

经济学者文库

李方·著

金融泡沫论

Jinrong Paomolun



立信会计出版社

Lixin Kuaiji Chubanshe

经济学者文库

金融泡沫论

Jinrong Paomolun

李方·著

立信会计出版社

· 经济学者文库 ·

金融泡沫论

李 方 著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 11 插页 2 字数 261 000

1998 年 10 月第 1 版 1998 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—4 000

ISBN7-5429-0619-4/F·0566

定价: 17.40 元

《经济学者文库》编纂委员会

主 编	编	于光远				
	委	(以姓氏笔画为序)				
		王美鸿	王新奎	石 磊	石良平	卢根鑫
		叶远胜	朱东平	刘世锦	孙时平	孙海鸣
		杜恂诚	李会明	吴尚云	沈敖大	张 军
		张 帆	张 雄	张幼文	张宇燕	张克难
		张晖明	张道根	张维迎	张曙光	陈 宪
		陈家海	茅以軾	林毅夫	周振华	胡汝银
		胡雄飞	胡冀燕	姜波克	袁志刚	殷醒民
		唐寿宁	黄亚钧	曹均伟	盛 洪	温银泉
		谢 康	樊 钢			
本书主审		曹均伟				
总 策 划		曹均伟				

总 序

自党的十一届三中全会以来，随着经济改革的深入和经济发展战略的实施，在邓小平同志建设有中国特色的社会主义理论的指引下，中国经济获得了全面的增长，社会的面貌发生了巨大的变化。这一场历史性的经济发展和社会变迁赋予了社会科学家和经济学家双重的使命：一方面，在经济的发展和社会结构的变迁过程中出现的我们并不熟悉的新的问题、新的矛盾或冲突，需要理论工作者来研究、来解释，帮助人们提高对这些新生事物的认识水平，提供可供借鉴的理论依据和“政策含义”；另一方面，经济的发展和社会的变迁又为理论工作者提供了理论创新和理论发展的历史机遇。中国的经济制度和社会结构的变迁为经济理论工作者提供了宝贵的经验素材和社会实验室，它使经济理论工作者开始有可能用中国的经验和案例来检验已有的，甚至是长期居主流地位的现成理论，也为中国的经济理论提供了理论创新的新机遇。

中国的经济学如同中国的经济一样，正以前所未有的方式发展着。中国的经济学家在马克思主义的基本原理与中国的具体实践相结合方面，为研究和总结中国的

特殊问题并推动中国的经济学研究水平的提高方面作出了有益的努力和辛勤的探索。特别是中国的经济理论家运用马克思主义关于生产力和生产关系的基本原理,结合中国的特殊条件,为探索有中国特色的社会经济制度和经济社会的发展道路,作出了不懈的努力,也取得了丰硕的研究成果。当然,在当前社会经济正在发生着迅速变化的阶段上,理论的研究看上去总是滞后的。理论的相对滞后不是说明理论的贫困,而是表明理论的强大生命力。真正有价值的理论必然是对经验的总结和升华,没有经验的基础理论就将失去生命力。理论是在对经验观察的基础上,试图通过对经验作出进一步解释的过程中逐步成型的,而它的存在又为指导、预测和把握未来提供了知识的来源和自信。本着这样一个观念,立信会计出版社于1994年成功地策划、组织并出版了《经济新论文丛》,将活跃在全国而又工作在上海地区的中青年经济学家的最新著作以丛书的形式推向全国,得到了良好的评价。为进一步推动中国经济学发展和繁荣经济理论的研究,立信会计出版社决定在已有成功经验的基础上推出《经济学者文库》。为此,该社组织了由几十位著名经济学者参加的编纂委员会,广泛吸纳中国经济学界的中青年经济学家,将他们研究的最新成果及时地推向学人,引向社会。感到荣幸的是,本丛书被列为国家教委“九五”重点图书。

读罢编辑计划,我感到,本套丛书的选题和编审坚持以下方针:第一,从选题来看,把眼光放在对发展中国的经济研究有推动作用,对中国当前的经济社会问题有独

特视角的学术著作上；第二，将在坚持严格遴选制度（包括匿名审稿）的前提下，实行约稿和投稿相结合以确保学术的水平；第三，提倡学术著作应具有高度的精炼性和简洁性，思路清晰，观点鲜明，逻辑一致，篇幅不在大小，以精取胜；第四，在研究方法上，可以多样化，理论论证也好，经验实证也好，概念分析，抑或数量分析，不求雷同，贵在说理。我希望这一努力能够得到经济学界的同仁志士和广大读者的理解、支持和承认，进而一同为促进学术交流，传播学术成果，推动中国经济学的发展作出贡献。

我虽年事已高，精力有限，兼之本人的社会活动和著述计划也排得很满，但立信会计出版社的盛情，这么多在京和在沪的经济学者的期盼，使我盛情难却，我只能勉为其难了。

我期盼与众共勉，拿出高精尖的书稿来！

丁克远

序

金融是现代经济的核心。现代市场经济的资金融通中,金融资本超过现实资本是客观的,由此会形成虚假的社会价值成份,我们将由此产生的经济现象称作金融泡沫。金融泡沫在一定条件下具有加速膨胀、收缩甚至破灭的特性,这往往给一国(或地区)的经济带来沉重的打击,并殃及全球。现代金融发展史已证实了这一点。当前肆虐东亚大多数国家的金融危机就是金融泡沫破灭的集中体现,这一危机的破坏力已经并正在对亚洲乃至世界经济产生了深远的负面影响。

金融泡沫在现代市场经济中是中性的,对待金融泡沫问题的关键是如何将其控制在一个适度(或理性)的范围内。这就要弄清金融泡沫产生的原因及其实质;搞懂金融泡沫的衡量及其运行规律;探索对金融泡沫的监控。加强对金融泡沫的研究对于发展社会主义市场经济的中国来说是十分重要的。《金融泡沫论》一书的出版对在我国展开对金融泡沫的系统研究有着积极的意义。该书有以下特色:

第一,对金融泡沫进行了有系统性和逻辑性的研究和叙述。该书由制度论(导论)、行为论、价格论、市场论、运行论、衡量论和监控论七章构成,以金融经济与实体经济和银行资本与虚拟资本分析为主线,每章剖析一个问题,环环相扣,自成首尾,形成脉络连贯的理论体系,论证充分,颇多精到见解。

第二,运用马克思主义经济学和现代经济学,对金融泡沫分析

进行了有益的尝试。例如,把实物流量、货币流量的分析与现实资本、生息资本的分析结合在一起,用于揭示金融泡沫的产生原因及其实质;运用生产可能性边界理论,分析货币资金在金融经济和实物经济中的配置及其金融资产价格和实物资产价格变动的交替关系,等等。这有助于对经济现象进行质和量的统一分析。

第三,在金融泡沫研究领域提出了较新的观点和论证。例如,提出并论证了发达国家生息资本积累与现实资本积累出现的严重不平衡如何通过在世界经济体系中扩散其金融泡沫,将金融动荡引向全球,这对防止国际上的金融危机向我国传导起到了警示作用;提出并论证了货币资金在金融经济、实物经济配置中的金融资产价格和实物资产价格存在着的交替关系,这对我国在控制和调节货币供给的总量和结构上具有现实意义。

总起来讲,这是一部值得重视的学术著作,既着重理论探讨,又注意联系当前实际,从而提示了金融市场及在世界经济体系中联结各个市场的无形巨网。

近三十年来,泡沫经济的发展是国际金融动荡不宁的根源。我们要了解世界经济,掌握世界经济,改造世界经济,就要认真研究泡沫经济。目前国内这方面的专著尚付阙如,本书填补了一项空白,这对我国经济改革的深化和社会主义市场经济的培育与发展,都有一定的参考价值,且该书可读性强,故乐先之序。

陈彪如

1998年8月

前 言

“泡沫”(Bubble 或 Foam)在物理化学中有一解释,它是指分散在液体或固体中的气泡的聚集。^①在那个学科领域里,除了研究泡沫的特性外,还研究如何利用起泡和消泡为人类造福,以及根据泡沫稳定性的不同要求怎样控制液体适当的粘度,等等。物理化学中的研究对我们在经济学中探讨泡沫颇有裨益。

将“泡沫”一词引入描述经济现象,最早可能出现在英国。在那里,人们将 1719—1720 年爆发的“南海股灾”称之为“泡沫事件”。^②在当代,全球有不少著名的经济学家论述过泡沫问题,其中,约翰·肯尼思·加尔布雷斯曾经将经济社会中反复出现的、由金融过度投机掀起的金融狂潮;借此推动资产价格飚升,继而导致价格狂跌、市场总崩溃;最终使经济陷入大萧条的经济现象称为“泡沫”。他在《“泡沫”的故事——金融投机历史回顾》中用丰满而又犀利的笔触详尽地描述了历史上发生过的金融投机事件,^③刻画了泡沫发生、膨胀和破灭的全景图,分析了促使金融狂热错误反复出现的环境。

① 参见辞海理科分册(上),上海辞书出版社 1978 年版,第 275 页。本人对这一辞条的小缺陷作了弥补。

② 据说英国当时通过了一个《泡沫法案》。

③ 主要是 17 世纪 30 年代荷兰的“郁金香疯狂”,19 世纪 20 年代在英法两国同时发生的“南海”和“密西西比”大股灾,以及 1929 年美国的“大恐慌”,它导致了整个资本主义世界经济陷入危机。还有 20 世纪 80 年代美国储蓄和信贷行业的崩溃及 1987 年纽约的“黑色星期一”引发的股市大崩盘,1990 年的日本泡沫破灭等。

用“泡沫”一词来形象地概括经济社会中出现的上述现象已经被大多数人所接受。但是对泡沫的经济学分析目前还只能算是在起步阶段。泡沫的实质究竟是什么；泡沫发生、发展的根本原因和具体原因到底是哪些；对泡沫如何进行较为准确的界定和测量；如何对泡沫的利弊作出判断；怎样对泡沫进行监控；……这些都是有待于经济学人回答的问题。

金融理论与实践或许是经济理论与实践中最神秘、最富有挑战性的部分之一，而对泡沫的研究或许又是金融理论与实践中最艰深、最富有探索性的部分之一。作者涉足研究金融泡沫这一领域，开始仅是出自一种简单的冲动：面对泡沫肆虐人类，作为金融理论战线上一名学者理应加入寻找智慧去认识它、征服它的行列。然而深入其中后，才觉得自己是不知天高地厚，而此时的我已处于欲罢不能的地步。反正铺设崎岖小路是需要石子的，放在那里并不一定起眼，或许还能够派上点用场。作者正是本着这样一种想法，按照自己的思维进程、设计框架和部分研究成果，汲取前人创造的知识财富，坚持写作下来。

本书的结构是这样安排的：分别由制度论、行为论、价格论、市场论、运行论、衡量论和监控论七部分构成。第一章和第二章分别从经济制度上和经济主体行为上分析金融泡沫产生和发展的根本原因以及金融泡沫的实质。经济制度的演变，在促进经济不断发展的同时，也加速培育了生息资本超过现实资本的温床；经济的不确定性、信息的不完全性形成经济主体的投机行为，这些构成了金融泡沫产生和发展的根本原因，而金融泡沫的实质是生息资本超过现实资本所形成的社会虚假价值成分。金融泡沫的形成途径主要有：一是有价证券的积累超过现实资本的积累；二是银行货币资本的积累超过现实资本的积累。金融泡沫具体表现为：一是金融工具超物质基础发行；二是金融资产的市场价格严重偏离其内在价值。这两大表现主要又是通过市场反映出来的。因此，第三章从单个市

场资金供求的角度,考察金融资产均衡价格的决定。第四章侧重于分析多个市场上均衡资产价格的性质以及市场失衡情况下资产价格偏离均衡状态的性质。如果说,这两章是从静态和比较静态的角度分析资产价格的决定和变化,那么,第五章则从动态的角度(偏重于运用实证方法)考察资产价格的波动,它所涉及到的是金融泡沫的运行,一种是表现出较强周期性的运行,另一种是表现出相对独立性的运行。这三章的叙述同时又是为往后的两章的展开奠定基础。第六章主要从金融工具的发行、金融资产的存量、金融机构的资产负债规模,以及金融资产的市场价格等角度探讨衡量金融泡沫的方法,以及判断金融泡沫适度的标准。第七章继而探讨金融泡沫的监控问题。分别从规范金融活动、监管金融运作和控制金融泡沫等方面进行。

作者深知自己学识浅陋、功力有限,要对金融泡沫这样深奥课题进行研究,时感力不从心,并在研究中为收集资料的困难而觉得难以尽责,一旦寻觅到相关研究成果即兴奋不已。所以要特别感谢在这里我所引用研究成果的原作者,离开了他们的劳动结晶,我是无法前进一步的。

作 者

1998 年 8 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 生息资本与现实资本	2
一、实物流量与货币流量	2
二、货币流量与资本流量	7
三、货币资本与现实资本	11
第二节 生息资本与金融泡沫 I	16
一、银行资本与金融泡沫 I	16
二、虚拟资本与金融泡沫 I	22
三、国际资本与金融泡沫	27
第三节 生息资本与金融泡沫 II	31
一、银行资本与金融泡沫 II	31
二、虚拟资本与金融泡沫 II	35
三、金融制度与金融泡沫	39
第二章 金融泡沫行为论	47
第一节 不确定性与有限理性	48
一、确定条件与套利行为	48
二、不确定性与行为异化	51
三、不确定性与风险选择	54
第二节 信息缺陷与有限预期	58
一、完全信息与合理预期	58
二、信息缺陷与行为异化	61

三、信息缺陷与金融泡沫	68
第三节 金融投资与金融泡沫	72
一、金融投资与金融投机	72
二、金融投机与从众投机	76
三、金融投机与金融泡沫	80
第三章 金融资产价格论	86
第一节 资金供求与资金流量	87
一、储蓄决定与投资决定	87
二、储蓄投资与金融市场	93
三、资金供求与资产负债	96
第二节 利率决定与利率变动	99
一、资金供求与利率决定	99
二、利率结构与收益变化	103
三、利率结构与兑现风险	108
第三节 证券价格决定与变动	113
一、资产选择与预期收益	113
二、证券组合与有效组合	116
三、证券价格与价格决定	120
第四节 汇率决定与汇率变动	125
一、外汇供求与汇率决定	125
二、实际汇率与决定因素	128
三、汇率波动与影响因素	131
第四章 金融交易市场论	136
第一节 金融交易与市场理论	137
一、理性假设与理性市场	137
二、有效市场与检验衡量	141
三、市场均衡与市场失衡	145
第二节 资金流动与市场失衡 I	151

一、市场利率与证券价格	151
二、货币市场与资本市场	154
三、市场利率与市场汇率	158
四、货币市场与外汇市场	161
第三节 资金流动与市场失衡Ⅱ	164
一、证券价格与市场汇率	164
二、资本市场与外汇市场	167
三、利率、汇率与证券价格	169
四、资金流动与价格扭曲	172
第五章 金融泡沫运行论	178
第一节 泡沫运行与理论探讨	179
一、市场运行的运行规律	179
二、市场运动的随机行走	184
三、市场波动与引致因素	188
第二节 泡沫运行的实证分析Ⅰ	193
一、泡沫运行的历史回顾Ⅰ	193
二、泡沫运行的实证研究	197
三、市场联动与国际因素	203
第三节 泡沫运行的实证分析Ⅱ	208
一、泡沫运行的历史回顾Ⅱ	208
二、泡沫运行的现实考察	213
三、泡沫运行与传递效应	218
第六章 金融泡沫衡量论	224
第一节 金融工具与规模衡量	225
一、金融工具与发行流量	225
二、金融工具与存量测定	231
三、金融工具与相关比率	233
第二节 金融机构与风险衡量	238

一、银行信贷与风险衡量	238
二、金融创新与计量改革	244
三、银行经营与风险测定	248
第三节 金融泡沫与泡沫衡量	253
一、资产价格与价格界定	253
二、资产价格与理性检验	258
三、金融泡沫与适度判断	262
第七章 金融泡沫监控论	269
第一节 金融运行与金融监管	270
一、完善立法与金融法制	270
二、市场运行与市场监管	274
三、机构经营与机构监管	280
第二节 金融运行与运行调控	285
一、金融运行与调控体系	285
二、金融运行与金融调控	291
三、金融运行与财政调控	302
第三节 金融业国际化与监控	308
一、银行业国际化与监控	308
二、衍生交易与市场监管	313
三、国际游资与国际监控	320
主要参考文献	328
后记	332

第一章

导 论

金德尔伯格(Charles P. Kindleberger)1987 年曾试图给“泡沫”下定义,他写道:泡沫状态这个名词,随便一点说,就是一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价,开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期,于是又吸引了新的买主——这些人一般只是想通过买卖牟取利润,而对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的。随着涨价常常是预期的逆转,接着就是价格暴跌,最后以金融危机告终。他还写道,在编写本词条时理论界尚未达成对泡沫状态的一致同意的定义。^① 10 多年过去了,这位国际著名经济学家当时在给泡沫下定义时所遇到困境似乎还未能完全解脱。

我们认为,所谓“泡沫”一词是指存在于经济活动中的“气泡”的聚集,它由某一或某些资产的市场价格脱离其内在价值(取决于基础要素的价值)而生成,并具有膨胀、收缩甚至破灭特性的一种经济现象。这一含义上的泡沫,就是经济泡沫(Economic Bubble)。所谓“金融泡沫”是指存在于融通资金活动中的一种泡沫。宏观地看,金融泡沫可以被认为是金融经济偏离实体经济而存在的一种泡沫,它是一种具有加速膨胀、收缩甚至破灭特性的

^① 参见《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第 1 卷,中译本,第 306 页,经济科学出版社 1992 版,第 306 页。