

BUBBLE\$

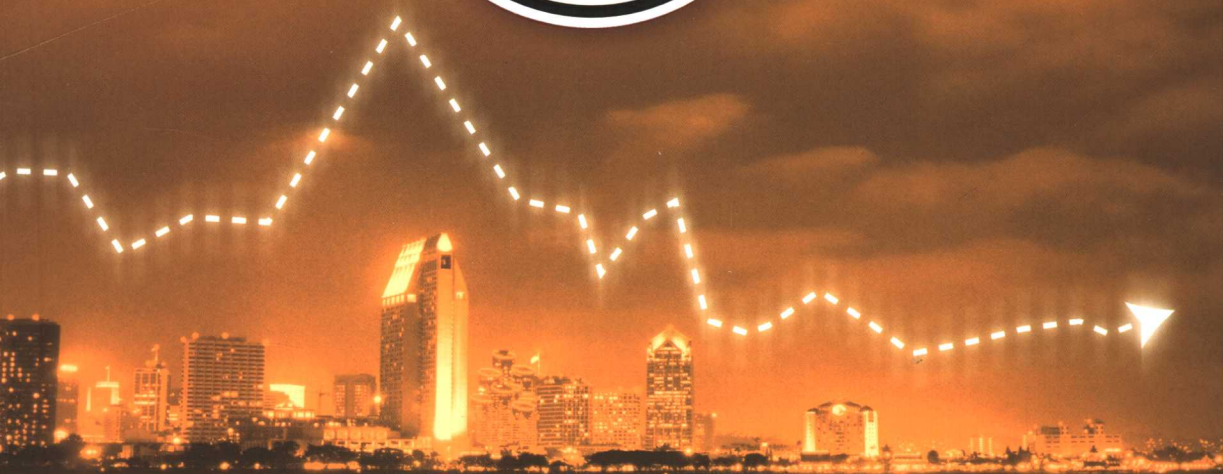
and How to Survive Them



从股市到楼市的
繁荣幻象

[美] 约翰·卡尔弗利 著
(John P. Calverley)

冀愉 译



人们是在利用泡沫还是被泡沫利用？



北京师范大学出版社
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PRESS

BUBBLE\$

and How to Survive Them

从股市到楼市的繁荣幻象

[美] 约翰·卡尔弗利 著 冀愉 译

泡沫



北京师范大学出版社
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象 / (美) 卡尔弗利著；冀愉译. - 北京：北京师范大学出版社，2006. 1

ISBN 7 - 303 - 07864 - 9

I. 泡... II. ①卡... ②冀... III. ①金融市场 - 研究 - 世界 ②房地产 - 市场 - 研究 - 世界 IV. F831.5 ② F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 158561 号

Bubbles and How to Survive Them

Copyright © American Express Bank 2004

This edition first published by Nicholas Brealey Publishing, London 2004

Simplified Chinese Translation Copyright © 2006 by Beijing Normal University Press

All rights reserved. This Translation is published by arrangement with Nicholas Brealey Publishing and Andrew Nurnberg Associates International Limited.

中文简体版由 **Nicholas Brealey** 授权北京师范大学出版社独家出版发行

北京市版权局著作权合同登记号：图字 01 - 2006 - 0623

泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象

出版发行 北京师范大学出版社 (北京新街口外大街 19 号 邮编 100875)

出版人 赖德胜

责任编辑 霍黎敏 傅德林

印刷 北京新丰印刷厂

开本 170 × 240mm

版次 2006 年 2 月第 1 版

印次 2006 年 2 月第 1 次印刷

字数 185 千字 印张 13

书号 ISBN 7 - 303 - 07864 - 9

定价 28.00 元

网址 <http://www.bnup.com.cn>

版权所有 侵权必究

自序

近年来，世界股票市场和房地产市场上一系列泡沫的膨胀与破裂，超过了相对温和的消费品物价涨幅（consumer price inflation）的波动，成为投资者和政策制定者密切关注的焦点。许多投资者在 20 世纪 90 年代的股市泡沫破裂中损失惨重，但是现在，许多人又把赌注押在价格不断攀升的房地产市场上。与此同时，政策制定者似乎无力抑制泡沫；事实上，如果坚持采用传统的政策手段，可能会使泡沫危机更加严重。

本书从两个角度考察了泡沫：一个是对经济感兴趣的观察者，另一个是投资者。事实上，我们大多数人通常同时扮演着这两个角色。经济发展状况影响着就业和收入，关乎每个人的利益。而从投资的角度来看，因为资产价格的变动影响到房价和退休后的收入保障，泡沫的影响也从未像今天这么重要。

美国是泡沫最关键的舞台，这不仅是因为美国的重要地位，而且因为美国经济体系的健康关系到整个世界的利益。此外，在过去 20 多年里，美国的货币政策对世界各地应对泡沫都发挥了至关重要的作用。不过，目前，英国和澳大利亚首先出现了房地产泡沫。同时，我将着重分析日本和香港的经验。

序言引出了当前我们面临的关键问题。美联储主席艾伦·格林斯潘以通货膨胀为代价，降低利率，以抵消 20 世纪 90 年代股票市场泡沫破裂对经济的不利影响。这一政策隐藏着更大的危机——房地产泡沫。政策制定者们现在不得不寻找对策，在维持经济增长速度的前提下，逐步将利率上调到正常水平，同时，还要保证不触发房地产价格的崩溃、新的经济衰退或是高通货膨胀率。

本书的第一章阐述了泡沫的产生原因、泡沫的膨胀和破裂对经济的影响。由于20世纪90年代的股票市场泡沫与20年代的泡沫非常相似，因此我们吸取了历史教训，防止了大萧条的重演。但尽管如此，其影响直到现在都没有完全消失。养老基金目前仍面临危机，许多投资者期望的收益率仍然不切实际。80年代日本的泡沫危机，说明泡沫破裂后的通货紧缩是经济复苏的严重障碍。

第二章关注世界上正在出现的房地产泡沫。英国和澳大利亚是典型的例子，而美国某些地区的房价也存在较大的泡沫成分。除非价格的增速减慢，世界上大部分国家马上就会受到影响。目前，伴随着世界各国房地产泡沫的膨胀，家庭债务的规模正在迅速增长。本部分探究了在这种经济环境下，应该推出何种货币政策来保障经济的稳定发展。

第三章探讨了泡沫产生的深层次原因，并提出了一些解决办法。行为金融领域的研究显示了为何投资者有时会做出背离经济现实的投资决策。如果投资者行为偏离理性的正常轨道，同时又采用了错误的政策，其结果将是致命的。关键问题是：我们能否识别出合理的市场价格水平，从而在泡沫膨胀时能及时警告投资者并提醒政策制定者思考对策？什么样的对策是可行的，比如货币政策、公开警告，或者限制银行信贷规模？最后一章考察了投资者的策略，以设法避免泡沫的风险，或者更激进一些，利用泡沫的规律来套利。

最后，对于房地产泡沫和持续扩张的信贷这两个关系密切的问题，我提出了一些看法。关键问题在于中央银行是不是足够敏锐，抑或足够幸运地找到有效解决泡沫危机的办法，制定出有效的货币政策。当前，美国和其他国家的经济政策确实需要调整。如果这一调整能够渐进地实施，不给经济带来突然的冲击，其效果应该不错。反之则有可能使经济雪上加霜。我对泡沫的兴趣可以追溯到大学时代。非常感谢我的老师们，尤其是米切尔·库赞斯基（Michael Kuczynski），海曼·明斯基（Hyman Minsky）和戴维·菲立克斯（David Felix），他们经常强调金融市场不稳定的重要影响；以及拉里·梅耶

(Larry Meyer)，他关注如何制定出睿智的政策来应对危机。上个世纪 80 年代，作为一个刚刚开始研究生涯的经济学家和战略家，我的兴趣是研究 1987 年股票市场的崩溃，以及后来的房地产泡沫。日本泡沫的膨胀与破裂是我的研究重点。20 世纪 90 年代后期，美国股市泡沫危机再度上演，亚洲泡沫破裂，泡沫对经济的影响越来越大，于是我决心写作此书。写作过程历时很长，其间股市的泡沫已经被房地产泡沫所取代，但也使这个问题比以往更加意义重大。

引言

为什么要关注泡沫？

许多人听说过 17 世纪 30 年代发生在荷兰的郁金香投机狂潮 (Tulip Mania)，1720 年伦敦的南海泡沫 (South Sea Bubble)，和 1929 年美国的华尔街金融危机 (Wall Street Crash)。较少有人知道 19 世纪 20 年代出现在伦敦和南美的采矿业开发狂潮 (the emerging market mining mania)，19 世纪 40 年代英国的铁路狂潮 (railway mania)。在 18 和 19 世纪，还发生了许多狂潮。所有这些都是泡沫：价格急剧上涨后，随之而来的是巨大的崩溃。

20 世纪中叶的数十年里，泡沫很少出现，世界经济保持着平静。然而，好景不长，在最后的 20 到 30 年间，泡沫疯狂涌现。尤其是最后 20 多年里，爆发了日本泡沫危机 (80 年代)，英国和斯堪的纳维亚半岛的房地产泡沫 (80 年代后期)，“亚洲四小龙”的亚洲金融危机 (90 年代中期)，还有科技产业的投资狂潮 (90 年代后期)。泡沫不仅能使投资者获得巨额利润，也可以让他们突然间一贫如洗。泡沫对经济产生的影响不可低估。

每次泡沫都开始于市场价格的可疑增长，通常这些增长都有很好的解释。随后价格持续增长，达到一个非常高的极限，之后就全面崩溃。市场价格的增长吸引了大量的商业投资，推动了经济的增长和繁荣，出现一片繁荣昌盛的景象。泡沫崩溃后，投资者遭受巨大损失，金融业更加谨慎经营，人们对未来经济的发展预期充满了不确定性，经济遭受重创。如果情况好的话，泡沫带来的仅仅是经济发展速度减缓、温和的经济衰退。如果情况糟糕的话，它可能带来大规模的经济萧条，就像 20 世纪 30 年代的美国和 90 年代的日本。

反复出现的泡沫使人们非常诧异。难道人们总是忘记前车之鉴吗？难道人们总是不够理性？是不是金融系统里有某种缺陷鼓励了投机？查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在他 1978 年的经典著作《疯狂、恐慌与崩溃》中，对该问题做了论述，指出与他同时代的评论家们认为世界已经改变、泡沫不大可能再发生的论点将被证明是错误的。他写此书时，世界经济相对平静，没有发生大规模的经济狂热和崩溃。而现在，伴随着 20 世纪 90 年代股市崩溃的残余影响和房地产泡沫的出现，泡沫风险卷土重来。

以往的经济组织系统，例如封建制度、19 世纪的资本主义，经济财富和权力高度集中在少数地主、一小部分资本家以及官僚集团的精英手里。甚至在 50 年前，也只有很少的一部分人掌握着除了小规模矿产资源外的所有资产。今天，房地产的所有权更加广泛。发达国家中超过 75% 的人拥有股票、共同基金、住房或是养老金。

如今，资产交易比以往更加便捷。由于互联网的普及，建立在互联网平台上的电子报价系统（electronic quotation systems）已为人们广泛采用，提高了交易效率。而几年前，只有少数大金融机构使用电子报价系统。目前，由于互联网的利用减少了搜寻成本，再加上抵押贷款的实施更加便利，即使是非流动资产的购买，也变得比以前容易多了。

新型的资产担保经济（asset-backed economy）促进了财富的分散，代表着真正的民主。但是它也带来了易变性（volatility），这会使经济遭受巨大破坏，使投资者遭受重大损失。

20 世纪的泡沫

历史上，后果最严重的泡沫发生在 20 世纪 20 年代的美国股市。1929 年，华尔街股市崩盘，资产价格急剧下跌，与此相伴的是 1931 年到 1932 年间中央银行和政府的政策失误。世界陷入了严重的经济

萧条。由此引发的政治动荡（特别是在德国和日本）和贸易保护主义的复兴，最终导致第二次世界大战的爆发。

在日本，近年来最糟糕的一幕发生在其股市泡沫和房地产泡沫破裂之后。与1991年价格顶峰时期相比，土地价格下跌超过90%，股票价格暴跌了80%。对日本来说，20世纪90年代是“失去的十年”，年均经济增长率不到1%，失业人数急剧上升。利率削减速度太慢，不足以启动经济；积极财政政策的尝试，带来政府负债规模的扩大。虽然政府避免了银行业的危机，但是直到现在，泡沫年代遗留下来的坏帐还没有完全消化。尽管人们有着乐观的预期，坚信经济最终会全面复兴，但这个信念的实现需要一段相当长的时间。

1997至1998年间，亚洲四小龙遭遇了与日本相似的危机。这场危机的导火索是汇率的崩溃。房地产和股票价格的大起大落导致后果非常严峻。仅仅几年前，在泡沫膨胀时，这些国家还沉浸在被广泛认为是“东亚奇迹”（Asian miracle）的喜悦中。

今天，我们生活在20世纪90年代股市泡沫的余波里。90年代后期，美国的政策制定者们，在美联储主席格林斯潘的领导下，任由美国股市陷入一场与20年代的经历非常相似的泡沫中。他们认为这不是一场泡沫，而且，即使是泡沫，如果他们采取抑制泡沫的政策，将可能引发比泡沫更可怕的通货紧缩。因此，更好的办法是静观其变，时刻准备着应对泡沫破裂带来的后果。

任由泡沫不加抑制地膨胀是否是最佳策略，仍是一个充满争议的问题，在后面的章节中，我会进一步论述。但可以肯定的是，美国政府吸取了20世纪30年代经济大萧条和90年代日本经济危机的教训，决心防止资产价格的暴跌，避免大规模的经济衰退和通货紧缩。到目前为止，借助于迅速有力的利率削减和巨大的财政刺激，他们是成功的。2001年，美国的经济确实发生了衰退，但这次衰退相对比较温和。2003年至2004年间，经济开始恢复，通货紧缩的威胁已经克服。然而，应对泡沫的政策给未来的经济发展埋下了新的隐患。

预算赤字

布什 (Bush) 总统提出的预算刺激策略，包括削减主要税收和增加军费支出，是美国历史上最有力度的财政刺激政策。然而，当前预算赤字 (Budget deficits) 超过 GDP 的 5%，这将会带来一些长期性问题。近年来，欧洲国家也采取了积极的财政政策，特别是英国，还有政策力度相对小一些的德国和法国，预算赤字现在保持在 GDP 的 3% ~ 4% 的范围内，也处于过高的水平。

高额赤字会减少私营机构可利用的资源，提高实际利率 (real interest rates)，抑制经济增长。高额赤字还会威胁不断攀升的政府负债率，而政府负债率攀升最终可能导致债务无法偿还。日本已经面临这样的问题，它的负债率高达 GDP 的 160%。美国和欧洲的负债率接近 60% (英国仅有 40%)，因此相对来讲，他们的问题不是很紧迫。然而，这些数字还不是全部，因为政府还有额外的债务没有计算在官方债务数据里，这些额外债务里最重要的是养老基金和医疗保险。

到目前为止，美国在经常项目赤字的配合帮助下，已经避免了预算赤字的拖累。事实上外国人给预算赤字提供了资金，因为他们把从对美国的贸易顺差中获得的资金重新注入到美国经济中。2003 到 2004 年间，亚洲各国的中央银行是美国财政的主要来源，他们通过购买美元来防止本国货币过快增值，以便保持经济扩张。

然而，巨额的经常项目赤字也会给美国经济带来长期的不利影响，外债会不断积聚。在某种意义上，经常项目赤字应该被修正，但这将导致美元长期疲软。美元贬值可以促进美国经济的发展，但也存在导致通货膨胀再度发生的危险。这将取决于美元贬值时，美国经济是否有增长空间。

高额的预算赤字还有另外一个重要后果。如果我们面临一次新的经济衰退，政府将用尽他们的财政储备。日本在泡沫破裂后苦苦

支撑了五年，到 20 世纪 90 年代中期，终于用尽了所有财政储备。而美国和欧洲仅仅坚持了两年。美国政府实际上也耗光了所有的货币政策储备，把利率降低到 1%。假如经济持续复苏，利率会在未来几年内上升，但是，如果通货膨胀率比较低，利率也将保持相对较低的水平。如果利率下降为零，还可以采用其它的货币政策手段，但是这些手段还未经检验。

美国在 2002 到 2003 年间扭转经济颓势的财政刺激政策之所以取得成功，部分原因是政策实施的速度和范围恰到好处，同时也因为这次泡沫与日本的那次有着至关重要的区别。日本的泡沫不仅涉及股票，还涉及房地产。20 世纪 90 年代，房地产价格下跌，破坏了日本公司的资产负债表 (balance sheets)，给银行造成巨大损失。

与日本的情况相反，美国和欧洲的房地产价格在股票市场崩溃后还维持着比较好的状态。20 世纪 90 年代，商用房地产价格受到相对抑制。2001 年，当经济增长速度降低时，只有有限的突出供应量，因此房地产的租金和价格只受到轻微影响。但是，最为关键的是，在经济低迷时期，居民房价不仅没有下跌，反而出人意料地大幅上涨了。

通过大幅度削减利率，中央银行把泡沫从股市转移到了民用房地产上，这是很危险的。我认为，随着估价达到历史性的高水平，目前英国、澳大利亚、西班牙和荷兰都面临着房地产泡沫。令人担忧的是，美国也可能出现泡沫。如果这些泡沫破裂，将有引发更为严重的经济衰退的风险，因为有证据显示，房地产价格下降比股票价格下跌对经济的影响更大。而且，由于通货膨胀率很低，接下来的几年里，许多国家将像日本一样陷入通货紧缩。通货紧缩并不总是坏事，可怕的是资产价格也下降而债务上升。在这些国家里，家庭债务达到了历史最高水平，潜在的危机是非常严重的。

泡沫为何值得关注？

只要有泡沫破裂，就会有人遭受损失。有经验的投机商人也可能被套牢，即使他们有时预见到了泡沫的终结，及时削减了自己的投资头寸（positions）。（头寸是指未来买入资产与卖出资产间的差额。因而若投资者预期将来股票价格下跌，则减少未来买入资产的额度，增加卖出资产的额度，即削减头寸。——译者注）最重要的是，他们总是知道如何将风险降低到可以承受的范围内。真正受到损失的投资者是那种通常沉溺到泡沫的最后阶段、没有管理风险的经验的投资人。

泡沫若想继续膨胀，必须有越来越多的人将资金注入市场。导致泡沫破裂的原因有两个，或者是没有人愿意再投资，或者是某个事件导致人们开始疯狂抛售。

如果泡沫仅仅影响了一小部分投资者，对整个经济没有什么影响，那么它就不太重要。有些泡沫确实如此。例如，发生在 20 世纪 80 年代末期的“经典汽车（classic cars）”价格泡沫，影响就比较小。尽管有些人在价格上涨时赚到很多钱，有些人在价格暴跌时损失惨重，但无论是盈利还是亏损的人数都很少。显然，“经典汽车”不能重新制造，其数量是有限的，所以，尽管在泡沫期间涌现出一批销售公司，而泡沫破裂后，它们就倒闭了，但是浪费的资源数量有限。同一时期的“印象派画作（impressionist paintings）”泡沫与此相似，影响不大。70 年代的金银价格泡沫也是如此。

然而，如果泡沫发生时，某种资产被为数众多的人持有，就有可能引发严重问题。不仅在泡沫破裂时有许多人的利益直接受损，而且在泡沫膨胀时，它会与经济互相影响，造成一种自我加强型的繁荣和崩溃（self-reinforcing boom and bust）。因此，危险的泡沫，通常是股市泡沫和房地产泡沫。

政策困境

那么，我们该做些什么？我们能否找到防止泡沫膨胀的有效措施？泡沫是否有明显的信号？通过资产价值评估或者别的手段是否可以预警泡沫？我们是否应该采取措施，在价格高得离谱时限制银行贷款规模？还有，投资者如何自我保护？

本书的第三章将对这些问题进行更加深入的论述。首先，我们需要看看第一章里介绍历史上发生过的泡沫的起源及其后果，并且要特别注意第二章对房地产泡沫问题的论述。

泡沫BUBBLES

从股市到楼市的繁荣幻象



CONTENTS 目录

自序

引言：为什么要关注泡沫？

上篇 泡沫的产生与破裂

1

第一章 剖析泡沫

3

第二章 大萧条

19

第三章 日本和通货紧缩的幽灵

36

第四章 “格林斯潘式泡沫”与通货再膨胀

51

中篇 房地产市场——下一次泡沫破裂的舞台？

65

第五章 全世界的经济繁荣

67

第六章 房价接近顶峰的英国

77

第七章 一场美国泡沫？

89

第八章 家庭债务和货币政策

99

下篇 泡沫的根源与对策

113

第九章 泡沫病理学

115

第十章 市场的合理定价

128

第十一章 新政策途径

149

第十二章 投资者的策略

171

第十三章 最后的思考：与泡沫共存

185

泡沫 BUBBLE\$

从股市到楼市的繁荣幻象

上篇 泡沫的产生与破裂

第一章

剖析泡沫

资产定价在市场经济中发挥着至关重要的作用。纵观高科技股、房地产和 17 世纪荷兰的郁金香狂潮，我们可以发现，一项资产相对于其它资产价格的飙升，通常会鼓励资源流向这项资产。但是私有市场通常会周期性地出现疯狂投机、然后极度悲观的现象：泡沫膨胀之后必然会破裂。

“泡沫”究竟为何物？典型的“泡沫”有如下几个发展阶段。最初是出现所谓的“财富转移”（displacement）的时机。受外部事件的影响，投资环境发生改变，出现新的商机。财富转移是指资本向利润率高的领域转移。财富转移可能发生在战争结束后、新科技（如运河、铁路、互联网）出现时，或者是利率大幅度下调时。财富转移效应是推动每一次泡沫形成、膨胀与破裂周期中价格波动的源泉，也是造成泡沫危机的动因之一。我们不可能再一次经历互联网泡沫，但是，谁能肯定未来某项新技术的出现不会掀起一场类似的泡沫呢？

如果财富转移效应很强，推动投资转向新领域，就会带来经济的繁荣。通常，银行信贷急剧扩张是泡沫产生的催化剂。但历史事实表明，即使没有现有银行的参与，其它的信贷融资机构也会蜂拥而上，包括新兴银行、外资银行、个人信贷交易（personal credit）等等。新的投资涌入急速发展的领域，抬高价格的同时也创造了更多的盈利机会。