



资产价格泡沫 及预警

Asset Price Bubble and Precaution

王 军 等 / 著



资产价格泡沫及预警

Asset Price Bubble and Precaution

王 军 逯新红 刘向东 / 著
王冠群 张焕波 王金萍

图书在版编目(CIP)数据

资产价格泡沫及预警 / 王军等著. —北京: 社会科学
文献出版社, 2013. 6
(国家社科基金后期资助项目)
ISBN 978 - 7 - 5097 - 4671 - 4

I. ①资… II. ①王… III. ①资本市场 - 经济波动 -
研究 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 106200 号

· 国家社科基金后期资助项目 ·

资产价格泡沫及预警

著 者 / 王 军 逯新红 刘向东 王冠群 张焕波 王金萍

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 邓泳红 陈 颖

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 陈 颖

责任校对 / 杨 楠

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京季峰印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2013 年 6 月第 1 版

印 次 / 2013 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 4671 - 4

定 价 / 79.00 元

印 张 / 26

字 数 / 385 千字

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

作者简介

王 军 男，山西临汾人。中央财经大学经济学博士，特华投资控股有限公司金融学博士后。曾供职于中共中央政策研究室，任政治研究局处长；现任中国国际经济交流中心咨询研究部副部长，副研究员。主要研究领域是：宏观经济运行与政策，金融理论与金融市场，资本市场改革与发展等。已出版《中国经济分析与展望》《中国石油安全保障体系建设》《亚洲竞争力研究》《中国财政、金融问题研究》《中国财政支出效益研究》《中国固定资产投资效益研究》等 10 余部学术著作，在《经济日报》《金融时报》《中国金融》《宏观经济研究》《经济学家》《中国工业经济》等报刊上发表学术论文 200 余篇。多次主持或参与国家及省部级研究课题，多次获省部级科研成果奖。

逯新红 女，山东巨野人。现为中国国际经济交流中心副研究员、副处长，中国国际经济交流中心博士后科研工作站博士后导师助理。日本广岛大学经济学博士，中国人民银行金融研究所博士后。从事国际经济金融和宏观经济的理论研究与政策咨询工作，主要研究方向为货币政策理论与实践、金融时间序列计量分析。发表 SSCI、SCIE、CSSCI 等学术论文多篇，核心期刊近 10 篇，参与国家自然科学基金管理学部青年基金项目、国家博士后基金项目、财政部项目、国际合作项目多项，参与中国人民银行等部门的研究课题多项，获得中国人民银行重点课题三等奖等。

刘向东 男，山东曹县人。北京大学光华管理学院管理学博士，曾作为访问学者在日本能源经济研究所工作，研究国际油价波动对中国宏观经济影响，现为中国国际经济交流中心副研究员、副处长。感兴趣研究领域包括产业经济、宏观经济、能源政策等。作为主要执笔人曾多次参与国家、地方及企业委托课题，先后在《Decision Support Systems》《经济管理》《中国物价》《中国发展观察》《中国经济报告》《中国中小企业》《财经》《中国经贸导刊》《上海证券报》等国内外期刊报纸上发表 20 余篇文章。

王冠群 男，天津人。南开大学经济学博士。曾于上市公司、金融机构和行业协会担任高管职务，现为中国国际经济交流中心博士后、副研究员、副处长。主要研究领域为金融方向，对行为金融与行为经济曾有涉足，公开发表文章几十篇，合著多部。

张焕波 男，山东青岛人，中国科学院管理学博士，清华大学公共管理学博士后。现为中国国际经济交流中心副研究员、副处长。从事国际经济和宏观经济的理论研究与政策咨询工作，主要研究方向为汇率、外汇储备、气候变化政策、低碳经济。发表 SSCI、SCI、CSSCI 等学术论文 40 余篇，为 Elsevier 经济领域期刊匿名审稿人；主持国家自然科学基金管理学部青年基金项目、世界自然基金会项目、国家博士后基金项目、财政部项目、中国发展研究基金会项目多项，参与国务院研究室、国家发改委、人事部、中国科学院、清华大学等部门的研究课题多项。参与起草中国首份低碳发展规划，2009 年作为中国 24 名学者之一在北京签署《中国学者哥本哈根气候峰会倡议书》。

王金萍 女，江西分宜人。英国约克大学经济学硕士。现为国家统计局国际统计信息中心副处长，高级统计师。研究方向为世界经济、国际统计制度方法。曾参与 2003 年以来《世界经济运行报告》，为《金砖国家联合统计手册 2012》撰写开篇报告，发表论文 50 余篇，参与撰写的研究报告多次获国家统计局机关统计科研优秀成果一、二等奖。

序 言

市场经济告诉我们，当过多的货币追逐过少的商品时，商品价格就会自然上涨。当过多的资金流入资产市场时，资产价格就会持续上涨。如果资产价格超过其实际价值时，就会形成所谓的“资产价格泡沫”。历史经验表明，没有永不破灭的泡沫，危机总是在泡沫被吹大后接踵而至。发生在 2008 年的全球金融危机就是美国房地产泡沫破裂的一种反映。资产价格泡沫不是一天堆积而成的，究其根源，在某种程度上应归咎于政府连续的错误决策，而如果继续延续这种错误决策，资产价格泡沫破裂引发的经济灾难将成为挥之不去的阴影。

中国有句古话叫作“人无远虑，必有近忧”。我们需要重新审视以往制定的一系列政策及其影响，以做到居安思危，防患于未然。中国的市场经济固然加上了“特色”和“社会主义”两个词，但只要还称为市场，经济规律就一定会起作用，不会因“特色”和“社会主义”而超脱于市场规律之上。近十年来，中国货币供应巨量增长，广义货币供应量（M2）平均增速在 18% 左右，2010 年和 2011 年 M2 都达到 GDP 的 1.8 倍，而美国这一占比在 1 倍以下。按市场经济的道理讲，如此高的货币供应量应该会带来急剧的通货膨胀，但中国短期内已经有效地控制了通胀急剧大幅上升的势头，这一现象被麦金农等国外经济学家称为“中国货币之谜”。长期看来，未来很长一段时期内，中国依然隐存的通胀风险不可小视，但相比较而言，资产价格泡沫风险可能更值得警惕。早在 2008 年国际金融危机爆发前夕，国际货币基金组织（IMF）对中国信贷增长过快可能形成的资产泡沫就提出了警示，呼吁正在采取

大规模财政、货币刺激政策的亚洲国家注意银行贷款质量。

近年来，中国以股票价格和房地产价格为代表的资产价格屡屡大幅波动、暴涨暴跌，不仅引发人们对中国经济增长稳定性和发展质量的担忧，而且增加了政府宏观调控的难度。比如，房价是越调控越走高，股价是越管制越低迷。这两个市场的变化，引起了国人极大的关注。可以说，资产价格泡沫问题已成为中国经济领域的焦点、热点和难点问题，无论是政府、企业抑或个人，无论是决策层还是理论界，无不给予其高度的关注，称其为万众瞩目恐怕一点也不为过。许多研究表明，比之高通胀风险，资产价格泡沫风险对中国经济的伤害更大、更持久、更难以治理，更为各界所担忧。从传导机制看，资产价格波动，能够通过消费、投资、预期、金融市场、土地市场等多种渠道，对我国宏观经济运行和宏观调控造成直接冲击，对证券市场、房地产市场的平稳运行及其相关产业的健康发展形成威胁，也对人民生活和社会稳定产生了诸多不利影响。近十几年来，我国经济在高速增长的同时，也累积了较为严重的金融、经济风险，这些风险已经严重影响了我国经济平稳较快发展的势头。2012年以来，我国经济出现一定幅度的下滑，面临着相当大的下行风险，与资产价格的波动不无关系。

“工欲善其事，必先利其器。”要想具备见微知著、辨识风险的能力，需要借助专门的工具箱。尤其对中国经济这样的复杂开放系统，要识别资产价格波动风险，需要从理论上建立资产价格波动预警指数，深入研究资产价格波动规律并持续跟踪分析，在此基础上，甄别和预判潜在的资产价格泡沫风险，为宏观经济政策选择提供一定的预警和指引，将有利于提高政策的前瞻性、针对性和有效性。因而这项研究非常必要、非常及时，意义重大。

近几年来，我国的股票市场和房地产市场这两个重要的货币蓄水池表现不尽相同：一方面，是股市低迷、阴跌不止，非理性衰退严重，市场融资功能萎缩、投资功能丧失，又到了发展的关键时刻，不改革没有出路；另一方面，是楼市涨易跌难、上下纠结，非理性泡沫堆积，难以消解，房地产金融风险犹如“达摩克利斯之剑”始终高悬，不调整同

样没有出路。从加快转变经济发展方式、推动经济结构调整的战略高度看，当前资产市场一正一负泡沫这一局面亟待改变。因为市场自有其规律，若不改变，付出的代价可能更大。

未来 10 年乃至 20 年，在推动中国经济转型升级这一历史性、全局性任务面前，资本市场应充分发挥以下三大功能：一是企业优选功能，即通过股票市场的信息披露和机构投资者理性投资与一般投资者的跟风投资，把具有发展前途、管理优异的企业优选出来；二是资本筹集功能，即运用股票市场的资本筹集功能，把资本向战略性新兴产业的骨干企业聚集，培养产业龙头以带动经济发展；三是收入分配功能，即通过股票市场使广大居民不仅成为消费者而且成为投资者，实现投资主体多元化的要求，使广大居民拥有多种资产，并不断增加财产性收入，尽快富裕起来，形成内生性增长的基础。为更好地发挥股市的三大功能，有必要保持股市大体稳定发展，避免剧烈波动形成破坏性影响，否则将会对实体经济运行、金融系统稳定和宏观经济政策目标实现产生较大冲击和负面影响。

因此，未来中国资本市场发展应坚持金融服务实体经济的本质要求，进一步推进证券发行、交易、分红、信息披露、退市、监管等一系列制度改革，真正发挥好资本市场资源配置、优胜劣汰的功能，以此迫使上市公司尽快提升核心竞争力、创新能力和赢利能力，促使包括证券投资基金、保险资金、企业年金、养老金、社保资金在内的长期资金和普通投资者都能够从市场稳步上涨上获得稳定的长期回报，分享中国经济长期稳定增长的红利。

居民住宅是带有一定社会保障性质的特殊商品，是市场上难以变现的不动产，关系着社会稳定与安全。从政府角度看，房地产市场的调控要同保障性住房建设联系在一起，抑制投机性炒作要与安居工程建设联系在一起。在房地产问题上，最基本的前提是民生，最根本的目的也是民生。解决好普通居民的居住问题，是政府应尽的责任和义务。从我国房地产发展看，根本目标是实现党的十七大提出的“住有其居”。这个目标的实现，特别是满足低收入群体的住房需求，必须要靠政府主导、

靠加快发展保障性住房来实现。保障性住房建设是解决我国民生问题的关键，事关执政根基，但资金筹集、建设、分配、退出等各环节涉及方方面面，错综复杂。可以说，房地产建设既是一个经济问题，也是一个社会问题，既要考虑效率，也要兼顾公平。妥善解决好这个问题，对我国经济社会民生发展具有极端重要的意义。因此，房地产发展应在政府宏观调控下，依靠市场机制实现有序发展，避免因市场失灵而致使价格过度波动，引起社会的不稳定，造成对经济的伤害。

经过这两年的努力，我国房地产调控取得了一定成效，房价过快上涨的局面得到初步控制。但是，我国主要城市面临的高房价问题仍是社会矛盾的焦点，尤其是高房价对居民消费形成很强的“挤出效应”，影响消费需求的中长期稳定增长。当前我国的房地产市场正处于敏感时期，房地产调控也面临两难境地：一方面，为了防止经济减速过快，需要房地产市场的稳定发展，但如果政策放松过快，尤其是利率下调过快，又有可能将房地产泡沫重新吹大，将风险后移；另一方面，为了抑制房地产泡沫继续膨胀，防止房价再次反弹使民众失望、政府失信，房地产调控尚需进一步坚持和加强，但如果货币继续维持紧缩，房地产投资可能进一步下降，从而威胁到银行资产质量乃至整体宏观经济。

展望未来，要想增强消费对经济增长的拉动作用，必须进一步扩大住房消费，活跃住房市场，这是其他方面的消费难以代替的。活跃住房消费，保持房地产投资的合理规模，必须在稳定城镇住房价格的前提下进行。事实证明，地价过高是高房价的主要推手，而推高地价的主要原因是城镇土地使用的“招拍挂”制度。相对于过去的协议转让，公开、透明的“招拍挂”制度无疑是一个进步，对防止土地转让中的腐败具有重要作用。但把具有一定公共产品性质的经济适用房和保障房建设用地纳入“招拍挂”范围，必然带来过高的房价。同时，由于地方政府对土地财政的依赖，地价越高，土地出让金收入就越多，形成了地价和房价的互相推动机制。所以，稳定城镇住房价格，关键在于改革土地出让制度，对不同用途的土地实行不同的出让方式。对商业性建筑、商品住宅建设用地，可继续沿用“招拍挂”的方式；对经济适用房和保障

房建设用地，应采取政策性供地方式，以降低地价。通过改革，使房地产业成为支撑经济增长的持久不衰的支柱产业。

有鉴于此，中国国际经济研究交流基金把“资产价格波动预警与宏观经济政策研究”列入2010年度重点研究项目，委托中国国际经济交流中心咨询研究部副部长王军博士牵头，会同逯新红博士、刘向东博士、张焕波博士、王冠群博士和中国国家统计局的王金萍博士等几位青年学者，用近两年时间开展这项研究。此项研究阐述了资产价格泡沫形成的原因及其对宏观经济的影响，总结了世界主要国家应对资产价格泡沫的国际经验和教训，构建和编制了股票和房地产两大主要资产价格波动预警指数，探讨了资产价格波动冲击下的货币政策选择。其中一些重要结论、观点和建议，如货币政策应关注股票价格波动，有必要建立资产价格波动预警指标体系，应继续深化利率市场化改革，治理的重点应放在泡沫破灭后，完善资产市场基础设施建设，积极培育机构投资者等。我认为这是很有见地、很有价值的。

诚然，本项研究还存在很多不足之处，有待进一步完善。总体上看，目前国内外关于建立资产价格波动预警指数的相关研究较少，这是一个攻坚课题，也是一个创新性研究。我希望他们能够继续深化和完善此项研究，向政府、企业和个人提供重要的判断依据和决策参考，向投资者提供宏观角度的风险甄别和投资建议，向学者提供严谨有效的分析工具和研究框架。

是为序。

郑新立

2013年5月

目 录

第一章 导 论	1
第一节 问题的提出与研究的意义	1
一 资产与资产价格	1
二 问题的提出	2
三 本项研究的意义	3
第二节 资产泡沫的内涵与特点	11
一 主流经济理论对泡沫的认识	11
二 股票泡沫的内涵与特点	12
三 房地产泡沫的内涵与特点	12
四 资产价格泡沫的内涵与特点	14
第三节 有关资产价格泡沫的文献回顾	15
一 股票泡沫重要文献回顾	15
二 房地产泡沫重要文献回顾	20
第四节 基本分析框架	22
第二章 资产价格波动对宏观经济的影响	25
第一节 资产价格波动对实体经济的影响	25
一 资产价格波动对消费的影响	26
二 资产价格波动对投资的影响	33

第二节 资产价格波动对金融系统的冲击	41
一 资产价格波动与金融系统的关系	41
二 资产价格波动影响金融系统稳定的渠道	42
第三节 资产价格波动对货币政策目标的冲击	45
一 传统的货币政策传导机制	46
二 资本市场传导货币政策的机制分析	50
三 资产价格波动对货币政策的影响	55
四 关于货币政策是否考虑资产价格的两种观点	61
五 货币政策干预资产价格波动的方式	63
六 货币政策考虑资产价格波动的政策选择	64
第三章 资产价格泡沫的国际经验与教训及我国对策	68
第一节 金融自由化与金融危机	68
一 金融自由化是大势所趋	69
二 金融自由化中应注意的问题	69
第二节 资产价格泡沫破灭的历史经验教训	70
一 日本的经验教训	70
二 1997 年东南亚金融危机	77
三 1997 年韩国金融危机	88
四 1997 年俄罗斯金融危机	90
五 2000 年美国互联网泡沫的破灭	94
六 2007 年美国次贷危机	98
七 德国稳定住房价格的经验	103
第三节 历次金融危机给我们的启示	107
第四节 我国预防资产价格泡沫, 避免金融危机爆发的应对政策	109
第四章 股票价格波动预警指数	112
第一节 国内外股市泡沫理论文献综述	112
一 股市泡沫概念释义	112

二	国内外股市泡沫研究综述	117
三	股市泡沫检验方法研究综述	130
第二节	构建股票价格波动预警指数	134
一	编制股票价格波动预警指数的重大意义	134
二	股票价格波动预警指数编制原则及编制步骤	135
三	预警指标选取	137
四	指标标准化	145
五	权重设定	146
六	状态区域划分和临界点确定	147
七	股票价格波动预警系统	152
第三节	股票价格波动预警指数结果与分析	153
一	股票价格波动预警指数结果	153
二	典型案例分析	156
三	股票价格波动预警指数分项指标分析	161
第四节	货币政策应关注股票价格波动的几点建议	166
一	金融资产价格尚未成为我国货币政策的重要经济变量	167
二	政府层面仅限于关注态度	168
三	学者层面的不同态度	169
四	货币政策应关注股票价格波动的几点建议	172
第五章	房地产价格波动预警指数	177
第一节	国内外房地产泡沫理论基础	177
一	房地产泡沫概念释义	177
二	国内外房地产泡沫检验理论	182
三	国内外房地产泡沫检验方法	187
第二节	构建房地产价格波动预警指数	191
一	房地产泡沫化检验指标	191
二	编制目的及步骤	201
三	编制原则	202

四	预警指标选取	203
五	标准化处理	204
六	权重设定	205
七	状态区域划分	205
第三节	房地产价格波动预警指数结果与分析	207
一	预警指数经济含义	207
二	预警指数应用分析	210
第四节	促进我国房价合理回归的几点建议	215
第六章	资产价格波动冲击下的货币政策选择	219
第一节	股票价格波动冲击下的货币政策选择	219
一	寻求防止泡沫过度膨胀与确保经济增长之间的相对 平衡点	219
二	我国创业板市场“三高”问题研究	226
三	附录：1990~2012年我国资本市场发展历程回顾	240
第二节	房地产价格波动冲击下的货币政策选择	250
一	中国房地产市场及调控政策效果评述	251
二	中国保障性住房融资状况及若干建议	257
三	2001~2012年中国房地产调控政策大事记	276
第七章	资产价格波动预警指数应用	288
第一节	2012年1~9月CCIEE股票价格波动预警指数走势 评述	288
一	潜龙勿用，或龙在渊	288
二	“牛”路漫漫，其修远兮	291
三	奈何浮云遮望眼，只缘身在最底层	295
四	人间四月芳菲尽，股市桃花始盛开	301
五	蔗浆金碗冰盘冻，不信人间五月凉	309
六	阴阴松竹满东山，闻说股市六月寒	317

七 股市七月阴气寒，重云低湿天漫漫	329
八 江边松菊荒应尽，八月股市夜正长	340
九 九月风光虽已暮，股市景物未全衰	353
第二节 2012 年中国房地产调控：向左走，向右走？	363
一 继续实施房地产限购政策会导致经济大幅下滑吗？	364
二 刚性需求支撑下房价回归至什么价位才算合理？	370
三 规模化保障性住房能否完全填补住房供给缺口？	375
四 中国房地产市场启动新一轮改革的重点在哪里？	377
参考文献	384
后 记	397

第一章

导 论

第一节 问题的提出与研究的意义

一 资产与资产价格

资产价格波动是经济实践的重要现象，也是经济理论中不断探索研究的重要课题。而研究资产价格波动需要在基本概念上廓清对资产和资产价格的基本认识。

从理论上讲，资产的概念源于财务理论，同时在财务会计理论中存在较大争议。尽管，会计学家都力求对资产给出满意的公认的定义，但截至目前，关于资产的权威定义尚未形成，学术界和实务界对资产的定义仍有很多版本。为了解决相关争议，理论界大多采取了梳理资产特点的思路来近似描述何为资产。1992年，我国颁布《基本会计准则》，对资产的定义采取了较为综合与折中的思路，将资产定义为“能够用货币计量的经济资源”，这就从较为狭义的会计学角度，走向了更为宏观的经济学视角。一定程度上解决了过于抽象和资产难以计量的缺陷，形成的资产定义具有较高的理论价值。当然，从历史与发展的角度看，任何定义都不会静止不动，都会随着经济实践与理论发展逐步前进。

资产价格是指资产转换为货币的比例，也就是一单位资产可以转换为多少货币。首先，需要注意的是：资产价格不仅涉及资产，还涉及与

货币相关的各因素，换言之，资产价格与货币环境息息相关，资产价格与货币价格息息相关。其次，我们通常讨论的资产价格具有广义与狭义之分。就广义而言，任何资产都会具有自己的货币衡量，也就都会有相应的价格。简言之，任何资产的价格都可成为资产价格。但就狭义而言，经济实践与理论较为普遍涉及的资产价格则主要聚焦在与资本市场交易相关的经济资源等品种和以房地产为代表的不动产价格。进一步具体化，我们可以近似认为股票价格与房地产价格是资产价格的典型代表。本项对资产价格波动的研究就是以股票价格和房地产价格为主要研究对象。

二 问题的提出

总体而言，近年资产价格大幅波动已对世界经济产生了不容忽视的影响，成为世界经济中的重要现象。对于禀赋与后天优势不同的国家，国情差异对其影响各不相同。实际上，有些国家与地区在某种资产的价格大幅飙升中获利不菲，而有些国家与地区则深受其害。有些国家、地区和利益集团基本掌握了某种资产价格波动的主导权，在干预和适应资产价格大幅波动中游刃有余；有些国家、地区和利益主体则相对被动，举步维艰。审视近年资产价格剧烈波动，我们不难发现，资产价格剧烈波动对世界经济复苏以及对全球所有利益主体的影响正在日益扩大，对世界经济加快复苏及持续增长、国际贸易良性发展和国际分工调整与合理化都产生了深远影响，已经引发世界各国对这个问题的警醒与重视。应该说，要改革与完善全球经济治理，最大限度地创造世界经济发展良性环境，对资产价格波动预警进行研究意义重大、非常必要。

近年来，资产价格大幅波动已对我国经济产生了不容忽视的实际影响。自改革开放以来，我国经济迅猛增长，成就瞩目。但困扰我国经济发展的各种因素不断出现，其中，资产价格大幅波动已成为近年我国生产资料与消费品价格大起大落的一个重要因素，对我国宏观经济环境造成直接冲击，对我国诸多产业的健康发展形成威胁，对人民生活产生诸多不利影响，严重影响了我国经济平稳较快发展。