

在泡沫之中，如何生存？
在泡沫之后，会留下什么？

强力推荐

国务院发展研究中心
金融研究所副所长 巴曙松

POP!

Why Bubbles Are Great
For The Economy

大泡沫

为什么金融、房地产、互联网、
能源泡沫对经济有益？

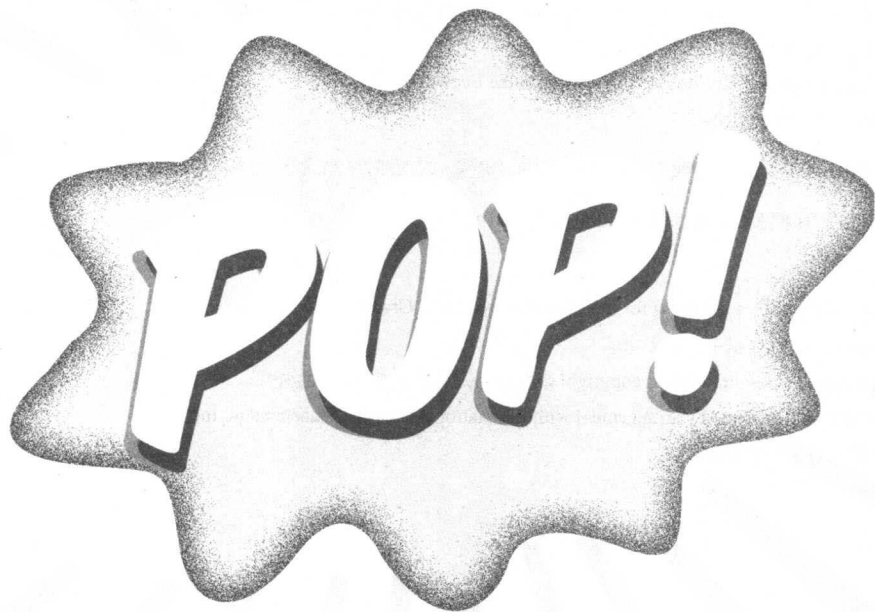


中信出版社
CHINA CITIC PRESS

[美] 丹尼尔·格罗斯 著

F837. 124. 8/5

2008



Why Bubbles Are Great
For The Economy

大泡沫

为什么金融、房地产、互联网、
能源泡沫对经济有益？

[美] 丹尼尔·格罗斯 著
魏平 吴海荣 孙海涛 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

大泡沫：为什么金融、房地产、互联网、能源泡沫对经济有益？ / (美) 格罗斯著·魏平等译。
—北京：中信出版社，2008.1

书名原文：Pop!: Why Bubbles are Great for the Economy

ISBN 978-7-5086-1040-5

I. 历… II. ①格… ②魏… III. 投资-研究-美国 IV. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 181493 号

Pop!: Why Bubbles are Great for the Economy by Daniel Gross

Copyright © 2007 by Daniel Gross

Simplified Chinese translation copyright © 2008 by CHINA CITIC PRESS

This edition published by arrangement with International Creative Management, Inc.

All RIGHTS RESERVED.

大泡沫——为什么金融、房地产、互联网、能源泡沫对经济有益？

DAPAOMO

著 者：[美] 丹尼尔·格罗斯

译 者：魏平 吴海荣 孙海涛

策 划 者：中信出版社策划中心

出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼 邮编 100600）

经 销 者：中信联合发行有限责任公司

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16 印 张：12 字 数：124 千字

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

京权图字：01-2007-5772

书 号：ISBN 978-7-5086-1040-5/F·1251

定 价：29.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-85322521

<http://www.publish.citic.com>

010-85322522

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

此书献给我的孩子
艾丽莎和伊桑

专家推荐

泡沫之中，泡沫之后

无论是在全球金融市场，还是在中国本土的金融市场，在流动性过剩的今天，泡沫以及与泡沫经济相关的争论再次成为政策制定者、市场研究者和广大投资者共同关注的话题。

饶有趣味的是，在监管者的提醒与调控中，在投资者教育旗号下的风险揭示中，投资者依然对市场保持了高度的热情，对于泡沫始终津津乐道。从他们那里听到的通常的说法是：啤酒没有泡沫还味道不好呢！

因此，从市场波动起伏的角度看，如果经济学的严格意义上的泡沫是不可避免的，那么，对于大多数人来说，我们需要更多关注的是在泡沫之中如何生存；对于管理层来说，更值得关注的，则是泡沫过后可以给我们留下什么——是狂欢过后的杯盘狼藉，还是喧嚣之后的冷静？在观察泡沫的问题上，《大泡沫》给了我们一个独特的市场化的视角，它不追求刻板的专业，不强调似乎先人一步的预见，而是一个财经记者的角度探讨泡沫对于一个普通公众的影响，是一本值得推荐的著作。

从金融业开始越来越多地渗透到公众生活中的人类经济金融发展历程开始，世界经济的发展似乎就一直在泡沫的困扰中前行。从荷兰的郁金香狂热到法国的密西西比泡沫，从英国的南海泡沫到英格兰铁路狂热，从美国的大萧条到纳斯达克泡沫，究竟应当如何看待这种泡沫现象呢？

泡沫之后，留下什么

既然泡沫现象在金融发展历程上往往难以避免，那么我们是被动地等待泡沫的过去和大众疯狂情绪的冷静，还是能够有所作为呢？

在强调泡沫的巨大破坏作用已经十分充分的时候，强调泡沫对于经济体系的建设性可能显得有些另类，但是这恰恰是《大泡沫》这本书以大量实例着力要给我们强调的。如同森林的参天大树往往从大火后的灰烬中成长起来一样，回顾经济发展的历史，我们可以发现，许多行业的繁荣和行业巨头的诞生都得益于行业泡沫的积累或破裂。19世纪中期，美国电报网络泡沫的崩溃导致了行业内的创新以及美联社的诞生；19世纪80年代，铁路投资泡沫的破裂促进了新兴、廉价、发达的铁路运输网络的形成，并促成了蒙哥马利·沃德、西尔斯·罗巴克等知名公司的诞生……

如果我们现在所处的市场已经出现了泡沫，那么，泡沫过后，会留下一些什么？读完这本书，我们的思考不应当仅仅停留在对历史泡沫故事的回顾与欣赏之上，更多的，还需要反思我们目前所处的这个

正在快速变化中的市场。因为，我们同样也可以发现有很多泡沫的股市，那些泡沫破灭之后，除了银行体系的大量不良资产、巨大财富的灰飞烟灭之外，并没有看到这本书中所描述的新企业的崛起和新技术的推广。为什么会有如此巨大的差别呢？

首先，资本市场是否把大量的金融资源引入到现实经济运行中的急需的行业、地区和企业，是一个关键原因。如果泡沫的产生在很大程度上是因为社会资金供应充足、投资热情高涨，但是因为种种严格的限制，这些社会资金难以通过便捷的渠道进入到实体经济中，那么，泡沫经济的形成与破灭，实际上在很大程度上就只是一个财富的再分配过程，与实体经济的相关度并不是十分明显，破灭之后难以留下什么有价值的纪念，除了对于泡沫的反思。结合当前中国的市场，在市场火热的时候，因为严格的融资管制，一方面是巨大的资金供给和居民对于金融资产的需求，另一方面则是企业庞大的资金需求，期间本来正是金融市场提供高效率融资服务的巨大平台和空间。但是，目前我们的市场现状则是，从2007年全年的股市融资规模看，也仅仅在5 000亿元的有限规模。

其次，是否在泡沫过程中形成强大的对于创业和基金进步的激励也是另外一个重要的原因。资本市场的定价机制可以带来资产的溢价，特别是在泡沫时期，这种溢价更为显著，如果相关的市场环境可以配合，就可以形成对创业和技术进步的强大激励，因为在泡沫时期，创业者通过上市可以获得巨大的回报，技术进步会赢得市场热情的追捧。

因此，身处泡沫的边缘，可能需要更多地斟酌泡沫之后我们能够得到什么，这是这本书可以激励我们深入思考的地方。

泡沫之中，如何共舞

在泡沫之中，管理层和许多学者都深刻地强调这是市场失灵的重要表现形式，应当采取措施，加强监管，这些在理论上往往是并不错的，而且也能够得到学术上的严格证明。那么，为什么市场还是在不断的泡沫形成—泡沫破灭的轮回中发展呢？

我想到了格林斯潘曾经说的：只有当泡沫破裂的时候，我们才能够知道是否存在泡沫。尽管“格林斯潘期权”（格林斯潘接任美联储主席后，每逢金融市场震荡，必出手干预以稳定局势）受到了批评和质疑，但是从市场具体的运作和决策过程看，格林斯潘采取其他更为严厉的措施对于整个美国乃至世界经济的伤害大，还是遵循目前的规则对全球和美国经济伤害大？从目前的情况看，格林斯潘选择的是一条成本相对较低的市场化的政策路径，当然，任何政策路径都不可能是没有成本的。我们的研究者和管理者，可能更多的是需要从对泡沫的仇视和紧张中抽身出来，学会如何平稳地应对泡沫的整个过程。

格林斯潘同样说过，宏观政策可以减缓市场的波动，但是不能消除市场的波动，因为这是人性使然。人性对于不同信息的处理及不同的反馈，形成了市场的波动，形成了局部乃至相当大范围内的泡沫，这个过程是人性导致的，也可以说是市场机制运行的一种重要的表现

形式，如果资产的泡沫推动了巨大的技术进步和创新，就成为新一轮经济增长的动力，如果这种创新失败，可能就成为需要打扫战场的泡沫，人类需要为此付出代价。如果不能对这一点有深刻的认识，就可能始终生活在对泡沫的恐惧之中。

对于泡沫破裂的破坏程度，我们也不能一概而论。从日本和中国台湾的历史经验看，二者泡沫的形成机制大同小异，都是“出口依赖——本币升值——出口下降——政府干预（如降息）——货币供给增加——资本市场泡沫”。而泡沫破灭后的结果却截然不同，日本经历了10年的经济萧条，而中国台湾则得以迅速复苏。日本除了政策失误，最重要的就是没有处理好银行业与资本市场之间的资金流动渠道，导致资本市场崩溃对银行系统的全面打击，造成银行体系危机和全面信贷紧缩，动摇了国家实体经济复苏的根基；而中国台湾的市场则保持了股票市场与银行体系的隔离，银行体系的资产配置功能在泡沫破裂后依然可以发挥作用，同时传统产业的外移和新产业的发展挽救了当时岌岌可危的中国台湾经济。因此，学会与泡沫共舞，充分发挥其积极的作用，有效控制其风险冲击因素，都是大有文章可做的。

金德尔伯格在《金融危机史》中，用了一个简单比喻说明泡沫的形成机制——“猴子看，猴子学”，没有什么事比眼看着一个朋友变富更困扰人们的头脑和判断力了。在日本经济泡沫破裂之前，一半以上的日本人都持有股票，日本的街头巷尾充斥着“炼金术”之类的大

众读物，“股市不败”和“地价不倒”成为盛行一时的神话。这个时候，要对投资者进行所谓的风险教育是十分苍白的。没有“疯狂”，就没有“泡沫”。正如麦哲伦基金会的基金经理林奇在鸡尾酒会上对股市的狂热程度和风险的判断——当牙医也开始给你推荐股票时，股市的风险一定很大。资产定价的魅力就在于其定价不仅仅是供求决定的定价，同时也是风险的定价，这取决于投资者的风险偏好和风险承受度，但是投资者的风险偏好确实是受到很多因素影响的。如果投资者自己根本没有经历过泡沫，如何能切身认识到泡沫的冲击？这就如同香港市场上的投资者之所以相对比较理性，比较谨慎，与其经历多次泡沫经济的冲击与洗礼有很大的关系一样。

因此，既然泡沫已经成为现实市场运行中经常出现的局部或者全局的状况，与其回避泡沫、敌视泡沫，还不如正视泡沫，分析泡沫经济运作的客观规律，促使泡沫为技术进步和经济增长做出积极的贡献，为锻炼投资者的市场阅历和提高监管水平做出积极贡献。这就是《大泡沫》这本书带给我们的思考。

巴曙松

国务院发展研究中心金融研究所副所长、博士生导师
中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长

2007年11月27日于香港

目 录

Contents

专家推荐 泡沫之中，泡沫之后 /VII

第一章 无处不在的泡沫 /1

天价收购 /3

爆炸的泡沫 /6

泡沫和创新循环 /11

第二章 电报 /21

维多利亚时代的互联网 /23

电报业的狂想 /29

第三章 铁路 /41

货物运输的巨大突破 /43

政府的支持 /47

铁路建设狂潮 /49

廉价运输与经济整体 /56

悬崖边缘 /58

腾飞的平台 /60

第四章 金融新政 /65

新繁荣时代 /67

非理性狂热 /72

崩溃最终来临 /75

亡羊补牢 /79

新商业模式 /84

第五章 互联网 /89

网络泡沫 /91

顶峰的崩溃 /102

泡沫后的创新和增长 /107

第六章 房地产 /115

经济衰退后的房地产发展 /117

泡沫浮现 /128

失去魔力 /133

经济发展的催化剂 /136

第七章 可替代能源 /141

进步事业 /143

乙醇热 /146

太阳能产业的繁荣 /152

绿色旗帜 /154

尚未来临的泡沫 /158

结 语 /163

致 谢 /177

第一章

无处不在的泡沫

泡沫的危害是显而易见的：经济损失和腐败、劳动和资源的浪费，以及它们所留下的深深伤害和恐惧。但如果你用长远的眼光——相当长远的眼光——来看待这个问题，就可能发现在泡沫中和之后会出现一种经济模式，特别是留下新的商业和消费基础设施。正是这些，会在若干年后带来长期收益，以及对整体经济的积极作用。



老天！……我又犯了同样的错误。

——小甜甜布兰妮·斯皮尔斯，

2000年5月。

天价收购

2006年10月9日，道琼斯指数在12 000的历史高点徘徊的时候，市场受到了一次强烈的震撼：Google，这个成立仅8年的造钱机器宣布以16.5亿美元收购刚刚成立18个月的网络视频共享网站YouTube。

老天。收购价格已经达到了历史最高点。一个年轻的科技公司用自己的天价股票以天价价格来收购一个为众人关注但没有多少财务收入的公司。（YouTube对自己的财务状况严格保密，但大肆宣扬每天人们通过自己的网站进行视频浏览共达1亿次。）股票市场对Google的收购做出了相当积极的反应。（在宣布收购后，Google的股票价格上升了

8.5%，足以弥补收购的支出。) 谣言和流言飞语也在 YouTube 的一些同行，比如 Facebook 中间蔓延。敏锐的观察家安德鲁·罗斯·索金在《纽约时报》上写道：“这似乎是 20 世纪 90 年代末网络经济泡沫时期的故事。”而并非那么敏锐的观察家马特·劳尔也支持这个观点，他在 10 月 11 日《今日》(Today) 节目的开头完全无法掩饰自己的嘲讽：“泡沫。Google 花十几亿美元收购 YouTube 难道标志着网络经济的再次繁荣吗？”

这完全是胡说八道。

尽管媒体把这一交易看做是 1999 年繁荣时代重现的标志，尽管劳尔和 CNBC 电视台发表了断言，但 YouTube 和 Google 的合并绝对不会

如果没有上个世纪末所提供的过剩的网络人力资源和技术能力，那这一切都是不可能的。

使网络泡沫重现。相反，它正是 20 世纪 90 年代泡沫导致的结果。Google 这家基于网络 2.0 的公司是在 1998 年成立的，在当时的网络泡沫经济中迅速积攒了实力，并且在 2004 年正式发行股票，而且股价一路飞升。Google 的惊人表现和利润都来源于它高超的搜索技术。当天，它的股票市值大约在 1 280 亿美元，高于道琼斯工业指数中的大部分企业。它的资产负债表上有 98 亿美元的现金和可流通债券。

但是，如果没有上个世纪末所提供的过剩的网络人力资源和技术能力，那这一切都是不可能的。Google 的迅速腾飞离不开它所聘用的工程师和计算机专家，而他们中的许多人都是网络经济泡沫时期的剩余劳动力；它也离不开成千上万个廉价的服务器，离不开已

经习惯了便捷的宽带服务的 1.72 亿美国网民，离不开无数迫切需要排名、链接和点击的网络广告商所付的广告费，离不开博客和社交网上的广告。

YouTube 在短短的时间内把视频浏览量从零增加到了每天 1 亿人次，这同样也是建立在 20 世纪末所发展的基础设施之上的。如果没有全球性的宽带网络（你想用 56K 的拨号调制解调器来浏览视频？）和《福布斯》杂志发行商里奇·卡尔杰德所说的技术“廉价革命”，青少年们就无法用自己的电脑和数码相机录制视频，然后在自己的 MySpace

上公布链接地址。基于网络 2.0 的新应用不只 YouTube 和 Google，还有虚拟世界 Second Life、Wi-Fi 网络、iTunes、蓬勃发展的博客产业、以每年 20% 速度增长且总产值已经达到 2 114 亿美元

2000 年网络泡沫破灭之后，美国人的工作和交流方式都发生了很大变化，其中部分原因就是 20 世纪 90 年代建设的基础设施已经开始大量投入使用。

的电子商务，以及总产值 160 亿美元的网络广告业等。除此之外，它所带来的宏观效应就更难计算了。公司每年可以因为信息传输和储存费用的大幅度下降节约多少资金？由于即时信息、文件共享、网络电话服务 Skype、通过 Peapod 在线购物、利用 Google 进行研究、从印度班加罗尔进行保险赔偿程序节约下来的时间的价值，以及由此带来的利润又该如何计算？2000 年网络泡沫破灭之后，美国人的工作和交流方式都发生了很大变化，其中部分原因就是 20 世纪 90 年代建设的基础设施已经开始大量投入使用。

上世纪末、本世纪初的光缆和网络经济泡沫对人们来说并不陌生，