

引 言

学校编码: 10384  
学 号: 9812018

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

学 位 论 文

金融泡沫理论的研究

陈世渊

指导教师姓名: 邱 崇 明 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交时间: 2 0 0 1 年 4 月

论文答辩日期: 2 0 0 1 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予时间: 2 0 0 1 年 月

答辩委员会主席 \_\_\_\_\_

评 阅 人 \_\_\_\_\_

2001 年 4 月

## 内 容 简 介

“泡沫”(bubbles)一词是近几年来我国经济界较常见的一个词语,常被用于描述经济的虚假繁荣(即泡沫经济)和价格的虚假上涨(即经济泡沫)。它被认为有害于经济而被用于解释经济由繁荣到崩溃(如东南亚和日本经济危机)的原因,或被用于反对(或警示)一国经济的非常规快速发展(如对美国“新经济”的批判);它也被认为是经济发展的需要,因而是有益的(泡沫不断地产生和破裂促进经济繁荣和优胜劣汰的进行)。

这些关于(或涉及)泡沫的论述(或论证),它们之间存在着对泡沫的不同理解和因此产生的许多分歧(其中有些甚至是不可调和的)。于是,在这些“一家之言”的出现的同时,形成了泡沫研究上“百家争鸣”的局面,也有了许多关于泡沫问题精彩而令人激动的学术大辩论(至少有三次:一次是1996年关于泡沫经济与经济泡沫辨别的辩论,一次是在2000年关于新经济和网络股泡沫与否的辩论,一次在2001年关于我国股市泡沫与否的辩论)。

所有的这一切,吸引了一切关注中国经济发展的人,其中自然也包括了笔者,于是便有了系统研究泡沫问题的兴趣和动机。笔者以为,任何学术研究(特别是经济类研究)都是带有一定的目的进行的,也就是带着证明一个命题(或道理)的目的去展开并努力得到自己满意的结果(是否可称为学术研究的“自相关”)。因此,笔者并不否认在研究过程中会带有的主观倾向性(即支持自己已有的观点)而去取舍相关资料,但笔者努力保持一种客观的态度去展开问题的阐述,使研究过程尽可能做到严谨和求实。因此,在收集、阅读了大量相关文献以集各家之言之后,笔者发现自己可以提出几个重要却往往容易被忽略的基础理论性问题,而这些问题是大部分文献所没能回答或未予证明的,也是几乎所有分歧产生的原因。这一系列的问题便成了笔者展开研究的逻辑思路:什么是泡沫?存不存在泡沫(或泡沫是如何产生的)?泡沫可不可以长期存在?泡沫对经济增长有何作用?等等。于是,遵循这个思路,本论文写作分为如下的几个前后承接的有机组成部分:第一章泡沫的定义研究、第二章泡沫的产生机制、第三章泡沫的检测模型综述和第四章泡沫与经济增长。

### 第一章: 泡沫的定义研究。

在本章中,首先对理解泡沫的几个基本概念如虚拟资本、实物资本和基准价格等进行了分析,辨别了它们之间的关系,澄清了当前理论界存在的一些误解。然后,在对前人泡沫定义研究成果分析、归纳的基础上,文章提出了泡沫的定义,作为以后各章分析的基础。

### 第二章: 泡沫的产生机制: DSSW 噪声交易模型的解释。

在新古典框架下,由于套利的存在和个人理性预期,泡沫是不可能存在的,而这与实际中许多案例并不相符合。本章引入噪声交易者理论(De long et al, 1990),分析了泡沫产生的机理,从理论模型上证明了泡沫产生的可能性。在引

入 DSSW 模型分析之前，本章先引入了两个基础理论模型：完美预期模型和跨代模型，作为 DSSW 模型分析的基础；在引入 DSSW 模型之后，介绍了行为金融学对泡沫产生心理上的一些解释。在这一章证明的泡沫存在客观可能性，是以后各章分析的前提。

### 第三章：泡沫检测模型综述。

本章分析了理论泡沫计量模型、泡沫检测的各种模型（如简易检测法、超常易变性检测法和市盈率法等），并简单介绍了诸如金融相关比率、恩格尔协整检验法等一些较不常用的方法。本章力求较为全面而系统的回顾和分析已有的泡沫检测模型，为泡沫的实证研究做基础性的理论研究工作。但由于本章结尾所列举的各种原因（如模型的缺陷和我国历史数据的不足等），文章并没有试图利用这些模型对我国做实证分析（结果可能产生较大的误差而使得不仅没有实用性，甚至会产生误导）；有由于笔者理论水平和时间有限，因此在不影响全文结构框架的前提下，笔者放弃了构建自己的检测模型并做实证分析的努力。这成为笔者在写作过程中的一大缺憾，也成为笔者今后努力的方向之一。

### 第四章：泡沫与经济增长。

从论文整体看，本章为论文的目的所在，是论文最重要的部分，也是当前学术界最为关心的问题。由于当前学术界对泡沫经济崩溃的危害已有了较为完整而系统的阐述，而泡沫对经济增长的积极作用则长期受到忽视。因此，本章力图使泡沫的作用得到客观、全面的认识，从而消除人们的一些误解和偏见。本章着重于分析长期泡沫对经济增长的正作用：促使经济趋向动态有效。在这个分析过程中，文章引入了“含泡沫的 Diamond 经济模型”，证明了长存泡沫只能在经济动态无效下存在，在经济动态有效时则不存在。而长存泡沫又有提高资本边际收益率从而促使动态无效的经济趋向动态有效，因此在这个意义上长存泡沫是有益的。接着文章总结归纳了泡沫负作用于经济的研究成果，并阐述了泡沫消除的问题。然后，从泡沫角度（金融角度）对日本 90 年代衰退原因做了分析。在本章的小结中，综合全文得出一些结论和政策建议。

由于本论文目的在于说明一个事物，而并非解决一个问题，这使得本论文倾向于理论性的研究而不能对我国的实际情况做太多的专门性分析。因此，为弥补论文因未专门分析我国实际情况而导致“无用”的不足，笔者在论文的写作过程中，努力把各个阶段性的结论结合我国情况做一定的提示或少量的分析。

关键词： 泡沫 价格 基准价值 经济增长

## 引言：新经济和泡沫经济

### 0.1 新经济

“新经济”概念的提出，主要是针对 90 年代以来美国经济增长出现的一些新情况而言：从 1991.1~2000.10 月，美国经济出现了历史上最长的繁荣时期（117 个月）。而在经济保持高速增长的同时，通货膨胀率逐年下降，菲利普斯曲线出现了新变化，出现了“一高双低”的现象（高经济增长，低通胀，低失业率）。面对这些经济情况，在社会上特别是在新闻媒体上开始出现了“新经济”（New Economy）<sup>1</sup>、“新范例”（New Paradigm）、“新模式”（New Model）、等一类的词汇，其核心主义是美国经济已进入了一个“长期繁荣”（Long Boom）的新时代，人们认为经济周期已经消除，通货膨胀已经死亡，股市将持续繁荣。<sup>2</sup>

“新经济”在实体经济中表现为经济全球化和信息技术革命。这使得大规模生产的成本降低，改变了以往边际效益递减的规律。“新经济”认真采纳了 TFPC 全要素生产素，用于解释任何解释不了的经济增长，又称索洛线数（Solw Residual），包括技术进步、外溢效应、效率的提高、规模经济等，认为“一些重要部门受益于收益递增、外在经济标准化和网络经济……一旦达到了规模经济，经济将实现非线性增长……通过技术进步和规模经济可以降低价格，提高质量（Kelly,1997）。”<sup>3</sup>

我国学术界对新经济的研究主要从 1998 年开始，当时以高科技为核心的美国“新经济”或“知识经济”<sup>4</sup>问题，成为研究热点。98、99 年围绕“知识经济”，学术界展开了深入而广泛的大讨论。在讨论中，新闻媒体和企业界较为乐观而积极，学术刊物较为冷静而保守。2000 年《南方周末》上展开了一系列关于新经济是否泡沫经济的讨论，是学术界与企业界思想的直接交锋，也突现了对经济高速增长的两种对立观点：“泡沫论”和“新经济论”。<sup>5</sup>

### 0.2 泡沫经济

泡沫（bubbles）作为一种纯粹的物理现象，它是指分散在液体或固体中的气泡的聚集。在《新帕尔格雷夫货币与金融大辞典》中定义为：在一个连续过程中，一种或一系列资产价格的突然上升，随着最初的价格上升产生对远期价格继续上升的预期，从而吸引新的买者，总的看来，投机者感兴趣的是买卖资产获得的收益，而不是资产本身的用途及其盈利能力。资产价格上升通常伴随着预期的反向变化并带来价格的迅速下降，最终导致金融危机。<sup>6</sup>

<sup>1</sup> “新经济”一词在美国《商业周刊》1997 年 11 月号首次出现。

<sup>2</sup> 在笔者写作过程中，美国“新经济”似乎遇到了困难：预计今年第一季度经济增长只有 0%；NASDAQ 指数跌到了 1890 点（2000.3.16），比一年前的最高峰下降了 61%，为两年来的最低点。“新经济泡沫论”一派又占了上风。

<sup>3</sup> 刘树成、李实，《对美国“经济”的考察与研究》，《经济研究》，2000.8。

<sup>4</sup> 来源《世界经济问题研究综述》：“知识经济”和美国“新经济”这两个概念为同一意思；在国内研究美国经济问题时一般用“新经济”，在研究世界经济发展趋势时，一般用知识经济（《经济研究参考》，2000.11.6）。

<sup>5</sup> 参见《南方周末》2000 年各期。

<sup>6</sup> 《新帕尔格雷夫货币与金融大辞典》，P306,1992。

1636年荷兰的郁金香泡沫是人类历史上有史可查的最早的泡沫经济。当时，在短短的一个多月期间，郁金香的价格上升了几十倍甚至上百倍；然而，仅过了一个冬天，郁金香的价格便跌为原价的几十分之一，郁金香泡沫彻底崩溃了。

| 表 1<br>品种                            | 郁金香价格涨跌表 | 单位：基尔德（荷兰盾） |
|--------------------------------------|----------|-------------|
| 1739                                 | 1637.1.2 | 1637.2.5    |
| Admirael de Man<br>0.1               | 18       | 209         |
| Ghecle Groonen<br>0.025              | 0.41     | 20.5        |
| Witte Croonen<br>0.2                 | 2.2      | 57          |
| Gheele ende Roote van Lanyden<br>0.2 | 17.5     | 136.5       |
| Switsers<br>0.05                     | 1.0      | 30          |
| Semper Augustus<br>0.1               | 2000     | 6290        |

资料来源：Garber, Tulipmania, IMT Press, P68, 1994。（转摘自《泡沫经济与金融危机》，徐滇庆等著，中国人民大学出版社，2000，P55。）

历史上最早的股市泡沫则是1719年法国密西西比泡沫和1720年的英国南海泡沫。这两次几乎同时爆发而又互相关联的金融危机，遵循着同样一个过程：取得政府特权（如铸币、征税权（法国印度公司）和国债管理权（英国南海公司）等）→发行股票→股价高涨，出现抢购股票投机浪潮→股民信心动摇，股价开始暴跌→泡沫彻底破裂→社会生产力遭受极大的破坏。从此以后，泡沫一直作为一种经济现象困扰着经济发展。

由此可见，用泡沫来形容一个经济实体在一段时间内迅速繁荣，然后又急剧下降的兴衰变化，可以说是相当贴切的。因此，尽管对于泡沫有各种不同的看法，但最直接与基本解释是：如果价格上升的原因仅仅是因为投资者相信明天资产的售出价格会更高，而经济基础因素却似乎不对价格变动产生影响，那么泡沫就存在了。<sup>7</sup>

### 0.3 新经济和泡沫经济

历史上几乎每一次的“新经济”现象都是和“泡沫经济”联系在一起的，<sup>8</sup>如由铁路技术引发的工业革命，对应着铁路等过度投资所引起的泡沫经济。但是反过来却不一定成立，如30年代的泡沫经济引发的资本主义世界经济危机，并没有伴随着某种“新经济”因素。因此，人们很难区分一种经济形态是“新经济”

<sup>7</sup> 刘立峰，《虚拟资本运行与经济泡沫形成》，《财经问题研究》，2000.4。

<sup>8</sup> 汪丁丁：“历史上每一个新经济的成长都伴随了大大小小的股市泡沫和幻灭”（《纳斯达克：2500点还是7500点》，《财经》，2000.5）。

还是“泡沫经济”，或者两都有。这使笔者意识到泡沫理论研究的重要性和现实意义，而相对于国际上方兴未艾的泡沫理论研究，国内相关研究则未受足够重视而显得落后且停滞不前。于是，便有了写作本论文的动机。

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 泡沫的定义研究

关于泡沫的经济定义，目前国内外还没有统一的说法。当代学者在泡沫理论问题上有下列几点未能达成共识：（1）对泡沫经济与（经济）泡沫的概念未能达成共识；（2）对经济泡沫的理解未能达成共识；（3）对经济泡沫的发生载体未能达成共识。<sup>9</sup>因此，在展开对泡沫的其他问题研究之前，认清泡沫的实质，给出科学合理的定义是非常必要的。由于泡沫是作为一种高估的价格而存在的，因此，笔者认为，讨论泡沫的定义首先要理清虚拟资本（Fictitious Capital）、现实资本（实物资本）和基准价格（价值）（Fundamental Value）等几个概念和他们之间的相互关系。遵循这个思路，本章分为如下的几个部分：首先对虚拟资本进行分析，以区别于现实资本并为以后各个部分分析提供前提基础；然后，对各种泡沫定义进行回顾和分析；最后，对基准价值进行分析，并提出泡沫的定义。

### 1.1 虚拟资本和现实资本

虚拟资本（fictitious capital），最早出现于马克思的《资本论》。马克思在使用虚拟资本一词时，通常用于指：（1）从实际资本中分离出来，代表着实际资本，本身没有任何价值，却成为交易对象的所有权凭证，如股票等；（2）凭空创造出来的凭证，不代表任何的实际资本，如国债等；（3）由以上两种为基础创造出来的三重、四重等等的凭证存在。“虚拟”一词恰当地提示了证券的本质特征：它可以作为商品买卖，可以作为价值增值，但本身却没有价值。因此，可以将虚拟资本定义为“同实际资本相分离，本身无价值却可被作为‘商品’进行交易的各种凭证。”<sup>10</sup>

虚拟资本是基于现实资本产生的，是现实资本的派生形式，因此在虚、实资本的定性关系上，现实资本是第一性，虚拟资本是第二性，其中现实资本对虚拟资本具有基础性和内容性的决定作用，虚拟资本则对现实资本具有派生性和形式性的反作用。<sup>11</sup>

虚、实资本是同一资本的两个不同方面，虚拟资本一经产生，便发生了实质性的变化，在量的规定性上有了不同的发展规律，“它们（虚拟资本）已成为商品，而这些商品的价格有独特的运动和决定方法。”<sup>12</sup>

现实资本的价值，是由组成资本的商品价值决定的，最终又取决于生产商品的劳动生产率和所需社会一般劳动时间。而虚拟资本本身没有价值，它的名义价值是凭证价值，只代表原来取得该虚拟资本的资本价值额。如用 10 万元购得一批股票，则 10 万元则为这批股票的名义价值（即成本）。人们拥有虚拟资本的目的

<sup>9</sup> 扈文秀、席酉民，《泡沫经济的内涵界定述评》，《经济学动态》，2000.10

<sup>10</sup> 刘骏民，《从虚拟资本到虚拟经济》，山东人民出版社，1998.7.P39。

<sup>11</sup> 赵春学、黄建军，《论虚拟资本和现实资本的基本关系》，《当代财经》2000.8

<sup>12</sup> 马克思：《资本论》第 3 卷，人民出版社，1974 年版，P530。

的主要是为了获得利息收入（价格上涨的投资收益本质上是利息流的折现）。因此，虚拟资本的价格在量上等于未来利息流（或收入）的折现，由利息（或收入）和自然利率（折现率）决定的，即  $V = \sum_{i=1}^n NI_i / (1 + I_i)^i$ ，其中  $NI_i$  为第  $i$  期净收入， $I_i$  为第  $i$  期的自然利率。由此可见，现实资本和虚拟资本的价值决定因素不同，在量上是不等的。事实上，在股票市场上常用 Q 值<sup>13</sup>反映二者关系。

在价格运动上，虚拟资本与现实资本也存在巨大差异，在证券市场体现为：（1）证券市场没有生产周期，供需变化可以瞬间发生巨变；（2）交易成本低，交易更为容易和频繁，（3）持有证券本身没成本<sup>14</sup>，因此机会成本显得格外重要；（4）买卖之间没有固定的区别。用下图表示证券的价格运动。

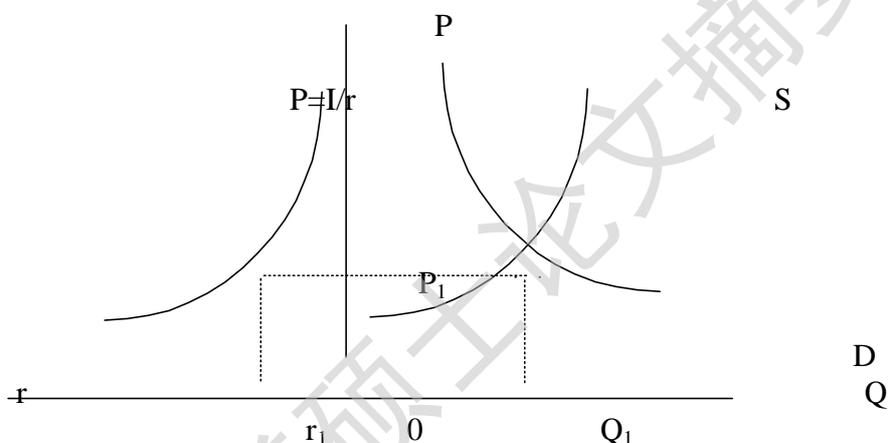


图 1.1 （S 和 D 分别证券的供给与需求曲线， $P=I/r$ ， $I$  为证券的未来年金， $r$  为市场利率）

当市场利率上升时，需求曲线左移、供给曲线右移，证券价格下降；反之，价格上升。而当证券的供给或需求发生变化时，也通过价格反过来影响市场利率。在理想的市场条件下， $P=V$ ，也就形成了所谓的虚拟资本的基准价格（真实价格）。

虚拟资本的价格是建立在对其未来现金净流入折现的基础之上的，价格形成过程中含有更多的主观判断成分（体现在现金净流入的估计和折现率的选取上），这使得其价格有可能被高估或低估。

## 1.2 泡沫定义研究的回顾

前面已经合出了对泡沫的一般性描述。但是，关于泡沫在经济学意义上的定义，到目前还没有一个统一的说法。而在涉及到泡沫或甚至对泡沫进行量化研究时，许多时候是一笔带过甚至根本不提定义，这使得对泡沫的研究并非建立在一个共同的基础之上，也成了对泡沫的经济学研究长期徘徊不前的重要原因。目前，国内外有关泡沫的研究中，有如下几种对泡沫的解释或定义：

<sup>13</sup> 所谓的 Q 值，是指资产的市值与重置成本的比值，详见 3.25 节。

<sup>14</sup> 指没有持有实物资本的运输、储存和耗损等成本。

### （一）经济基础价值偏离论

日本是一个饱受泡沫经济之害的国家，对泡沫有较多的研究，日本金融学会会长三木谷良一（1998）认为，所谓泡沫经济就是资产价格（具体指股票与不动产价格）严重偏离实体经济（生产、流通、雇佣、增长率等）暴涨，然后暴跌的过程。日本的金融专家铃木淑夫则认为，泡沫是指地价、股价等资产的价格，持续出现无法以基础条件来解释的猛烈的上涨或下跌。另据 92 年日本经济白皮书的定义，“现实的股价和地价，如果超出经济的基础条件和合理价格而暴涨，泡沫也就产生了。”

在我国，熊良俊（1998）认为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。

李方（1998）则认为，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，宏观上讲，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经济泡沫。

扈文秀、席酉民（2000）则认为“所谓经济泡沫指的是由于局部的投机需求（虚假需求）使资产的市场价格脱离资产的内在价值的部分。”“市场价格大于内在价值，存在着正的经济泡沫；市场价格大于内在价值是常态。因此，泡沫是不可避免的。”“所谓的泡沫经济是指由虚假需求形成的局部经济泡沫通过一定的传导机制使社会有效需求得到过度刺激而形成的虚假繁荣现象，在这种传导机制中，金融管理当局宽松的货币政策是局部经济泡沫向全局的泡沫经济演变的主要原因。”<sup>15</sup>

乔炳亚（1998）认为，泡沫经济中的泡沫是指房地产或股权的价格中，由于人为的炒作而超出其实际生产成本或实际价值的那部分价格，而泡沫经济则是由于价格信号的作用最终使资源配置失效而存在大量泡沫的经济。（经济）泡沫只能在资本市场和房地产市场产生。

### （二）经济增长偏离论

我国学者陆家骝（1998）和凌江怀（1998）认为，所谓的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，但却是虚假的，对于提高人们的实际生活水平和收入水平以及改进经济体系的产业结构并没有实际好处。<sup>16</sup>在现实经济中，泡沫经济通常表现为房地产、股票证券等金融资产价格上涨过高、大大超过实际经济运行中所具有的真实价值，造成了经济的虚假繁荣。

徐滇庆等（2000）则在区分经济泡沫和泡沫经济的过程中给出二者的定义的。

“经济泡沫不等于泡沫经济。……经济泡沫指的是在经济发展过程中经常出现的不均衡现象。这些不均衡综合起来的具体表征就是上下起伏的经济周期。泡沫经济则专指那些由于投机活动而导致市场价格大起大落的现象。”“一般来说，经济

<sup>15</sup> 扈文秀、席酉民，《泡沫经济的内涵界定述评》，《经济学动态》，2000.10。

<sup>16</sup> 虚假的经济增长是由于对金融资产和实业资产的过度投资而产生的。这种过度投资不构成实体经济有效增长或产业结构的合理改善。

泡沫是不可避免的,经济周期是宏观经济运动的必然规律”。“泡沫经济的运动轨迹与经济周期不同……泡沫经济这种大起大落的现象并不一定会反复重复。”<sup>17</sup>

张文凯、包建祥(1999)认为,股票市场泡沫在现实的市场中表现为非长期资金的过多介入,特别是银行短期资金的介入。“银行资金的大量介入……助长了泡沫的膨胀……表现在经济当中,就是金融资产特别是股票市值的迅速增长,而GDP(国内生产总值)的增长速度则远远落后。”“股票市场泡沫是指一段时期内,股票市值增长率大于名义GDP增长率所产生的虚拟资产。”<sup>18</sup>

### (三) 虚拟价值偏离论

丁焰辉(1994)则从虚拟价值的角度来研究泡沫经济。“所谓虚拟价值是指当商品不能满足社会需要,其社会需要规模的使用价值与生产这种商品的劳动不成比例时,为达到供求的平衡和等价交换的平衡,该商品超过其价值的涨价部分。物品的虚拟价值通过物品的高价表现出,并与其等价物相交换,这样,在社会经济的统计上就存在着一个市场价值高于实际价值的“泡沫部分”。

陈文玲(1998)认为,无形的要素禀赋通过市场所实现的交换价格大大超过了人们的理性预期,一旦预期逆转,便形成了虚拟经济的泡沫。泡沫经济实际上是指实物经济中资产的面值超过了资产的实际价值。

刘骏民(1998)则认为“由于价格上升而增加的收入与生产无关。如果初始状态时虚拟资本的价格还与实际资产价值保持一个适当比例的话,在证券价格上涨以后,就产生了价值增殖的泡沫。”“泡沫经济是在货币供给过度增长的支持下,在人们不愿从事实际生产经营的投机心理驱使下,过度从事于虚拟价值增殖的活动(包括各种证券、期货、房地产等等的炒做)而引起的名义国民收入的增加和虚假经济繁荣。它的本质是虚拟价值的过度膨胀。”<sup>19</sup>

### (四) 价格无基础上涨论

在西方国家,比较系统的研究泡沫大约是在60年代,而且主要集中在泡沫的存在、运行、破裂(crash)等一系列机制的研究上,对泡沫的定义并未有统一的结论。但是,这些结论都有同样的共性:如果价格的上涨仅仅是因为人们相信明天的价格会比今天高的话,即当“基础(fundamental)”因素并不成为价格上涨的原因时,泡沫便存在了。<sup>20</sup>

从上面可以看出,西方学者在研究泡沫定义上注重两点:(1)对基准价格的偏离。在这一点上同第一种“经济基础价值偏离论”相似,强调价格上涨在缺少基础价值的支持下成为泡沫。(2)在价格的运动中把握泡沫。同国内学者定义分析不同,西方学者努力在一定的前提假设下建立起泡沫分析的模型,试图在对泡沫的产生、运行和破裂等机制的研究下把握泡沫的实质。(3)受行为金融学的深入影响。在解释价格上升或下降时,许多传统西方经济学的基本假定受到了极大的挑战,个人理性和市场效率原则受到了极大的质疑,在这种情况下,行为金融学的引进一定程度有助于解决这个问题。“总之,长久存在的泡沫(persistent bubbles)的现实并不应该带来惊奇,因为近年来有许许多多关于市场无效率的例

<sup>17</sup> 徐滇庆等,《泡沫经济与金融危机》,中国人民大学出版社,2000,8,P3-9。

<sup>18</sup> 张文凯、包建祥:《股票市场泡沫:合理范围政策选择》、《投资研究》,1999,6。

<sup>19</sup> 刘骏民,《从虚拟资本到虚拟经济》,山东人民出版社,1998,7,P77-79。

<sup>20</sup> Stiglitz, Joseph E. “Symposium on Bubbles”, Journal of Economic Perspectives, spring 90, vol. 4, Issue 2, P13。

子被发现或再发现。”“对那些同意此观点的人，泡沫现象是对经济理论基础的极大挑战，即对个人理性行为和基于此的一般均衡模型的挑战。对那些否认泡沫的人，他们需要提出对一些事件的令人可信的解释，如 30 年代的大萧条，1987 年 10 月的股市崩盘，和其他显然为泡沫引发经济危机的事件。”<sup>21</sup>

### 1.3 泡沫的定义研究

在对泡沫定义研究的回顾和分析的基础上，我们可以看出四种类型的定义解释各有侧重，分别以基础价值、经济增长、虚拟价值和泡沫生成机制着手进行分析，观点虽难免偏颇，却也给本文的泡沫定义研究打下了坚实的理论基础。笔者认为，对某一事物的定义研究，带有较强的主观色彩和功利性（从逻辑学的观点出发，应是先有定义后有事物的），因此，在对泡沫的定义上，笔者遵循如下原则：（1）定义应该能够符合对泡沫的一般性描述上；（2）定义应有助于在理论上区分泡沫与其他现象或概念，在实际运用中可以建立数学模型对泡沫进行分析；（3）定义应有助于消除各种概念上的误解。

归纳上述现有的关于泡沫经济的各种定义，可以看出在以下几点存在着分歧：（1）对泡沫产生的理解不同。如有的认为泡沫因偏离基础价格而产生，有的认为因偏离经济增长而产生，还有的认为因偏离虚拟价值而产生。（2）未能在泡沫经济与（经济）泡沫的概念上得到共识。多数学者都把二者混为一谈，而少数对二者内涵作了浓度上界定的学者，也不能得出令人信服的结论。（3）对泡沫发生载体未能达成共识。一些学者认为泡沫只存在和发生于资本市场和房地产市场，有些学者认为泡沫可发生于一般商品上。在努力解决这些问题的基础上，笔者对泡沫作了如下分析：

#### （一）泡沫应该是价格偏离基础价值的部分。

对于泡沫的最一般性描述应是其有个上涨然后暴跌的过程，而在价格偏离基础价值时，是可能出现这种情况。虽然有可能是基础价值下降引起的，但这种情况并不多见，而且对于一般意义上的泡沫研究并无多大意义，故本论文在定义时将这种情况排除。同时这也是各种观点可以达成共识的地方。不同之处在于对基础价值及偏离的理解上：如第一、四种观点认为价格偏离，第二种观点认为是增长的偏离，第三种观点则是从虚拟价值着手的。

综合以上几种观点，笔者认为基础价值应该指：（1）虚拟资本的价值。前面已经分析过，虚拟资本由于可以带来一定的收入，因此，即使其本身并无价值而且其价格往往超出实体资本的价格，其价格由于是市场规律所决定的，具有坚实的价格基础，应该被认为是基础价值。从公式上说，用  $T$  代表实体资本价格，用  $V$  代表虚拟资本价格，用  $P$  代表现行市价（如股价），则  $P$  是否会有泡沫的衡量标准应是  $V$ ，而不是  $T$ 。在  $P > V$  时，出现泡沫；因  $P < V$  时，出现黑子；在  $P = V$  时，价格与基础价值吻合。一般而言  $V \geq T$ ，或  $V - T \geq 0$ ，即虚拟价值与实体资本价值之间有一个差额，这个差额体现着资本与实物的差别，也就是说生产要素的组合使其价值大大高于分离的、非生产性的个体价值之和。所以这部分是合理的，有经济基础的。在图 1.1 中，当右半边的坐标上由供需（ $S$  与  $D$ ）曲线决定的价

<sup>21</sup> Stiglitz, Joseph E. "Symposium on Bubbles, Journal of Economic Perspectives", spring 90, vol. 4, Issue 2, P13.

格高于左半边的经济基础决定的价格时，便产生了泡沫。

理论上对泡沫、虚拟价值和实体价值的区分是非常有必要的，这将涉及到后面对泡沫的产生、运行和破裂等机制的一系列研究，特别是对泡沫的价值判断尤为重要。当前，许多学者把三者混为一谈（特别是没能区分虚拟价值和泡沫，甚至把虚拟价值作为泡沫的一部分<sup>22</sup>），在此前提下进行泡沫的研究得出了许多不恰当甚至是极为错误有害的结论，如把泡沫经济归根于虚拟资本，从而否定了虚拟资本的合理性。<sup>23</sup>

(2) 实物的价值。当一物品不进入生产领域时，也就不存在着与实体价值相分离的虚拟价值。而泡沫的产生，其载体既可以为虚拟资本，也可以为实物（如荷兰的郁金香泡沫），甚至是无任何价值的东西。因此，当实物的价格高于其价值时，也就存在了泡沫。通过对微观经济学价格形成模型的分析，可以发现实物上的泡沫有以下几种可能：

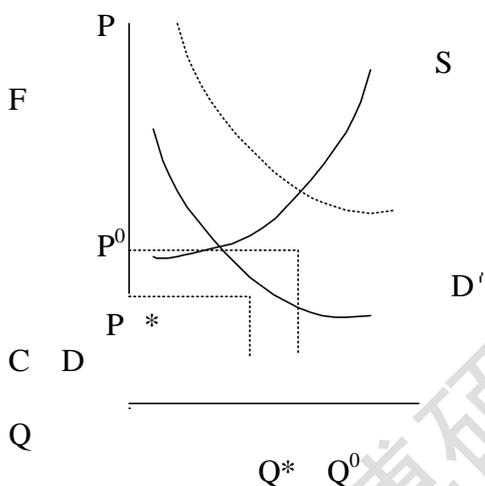


图 1.2

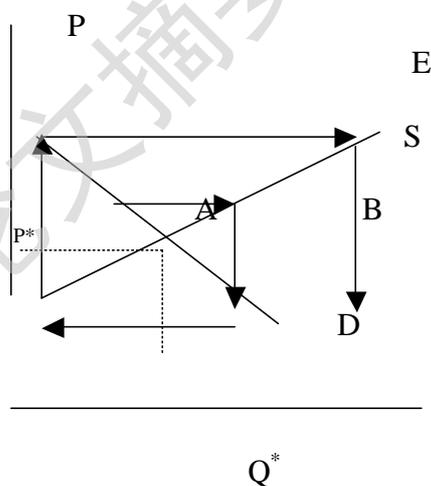


图 1.3

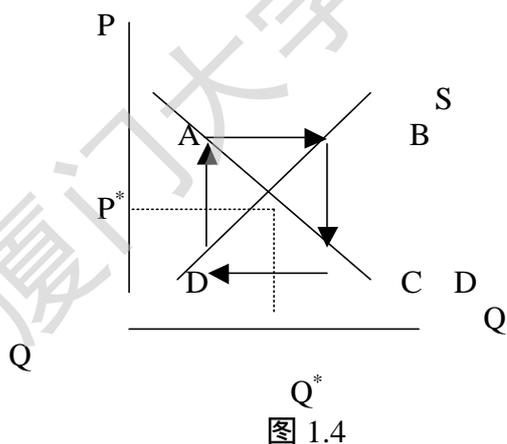


图 1.4

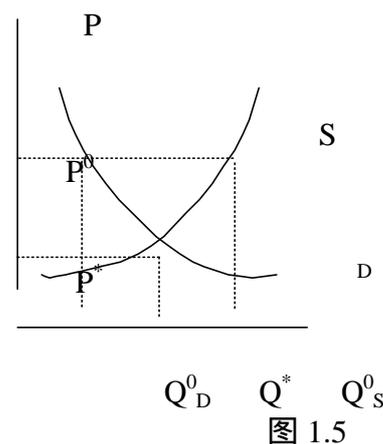


图 1.5

a、 虚假的需求产生的泡沫。如图 1.2,在需求曲线 S 和 D 的共同决定下，出

<sup>22</sup> 如徐迎春等（2000）认为：虚拟经济的一个重要表现形式是以股市和房地产价格为载体的经济泡沫。《《虚拟经济通货紧缩与金融风险》，《山东经济》2000.5》。

<sup>23</sup> 有关虚拟资本的作用，宋逢明在“首次全国虚拟经济研讨会”上认为：虚拟经济越发达，实质经济配置有限资源的能力越强，效率也越高。虚拟资本不发达，市场完全性就不够，转移收益和风险的能力也就不足。摘自张颖等《虚拟经济研究会综述》，《经济学动态》，2001.1。

现了均衡点  $(P^*, Q^*)$ ，此时的  $P^*$  即为实物的合理价格。当市场产生正的虚假需求（如购买商品并非由于消费或生产的需要，而仅仅是为了投机谋利），D 曲线向上移至  $D'$  处，相应出现了虚假的均衡点  $(P^0, Q^0)$ ， $P^0$  即为虚假的价格。而  $P^0 - P^*$  则为实物的泡沫。

- b、无法形成收敛的价格。在图 1.3 中，起始点为 A 点，经过供需曲线的作用，由  $A \rightarrow B \rightarrow C \rightarrow D \rightarrow E \rightarrow F \dots$ ，价格没有向均衡点  $(P^*, Q^*)$  收敛，而是偏离越来越大。在图 1.4 中，则有一个  $A \rightarrow B \rightarrow C \rightarrow D \rightarrow A$  的循环过程始终同样无法达到均衡点  $(P^*, Q^*)$ ，此时的价格  $P$  与  $P^*$  的差值，当为正时，表现为泡沫；为负值时表现为黑子。这种情况在我国改革下放之处经常出现，如某些产品市场表现出“需求大，供给过少，价格过高”的年份与“需求小，供给过多，价格过低”的年份轮替，泡沫和黑子交替出现，造成了资源的极大浪费，给国民经济造成了重大的损失。
- c、管制产生的泡沫。如图 1.5，管制使价格  $P^0$  高于  $P^*$ ，从而形成  $P^0 - P^*$  的泡沫。在这种情况下，社会有多余的产出  $Q_s^0 - Q_d^0$  无法出清，社会资源被极大的浪费。

(3) 资产的价值。所有的资产价值，指一个经济实体所有资产的价值总和。当一个经济实体的资产负债表上的资产总额大于其资产价值时，就出现了泡沫。在这里，最典型的应是银行业没有注销的呆坏账。

(4) 无用品的 (useless things) 零价值。无用品本身就没有价值，因此也就不进入交换领域从而形成价格。但现实生活中，却有许多无用品可能产生价格。而这时候购买无用品的动机也就是仅仅为了将来价格上涨而带来的收益。如 Samuelson 在消费贷款模型 (consumption loan model) 中的货币，其市场价值为 0 (内生无用性)，但却可能存在正的价格。<sup>24</sup>

(5) 从宏观上讲，真实 (或潜在) 的经济增长。当经济增长速度高于潜在的增长率时，表现为经济过热，社会需求被夸大，资源分配无效率，资源被极大浪费。

## (二) 泡沫与几个概念的关系

本论文所指的泡沫，一般指经济 (金融) 泡沫。

### 1、经济泡沫与泡沫经济。

目前，许多学者把经济泡沫和泡沫经济混为一谈，一提泡沫则必指泡沫经济，概念上的误解造成了许多对泡沫现象的错误认识。而部分学者虽对经济泡沫和泡沫作了区分，但却要么含糊不清，要么显得不太科学。如徐滇庆 (2000) 等在区分二者时，把经济泡沫同经济周期联系起来，认为“经济泡沫不可避免，经济周期是宏观经济运动的必然规律。”

徐迎春等认为经济泡沫是经济中有泡沫现象存在，可大可小，不一定到破裂程度；泡沫经济是经济运行中表现出来的以房地产和股票市场等资产的价格过度上升为特征的一种经济现象，价格严重背离了资产的内在价值的基础，发展的结果以资产价格大跌，泡沫破裂为最终结局。<sup>25</sup> 笔者认为这种划不具有科学性，因为无论从理论还是实际都无法找出判断泡沫大小的标准 (从而区分出泡沫经济)，

<sup>24</sup> Samuelson, P: "An Exact Consumption-loan Model of Interest With or Without the Social Contrivance of Money", *Journal of Political Economy*, 66(1958).

<sup>25</sup> 徐迎春、李颖，《虚拟经济、通货紧缩与金融风险》，《山东经济》，2000.5。

而更无法在事前判断泡沫是否会破裂。

笔者认为，经济泡沫与泡沫经济是个别与整体的关系。经济泡沫指对基础价值偏离的部分，主要通过个体价格变化得出的；泡沫经济则指虚假社会有效需求形成的社会经济虚假繁荣现象。泡沫经济是由大面积的，数目众多的泡沫组成的。

<sup>26</sup>

## 2、泡沫与经济周期的关系。

如前所述，徐滇庆(2000)等把两者等同起来，认为“经济泡沫指的是在经济发展过程中经济经常出现的不均衡现象。这些不均衡综合起来的具体表征就是上下起伏的经济周期。”<sup>27</sup>如图 1.6 所示。

笔者认为这种说法是不恰当的，根源在于没有抓住二者的本质和相互关系：经济泡沫经常大量存在于经济周期中繁荣阶段的后半段，并形成泡沫经济；而泡沫经济的崩溃又使经济迅速恶化，进入衰退阶段。因此，泡沫的产生和破裂与经济周期的繁荣和衰退常常是一致的，也有内在的联系。但是，二者质上的区别（泡沫指价格的高估而经济周期指经济增长状况的周期循环过程），使得二者有可能相互独立而存在。如在经济繁荣时可以不出现泡沫（没有价格的高估），而进入衰退可以是由于实体经济受损（如经济制裁或受到自然灾害）而造成，而未必是泡沫经济崩溃引起的（如 70 年代的石油危机对发达国家经济的冲击）。另外，在经济衰退过程中，也是有可能出现某些资产价格高估而产生经济泡沫的。

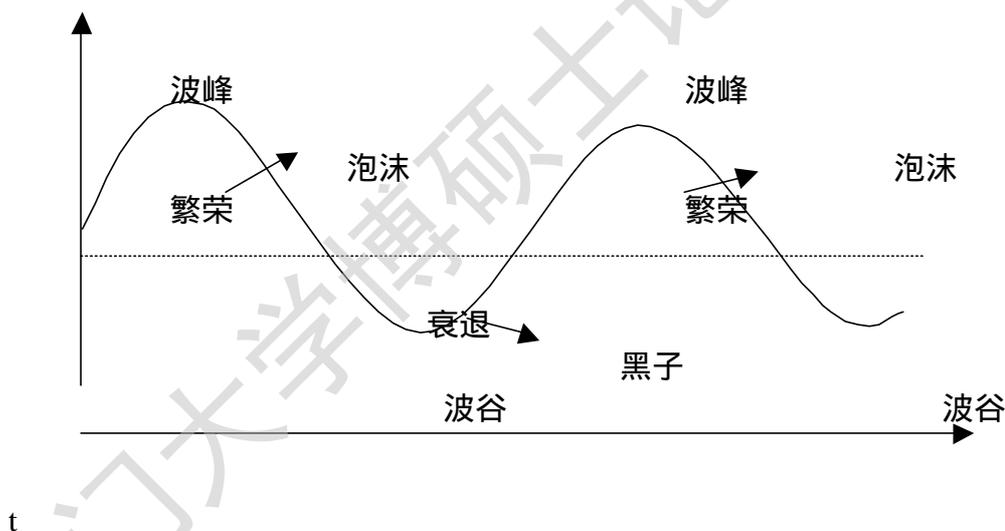


图 1.6(摘自《泡沫经济与金融市场危机》，徐滇庆著（2000），P8)

## 3、泡沫和通货膨胀的关系。

由于泡沫和通货膨胀都可能是由于过度的需求造成的，而且通货膨胀和泡沫经济常常相伴发生，因此当前有的学者把泡沫经济同通货膨胀等同起来，认为二者在本质上是一样的。笔者认为二者是不同的概念范畴。泡沫产生的原因在于虚假的需求造成价格高涨，而通货膨胀却是由于货币发行量过高而造成的一种纯粹的货币现象。从实际经济运行看，泡沫经济中的实物价格上涨而货币的购买力可能是不变的<sup>28</sup>，而通货膨胀中的货币的购买力却下降了，即货币贬值了。因此，

<sup>26</sup> 事实上，这里面有一个量变到质变的过程。

<sup>27</sup> 徐滇庆等：《泡沫经济与金融危机》，人民出版社，1999，P3。

<sup>28</sup> 如日本 90 年代的泡沫经济并未伴随通货膨胀现象。

虽然经济运行中的通货膨胀和泡沫经济常常相伴发生，但把泡沫经济与通货膨胀等同起来的观点无疑是错误的。

## 小结

本章分析了泡沫和相关概念及它们之间相互的关系，在这里作如下定义，作为后面对泡沫进行分析的基础：

泡沫是由于价格运动脱离经济基础而形成的，在量上等于价格与基准价值（可以为虚拟价值，实物价值等等）之间的差额。泡沫经济是由众多单个的泡沫组成的，量的积累引起了质的变化，从而造成虚假经济繁荣的现象。泡沫经济的破裂会使社会生产力遭受严重破坏，产生经济黑子<sup>29</sup>。

<sup>29</sup> “黑子”指太阳表层运动中产生的黑点，后被引入经济学分析。在泡沫研究中，为了便于计量分析和数学模型的建立，通常把泡沫分为正泡沫和负泡沫：所谓的正泡沫，是指价格高于基础价值的部分；所谓的负泡沫，是指价格低于基础价值的部分。一般提到泡沫均指正泡沫，而负泡沫则一般用“黑子”表示。

## 第二章 泡沫的产生机制：

### DSSW 噪声交易者模型的解释

随着泡沫经济案例的不断发生和理论界对此研究的不断深入，经济学家们开始寻找可以解释价格长期偏离基础价值的现象，而这在市场有效假设下是不可能存在的。随着行为金融学的发展，非理性投资者<sup>30</sup>被引入了金融学的分析框架，噪声成为一个重要的变量<sup>31</sup>，噪声交易者理论也应运而生，成为解释泡沫产生机制的重要模型。而在本章分析中，投机泡沫被认为是由交易者的价格预期<sup>32</sup>而引起的价格对基础价值的偏离。

DSSW 噪声交易者模型是由 De Long et al (1990)提出的。所谓的“噪声交易 (noise trading)”，最早由 Black(1986)提出，被用于指那些不拥有内部信息 (inside information) 的交易者的行为。他们的投资行为是建立在自己拥有的不完全信息基础上的，但却把自己的信息视为正确而完全的。这时，他们的个人信息则被视为噪声 (noise)。在噪声交易条件下，交易者并非完全理性：他们可能会对信息做出过度的反应，也有可能追涨杀跌。这使得市场价格运动趋势被强化并导致价格的过度波动。

#### 2.1 两个基础模型：完美预期模型和跨代模型

##### 2.1.1 完美预期模型 (Perfect foresight models)

在 19 世纪 60 年代，随着美国经济的繁荣增长，在对经济增长中可能含有泡沫的疑虑下，许多经济学家开始思考这样一系列问题：市场是否可以保证泡沫持续膨胀，也就是说，是否每一个泡沫最终都将破裂？一些经济学家提出了完美预期模型。模型假定如下：

(1) 理性预期 (rational expectations) 假定。即根据西方经济学个人理性的假设认为市场主体是在追求预期收益最大化 (即个人利益最大化) 的前提下的进行交易。

(2) 无不确定性 (no uncertainty) 假定。<sup>33</sup>即认为市场中不存在不可预测

<sup>30</sup> 最早由米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman, 1953) 提出了区别于理性交易者的非理性交易者的存在，但他认为理性交易者对非理性交易者行为的“负反馈”对策将使价格归于基础价值。

<sup>31</sup> Black(1986)在“Noise”一文中认为金融市场中噪声的存在会使金融资产价格偏离基础价值。

<sup>32</sup> 在噪声交易者理论中，由于非理性交易者的存在，价格预期与理性预期不同。

<sup>33</sup> 由于不确定性 (uncertainty) 是风险范畴中的专业术语，因此，不用确定性 (certainty) 代替此出的不确

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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库