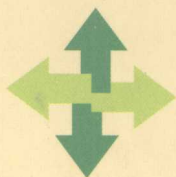


金融泡沫的形成、 运行与控制研究

董贵昕 著



復旦大學 出版社

金融泡沫的形成、运行与控制研究

F830
D697.1

金融泡沫的形成、运行与控制研究

董贵昕 著

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融泡沫的形成、运行与控制研究 / 董贵昕著. — 上海: 复旦大学出版社, 2005. 10
ISBN 7-309-04722-2

I. 金… II. 董… III. 金融学—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 102317 号

金融泡沫的形成、运行与控制研究

董贵昕 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 李 华

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印 刷	江苏句容市排印厂
开 本	787×960 1/16
印 张	13.25
字 数	238 千
版 次	2005 年 10 月第一版第一次印刷
印 数	1—3 000

书 号	ISBN 7 - 309 - 04722 -2/F · 1051
定 价	20.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

本书首先构建金融泡沫所以产生和运行的经济系统,通过深入的系统分析和理论模型分析,弄清金融泡沫的形成与运行机制;进而从正、负两个方面,全面剖析金融泡沫对经济所产生的影响;在此基础上,提出金融泡沫的路径选择与控制方法,并进一步把金融泡沫理论应用于我国市场经济建设的实践中。

本书在研究过程中,采取理论与实践相结合,实证分析与规范分析相结合,比较分析、历史分析和逻辑分析相结合等多种研究方法,并运用大量图表和数理模型等手段,试图多角度、深层次地揭示金融泡沫的运行规律,并提出科学、有效的金融泡沫控制路径与对策。

前言

一、本书研究的背景与意义

20 世纪 80 年代以来,日本和东南亚等国家爆发了一系列泡沫崩溃事件,这些事件对亚洲乃至整个世界经济的破坏力之大、影响期之久,充分体现了金融泡沫肆意膨胀、破灭对经济所造成的巨大危害。然而另一方面,美国资本市场泡沫自从 20 世纪 80 年代以来出现了持续性膨胀,这在某种程度上却支撑了美国经济连续数年的高增长、低通胀和低失业,并促进了近年来以网络为代表的新经济变革的发生和演进,尽管 2000 年以来美国网络泡沫逐渐破灭,却并未发生金融危机。可见,金融泡沫是一把双刃剑,它既有对经济有害的一面,也有对经济有利的一面,关键在于要弄清金融泡沫的形成、运行与控制机制,这样才能够有效驾驭和控制泡沫,实现兴利除弊的目的。

我国正处于由计划经济向社会主义市场经济过渡的转型时期,随着我国金融市场的快速发展尤其是资本市场规模的日益扩大,在我国经济体中也形成和累积了越来越多的泡沫。如果这些日益膨胀的泡沫不能得到及时有效的消解,那么必将会加大我国的宏观金融风险。另外,我国已经加入 WTO,对外开放程度日益加深,同时经济全球一体化、资本市场国际化的进程日益加快,这就使国内原有的金融泡沫面临加速膨胀以至爆裂的风险。因此,如何防范和化解金融泡沫风险、控制金融泡沫路径就成为摆在政府、监管当局和经济研究者面前的重要课题。

金融泡沫理论的研究是当代经济学的前沿课题,许多问题尚无定论。关于这一领域的理论研究尚处于起步阶段,到目前为止还没有建立起完整的理论体系,而且还存在许多根本性问题有待于进一步深入研究。显然,这已经不能适应当前国际金融形势的变化,更不能适应我国日益加快的经济体制改革和市场化建设的需要。因此,怎样合理界定和测度金融泡沫,金融泡沫的形成与运行机制是什么,怎样客观地分析和判断泡沫对经济所产生的影响,怎样控制金融泡沫,防范和化解泡沫风险,等等,诸如此类关于金融泡沫的问题都需要我们尽快给出

系统和明晰的回答,这就是本书研究的出发点。在此基础上,本书研究的最终目的在于结合我国实践,针对股市提出我国金融泡沫的路径选择和有效控制对策。

上述分析表明,关于金融泡沫形成、运行与控制的研究,无论对于经济理论还是对于我国经济建设和改革开放的实践都具有重要的意义。一方面,对于金融泡沫形成与运行机制的研究将进一步扩展和丰富当前的泡沫理论,并使之更加趋于系统和完善;关于金融泡沫对经济所产生的影响以及关于金融泡沫运行路径与控制的系统性研究将会弥补当前对这一领域理论研究上的不足,从而为泡沫理论的深入研究打下基础。另一方面,关于金融泡沫形成、运行与控制的研究对于我国的经济改革、发展和社会稳定具有重要的现实意义,它将直接影响到我国金融市场的健康、快速发展,影响到我国国有企业改革、产业结构调整和经济效率的提高,同时也将影响到我国加入 WTO 后如何防范和化解金融风险。

二、国内外相关领域的研究历史与现状

对金融泡沫的理论研究从时间上来划分大致可以分为三个阶段,即:20 世纪 80 年代以前为第一阶段,各国经济学者以对历史上发生的泡沫事件进行定性描述和分析为主;第二阶段开始于 20 世纪 80 年代初,主要以理性预期理论为基础,通过数理分析,建立各种理性泡沫的数学模型;第三阶段是从 20 世纪 80 年代末开始的利用动态和非线性理论对金融泡沫进行更为深入和更为一般性的研究。

通常认为,金融泡沫现象是伴随金融市场中投机行为的产生而产生的。法国经济史上的权威人士费纳德·伯洛德尔(Fernand Braudel)认为,早在 14 世纪的热那亚、佛罗伦萨和威尼斯城里就出现过活跃的证券市场(J·K·加尔布雷斯,1994)^①。对金融投机性的研究,有记载的最早可以上溯到荷兰的尼古拉斯·穆伊斯·范·霍利(Nicolaas Muys Van Holy),他在 1687 年出版的一本小册子中揭露了空头交易的罪恶,并提出为了减少投机性,不仅应当对所有的股票买卖进行登记,而且应当对这样的买卖征税。紧随其后,在 1688 年,约瑟夫·德·拉·维佳(Vega J.)出版了一本至今仍被金融界称为投资经典的小册子《困惑之惑》。在这本通篇用对话体完成的著作中,约瑟夫·德·拉·维佳广泛而全面地描写和分析了 17 世纪中期阿姆斯特丹的股票交易以及当时已经出现的远期交易、期权交易,并从投机的大众心理分析角度提出了类似于当代“博傻理论”(Great Fool Theory)的思想(马丁·S·弗里德逊,2000;约瑟夫·德·拉·维

^① 从交易量而言,第一个“现代”的证券市场产生于 17 世纪荷兰的阿姆斯特丹。显然,对商品的投机比对证券的投机要早得多。

佳,1688),同时揭露了少数投机者利用制造虚假信息在股市上牟取暴利的欺骗手段^①。

然而,将“泡沫”这一名词首先用来描述经济现象,最早可能出现在18世纪初期的英国,当时那里正在发生后来被人们当作典型泡沫事件的“南海泡沫”^②。历史上,苏格兰学者查尔斯·马凯(Charles Markey)首次对1636年荷兰的“郁金香狂潮”^③、1719—1720年法国的“密西西比股灾”以及随后英国的“南海泡沫”等典型的投机事件进行了较为详尽的描述和分析,指出了大众不正常的、过度的投机心理必然引起股票价格难以预料的巨大波动(查尔斯·马凯,1841)。

历史有着惊人的相似。1846—1847年发生了英国铁路狂热,1929年发生了几乎使整个资本主义经济陷入全面危机的美国股市“大恐慌”,1987年美国股市“黑色星期一”引发了“大崩溃”。此外,近年来还有1990年日本泡沫的破灭,1997年发自泰国席卷东南亚的金融危机以及墨西哥、俄罗斯、中国台湾等国家和地区相类似的金融泡沫事件,可谓层出不穷。在当代,频繁发生的金融泡沫事件早已引起了国内外诸多经济学家的关注。例如,美国经济学家约翰·肯尼斯·加尔布雷斯(John Kenneth Galbraith)在《泡沫的故事》一书中用详尽而犀利的笔触描述了历史上发生过的一些重大金融投机事件,刻画了泡沫形成、膨胀和破灭的全过程,并主要从大众投机的角度分析了金融泡沫的形成、膨胀和破灭的原因(J·K·加尔布雷斯,1994)。

值得指出的是,马克思早在《资本论》第三卷对虚拟资本和资本主义金融危机的论述中就已经给出了泡沫理论的萌芽。他在研究虚拟资本的价格决定时,把那种与投机性相联系的虚拟资本价格的惊人上升称为经济的“肥皂泡”(马克思,1865b);他还对经常伴生有泡沫的资本主义金融危机从信用制度、股份制度和交易所制度等方面进行了深刻的制度上的剖析,这使我们深刻领悟泡沫的成因具有重要的指导意义;此外,马克思对虚拟资本的精辟论述也为我们认清金融泡沫的本质开辟了一种新的思路。沿着这一思路,彼得·德鲁克在1980年首次提

① 约瑟夫·德·拉·维佳是一位居住在阿姆斯特丹的17世纪犹太商人和诗人,他在《困惑之感》中阐述的一些股市交易程序和策略直到现在仍然为许多投资者和管理者所运用。

② 在1719—1720年期间,英国以南海公司为首出现了层出不穷的“泡沫公司”,举国上下掀起了一片疯狂的炒股狂潮,就连当时的民谣和扑克牌都有以讽刺泡沫公司和揭露民众买卖股票的狂热为题材,为此英国政府后来通过了用来抑制泡沫的所谓“泡沫法案”(查尔斯·马凯,1841)。

③ 1636年荷兰的“郁金香狂潮”通常被认为是历史上有记载的第一个著名的投机性泡沫事件。

出符号经济的概念,并指出符号经济已逐渐取代实体经济且有与实体经济相分离的趋势。20世纪60年代,美国金融学家戈登·史密斯提出金融相关比率(FIR)的概念,运用这项指标可以从一个侧面反映一国经济发展中的泡沫化程度。

可见,在20世纪80年代以前的这一阶段,应该说还没有形成系统的和完整的关于金融泡沫的经济理论。在这一阶段,关注金融市场投机性的学者们的主要贡献在于发现了金融领域中广泛存在的不确定性、信息与风险问题、大众投机心理的狂热以及虚拟经济与实体经济的偏离等与金融泡沫相关的现象,并对这类现象进行了大量的描述和定性分析,从而为下一阶段的数理模型分析打下了一定的基础。

进入20世纪80年代以来,随着数学和理性预期理论的发展,许多经济学家为了能够运用数学模型来刻画金融泡沫的运行机制进行了大量的研究工作,由此,对金融泡沫的理论研究进入了第二个阶段。实际上,在这一阶段之前,萨缪尔森和斯蒂格利茨(Stiglitz,1990)就对投机活动进行了开创性的研究工作,但是直到20世纪80年代,理性预期学派才比较规范地剖析了理性泡沫形成和运行的基本原理,其中,布兰查德和沃森(Blanchard and Watson,1982)首先建立了一个动态预测模型来讨论金融泡沫的形成过程;随后,哈密尔顿和魏特曼(Hamilton and Whiteman,1985)利用随机差分方程来探讨经济中的泡沫;萨金特和瓦尔拉斯(Sargent and Wallace,1987)的研究则给人们提供了一个比较清晰的用数学模型分析泡沫的思路;此后,弗卢德(Flood,1994)指出,人们如果按照一种线性自相关的过程进行预测与回顾,反复博弈,当市场价格与人们预期的价格变化正相关时,就有可能在某些领域形成泡沫。我们看到,由于理性泡沫所设定的假定条件过于苛刻,因而对实际金融市场上出现的许多泡沫现象的解释力并不能够令人满意;而由布莱克(Black,1986)提出的之后由德朗等人(De Long *et al.*,1990)发展的金融噪声交易理论却能够对金融泡沫做出很好的解释。另外,泰勒尔(Tirole,1982,1985)、奥布斯特菲尔德和罗戈夫(Obstfeld, Rogoff,1983,1986)以及韦尔(Weil,1987,1989)等人通过建立代际交叠模型,分析了在一般均衡模型中泡沫是否存在以及泡沫对经济所产生的影响。关于泡沫的检验,自从理性泡沫理论取得重大进展以来,一些学者提出了多种理性泡沫的间接检验方法,其中以希勒(Shiller,1981)以及勒鲁瓦和波特(Leroy and Porter,1981)提出的超常易变性检验(excess volatility test)最为著名;此外,弗卢德和嘉伯(Flood, Garber,1980)通过对德国恶性通货膨胀的分析,首次给出了确定性泡沫直接检验;而弗如特和奥布斯特菲尔德(Froot and Obstfeld,1991)通过对美国股票价格的分析,进行了一种内在性泡沫的直接检验。可以说,这些开创性的

工作对于金融泡沫的进一步深入研究和实证分析提供了一定的理论基础。

到了 20 世纪 80 年代末,以分形与混沌理论为代表的非线性理论对金融市场的研究标志着金融泡沫理论进入了一个新的阶段。1987 年,美国“黑色星期一”的股市泡沫爆裂虽然得到了有效控制,而且并未带来美国和世界经济的全面危机,然而它却强烈地冲击了西方的经济学界,使得新古典主义的静态均衡分析范式与线性结构理论受到了非线性的混沌经济理论的严峻挑战。由于有效市场理论(EMH)无法解释处于多重均衡状态下的泡沫系统,对于金融市场中符合混沌状态的“蝴蝶效应(butterfly effect)”、泡沫崩溃现象、股票收益的季节性(seasonality)以及“小公司元月效应”等现象的分析更是无能为力。因此,在 20 世纪 80 年代末,开始有一些经济学家试图用非线性理论、混沌理论来阐释泡沫的运行机制,但是这一方面的研究到目前为止还没有形成系统性的理论。可以说,对于金融泡沫理论的第二阶段研究还没有结束,第三阶段的研究才刚刚开始,要对金融泡沫进行更完美的理论阐释和刻画,还需要进行更为艰辛的探索和努力。

由于某些历史上的原因,国内对金融泡沫的研究起步较晚。国内经济学者对泡沫理论的关注主要开始于 20 世纪 80 年代末到 90 年代初,因为当时在刚刚建立的中国证券市场上一度出现了惊人的投机狂潮。然而,国内学者一开始大多停留在对金融泡沫现象的定性描述上,而且对泡沫的概念界定并不一致,对其在经济发展中的作用更存有较大分歧,而对泡沫形成机制的数理分析以及如何进行控制却很少有系统性和深入性的研究。大约到了 20 世纪 90 年代中后期,国内一度出现了对金融泡沫理论的研究热潮。从发表的文献上看,主要有两条研究路径:一条是从马克思在《资本论》中的关于虚拟经济的理论为出发点,从资本形态上分析泡沫产生的原因及其对实质经济可能产生的影响,如刘俊民(1998)的《从虚拟资本到虚拟经济》、李方(1998)的《金融泡沫论》以及陈文玲(1998)、许均华和高翔(2000)等人的研究;另一条路径是国内学者介绍国外的泡沫数学模型,并用来解释和分析国内证券市场中的股市泡沫以及日本泡沫和东南亚金融危机等现象,如周爱民(1998)、陈江生(1996)、戴国强(1999)等。

总之,关于金融泡沫的研究虽然已经取得了相当大的进展,但是到目前为止还没有建立起完整的理论体系,人们对于这一理论的研究还仅仅处于起步阶段。这主要表现在:首先,人们使用了多种方法来研究金融泡沫的成因和运行机制,但是当前相关的各种理论和模型都有较强的限定条件,对金融泡沫的解释力有较大局限性,并且这些理论从整体上看缺乏系统性和完整性;其次,关于金融泡沫的检验和测度即使是对理性泡沫的各种检验也还存在着某些缺陷,至于对更为一般性金融泡沫的检验和测度,除了大致能够反映股市泡沫程度的市盈率、市

值占 GDP 比例和金融相关比率(FIR)之外,到目前为止还没有多少更好的测度办法;再次,关于金融泡沫对经济的影响方面,大多数文章分析的都是有关泡沫对经济产生危害的一面;而对泡沫可能有益的一面却少有系统的分析,这样就不可能全面客观地评价泡沫的作用;最后,关于金融泡沫的控制理论目前大多停留在对策研究层次上,还没有进行深入的系统性研究。

三、本书的结构安排

本书的研究思路是:首先构建泡沫生成和运行的经济系统,通过深入的系统分析和模型分析,弄清金融泡沫的形成和运行机制;接下来探讨金融泡沫的检验与测度,全面剖析金融泡沫对经济产生的影响;在此基础上,研究金融泡沫的路径选择与控制,进而对中国股市泡沫进行实证分析,提出我国股市泡沫的控制对策。

本书的基本结构包括三个部分共分为 7 章。

第一部分为形成与运行篇,包括第 1、2、3 章。第 1 章对泡沫这一基本概念进行了合理的界定和种类划分,进而分析了金融泡沫与虚拟资本、经济泡沫与泡沫经济和经济周期等相关概念之间的关系,从而为本书研究的展开奠定基础。第 2 章通过运用系统分析的方法,从泡沫运行系统的角度来研究金融泡沫的形成与运行机制,即通过对金融泡沫形成与运行系统的制度演变、市场环境、心理因素以及其他各种影响因素等多方面、深层次分析,揭示了金融泡沫系统内部诸要素之间的内在运行机制以及系统外部诸因素对泡沫形成与运行的影响,从而构建了金融泡沫运行的系统分析框架。第 3 章通过对金融泡沫数学模型的建立和分析,更为准确地刻画了金融泡沫的内在运行机制,其中,通过对理性泡沫模型的分析,导出了由马尔可夫泡沫、内在泡沫和外在泡沫构成的基本泡沫运行集,并对资本市场理性泡沫的运行机制进行了探讨;通过对噪声交易者模型的分析,从交易者行为的角度揭示非理性泡沫的形成机理;此外,尝试性地运用突变理论建立了一个用于刻画金融泡沫动态运行尤其是崩溃机制的突变模型,并运用分形和混沌理论来解释具有非线性特征的泡沫变化机理。

第二部分为控制篇,包括第 4、5、6 章。第 4 章归纳和总结了理性泡沫的间接检验和直接检验法,分析了金融泡沫的基础值测度法、虚拟资本与实质资本比较法,首次提出了用于股票市场的金融泡沫膨胀率的测度方法,初步建立了金融泡沫的综合测度体系,从而为金融泡沫的控制和应用研究打下了基础。第 5 章通过理论和实证研究,全面剖析金融泡沫对经济的正面和负面影响;在一般均衡框架下,证明了金融泡沫对经济动态效率的作用;通过对日本和东南亚泡沫事件

的实证研究,分析了金融泡沫过度膨胀以至破灭对经济产生危害的过程。第6章提出金融泡沫的最优路径和可持续金融泡沫的概念;通过对美国1980年代以来可持续金融泡沫的实证考察,分析了可持续泡沫对经济的影响,进而得出了金融泡沫可持续运行的条件;通过对日本和东南亚泡沫与美国泡沫的比较,分析了金融泡沫的爆裂条件及其传导机制,提出了发展中国家如何防范金融泡沫过度膨胀和爆裂的措施,进而提出了如何消解过度膨胀性泡沫以及防范和化解泡沫风险的对策。

第三部分为应用篇,即第7章。这部分通过对中国股市泡沫的实证分析,给出了中国股市泡沫的适度性评价,并深层次探究了中国股市泡沫的成因;在此基础上,提出了中国股市泡沫的路径选择以及相应的股市泡沫控制对策。

目 录

前言	1
一、本书研究的背景与意义	1
二、国内外相关领域的研究历史与现状	2
三、本书的结构安排	6
 第 1 章 金融泡沫及相关概念	1
1.1 什么是泡沫	1
1.2 金融泡沫与泡沫种类	3
1.3 金融泡沫与虚拟资本	4
1.4 泡沫经济与经济周期	5
1.4.1 泡沫经济	6
1.4.2 经济周期	7
1.4.3 经济泡沫、泡沫经济与经济周期之间的关系	8
 第 2 章 金融泡沫形成与运行的系统分析	11
2.1 金融泡沫形成与运行的制度因素分析	11
2.1.1 货币制度	11
2.1.2 信用制度	12
2.1.3 股份制与交易所制度	13
2.1.4 金融自由化、国际化制度	14
2.2 金融泡沫形成与运行的市场因素分析	15
2.2.1 金融市场的不确定性与泡沫的形成	15
2.2.2 金融市场的信息不对称性与泡沫的形成	17
2.2.3 金融市场的不完全性与泡沫的形成	20
2.3 金融泡沫形成与运行的心理因素分析	22

2.3.1	金融市场参与者的投机心理	22
2.3.2	金融市场投机心理的表现和特性	24
2.3.3	你是理性投资者吗	31
2.4	金融泡沫形成与运行的影响因素分析	32
2.4.1	经济性影响因素分析	32
2.4.2	非经济性影响因素分析	37
2.5	金融泡沫的形成与运行系统	39
第3章	金融泡沫形成与运行的模型分析	42
3.1	理性泡沫模型	42
3.1.1	基本模型的建立与理性预期	43
3.1.2	差分方程的解与理性泡沫	47
3.1.3	理性泡沫的运行机制	50
3.1.4	金融市场的理性泡沫模型	56
3.2	噪声交易者模型	59
3.2.1	DSSW 噪声交易者模型	61
3.2.2	动态扩展的噪声交易者模型	66
3.3	金融泡沫的突变模型	71
3.3.1	突变模型的建立	72
3.3.2	突变模型对股市泡沫形成与运行系统的解释	78
3.4	分形、混沌理论对金融泡沫形成与运行的解释	80
3.4.1	非线性系统、分形与泡沫	80
3.4.2	混沌与泡沫	82
第4章	金融泡沫的检验与测度	87
4.1	理性泡沫的检验	87
4.1.1	间接检验	87
4.1.2	直接检验	90
4.2	金融泡沫的测度	91
4.2.1	基础值测度法	91
4.2.2	虚拟资本与实质资本比较法	94

4.2.3 金融泡沫膨胀率法	96
第5章 金融泡沫对经济的影响	98
5.1 金融泡沫一定有害吗	98
5.2 金融泡沫与经济动态效率	101
5.2.1 黄金律与动态无效	101
5.2.2 金融泡沫与动态无效	103
5.2.3 确定性泡沫对动态效率的影响	104
5.2.4 随机性泡沫对动态效率的影响	106
5.2.5 现实经济动态无效吗	111
5.3 金融泡沫对经济的正面影响	114
5.4 金融泡沫对经济的负面影响	118
5.5 金融泡沫引发金融危机的实证分析	124
5.5.1 日本泡沫	124
5.5.2 东南亚泡沫	127
第6章 金融泡沫的控制研究	130
6.1 金融泡沫可以被排除吗	130
6.2 金融泡沫的路径选择与可持续泡沫	132
6.2.1 金融泡沫的最优路径	132
6.2.2 可持续泡沫概念的提出	132
6.3 通往可持续金融泡沫之路:美国可持续泡沫的实证分析	133
6.3.1 可持续泡沫对美国的影响	133
6.3.2 美国泡沫可持续的原因	137
6.4 泡沫可以持续吗? 亚洲泡沫与美国泡沫之比较	144
6.4.1 为什么日本泡沫不可持续	144
6.4.2 建在沙丘上的泡沫楼阁:不可持续的东南亚金融泡沫	147
6.4.3 金融泡沫可持续的必要条件	148
6.5 发展中国家如何控制金融泡沫	149
6.5.1 金融泡沫爆裂的条件及传导机制	149
6.5.2 如何防范金融泡沫过度膨胀和爆裂	152

6.5.3 如何消解过度膨胀的金融泡沫	157
第7章 中国股市泡沫及其控制	160
7.1 中国股市泡沫的适度性分析	160
7.1.1 中国股市规模与增长速度分析	161
7.1.2 中国股市泡沫度分析	162
7.1.3 中国股市市盈率分析	163
7.1.4 中国股市投机性分析	164
7.1.5 中国股市泡沫膨胀率分析	165
7.1.6 中国股市泡沫的运行特征与适度性评价	168
7.2 中国股市泡沫的成因分析	170
7.3 中国股市泡沫运行的路径选择	176
7.4 关于中国股市泡沫控制的政策建议	180
主要参考文献	186
致谢	194

第 1 章 金融泡沫及相关概念

准确界定泡沫以及金融泡沫的概念是研究金融泡沫形成、运行与控制的基本前提;然而,长期以来国内外经济学者对泡沫这一概念的界定尚存有一定分歧,因此不利于对金融泡沫理论的深入研究,也不利于金融泡沫理论在实践中的应用。如何科学、合理地界定泡沫和金融泡沫的概念是我们首先需要澄清的问题。此外,我们还要弄清金融泡沫和虚拟资本以及经济泡沫、泡沫经济和经济周期等相关概念之间的关系。

1.1 什么是泡沫

当前,国内外经济学者对泡沫(bubbles)这一概念的定义可谓众说纷纭。正如查尔斯·P·金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)在 1987 年出版的《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中所说的,“在编写本词条时,理论界尚未达成对泡沫状态一致同意的定义;至于它是否可能发生,也没有一致的看法。”(约翰·伊特韦尔等,1992)。

首先,让我们来考察一下泡沫概念的本意以及这一概念被引入经济学中的由来。泡沫一词的英文“bubbles”在《牛津现代高级英汉双解辞典》中解释为:“浮于空气中的气泡或从液体中浮于水面的气泡”,喻意为“幻想的计划;无法实现的意念、希望等”。在物理化学中,泡沫是指分散在液体或固体中的气泡的聚集。将泡沫这一名词首先引入描述经济现象,最早可能出现在 18 世纪 10 年代末的英国,当时那里正在发生后来被人们当作典型投机事件的“南海泡沫”。结合泡沫的本意以及泡沫这一名词作为经济学中用于描述经济现象的由来,通过考察历史上的一些典型的经济泡沫事件,我们认为在经济学中泡沫概念至少应该包含以下四层含义:

第一,生成泡沫必然要有载体,泡沫的载体通常是一种或一系列资产,这些资产一般来说或者是流通性强、易于交易的某种虚拟资本,如股票、债券、期货、外汇、金融衍生产品等;或者是具有稀缺性的某种资源如土地、房产和所谓“可收

藏的东西”或“可保值的東西”，诸如油画、珠宝、邮票、钱币、古董以及某种特定的商品等等。作为泡沫载体的这类资产尽管包括的范围很广泛，但是它们一般都具有交易成本低和供求关系不易达到均衡的特点。

第二，形成泡沫时必然伴随有资产价格偏离其基础价值的现象发生。资产的基础价值通常取决于基础要素的价值，这些基础要素一般包括资产的收益、长期利率、风险溢价、收益的预期增长率等。根据经济学理论，资产的基础价值应该等于该项资产预期未来收入流量的贴现和。然而，由于资产预期未来收入的不确定性，所以要准确估计出某种资产的基础价值到底为多少是困难的。从新古典经济学的观点看，当市场价格偏离价值时，供求关系必然会自动对过高或者过低的价格进行调整并使之趋向于均衡的基础价值；但是对于存在泡沫的资产来说往往并不存在这样的均衡，从而泡沫资产的价格偏离其基础价值便成为这类资产市场中的一种常态。

第三，泡沫形成的主要原因可能产生于投机性，也可能产生于对基础价值的高估。查尔斯·P·金德尔伯格在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中是这样描述泡沫的，“泡沫状态这个名词，随便一点说，就是一种或一系列资产在一个连续过程中陡然升价，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。”金德尔伯格所定义的泡沫通常也被称为投机性泡沫，国外学者研究的泡沫大都是指这一类。另外，由于市场的不确定性、市场不完全性以及信息不对称性等原因造成的投资者对资产基础价值的高估也会形成价格与基础价值偏离的泡沫。泡沫的上述两种成因只是理论上的区分，现实市场中很难对投机性泡沫和价值高估性泡沫进行严格区分。

第四，金德尔伯格还指出：“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。”由于泡沫通常产生于人们对资产价值的过高预期，而预期往往随着各种随机性影响因素而发生变动，因而泡沫的形成与发展也具有某种不确定性。由于预期心理能够产生正反馈机制，所以泡沫经常表现出形成、膨胀、破灭或者逐渐收缩的运行状态。

综上分析，我们给泡沫所下的定义是：所谓泡沫，是指某种或一系列资产的市场价格偏离其基础价值的一种经济现象，它可能产生于投机性，也可能产生于对基础价值的高估，并通常表现为泡沫的形成、膨胀、破灭或逐渐收缩的运行状态。这里所定义的泡沫也就是通常所说的经济泡沫。