

资产价格泡沫生成与膨胀原因复杂

□ 主持人: 邹民生 乐嘉春

■ 嘉宾



袁秀明: 中国社会科学院经济研究所经济学博士, 澳大利亚南澳大利亚大学商学院规划与市场分析中心博士后, 天津财经大学现代经济研究中心客座研究员。主要研究领域: 宏观经济形势与政策分析、资产价格与宏观经济波动、金融市场与宏观经济关系研究。

多重外部因素促使资产价格泡沫膨胀

主持人: 袁博士, 你好。最近, 资本市场最引人关注的一个词莫过于“泡沫”了。有意思的是, 到底什么是“泡沫”? 从哪些方面可以度量“泡沫”? 能够讲出点道道的人并不多, 反而看着股市指数上涨, 凭感觉说高说低的声音却不少。你曾经在国内外研究过资产价格问题, 对价格泡沫有过系统研究。照你看来, 应该从哪几个方面来观察股市的“泡沫”问题呢?

袁秀明: 没错, 我也注意到现在有许多人在讲股市“泡沫”问题。但正如你所说的那样, 真正讲到点子上, 谈到要害处的并不多。说实在的, 我虽然研究过资产价格泡沫的形成机理及其对宏观经济的影响, 但主要是以成熟市场为研究对象的。成熟市场有它的体制机制特点, 特别是高度市场化和金融自由化特点, 这和中国不一样。中国有许多独特之处, 因此对中国的资产价格泡沫问题, 我们还不能完全照办成熟市场的方法。事实也证明, 有不少观察指标在中国是失灵的。

当然, 资产价格泡沫的形成是一个颇为复杂的过程。除了个性之外, 也有共性之处。除内部因素外, 也有外部因素。经济中许多因素对资产价

格泡沫的形成与膨胀都起着相当重要的作用。而在经济高涨时期是极易出现资产价格泡沫现象的。泡沫从生成到膨胀到破灭有一个过程。在泡沫膨胀时期, 它对经济是有很大促进作用的, 因此对泡沫现象不能一概否定。但泡沫积累到一定程度终究要破灭。泡沫破灭对经济的破坏性也很大。因此我们对于资产价格泡沫对宏观经济的影响是不应该小视的。

主持人: 那么, 有哪些因素促使资产价格形成泡沫并迅速膨胀呢?

袁秀明: 因素很多, 在完全市场经济与金融自由化程度很高的国家或地区, 促使资产价格泡沫膨胀的因素有很多。就外部因素看, 大致包括以下几个方面。

1、经济预期。对经济发展前景有非常好的预期, 这是催生泡沫并使之快速膨胀的基础与关键。由于资产市场常常带有相当大的投机成分, 这种投机主要建立在个人或群体对未来经济增长良好预期上。投资资产就是投资未来, 就是能获取巨大收益, 成为人们的共识。但是, 未来常常带有不确定性。在资产供给有限的情况下, 对未来良好预期过度, 以及人们过度自信常常将资产价格推得很高, 泡沫成分由此加大。

2、信贷过度。信贷过度是许多金融和银行危机理论的基础, 也是催生资产泡沫的重要因素。信贷过度原因是多方面的。可能来自于监管较差的金融自由化。由于金融市场管制不严, 监管当局不能对付快速增长的金融中介活动, 隐含或明确的救助保证, 加重了对高风险项目的信贷扩张。因此, 信贷过度经常被看作是资产泡沫的诱因, 也金融灾难的导火线。如果不加以管制, 最终必然对经济造成很大伤害。

3、金融自由化。近年来, 在许多国家和地区, 金融自由化也是导致资产价格泡沫膨胀的重要因素之一。泡沫的破裂导致了金融危机和经济衰退。而更多的证据显示, 市场导向的金融体系易发生周期性金融危机。象东南亚国家曾经发生的金融危机那样, 随着资产价格泡沫的破灭, 金融危机的破坏力就显现出来。泡沫的破灭, 股票和其他资产的价格下降, 银行和外汇危机发生, 会引发严重的经济衰退。

4、国际资本流动。当大量外资流入发展中国家或地区后, 生产部门难以吸纳的富余资金极易流入股市和房地产市场, 因为只有在股市和房地

产市场上才有可能在短期内谋取超额利润。大量外资进入后, 很容易在这些市场容量不大的地方把泡沫吹起来。而由于对国际资本流动缺乏健全的监管体系, 资本流动的失控, 最终可能在热点市场上造成泛滥成灾, 投机猖獗、引发泡沫经济和金融危机。

5、货币政策。当中央银行实行不适当的货币政策, 比如过于宽松的政策时, 很可能通过资产价格的上升影响到经济, 严重时产生资产价格泡沫。货币增长持续增加的一个效应是对长期资产的价格效应。货币政策通过银行贷款机制传导到资产价格上去, 特别是大量依靠银行贷款获得资金的房地产业, 在宽松的货币政策条件下, 很容易使信贷量放大, 从而极易形成房地产泡沫。在货币政策导致资产价格泡沫形成及崩溃方面最典型的案例是 1980 年代后期至 1990 年代初期日本泡沫经济的形成及崩溃。

除此之外, 还有一些宏观因素也会促使泡沫形成。这里就不展开说了。总之, 资产价格泡沫形成的外部原因就比较复杂了, 因此, 对泡沫问题的认定, 不能只看个别很表面的指标, 而是要从多个要素和指标上来观察, 这样才能准确的度量泡沫形成的原因以及严重程度有多大。

市场信息不对称及羊群效应也易促成泡沫

主持人: 你上面介绍的是外部因素。那么, 就市场自身而言, 有哪些内在因素会导致资产价格泡沫迅速膨胀呢?

袁秀明: 导致资产市场泡沫迅速膨胀的内在因素也有不少。其中特别值得一提的, 一个是信息不对称问题, 还有一个是投资行为问题。这里也给大家说一下。

1、信息不对称。在资产投资市场中, 信息的对称性是很重要的。信息的对称与否, 一方面与投资品种有关, 比如在股市中, 上市公司信息在不同利益关联方是否对称, 将会直接影响投资行为; 另一方面也与市场信息有关, 市场信息传递的不对称, 也会影响投资行为。在信息失衡情况下, 信息不对称的一个表现是资产价格偏离其基础价值, 形成泡沫。其中, 最典型的表现是投资者在信息误导或信息忽视的情况下, 反复买卖证券以期获得投机利润, 从而使资产价格泡沫迅速膨胀。

2、证券经营者态度。证券资产经营者态度对泡沫形成也有影响。假定有两类证券资产经营者, 一类是以

投资眼光看市场的、是良好的经营者。他们能识别出股票价值被低估的公司, 从而使投资获得回报; 另一类是劣质经营者, 他们不能识别被低估的公司, 而喜欢投机, 若失去客户委托给他们的资金, 他们无非一无所得; 如果做得好, 他们可以获得赢利的一部分。因此, 只要有资本赢利的机会, 即使知道泡沫破裂时很可能会失去客户, 他们仍然去购买交易时能超过其基本价值的证券资产。这种过度购买行为不可避免地造成泡沫。

3、羊群行为。资产价格泡沫的形成与膨胀在很大程度上还与投资者行为有关。所谓羊群行为也是资产价格泡沫重要原因之一。一般来说, 在资产市场上, 即使个体是理性的, 也会产生羊群行为。正如席勒在《非理性繁荣》一书中指出的, 完全的理性人也可能参与羊群行为。因为作为个人他是理性的, 但是当它们结合在一起时, 也会产生非理性的群体行为。

泡沫的增长和与基本价值的偏离可以结合投资市场中常见的羊群心理来研究。由于投资大众存在的羊群心理, 这就可以解释为什么投资者明知资产价值高估还要继续追捧。因为, 当资产泡沫以一个大于基本值增长率的指数率增长, 然而在羊群心理状态下, 当事人会随众预期这个他在下一阶段还将被高估, 因此他仍会持有这个资产。在这种状况下, 泡沫就会迅速膨胀加大。

泡沫的膨胀还可以通过博傻理论来解释。投资者意识到股票被高估了, 但是仍愿意购买, 因为他认为有一个更大的傻瓜愿意为这个股票价格支付更多。人们认识到高估, 但是仍愿意投资, 这是羊群心理。资产价格最初上升或者通过基本价格普遍上升或者通过羊群心理, 但是当投资者一窝蜂地利用上升的价格时, 泡沫形成, 一旦泡沫形成, 它们是自我维持的。投机者从投资机构借入货币, 这种借款导致更高的资产价格。由于羊群心理发展, 投资者认为价格将持续上升——他们对市场的经济健康状况过于确信, 忽视了经济出现问题的预警信号。

此外, 除了羊群心理在泡沫的形成膨胀和崩溃过程中起着很重要的作用之外, 还有其它因素, 比如动量、放大机制和文化因素等, 也会影响股票价格与其基本面的偏离。这也是导致泡沫膨胀的复杂原因。

资产价格泡沫对宏观经济有正反影响

主持人: 刚才, 你从内外两方面

介绍了资产价格泡沫膨胀的好几个观察点与可度量的方面, 很有意思。接下来想问的是, 资产价格泡沫对经济难道只有负面影响吗? 还是有多重性?

袁秀明: 你问得很有意思。现在看到负面影响的比较多, 谈正面影响的并不多。其实, 资产价格泡沫在不同阶段对经济的影响力与作用方向是不同的。简单来讲, 在泡沫初始膨胀阶段, 是有正面意义的, 在泡沫迅速加大到破灭阶段, 它对经济的杀伤力又是很大的, 所以对泡沫问题, 不能掉以轻心。

当资产价格膨胀也就是泡沫刚刚开始膨胀时, 从利率渠道看, 通过财富效应, 对总需求中的消费和投资发生影响。净财富的直接增加可致家庭消费的增加, 从而增加消费需求; 通过托宾 Q 效应, 使融资成本降低, 激活企业投资, 促使投资扩大。而资产价格波动或变化也可以激活影响家庭或企业消费决策的信心和预期渠道, 促使消费和投资需求增加, 产出增长。

但是, 资产价格崩溃也就是泡沫破灭时, 它对经济产生的影响将是非常严重, 特别是通过一系列的传导机制, 对经济起到极大的收缩作用。资产价格崩溃之后危机发生, 这个阶段存在大范围的拖欠, 银行系统处于严重的紧缩之下, 如果资产价格下降不太大, 银行系统还可能完好地生存。但是, 在极端情况下, 很多银行可能破产被清算, 或者政府被迫介入以实行救援。

成熟市场有它的体制、机制特点, 特别是高度市场化和金融自由化特点, 这和中国不一样。中国有许多独特之处, 因此对中国的资产价格泡沫问题, 我们还不能完全照办成熟市场的方法。事实也证明, 有不少观察指标在中国是失灵的。

即使利率提高了, 仍然可能有资本大批外逃, 因为银行体系被削弱, 并伴随经常的不确定性金融扰动, 使利率温和的提高难以阻止资本离开。上面我们谈的主要市场化和金融自由化程度很高的国家和地区的经验与教训。总的来看, 资产价格泡沫无论在膨胀时期还是崩溃阶段都对宏观经济都会产生巨大影响。正因如此, 对这个问题我们还要结合中国的情况作更深入的研究, 不能凭感觉下简单的结论。

■ 看点

● 资产价格泡沫的形成是一个复杂的过程。除了个性, 也有共性; 除了内部因素, 也有外部因素。在经济高涨期是极易出现资产价格泡沫的。在泡沫膨胀初期, 它对经济是有一些促进作用的, 因此对泡沫现象不能一概否定。但泡沫积累到一定程度终究要破灭。泡沫破灭对经济的破坏性也很大。

● 当资产价格泡沫刚刚开始膨胀时, 通过财富效应, 对总需求中的消费和投资发生影响。净财富的直接增加可致家庭消费的增加, 从而增加消费需求; 通过托宾 Q 效应, 使融资成本降低, 激活企业投资, 促使投资扩大。而资产价格波动或变化也可以激活影响家庭或企业消费决策的信心和预期渠道, 促使消费和投资需求增加, 产出增长。

● 当资产价格泡沫破灭时, 它对经济产生的影响将是非常严重的, 特别是通过一系列的传导机制, 对经济起有极大的收缩作用。资产价格崩溃之后危机发生, 这个阶段存在大范围的拖欠, 银行系统处于严重的紧缩之下, 如果资产价格下降不太大, 银行系统还可能完好地生存。但是, 在极端情况下, 很多银行可能破产被清算, 或者政府被迫介入以实行救援。

成熟市场有它的体制、机制特点, 特别是高度市场化和金融自由化特点, 这和中国不一样。中国有许多独特之处, 因此对中国的资产价格泡沫问题, 我们还不能完全照办成熟市场的方法。事实也证明, 有不少观察指标在中国是失灵的。

即使利率提高了, 仍然可能有资本大批外逃, 因为银行体系被削弱, 并伴随经常的不确定性金融扰动, 使利率温和的提高难以阻止资本离开。上面我们谈的主要市场化和金融自由化程度很高的国家和地区的经验与教训。总的来看, 资产价格泡沫无论在膨胀时期还是崩溃阶段都对宏观经济都会产生巨大影响。正因如此, 对这个问题我们还要结合中国的情况作更深入的研究, 不能凭感觉下简单的结论。

即使利率提高了, 仍然可能有资本大批外逃, 因为银行体系被削弱, 并伴随经常的不确定性金融扰动, 使利率温和的提高难以阻止资本离开。上面我们谈的主要市场化和金融自由化程度很高的国家和地区的经验与教训。总的来看, 资产价格泡沫无论在膨胀时期还是崩溃阶段都对宏观经济都会产生巨大影响。正因如此, 对这个问题我们还要结合中国的情况作更深入的研究, 不能凭感觉下简单的结论。

■ 余论

在我们周围, 有些事情或话语是经不起一再追问的。比如, 现在股市中点击率最高的词语之一的“泡沫”, 到底是怎么回事, 很少有人说得清楚。尽管如此, 尽管对其内涵不甚了了, 但是还是有很多人, 包括一些名人在那里大谈“泡沫”, 然而, 当这种模糊不清的言论在四处弥散时, 可能的误导和误读就免不了。而其后果是投资的失当和损失。

为此, 我们与袁博士就这个热点展开了对话。袁博士曾在国内外对资产价格问题作过专门系统的研究, 根据她的看法, 对于资产价格泡沫, 首先需要弄清它的含义和度量方法, 比如有哪些外部因素, 哪些内部因素, 这些因素对泡沫的生成与膨胀直至破灭又起什么作用, 等等。另外, 对泡沫是否应该一概否定, 从她的研究看, 在不同阶段, 泡沫的作用还是不同的。这些成果应该值得讲泡沫问题的人们注意吧。

还有更为重要的一点是, 我国的经济与完全市场化与金融自由化的经济体是有很大区别的, 因此, 在泡沫问题上也应该有不同的尺度。那么究竟应该有怎样的尺度呢? 在这次简短的对话中, 不可能展开了。现在把这个话题挑出来, 欢迎读者朋友发表看法。

——亚夫

因势利导分解资产价格泡沫正反两面性

资产价格泡沫在不同阶段, 其影响方向是不同的, 影响力度也是不同的, 有可可怕的一面, 也有可以引导的一面, 需要巧妙应对。

膨胀阶段

资产价格影响实际经济的主要渠道, 是资产负债效应和对银行贷款的影响。经历资产价格泡沫以及银行危机的国家, 在繁荣年月, 银行贷款的分配, 通过不同的部门对房地产价格做出敏感反应, 如果房地产价格上升较高, 那么, 银行的资本相应地提高, 较高的银行资本允许银行经营更多的借款, 由于很多客户依赖银行, 使投资和总需求上升。股票价格通过对投资的影响, 影响长期经济增长, 股价和投资之间有很强的正向联系。

从对经济的传导来看, 资产价格泡沫产生的财富效应, 使消费需求扩张, 促使投资需求膨胀, 经济繁荣。但是, 资本以趋利为目的, 大量投向有泡沫的市场, 形成过量的消费和投资, 造成虚假经济繁荣。这种虚假繁荣容易对其它一些经济因素造成扭曲反应。从物价上看, 可能暂时没有通货膨胀, 因为大量资金投向有泡沫的资产市场。长期来看, 如果泡沫不崩溃, 这种过量的消费和投资迟早会引起物价上涨。若汇率存在泡沫, 汇率高估, 一旦泡沫破灭汇率贬值, 将引起严重的通货膨胀。

泡沫对经济产生的这种效应在东南亚国家金融危机发生之前表现很明显。当时各国经济都很繁荣, 但风险巨大。首先, 支撑消费和投资的因素包含着较大的泡沫成分, 一旦股市和房地产泡沫破灭, 消费和投资将严重下降; 其次, 外资流入支撑着汇率和经济增长, 一旦外资撤出, 会导致货币贬值, 经济增长率大幅下滑; 第三, 盯住汇率制后患无穷, 外资大量流入, 在股市、房地产市场泡沫没有破裂情况下, 长期需求旺盛, 必然导致物价上涨。而若房地产市场泡沫破裂, 外资逃走, 货币贬值, 则仍会导致严重的通货膨胀, 所以, 经济处于这种状况时相当危险。1997 年, 东南亚国家大量外资撤出, 资产价格泡沫崩溃, 各国货币纷纷贬值, 既是东南亚金融危机的原因也是其重要表现。

崩溃阶段

泡沫崩溃阶段最重要的方面是金融危机溢出到实际经济中, 导致产出显著下降或者经济增长率减少。东南亚经济在遭受危机时, 产出大幅度地下降, 这在斯堪的纳维亚国家也如此。但是, 斯堪的纳维亚国家经济很快地反弹了。而日本, 尽管 1990 年崩溃的最初效应是相对温和的, 但增长被抑制了很长时间, 直至 21 世纪初才开始恢复较强的增长。

当银行处于困境时, 很难增加

新资本。银行遭受债务拖欠, 资本的供给者知道在这种情况下, 拖欠将转移给存款者和其他债权人, 因此不愿意提供资金。一种情况, 银行可能卖掉贷款, 偿还其债权人, 转移债务拖欠。但是股东持有这个选择权价值, 他们不愿意关闭银行并放弃选择权价值。而且, 因为贷款市场冷清, 在以公平价格清算贷款中可能存在相当大问题。当同一行业其他公司也遭受流动性问题时, 资产的清算价值可能较低。当很多银行同时试图清算贷款时, 价格很低, 因为市场上变现数量有限。因此, 债务拖延很难消除。结果, 银行可能只有消减新贷款的数量, 别无其他选择。如果这些银行同时这样做, 那么对产出将有大的影响。

当资产价格泡沫破裂时, 导致非金融公司资产负债恶化, 金融系统严重的非对称信息问题是最关键因素。如果借款者陷入大范围资产负债恶化中, 那么在金融市场上将加重逆向选择和道德风险问题, 促使金融不稳定。对此, 借出者经常用抵押作为解决非对称信息问题的一个重要方式。抵押减少了逆向选择或道德风险的结果, 因为它减少了拖欠情况下借出者的损失。但是如果一个经济中资产价格下降, 抵押品价值也下降, 那么非对称信息问题显露出来。净值可以和高抵押品履行同样的作用。如果一个公司有高的净值, 那么即使它拖欠债务

支付, 借出者可以取得公司净值的产权, 然后将其卖掉, 用收益补偿其贷款的部分损失。当股票市场陡然下降时, 公司净值的市场价值减少, 这将增加借款者从事道德风险的刺激, 由于资产净值下降了, 使贷出者对于逆向选择的后果不能得到保障, 金融市场上逆向选择和道德风险问题增加时, 借款减少, 经济活动下降。

无论如何, 资产价格泡沫对经济危害极大, 其不良后果明显表现为: (1) 损害经济长期增长。在泡沫经济产生和发展阶段, 投资于泡沫部门 (如股票和房地产等) 一般比投资于实体与基础部门预期收益高, 在利益驱动下, 社会资金从正常生产部门不断流向泡沫部门, 造成实体和基础部门相对萎缩, 损害了国家长期增长潜力。(2) 造成经济发展扭曲。泡沫经济所导致的投机活动, 不仅占用了大量生产性资金, 破坏了市场竞争环境, 扭曲劳动力资源的优化配置, 而且还造成银行坏账可能性增大, 一旦银行出现支付危机, 将殃及企业, 泡沫崩溃后, 大量企业破产工人失业, 严重地干扰了经济发展。而股票市场基本功能是筹集资金和调剂资本, 泡沫经济扭曲了股票市场这一基本功能。泡沫经济在短期内能够产生高额回报, 助长一些人成立“地下”投资公司大肆进行炒作。(3) 加大贫富差距和国民收入不平等, 败坏了社会风气。泡沫经济在短期内会使一些人暴富, 又会使一些人倾家荡产, 加大了社会贫富差距。泡沫经济造成的虚假繁荣, 使人重投机, 轻生产, 减少储蓄, 奢侈浪费, 导致社会风气败坏。(4) 扰乱金融系统正常运作并导致金融危机。泡沫经济增长促使人们对资金需求剧增, 促使利率提高。在这种情况下, 银行会尽其所能地扩大贷款, 并降低对贷款的限制。结果扭曲了银行资产结构, 增加了银行的风险, 一旦遇到冲击就会爆发银行支付危机, 从而导致全面的金融危机。

资产价格泡沫崩溃影响经济的程度, 取决于泡沫向宏观经济传导的程度以及是否股市、房地产和汇率泡沫同时并行并相继崩溃。1987 年 10 月美国股市泡沫的崩溃未引起经济的些许波动, 其原因是股市泡沫还没有时间向整个宏观经济进行传导就崩溃了, 因此, 实体经济未受到冲击。明斯基 (2001) 指出本世纪初美国股市泡沫的崩溃只经历了非常短暂的衰退, 未引起美国经济长期的巨幅波动。实际上, 尽管美国当时股市泡沫崩溃了, 但是房地产泡沫并未随之崩溃, 依然支撑着经济的增长, 所以股市崩溃对经济影响不是非常之大。这区别于日本泡沫经济崩溃, 股市、房地产泡沫双双下滑, 对经济产生了深远的影响。

(袁秀明)