的共同点——资产价格对其内在价值的背离。但仅仅这样定义还是不够的,还必须有更进一步的界定,才足以说明这种背离何以区别于一般商品价格对价值的背离,成为显著影响金融和经济,而受到人们格外关注的特殊范畴。否则,一个经济体系中,这也是泡沫,那也是泡沫,仿佛我们经常都生活在泡沫之中,抓不住它的特殊本质,也就难于弄清其变化的特殊规律性。

对于泡沫经济,除徐滇庆认为“泡沫经济是专指那些由于投机活动而导致市场价格大起大落的现象。”外,大多经济学家认为泡沫经济是在经济泡沫非常严重的情况下,对经济体系的其他部分造成了不良影响,并都强调泡沫破裂对经济体系的破坏非常严重。笔者基本赞同后一种观点,并讲在下一章进行详细的研究。

1.2.2 关于经济泡沫形成原因的研究

人们普遍认为,泡沫形成的直接原因主要是投机性需求。至于更进一步的间接原因,现有研究多为对各国具体案例的总结,从一般性的理论层面进行探讨的研究还很少见到。对于早期的荷兰郁金香泡沫、英国的南海泡沫和法国的密西西比泡沫,Garber 认为其主要原因在于政府的导演。对于美国 20 世纪 90 年代出现的股市泡沫,Shiller 认为包括十二个方面的原因。对于日本的泡沫经济,其本国经济学家宫崎义一、奥村洋彦以及我国的孙执中教授等分别都作了系统研究,在其泡沫的成因问题上观点比较一致:“广场协议”规定的日元大幅升值导致的资金大规模流入、金融自由化的失误、国内流动性过剩和政府的“不作为”等。泰国泡沫经济的成因,则认为主要在于外资快速的大规模流入。对于超越个别国家泡沫经济从更抽象层面对泡沫的成因的概括则见于国内王子明、扈文秀等的研究,如王子明将产生泡沫的原因概括为如下五个方面:经济货币化,金融资产扩张,金融衍生工具大量涌现;金融全球一体化,自由化,跨国游资大量出现;信息迅速、广泛的传播,交易手段的便利;经济环境变化、经济规范失衡导致泡沫;掌握大量资金、利用杠杆交易手段的基金管理人作用。可以看出,要对某一个具体的泡沫找出产生原因是比较容易的,也能够达成共识,但

要从一般性的理论层面作出概括则是非常困难的,其原因不仅在于各国的具体情况存在差异,同一个国家在不同的时期产生泡沫的背景也往往是不同的,而且理论的概括要求从现象层面深入到本质联系,不停留于容易见到的某些关系较直接的侧面,而要求从金融与宏观经济系统的整体联系去观察问题。从这个要求去看,既有的一些研究似有深入度、全面性、整体性不足之缺陷。

1.2.3 对经济泡沫膨胀机理的研究

对这个问题的研究很多。可分为两大类:第一类是对某一具体泡沫形成机理的研究,第二类是从抽象层面的一般性概括。对于前者,主要是研究某个国家在产生泡沫的某一时期的制度环境、资金因素、实体经济情况、政府对泡沫问题的认识与相关政策等如何对泡沫的膨胀发生作用,如 Shiller 对美国 20 世纪 90 年代股市泡沫的研究,他的研究全面系统、资料翔实,对十二个因素分别如何导致了“非理性繁荣”的分析非常细致深入,但他没有构建模型,也没有对泡沫的演化划分阶段。又如宫崎义一对日本泡沫膨胀机理的研究,他将日本泡沫经济的演化分为三个阶段,并对每一阶段的股票价格、房地产价格及其影响因素进行了详细的实证研究。至于对泡沫膨胀机理的抽象概括,一般的研究范式是:泡沫在什么前提条件下产生?如何膨胀?膨胀过程中各类利益关系人的心理与行为如何发生变化?从泡沫中获得巨额利益的强势人群如何拼命维护所得利益?对于泡沫的开始,一般认为是有重大的利好,如发现重大矿藏、实体经济持续快速增长、本币持续升值预期导致的外资大量流入,或者象中国前几年开始的以股权分置改革为中心的重大制度创新。至于导致泡沫继续膨胀机制的分析,则是围绕预期与价格的相互作用及这种作用的强化进行的。各个研究者的区别主要在于作用这种机制的具体因素不同。对这个问题研究得最详细的可能要算给《新帕尔格雷夫经济学大辞典》写“泡沫”词条的金德尔伯格了,他根据明斯基模型,将泡沫的演化分为六个阶段。哈佛大学的 Shleifer (2003) 对泡沫演化给出了简短而精辟的表述,并对历史上著名的泡沫事件的作了集中归纳,对每一个泡沫分为启动、掌握内情者的反应、泡沫的维持、权威机构的吹捧、泡沫破灭和政治上的反应等六个方面。所谓泡沫中的利益关系人主要关注于强势群体,如名人、大资金的掌控者或所有者、政府等。甚至有人认为政府就是泡沫的真正的唯一的制造者。已有研究通过历史事例,从经验的角度得出结论:既得利益的强势群体会拼命维持泡沫,从而使泡沫膨胀得以延续。也有人对股市泡沫与房地产泡沫的形成机理分别研究,但这类研究有影响力的还少

见,且大多内容已包含于前述内容之中。

上述研究使人们在认识经济泡沫膨胀的规律性上迈开了步伐,但不是这种认识的终结,这些研究同样存在着较多止于现象归纳、整体性不足的弱点。如,从大量现象看,引发泡沫的仅仅是偶然事件,还是需要把握住经济与金融运行中,在一定制度背景和其他客观条件下必然发生的变动、转化,许多研究者对此未加注意;预期因素有重要影响,但孤立地强调预期并不足以说明问题;强势者对泡沫的演化有重要作用,但这种作用离不开一定的环境和条件,并不足以始终决定一切等。还应看到,资产泡沫是一种价格现象,价格形成最核心的东西是供给、需求和竞争因素的作用,这些因素之间的相互作用,供求与价格的相互作用,以及价值变动对价格的作用,而所有各种经济、金融条件或因素都是通过上面这些因子对价格发生影响。因此,不剖析资产的供给、需求、竞争与价值变动的特殊性,以及它们之间相互作用的特殊性,便无从深刻把握资产价格运动的特殊机理。而既有研究或者根本不注意这些,或者对之尚缺乏较系统的研究和较深入的理论概括。

1.2.4 经济泡沫的破裂及其影响

对于经济泡沫破裂的研究,对破裂所产生影响的阐述很多,但对经济泡沫破裂的原因及作用机理的论述则非常少见,大多数研究者在研究泡沫破裂问题时只是非常简要地提及,或甚至完全不提原因,然后描述一下“股价大幅下跌”、“房价大幅下跌”之类的泡沫破裂现象,最后就是对泡沫破裂的危害大书特书。之所以如此,或许是因为泡沫破裂的危害是较容易观察到的(但不一定认识都到位),这方面可以说明问题的资料也多;或许还因为人们把泡沫破裂看作泡沫膨胀过了头自然要发生的现象而不予注意。从已有的研究成果看,一此学者认为,泡沫破裂之所以发生,有时是由于外部性的冲击,而有时是没有原因或者说是找不到原因的。例如,1987年10月,美国股市发生了暴跌,单10月19日这一天道·琼斯指数就下跌了22.6%,事后美国国会迅速组织了专门机构进行调研,企图找到暴跌的原因,但最后的结论竟然是:没有可以观察得到的原因(Miller,1990)。对于泡沫破裂影响的研究虽然很多,但主要也是集中在对泡沫破裂导致的金融危机的研究,研究范围主要限于金融领域,对于实体经济的危害虽然也有一定研究,但是对于影响传递的渠道与环节的研究却很薄弱。其实关于泡沫破裂的原因,应从内因与外因两方面去研究,而不能简单地仅看成是外部冲击的结果。就内因而论,经济泡沫演化过程中所积累的矛盾,当量变积

累到一定程度时,就会发生质变,走向自己的反面。从更大范围看,把资产市场视为经济金融系统的一部分,当引起或助推泡沫膨胀的经济或金融因素由于自身的矛盾运动发生转化时,也就会促使或触发资产泡沫由膨胀到破裂的转变。少见的关于泡沫破裂原因的研究,基本也都是针对个别案例的。至于总结各国泡沫破裂原因的共性,并从泡沫自身演变与实体经济、金融因素变化的结合上,对泡沫破裂的原因与作用机理进行系统研究和理论概括的成果,笔者尚未见到。

1.2.5 关于经济泡沫与泡沫经济的防治

既有研究普遍认为,经济泡沫是无法避免的,它广泛存在于市场经济体系之中,在泡沫不严重时,对实体经济也没有危害。只有当经济泡沫较严重、某一领域的投机性活动盛行,使资产的价格形成出现强烈正反馈的作用机制,才有必要采取措施治理。对于泡沫经济就不同了,学者们普遍认为,它的危害很大,是需要极力避免的,也是能够预防或化解的。但是在面对泡沫经济或严重的经济泡沫时政府该如何应对的问题上,分歧就大了。首先,面对资产价格泡沫中央银行是否应该干预?以 Adam S. Posen、Ben S. Bernanke 和 Mark Gertler 为代表的经济学家主张不干预,而以 Cecchetti 等为代表的经济学家则主张,中央银行应该对资产价格的泡沫作出系统性的反应。其次,在对待资产市场的交易成本上,以 Tobin 为代表的一派主张对资本市场的交易应实行比较高的税收,他曾早在 20 世纪 80 年代就针对日益脱离真实背景的交易数量快速扩张的外汇市场提出“在高速运转的砂轮下撒一些沙子”,而以 Miller 为代表的一派则坚决反对对衍生金融工具等资产市场实行较高的税收,理由主要是这会影响金融市场的效率与运行,并对实体经济造成危害。此外,在防治泡沫问题上有比较一致的观点,那就是要抑制投机性需求,规范市场交易行为。但是,对于如何抑制投机性需求,在实践层面上,不仅所应采取的具体措施看法未必统一,而且对是否把控制投机需求作为重中之重,给予切实有效、周密而有充分力度的抑制,也未见得是真正一致的,在这里,不仅存在认识上的差异,而且利益集团的影响也是很明显的。