



国家“十五”重点图书  
金融理论前沿丛书

*JinRong PaoMo*  
*LiLun YanJiu*

# 金融泡沫理论 研究

张 灿 著



上海财经大学出版社

# 金融泡沫 理论研究

张 灿 著



上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

金融泡沫理论研究/张灿著. —上海:上海财经大学出版社, 2002. 12  
(金融理论前沿丛书/戴国强主编)  
ISBN 7-81049-820-7/F·704

I. 金… II. 张… III. 金融-经济理论-研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 089560 号

JINRONG PAOMO LILUN YANJIU

## 金融泡沫理论研究

张 灿 著

责任编辑 王 芳 封面设计 优典工作室

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷

2003 年 2 月第 1 版 2003 年 2 月第 1 次印刷

---

850mm×1168mm 1/32 9 印张(插页:2) 209 千字

印数:0 001—2 000 定价:24.00 元

## 主编寄语

传统的金融理论是以货币和银行为核心而建立起来的。这种理论构架充分反映了在市场信息不完全条件下,银行业受到垄断性保护、间接金融占压倒优势的实际情况。因此,传统的金融理论能适应20世纪70年代以前经济与金融发展的需要。

但是,随着信息技术的突飞猛进,金融管制逐渐放松,金融创新高潮迭起,利率市场化和金融自由化已成为当代国际金融业发展的主旋律。这些变化有力地冲击着原有的金融格局,直接金融迅速扩张,银行主宰金融市场的地位日渐削弱。面对经济环境和金融环境的巨大变化,传统的金融理论受到了极大的挑战。人们需要从理论上对这些变化给予解释和回答。20世纪40年代和50年代就提出的,以金融市场为主要研究对象、以财务理论为主要研究方法的资产选择理论受到关注。许多经济学家和金融学家纷纷运用实证研究与规范的理论分析相结合的方法,以金融市场和理财为核心,构造当代金融理论,并取得了丰硕的成果。市场有效理论、金融契约理论、行为金融理论、金融约束理论、银行再造理论等相继

问世。这些学说和理论不仅注重宏观金融背景分析,而且更注重微观金融决策与管理的研究。近年来又涌现出一些新的研究方向:对金融泡沫的研究、对市场无效性的研究、对银行不稳健性的研究、对通货紧缩的研究,以及对金融心理学的研究等。在这些研究中,大量运用微观分析方法和心理学、计量经济学、预期理论、博弈理论、信息理论乃至动力学、混沌学的方法,对现实金融问题进行深入细致的分析与探讨,取得的成果有很强的实用价值,从而有力地推动了金融理论的创新与发展。

当前,我国正在进行深入的金融改革,改革需要理论指导,改革又推动了理论的发展。为了适应我国金融改革的需要,在上海财经大学出版社的大力支持下,我们本着认真学习的态度和勇于探讨的精神,推出这套金融理论前沿丛书。希望该丛书能抛砖引玉,为我国金融改革提供一些可资借鉴的材料,也为推动我国金融理论建设尽绵薄之力。

**戴国强**

2001年3月于上海

# 序 言

掌握市场经济的规律，是几百年来人们一直在苦苦追求的理想。亚当·斯密在 200 多年前非常艺术地指出了有一只“看不见的手”，即价格在指挥市场。自那以后，价格研究就成了经济学家最重要的任务之一。马克思主义的创始人——卡尔·马克思在研究资本主义发展规律的过程中，揭示了价格围绕价值波动的一般规律。这一理论至今还是我们认识市场、把握市场的指导。

19 世纪末、20 世纪初，西方经济学家构建了以价格研究为核心的经济学，即现在的微观经济学，提出了价格由供求关系决定的理论，较好地解释了商品市场变动的原因。

然而，进入 20 世纪 80 年代以后，市场出现了许多新的变化，特别是金融市场迅猛发展，使人们看到许多价格现象无法用经典理论来解释。例如，房地产价格和股票价格经常会远离其价值而快速、持续上涨，以至于人们几乎无法确定它的边界在哪里。当人们顺着其价格走势而操作时，便又促使它再度膨胀，经济学家把它叫做“泡沫”，并一再提出警告。但是，在房地产价格和股票价格



不断上扬时,又有多少人能够接受经济学家的劝告呢?当某一条信息或某一种情况出现导致股价暴跌,进而引发房地产价格持续下滑时,市场遂陷入困境,甚至引发经济衰退乃至萧条,此时,人们悔之不已。日本和其他东亚国家都尝到了这种苦果,还有没有别的国家步其后尘呢?肯定会有。现实给我们提出了急需从理论和实践上给予回答的重要课题,那就是:为什么在金融领域和房地产市场中容易出现泡沫,这种泡沫是如何生成的,它有无规律可循,有没有控制这种泡沫的恰当方法,等等。

目前,国内外都有不少学者在研究这些问题,但是,由于各种原因,迄今为止,我国学者的成果还是以研究局部问题的论文居多,以著作形式出现的系统研究的成果还较少,李方的《金融泡沫论》是较早问世的一部专著。之所以会出现这种现象,主要还是从事这类研究的困难较多。张灿同志不畏艰难,几易其稿,完成本书,为推动这一领域的研究工作贡献了力量。本书对金融泡沫的定义和金融泡沫的生成都作了有见地的解释和实证研究,并尝试着揭示金融泡沫的变化规律。此书的结构安排合理,论述的语言平实易懂,相信此书会对读者有所启发。我向读者推荐本书,希望有更多的人来研究这一问题,使我们在建设社会主义市场经济时,多一分清醒,多一分理智。

**戴国强**

2002年6月于美国

# 前 言

金融泡沫是指在现代信用经济情况下,金融资产的  
市场价格脱离其基础价值而急剧上涨的一种经济现象。  
金融泡沫不是自古就有的,而是经济从简单商品经济发  
展到货币经济、信用经济的产物。它的产生既有宏观因  
素,又有微观原因。

宏观因素主要体现在制度上,包括货币制度、银行制  
度和信用制度。在现代货币制度下,本位货币是不兑现  
的纸币,已经完全摆脱了个别使用价值的束缚。支票账  
户和电子货币的出现,使货币仅仅成了银行账户上的一个  
符号。货币的这种虚拟化发展,为金融泡沫的产生提供  
了无限可能性;同时,也为银行货币的超额供给埋下了  
伏笔。现代商业银行在部分准备金制度下,具有信用创  
造功能,由于现代货币的内在特征,决定了货币供给具有  
膨胀性,从而为金融泡沫的产生提供了外部环境。信用的  
完善和发展,各种信用工具的出现,不仅放大了全社会的  
信用总量,同时也为金融泡沫的产生提供了载体。

微观原因则主要是指由于未来的不确定性和信息的  
不对称性,导致投资者行为异化,从而造成金融资产价格  
上涨和下跌。现实世界是一个充满不确定性的世界,经



济主体并不拥有完全信息,各种经济金融活动就在这样的情况下进行。由于不确定性的存在,经济主体对未来的预期不同,对风险的偏好程度不同,他们的投资行为必然会引起金融资产的价格波动。由于投资者拥有的信息不对称,投资者在金融市场上的投资行为具有博弈特征,各种投资者之间博弈的结果,不是金融资产价格的大幅度上涨,就是金融资产价格的大幅度下跌,导致金融泡沫的产生。此外,证券市场处理信息的效率高,对金融泡沫的产生也具有重要的影响。

20 世纪 70 年代以来,金融创新、金融自由化改革和资本的国际流动导致金融泡沫不断膨胀起来。(1) 各种为了规避金融风险而产生的金融衍生工具越来越远离实质经济,符号经济系统脱离实质经济而无限膨胀。全球范围内金融衍生工具交易规模的急剧膨胀,对金融泡沫的产生无疑起了推波助澜的作用,加大了金融泡沫产生的概率。(2) 金融自由化改革的实施一方面增强了金融业的竞争,提高了资本的使用效率;但另一方面,使大量资金滞留于金融市场,游离于实质经济之外,推动着金融泡沫的产生。而发展中国家由于缺乏有效的金融监管体系,使大量资金流向房地产和股票市场,产生了大量泡沫。此外,由于放松了对资本流动的管制,国际游资四处游荡,冲击各国资本市场和外汇市场,引发各国的金融危机。事实上,自 20 世纪 80 年代以来,全球就爆发了三次大的金融危机。因此,各国的金融自由化改革为金融泡沫的膨胀创造了一个广阔的空间。(3) 由于金融创新和

金融自由化改革,再加之信息技术的发展和广泛应用,由此形成了规模巨大、实力雄厚的国际资本。这些资本频繁跨越国界,冲击各国的股票市场和外汇市场,使资产(包括货币、外汇、证券和金融衍生工具等)的价格超常规暴涨,拉大了市场价格与金融资产的基础价值之间的差距,制造出更大的金融泡沫,以牟取暴利。

历史上几次金融泡沫的破灭引发了金融危机甚至经济危机,造成国内金融秩序混乱,不良金融资产大量增加,企业亏损破产剧增,使国民经济一蹶不振,长期陷入萧条之中。因此,金融泡沫的破灭对经济的破坏作用,迫使我们要对这一现象作出深入的研究,了解和把握它的运行规律。

新经济的出现,网络技术的广泛应用,提高了生产、流通、研究开发和经营管理等方面的效率,降低了成本,极大地提高了劳动生产率。作为新经济代表的网络股,在市场上的表现则完全出乎人们的意料,它既造就了许多亿万富翁,同时又掠走了富翁们的财富。很显然,网络股的价格中含有大量泡沫,我们有必要对网络股的价值进行认真的思考。

我国的股票市场起步较晚,到今年仅有 10 年的历史。尽管在短短的时间内取得了令世人瞩目的成绩,但同时也产生了许多如同发达国家股票市场上的问题,其中之一就有争论不休的泡沫问题。股票市场是国民经济的“晴雨表”,股票市场的健康与否直接关系到国民经济的发展。本书运用动态自回归方法对我国股票市场的泡

沫进行检验,然后提出一些防范和抑制股市泡沫的建议和措施。

本书沿着金融泡沫的产生、膨胀和破灭过程,分析了金融泡沫产生的宏观和微观原因,分析了导致金融泡沫膨胀的外部因素及其运行规律;运用博弈方法分析了股市泡沫的产生和膨胀过程;分析了新经济时代的金融泡沫现象。当然,由于金融泡沫的形成理论和运行机理几乎涉及到整个货币金融学科领域,而我又由于理论功底不足,对金融泡沫理论的深度和广度可能把握得不够准确,对金融泡沫的运行规律认识得不够深刻和透彻,还望各位专家、学者提出宝贵的意见和建议,以便能让我对金融泡沫理论有更进一步的认识。

张 灿

2002年10月

# 目 录

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 主编寄语 .....            | ( 1 )  |
| 序言 .....              | ( 1 )  |
| 前言 .....              | ( 1 )  |
| 导论 .....              | ( 1 )  |
| 一、本书的写作缘由 .....       | ( 1 )  |
| 二、本书的写作意图 .....       | ( 3 )  |
| 三、本书所要涉及的概念 .....     | ( 6 )  |
| 四、国内外的研究现状 .....      | ( 13 ) |
| 五、本书的结构安排 .....       | ( 15 ) |
| 第一章 金融泡沫的制度因素分析 ..... | ( 19 ) |
| 第一节 货币制度 .....        | ( 19 ) |
| 一、货币的产生 .....         | ( 20 ) |
| 二、货币的虚拟化发展 .....      | ( 22 ) |

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| 三、现代货币的本质特征·····         | (27)  |
| 四、现代货币的定义及度量·····        | (28)  |
| 第二节 银行制度·····            | (32)  |
| 一、货币的供给·····             | (33)  |
| 二、影响货币供给的因素分析·····       | (34)  |
| 第三节 信用制度·····            | (39)  |
| 一、信用的产生和发展·····          | (41)  |
| 二、信用的本质·····             | (42)  |
| 三、信用的运行·····             | (44)  |
| <br>第二章 金融泡沫的微观因素分析····· | (52)  |
| 第一节 不确定性条件下的投资行为·····    | (53)  |
| 一、不确定性与金融行为·····         | (53)  |
| 二、不确定性与风险选择·····         | (57)  |
| 第二节 不完全信息条件下的投资行为·····   | (61)  |
| 一、信息不对称与行为异化·····        | (62)  |
| 二、不完全信息条件下的博弈行为·····     | (74)  |
| 三、市场信息与证券市场效率·····       | (85)  |
| 四、金融投机与金融泡沫·····         | (90)  |
| 第三节 羊群行为与金融泡沫·····       | (92)  |
| 一、模型的建立·····             | (93)  |
| 二、传染与价格变动·····           | (97)  |
| 三、牛市和熊市的转换·····          | (101) |
| 四、结论·····                | (104) |

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| 第三章 金融泡沫膨胀的因素分析·····       | (105) |
| 第一节 金融创新·····              | (105) |
| 一、金融衍生工具的虚拟性 ·····         | (106) |
| 二、金融衍生工具对经济的影响 ·····       | (109) |
| 第二节 金融自由化·····             | (116) |
| 一、发达国家的金融自由化 ·····         | (117) |
| 二、发展中国家的金融自由化改革 ·····      | (127) |
| 第三节 国际资本流动·····            | (143) |
| 一、国际资本流动的原因和现状 ·····       | (144) |
| 二、国际资本流动对经济的影响 ·····       | (152) |
| 三、加强对国际资本流动的监管,防止金融危机····· | (160) |
| 第四章 金融泡沫的实证分析·····         | (163) |
| 第一节 金融泡沫运行的规律分析·····       | (164) |
| 一、金融泡沫运行的市场规律 ·····        | (164) |
| 二、金融泡沫运行的传递效应 ·····        | (169) |
| 第二节 金融泡沫的历史回顾·····         | (171) |
| 一、郁金香泡沫 ·····              | (172) |
| 二、法国的密西西比泡沫 ·····          | (175) |
| 第三节 金融泡沫的现实分析 I ·····      | (179) |
| 一、美国的“黑色星期四”和“黑色星期一” ····· | (179) |
| 二、日本的泡沫经济 ·····            | (183) |
| 第四节 金融泡沫的现实分析 II ·····     | (191) |
| 一、泰国经济泡沫的形成和膨胀 ·····       | (192) |
| 二、泰国经济泡沫的破灭 ·····          | (193) |

|                                        |       |
|----------------------------------------|-------|
| <b>第五章 新经济时代的金融泡沫</b> .....            | (197) |
| <b>第一节 美国新经济形成的原因及特点</b> .....         | (199) |
| 一、信息技术的发展和信息高速公路的建设是美国新经济形成的关键原因 ..... | (200) |
| 二、政府实施的宏观调控政策是新经济形成的重要条件 .....         | (202) |
| 三、发达的金融市场为高科技发展所需要的资金提供了强有力的保障 .....   | (203) |
| 四、外国资本的流入是美国新经济形成的主要原因 ...             | (204) |
| <b>第二节 网络股与网络泡沫</b> .....              | (206) |
| 一、纳斯达克的成长历程 .....                      | (207) |
| 二、纳斯达克指数的暴跌 .....                      | (210) |
| <b>第三节 我国网络产业的发展现状及建议</b> .....        | (217) |
| 一、我国网络经济的发展现状 .....                    | (217) |
| 二、发展我国网络经济的建议 .....                    | (220) |
| <br><b>第六章 我国股票市场的泡沫检验</b> .....       | (223) |
| <b>第一节 我国股票市场的发展历程及现状</b> .....        | (224) |
| 一、我国股票市场 10 年发展取得的成绩.....              | (224) |
| 二、我国股票市场存在的问题 .....                    | (225) |
| <b>第二节 我国股市的泡沫检验</b> .....             | (228) |
| 一、股票基础价值的计算 .....                      | (228) |
| 二、股票市场的泡沫检验 .....                      | (232) |
| <b>第三节 我国股市泡沫成因分析</b> .....            | (236) |
| 一、政府对股市的过度干预是我国股市泡沫产生的根本               |       |



|                            |       |
|----------------------------|-------|
| 原因·····                    | (236) |
| 二、一些上市公司质量低下,股票失去投资价值····· | (238) |
| 三、投资者结构不完善·····            | (239) |
| 四、信息不对称导致投资者的行为异化·····     | (239) |
| 五、国家股不能上市流通,股市规模小·····     | (240) |
| 六、传媒的过分渲染·····             | (241) |
| 第四节 抑制股市泡沫的政策建议·····       | (242) |
| 一、股市泡沫对我国经济的作用分析·····      | (242) |
| 二、抑制我国股市泡沫的建议·····         | (244) |
| 参考文献·····                  | (251) |
| 后 记·····                   | (267) |

# 导 论

## 一、本书的写作缘由

1992年邓小平南方谈话发表以后，在讲话精神的鼓舞之下，我国掀起了新一轮的经济建设高潮，全国到处都可看到一个个项目破土兴建，到处都可听到震耳欲聋的马达声，一度冷清的证券交易大厅也热闹起来了，股票行情不断上涨。国民经济蓬勃发展，人民安居乐业，全国上下呈现出一派欣欣向荣的景象。但是，在繁荣的背后，也让人感到一些隐隐的担忧：大量兴建楼堂馆所，许多项目重复投资、重复建设；股市行市异常火爆，股票价格一路飙升，投资者觉得只要买了股票，就一定能够腰缠十万贯、百万贯；一些地方借搞开发区的名义而大炒地皮，在计划经济时代没有价格的土地一下身价百倍，土地的主人在不断的更替，土地的价格也在不断上升，可到头来，肥沃的土地上除了杂草什么都没有。中国的老百姓可能从来没有想到赚钱发财在此时竟变得如此容易，我国的经济出现了泡沫化倾向。1993年7月20日，《经济日报》在第一版