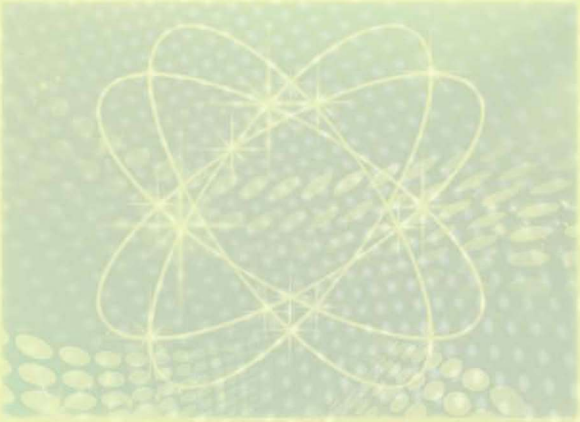
资产价格泡沫、资本配置失衡与金融危机



前 言

纵观近代以来世界经济发展的历程，金融泡沫总是与我们的经济社会如影随形，而每一次泡沫的生成和破灭总会对经济社会造成破坏性的影响。2007 年爆发的波及全球的金融危机给各国经济社会发展带来了巨大影响。随着危机影响的不断扩散，对相关问题的探讨也在不断深入。

在整个研究过程中，我们力图不局限于已有的某一种泡沫理论，而是从一般均衡的角度来看待资产价格泡沫对经济增长的影响。

首先，通过对中国金融市场发展历程的简单梳理，以分析中国金融资产总量增长及其结构变迁与中国经济发展之间存在的联系。我们认为，中国经济在货币化进程中存在着狭义流动性渐趋紧缩的倾向，并对产生这种倾向的原因进行了经验上的分析；通过以股票代表证券进行的中国经济证券化程度的分析，表明中国股票市场的价格走势对中国居民的消费水平和中国经济的增长几乎不产生关联性影响。

其次，我们在一般均衡的跨时分析框架下，分析了资产价格泡沫对经济增长路径的影响。在资产价格无泡沫状态下，在资源可自由流动、完全竞争且处于稳定均衡状态下的经济中，消费者家庭不可能通过跨期消费转移而获益；生产者部门的产出、最优资本存量以及金融部门的最优资本存量均以相同的增长速度实现增长，而金

融资产价格的泡沫性增长，对消费者家庭当期消费水平的影响是不确定的；此时一国经常账户与该国的永久产出水平、消费者家庭对消费的跨期偏好、资产价格泡沫性增长率在时间上的运行轨迹、消费的跨时替代弹性具有密切的关联性。若经济稳定均衡增长，金融部门资本存量将与实体部门资本存量处于一个稳定的比例关系之中。当资产价格存在泡沫时，金融部门资本存量和实体部门资本存量将偏离这个稳定的比例关系，资本在两个部门间配置失衡，经济也因此偏离平衡增长的路径。因此，资产价格泡沫对消费者的消费并不具有明显的财富效应和收入效应，但资产价格泡沫的存在会导致资本在金融部门和实体部门之间的配置失衡，从而使得经济偏离平衡增长的路径。

最后，我们通过对传统的 IS-LM 模型的扩展，分别构建了封闭经济下和开放经济下两个部门的经济体系，并在一般均衡分析框架下分析了当经济处于平衡增长状态和处于失衡增长状态时金融部门资本存量与实体部门资本存量的变动对消费需求和投资需求的影响，并对封闭经济下和开放经济下金融危机的发生及传导机制进行了较为简单的分析。

当金融资产存在价格泡沫时，从小国角度来看，资产价格泡沫膨胀和破灭，进而引发金融危机，其基本的作用机制包括三条路径：一是对国内经济产生不利影响；二是导致本国经常账户出现贸易顺差减少和不可持续的贸易逆差；三是大量外国资金通过资本与金融账户的流动，加速本国资产价格泡沫的生成和破灭，引发金融危机和经济萧条甚或衰退。而从大国的角度来看，资产价格泡沫将使得大国的国内收入以比经济处于平衡增长状态时更快的增长率增长，金融化程度不断加深，实体部门的产出不断减少。当大国发生金融危机时，会通过贸易溢出效应、投资溢出效应和季风传导效应

将危机传导到世界其他经济体，造成其他国家出口减少和货币大幅贬值，使它们陷入资产价格下降、收入水平降低、消费需求减少、信贷紧缩、投资需求下降、通货紧缩、失业率上升及经济产出下降等萧条景象。

中国的金融市场历经改革开放近 40 年的发展，极大地促进了经济增长，有力地支撑了中国经济的起飞，但也存在着组织结构不尽完善、融资渠道相对狭窄、工具结构不尽合理、资本市场投机氛围浓厚等问题，从而导致金融发展的宏观效率低下。因此，应加快推动金融市场化的进程，积极推进资本市场的建设进程，不断改进和加强对资本市场的监管，以保证金融体系的安全与稳定。

本书的出版得到了中国地震局教师科研基金课题“京津冀地区资源环境与产业布局研究”(20150113) 的资助。感谢四川大学出版社李思莹编辑在本书出版过程中的辛勤付出!

作 者

2015 年 1 月

目 录

第 1 章 导 论 …… (1)
1.1 研究背景及研究思路 …… (1)
1.2 本书的结构安排 …… (12)

第 1 部分 中国金融资产的总量、结构与经济增长

第 2 章 中国金融资本的总量与结构 …… (19)
2.1 中国金融资本的总量 …… (20)
2.2 中国金融资本的结构 …… (30)
第 3 章 中国金融资产的结构变迁与经济增长 …… (47)
3.1 中国经济的货币化水平 …… (47)
3.2 中国经济的金融化程度分析 …… (55)
3.3 中国经济的证券化程度 …… (59)
第 4 章 中国股票市场投机性泡沫生成过程的分析 …… (68)
4.1 资产价格泡沫理论的简要回顾 …… (69)
4.2 投机性泡沫的内生性 …… (72)
4.3 模型的基本结论 …… (76)
4.4 模型的政策含义 …… (79)

第 2 部分 资产价格泡沫与经济增长

第 5 章 经济稳定均衡增长的跨时分析 …… (89)
5.1 基本模型 …… (89)
5.2 消费者家庭的最优消费 …… (97)

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

5.3 投资、产出增长与经常账户 …… (107)
5.4 本章小结 …… (113)
第 6 章 金融资产价格无泡沫状态下的经济增长 …… (115)
6.1 金融资产价格无泡沫状态下的消费者行为 …… (116)
6.2 金融资产价格无泡沫状态下的投资与经济增长 …… (125)
6.3 金融资产的长期均衡价格 …… (131)
6.4 本章小结 …… (133)
第 7 章 资产价格泡沫与消费水平和经常账户 …… (135)
7.1 金融资产短期价格对长期均衡价格的偏离 …… (135)
7.2 资产价格泡沫与消费者行为 …… (138)
7.3 金融资产价格泡沫与经常账户 …… (151)
7.4 本章小结 …… (160)
第 8 章 资产价格泡沫与资本配置失衡 …… (162)
8.1 资本配置失衡的含义 …… (162)
8.2 经济实现稳定均衡增长的必要条件 …… (165)
8.3 金融资产价格泡沫与资本配置失衡 …… (172)
8.4 资本配置失衡与经济增长 …… (180)
8.5 本章小结 …… (192)

第 3 部分 资本配置失衡与金融危机

第 9 章 封闭条件下两部门经济的不平衡与金融危机 …… (197)
9.1 关于资产价格影响实体经济的主要观点回顾 …… (197)
9.2 平衡增长路径上的两部门经济 …… (200)
9.3 合意的资产价格泡沫 …… (203)
9.4 封闭经济下金融危机的传导 …… (211)
9.5 本章小结 …… (213)
第 10 章 开放条件下两部门经济的不平衡与金融危机 …… (215)
10.1 关于开放经济下金融危机传导机制的主要观点 …… (215)
10.2 小国禀赋经济模型 …… (216)

10.3 不存在金融投机时的世界经济 …… (218)
10.4 金融投机影响世界经济的基本分析模型 …… (233)
10.5 资产价格泡沫对小国经济内外均衡的影响 …… (235)
10.6 资产价格泡沫对大国经济内外均衡的影响 …… (244)
10.7 本章小结 …… (246)

第4部分 中国金融市场发展过程中存在的问题分析

第11章 中国金融市场发展中存在的问题及政策建议 …… (251)
11.1 中国金融资产与实体经济增长的相关性 …… (251)
11.2 中国金融市场在发展过程中存在的问题 …… (268)
11.3 推动我国金融市场深化发展的政策建议 …… (282)
第12章 结 论 …… (291)
参考文献 …… (298)

第1章 导 论

1.1 研究背景及研究思路

如果将一个经济系统区分为金融部门和实体部门，那么在一个有效运行和平衡增长的经济系统中，金融市场最基本也是最主要的功能就在于为实体部门的投资者融通其在生产产品或提供服务的过程中所需要的资金。至于金融市场的其他功能，诸如价格发现功能、风险管理功能和激励约束功能等均派生于这个基本功能。它们的作用在于增强金融资产在金融市场上的流动性，并因此而提高金融资产的收益，从而提高金融市场在经济中所承担的配置经济资源的能力和效率。

我们可以将金融资产进行一般性的定义：金融资产是由非金融单位或最终借款人用于融通生产产品或供给服务的投资资金而向最终贷款人（金融产品的投资者）发行的以未来现金流作为权益保障的权证（约翰·格利、爱德华·肖，《金融理论中的货币》，第一章）。因此在理论上，金融资产的价格应完全取决于该项融资未来所能产生的现金流的大小。也就是说，金融资产的价格及其波动应完全由实体部门的投资收益所决定，这是一个经济系统在平衡增长路径上不断运行的基本要求或基本特征。这也正是新古典金融理论的基本观点，只是在新古典金融理论的资本资产定价理论中，认为由于金融市场上存在着较大的不确定性，金融资产的投资者不仅分担着实体部门投资者所具有的系统性和非系统性风险等，还承担

着诸如最终借款人自身具有的财务风险、违约风险、其他偶然事件的风险以及金融市场自身生成的系统性风险等，因此金融资产的价格之中应包含支付给金融资产投资者的风险报酬或风险溢价。

由于金融市场上存在着较大的不确定性，因此，对金融资产未来收益的预期不仅仅取决于最终借款人当下既存的收益状况，而且很大程度上取决于不可预知的未来状况。当然这种不可预知既包含对最终借款人未来收益状况的不确定性，也包含金融市场本身所具有的不确定性。因此，人们总是希望能够通过各种技术的或经验的手段对未来进行估计和推测，然而“我们对未来收益进行估计时所依据的知识是极端靠不住的”（凯恩斯，《通论》，第 153 页），这使得人们对金融资产在未来能产生的收益把握不定，进而导致金融资产的价格变化无常。对于金融资产投资者来说，如果能在短期内获得这种长期不确定的收益，就是相对安全的。而要实现长期收益的短期化，就需要加强金融资产的流动性。金融资产的流动性越强，在短期内实现长期收益的可能性就越大。而要提高金融资产的流动性，就需要一个有组织的金融市场为金融资产投资者提供资产交换的场所。这就是金融市场之所以形成和发展的原因之一。

随着金融市场的形成和发展，金融资产投资者被有规则地组织到一个相对集中的交易场所或交易平台进行金融资产的买卖交易，以尽可能地实现金融资产长期收益的短期化。而随着交易参与者的日益增多，交易规模的不断扩大，交易资产的价格就有了渐渐脱离资产供给者（最终借款人）的经营状况的可能。于是“某些种类的（金融）投资取决于股票（金融资产）所显示的那些在证券交易所从事经营的人的平均预期，而不取决于实际经营企业的人的真正预期”（凯恩斯，《通论》，第 155 页）。也就是说，金融资产投资者已经不太关心资产所包含的利息性收益，其买卖金融资产的目的在于获取资产的价格升值所带来的好处。在这种情形下，金融投资就变成了金融投机。当金融投资变成金融投机时，金融资产的价格就会变成一种货币现象，买卖金融资产的人们已将最终借款人的

经营收益状况置之度外，而考虑的是如何能够以较少的货币直接追逐到更多的货币。因此，金融市场变成了一个以“货币生产货币”的场所。而此时的金融资产投资者也就成为投机者。所谓投机者，诚如凯恩斯所言：“(当美国人) 购买 (股票) 时，他不把希望寄托于得到 (股票) 的未来收益，而是寄托在 (企业股票) 市场价格的上涨上。就是说，在上述意义上，他是一个投机者。”(凯恩斯，《通论》，第 162 页) 也就是说，当一个投资者预期资产市场上存在针对资产价格的套利机会，因此愿意支付比由基本面决定的内在价值更高的交易价格来购买资产，以便将来能以更高的价格出售其所持有的资产而获取资本性收益时，他就成为一个投机者。对于投机者来说，资产的利息性收益是无关紧要的，他们交易的主要动机在于追求资产的资本性收益，也就是通过贱买贵卖来获取价格增长所形成的资本利得。

当这种交易动机成为金融市场参与者的公共追求时，金融资产的价格将会远离由基本面决定的基本价值，即远离融通该金融资产的实体部门在投资过程中产生的收益所决定的价值而产生泡沫。由此可简单地将投机性泡沫定义为因投机者对由资产价格时空差异产生的泡沫性收益的追逐而引起的金融资产价格脱离其内在价值的虚假增值，而这种虚假的价值增值只能在金融市场上通过以更高的价格出售资产本身才能实现。

由此可以发现，投机与投资的区别在于：投机行为追求的不是持有金融资产所能带来的未来现金流贴现的大小，而是在尽可能短的期间内通过转让或出售资产来最大化由资产价格的时空差异而产生的资本利得，或者说泡沫性收益。而在现实中，由于人性的冲击和信息的不对称，金融市场变得容易被操控，总是有人能够通过某种投机行为或使用某种投机手段驱使资产价格不断上涨，并在价格最高点时将投机性的资产出售而获取泡沫性收益，让其交易对手遭受巨大损失。正是这种信息的不对称扭曲了金融资产的价格，而扭曲了的资产价格又让金融市场丧失了自由市场所具有的美好和善

良，不断吞噬着只具有有限理性却又不乏无限欲求的投机者的财富和身心，并将这种价值损失无限放大，导致整个经济社会陷入萧条和衰退。

纵观近代以来世界经济发展的历程，金融泡沫总是与我们的经济社会如影随形，而每一次泡沫的生成和破灭及其对经济社会造成的破坏性影响却又如此相似，甚至一致。

第一次世界大战后，美国经济获得了快速发展。1924—1929年，美国国民生产总值从834亿美元增加到1038亿美元，国民收入从691亿美元增长到874亿美元，分别增长了24.5%和26.5%。但由于没有建立起较完备的国民收入分配机制，美国财富的绝大部分日益集中到少数富有者阶层和大财团手里，美国社会的贫富分化越来越严重。这种不断扩大的贫富差距严重制约着美国经济社会的消费能力，使得美国经济中的生产能力日趋过剩。

支撑美国经济的三大支柱之一的美国建筑业，由于需求不足而最先呈现出衰退的征兆，因此原本投向建筑业的资本开始转向经济的其他部门，以寻找有利的投资机会。但存在于整个社会中的消费需求不足，使得此时似乎在美国投向任何实体部门的资本都显得无利可图。于是那些持有大量财富的富豪和企业开始将大量资金投向股票市场，这使得从1923年到1929年的7年间，美国股票的价格平均上涨了176%，到1929年初，美国全部工业股票的卖价平均高出其在实体部门所产生的利润的16倍。与此同时，美国企业通过向股票交易者提供大量短期拆借资金从事股票交易，并从不断被抬高的由其发行的股票价格中获取超额收益，美国股市产生了疯狂的股票投机生意。而由这种疯狂的股票投机所产生的超额收益使得美国经济呈现出一派繁荣景象。

在这种繁荣景象的刺激下，美国经济社会中消费信贷急剧膨胀，不断吞噬着美国消费者潜在的消费能力。但这种繁荣并不是建立在经济真实成长的基础之上，当美国消费者发现其在真实的产业部门所获得的收入越来越少、意识到自己已身陷投机漩涡之时，他

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

们无法相信自己在未来的时日里能够维持这种过度膨胀的消费。此时他们唯一的选择就是减少消费，降低当期消费水平，增加储蓄，以维持未来时期的基本消费，因为未来还得活着。而当美国消费者消费疲软之时，也就是危机来临之日。

到1929年10月24日，在这个“黑色星期四”，美国股市的泡沫神话开始破灭，美国的股市投机者们开始了从天堂走向地狱的恐怖历程。从1929年10月29日到11月13日的短短两个星期内，美国股市蒸发了300亿美元的财富。而从1929年9月到1933年1月，道琼斯30种工业股票的平均价格从365美元跌落到63美元，美国纽约股票市场彻底崩溃。从1929年到1933年，美国国民生产总值下降幅度高达30%，工业生产下降55.6%，失业率高达25%，美国破产银行占其全国银行总数的49%，整个国家的金融信贷体系陷入崩溃。

而到了20世纪90年代初，类似的悲剧在东亚的日本再度发生，不过日本人以其长久的耐力换取了并非像美国人在1929—1933年所经历的那种撕心裂肺的惨烈阵痛。

自第二次世界大战战败到20世纪80年代，日本经济经历了持续近30年的高速增长，成为仅次于美国的世界第二大经济体。日本经济所具有的强大竞争力并非美国和其他主要经济大国所愿意看到的，因此在1985年9月，由美国主导，美、英、法、德、日五国财长在纽约广场宾馆签署了广场协议，其核心内容就是强迫日元升值。而到了1987年，由于纽约股市的崩盘，日本被迫继续下调利率，升值日元。

随着日元的实际升值以及升值预期的不断加强，大量热钱从美国流回日本。而恰逢此时，日本实体经济高速发展的时期正在渐渐逝去，其经济中实体部门资金不足的状况开始逆转，加之日本政府所采取的扩大内需政策进一步加剧了资本过剩，因此，大量无所适从的资本开始流向股票市场和房地产市场。从1985年开始，日本的股票市场和房地产市场逐渐走向了前所未有的繁荣。

从1985年12月到1989年12月，日经平均指数由12977点上涨到38130点，股票总市值由1984年末的1000多万亿日元上涨到1989年末的3000多万亿日元，土地价值从1984年末的972万亿日元飙升至1990年末的2420万亿日元。

而当日本政府意识到泡沫的严重性时，于1989年5月到1990年8月间连续5次提高贷款利率，并发出严控房地产融资规模的通知。自此，日本股票市场泡沫开始了破灭的历程。到1990年10月，日经指数下降到20200点，相对于1989年12月几乎跌去了一半，房地产价格迅猛下跌。从危机爆发到1994年，日本股票市场和房地产市场蒸发了1200万亿日元的资产。

自20世纪90年代初开始，金融危机所导致的失业、消费不足和通货紧缩，使日本经济经历了长期的萧条和衰退。可以说，即使到现在，日本仍未从20世纪90年代初期发生的金融危机中解脱出来。

正当日本深陷金融危机的艰难而不能自拔时，从20世纪末到21世纪初期，美国却如火如荼地掀起了新经济热潮，美国凭借其先进的网络技术，引领世界急速走向了网络新时代。但泡沫终究是泡沫，网络神话也无可奈何花落去。无奈的美国人不得不实施超宽松的货币政策以拯救美国遭遇泡沫破灭的经济，美联储从2001年1月到2003年6月历经了13次降息，将联邦基金利率降至美国46年来的最低水平，即从6.5%降到1%。

在稳定的通胀预期下，超低的短期利率也将美国金融市场的长期利率拖曳至超低的通道上，2003年美国30年期住房抵押贷款利率一度降至5.2%的低位，而这对美国的房地产市场无异于一味浓烈的兴奋剂，美国房地产市场的投资价值急剧升温。由于贷款利率的下降，贷款条件的放松，不仅美国中产阶级的购房积极性大幅提高，而且在过去贷款要求较为严格条件下无法获得优级贷款的低收入人群或信用等级较低的购房者也大量通过次级贷款购买住房。

美国的次级房贷最早出现在20世纪80年代，规模一直很小，

直到2001年，由于利率的下降，次贷才在美国获得飞速发展。新增贷款从2001年的1200亿美元增加到2006年的6000亿美元，年均增速达38%。到2007年上半年，美国次贷余额为1.5万亿美元，在住房贷款市场的份额从2001年的2.6%增加到15%。

由于低利率的刺激，美国房地产市场需求激增，美国住房的价格开始迅速上升，从2002年开始，房价就以每年超过10%的速度增长，到2005年末，房价的年增长速度达到了17%。在美国住房价格将不断增长的预期下，金融机构大力扩张房贷市场，次级房贷迅速增长。

全球金融资本也都在渴望着分享美国房地产市场不断增值所带来的利益。而华尔街的聪明之处就在于能通过各种被不断创新的金融工具为全球金融资本创造分享美国房地产泡沫性增长所产生的资本利得的条件、手段和工具。通过次级贷款的证券化，华尔街将美国的住房次级贷款兜售给了全世界几乎所有贪婪成性的金融资本，而这些金融资本也正是由于美国住房价格的泡沫性增长而获得了巨大收益。

而当时间的车轮驶向2004年时，美国人突然发现自己国家的通货膨胀出现了明显上升的苗头，美国的房地产泡沫也似乎有点过大，因此从2004年6月开始，美国走上了加息的路程。2004年6月30日，美联储将联邦基金利率上调了25个基点，使联邦基金利率提升至1.25%。从此时，美国次级贷款的投资者们渐渐进入惊惧与惶恐的噩梦。因为从2004年6月30日开始，到2006年6月，经过连续17次加息，美国联邦基金目标利率已从1%提高到5.25%。而这推动了美国住房抵押贷款利率的上升，美国房地产市场逐渐降温，房价涨幅逐渐收敛，并于2006年下半年开始失去了继续上涨的动能而走向下行的通道。美国住房次级贷款者在住房价格下跌和还贷压力明显提高的双重打击下，开始走上了拖欠还贷、违约甚至宣布破产的道路。这使得美国住房价格进一步下降，房地产投资陷入衰退，进而带动整个固定资产投资的负增长；同时，住

宅增值的财富效应开始逆转，整个社会的财富似乎都在缩水，人们的消费信心快速下降，从而拖累美国经济走弱。

美国房地产市场的泡沫就这样被击碎了，它将价值 11 万多亿美元的美国住宅按揭贷款市场推向了高风险状态。从 2007 年 7 月开始，美国直接经营次级贷款业务的金融机构遭遇困境。而到了 2007 年 11 月底，更多购买了次贷证券化产品的美国和世界其他国家的金融机构开始陷入窘境，市场信用风险溢价急剧飙升，各国中央银行在无奈中开始向这些窘境中的金融机构注资干预。虽然此时美国的实体经济依旧实现了快速增长，但市场对美国和世界经济的担心与日俱增，为了规避风险，金融资本纷纷撤离股市和房市，全球流动性骤然间从过剩走向紧缩。而随着贝尔斯登、美林和雷曼兄弟等美国大型金融机构的纷纷倒下，金融市场上流动性严重短缺，全球股市跌进熊市，商品价格暴跌，市场信心几近崩溃。

由此，整个世界都似乎陷入了危机状态，发达经济体引导着全球经济的下滑，新兴经济体增速减慢，世界贸易萎缩，失业率不断攀升。在这种情形下，各国政府当初为拯救那些投资于美国次贷证券而遭遇危机的金融机构而花费的巨额财政支出，也因为税收收入的减少而不能按时偿还，只得举新债还旧债。结果是新债越举越多，旧债也越还越多，当政府再也难以举债时，主权债务危机的爆发就不可避免，这正是今日欧洲所面临的困窘状态。

以上只是对 20 世纪以来爆发的对世界经济影响较大的三次金融危机进行了简要回顾，若认为这种有选择性的回顾并不能反映金融危机的全貌，那么我们可以结合美国经济学家金德尔伯格的《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》，对人类经济史上的所有金融危机进行认真而细致的回顾与反思。

通过金德尔伯格的研究和对 2007 年美国次贷危机的反思可知，每一次金融危机之前，或由于新技术革命带来新的支柱性产业，从而给资本市场带来无穷的信心和活力；或由于经济中的过剩资本缺乏新的投资场所，因而形成流动性过剩，并一齐涌向金融市场。而

这两者均使得金融市场呈现出“过热”状态，并催生金融资产的价格泡沫。

当金融资产出现价格泡沫，就带来了所谓的“财富效应”和“收入效应”，于是消费者开始大规模消费，住房需求增加，房屋价格上升，进而推动企业成本上升，通货膨胀压力增大。在这种情形下，一方面或者导致一些高利润生产性企业因为成本上升而开始缩减产出从而导致失业率的增加，或者这些企业为降低生产成本而搬移到房屋价格较低的地区，使得那些寄生型的服务型企业纷纷倒闭；另一方面可能导致政府对经济的干预，如为抑制通货膨胀或为控制资产价格泡沫而提高利率，而这无疑将导致金融资产价格泡沫的崩溃和房屋价格的下跌。于是大量银行和非银行金融机构陷入困境，进而大量破产，经济中流动性骤然减少；作为消费者的投资者因为大量财富被蒸发，进而消费水平急剧下降；物价水平下降，经济中出现通货紧缩；生产性企业的产品滞销，产出下降；失业率大幅攀升；经济一派萧条甚或衰退。金融危机就这样被引发了。

从马克思的经济理论来看，经济危机的根源在于生产的社会化和生产资料的资本主义私人占有之间的矛盾，在于消费者的贫困和他们的有限消费与资本主义生产无限扩大化之间的矛盾。也许这显得有些过于抽象，但马克思在《资本论》中对资本主义基本矛盾及其衍生的资本金融化、虚拟化以及金融市场中投机、赌博和欺诈现象盛行的论述，无疑对解释当前的金融危机具有根本性的指导意义。从金德尔伯格所描述的所有金融危机的样本和当前的金融危机中，都反映出房地产、股票和外汇套利总是引发金融危机的导火索，尤其是房地产和股票价格高涨引起的泡沫破裂是引发金融危机甚至经济全面衰退的主要源头。因此可以说，金融资本无节制地背离实体经济是金融危机乃至经济危机爆发的根本原因，而金融资产价格泡沫在其形成过程中所带来的收益被极少数人所享有，进而导致财富分配的两极化是引发金融危机和经济危机的深层原因。

由于金融市场发展不成熟以及监管缺失等多方面的原因，中国

金融市场上投机愿望强烈，并不断制造资产价格泡沫，扭曲金融资本的资源配置功能，损害经济发展。如上所述，当金融市场具有强烈投机冲动时，就会导致资本过量流入金融领域而发生金融过度，从而使得实体经济在发展过程中因为资本供给的不足而萎缩。同时，过量资金流入金融市场必将导致资产价格膨胀，产生资产价格泡沫，而当金融资产的价格泡沫破灭时，就会使投资者、中介机构和银行等出现大量损失，进而导致消费减少、产出减少、失业率上升、经济萧条甚或衰退。

由于内在的制度改革释放出了推动经济发展的巨大能量，以及由于我国当前阶段具有的劳动力成本优势等因素的影响，我国经济在一个较长的时期内都会具有强大的增长动能。因此，虽然在我国金融市场上形成了几次股市泡沫，它们的破灭也并没有对我国的经济发展造成严重影响，但这并不说明泡沫对经济的危害性不严重。因为资产价格泡沫并不能创造实质财富，而只是将已有的财富在不同的主体间进行重新分配。对于当前在我国已经持续了多年的房地产价格飞速上涨（也许有人认为在我国的房地产市场上并不存在泡沫）现象，如若管理不当，当其价格泡沫破灭之时必将对我国的经济发展造成实质性损害。

2007 年爆发的波及全球的金融危机给各国经济社会发展带来了巨大影响。随着危机影响的不断扩散，对相关问题的探讨也在不断深入。正是在这种背景下，我们选择在一般均衡的分析框架下来分析金融资产的价格泡沫与经济增长之间的相互关系，为此我们在研究过程中力图不局限于已有的某一种泡沫理论，而是从一般均衡的角度来看待资产价格泡沫对经济增长的影响。

本书的研究思路如下：

首先，通过对中国金融资产及金融市场的发展历程进行简单梳理，以分析中国金融资产总量增长及其结构变迁与中国经济发展之间存在的联系。这可以让我们对资产价格泡沫与经济增长之间的关系有一个感性的认识，也可以为进一步的理论研究提供感性分析的

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com