



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 19 期(总第 175 期)

2007 年 5 月 24 日

“泡沫”不应成为 A 股市场争论的焦点(上)

中国社科院金融研究所 王国刚

2006 年春节以后,中国 A 股市场拉起了一轮前所未有的上涨行情。上证指数从 2006 年初的 1100 多点上升到了 4000 多点,其中,2006 年 12 月底报收于 2675 点、全年上涨幅度高达 130.43%,2007 年 5 月 9 日突破了 4000 点左右、又上涨了 50%左右。A 股的指数和价格快速上行,引起了海内外的高度关注,各种议论随之而来,其中,“泡沫”成为各方争论的一个焦点问题。对“泡沫”的争论,不仅表现在有无“泡沫”、“泡沫高低”等方面,而且表现在“泡沫”度量、“泡沫”效应等方面。笔者认为,“泡沫”是一个说不清道不白的范

畴，对中国 A 股市场运行态势的争论不应以此为焦点。主要理由如下：

一、“泡沫”的内涵在理论上不容易界定清楚

面对高位运行的股市，最容易提出的概念就是“泡沫”。这个词给人以“泡沫从吹大到破灭”的种种联想，似乎中国 A 股市场犹如肥皂泡、啤酒泡，不仅正在被吹大，而且即将破灭，化为乌有。但实际上，“泡沫”的内涵在理论上是很难界定清楚的。具体来看：

第一，日常生活中的“泡沫”相应难以界定。“泡沫”一词原不是经济学的概念。日常生活中常见的泡沫大致有肥皂泡沫、啤酒泡沫、塑料泡沫等等。这些泡沫，就其自然特征而言，可分为软泡沫和硬泡沫两种，其中，肥皂泡沫、啤酒泡沫等属软泡沫，而诸如电视机、冰箱等包装物中的泡沫则属硬泡沫。对这些泡沫，可以有三种理解：其一，就自然属性而言，不论是软泡沫还是硬泡沫，它们都是对应物质中必不可少的内容。例如，没有泡沫，啤酒就失去了应有的特色。其二，就效应而言，它们可分为有益效应和有害效应两种。在合规性用途中，这些泡沫对人类是有益的，但同时也可能产生一些负面影响，如肥皂泡沫、塑料泡沫的污染问题。其三，就存在形态而言，有些泡沫（如肥皂泡、啤酒泡等）会在一个短暂的时间内破灭，但有些泡沫（如家电包装物）在相当长的时间内并不破灭。由此，借用日常生活中的“泡沫”一词来描述经济现象，究竟指的是何种泡沫（如软泡沫还是硬泡沫）、取的是何种相应就成为不易达成共识的问题。

第二，以价格升降来定义“泡沫”相当困难。将“泡沫”一词引入经济学，主要是为了描述在一段时间内的价格走势状态。当一些资产价格在较短的时间内大幅上扬，有人就强调“泡沫”形成。但实际上，这种界定是很难把握的。且不说自第一次产业革命以来 200 多年间，在各个发达国家中，职工工资、土地价格和生产成本等的名义价格水平均已上涨了数十倍乃至几百倍，迄今看不出有回到 19 世纪水平的迹象，就说中国自 80 年代以来的 20 多年间，工资、农产品、纺

织品、水电煤气等众多商品的价格也已上涨了几十倍，这是否也意味着是一种“泡沫”现象？如果属于“泡沫”，那么，是否在未来的某个时候职工的月工资还要回到几十元/月、大米还要回到 0.13 元/斤、鸡蛋价格还要回到 0.80 元/斤，如此等等。经济学上有一个“价格刚性”的概念，其含义是说，某些商品（包括劳动力）的名义价格一旦上升就难以再降低，这种情形也许与“硬泡沫”更为相似。商品价格中还有一种情形，某些商品最初可能价格较高，后来随着科技进步、生产条件（如规模经济）改善等而快速降低。在中国，这方面比较突出的现象是各种家用电器和电子产品。1993 年，1 台 29 寸彩电的售价在 13000 元左右，但到 2003 年仅为 3000 元左右。对此，是否可说，1993 年的 29 寸彩电存在较高的“泡沫”？的确，在历史曾经发生过诸如英国的南海事件、荷兰的郁金香事件等等，但这并不意味着只要发生商品价格的大幅上涨就一定存在着行将破灭的“泡沫”，因此，就商品价格的涨跌本身很难直接用“泡沫”予以界定，同理，商品价格在一段时间内较快地上涨也不一定就是“泡沫”的形成过程（否则，那些主张人民币汇价一步到位的观点，直接就是在推进人民币汇价“泡沫”形成了）。

第三，经济运行中繁荣与“泡沫”很难区别。有人从软泡沫出发，认为经济泡沫是经济运行中的虚假成分，它的膨胀给人们以经济扩展的假象，但迟早是要破灭的；可是，也有人从硬泡沫出发，认为经济运行中许多扩展现象并非是虚假膨胀，它们是经济繁荣的表现，并不存在必然破灭的前景。实际上，国际经济学界对“泡沫”一词并没有达成相对一致的定义，甚至对它是否可能发生也没有一致的看法。

在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中，查尔斯·P·金德尔伯格对“泡沫状态”的表述是：泡沫状态“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。通常‘繁荣（boom）’的时间要比泡沫状态长些，以后也许接着就是以暴跌（或恐慌）形式出现的危机，或者以繁荣的逐渐消退告终而不发生危机。”在此，金德尔伯格对“泡沫”和“繁荣”的划分标准有二：一是持续的时间长短；二是其最终结果是否引致金融危机。其中，价格是否暴跌、市场参与者是否恐慌等并不是划分“繁荣”与“泡沫”的标准。但是，就前两个标准在经济扩展的过程中也是不容易说清的。其一，在经济快速扩展中，究竟多长时间属于“繁荣”、多长时间属于“泡沫”很难明确地划分清楚。例如，中国经济已持续 10 多年的年均递增 10% 左右的增长率，迄今没有下跌或衰退的迹象，这应属于“繁荣”范畴吧，但在上世纪 90 年代上半期，一些发达国家的经济学家却对此忧心忡忡，总觉得中国的经济增长率过高过快，为此，提出过不少的非议。其二，最终结果是否引致金融危机，这只有在实践的结果中才能看清，而在过程中是很难准确地说清的。由于各种经济因素和非经济因素相互作用，所以，可能发生在实践的结果中也很难看清的情形。一个突出的例子是，早些年很多人认为，由于 1929 年 10 月 29 日美国纽约证券交易所的股市暴跌引致了美国乃至全球的金融危机和经济危机。但后来的研究表明，实际上引致这场危机的直接导因不是纽交所的股市暴跌，而是美国通过的《斯慕特 - 霍利关税法案》和胡佛政府的政策失误。事实上，从 1929 年 11 月 13 日以后，纽交所的股票就止跌回稳了，在此后的几个月内“股市的涨幅差不多补回了前一年秋季跌掉的市值的一半。”显然，由于在经济扩展过程中“繁荣”和“泡沫”的表象基本一致，所以，很难简单判定哪种现象属“繁荣”、哪种现象属“泡沫”，由此，也就很难界定它们二者的区别。

第四，在资产价格的变动中很难确定“泡沫”。在国际社会中，

“泡沫经济”一词因日本泡沫经济破灭而广为流传。何为“经济泡沫”？在持软泡沫看法的人中，有的认为是“资产的价格严重偏离于资产价值”，有的认为是资产价格严重偏离于资产价值而暴涨并随后爆跌的过程，也有的认为是资产价格陡然暴涨并偏离于资产价值的现象。各种认识莫衷一是。另一方面，如何度量“软泡沫”迄今也难有共识的计量模型和估算方法，由此，所谓“泡沫”在很大程度上只是一种感觉。

假定以“资产的价格严重偏离于资产价值”来定义经济运行中的“软泡沫”，那么，首先需要回答的是“什么是资产价值”？由于在现实经济活动中，“价值”本身看不见摸不着，所以，“资产价值”就难以进行数量上的界定，由此，资产价格是否“偏离于”资产价值也就难以说清。为了走出这一困境，一些人选择了“价格是否上升”作为替代性的判别标准，由此，引致了两个问题发生：

其一，物价（从而资产价格）的上升可以由多种因素引致，其中包括货币发行过多引致的通货膨胀、购销价格倒挂引致的价格改革、资源商品化(或货币化)引致的成本上升、供不应求引致的物价上涨等等。如果不分青红皂白，将所有物价上涨都称为“泡沫”并要求予以抑制(甚至消解)，那么，是否意味着中国自1978年以来的市场经济建设和价格改革都是在制造“泡沫”从而迟早是要“破灭”的？或者说，为了消解“泡沫”，中国的价格体系是否应当回到80年代以前？

其二，价格波动是市场机制发挥其功能的基本路径，价格上涨有着引导资源配置、缓解供不应求格局的机制作用，将价格上涨一律视为“软泡沫”并意欲予以消解，这是否意味着在市场机制作用下，价格只能下落或维持不变，不能上升？如果答案是肯定的，那么，哪个国家的市场经济实践或哪本教科书中有如此的证明？

为了解决价格与价值之间的关系，一些人试图通过财务方法来模拟“价值”，在此基础上，再进行价格对比，界定是否属于“泡沫”。

当原料或其他成本上升时，某种商品或资产的价格对应上升，不属于“软泡沫”；在原料或其他成本没有上升，商品或资产的价格单方面上升就属“软泡沫”。但这种方法也有几个难以解释的问题：

首先，商品的供应商是否可能根据其成本-收益关系而单方面提高商品价格？众所周知，在完全市场竞争中，任何的厂商都不是商品价格的制定者，只能是商品价格的接受者，由此，在买方市场条件下，即便原料和其他成本上升了，商品(或资产)的价格要提高也比较困难。一个近期的实例是，2003年以来，尽管钢铁价格上扬了，可小轿车价格还在持续下落。在完全竞争市场中，引致价格上扬的最简单原因是商品供不应求。在这种条件下，要抑制价格上扬，就必须动用行政机制，可这一措施的结果往往是商品供不应求状况的加剧。

其次，在成本未增加的情况下，价格上扬是否属于“软泡沫”？一个简单的实例是，2003年，在生产成本没有明显增加的情况下，钢铁、有色金属等建筑材料价格一路上扬，对此，没有任何人认为，它属于“泡沫”范畴从而即将“破灭”。实际上，价格上扬的一个最基本机理就是商品供不应求，它是市场机制发挥作用的正常状态。

再次，是否一切资产(或商品)的成本都能够运用财务方法计量，从而界定出有无“泡沫”？如果说绝大多数资产(或商品)能够运用财务方法计量成本的话，那么，至少有两种资产的成本从而价值是很难运用财务方法计量的，即土地和股票。不论在发达国家还是在发展中国家，谁都无法简单运用财务方法核算说，在同一地区(如一个省市)内 2000 元/M²的土地就有“泡沫”，而 1000 元/M²的土地就没有“泡沫”；同样，谁也无法简单运用财务方法核算出，同一上市公司的股票 20 元/股就有“泡沫”，而 10 元/股就没有“泡沫”。

最后，从股票价格与股票价值的偏离角度也很难说清楚是否存在“泡沫”。最简单的股票价值估算公式是：股价 = 股票未来收益 / 银行利率。其内在机理是，只有在股票所得收益等于对应的一笔资金存入

银行所得利息的条件下，交易价格（即收益水平）才是公平的，股票持有者才愿意出售股票。在这个公式中，至少有三个未知数：一是“未来”是多长时间？是1年、2年还是5年、10年，如此等等。二是在这段时间内的股票年收益是多少？三是银行利率是如何界定的？例如，活期存款利率或是1年期存款利率还是3年期存款利率？在三个变量都是未知的条件下，实际上，股票价值是无法估算的。既然股票价值无法估算，那么，也就很难说清楚某个具体时期的股票价格是否高于股票价值了，由此，是否存在“泡沫”也就谁也说不清。

综上所述，“泡沫”是一个含混的概念，它可以给人们以广泛而丰富的想象空间。但正因如此，它一方面很难确切地说清楚本应说清的理论问题和实践问题，另一方面，很容易从感觉上和思维上给人们以误导，因此，要研讨中国A股市场中股指和股价上涨过程中可能引致的种种问题，还是直截了当地指出，是什么问题、其成因和效应如何、可选择的解决方案有哪些等等，这样，争论的各方容易在同一平台上展开相关研讨，也就不会陷入对“泡沫”这样一个模糊概念的争论不休之中了。

（未完待续）

主 办： 中国社会科学院金融研究所

主 编： 李 扬

副 主 编： 王国刚

联 系 人： 刘戈平

电 话： 010-85195338

电子信箱： ifb@cass.org.cn