

鞠方 ◆ 著

房地产 泡沫研究



基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架

FANGDICHAN PAOMO YANJIU



鞠方 ◆ 著

房地产 泡沫研究

基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架

中国社会科学出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

房地产泡沫研究：基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架 / 鞠方著. —北京：中国社会科学出版社，2008. 10

ISBN 978 - 7 - 5004 - 7148 - 6

I. 房… II. 鞠… III. 房地产业 - 研究 IV. F293.30

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 120514 号

责任编辑 冯春风
责任校对 刘 娟
封面设计 福瑞来
版式设计 王炳图

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店经销

印 刷 北京君升印刷有限公司 装 订 广增装订厂

版 次 2008 年 10 月第 1 版 印 次 2008 年 10 月第 1 次印刷

开 本 710×980 1/16

印 张 17.75 插 页 2

字 数 285 千字

定 价 33.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

序

鞠方博士的著作《房地产泡沫研究——基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架》选题新颖，有重要的理论意义和实际应用参考价值。

基于对现代经济和房地产市场特殊性的分析，作者提出了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架，把房地产泡沫放在协调处理好实体经济和虚拟经济关系的角度进行研究，重点剖析房地产泡沫、经济增长和金融发展三者之间的内在联系，从而为三者的互动协调发展提供理论基础，而不是孤立地研究房地产泡沫。作者强调房地产泡沫的复合性，给出了中国房地产的复合泡沫论的新判断，提出了实体型泡沫、虚拟型泡沫和混合型泡沫的新分类。

通过实证分析，作者发现实体经济因素和虚拟经济因素以及产业变量都对房地产价格产生影响，实证结果较好地支持了复合泡沫论的判断，房地产泡沫是一种综合性质的泡沫，既有实体经济方面的因素，也有虚拟经济方面的因素，更多的是与虚拟经济部门有关。鞠方博士进一步提出房地产市场的货币积聚假说来解释房地产泡沫现象。作者认为房地产泡沫是大量货币（尤其是大量投机货币）更加偏好于具有明显虚拟经济特征的房地产的结果。来自日本和中国的实证分析较好的支持了这一假说。

整体而言，作者在充分了解和掌握相关领域研究基础上，运用虚拟经济、资金流量、比较、历史、计量等分析方法，建立了一个二元结构分析框架；探讨了房地产泡沫的判断依据、成因及演变过程；实证检验了房地产泡沫不同阶段的效应。著作的创新点主要表现在：（1）提出了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架；（2）提出和论述了实体型泡沫、虚拟型泡沫和混合型泡沫的新分类；（3）提出了房地产货币化和虚拟化过程中的市场货币积累假说；（4）提出和论述了中国房地产复合

泡沫论的新判断。这些创新丰富了房地产经济学研究的内涵，为解释房地产泡沫现象提供了新的思路和方法。

作为导师，我真心祝愿鞠方博士未来的学术之路越走越好。

是为序。

曹振良

2008年1月于南开

目 录

序	曹振良 (1)
第一章 导论	(1)
第一节 研究现状及选题意义	(1)
第二节 研究的基本思路、创新及其不足	(2)
第二章 虚拟经济和房地产泡沫:理论文献述评	(5)
第一节 关于泡沫的一般理论述评	(5)
第二节 关于房地产泡沫的一般理论述评	(14)
第三节 虚拟经济的一般理论	(26)
第三章 房地产泡沫:一个新的二元结构分析框架	(38)
第一节 房地产泡沫的二元结构分析框架 ——基于实体经济和虚拟经济的二分法的思考	(38)
第二节 房地产泡沫测度的再思考	(80)
第四章 房地产泡沫成因的理论和实证分析	(101)
第一节 关于房地产泡沫成因的现有理论述评	(101)
第二节 房地产泡沫成因的实证检验 ——来自日本、中国的证据	(115)
第三节 房地产泡沫成因新解:房地产市场货币积聚假说	(152)
第五章 房地产泡沫的影响及其扩散传导机制分析	(168)
第一节 房地产周期对房地产泡沫效应的影响分析	(168)
第二节 上行周期阶段房地产泡沫的影响及其 传导作用机制分析	(171)
第三节 下行周期阶段房地产泡沫的影响及其 传导作用机制分析	(202)
第四节 房地产泡沫经济效应的实证检验	(205)
第六章 房地产泡沫的治理效果评价与对策建议	(214)

第一节	房地产泡沫治理的国际经验总结	(214)
第二节	中国房地产泡沫治理的不同政策措施 回顾和评价	(223)
第三节	加息对房地产市场的影响及其实证检验 ——兼评利率政策的有效性	(232)
第四节	提高房地产泡沫治理有效性的对策建议	(253)
参考文献		(263)
后记		(278)

第一章 导论

第一节 研究现状及选题意义

一 研究现状

随着房地产泡沫全球化和普遍化趋势越来越明显,房地产泡沫成为全球关注的热点和难点问题。从1979年的住房制度改革以来,我国房地产业经历了20多年的潮涨潮落。经济学家们的论证和现实都证明,我国目前正经历房地产业投资的第三轮快速增长。据业内人士形容,过去5年是中国房地产业的“井喷时代”,存在极为严重的“泡沫”化现象,这一现象已经引起了理论界和实务界的广泛关注。目前关于房地产泡沫的研究越来越多,但是尚处于一个比较初级的阶段,中国房地产行业究竟是否出现了泡沫?房地产泡沫产生的根源何在?如何衡量房地产行业是否出现了泡沫,其影响是什么?如何防范和进行政策的调控?关于房地产泡沫的很多基本理论问题至今没有得到解决。大多数研究坚持从实体经济的角度研究房地产泡沫问题,从虚拟经济视角研究房地产泡沫的并不多见。在国内,黄石松、陈红梅从虚拟经济的角度对当前房地产泡沫有关问题进行了初步的探讨,但是并没有就房地产泡沫和虚拟经济的内在联系展开研究。我们认为把虚拟经济和实体经济结合起来进行研究有利于我们揭开房地产泡沫的面纱,更好地了解房地产市场的运行规律。传统经济学坚持成本—收益分析法来分析房地产定价和房地产泡沫的成因,重视房地产的消费功能和使用价值,实体经济分析法不能很好地解释现实中的房地产价格和经济增长背离的现象,从经济基本面难以合理解释房地产市场的泡沫现象,为此引入虚拟经济理论就显得十分必要。房地产作为一种比较特殊的虚拟资产,具有虚拟经济的一般特征,资产化定价方式明显,从房地产作为虚拟资产的角度我们将发现房地产泡沫具有内生性,即使在房地产市场和实体经济部门之间协调发展的情况下,同样有可能出现房地产泡沫。承认房地产市场的相对独立性和特殊性,正确认识房地产泡沫的外生性和内生性,对于促进房地产市场和实体经济协调互动发展,进而实现虚

拟经济和实体经济之间的协调健康发展具有重要意义。本书把实体经济和虚拟经济结合起来,提出了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架,对房地产泡沫的存在性、成因、生成机理和发展演变过程、影响及其治理等问题尝试进行分析,重点研究房地产泡沫的测度和成因,试图为科学管理房地产市场和治理房地产泡沫提供理论依据。

二 研究意义

1. 有利于提高宏观调控政策有效性

经济过热的治理根源在于房地产泡沫。因此研究房地产泡沫,找出房地产泡沫的症结所在,是治理经济过热和提高宏观调控政策有效性的客观需要。

2. 有利于维护整个金融体系的安全和健康发展

房地产泡沫和金融系统密切相关,房地产泡沫对金融体系的安全造成巨大的损害,可能诱发金融危机,因此,研究房地产泡沫有利于维护整个金融体系的安全和健康发展。

3. 有利于促进房地产市场和实体经济部门的协调发展

房地产市场和实体经济存在千丝万缕的联系,房地产的健康发展对经济增长至关重要,研究房地产泡沫,有利于促进房地产市场和实体经济部门的协调发展,从而为经济增长服务。

4. 有利于和谐社会的构建

房地产泡沫事关老百姓的安居乐业和社会稳定,房地产泡沫引发的财富分配效应可能加剧收入分配差距,造成社会利益主体的矛盾激化,研究房地产泡沫有利于维护整个社会的公平、稳定和协调发展,具有重要的理论和现实意义。

5. 有利于其他国家和地区治理房地产泡沫

房地产泡沫目前已经成为一个国际性课题,房地产泡沫呈现国际化和普遍化趋势,研究中国的房地产泡沫将为其国家和地区治理房地产泡沫提供可供借鉴的资料。

第二节 研究的基本思路、创新及其不足

一 研究的基本思路

传统经济学坚持成本—收益分析法来分析房地产定价和房地产泡沫

的成因,重视房地产的消费功能和使用价值,实体经济分析法不能很好地解释现实中的房地产价格和经济增长背离的现象,从经济基本面难以合理解释房地产市场的泡沫现象,为此我们引入虚拟经济理论来解释房地产泡沫,建立了一个基于实体经济和虚拟经济的二元结构分析框架,我们强调房地产泡沫的复合性,重视预期和心理活动、不确定等因素在房地产定价中的作用。我们从界定有关房地产泡沫的基本概念和基础理论出发,对房地产泡沫的定义进行了梳理和厘定,强调房地产泡沫的内生性、虚拟性、阶段性和脆弱性,然后我们对房地产泡沫的存在性及其判断进行了深入的探讨。在此基础上,我们对房地产泡沫的成因进行了全面探讨,通过着眼于虚拟经济这一新的背景,对房地产泡沫的成因给出了新的解释。我们认为经济虚拟化是房地产泡沫产生的大背景,土地的货币化和货币虚拟化是房地产泡沫孳生的大前提。进一步我们对房地产泡沫的发展演变过程进行了细致的剖析,考察了房地产泡沫由小变大的膨胀过程以及房地产泡沫由大变小的破灭过程。对房地产泡沫的波及过程和传染渠道进行了尝试性研究,试图找出房地产市场、实体经济和虚拟经济之间的内在的作用和传导机制。此外我们还就房地产泡沫的正负效应或者影响进行了深入分析,在强调房地产泡沫的正效应的同时特别注重对房地产泡沫的负效应的分析,并对房地产泡沫的经济效应进行了实证检验。最后我们对如何提高房地产泡沫治理有效性给出了一些对策建议。

总的来说,我们沿着房地产泡沫定义和类型——房地产泡沫存在性——成因——房地产泡沫的发展演变过程——不同阶段的正负效应——对策建议的逻辑进行研究。

研究的逻辑路线和基本框架参考图 1-1。

二 研究的主要方法

一是从虚拟经济角度分析房地产泡沫,强调房地产市场的虚拟经济特征,从虚拟经济探讨房地产市场的运行规律,有助于加深对房地产泡沫存在合理性的理解。二是货币资金流量分析,从宏观金融过程分析房地产价格泡沫成因,从而将房地产泡沫的成因、治理和宏观调控政策有机结合起来,是对货币主义理论的应用和拓展。三是比较分析法。四是历史分析法。五是数理和计量分析法。

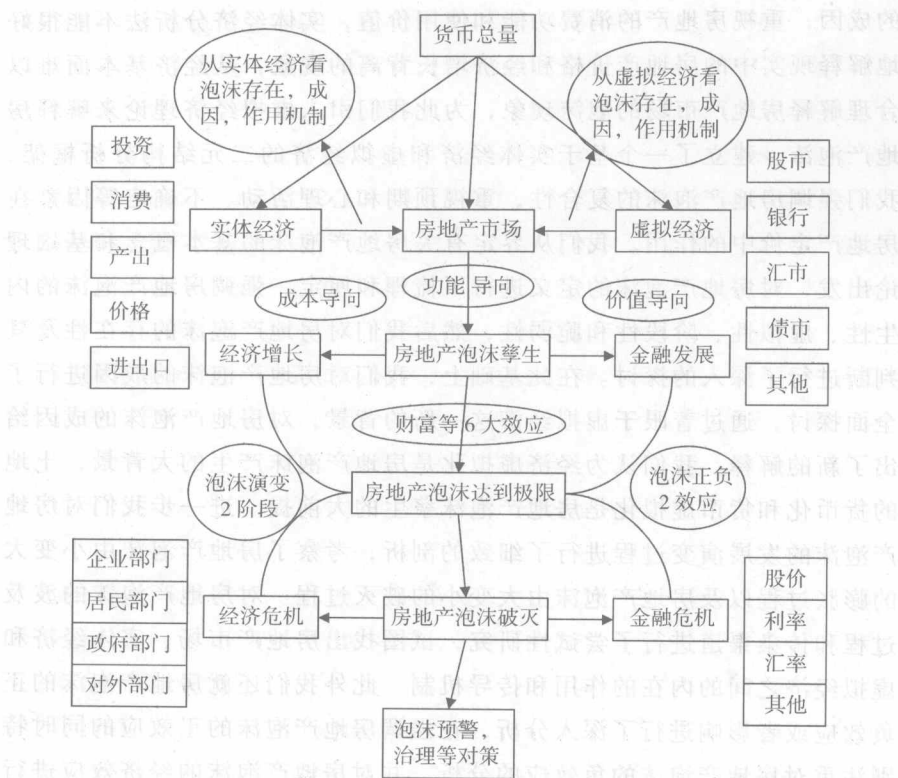


图 1-1 虚拟经济视角下的房地产泡沫演化趋势图

第二章 虚拟经济和房地产泡沫： 理论文献述评

第一节 关于泡沫的一般理论述评

这里我们分析泡沫的一般理论。通过对泡沫的定义、泡沫的共同特征、泡沫的本质、泡沫的性质和类型、泡沫的成因、泡沫的影响等问题的分析，为研究房地产泡沫提供理论基础。

在日常生活中，人们大量地使用“泡沫”这个词，经常把某一产业在一定时期内的发展状态称为“××泡沫”，例如：“房地产泡沫”、“股市泡沫”等等。那么，究竟什么是“泡沫”呢？经济史上不乏泡沫的案例。最早的泡沫现象可以回溯到1634—1637年间在荷兰发生的郁金香狂潮，普通郁金香球茎价格从1636年11月到1637年1月上涨了25倍。1637年2月5日投机达到最高峰后，价格即开始剧跌。1719—1720年发生在法国的密西西比泡沫，印度公司的股票从1719年10月的每股500利弗尔上升到1720年1月的18000利弗尔，上涨了36倍，到1720年12月则跌至1000利弗尔，短短不到一年的时间里下跌了18倍，仅比最初的500利弗尔增加了1倍。与此同时在英国发生了南海泡沫，南海公司的股票指数从1720年1月的128点上涨到7月1日的950点，上涨了7.42倍，于10月14日跌至170点，短短不到4个月的时间里下跌了5.59倍，仅比最初的128点增加了33%左右。在泡沫破裂期间，不少投资者纷纷破产，损失惨重。具体参见表2-1。

中国经济史上也有类似的案例。1910年在上海发生的“橡皮风潮”，橡皮股票超过面值二十多倍，而1992—1993年发生的北海泡沫至今仍可见其影响。如果说以上泡沫案例还只是单种资产的价格暴涨暴跌形成的，那么日本1987—1993年由土地泡沫与股票泡沫膨胀而形成的泡沫经济的“繁荣”与崩溃，则具有国民经济规模了。

表 2-1 历史上 3 次著名泡沫事件的比较分析

时间事件	最初价格	最高点	破灭点	涨幅	跌幅	
1634—1637 年荷兰郁金香狂潮		1637 年 2 月 5 日投机达到最高峰		从 1636 年 11 月到 1637 年 1 月上涨 25 倍		
1719—1720 年法国密西西比泡沫	500	18000	1000	从 1719 年 10 月的每股 500 利弗尔上升到 1720 年 1 月的 18000 利弗尔, 上涨了 36 倍	到 1720 年 12 月则跌至 1000 利弗尔, 短短不到一年的时间里下跌了 18 倍	仅比最初的 500 利弗尔增加了 1 倍
英国南海泡沫	128	950	170	南海公司的股票指数从 1720 年 1 月的 128 点上涨到 7 月 1 日的 950 点, 上涨了 7.42 倍	于 10 月 14 日跌至 170 点, 短短不到 4 个月的时间里下跌了 5.59 倍	仅比最初的 128 点增加了 33% 左右

资料来源: 徐滇庆等, 《泡沫经济与金融危机》, 中国人民大学出版社, 2000 年, 第 58—69 页。

泡沫问题吸引了很多经济金融学家的研究兴趣, 国内外很多学者围绕泡沫问题展开了大量的研究, 对泡沫提出了不同的看法, 迄今为止, 已有很多经济学家研究了泡沫问题, 他们从不同的角度对泡沫的定义、存在性及其测度、生成机理、影响等进行探讨。

一 泡沫的定义、本质及其分类

关于泡沫的定义, 五花八门, 多达数十种, 我们这里选择一些比较具有代表性的观点进行总结和比较分析。有人从分析泡沫现象入手来定义泡沫, 有经济学家将狂热的人们把某种商品或公司的价值抬高至令人发疯的地步, 直到产生恐慌, 人们匆匆抛售, 从而使价格暴跌的这种现象定义为泡沫。有人认为泡沫就是一种价格波动。从理论上而言, 由经济基础条件决定的市场价格应该还是比较稳定的, 但价格在市场上的表现

却往往呈现出一种明显的周期性效果。当经济处于上升阶段时，人们往往信心十足，对资产的需求量大增，使价格以更大幅度上升。而达到某一节点后，价格趋于下降时，人们又往往对未来失去信心，大量抛售资产，进一步推动资产价格的下降。由于市场预期的狂热，使得资产价格的被高估。而一旦市场发现了这种价格的高估，就会促使价格产生回调。所以市场定价出现高估是泡沫的本质所在，高估是市场产生回调力的源泉。由此泡沫的一个重要性质必然是资产的市场价格相对于理论价格的向上偏移。有人认为泡沫是一种在不可靠基础上的投机性冒险，很少或没有成功的机会（Donald W. Moffa, 1976）。这个定义仅仅指明了泡沫是由一种缺乏根据的投机活动所导致；但在泡沫崩溃前的投机者或多或少都会成功。有人认为泡沫是任何形式的过度投机（Erwin Esser Nemmers, 1979），强调泡沫形成中的过度投机因素的重要性。还有人认为泡沫不仅是一种资产的价格持续上涨到很高的水平直至崩溃，而且同时是一种投机性冒险。除非有无数个参与者，否则，泡沫在本质上是非理性的（Donald, Rutherford, Routledge, 1992）。这个定义比较全面，强调经济主体的非理性在泡沫形成中的重要性，但泡沫在理性预期条件下也存在，即存在所谓的“理性泡沫”。有人认为泡沫是指一个机构为牟取暴利，以欺骗手法将一种物品或股票的价格抬高到远远高于它的实际价值之上，最后就像气泡破裂那样，其价格猛然下降，使买主蒙受巨大损失，又指买卖资信欠佳的公司以股票进行投机，使股票的价格远远高于它的实际价值（陈岱孙，1994）。这个定义仅仅指明了由欺骗形成的泡沫，如南海泡沫、“橡皮风潮”中的股票泡沫等，但许多泡沫是由于公众的群体预期一致及过度投机形成的。有人认为泡沫是指地价、股价等资产的价格，持续出现无法以基础条件来解释的上涨或下跌，最后突然暴涨或暴跌。这个定义比较准确，但没有揭示出泡沫是由投机形成的。在1987年出版的《帕尔格雷夫经济学大辞典》中，金德尔伯格认为：“泡沫状态这个名词，随便一点儿说，就是一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买主——这些人一般只是想通过买卖牟取利润，而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的。随着涨价常常是预期的逆转，接着就是价格暴跌，最后以金融危机告终。通常，‘繁荣’的时间要比泡沫状态长些，价格、生产和利润的上升也比较温

和一些。以后也许接着就是以暴跌（或恐慌）形式出现的危机，或者以‘繁荣’的逐渐消退告终而不发生危机。”金德尔伯格在为《新帕尔格雷夫经济学辞典》撰写的“泡沫”中写道：“在编写本辞条时，理论界尚未达成对泡沫的一致同意的定义；至于它是否可能发生，也没有一致的看法。”金德尔伯格在“泡沫”辞条中写道：泡沫可以不太严格地定义为：一种资产或一系列资产的价格在一个连续过程中的急剧上涨，初始的价格上涨使人们产生价格会进一步上涨的预期，从而又吸引新的买者——这些人一般是以买卖资产牟利的投机者，对资产的使用及其盈利能力并不感兴趣。随着价格的上涨，常常是预期的逆转和价格的暴跌，由此通常导致金融危机^①。这一定义比较形象，但也正如他所说，确实不太严格。没有指明价格上涨与市场基础条件的关系，但这一定义也有其独到的地方，它首先直观地描述了一个泡沫从生成到破灭的过程；其次，它说明了泡沫产生的原因——资产价格上升的预期——以及促使泡沫化过程的主体即投机者的作用，事实上多数情况下正是投机促使了泡沫的形成；再次，它还隐含地给出了投机的界定，就是忽视实用价值和盈利能力，注重买卖价格，以便从买卖过程中获利；最后还点出了泡沫可能导致金融危机的规律。金德尔伯格对泡沫的界定实际上描述了泡沫的产生、膨胀和破灭的过程。K. 加尔布雷斯不仅详尽地描述了历史上发生过的泡沫事件，而且还将由金融过度投机而引起的资产价格飙升，继而价格狂跌并使经济陷入大萧条的现象称为“泡沫”。有人认为泡沫是一种经济失衡现象，它指的是某种资产价格水平相对于其经济基础决定的理论价格的非平稳性向上偏移，这种平移的数学期望值可以作为泡沫的度量。导致泡沫现象的原因是复杂的，在实际经济活动中，与预期相关联的过度投机行为、政府的规制失灵、交易者的道德风险行为等都可以成为导致泡沫现象的原因。

有人认为泡沫又称价格泡沫、资产泡沫、投机泡沫或资产价格泡沫。具体来讲，泡沫有两重含义：第一，指资产价格脱离市场基础持续急剧上涨的过程或状态（或泡沫化）。第二，指资产价格高于由市场基础决定的合理价格的部分。泡沫本质上是一种价格运动现象，泡沫是由投机导致的资产价格脱离市场基础持续上涨。

^① 参见 Dictionary of Economics, p. 49, ed. by Donald, Rutherford, Routledge, 1992。

问题在于什么是市场基础价值呢？弗拉德与加伯认为，“对市场基础的明确定义依赖于一个特定模型的结构，事实上，如果没有一个详述市场运行的精确模型，对泡沫进行恰当定义是没有意义的，也不可能去定义市场基础与分离出泡沫的轨迹特征”。一般认为资产的市场基础价值是由资产的未来收益的现值和决定的。诚如斯蒂格勒茨（Joseph E. Stiglitz, 1990）所言，决定跨时期持有资产的市场基础价值的因素有三项：估计持有期可获得的收益，如土地的租金、股票的股息；估计持有期末资产的终值，如土地的最后售价；选择将未来收益转换成现值的折现率。如果投资者的预期按这样的方式变化，他们相信在未来能够以比先前预期的更高的价格出售资产，那么资产的现价会提高。尽管对泡沫的定义各有不同，但有一点很明显，如果今天的高价仅仅是因为投资者相信明天的售价会更高——然而市场基础因素并不反映这种高价——那么泡沫就存在。斯蒂格利茨在他的《关于泡沫的讨论》一文中认为，如果投资者相信某种资产能高于他们的预期时，这种资产的现实价格就会上升。事实上，到目前为止，学术界尚未达成对泡沫状态的一致定义，但是一些基础性的解释却是共同的：（1）泡沫最直接的表现是资产价格的暴涨和暴跌；（2）泡沫期间的金融投机活动异常盛行和猖獗；（3）基础经济因素对资产价格变动几乎不会产生影响；（4）泡沫发生的主要载体是股票和房地产市场。弗卢德（Flood, 1991）等人的研究侧重于泡沫形成的原因，认为泡沫的形成有些是与基础价格有关，有些则是受外来因素的影响，前者被称为是内在泡沫（Intrinsic Bubble），后者则是外在泡沫（Extrinsic Bubble）。布兰查德（Blanchard, 1989）等人则重点关注泡沫发展的演变过程，并将泡沫确定为三种形态：扩张型、爆炸型和消灭型。在泡沫形成时，是以一种较为渐进的方式扩张，即处于扩张型泡沫阶段，随着膨胀速度的加快，泡沫演变为爆炸型。当政府干预力量渗入，特别是金融政策开始发挥作用时，泡沫就走向消灭型状态。20世纪60年代，一些经济学家还探讨过每一个泡沫是否都终将破灭的问题，H. 哈思和A. 萨缪尔森为此做出了艰辛的努力，在他们的“完全预见模型”中，证明了在缺乏能够扩展到无限将来的期货市场的条件下，任何市场力量都无法保证泡沫一直延续下去而不破裂。在他们的模型中，特别强调投资者不可能是无限的，市场体系也不可能提供一个使泡沫持久存在的满意条件。

关于泡沫的分类,存在不同认识。迄今为止,已经有许多经济学家研究了泡沫现象,他们从不同的角度来描述泡沫。

Hamilton (1986) 从泡沫的表现方式出发,将经济泡沫分为两种:确定性泡沫和随机泡沫。而随机泡沫可又分为两种:崩溃型泡沫和连续再生型泡沫。在实践中,确定性泡沫只是一种理论抽象,人们所说的一般都是随机泡沫。Blanchard & Fisher (1989) 根据泡沫发展演变的过程,把泡沫经济分为三种形态:永久扩张型、突然爆炸型和逐渐消失型。永久扩张型是建立在严格的经济学假定基础上的一种理论抽象,人的无限期结合完全理性预期。他通常用来描述泡沫产生的初期,经济泡沫以比较平稳的速度会逐渐扩张。但实际上,人是有限期界的、有限理性的,因此,这种扩张是不可能持久的。泡沫膨胀的速度会逐渐加快,以至于变成了突然爆炸型泡沫。在一般情况下,如果没有政府干预或金融政策的变化,泡沫是不会自我消失的。因此,逐渐消失型泡沫实际上是指应在什么时候、采取什么措施,消灭已经产生的经济泡沫。

Froot & Obstfeld (1994) 等人从形成泡沫的内生和外生因素出发,将泡沫划分为内在泡沫和外在泡沫。对于泡沫的形成与资产内在的基本价格有关的,被称之为内在泡沫;对于因外来因素的影响而产生的泡沫,他们称之为外在泡沫。实际上,这种分类的边界很模糊。内在泡沫的产生取决于对资产基本价格的预期偏差,而基本价格取决于投资者对未来收益的预期。投资者的预期绝对不会与外部环境绝缘。如果外部环境发生变化,当然会改变投资者的预期,从而改变资产的价格。

Blandchard & Watson (1982) 指出,除了非理性泡沫之外,还可能存在着理性泡沫。此处的理性泡沫是指不对投资者做出是否理性的假设前提下,允许资产价格偏离其基础价值,而投资者仍将相信泡沫持续膨胀,投资股市产生的收益仍将足以补偿泡沫破裂的概率风险,正是在这个意义上,投资者滞留市场是理性的。Santoni (1987) 指出了理性泡沫的三个特征:1. 理性泡沫具有连续性;2. 理性泡沫具有连续的膨胀型;3. 理性泡沫不可能出现负值,也就是泡沫的膨胀将始终大于基础价格的上涨程度,但在现实经济中,理性泡沫与非理性泡沫的界限是难以分清的。乔红涛 (1999) 从泡沫经济形成的机理出发,将其划分为膨胀型泡沫、漏损型泡沫和涉外财富型泡沫。膨胀型泡沫一般是指由于需求旺盛而造成的泡沫;漏损型泡沫是指由于亏损或利率过高造成的泡