

2011

国务院发展研究中心研究丛书

资产泡沫

国际经验与我国现状

Asset bubble

余 斌 李建伟 等 著

决 策 咨 询 之 路

各国经济泡沫化到底遵循着怎样的基本规律

我国经济泡沫化有着怎样的倾向

地方债务问题存在着怎样的隐患

.....

全方位解读“资产泡沫”的权威之作！



中国发展出版社

2011

国务院发展研究中心研究丛书

资产泡沫

国际经验与我国现状

Asset bubble

余 斌 李建伟 等 著



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资产泡沫：国际经验与我国现状 / 余斌，李建伟等著.
北京：中国发展出版社，2011. 8
(国务院发展研究中心研究丛书. 2011)
ISBN 978-7-80234-696-3
I. 资… II. ①余… ②李… III. 资产-影响-对外贸易-贸易结构-投入产出分析-中国 IV. F752
中国版本图书馆CIP数据核字 (2011) 第136617号

书 名：资产泡沫：国际经验与我国现状
著作责任者：余斌 李建伟 等
出版发行：中国发展出版社
(北京市西城区百万庄大街16号8层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-696-3

经销者：各地新华书店

印刷者：北京科信印刷有限公司

开 本：700×1000mm 1/16

印 张：14

字 数：160千字

版 次：2011年8月第1版

印 次：2011年8月第1次印刷

定 价：32.00元

联系电话：(010) 68990646 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网 址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：cheerfulreading@sina.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

2011

国务院发展研究中心研究丛书

编委会名单

主 编：李 伟

副 主 编：刘 鹤 刘世锦 侯云春

卢中原 韩 俊

编委会成员：（按姓氏笔画为序）

丁宁宁 卢 迈 卢中原 包月阳

冯 飞 吕 薇 任兴洲 米建国

刘 鹤 刘世锦 孙兰兰 李 伟

李善同 余 斌 迟福林 张小济

张军扩 陈小洪 陆文强 侯云春

侯永志 夏 斌 郭励弘 徐小青

隆国强 韩 俊 程秀生 葛延风

为加快实现经济发展方式转变献计献策

当前，我国社会主义现代化事业又到了一个历史关键时期。一方面，经过建国以来 60 余年特别是改革开放 30 余年的发展，我国已经成功实现了从低收入国家向上中等收入国家的历史性跨越，现代化建设站在了新的历史起点上。下一个奋斗目标，就是要实现从上中等收入国家向高收入国家的转变，为在本世纪中叶基本实现现代化的宏伟目标打下坚实基础。而另一方面，也必须清醒看到，经过几十年的发展，我国粗放发展模式所积累的矛盾越来越大，发展不全面、不协调和不可持续的问题也越来越突出。这些问题不仅使我们的发展质量大打折扣，与我们的发展宗旨不相适应，也大大制约了发展的可持续性。因此，加快实现经济发展方式转变，为经济社会的长期平稳较快发展奠定基础，不仅是当前及今后一个时期我国经济社会发展的关键举措，也是决定我国现代化事业命运而必须完成的重大历史任务。

从国际视野来看，转变发展方式并不是中国所特有的事情，而是一个国家工业化、现代化过程中都要经历的事情，特别是对于落

后国家的赶超式现代化而言更是如此。大量的国际经验说明，在后发国家的现代化过程中，与从低收入向中等收入的发展过程相比，从中等收入向高收入的发展过程风险更大，困难也更多，搞得不好，很容易掉入所谓的“中等收入陷阱”。正因为如此，从当今世界范围来看，曾经成功启动工业化、现代化，并成功实现从低收入向中等收入转变的国家并不少，但真正能够推动现代化进程持续不断进行下去并最终进入高收入国家行列的并不多。不少后发国家在启动现代化进程后，最初的发展势头相当不错，但后来却出现停滞，甚至发生逆转。保障发展持续性的关键，就是要适应发展阶段的变化，及时转变经济发展方式，化解结构矛盾，创新竞争优势，平衡利益关系，维护社会稳定。

十多年来的实践证明，转变经济发展方式是一件知不易行甚难的事情。这是因为，其一：发展方式并不是独立存在和运行的，而是由体制模式和社会环境所内生决定的，有什么样的体制模式和社会环境，就会有什么样的发展方式。换句话说，要转变发展方式，就必须改变在其背后起决定作用的体制模式和社会环境，而这势必涉及到十分复杂的利益关系调整 and 重构。其二：转变发展方式还必须在短期发展与长期发展、短期利益与长期利益、短期风险与长期风险等等之间做出艰难的选择。所有这些，都决定了转变发展方式任务的艰巨性和复杂性。因此，这一艰难转变的过程中，尤其需要进一步加强相关经验、理论及政策等研究，为决策部门提供高质量决策咨询建议。

作为国务院直属的政策研究和咨询机构，国务院发展研究中心的主要职责就是研究国民经济、社会发展和改革开放中的全局性、

综合性、战略性、长期性、前瞻性以及热点、难点问题，为党中央、国务院提供政策建议和咨询意见。近几年来，适应我国发展阶段及主要矛盾、主要任务的变化，国务院发展研究中心把贯彻落实科学发展观、推动转变发展方式作为政策咨询研究工作的重中之重，紧紧围绕调整经济结构、促进科技创新、协调经济发展与自然环境、社会发展及改善民生的关系等重大重点问题开展咨询研究工作。在为党中央国务院提交政策咨询建议的同时，每年也形成一批内容丰富、有深度、有见解的研究报告。这些研究报告的研究领域虽有不同，有的宏观一些，有的中观甚至微观一些，有的偏重理论分析或国内外经验的总结，有的则针对我国经济运行中的某个具体问题开展调查研究，但它们都有一个共同点，那就是紧紧围绕并服务于促进科学发展和推动转变发展方式这一时代的主题。

现在，我们将这些研究报告择优出版，其目的就在于使这些研究成果在为党中央国务院决策服务的同时，也能够为地方政府、相关部门、相关企业、研究机构以及社会各界提供服务，并能够在推动与贯彻落实科学发展观、促进发展方式实质性转变相关的重大问题研究中发挥积极作用。我们诚心期望各级领导同志和广大读者，和我们一起共同对《丛书》这一刚刚出土的新竹关心、培育，提出改进和宝贵的意见，以期年复一年，越办越好。

国务院发展研究中心主任

2011年7月



前言

从1630年荷兰的“郁金香泡沫”到2008年爆发的国际金融危机，经济泡沫化现象贯穿于近代全球经济发展史。每次经济泡沫破裂均会引发经济与金融危机，对区域经济乃至全球经济造成重大冲击。特别是1970年以后，随着经济全球化进程加快，经济泡沫化从早期的商品泡沫逐步转向股市泡沫、房地产泡沫，并向金融衍生品领域延伸。由经济泡沫破裂引发的经济危机发生频率明显提高，危机规模趋于扩大，对全球经济的负面冲击日益加大。2008年国际金融危机爆发后，美国加州出现财政危机，欧洲爆发主权债务危机，经济泡沫破裂引发的金融危机正在向财政与债务危机演变。

我国经过三十余年的持续快速发展，已进入流动性过剩较为严重时期。从各国的发展经验看，流动性过剩不一定会引发实体经济价格的大幅度上涨，但过剩流动性涌入资产市场后，必然会导致资产价格大幅度上涨，引发经济泡沫化。目前，我国资产市场，特别是房地产市场，已出现一定程度的泡沫，地方政府规模庞大的隐形债务也隐含着很高的财政与金融风险。为防止我国流动性过剩向经济泡沫化演变，国务院发展研究中心宏观经济研究部专门成立课题组，对各国经

济泡沫化基本规律、我国经济泡沫化倾向和地方债务问题进行比较研究，在吸取各国经济泡沫化经验教训的基础上，提出了一系列防范和化解我国地方政府隐形债务风险的对策。

为更好发挥本项研究成果的作用，我们将研究报告结集出版，供广大读者参阅。期望本研究成果能够引起社会各界对防范和化解我国经济泡沫化问题的重视，也希望未来我国经济发展能够避免重蹈欧美金融危机和主权债务危机的覆辙。

本书共十余万字，凝结着全体课题组成员的努力和心血。其中，文章导论部分由国务院发展研究中心宏观部部长余斌和社会部副部长李建伟两位同志撰写；第一、四、五章由国务院发展研究中心宏观部任泽平同志撰写；第二章由国务院发展研究中心宏观部戴慧同志撰写；第三章由社会部副部长李建伟同志撰写；第六章由国务院发展研究中心宏观部张俊伟同志撰写；第七章由国务院发展研究中心宏观部陈昌盛和企业所许召元两位同志撰写；第八章由中国人民银行金融研究所孙彬、唐滔两位同志撰写；第九章由国务院发展研究中心宏观部副部长魏加宁、中国人民银行金融研究所孙彬两位同志撰写。国务院发展研究中心宏观部王莹莹同志承担了本书的编排、校订工作。

国务院发展研究中心宏观经济研究部

“中国资产泡沫化问题研究”课题组

目 录

导论	1
第一章 经济泡沫的起源与欧洲资本主义经济危机的 演变历史	38
一、欧洲早期的三大投机事件与经济泡沫	38
二、欧洲资本主义经济危机的历史与成因	41
第二章 日本平成泡沫的经验教训及启示	45
一、日本泡沫经济的兴起、破灭与后果	45
二、日本泡沫经济形成的原因	56
三、平成泡沫教训对我国的启示	62
第三章 美国金融危机的根源、影响与启示	70
一、美国金融危机的根源之一：房地产泡沫破裂	71
二、美国金融危机的根源之二：房地产抵押贷款债券 及衍生品泡沫破裂	76

三、美国金融危机根源之三：次贷泡沫破裂引致 全球金融衍生品市场价值巨额损失·····	81
四、美国金融危机的内在发展趋势·····	88
五、结论与政策建议·····	92
 第四章 美国加州财政危机对我国地方债务风险管理的启示·····	93
一、加州财政危机的形成·····	93
二、加州财政危机的深层次原因·····	94
三、加州财政危机对中国地方财政风险管理的启示·····	97
 第五章 欧洲主权债务危机与经济前景分析·····	101
一、欧洲主权债务危机的形成与应对措施·····	101
二、欧洲主权债务危机的成因·····	106
三、欧洲主权债务危机对世界经济和中国经济的影响·····	114
四、欧洲当前经济形势与未来前景分析·····	118
 第六章 我国的资产价格泡沫——成因、发展动态 与对策建议·····	123
一、我国资产市场的发展历程·····	123
二、资产泡沫的发生、发展机制·····	129
三、对我国资产价格泡沫状态的判断·····	135
四、多管齐下，逐步消除资产价格泡沫·····	145

第七章 货币冲击、行业特征与价格波动差异	148
一、文献回顾	150
二、货币冲击与行业价格波动的行业特征	152
三、我国货币冲击与行业价格波动的实证检验	156
四、主要结论	168
第八章 我国地方平台与资产泡沫的关系	169
一、地方平台融资渠道分析	170
二、地方平台融资与资产价格泡沫分析	173
三、地方政府土地出让金收入与房地产价格关系	181
第九章 地方政府融资平台风险化解之策	192
一、地方政府融资平台的演变	192
二、地方政府融资平台存在的问题	196
三、地方政府融资平台目前面临的潜在风险	198
四、地方政府融资平台风险的成因	199
五、地方政府融资平台的风险化解	201
参考文献	207

导论

从1630年荷兰的“郁金香泡沫”到2009年的欧洲主权债务危机，经济泡沫化现象贯穿于近代全球经济发展史，且每次经济泡沫破裂引发的经济危机，均对区域经济乃至全球经济造成重大冲击。从经济泡沫化的成因看，对财富的狂热追求、羊群效应、理性的完全丧失是经济泡沫化的基础，流动性过剩、缺乏投资渠道、监管体制的缺失是基本条件。从经济泡沫的载体看，泡沫经济已从早期的商品泡沫逐步转向股市泡沫、房地产泡沫，2008年爆发的美国金融危机揭示了经济泡沫化已延伸到金融衍生品领域。本轮危机发生后美国加州的财政危机和欧洲主权债务危机显示，经济泡沫破裂引发的金融危机很容易演变为财政债务危机。经过30余年的持续快速发展，我国已进入流动性过剩较为严重时期，经济发展中存在经济泡沫化的诸多隐患。与日本1975~1985年的经济发展历史类似，流动性过剩虽然不会引发实体经济价格的大幅度上涨，但过剩流动性涌入资产市场后会导致资产价格大幅度上涨，目前我国股票、房地产市场已存在一定程度的泡沫，未来的泡沫化倾向日渐突出。我国地方政府隐形债务规模庞大，商业银

行与地方政府及所辖融资平台之间一直存在着以房地产价格上涨为支点的紧密三角关系，一旦房地产价格泡沫破裂，将会引发严重的金融危机和政府债务危机。我国应吸取各国经济泡沫化的经验教训，加强金融监管，完善财政体制和房地产供给与监管制度，加强对地方政府债务的管理与风险监控，防范股市与房地产市场泡沫化倾向，逐步化解地方政府的隐形债务问题，避免未来我国经济重蹈欧美金融危机和主权债务危机的覆辙。

一、经济泡沫的起源与欧洲资本主义经济危机的演变历史

（一）欧洲早期的三大投机事件与经济泡沫

1. 荷兰的郁金香泡沫（1630～1637年）

作为人类历史上有记载的最早的投机活动，荷兰的“郁金香泡沫”昭示了此后人类社会的一切投机活动，尤其是金融投机活动中的各种要素和环节：对财富的狂热追求、羊群效应、理性的完全丧失、泡沫的最终破灭和千百万人的倾家荡产。但是，人们往往只看到“郁金香泡沫”投机狂热的破坏性，却忽视了荷兰人可贵的商业气质和商业文化。荷兰人也在这次人类早期的投机活动中发明了最早的投机技术，例如卖空、卖空袭击、对敲以及逼空等，这些技术在以后的历史中被反复应用，成为操纵股市的基本技术。

2. 英国的南海泡沫（1711～1720年）

英国的“南海股市泡沫”几乎是与法国“密西西比泡沫”同一时期发生的一次大型股票投机活动。南海公司的幕后操纵者通过运用虚

假的盈利故事制造了一个巨大的股市泡沫，英国从政府到民众都深陷其中。

南海泡沫事件对英国带来很大震荡，英国人长期对股份公司留有阴影，而在事件中制定的《泡沫法案》一直到1825年才予废除，反映出国民经过长时间才慢慢对股份公司重拾信心。这次事件影响广泛，著名物理学家牛顿爵士在南海泡沫事件中也是受害者之一，他在第一次进场买入南海股票时曾小赚7000镑，但第二次买进时已是股价高峰，结果大蚀20000镑离场。牛顿曾因而叹谓：“我能算准天体的运行，却无法预测人类的疯狂（I can calculate the motions of heavenly bodies, but not the madness of people）。”

在调查南海泡沫事件中，国会秘密委员会委任了查尔斯·斯奈尔（Charles Snell）为南海查账，这是国会历史上首次委托民间第三方独立会计师进行核数调查，结果成功查得南海公司犯下严重的诈骗及做假账等舞弊行为。委任第三方专业会计师的做法在后世被加以采纳，成功减低了企业舞弊的风险，在日后大大促进了特许会计师及核数行业的长足发展。

3. 法国的密西西比泡沫（1715～1720年）

在荷兰郁金香泡沫迸裂80年后，1719年又出现了著名的法国密西西比股市泡沫。这两个泡沫的相同之处是：法国股票市场的价格和当年郁金香价格一样，在很短的时期内大起大落。

密西西比股市泡沫和郁金香泡沫的不同之处在于：荷兰郁金香泡沫基本上是民间的投机炒作，但是法国密西西比股市泡沫却有着明显的官方背景。郁金香泡沫所炒作的只不过是一种商品，牵涉到的人数有限，而法国密西西比股市泡沫却发生在股票和债券市场，把法国广大的中下阶层老百姓都卷了进去。从这一点来说，法国密西西比股市

泡沫更具有现代特色。

（二）欧洲资本主义经济危机的历史与成因

1. 资本主义经济危机发展史

1825年，第一次资本主义经济危机在英国爆发。1837年，由于对美国出口大幅减少，导致英国爆发二次经济危机。1845~1846年，英国出口额下降，同时农业歉收，引起粮食投机并引发了1847年经济危机。狂热的生产投机所导致的投机猖獗，使法国、德国和美国于1856年和1857年先后爆发金融危机，并迅速发展成为第一次世界经济危机。1866年，英国爆发了同样具有世界性质的经济危机。1872年，美国的铁路投资狂潮开始减速并迅速引发了以维也纳交易所危机为开端的1872年世界经济危机。1882年，再次爆发由美国引发的经济危机。1890年、1900年德国的交易所危机和俄国的金融危机分别引发了新一轮世界经济危机。1907年，美国的交易所危机使其重新成为世界经济危机的策源地。1927年底，还是首先由美国开始，爆发了空前的大危机。在此之前和之后，还分别有1920年、1937年两次短时间的经济危机。1967~1968年，新的世界性经济危机结束了二战后资本主义经济长达20年的黄金时期。而在石油危机的冲击下，发达资本主义国家分别于1973年、1980年、1989年连续爆发了经济危机。1987年，以墨西哥债务危机为发端，拉美国家爆发了30年代以来最严重的债务危机和经济危机。1994年底，墨西哥再次爆发金融危机。1997年，始于泰国的亚洲金融危机席卷东南亚，并波及其他地区的多个国家。俄罗斯在其影响下也于1998年爆发金融危机。1999年，巴西爆发金融危机。2000年，土耳其爆发金融危机。2001年，阿根廷爆发金融与经济社会危机，并且波及乌拉圭与巴西，使二者在2002年也出现了金融动荡。

2000年，美国网络泡沫破裂。2008年，美国次贷危机爆发，并很快演化为全球性的经济危机。

2. 马克思关于早期资本主义经济危机的研究

马克思认为，资本主义经济危机是在资本主义再生产过程中周期性爆发的生产相对过剩的危机。只要资本主义的基本矛盾即社会化大生产与资本主义私人所有制之间的矛盾不改变，资本主义就无法避免经济危机。

3. 现代经济周期理论对资本主义经济危机的解释

现代经济周期理论认为，经济系统的周期性循环往复波动是现代经济的固有特征。国民收入或总体经济活动的扩张与紧缩总是交替或周期性波动变化，一个完整的经济周期一般要经过繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段。根据经济周期波长的长短可分为农业周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期、熊彼特创新周期等不同周期类型，在解释造成经济周期波动的原因中又可分为消费不足理论、投资过度理论、货币扩张理论、创新理论等。当然，现代经济周期理论中影响较大的还包括行为金融理论、反射性理论等。

二、日本平成泡沫的经验教训及启示

日本从资本主义世界经济“优等生”转入近20年萧条，20世纪80年代日本泡沫经济兴起并不可避免地最终崩溃是关键所在。今天，中国在经历了数十年经济高速增长并跃居世界第二大经济体后，也面临着重蹈日本泡沫经济覆辙以至盛极而衰的风险，总结日本泡沫经济的