

169

2003

泡沫与泡沫经济

——非均衡分析

王子明 著

北京大学出版社
北 京

图书在版编目(CIP)数据

泡沫与泡沫经济——非均衡分析/王子明著. —北京:北京大学出版社,2002.8

ISBN 7-301-05770-9

I. 泡… I. 王… III. 经济-问题-研究 IV. F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 051099 号

书 名: 泡沫与泡沫经济——非均衡分析

著作责任者: 王子明 著

责任编辑: 符 丹

标准书号: ISBN 7-301-05770-9/F·0536

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62752027

排 版 者: 北京高新特激光照排中心 62637627

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

890毫米×1240毫米 A5开本 9.25印张 260千字

2002年7月第1版 2002年7月第1次印刷

定 价: 18.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

前 言

一、研究泡沫经济的背景和意义

自然界的泡沫,五彩缤纷,给人以无限的遐想。然而,经济学借用这个名词所描绘的经济现象却不总是那么令人心旷神怡。从1636年至1637年那个导致一个强大的荷兰帝国衰落的“郁金香狂热”,到20世纪80年代中后期,造成日本经济将近十年低迷、至今难以走出泥潭的“日本泡沫经济”,无不给当事国家留下不堪回首的记忆。虽然一般说来,人们并不欢迎这种类型的泡沫,可是它总是不可避免地光顾着一些市场经济、甚至刚刚向市场经济转轨的国家。

事实上,除了上述那些几乎被大家公认的泡沫以外,1994年墨西哥金融危机,1997年亚洲金融危机,包括我国海南省房地产热,以及前一时期的美国高科技股市走势,似乎也都可以看到泡沫的蛛丝马迹。

然而,什么是泡沫?什么是泡沫经济?它产生的原因是什么?怎样度量它?能否在经济运行过程中辨别它?能否避免、化解、减小它的损害?这些问题始终是人们关心,却一直争论不休的问题。

泡沫与泡沫经济具有非常强大的冲击力,有时它却难以琢磨,难以在由它引发的危机爆发之前加以辨别。泡沫与泡沫经济关系到经济运行、金融安全、财富分配与投资决策,涉及每个人的切身利益。对于这样的经济现象进行深入、细致的研究,无疑具有重大理论意义和实践意义。

二、相关领域的研究现状

从当代观点来看,泡沫现象很久以前就出现过。比较著名的泡沫有1636年到1637年发生在荷兰的郁金香狂热(Tulip Mania);1719年到1720年在巴黎出现的密西西比泡沫(Mississippi Bubbles),以

及几乎同时在伦敦出现的南海泡沫(South Sea Bubbles);还有 1846 年到 1847 年发生的英格兰铁路狂热(Railway Mania)等等。但是,究竟从什么时候人们开始用“泡沫”一词来描述这类事件,现在已经无从考证了。

真正对泡沫现象进行系统而富有成果的研究是从所谓理性泡沫(Rational Bubbles)开始的。这项研究工作大约开始于 20 世纪 70 年代左右。理性泡沫概念的提出是人们针对资产价格中经常可以观测到的过度波动现象寻求解释的一种尝试,它可以从理性预期和局部均衡的角度解释为什么市场会出现背离经济基础条件的泡沫现象。Hahn(1966)^①, Samuelson(1967)^②和 Shell-Stiglitz(1967)^③以及其他一些人首先论证了当缺乏一组完全的期货市场,并且在期界无限的情况下,没有市场力可以保证经济不沿着一个带有泡沫的路径爆炸运行。这实际上是从理性预期出发证明了在某些条件下经济系统中可能出现理性泡沫。Blanchard-Watson(1982)^④从理性预期出发,在套利均衡条件下,求解出了理性泡沫解,同时还构造出了一种被称之为爆炸性泡沫的理性泡沫。

鞅(Martingale)概念被引入到理性泡沫研究之中,极大地丰富了理性泡沫的解集合。Granger-Swanson(1994)^⑤通过一种一般鞅过程模型解出的理性泡沫解集,几乎囊括了目前学术文献中常见的所有理性泡沫解。这些成果使得泡沫研究脱离了笼统研究阶段,开始了分门别类的细致研究,从而为人们深入考察各种形式的泡沫提供了理论准备。根据这些成果,我们可以清楚地把理性泡沫划分为:马

① Hahn, F. (1966), Equilibrium Dynamics with Heterogeneous Capital Goods, *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1966, Vol. 80, pp. 633—646.

② Samuelson, Paul A. (1967), Indeterminacy of Development in a Heterogeneous Capital Model with Constant Saving Propensity, In Shell, Karl, ed., *Essays on the Theory of Optimal Economic Growth*. Cambridge: M. I. T. Press, 1967.

③ Shell, Karl, and Stiglitz, Joseph E. (1967), Allocation of Investment in a Dynamic Economy, *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1967, Vol. 81, pp. 592—609.

④ Blanchard, O. and M. Watson (1982), Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, in: P. Wachtel (ed.), *Crisis in the Economic and Financial Structure*, Lexington Book, pp. 295—316.

⑤ Granger, C. and N. Swanson(1994), An Introduction to Stochastic Unit Root Process, Discussion Paper, University of California, San Diego.

尔可夫泡沫、确定性泡沫、近似随机游走泡沫、爆炸性泡沫、内蕴性泡沫和外来性泡沫等不同类型。这种分类为我们考察不同类型理性泡沫对经济运行的影响提供了方便,还为泡沫实证研究提供了函数设定准备。

正如前面所提到的,理性泡沫解是指在理性预期框架内,在局部均衡情况下,市场价格相对于传统经济学模型所决定价格(未来各期收益现金流的贴现值)的偏离的一种解释。但是,市场价格对于传统经济学模型价格的偏离并不一定都是满足理性预期和局部均衡的。事实上,虽然理性预期是迄今发现的最合理的预期假设,然而确有证据表明市场有时是按照外推预期、自适应预期,甚至简单预期进行交易的;另外,局部均衡也可能被破坏,使市场处于非均衡状态。因此,理性泡沫并不能概括全部泡沫现象。作为一种尝试,时尚(Fads or Fashions)被引入到泡沫研究领域之中。非理性投机正是时尚型泡沫产生的根源。

上述观点是学术界已经取得的理论研究成果。

关于泡沫的实证研究也有大量的学术文献,基本分为间接检验和直接检验。间接检验又可以进一步分为:方差界检验^①、②、设定检验^③和单位根及共积分检验^④、⑤;直接检验^⑥是以前边提到的已经发现的理性泡沫解集合为线索,据此直接进行特定函数的拟合检验。一般来说,间接检验结果的解释存在许多争议,这是因为间接检验一般都是联合检验,因此无法获得针对理性泡沫的确切答案;但是,如果

① Campell, John Y. and Robert J. Shiller (1989), The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors, *Reviews of Financial Studies*, 1 (3), pp. 195—228.

② Gilles, Christian and Stephen F. LeRoy (1991), Econometric Aspects of the Variance-Bounds Tests: A Survey, *Reviews of Financial Studies*, 4(4), pp. 753—791.

③ West, Kenneth D. (1988), A Specification Test for Speculative Bubbles, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, pp. 553—579.

④ Diba, B. and H. Grossman (1988), The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices, *Economic Journal*, 98, 746—754.

⑤ Meese, R. (1986), Testing for Bubbles in Exchange Markets: a Case for Sparkling Rate? *Journal of Political Economy*. Vol. 94, pp. 345—373.

⑥ Flood, R. and P. Garber (1980), Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles, The First Tests, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 745—770.

直接检验结果拟合情况良好,答案的可信度则较高。不过,由于所有的检验都依赖于统计量的依概率收敛性,因此都需要足够的数据样本的支持,否则任何检验都是无法进行的。对于一个信息披露不充分或数据期间较短的市场,数据收集存在一定的难度和问题,这常常是各种检验方法碰到的主要障碍。另外,实证方法大多是针对事后研究的。关于理性泡沫的事前预测目前尚没有可计算的、“完美”的结果。我猜想人类将不可避免地要面对未来的困惑,因此这类结果的“完美”形式可能永远也不会出现。

即使如此也不妨碍已经取得的理论成果和实证方法对实践的指导意义。也就是说,即使这些研究成果还不能使我们从泡沫现象的必然王国跨入自由王国,但是已经可以使我们对泡沫现象的本质、机理等方面获得一些初步的认识,并且可以为我们防范泡沫现象带来的金融风险提供预警和化解思路。

三、研究泡沫经济的角度与方法

研究角度

(一) 侧重实证研究,较少涉及规范研究

本书基本上是利用实证经济学的研究方法,回答“是什么?”这类问题。对“应该是什么?”虽然有所涉及,但篇幅很少。

(二) 侧重宏观,兼顾微观

本书主要关注的是泡沫现象对宏观经济运行的影响。宏观经济和微观经济是相互联系的,微观经济是宏观经济的基础。因而,我们既采用传统的宏观经济研究方法,也采用具有微观基础的宏观经济研究方法;在必要时,还站在微观的层面进行泡沫分析。对泡沫的宏观研究是为了“知其然”,微观研究是为了“知其所以然”。

研究方法

本书的研究和写作过程,始终遵循一个原则,就是认识世界的目的在于改造世界。在借鉴了大量的西方经济学最新研究成果的同时展开我们自己的研究,试图解决与泡沫相关的各种实际问题。

在研究方法选择方面,本书有下列特点:

（一）一般理论论述与模型化研究并重

在研究过程中,除了进行一般性的理论论述以外,本书利用了大量的数学模型。这是因为泡沫实质上是一个价格问题,是市场价格相对于经济基础条件决定的理论价格的偏离,而偏离是数量问题,数量问题只有用数学方法才能进行深入的研究,否则就无法说明各个相关经济变量之间的关系。

（二）定性研究与定量研究并重

关于泡沫与泡沫经济,存在许多需要探讨的理论问题,对此我们将通过定性分析的办法来解决;对于经济运行中的泡沫检验,我们采用了定量分析的方法。

四、展开逻辑和章节安排

全书分为八章,以下列问题为主线展开论述:什么是泡沫与泡沫经济?泡沫如何度量?泡沫的产生机理是什么?泡沫有哪些类型?从均衡角度看,存在泡沫吗?泡沫如何影响社会经济?泡沫的成因是什么?如何根据经济数据检验泡沫是否存在?如何预防和治理泡沫经济?最后,针对典型案例进行研究。

各章安排如下:第一章,对泡沫与泡沫经济概念进行界定,探讨泡沫与通货膨胀以及泡沫经济与经济周期波动的联系与区别;第二章,研究预期对价格的影响以及常见的预期假设;第三章,首先建立典型市场价格模型,然后通过求解模型得出理性泡沫解,并且对理性泡沫进行分类研究;第四章,在均衡经济学框架内,研究泡沫的剔除问题,并且讨论泡沫与单位根、共积分、太阳黑子、时尚等概念之间的关系,以及泡沫与市场有效性之间的关系;第五章,从宏观、中观、微观几个角度分析泡沫的社会经济效应,研究泡沫对社会经济生活的影响与利弊;第六章,分析产生泡沫的环境因素、制度因素、市场心理因素、诈骗和道德风险因素等,探讨泡沫的成因;第七章,介绍泡沫检验方法,探讨泡沫经济的预警问题以及泡沫与泡沫经济的预防措施和治理方法;第八章,利用本文阐述的理论,对典型泡沫与泡沫经济案例分析进行分析。

五、主要观点

针对上述泡沫与泡沫经济的相关问题,本书进行了全面的分析与阐述。然而,泡沫是比较复杂和难以把握的经济现象,因此这些研究成果远不是几条结论性的观点所能概括的。列出某些结论性的观点只是为了明确某些说法。这里列举的观点不一定是我们首次发现的,对于这些观点,本书都给出了尽可能详尽的论述,说明了结论成立的条件。

概括而言,这些观点包括:

1. 市场的均衡是相对的,不均衡才是绝对的。特别是在现代市场经济条件下,在金融资产变得越来越庞大、金融管制逐步放松的环境下,出现一些资产泡沫现象是不可避免的。因此,大可不必对泡沫产生谈虎色变的心理。然而,为了确保宏观经济的稳定运行,采取措施积极预防大规模泡沫现象,应该作为一种坚定不移的政策选择。

2. 理论研究发现,如果戴蒙德经济是动态无效的,则在一般均衡稳态下可能存在具有正价值的泡沫,并且泡沫的存在可以消除经济的无效性,使经济处在黄金率上。如果没有正泡沫,则经济仍然是无效的。这是一个十分有趣的结论。过去经济学界一直对泡沫是有益经济还是有害经济争论不休,这个结论从一个角度给出了一种解答。

3. 理性泡沫有许多种类型。具有确定性泡沫特征的理性泡沫最危险,必须进行干预。具有随机性泡沫特征的理性泡沫,只要幅值在一定的范围内,不会产生太大的破坏性。由于泡沫具有财富效应,具有鼓舞人气的的作用,幅度较小的随机性泡沫对活跃市场是有益的。当然,究竟幅值多大是安全的,则要视经济、金融环境和社会的承受能力而定。这是“国家金融风险监控系统”应该研究的问题。

4. 在出现了理性泡沫的市场上,市场是非有效的。从理论上说,如果金融工具齐全,这时是进行投机交易的大好时机。因此,为了防御投机者的攻击,最为根本的办法是防止出现大的泡沫。在出现了泡沫的情况下,应该采取积极措施治理和消除。同时,应该在投机者未得手之前设置交易障碍,加大投机者的交易成本和风险,使市场的理

论盈利和交易成本相比变得不值得承担进行投机所必须承担的市场风险和法律风险。也就是说：为了国家的根本利益，在非常时期，应该采取非常措施，对游戏规则做必要的修改^①。这里的关键是要事先发现泡沫。

5. 理性泡沫往往会在良好的经济背景下出现。其原因是：由于经济基础条件持续地向好的方向发展，使得市场产生良好预期，然而预期的反应可能过度，过度反应往往具有正反馈特征。在这种情况下，市场往往具有一边倒性质，价格超常上升很难引起市场多数人的警觉，即使个别清醒的人发出警告，也很难被大家接受，因而具有更大的潜在风险。

6. 泡沫的预防首先要从制度建设和改善投资环境入手。通过优化产业结构，增加投资机会吸纳更多的国民储蓄，来减少投机资本，增大投资资本，从资金源头预防投机泡沫；在国际游资大量流入投机市场的情况下，应该考虑对资本的跨国流动增收托宾税，增大国际资本的流动成本，这对减少短期国际投机资本是有利的；为了使市场预期尽量符合经济基础条件的情况，加强国民经济行业运行数据的收集和公布工作是十分必要的，这有利于防止导致投机性泡沫的过度预期；深化经济体制改革，适时调整经济政策，保持制度均衡和经济政策均衡，是从制度建设和经济政策角度预防泡沫的措施；加强金融监管，提高金融机构透明度，可以避免欺诈性债权泡沫和由于市场操纵导致的投机泡沫；加强企业利益制衡机制，可以减少道德风险，进而减少投机性泡沫。

六、研究的进展与不足

本书采用文理结合，均衡分析与非均衡分析结合的现代经济学

^① 当然在金融市场建设方面，存在一个深刻的矛盾，使得市场的建立或建设不是一蹴而就的。这种矛盾就是，一方面金融工具齐全的市场可以更好地传递市场力，对价格回归一般均衡状态有利；另一方面，均衡是相对的，不均衡才是绝对的。在市场运行的过程中，有很多因素导致市场出现不均衡，也有很多因素使市场无法发现这种不均衡。尚没有成熟和完善的市場基础（市场机制、市场主体、法规建设、管理当局的监管水平等等）支持的金融工具极有可能成为操纵市场的手段，反而造成市场更大的不稳定。我国前一时期发生的期货市场的恶性炒作就是例证。因而，任何金融产品市场的建立都需要前提条件，必须有一个成熟的时机。当然，这种时机不是等来的，而是创造出来的。

研究方法,试图解决与泡沫经济相关的理论和实务问题,取得了阶段性的研究成果。这些成果包括:(1)提出了泡沫与泡沫经济的科学定义,对学术界已经取得的泡沫研究成果进行了系统性整理,使之形成了理论上和谐、自洽的(self-consistent)泡沫与泡沫经济研究框架;(2)针对泡沫与泡沫经济的社会经济效应进行了全面分析,指出:除了经济复苏初期的小规模泡沫有利于活跃经济以外,一般说来,大规模泡沫与泡沫经济会对社会经济的许多方面产生有害影响;(3)全面、系统地分析了产生泡沫与泡沫经济的环境因素、制度因素、市场心理因素、诈骗和道德风险因素等等。这些成果是制定泡沫经济防范措施的理论基础;(4)提出了泡沫与泡沫经济现象的系统性防范措施,这些措施对于金融市场建设、经济环境建设、法制环境建设和宏观经济管理具有参考意义;(5)针对日本泡沫经济和我国海南泡沫经济,进行了回顾性研究。此外,本书利用已建立的理论框架,针对美国高科技泡沫问题进行了尝试性研究,其研究成果对美国经济现象的解释力是较强的,具有较好的预测能力。

当然,本书也有许多不足之处,比如没有针对中国股市进行深入研究;由于数据收集困难,无法充分利用书中介绍的统计学方法等等。

目 录

前言	(1)
第一章 泡沫与泡沫经济的界定	(1)
§ 1.1 泡沫的界定	(1)
§ 1.2 泡沫经济的界定	(9)
§ 1.3 通货膨胀与资产泡沫的区别	(12)
§ 1.4 经济周期波动与泡沫经济的区别	(14)
第二章 预期与价格的关系及常见的预期假设	(17)
§ 2.1 预期因素对需求和供给的影响	(17)
2.1.1 预期对需求的影响	(17)
2.1.2 预期对供给的影响	(22)
§ 2.2 预期对市场局部均衡价格的影响	(27)
2.2.1 均衡价格和均衡数量的决定	(28)
2.2.2 预期变动时均衡点的移动	(28)
2.2.3 投机性商品和最终使用性商品的价格行为特点	(30)
§ 2.3 形成预期的常见假设	(34)
2.3.1 简单预期	(35)
2.3.2 外推预期(Extrapolate Expectation)	(39)
2.3.3 自适应预期	(41)
2.3.4 理性预期	(43)
第三章 价格模型与模型的解	(50)
§ 3.1 资产市场的价格模型	(50)
3.1.1 套利均衡条件导出资产价格模型	(50)
3.1.2 局部均衡条件导出资产定价模型	(52)
§ 3.2 汇率模型	(54)
§ 3.3 恶性通货膨胀时期的物价模型	(56)
3.3.1 卡甘模型导出的恶性通货膨胀模型	(56)

3.3.2	局部优化条件导出的恶性通胀模型	(58)
§ 3.4	一个含义丰富的理性预期方程	(59)
§ 3.5	模型解的研究	(59)
3.5.1	基本解(Fundamentals)	(60)
3.5.2	鞅(Martingale), 一般解(General Solution)	(70)
3.5.3	理性泡沫解(Rational Bubbles)	(75)
3.5.4	马尔可夫泡沫	(80)
3.5.5	内蕴性泡沫	(82)
3.5.6	外来性泡沫	(87)
第四章	泡沫剔除及与泡沫相关的其他经济学概念	(89)
§ 4.1	局部均衡、一般均衡以及非均衡	(89)
§ 4.2	剔除几种类型泡沫的论证	(91)
4.2.1	从局部均衡的角度剔除泡沫	(92)
4.2.2	从一般均衡的角度剔除泡沫	(95)
4.2.3	一般均衡稳态价格——收益贴现价格	(104)
§ 4.3	时尚与太阳黑子	(105)
§ 4.4	单位根、共积分	(107)
4.4.1	单位根过程和检验方法	(107)
4.4.2	共积分和检验方法	(114)
4.4.3	单位根和共积分在泡沫研究中的应用	(119)
§ 4.5	泡沫研究与市场有效性研究的关系	(121)
第五章	泡沫的社会经济效应分析	(127)
§ 5.1	泡沫现象的宏观经济效应	(127)
5.1.1	财富效应	(127)
5.1.2	风险效应	(130)
§ 5.2	泡沫现象的资源配置效应	(134)
5.2.1	产业结构方面的影响	(134)
5.2.2	价格扭曲和福利损失	(135)
§ 5.3	资产泡沫现象的收入分配效应	(136)
5.3.1	资产泡沫现象引起的收入差异扩大	(136)
5.3.2	泡沫膨胀导致非劳动收入增加	(138)

§ 5.4	资产泡沫的社会风气效应	(139)
§ 5.5	泡沫现象与资本流动	(143)
第六章	泡沫的成因分析	(147)
§ 6.1	产生泡沫的经济、金融环境	(147)
6.1.1	经济货币化,金融资产扩张,金融衍生工具 大量涌现	(147)
6.1.2	金融全球一体化,自由化,跨国游资大量出现	(149)
6.1.3	信息迅速、广泛的传播,交易手段的便利	(151)
6.1.4	经济环境变化、经济规范失衡导致泡沫	(152)
6.1.5	掌握大量资金、利用杠杆交易手段的基金经理人 作用	(156)
§ 6.2	对泡沫现象成因的几个富有启发性的分析	(158)
6.2.1	蓬齐对策导致泡沫	(158)
6.2.2	道德风险导致泡沫	(161)
6.2.3	群体行为导致泡沫	(169)
第七章	泡沫与泡沫经济的预警、防范与治理	(174)
§ 7.1	经济泡沫的检验方法	(174)
7.1.1	间接检验方法	(175)
7.1.2	直接检验方法	(188)
§ 7.2	泡沫经济预警	(193)
§ 7.3	信心与信心指数 (Confidence Index)	(197)
§ 7.4	泡沫与泡沫经济的防范措施	(200)
§ 7.5	泡沫经济的治理	(207)
7.5.1	泡沫经济治理的阻力	(207)
7.5.2	泡沫经济破灭后的银行坏账治理	(209)
7.5.3	加强执法力度,塑造遵纪守法的信用环境	(213)
第八章	泡沫与泡沫经济的案例分析	(215)
§ 8.1	日本泡沫经济	(215)
8.1.1	日本泡沫经济现象的实证分析	(215)
8.1.2	日本泡沫经济的演化过程与背景	(224)
8.1.3	日本泡沫经济的治理	(233)

8.1.4 日本泡沫经济的危害和教训	(236)
§ 8.2 我国海南省房地产泡沫引发的区域性 泡沫经济	(237)
§ 8.3 美国“新经济”结构、货币政策及股市泡沫	(242)
8.3.1 新经济改变了美国经济结构	(243)
8.3.2 长期经济繁荣和新经济概念刺激股市出现泡沫 ...	(246)
8.3.3 “新经济”情况下传统经济学并没有完全失效	(251)
8.3.4 再论美国股市泡沫	(257)
8.3.5 美国经济展望	(258)
附录 A 欧拉方程推导	(260)
附录 B 戴蒙德模型推导	(262)
参考文献	(266)
后记	(276)

第一章 泡沫与泡沫经济的界定

在市场中,价格是供需双方讨价还价、相互较量的结果,是供需双方达成的某种均衡。有时市场价格很平稳,长时间没有明显的变化。有时市场价格却大起大落,先是以着较快的速度上升,经过一段时间以后,市场价格突然出现塌陷,一夜之间,原来市场供需双方自愿达成的价格发生了巨大变化。一般来说,经济基础条件较少出现大的突然变化,突然变化的往往是人心,即预期。在价格迅速上升阶段,人们往往信心十足,对资产的需求大增,推动价格上升;在价格快速下降阶段,人们往往对未来失去了信心,因而大量抛售资产,导致价格暴跌。这种大起大落的价格变化过程被人们形象地称之为泡沫现象。

然而,仅仅根据上述这些粗略印象,我们还不能真正认识和把握泡沫现象。泡沫的本质是什么?如何定义泡沫与泡沫经济?泡沫与通货膨胀以及泡沫经济与经济周期波动有何区别?在研究泡沫与泡沫经济的过程中,这些都是不能回避的基本问题,是研究泡沫与泡沫经济的逻辑基础。

§ 1.1 泡沫的界定

“泡沫”一词形象、生动、直观,但是要说明它在经济学上的确切含义却不是一件容易的事情。到目前为止,经济学界还没有一个公认的泡沫定义。1978年,经济学家金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)曾试图给出一个“泡沫”的经济学定义:“泡沫可以不严格地定义为一种或一系列资产价格在一个连续过程中的陡然上升。开始的价格上升产生进一步价格上升的预期,并且吸引新的买主——投机者一般感兴趣的是来自于资产买卖的利润,而不是它的使用或产生盈利的能力。这个价格上升通常跟随着导致金融危机的预期逆转和价

格的陡然下降。”^①初看起来,这似乎是一个不错的泡沫定义。首先,这个定义形象、直观地描绘了一个泡沫从生成到破灭的过程;其次,它说明了促成泡沫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成了泡沫的生成;再次,它还隐舍地给出了投机的界定,就是忽视使用价值和盈利能力,注重买卖价格,以便从买卖过程中获利;最后,它还点出了泡沫可能导致金融危机的规律。

但是在仔细研究以后,我们发现,金德尔伯格在给泡沫下定义时似乎碰到了某种困境。首先,正如金德尔伯格自己在定义中所说的,这还不是一个严格的定义。定义通常或者是正面回答一个概念是什么,或者是说明一个概念不是什么,以此反显概念是什么。然而,这个定义则仅仅给出了一种形象化的描绘,没有回答“泡沫到底是什么”这一问题。其次,定义中使用的描绘性语言使得定义缺少可操作性。例如,用“陡然上升”来说明泡沫的性态,会给泡沫的界定带来困难。因为我们从这种定义中无法为“陡然”与“非陡然”分界,那么我们自然也就无法确定一个价格到底有没有泡沫。这使得我们无法利用实证研究方法来判断泡沫是否存在。

作为亲身经历过泡沫经济、对泡沫经济有较深刻研究的日本金融学会会长三木谷良一认为,所谓泡沫经济就是资产价格(具体指股票与不动产价格)严重偏离实体经济(生产、流通、雇佣、增长率等)暴涨,然后暴跌这一过程^②。金融专家铃木淑夫博士则认为,经济学上所说的泡沫,是指地价、物价等资产的价格,持续出现无法以基础条件来解释的猛烈的上涨或下跌^③。1992年度日本经济白书指出,“现实的股价和地价,如果超出经济的基础条件和理论价格暴涨,泡沫经济也就产生了”。1993年度日本经济白书进一步指出,所谓“泡沫”一般来讲是指资产价格大幅度偏离经济基础条件而上升。由此看来,日

① Edited by Peter Mewman, Murray Milgate and John Eatwell in three volumes (1992). *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Published in the United Kingdom by Macmillan Press Limited.

② [日]三木谷良一:《日本泡沫经济的产生、崩溃与金融改革》,《金融研究》1998年第6期。

③ [美]J. K. 加尔布雷兹:《“泡沫”的故事——金融投机历史回顾(二)》,《改革》1994年第5期。

本学者基本上趋向于把泡沫定义为资产价格背离经济基础条件的膨胀过程。这些研究触及到了泡沫的本质,使我们对泡沫有了进一步的认识。然而,什么是经济基础条件?泡沫的定义还应该考虑哪些因素?为什么要把经济基础条件作为衡量泡沫的标准?这些问题是我们在得出泡沫的确切定义之前所必须考虑的。

我们将采用逐步推进法,以解决相关问题作为线索,结合必要的论证,对泡沫现象进行较全面的考察和概括。为此,我们从如下几个方面来展开讨论:

一、泡沫的本质

无论是在“郁金香狂热”还是在“南海泡沫”的经济事件中,我们都可以发现一个共同特征,就是由于市场预期的狂热,使得资产价格被高估了,一旦市场发现这种价格的高估,价格就发生了回调。所以市场定价出现高估是泡沫的本质所在,高估是产生市场回调力的源泉。当我们抓住了这个本质时,就不仅可以说明泡沫概念本身,还可以刻画为什么泡沫现象可能伴随剧烈的价格回调。

二、经济基础条件决定的理论价格

那么,什么是不出偏差的定价呢?下面我们不妨把这个“不出偏差时的定价”称为由“经济基础条件决定的理论价格”,简称“理论价格”。寻找这个理论价格要涉及到定价理论,我们利用西方经济学中的一般均衡理论来探讨经济基础条件决定的理论价格。

一般均衡是和局部均衡相对应的一个概念:局部均衡是单一市场的均衡;一般均衡是多个市场的联合均衡。均衡在经济学中有特殊的含义,均衡就是优化,而优化则被假定为理性经济人的行为准则。比如:理性的消费者在既定支出条件下寻求个人效用的最大化,均衡经济学假定消费者可以找到个人优化的结果,这个结果被称为消费者选择;理性的厂商则在既定生产条件下寻求利润最大,同样假定厂商可以找到自己优化的结果,这个结果被称为厂商选择。一般均衡理论^①的基本内容是:假设市场是出清的;每个市场参与者,一般消费者或厂商,都具有先知一样的理性预期,因而他们的预期中不

^① [美] 杰拉德·德布鲁:《价值理论》,北京经济学院出版社,1988年。