

教育部哲学社会科学研究后期资助项目

透视泡沫：资产泡沫与泡沫经济

Analyzing Asset Bubble and Bubble Economy

○ 扈文秀 著

 高等教育出版社
HIGHER EDUCATION PRESS



教育部哲学社会科学研究后期资助项目

透视泡沫：资产泡沫与泡沫经济

Toushi Paomo: Zichan Paomo yu Paomo Jingji

○ 扈文秀 著



以厚積薄發四字篆印一方

贈高等教育出版社

厚積薄發

李焯清



二〇〇七年初秋

學生也
有涯
學無止境

任繼愈



总 序

哲学社会科学是探索人类社会和精神世界奥秘、揭示其发展规律的科学，是我们认识世界、改造世界的有力武器。哲学社会科学的发展水平，体现着一个国家和民族的思维能力、精神状态和文明素质，其研究能力和科研成果是综合国力的重要组成部分。没有繁荣发展的哲学社会科学，就没有文化的影响力和凝聚力，就没有真正强大的国家。

党中央高度重视哲学社会科学事业。改革开放以来，特别是党的十六大以来，以胡锦涛同志为总书记的党中央就繁荣发展哲学社会科学作出了一系列重大决策，党的十七大报告明确提出：“繁荣发展哲学社会科学，推进学科体系、学术观点、科研方法创新，鼓励哲学社会科学界为党和人民事业发挥思想库作用，推动我国哲学社会科学优秀成果 and 优秀人才走向世界。”党中央在新时期对繁荣发展哲学社会科学提出的新任务、新要求，为哲学社会科学的进一步繁荣发展指明了方向，开辟了广阔前景。在全面建设小康社会的关键时期，进一步繁荣发展哲学社会科学，大力提高哲学社会科学研究质量，努力构建以马克思主义为指导，具有中国特色、中国风格、中国气派的哲学社会科学，推动社会主义文化大发展大繁荣，具有十分重大的意义。

高等学校哲学社会科学人才密集，力量雄厚，学科齐全，是我国哲学社会科学事业的主力军。长期以来，广大高校哲学社会科学工作者献身科学，甘于寂寞，刻苦钻研，无私奉献，开拓创新，为推进马克思主义中国化，为服务党和政府的决策，为弘扬优秀传统文化、培育民族精神，为培养社会主义合格建设者和可靠接班人作出了重要贡献。本世纪头 20 年，是我国经济社会发展的重要战略机遇期，高校哲学社会科学面临着难得

的发展机遇，我们要以高度的责任感和使命感、强烈的忧患意识和宽广的世界眼光，深入学习贯彻党的十七大精神，始终坚持马克思主义在哲学社会科学的指导地位，认清形势，明确任务，振奋精神，锐意创新，为全面建设小康社会、构建社会主义和谐社会发挥思想库作用，进一步推进高校哲学社会科学全面协调可持续发展。

哲学社会科学研究是一项光荣而神圣的社会事业，是一种繁重而复杂的创造性劳动。精品源于艰辛，质量在于创新。高质量的学术成果离不开严谨的科学态度，离不开辛勤的劳动，离不开创新。树立严谨而不保守，活跃而不轻浮，锐意创新而不哗众取宠，追求真理而不追名逐利的良好学风，是繁荣发展高校哲学社会科学的重要保障。建设具有中国特色的哲学社会科学，必须营造有利于学者潜心学问、勇于创新的学术氛围，必须树立良好的学风。为此，自 2006 年始，教育部实施了高校哲学社会科学研究后期资助项目计划，旨在鼓励高校教师潜心学术，厚积薄发，勇于理论创新，推出精品力作。原中央政治局常委、国务院副总理李岚清同志欣然为后期资助项目题字“厚积薄发”，并篆刻同名印章一枚；国家图书馆名誉馆长任继愈先生亦为此题字“生也有涯，学无止境”。此举充分体现了他们对繁荣发展高校哲学社会科学事业的高度重视、深切勉励和由衷期望。

展望未来，夺取全面建设小康社会新胜利、谱写人民美好生活新篇章的宏伟目标和崇高使命，呼唤着每一位高校哲学社会科学工作者的热情和智慧。让我们坚持以马克思主义为指导，深入贯彻落实科学发展观，求真务实，与时俱进，以优异成绩开创哲学社会科学繁荣发展的新局面。

教育部社会科学司

序

资产泡沫产生于局部虚假需求导致的资产市场价格与内在价值的脱离，但资产泡沫的存在与膨胀取决于诸多因素。在满足特定条件时，经济系统在运动中可以排除一些理性资产泡沫，但不存在资产泡沫总是可以被排除的一般性结论。也就是说有些资产泡沫能够在经济系统中长期存在。当宽松的货币政策、缺乏约束机制等诱因出现时，这些资产泡沫就会通过一定的传导机制向泡沫经济演变。

作者曾到日本专门研修资产泡沫现象，从而系统地收集了有关日本泡沫经济的资料，并接触到了世界各国有关资产泡沫和泡沫经济的大量研究成果。作者在1996—2000年于西安交通大学攻读博士学位期间，还完成了题为《经济泡沫与泡沫经济研究》的博士学位论文，并在博士毕业后，一直将资产定价与资产泡沫作为主要的研究方向，完成了多项相关研究课题，取得了丰硕的研究成果。

资产泡沫的破灭对实体经济的危害是非常深远的，日本泡沫经济破灭后留下的后遗症，在很长一段时期都是困扰日本政府的首要问题。当前由美国次贷危机引起的全球主权债务危机，其根源仍是资产价格泡沫。现在看来，正是房地产泡沫无法继续维持，才使得美国次贷危机爆发，次贷危机爆发又使得房价大幅下降，直至发展到今天这种“不可收拾”的局面。

金融危机已经引起了美国乃至全球经济增长的停滞。对中国而言，由于金融危机加剧了全球贸易保护主义和投资保护主义，降低了国外居民对我国产品的购买力，加之我国劳动力成本不断上升，我国的对外出口急剧下降。目前全球主权债务危机所引起的信

贷紧缩和信用危机蔓延，将波及我国金融市场。人民币升值将使我国外汇金融资产尤其是外汇储备资产面临较大的资产缩水风险。可以看出，资产泡沫与泡沫经济的危害与国家的金融安全有紧密的联系。对于如何防止资产泡沫向泡沫经济演化、如何预防房地产泡沫破灭带来的一系列问题，本书提出了相关的经济理论和解决方法。

本书的研究基础是作者十余年来在资产泡沫与泡沫经济领域研究成果的系统总结和梳理，并得到了教育部哲学社会科学后期资助项目“资产泡沫与泡沫经济理论研究（07JHQ0049）”的资助。全书共十二章，内容包括：导论，也是全书的概述；第一章，国内外著名的资产泡沫事件；第二章，资产泡沫与泡沫经济的内涵；第三章，资产泡沫的分类、排除与检验；第四章，资产泡沫的成因分析；第五章，从众行为所引起的投机泡沫模拟；第六章，投机市场上的市场操纵与博弈行为；第七章，资产泡沫向泡沫经济的演变机理；第八章，泡沫经济的预警和防范；第九章，网络经济与网络泡沫；第十章，房地产泡沫的成因；第十一章，房地产泡沫的测度与防范；第十二章，我国股票市场泡沫及测度；结束语和参考文献。在本书的编写过程中，我的几位博士生对部分章节的数据和资料进行了修订和补充。修订和补充的具体分工如下：孙钟伟负责导言、第一章、第二章、第三章、第十二章和结束语，介迎疆负责第四章、第五章和第六章，张立负责第七章、第八章和第九章，孙伟负责第十章和第十一章。

本书的出版得到了教育部哲学社会科学规划办公室的大力支持与帮助，在此表示衷心的感谢。对本书在撰写过程中所参阅的有关资料、论著、教材和网络数据的作者，在这里也深表谢意！

由于作者水平有限，书中难免存在缺点甚至错误，敬请广大读者批评指正。

扈文秀

2011年11月16日

西安理工大学

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 导论 | 1 |
| 一、资产泡沫与泡沫经济的研究意义和研究现状 | 1 |
| 二、本书的逻辑和结构 | 2 |
| 三、本书的创新之处 | 5 |
| | |
| 第一章 国内外著名的资产泡沫事件 | 7 |
| 第一节 国外著名的资产泡沫事件 | 7 |
| 一、郁金香疯狂 | 7 |
| 二、约翰·罗与密西西比泡沫 | 8 |
| 三、“南海泡沫”事件 | 10 |
| 四、1929 年纽约股市大崩盘 | 11 |
| 五、米尔肯与垃圾债券泡沫的破灭 | 13 |
| 六、1987 年的纽约股市十月暴跌 | 15 |
| 七、印度金融诈骗案及股市风暴 | 16 |
| 八、日本的泡沫经济 | 16 |
| 九、俄罗斯 3M 金字塔事件 | 17 |

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 十、英国巴林银行倒闭风波 | 18 |
| 十一、东南亚金融危机 | 20 |
| 十二、俄罗斯金融危机 | 21 |
| 十三、网络股泡沫 | 22 |
| 十四、美国次级贷款危机 | 23 |
| 十五、越南的金融危机 | 24 |
| 第二节 国内著名的资产泡沫事件 | 25 |
| 一、90年代房地产热及海南房地产泡沫 | 25 |
| 二、“327”国债期货风波 | 25 |
| 三、香港的资产泡沫 | 26 |
| 四、疯炒普洱：中国的郁金香泡沫 | 27 |
| 五、2007年股市冲高过程中产生的泡沫 | 28 |
| 小结 | 29 |
| | |
| 第二章 资产泡沫与泡沫经济的内涵 | 31 |
| | |
| 第一节 资产泡沫与泡沫经济的定义回顾 | 32 |
| 第二节 资产泡沫的内涵 | 35 |
| 一、资产泡沫的定义 | 35 |
| 二、资产泡沫的载体 | 36 |
| 三、财富效应与资产泡沫 | 39 |
| 第三节 泡沫经济的内涵 | 41 |
| 一、泡沫经济的定义 | 41 |
| 二、泡沫经济与通货膨胀 | 42 |
| 三、泡沫经济与商业循环 | 43 |
| 四、泡沫经济、实体经济和虚拟经济 | 44 |
| 小结 | 46 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 第三章 资产泡沫的分类、排除与检验 | 47 |
| 第一节 资产泡沫分类及相关研究回顾 | 48 |
| 一、资产泡沫按市场是否有效以及参与人是否具有完全理性分类 | 48 |
| 二、理性资产泡沫与非理性资产泡沫的进一步阐述 | 49 |
| 三、资产泡沫按时间历程分类及进一步阐述 | 52 |
| 四、资产泡沫按发生载体分类 | 55 |
| 五、纸币上的资产泡沫 | 56 |
| 第二节 资产泡沫排除的相关研究总结 | 58 |
| 一、局部均衡论证 | 58 |
| 二、一般均衡论证 | 59 |
| 第三节 资产泡沫检验的相关研究综述及评析 | 62 |
| 一、希勒等人的检验 | 63 |
| 二、对希勒等人的检验的评析 | 64 |
| 三、一阶动态自回归检验 | 65 |
| 四、对一阶动态自回归检验的评析 | 66 |
| 小结 | 67 |
| | |
| 第四章 资产泡沫的成因分析 | 69 |
| 第一节 资产泡沫成因理论回顾 | 69 |
| 一、资产泡沫成因回顾 | 70 |
| 二、资产泡沫形成的外在原因 | 73 |
| 三、资产泡沫形成的制度原因 | 76 |
| 第二节 资产内在价值的确定 | 82 |
| 一、房地产内在价值的确定方法 | 83 |
| 二、股票等虚拟资产的内在价值确定方法 | 84 |
| 第三节 资产的内在供给特性 | 85 |
| 一、地产的内在供给特性 | 85 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| 二、房地产整体的内在供给特性 | 86 |
| 三、股票的内在供给特性 | 87 |
| 四、资产的内在供给特性与资产泡沫的形成 | 87 |
| 第四节 资产价格泡沫的维持与膨胀 | 88 |
| 一、预期的惯性使资产泡沫得以维持 | 89 |
| 二、从众行为和市场操纵与博弈行为使非理性泡沫得以膨胀 | 90 |
| 三、一般商品上能否存在资产泡沫 | 93 |
| 小结 | 94 |
| | |
| 第五章 从众行为所引起的投机泡沫模拟 | 97 |
| | |
| 第一节 非线性经济学的兴起 | 97 |
| 第二节 从众行为理论简介 | 99 |
| 一、“声誉”机制出发的从众行为理论 | 100 |
| 二、“模仿传染”出发的从众行为理论 | 101 |
| 第三节 从众行为与投机泡沫 | 101 |
| 一、现行模型简介 | 103 |
| 二、对现行模型的评价 | 104 |
| 三、新模型的提出 | 105 |
| 第四节 从众行为所引起的投机泡沫模拟 | 107 |
| 一、内在价值 P_f 固定不变时的模拟情形 | 108 |
| 二、内在价值 P_f 服从正态分布时的模拟情形 | 114 |
| 三、内在价值 P_f 服从均匀分布时的模拟情形 | 123 |
| 小结 | 131 |
| | |
| 第六章 投机市场上的市场操纵与博弈行为研究 | 133 |
| | |
| 第一节 基本思路 | 134 |
| 第二节 不完全信息动态投机博弈模型 | 136 |
| 一、哄抬市场价格的情形 | 137 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| 二、打压市场价格的情形 | 144 |
| 小结 | 145 |
| 第七章 资产泡沫向泡沫经济的演变机理 | 147 |
| 第一节 资产泡沫效应的一般分析 | 148 |
| 一、财富支出效应 | 148 |
| 二、财富转移效应 | 149 |
| 三、资金成本效应 | 150 |
| 四、债权债务结构的变化效应 | 150 |
| 第二节 理性资产泡沫的效应分析 | 151 |
| 一、一般均衡论角度 | 151 |
| 二、局部均衡论角度 | 152 |
| 第三节 资产泡沫对国民收入和利率水平的影响 | 153 |
| 一、 $IS-LM$ 一般均衡模型 | 153 |
| 二、商品市场和货币市场均衡变动 | 154 |
| 三、资产泡沫对 IS 曲线的影响 | 154 |
| 四、资产泡沫对 LM 曲线的影响 | 156 |
| 五、资产泡沫对于国民收入和利率水平的影响 | 159 |
| 第四节 资产泡沫向泡沫经济的演变 | 161 |
| 第五节 泡沫经济的后果 | 162 |
| 一、泡沫经济的影响 | 162 |
| 二、泡沫经济破灭后的萧条 | 163 |
| 小结 | 165 |
| 第八章 泡沫经济的预警和防范 | 167 |
| 第一节 相关研究成果回顾 | 167 |
| 第二节 泡沫经济的预警 | 169 |
| 一、泡沫经济预警区域的确定 | 169 |

| | |
|--------------------------------|-----|
| 二、货币供给量 M 所属的层次 | 170 |
| 三、关于待定常数 a | 171 |
| 四、资产的价格水平与内在价值之比—— P/P_r 的确定 | 171 |
| 第三节 泡沫经济辅助预警指标 | 175 |
| 一、有效求人倍率 | 175 |
| 二、货币供应量增长率 | 176 |
| 第四节 泡沫经济的防范 | 176 |
| 一、防止资产市场上过大资产泡沫的形成 | 177 |
| 二、防止过量的货币供给或过低的利率水平 | 180 |
| 小结 | 182 |

第九章 网络经济与网络泡沫 185

| | |
|-------------------|-----|
| 第一节 从“黑色星期五”谈起 | 186 |
| 一、“黑色星期五” | 186 |
| 二、“非理性的繁荣” | 187 |
| 三、“是是非非”话网络 | 188 |
| 第二节 网络经济是泡沫经济吗? | 188 |
| 一、网络经济研究综述 | 189 |
| 二、网络经济概述 | 192 |
| 三、网络泡沫与泡沫经济 | 196 |
| 四、网络经济不是泡沫经济 | 197 |
| 第三节 网络经济中的泡沫 | 199 |
| 一、网络泡沫与资产泡沫比较分析 | 199 |
| 二、“网络泡沫”的表现形态 | 200 |
| 三、网络泡沫的产生与演变 | 203 |
| 第四节 网络泡沫破灭的启示 | 207 |
| 一、从根本上认识网络经济 | 208 |
| 二、建设和发展有中国特色的网络经济 | 209 |
| 小结 | 211 |

| | |
|------------------------------------|-----|
| 第十章 房地产泡沫的成因 | 213 |
| 第一节 房地产价格的影响因素 | 213 |
| 一、房价影响因素 | 214 |
| 二、Carey 模型分析 | 216 |
| 第二节 房地产泡沫形成原因分析 | 219 |
| 一、房地产泡沫形成的外部原因 | 220 |
| 二、房地产泡沫形成的内部原因 | 226 |
| 三、房地产泡沫形成的触发因素 | 230 |
| 四、预期在房地产泡沫形成中的作用 | 232 |
| 第三节 案例分析 | 232 |
| 小结 | 235 |
| | |
| 第十一章 房地产泡沫的测度与防范 | 237 |
| 第一节 国外房地产市场价格概况 | 237 |
| 一、美国华盛顿的房地产价格 | 238 |
| 二、英国伦敦的房地产价格 | 238 |
| 三、瑞士苏黎世的房地产价格 | 238 |
| 四、日本东京的房地产价格 | 239 |
| 五、韩国首尔的房地产价格 | 239 |
| 第二节 房地产泡沫测度方法概述 | 240 |
| 第三节 房地产泡沫的主要衡量指标 | 243 |
| 一、房地产实际价格与理论价格之比 | 243 |
| 二、房地产投资额增长率与国内生产总值增长率之比 | 243 |
| 三、地价增长率与国内生产总值增长率之比 | 244 |
| 四、房地产销售总额与国内生产总值之比 | 244 |
| 五、房价与收入之比 | 245 |
| 六、个人住房抵押贷款额增长率与居民平均家庭收入增长率之比 | 246 |

| | |
|---------------------------|-----|
| 七、市场供应增长率与市场吸纳增长率之比 | 246 |
| 第四节 房地产泡沫测度模型构建 | 246 |
| 一、房地产泡沫检验和测度模型的提出 | 247 |
| 二、房地产泡沫实证测度 | 248 |
| 第五节 房地产泡沫的防范对策 | 250 |
| 一、从法律监管的角度考虑 | 251 |
| 二、从经济管理的角度考虑 | 252 |
| 三、从金融政策的角度考虑 | 252 |
| 小结 | 253 |
| | |
| 第十二章 我国股票市场泡沫及测度 | 255 |
| | |
| 第一节 股市泡沫及相关理论 | 255 |
| 一、股市泡沫的基本概念 | 256 |
| 二、股市泡沫的存在性及其度量 | 257 |
| 第二节 我国股票市场的发展及股市泡沫 | 260 |
| 一、我国股票市场的产生 | 260 |
| 二、我国股市的发展及完善 | 261 |
| 三、我国股票市场的涨跌 | 262 |
| 第三节 我国股市股利水平分析 | 264 |
| 一、现金股利增量的变化规律 | 265 |
| 二、预测未来红利水平的 AR 模型介绍 | 269 |
| 三、用蒙特卡罗试验产生股利增量序列 | 271 |
| 第四节 股市系统风险的预测方法 | 275 |
| 一、股票市场总体系统风险产生的机理 | 277 |
| 二、建立股票市场总体系统风险的测度模型 | 279 |
| 小结 | 284 |

| | |
|------------------------|-----|
| 结束语 | 285 |
| 一、主要研究结论 | 285 |
| 二、本书的研究不足及未来研究趋势 | 288 |
| 参考文献 | 291 |