

目录

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 9809011

UDC_____

学 位 论 文

论 日 本 的 泡 沫 经 济

蔡 友 英

指导教师姓名: 陈亚温教授

申请学位级别: 硕 士

专业名称: 世界 经 济

论文提交日期: 2001年 4 月

论文答辩日期: 2001年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2001年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2001年 月

内 容 提 要

从世界上首例泡沫经济事件——荷兰“郁金香球茎大恐慌”算起，到目前为止，泡沫经济时隐时现，在世界经济发展史上已有 360 多年了。泡沫经济曾对英、美、日及东南亚各国经济的健康发展带来严重影响，一些国家至今仍未摆脱它的阴影。在世界各国出现的泡沫经济中，以日本最为典型。日本经济因此而遭受沉重打击，至今尚未恢复元气。分析研究日本的泡沫经济，对外能正确认识近年来美国股市异常波动，美国经济到底有多大泡沫成分；对内可正视我国的资产形势：房地产市场疲软，空置积压商品房居高不下；股票市场投机气氛浓厚，无论从股价，还是从市盈率看，都存在着明显的泡沫成分。因此，本文借鉴前人研究成果，对日本的泡沫经济成因、后果进行全面分析，进而分析日本的泡沫经济对我国的启示。

全文共分为四个部分

第一部分：泡沫经济概述

通过评析泡沫经济与相关概念，澄清泡沫经济与通货膨胀、虚拟经济、实体经济之间的异同点，论述泡沫经济的产生、发展及破灭的一般规律。

第二部分：日本泡沫经济的成因

通过实证分析日本泡沫经济形成的内在原因：政府在经济开始回升之时，提出大规模创造需求的经济对策上的失误；金融当局连续采取了低利率政策，出现了长时期的超低利率；金融机构在超金融缓和政策背景下，银行竭尽全力扩大融资，在市场占有率至上、收益率至上的宗旨下争相贷款；日本国内所有经济主体都不同程度地参与了泡沫经济的形成。外因上也存在着以美国为主的其它国家，诱导并促成了日本泡沫经济的恶性膨胀。

第三部分：日本泡沫经济的后果

深入探讨了日本泡沫经济的崩溃，使日本多年来经济发展过程中积累的问题和矛盾集中释放出来，导致日本经济元气大伤，连年萧条，对日本经济的巨大冲击，特别是给日本金融业造成的严重后果以及泡沫破裂后产生的财政赤字居高不下、消费不振、市场疲软、经济低迷等一系列难题。

第四部分：日本泡沫经济对中国的启示

我国改革开放后，借鉴了包括日本在内的“赶超型”经济发展战略。高速增长时期的日本和我国目前的经济情况有着很多相似之处，我国的经济发展中同样存在着结构失衡、股票市场过度投机、房地产开发过热、金融机构的不良债权等问题。论文紧密结合中国经济的现实问题，从加强金融监管和宏观经济调控、规范证券市场建设和加强管理监控、泡沫经济预警系统和防范机制等三个方面，提出对中国经济可资借鉴的启示。

关键词：泡沫经济 成因 后果 启示

目 录

第一部分 泡沫经济概述.....	1
一、泡沫经济与相关概念.....	2
二、泡沫经济的产生、发展及破灭.....	7
第二部分 日本泡沫经济的成因.....	11
一、日本泡沫经济形成的内在原因.....	11
二、日本泡沫经济形成的外在原因.....	21
第三部分 日本泡沫经济的后果.....	29
一、泡沫破灭对国民经济的巨大冲击.....	29
二、泡沫破灭给金融业带来的严重后果.....	33
三、泡沫破灭后给日本政府留下的难题.....	40
第四部分 日本泡沫经济对中国的启示.....	52
一、必须加强金融监管和宏观经济调控.....	52
二、必须规范证券市场建设和加强管理监控.....	54
三、必须健全经济预警系统和防范机制.....	57
主要参考文献.....	59

第一部分 泡沫经济概述

“泡沫经济”是近 10 多年来的一个热门话题。其实，泡沫经济的历史已有 300 多年了。早在 1634~1637 年荷兰就出现过“郁金香投机狂潮”；在荷兰郁金香泡沫进裂 80 年后，又出现了著名的法国密西西比股市泡沫；当法国的股票市场在约翰·劳的鼓动下疯狂上扬，并且在 1720 年 1 月登峰造极的时候，海峡另一边的英国人再也按捺不住冲动，马上开始效仿，同年英国也出现了“南海泡沫事件”。从那时起，人们就借助生活中常见的“泡沫”来表述这种经济现象，使之通俗易懂。“泡沫经济”一词的广为流传，是从 20 世纪 80 年代后日本泡沫经济的形成和破灭，以及世界性金融动荡频繁发生开始的。特别是 1987 年 10 月“黑色星期一”股市大动荡，以及 1997 年 7 月发端于东南亚的金融危机之后，许多经济学家对这一现象进行深入研究，并取得了阶段性成果。近年来，日本经济因泡沫经济而遭受沉重打击，韩国及东南亚各国也都伤痕累累，至今尚未恢复元气。美国股市曾一度异常活跃，股票市场价格一次又一次地打破谨慎者的警告而一涨再涨，美国经济到底有多大泡沫成分？如何从理论上界定泡沫经济的内涵和外延，如何预警、防范、抑制、消除经济中的泡沫成分，再次成为人们关注的焦点。

一、泡沫经济与相关概念

（一）泡沫经济的内涵

关于泡沫经济的定义，目前理论界存有多种说法，对泡沫经济的界定、测量等也有争论，但大多数经济学家都认同：泡沫经济是由于投机的作用使资产价格异常地大幅上涨，而导致金融经济和实体经济背离的一种经济现象。所谓“异常”，是与劳动收入的增长相比较，如资产价格上涨远超过 GNP 的增长幅度，就应该说是不正常的。因为在泡沫经济的衍生和发展过程中，普遍存在四个共生现象：

1、投机驱动。泡沫经济产生的主要动因在于投机，资本的投机需求急剧膨胀，出于投机理念的资产炒作盛行，使资产泡沫越吹越大。因为直接的投资失败带来的是现实的经济损失，不存在泡沫问题；而长远的、符合经济发展客观需求的投资能够成为经济持续、健康发展的重要支撑，也不会出现脱离实体经济的泡沫。

2、信用交易。信用扩张是泡沫经济迅速发展的加速器，因为如果卖方是用自己所有的资产，买方用自己所拥有的现金进行交易，这种情况实际上是一种零和游戏，即一方投机的收益是另一方投机的损失，两者的纯损益为零，其影响仅仅局限在微观层面。但

如果这种交易有信用参与（包括银行借贷和举借外债），且通过循环往复的虚拟抵押、担保进行再投入，并由于信用链条的整合，从而对宏观经济产生极其严重的危害。

3、货币幻觉。泡沫经济往往与一定程度的通货膨胀相伴共生，而通货膨胀条件下名义收入的高增长使社会保留较充裕的货币供给，并由此衍生出把脱离实体经济运行的货币资金看作是社会财富的载体，而且不切实际地预期这种财富会因为经济的持续景气而不断扩大。

4、资源配置失衡。泡沫经济与资源配置密切相关，由于价格诱导，实物资产与货币资金的比例以及货币资金在某些区域或某些产业的分配比例会发生急剧地变化，造成资本的过度集中，从而扭曲资源的有效配置，并影响人们现实的投资需求和价值取向。

由于上述条件的相互作用，泡沫经济得以产生和发展，也正由于这些问题的不断演化，达到极限之后最终必然导致泡沫经济的破灭，并给所在国（地区）的经济和社会发展带来巨大的灾难。综上所述，简言之，泡沫经济是由于投机资本的持续增加，导致一定范围内（区域或者是产业）以货币表示的资产价格严重偏离实体价值（生产、流通等）急剧上涨所带来的经济虚假繁荣现象。

（二）泡沫经济与通货膨胀

泡沫经济，就是与实体经济的需求相比，货币经济增长过快，由此形成大量的虚拟资本，推动商品物价和股市价格的逐级攀升，造成经济的虚假繁荣现象^①。这种解释与通货膨胀容易混淆，使人误解为泡沫经济就是通货膨胀。诚然，泡沫经济与通货膨胀有一定的内在联系，在泡沫经济出现之前和初期，通货膨胀对泡沫经济的滋生和发展可以起到催生和促进使用，但泡沫经济本质上是一种投资现象，是相对充沛的投资资金在虚拟的高回报率刺激下，集中投资于那些不构成实体经济有效增长的资产，形成大量低效率甚至是无效的资产，给人以经济繁荣的假象。而通货膨胀是一种货币现象。根据马克思的货币信用理论，通货膨胀是指纸币发行量超过商品流通中的实际需要量而引起的货币贬值现象。弗里德曼更是直接从货币原因方面解释“通货膨胀总是而且在任何地方都是一种货币现象……它仅能由货币量的增长超过产业的增长来产生。”¹而且每单位产品所配给的货币量增加得愈快，通货膨胀率就愈高。虽然通货膨胀带来了较高的就业率、物价上涨，甚至一定时期的经济快速增长，具有与泡沫经济相类似的外在表现，但其导因是货币供需问题。

^①乔炳亚“关于泡沫经济的定义及其负作用的研究”，《深圳金融》1998年第2期。

¹熊良俊“泡沫经济释义及相关理论问题”，《金融研究》1998年第10期。

泡沫经济在持续的投机需求推动下，即使在低通胀甚至通货紧缩的情况下也可以出现，英国的《经济学家》杂志近期发出警告，指美国泡沫经济正在形成：标准普尔 500 种股指升势比 20 年代出现泡沫经济时的累积实质升幅还高；近年出现的并购热更是美国出现泡沫经济的强烈信号，因为这一景象曾惊人相似地出现在 20 世纪 20 年代、60 年代几次泡沫经济破灭之前；此外，美国货币供应急剧加快，广义货币供应量 M3 在最近一年中的增幅近 10%。如果上述判断成立，那么我们从美国 60 年代以来的股市（泡沫经济的主要判断依据之一）与通货膨胀的走势分析中就可以得出一个显而易见的结论：1965 年到 1982 年，美国股市没有什么上涨，经济发展比较平稳，而同期美国的通货膨胀率却从 1.5% 上升到 13% 多；自 1982 年至 1998 年美国股市上涨了 800%，分析家认为有泡沫经济之虞，而同期其通货膨胀率却回落到 1.5%^②。从发端于泰国进而席卷亚洲许多国家的金融危机看，20 世纪 90 年代，东南亚各国经济一直呈现低通胀高增长的态势，但由于大量国际游资的涌入，而这些国际游资主要从事短期的投机套利活动，在当期比较利益的诱导下，促成国内资本与国际游资联动，集中投资于某些不构成实际经济增长的资产或行业，加速经济的泡沫化。

（三）泡沫经济与经济周期

泡沫经济是指经济增长的一种状态，在这种状态下，一个经济可以有很高的经济增长率或规模膨胀率，但这种增长或规模膨胀对于提高人们的实际生

^②温建东“关于美国股市泡沫的分析”，《财贸经济》2000 年第 3 期。

活水平和收入水平，以及改进经济体系的产业结构并没有多少实际的好处。相反，泡沫化的经济增长达到一定的程度，就会由于内部或外部因素的作用而引发危机，使得经济由高速增长转变为停滞或者倒退²。这种把泡沫经济作为经济增长的一种状态的解释，有些类似于经济周期理论中关于经济繁荣和经济危机两阶段经济发展状况的描述，因为这种解释忽略了泡沫经济中某些质的界定：

首先，泡沫经济肇源于人的投机驱动，是基于人们对未来某一区域（或产业）经济的一种良好预期而集中进行货币资本投资，造成资产价格严重偏离实体价值的暴涨现象。而经济周期理论中某一阶段的经济繁荣是一种正常的经济发展状态。凯恩斯认为，经济周期变动中最重要的影响因素是资本边际效率的循环性变动，因此，波动和危机是一种客观存在。

第二，由于泡沫经济的产生来源于政府经济政策的误导或人们非理性预期，因此，泡沫经济的产生和发展具有可控性。而经济周期理论中的阶段更迭作为一种客观经济现象或者说是经济增长的一般规律，其演进过程在理论上是不可控的。人们的主观努力只能缩小波幅，减轻震荡，从而使危机的负面影响降低到最低程度。20年代末的大危机出现后，由于资本主义各国受凯恩斯反失业、反危机学说的影响，普遍加强了政府对经济运行的干预和调节力度，一定程度

² 陆家骊“什么是泡沫经济？”，《经济学消息报》1998年3月13日。

上缓解了经济发展中的某些深层次矛盾，使经济周期出现了波幅减弱、阶段性不明显、整体走势呈大涨小回的特点。

第三，泡沫经济的表象是过多的货币资本追逐有限的实物资产或金融资产，推动价格攀升，属于特定时期特定范围内的需求过剩行为。而经济危机则更多地表现为过剩的实物增长超出了市场有支付能力的需求，出现生产相对过剩，因而这种经济增长本身不仅不会给人们带来实际收入水平的增加或改善原有的资源配置结构，相反还会把经济和社会发展引入深重的灾难。

（四）实体经济、虚拟经济与泡沫经济

实体经济是指物质产品、精神产品的生产、销售及提供相关服务的经济活动，不仅包括农业、能源、交通运输、邮电、建筑等物质生产活动，也包括了商业、教育、文化、艺术、体育等精神产品的生产和服务。虚拟经济是指相对独立于实体经济之外的虚拟资本的持有和交易活动³。虚拟资本是市场经济中信用制度和货币资本化的产物，包括银行信贷信用如期票和汇票、有价证券如股票和债券、产权、物权及各种金融衍生品等。随着市场经济的不断发展，社会分工和专业化程度不断提高，经济的货币化程度不断加

³ 李晓西 杨琳“虚拟经济、泡沫经济与实体经济”《财贸经济》2000年第6期。

深，金融活动占总经济活动的比例也越来越大，金融深化的程度日益提高，其结果是资本证券化和金融衍生工具大量创新。由于证券市场和金融衍生工具交易中存在大量的投机活动，金融市场的交易额和金融活动本身的产值迅速增长，形成规模不断扩张的虚拟经济。泡沫经济是指虚拟经济过度膨胀引致的股票和房地产等长期资产价格迅速的膨胀，是虚拟经济增长速度超过实体经济增长速度所形成的整个经济虚假繁荣的现象。其形成过程为一种或一系列资产在一个连续过程中陡然涨价，价格上涨的预期吸引了大量新的买主，这些新买主一般只是想通过投机获取价差、牟取利润，而对所买卖的资产的实际使用价值或盈利能力不感兴趣；由于新买主的不断介入，价格节节攀升，形成泡沫经济现象：一旦价格上涨的预期发生逆转，价格暴跌，泡沫破裂，便引发金融危机并导致整个经济衰退。

二、泡沫经济的产生、发展及破灭

（一）泡沫的产生和成长——乐观投资者导向

现在我们来考虑一个包括有资本品 (capital goods) 的经济，假设其资本品的现金流为 $X=(X_1, X_2, \dots, X_n, \dots)$ ，其在 t 时刻的价格用最基本的模型表示为：

$$V_t^t(x) = \sum_{i=1}^{\infty} (1+r)^{-i} x_{t+i} + b(x)(1+r)^t \quad ((b(x) \geq 0))^4$$

其中利率 r 为常数，等式右边第一项代表资产 X 的基础价值，是 t 时刻以后所有现金流的折现，第二项代表的就是投机泡沫，当 $b(x) > 0$ 时，资产的市价高于其基础价值，而且资产不能买空：因为将来的价格会更高。从式中我们还可以看出，一旦泡沫产生，就具有自我膨胀的机制。

在讨论泡沫产生时，一般认为产生泡沫的两大因素是：1、一时的喜爱和非理性；2、市场的信息结构。但是，笔者更倾向于 Harrison 和 Kreps 在 1978 年分析投机行为时提出的异质预期 (heterogenous expectation) 的说法。同样的信息，对风险厌恶、风险中性和风险喜好者来说，其处理后的结果往往有所不同。尤其是金融资产的生产价值判断体系被弱化之后，虽然信息是对称的，但风险资产的交易者经常会对资产的价值产生不同的预期。假定不能买空，在行情上涨的每个阶段之后，总是开价最高的交易者保有资产，此价格必定等于他对所持有资产的短期估价。如果价格低于他的估价，他会无限量地买进，也就是说，转手给另外交易者的价格必须超过他的估价。很明显，持有此资产的交易者，其价格一定至少和资产的基础价值相当。若给定异质预期，则价格会大于基础价值，因为目前持有资产的交易者会期望将来有其他交易者出更高的价钱。于是其中便产生了投机泡沫。因此可以说，价格不断攀升的过程，取决于交易者对前景的

⁴ 详细的分析可参见徐滇庆等《泡沫经济与金融危机》之“泡沫经济的数学分析”中国人民大学出版社 2000 年 8 月第 1 版。

乐观预期。总是最乐观的投资者走在前面，不断抬升资产价格，吹胀泡沫。

另外，特别值得注意的是，泡沫的膨胀往往与经济高速增长相伴随，因为经济持续高速增长，使整个市场一片景气，投资者也陶醉在经济兴旺之中，乐观情绪成了市场的主流。此时，投机之风盛行，越来越多的投资者加入追逐资产的行列中，成为新的投机者，泡沫也就被越吹越大。很显然，泡沫的产生及成长的确是以乐观投资者为导向。而投资者的乐观情绪则来自于市场的兴旺。虽然投资者知道资产的价格背离了其价值，但市场看好和买涨的投机信念，支撑众多投资者把价格越抬越高，远远超过了资产的基础价值，最终造成经济肌体肿胀虚空，经不起轻微的冲击，而且很容易成为外界的攻击目标。就象吹胀了的气球，吹得越大，就越脆弱，也越容易破裂。

（二）投机泡沫的破灭——悲观投资者导向

当资产价格上涨时，大量资金就会像空气注入泡沫中一样，资金注入越多，泡沫就越大，泡沫越大也就意味着所圈留的资金越多。在这种情况下，往往会出现大量挤占企业设备投资的现象，当泡沫膨胀到一定程度时，国民经济的发展势必受到强大的阻力，政府会采取相应措施阻止资金向虚拟资产流动，如提高利率等。从上式中可知，当利率上升后，资产的基础价值降低，泡沫部分因是前期形成的，不受利率上

升影响，故资产的整体价格下降。此时的投资者将预期价格下跌，市场可能会被悲观情绪笼罩。在悲观情绪支配下，投资者会自动剔除资产中的泡沫成分，以基础价值来衡量。而且由于投资者抛售的多，购买的少，在供大于求的情况下，资产价格会大幅下跌。另外，不同质预期反过来又驱使悲观投资者以最低价成交。因此价格会一跌再跌，泡沫一串串地破灭。当遇到大的灾难时，如墨西哥、东南亚金融危机的爆发，泡沫的破灭可能会导致价格暴跌，甚至低于资产的基础价值，使投资者丧失信心，公司企业大量倒闭，银行背上巨额的“不良债权”。最终，一国经济的资源配置、收入分配、企业经营、金融体制、精神面貌、道德规范都会受到严重破坏。而要消除这种影响，把市场引向健康的秩序，又非一朝一夕所能。

所以说，泡沫的破灭是以市场危机时悲观投资者为导向的。从乐观转变为悲观，其诱因非常广泛，甚至包括地震、谋杀等。特别是在当今迅速发展的经济一体化过程中，对他国经济的敏感性已越来越强，因此诱发泡沫破灭的因素也就扩展到世界范围。但究其根本原因，是由于内、外经济的最终停滞或衰退，这也与泡沫膨胀本身形成对经济发展的阻力是分不开的。

厦门大学博硕士论文摘要库

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫