

经济 学 前 沿 系 列

徐滇庆 于宗先 王金利 / 著

泡沫经济 与金融危机

PAOMOJINGJIYUJINRONGWEIJI

 中国人民大学出版社

经济 学 前 沿 系 列

徐滇庆 于宗先 王金利 / 著

泡沫经济 与金融危机

PAOMOJINGJIYUJINRONGWEIJI

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫经济与金融危机/徐滇庆, 于宗先, 王金利著

北京: 中国人民大学出版社, 2000.

(经济学前沿系列)

ISBN 7-300-03582-5/F·1076

I. 泡…

II. ①徐…②于…③王…

III. ①金融危机-研究-亚洲②金融危机-预防-研究

IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 68619 号

经济学前沿系列

泡沫经济与金融危机

徐滇庆 于宗先 王金利 著

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京海淀路 157 号 邮编 100080)

发行部: 62514146 门市部: 62511369

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 涿州市星河印刷厂

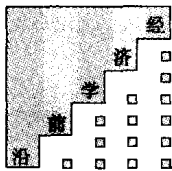
开本: 787×980 毫米 1/16 印张: 22.75 插页 1

2000 年 8 月第 1 版 2000 年 8 月第 1 次印刷

字数: 345 000

定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



总序

世界日新月异，经济学也日新月异。跟踪经济学的最新发展，站在经济学的前沿，是每一个经济工作者和研究者的愿望。

这套“经济学前沿系列”丛书的作者都是在经济学学术研究中卓有建树的学者，有的是世界著名大学的终身教授，有的已经从海外学成回国。无论身在何处，这些学者始终心系祖国，他们每个人心中都有一个强烈的愿望：把自己所学与国内的经济学家分享，为国内经济学学术研究做一点事情。长期以来，我们一直被他们的精神所感动，更深知国内读者对国际前沿学术进展的渴求，所以，才有了这套丛书的出版。

经济学最新发展的文献车载斗量，读者不可能一一阅读，也难以作出筛选。这套丛书能让更多的人更容易、更快地了解经济学前沿研究的最新发展和最新成果，尤其希望为广大高校师生开阔视野、与国际前沿研究接轨开辟一条捷径。这里的每

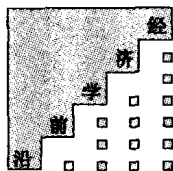


一本都围绕着作者所从事的研究领域展开，追踪世界最新研究动态、研究内容和研究进展。

大专家写小书是这套丛书成功的保证之一。我们真诚欢迎广大读者提出批评和建议，使这套书有益于我国经济学的发展与中华民族的复兴。

梁晶工作室

2000年8月



序

我很高兴地接受徐滇庆教授的邀请，为他和于宗先、王金利教授合著的《泡沫经济与金融危机》一书写几句话。

看到本书的目录时，我的第一个感觉就是作者紧紧抓住了当前肆虐亚洲的金融风暴的要害。目前论述金融危机的文章很多，但是像本书这样能够比较全面、深刻地剖析金融风暴的成因并且系统地提出防范措施的研究成果还较少见到。通读了这本书之后，深深为三位作者在这个方面的努力而感动。本书不仅在经济学理论上对泡沫经济及其与金融危机之间的关系作了详细的描述，并且仔细地分析了亚洲诸国，例如泰国、马来西亚、印度尼西亚、日本、韩国的金融危机，还把眼光扩展到巴西、墨西哥和俄罗斯等国。作者所收集的资料全面，研究深刻，论证严谨，反映了他们在这个研究上所投入的工夫，也反映出了他们经济学研究的深厚功底和一丝不苟的认真精神。

一个国家要保持经济稳定发展，必须重视供求总量的动态均衡，切忌“泡沫经济”。受这次金融危机沉重打击的东亚经济体，大多是房地产市场和证券市场连年出现“泡沫经济”，最终酿成了以大量房地产闲置、呆坏账连锁冲击为主要特征的金融危机。有些经济体用牺牲供求动



态均衡和国际收支平衡的办法来满足少数大企业过度扩张的要求，从而为本国经济的长期增长埋下了危机的根子。中国前些年也曾出现过“泡沫现象”，但自1993年年中起，通过加强宏观调控，控制了房地产和开发区的过热发展态势，在东南亚金融危机爆发之前已经成功地实现了“软着陆”，为抵御国际金融风波创造了条件。我们要认真总结这方面的经验教训，防止泡沫经济以其他形式再次出现。

这次受金融危机沉重打击的经济体，大都重视运用金融手段推动经济发展。但在金融自由化的过程中，由于放松了必要的监督与管理，大量银行信贷直接、间接流向高风险部门，导致过度贷款、巨额呆坏账和金融机构破产倒闭。中国金融领域也存在不稳定因素，国有商业银行不良贷款达四分之一，其中逾期两年以上的呆滞贷款和无法收回的呆坏账达10%以上。各类金融违法、违规活动比较严重。为防范和化解金融风险，中国政府不久前决定采取措施，深化金融监管，包括加快国有商业银行的商业化步伐，逐步实行资产负债管理和风险管理，加强金融机构内控制度的建设，等等。这些措施的逐步落实，将更有利于防止可能出现的内外金融风险的袭击。

在金融体系尚不健全、政府调控能力较弱的情况下，过早过快地全面放开本国资本市场、取消外汇管制、大量引进境外金融机构，助长了国际游资的进入和冲击，造成了投机资本排斥产业资本、短期投资和短期债务规模过大的不稳定局面。这是东亚一些经济体发生金融危机的一个重要原因。中国对金融业的对外开放一直持积极又谨慎的态度，到目前为止资本市场的开放尚处于初始阶段，资本账户的人民币自由兑换尚未启动，对资本流动的管制还比较严，引进外资的规模和结构比较合理，外国在华直接投资占外资规模的60%以上，中长期借款占外债规模的80%以上等等。这些均对国际投机资本在中国汇市和股市兴风作浪的能力施加了必要限制。这是中国能够抵挡东亚金融危机冲击的一堵厚墙。当然，今后中国仍要坚定地实施既积极又谨慎的金融对外开放方针，其时间顺序和实施步骤要与金融体系的健全和金融监管能力的加强相适应。^①

^① 参见刘国光：《东亚金融危机与中国》，221页；《中国经济走向》，1998-05-27。

我很赞成书中所提出的这一观点：尽管泡沫经济和金融投机在历史上由来已久，但是它就像环境污染一样，在过去也许不是主要的矛盾，但是现在已经成了对世界金融体制乃至整个世界经济的威胁。随着现代科学技术的进步，金融体制的作用已经发生异化。金融体制应能有效地组织社会闲散资金向生产性投资转化，引导资金流向高效益的部门和地区，提高资源的分配效率并且提供对企业生产的监督作用。但是，金融体制的迅速发展导致其在某种程度上和社会生产脱节。在金融集团的炒作之下，有些时候股票价值已经不能正确地反映企业生产效益，金融市场和物质生产环节没有必然联系。金融衍生工具创新的目的是回避风险，可是，这些风险被累积起来，最终导致金融危机。金融市场一旦变成了牟取暴利的源泉，就有可能喧宾夺主，彻底扭曲资金的分配，出现泡沫经济。如果没有新的制度制约，金融体制的扭曲将日趋严重。

现代金融体制加剧了泡沫经济的危害程度。现代科学技术的发展创造了金融体制以及众多的衍生工具，但是，就像在实验室里培养出来的病毒一样，弄得不好它也会毁灭人类。现代文明建立起来的金融体制有可能毁灭现代文明。资本自由流动的理论依据远远没有自由贸易那样充分，它的代价非常高。如果解决不好当前的金融危机，人类可能会面临比30年代经济大萧条还要严重的经济危机，世界上没有一个国家能够逃得过去。当然，如果我们能够正确地找到问题的症结所在，人类是有足够智慧来防范这个危机的。

东亚金融危机的发生，适逢中国经济运行处于景气循环的“低谷”阶段。东亚和其他地区出现的金融风暴为中国敲响了警钟。为了维持中国经济的发展势头，就一定要特别重视防范泡沫经济，抵御和化解金融风暴的袭击。

本书详细介绍和分析了台湾^①的股市和房地产市场的泡沫经济，许多信息都是大陆同行们非常关心的。我和于宗先先生是认识多年的老朋友了。他在担任台湾中华经济研究院院长期间，曾经多次来北京访问。在他的领导之下，台湾中华经济研究院拥有一支很强的经济研究队伍，在近年内取得了许多水平相当高的研究成果，为促进海峡两岸的学

^① 本书涉及台湾问题，均指中国台湾省。



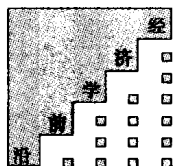
术交流和相互了解作出了许多贡献。他和王金利教授对台湾泡沫经济的深刻分析为我们提供了许多真知灼见。台湾在经济发展中的正反两方面的经验教训对我们来说都是十分宝贵的。前车之辙，后者之师。海峡两岸的学术交流有着广阔的发展前途。

我在 80 年代就认识徐滇庆教授，非常欣赏他对经济学研究的热情和执著精神。他在美国获得博士学位之后，在加拿大任教多年，在经济学研究上硕果累累，特别在可计算一般均衡研究上作出了令人瞩目的贡献。在他担任中国留美经济学会会长期间，不辞辛苦，奔走于大洋和两岸之间，成功地组织了许多次关于中国经济研究的国际会议。虽然他身在北美，但是从他的许多研究论文中都可以看到他对中国国内情况是非常了解的。他的许多研究成果和观点引起了国内学者和政府官员的注意。本书是他和于宗先、王金利先生一起为中国经济研究所作出的新的贡献。由于中国正面临着深化经济改革、完善金融体制、防范金融风险的关键时刻，我们非常希望看到更多的关于金融危机分析的佳作问世。本书必定会引起国内经济学界、企业界和政府官员的重视和欢迎。因此，我郑重地向国内的读者们推荐这本书。

刘国光

中国社会科学院顾问

1999 年 9 月



前 言

1997年春，在“俞国华基金会”的支持下，于宗先和王金利开始合作撰写《台湾泡沫经济》一书。虽然对于台湾的许多人来说，泡沫经济是一个新鲜的名词，但是，人们对于股市的大起大落并不陌生。1987年10月，台湾股市从4796点一路下跌；到了1987年年底只剩下2297点，跌幅为52%。随后股市又恢复增长势头。但在1990年2月达到12682点之后，又一个跟斗跌了下来；到1990年10月落入谷底，只有2485点，跌幅为410%。在以后的八年之中台湾股市在上下波动中逐步上升，再次越过10000点。可是1997年东南亚金融风暴袭来，台湾股市从10256点连续下降，在1999年跌到5422点。台湾股市的三次大起大落引起了学术界和企业界的广泛关注。于宗先和王金利经过十个月的努力完成了《台湾泡沫经济》一书。当这本书1998年在台湾出版时，正值东南亚金融风暴猖獗之际，马上就引起了各方面的重视。

自1997年夏以来，金融风暴荡涤了东南亚各国，随后又冲击了拉丁美洲和俄罗斯。在不到两年之内，世界上发表的有关论文已经超过了2万篇。人们从各个角度来探讨形成金融危机的原因和预防方法。许多经济学家已经注意到在金融领域中的失序现象，并且通过对泡沫经济的



研究指出了金融风暴的由来与危害。徐滇庆从金融风暴一开始就密切跟踪研究其起因和危机处理对策。他在“加拿大国家基金会”(SSHRC)和其他基金会的支持下先后到韩国、日本、新加坡、印尼、香港、台湾等地调查研究,撰写了一系列论文。他在1998年出版的《世界格局与中国经济发展策略》一书中,专门撰写了一章讨论泡沫经济。

随着时局发展和研究的深入进行,我们都深切地认识到了泡沫经济是导致金融危机的非常重要的一环。如果能够防止泡沫经济形成,就能够在相当大程度上有效地防范金融危机的袭击。在共同的目标下,徐滇庆、于宗先和王金利在1998年商定,在原有研究的基础上,按照最新的资料和研究成果再撰写一本专著,详细论述泡沫经济与金融危机之间的关系。就在这个时候,我们得到了“喜马拉雅基金会”韩效忠先生的大力支持。经过了几个月的卓有成效的合作,终于以较高的效率完成了这本书。

这本书试图从基本经济学理论出发,对泡沫经济给出比较明确的定义。如果把泡沫经济和一般常见的经济周期等现象混淆起来,就很难正确认识泡沫经济的危害,也就很难采取正确的对策。本书着重分析近年来在东亚各国和地区先后遭遇到金融危机的原因,并且提出了相应的危机处理对策。由于中国大陆股市和房地产市场的历史还不长,泡沫经济现象还不算十分严重,因此,东亚各国和地区的金融危机——特别是在台湾出现的历次泡沫经济——的经验教训对于大陆来说就显得格外宝贵。

在“喜马拉雅基金会”的资助下,于宗先和徐滇庆正在组织东亚十个国家和地区的经济学家对当前出现的金融风暴进行更为深刻的定量综合比较研究。客观来讲,这本书只不过是此研究的中间成果,它为我们进一步的研究奠定了基础,开创了一个有利的出发点。

在本书撰写过程中,我们衷心感谢陆民仁教授、李庸三董事长、许嘉栋副总裁、张鸿章教授、巫和懋教授等人对本书提出的批评及改进意见。颜子魁教授远从美国寄来参考文献。简济民先生、严宗大博士、丁克华先生为本研究提供了宝贵的统计资料。何金巡先生不但为我们提供了有关的历史资料,还协助进行了部分的计算工作。台湾中国经济企业研究所的黄国枢研究员细心校阅了部分原稿,中兴大学法商学院财税学

系的高樱月、林育君、程文田、吴香兰为收集资料并整理计算数据尽心尽力，如果没有他们的协助，本书很难如期完成。

衷心感谢加拿大西安大略大学休伦学院（University of Western Ontario, Huron College）的校长 Paul Davenport、副校长 David Bevan、院长 Jim Crimmins 以及经济系同事们的支持和帮助。他们不仅为本书的写作提供了种种便利条件，还直接参与有关问题的讨论，提供了大量关于西方经济的资料和数据。

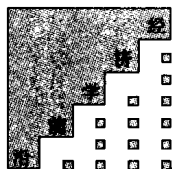
衷心感谢中国社会科学院、国务院发展研究中心、北京大学中国经济研究中心等单位朋友们的大力支持。衷心感谢刘吉、刘国光、董辅弼、吴敬琏、张培刚等前辈的关怀和教导。特别感谢周小川、林毅夫、郑玉歆、茅于軾、樊纲等专家——本书中的许多观点都得益于和他们的讨论。衷心感谢关克勤在本书撰写、打印和校对过程中所做的大量工作。

当然，我们还要特别感谢“俞国华基金会”、“喜马拉雅基金会”和“加拿大国家基金会”（SSHRC）在财务上的鼎力支持。

本书若有任何谬误，我们将负完全责任。尚祈海内外同道不吝指教。

徐滇庆 于宗先 王金利

1999年5月20日



作者简介

徐滇庆

加拿大西安大略大学休伦学院经济系教授。东北大学自动控制系毕业，华中理工大学经济管理硕士，美国匹兹堡大学经济系博士。曾任教于加拿大萨斯喀彻温大学经济系，自1994年至今为加拿大西安大略大学休伦学院经济系终身教授和北京大学、东北大学、西安交通大学、华中理工大学、江西财经大学和云南大学客座教授，沈阳市政府经济顾问。在1994—1995年期间担任中国留美经济学会会长、中国留美经济学会学术委员。研究专长为发展经济、区域经济、可计算一般均衡、国际贸易、社会保障和税制改革等。著有《政府与经济发展》（中国经济出版社），《国际贸易、税制与经济改革策略》（中国社会科学出版社），《世界格局与中国经济发展策略》（经济科学出版社），《政府在经济发展中的作用》（上海人民出版社）；主编《中国经济改革：分析、反省、前瞻》（香港中文大学出版社），《台湾经验和海峡两岸发展策略》（中国经济出版社），《中国国有企业改革》（中国经济出版社），《中国税制改革》（中国经济出版社）和《中国社会保障改革》（经济科学出版社）等书。在北美、欧洲和中国大陆的学术杂志上发表百余篇论文。

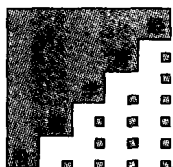


于宗先

台湾“中央研究院”院士。台湾大学经济系毕业，政治大学新闻研究所硕士，美国印第安纳大学经济学硕士、博士，美国麻省理工学院研究员。曾任台湾大学经济学系副教授、教授，“中央研究院”经济所副研究员、研究员、副所长、所长，“中央研究院”评议员，中华经济研究院副院长、院长，并兼任台湾经济、教育、统计、研究等部门顾问、咨询委员及委员。研究专长为经济预测、国际贸易、经济发展等。主要著作包括《经济预测》、《突破经济观念中的茧》、《经济挑战的回响》、《经济发展启示录》、《蜕变中的台湾经济》等中英文专著八种，并主编中英文专著二十余种，及发表中英文学术性论文一百多篇。

王金利

台湾中兴大学法商学院税学系教授。中兴大学经济学系毕业，经济研究所硕士，私立中国文化大学经济学研究所博士，美国哈佛大学访问学者。曾任中央研究院经济所副研究员，中兴大学法商学院经济学系副教授、教授，考试院典试委员。研究专长为消费者行为、个体经济、社会福利、经济发展与渔业经济等。主要著作有《台湾人口因素对家庭消费型态的影响》、《我国海水及新兴养殖鱼类发展之经济分析》等，发表中英文学术性论文有六十余篇。



目 录

1. 泡沫经济概述	1
1.1 泡沫经济的定义	1
1.2 经济泡沫与泡沫经济	3
1.3 经济周期与泡沫经济	8
1.4 真实需求与投机需求	9
1.5 股票和房地产是泡沫经济的主要载体.....	11
1.6 泡沫经济的形成与银行系统的关系.....	12
1.7 泡沫经济的形成过程.....	15
1.8 泡沫的种类.....	16
1.9 投资于泡沫资产的理由.....	17
1.10 泡沫迸裂的条件	19
2. 泡沫经济的危害	22
2.1 破坏宏观经济稳定.....	22
2.2 降低资源配置效率.....	23
2.3 损害工业和农业发展.....	24
2.4 扭曲股市作为资本市场之形象.....	25



2.5	泡沫经济助长了地下经济	28
2.6	加大贫富差距和国民收入不平等	31
2.7	泡沫经济败坏了社会风气	33
2.8	破坏金融系统运作，导致全面金融危机	34
3.	泡沫经济的数学分析	36
3.1	理性预期学说要点	36
3.2	泡沫经济的基本数学模型	38
3.3	检验泡沫经济的数学模型	44
3.4	解释股票价值的理论	49
4.	世界历史上著名的泡沫经济	53
4.1	荷兰郁金香泡沫	53
4.1.1	历史上第一次有记录的泡沫经济案例	53
4.1.2	郁金香供给量的制约	55
4.1.3	特殊的交易方式——期货交易的雏形	56
4.1.4	郁金香泡沫的形成	57
4.1.5	郁金香泡沫的崩溃	58
4.2	法国密西西比泡沫	60
4.2.1	密西西比泡沫的特征	60
4.2.2	约翰·劳的金融理论	60
4.2.3	天赐良机，约翰·劳获得了用武之地	61
4.2.4	金融泡沫，昙花一现	62
4.3	英国南海股票泡沫	65
4.3.1	传染到英吉利海峡对岸的泡沫	65
4.3.2	用贿赂取得的特权	66
4.3.3	南海泡沫的猛烈膨胀	67
4.3.4	乐极生悲，南海泡沫突然崩溃	68
4.3.5	为什么南海泡沫如此脆弱？	69
5.	台湾股市的泡沫现象	72
5.1	股市泡沫现象的一般观察	72
5.2	股市次泡沫之起落	75
5.3	股市主泡沫之大起大落	76



5.4	台湾当局对股价狂飙曾做了些什么?	79
5.5	台湾股市泡沫之特点	80
6.	台湾股市泡沫经济之实证分析	82
6.1	股价与外贸顺差	82
6.2	股价与超额储蓄	84
6.3	股价与汇率	85
6.4	股价与外汇储备	86
6.5	股价与货币供给	87
6.6	股价与利率	89
6.7	股价与物价	90
6.8	股价与国民生产总值	91
6.9	股价与美、日股价	92
6.10	股价与外资	94
6.11	股价与预期心理	95
6.12.	股价的回归分析模型 (最后决定式)	96
	附录	103
7.	台湾房地产泡沫之实证分析	109
7.1	台湾房地产泡沫现象	109
7.2	房地产价格泡沫的实证分析	112
8.	台湾对东亚金融危机的反应	119
8.1	东亚金融危机爆发前后的台湾金融局面	119
8.2	1998年台湾对东亚金融危机的反应	122
8.2.1	金融危机对台湾经济基本面的影响	122
8.2.2	股市的泡沫现象	123
8.2.3	汇市欲振乏力	126
8.2.4	房市委靡不振	127
8.3	台湾当局的纾困措施	128
8.3.1	对汇市的干预措施	128
8.3.2	对于股市的护盘措施	129
8.3.3	概括承受	131
8.3.4	对中小企业之融资	131