

# 刚性 泡沫

(增订版)

2018年  
**孙冶方奖**  
获奖作品全新增订

中国经济的  
增长和风险

THE  
GUARANTEED  
BUBBLE

朱宁◎著

诺贝尔经济学奖得主  
罗伯特·席勒

诺贝尔经济学奖得主  
托马斯·萨金特

联袂推荐

中信出版集团

## 推荐序

朱宁写了一本以中国金融市场、中国经济为主题的新书，内容翔实，极具洞察力。书中记述了中国经济的真实情况，考虑到了所有容易为大众所忽视的现实，尤其是它清晰地阐述了经济中的错误承诺和错误评估，以及这些错误所导致的长期后果。这本书点到了中国经济的敏感之处，它会引发全世界的兴趣。为何金融市场在对中国经济惊人的经济增长提供支撑的同时，又会引发严重的金融问题？对此，这本书提供了一个绝佳的研究案例。

与那些大型国际银行的国别研究或背景研究论文相比，这本书要好读得多，因为作者是从更广和更深的视角对中国经济的情况做了整体分析。这是学者研究的视角，其中还包含了行为金融学的内容。作者论述率直，毫无保留。

当今中国从“文化大革命”的贫困时期进入了伟大与创新复兴的时期。但是，并非“文化大革命”时期中国就在沉睡。实际上，那个时期的中国出现了很多杰出的楷模。屠呦呦在“文化大革命”时开始研究、寻求治愈疟疾的方法。她找到了真正有效的药物，进行鉴定，进而提取出生物有效成分，并因此获得2015年诺贝尔生理学或医学奖。但那时中国的创新在广度和深度上都没有得到金融的支持，也没有聚焦于国际市场。为何中国在金融市场不完善的情形下，能发生如此显著的转变？这是一个很有趣的研究课题。

“文化大革命”之后的中国发现了现代金融制度的力量，释放出了巨大的创造力，但同时也产生了新的问题——与这些金融制度（尤其是尚不完善的金融制度）伴生的特有难题。这些问题对于西方经济体来说都不陌生，甚至在几个世纪之前就已出现。朱宁认为中国的创新也带来了错误，包括在乐观投资情绪刺激下产生的房地产的过度建设以及产业的产能过剩。

这本新书在某种程度上跟我与乔治·阿克洛夫合著的《钓鱼：操纵与欺骗的经济学》类似。我们的书主要关注美国，详细讲述了美国日益加剧的欺骗、贿赂与负面影响。在美国，我们的书招致了一些人的愤怒，也许部分是因为有人对号入座，认为我们的批评是针对他们的。

每个国家的人基本上都是一样的。腐败、管制、欺骗问题是人类的基本问题，从来没有被完全解决，但是最后的结果可以变得越来越好。所有的人也都有好的一面，如果环境良好，好的一面就会变得更强大。

中国人似乎特别容易彼此信任，这一点在“世界价值观调查”的调查结果中表现得尤其明显。该调查中设计了一个问题：“一般而言，你认为大部分人是可信的，还是认为在与打交道时要非常小心？”调查者根据受试者的答案，编制了每个国家的信任指数，该指数与回答“人们是可信的”的受试者数量正相关，与回答“你要非常小心”的受试者数量负相关。中国在这个指数上得分很高，在2010—2014年的调查中，60%的中国人认为大部分人是可信的，该比例高于美国，也高于其他任何国家。

研究表明，高信任度是有助于经济成功的。但正如朱宁的警告，应该确保这种信任被珍视，并且确保那些手操权柄的人不会滥用这种信任，这一点非常重要。如今在中国，我们看到某种程度上许多人相信政府会阻止资产价格下跌，会弥补所有的财务损失——至少从长期来看是如此。为了让政府在将来不至于发现自己无可避免地要辜负这种信任，政府应该更加清晰地表示，它允许市场在未来下跌，允许投机者与市场对赌以阻止泡沫，它会加强社会保障体系以保护个人免于陷入贫困，而非努力去保证高投资收益率。

为此，就需要政府对市场有信心，对未来经济发展的方向有信心，需要政府保持独立，对市场不过多干预。然而如果政府不干预，允许市场崩溃的发生，又可能会导致人们削减支出，企业取消招聘计划和投资计划。政策制定者面临的这种两难困境，就像总统面对一个干得不好的将军，虽然他表现不佳，但依然需要对他委以重任，因为将军的部下都信任他，撤掉他可能会有损士气。无论是何种情况下遇到这种问题，都会面临困境，政策制定者会发现，要想确定政府举措对保持信心的影响是非常困难的。任何经济理论都无法轻松解决这种两难处境，因为它在很大程度上是一个心理学或者说是社会心理学范畴的东西，与提高经济效率的自由市场力量是相左的。

朱宁的书从这个视角审视了中国产能过剩和经济增长放缓的两难境地，他认为，中国政府是时候撤回它对金融资产的隐性担保，更多地让市场发挥作用了。他以鲜明的证据指出，在今天的中国，市场应该被给予更多的自由，进而在资源配置中发挥决定性作用。

罗伯特·J. 席勒

诺贝尔经济学奖得主、耶鲁大学经济学教授

## 2023年版序言

自2016年出版以来，《刚性泡沫》被翻译成多种语言，在全球发行，并获得了国内广大读者高度的关注和支持，在各大图书网站多次居于畅销书榜单前列。2018年，《刚性泡沫》更是唯一一部荣获了中国经济金融研究大奖孙冶方金融创新奖的双年度著作奖的图书，得到了国内学界和政策界的高度认可和肯定。

《刚性泡沫》一书集中讨论的中国经济金融领域根深蒂固且广泛存在的刚性兑付问题，由此问题所导致的产能过剩、资产泡沫和宏观债务高企现象，以及由这些现象所诱发的潜在系统性金融风险问题，都在2016年以来的中央经济工作会议和中央经济工作思路中得到了高度关注和应对。无论是2015年底中央经济工作会议提出的供给侧结构性改革和“三去一降一补”，2016年底中央经济工作会议提出的“房住不炒”，2017年中央经济工作会议提出的“防范化解重大风险”，2018年着重推出的“资管新规”，还是2018年中央经济工作会议提出的“打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路”，都和《刚性泡沫》所提出和预见的资产泡沫与债务高企的问题，以及提出的通过打破刚性兑付来逐步稳健地化解经济中的重大风险隐患并帮助中国经济完成高质量发展模式转型的思路不谋而合。在这一段时间里，宏观层面的杠杆率和负债率得到了相应的控制，债务快速增长的现象也经历了从企业部门债务向居民部门债务转移的变迁，一定程度上缓解了债务总量快速上升对中国现阶段经济增长速度和系统性金融稳定的压力。

但值得关注的是，在国内经济金融思路发生调整的同时，国内国际经济形势也发生了深刻变化。一方面，《刚性泡沫》指出房地产行业的挤出效应和债务压力下企业投资和居民消费的增速放缓，将会导致我国经济增长速度出现结构性持续下滑的趋势。GDP（国内生产总值）增速从2015年的6.9%到2019年的6.1%，在2020年新冠肺炎疫情暴发之前呈现增速逐步下台阶的趋势，在2020—2022年疫情期间经历了明显的波动，并在疫情结束后继续了疫情前增速放缓的趋势。与此同时，为了缓解当时的经济增速下滑，房地产库存过高所推动的棚户区改造货币化安置的政策，虽然在短期稳定甚至刺激了房地产（特别是三、四线城市的房地产市场），但却同时强化了房价永远上涨的预期并刺激和最终透支了房地产市场的有效需求。

另一方面，在国际领域，随着2017年美国时任总统特朗普发起的针对中国的加征关税措施和之后几年的中美贸易摩擦，以及2020年暴发的新冠肺炎疫情对于全球总需求和供应链带来的严重扰动，中国经济所面临的外部环境日益复杂，生产生活成本逐步上升，中国企业和居民家庭财务腾挪空间逐步缩小。而这种减弱的投资意愿和消费能力所对应的，是消费和投资两个重大领域的增速继续放缓，加上之前透支的房价，在很多区域出现了房价“腰斩”乃至“膝斩”的深度调整，对于地方经济、房地产行业、金融机构资产质量和经营稳定，形成新一轮冲击。

面对错综复杂的经济形势和变幻莫测的国际动态，笔者希望对《刚性泡沫》问世以来重大国内外经济现象进行梳理，对目前中国经济状况进行剖析，并对下一步经济政策提供相应的建议。

记得2016年《刚性泡沫》问世之后，有些读者认为既然叫作泡沫，而非崩盘，就意味着资产泡沫不一定会破灭，甚至有些读者认为《刚性泡沫》一书的主要论点就是无论什么形式的泡沫，在中国都是“刚性”的，都是不会破灭的。

用学术语言来说，这些读者对《刚性泡沫》的解读是，资产价格虽然在当时确实处在高位，但是可以在目前的高位稳定，而不一定会出现调整。

其实，既然“刚性泡沫”叫作泡沫，就意味着资产价格难以长期在高位稳定，而是迟早会出现或者短期断崖式或者长期持续式的下跌，直到资产价格调整到和基本面价值所支持的相匹配的水平。正如2013年诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·席勒教授在其著名畅销书《非理性繁荣》出版之后的解释那样，人们往往直到泡沫破灭之后，才能确认发生的是泡沫，而在泡沫破灭崩盘之前，我们姑且称其为“非理性繁荣”。所以，既然题为《刚性泡沫》，就反映了笔者对于当时资产价格难以在高位企稳的预测和担忧。

在2016年前后，以“涨价去库存”为代表的棚户区改造货币化安置政策所引发的全国范围的房价再一次大幅上涨，似乎证伪了《刚性泡沫》中对于泡沫的论断，而为政府对房地产行业所提供的“刚性兑付”提供了又一次强力的支持。然而，全国楼市在经历了2020年疫情暴发后意想不到的火热行情之后，在2021—2022年面临了严峻的考验。不仅是包括恒大地产在内的众多头部房地产企业出现了严重的流

动性危机和交付违约，很多地区房地产市场的成交量和成交价格都比疫情之前出现明显下降。“买涨不买跌”的泡沫时期的投机心理，辅以远超基本面价值的房地产价格，以及收紧的流动性和购房者对于今后房价的预期，都导致在过去20年对中国经济增长贡献“厥功至伟”的房地产行业在过去一段时间承受了巨大的压力。

其实，正如《刚性泡沫》所指出的，中国房地产行业最不同于全球房地产业发展规律的一点，可能就是国家土地所有制，以及在过去20多年里，各级不同政府出于各种不同的考虑，对房地产行业提供的各式各样、或明或暗的刚性兑付或者担保。自从《刚性泡沫》问世之后，有不少读者认为，既然刚性泡沫源于政府的刚性兑付，那就意味着泡沫（特别是房地产泡沫）和政府担保一样是刚性的，不可打破。

然而，这很可能是对于《刚性泡沫》最严重的误读。至于所谓因为刚性兑付会一直存在，所以资产泡沫也可以一直“刚性”存在的逻辑，既没有理论和实证基础，也严重违背了笔者创作《刚性泡沫》的初衷。

《刚性泡沫》一书最早以英文撰写和出版，英文书名为 *China's Guaranteed Bubble*，直译成中文，是“中国被担保的泡沫”。所谓“被担保的泡沫”，主要有两层含义。

一是政府通过财政货币政策等各种不同方式提供的政府担保，会诱发市场经济参与者的道德风险（Moral Hazard）和策略行为，并导致参与者为了获取高额投资收益，而通过增加杠杆等方式进行激进的投资和投机，希望把本来自己应该面对的潜在投资风险转嫁给政府，从而保证自己不受损失和获得更高的投资收益。正如《刚性泡沫》一书反复强调和预见的，政府不同形式的隐性担保有可能引发严重的道德风险和投机行为，并最终直接导致资产泡沫和债务高企，这是两个直接威胁中国金融稳定的最重要的挑战。因此，为了控制债务和防范风险，政府政策迟早会在某个时点退出其一直为第三方投资融资所提供的刚性兑付，并最终导致泡沫资产的价格调整。

二是，如果这种“愿赌而不服输”的心理不能得到有效纠正和调整，过度投机行为将会不可避免地导致泡沫的形成和最终的崩盘。因此，泡沫的发生和破灭从概念上来说，是被担保的，是注定会发生的。

即使政府出于保证短期经济增长速度和吸引投资等目的而不愿主动退出刚性兑付，泡沫所引发的严重和持续的资源错配与巨大的浪费，很有可能会导致政府的财政实力下降，从而导致政府所提供的担保的可信度和信用增进价值下降，并最终导致政府提供担保的意愿和能力都明显下降。由此可见，即使政府希望持续提供担保，从长期来看，其自身的实力和财力很可能也难以支撑。远的不说，2009年欧洲主权债务危机其实就是一个很好的例子。虽然一些欧洲主权国家政府有意愿支撑泡沫，但却未必能有足够的财力和公信力来实现其人为支撑泡沫的目标。更有甚者，欧债危机中的“死猪”几国，更是在救市和托市的过程中，把原本稳定的国家信用丢了个干净。

正如2008年百年一遇的全球金融海啸，恰恰是在危机前的资产泡沫和歌舞升平中悄然而至所揭示的——市场规律可能会迟到，但是从不缺席。越是强大的政府担保和刚性兑付，越是事先被认为是“刚性”的泡沫，到泡沫破灭时越有可能造成始料不及的严重后果。是音乐终会停止，是泡沫终会破灭。古往今来，概莫能外。

正如《刚性泡沫》一书所预见的，为了应对可能由此引发的系统性金融风险，我国在过去几年中，聚焦在风险集中的房地产、银行理财产品、影子银行、信托计划、金融科技和互联网金融等领域，推动积极的政策，逐步减弱或者退出了不同领域里的政府担保。无论是房地产领域的“房住不炒”和房地产长效机制，理财产品和信托计划领域的资管新规，还是互联网金融领域的专项整治，各项政策的共同之处恰恰都在于合理地引导和管理不同领域里投资者的预期，逐步树立“买者自负，卖者有责”的契约文化精神，有序退出投资者心目中普遍存在的政府刚性兑付预期。

在《刚性泡沫》出版时被认为牢不可破的政府背书和刚性兑付，很多都在过去一段防范化解系统性金融风险政策执行的过程中，或者悄无声息地消失了，或者大张旗鼓地被禁止了。在这种深刻的变化面前，确实有很多投资者没有做好充分的准备，并且承受了一定程度的损失。但是，与其说这是因为政府防范系统性金融风险的决心超出了市场预期，不如说是在经济金融领域里的广大参与者和投资者低估了自己行为对于宏观经济的影响，以及刚性兑付对于中国系统性金融风险的重大冲击。

毫无疑问，过去一段时间里，以资管新规为代表的防范系统性金融风险的宏观经济政策和金融监管手段，在正确的方向上开了个好头，在



防范和化解系统性金融风险方面，做出了重大和及时的改变。但是，要真正达到改变投资者的预期和行为，根治大而不倒的道德风险，并彻底预防或者化解刚性泡沫和系统性风险的目标，其实还有很长的路要走。

首先，中国经济金融领域的参与者和投资者，在很多领域中，在过去二三十年的时间里，形成了对于政府刚性兑付长期、普遍、根深蒂固的预期和心理。因此，即使是在监管者提倡“房住不炒”和“买者自负，卖者有责”这类正确的理念很长时间之后，在整个社会深层次的法制和社会改革之前，经济参与者和投资者很可能仍然很难在信念与行为层面发生根本性改变。地方政府对于中央政府财政支持和救助的依赖，居民家庭对于房地产行业的迷信，乃至全社会对于经济增长速度目标的执着，都导致了整个经济对于政府刚性兑付仍然抱有强烈的信心和信念。

其次，正如过去几年内所显现的，社会各界乃至政策层和监管层对于是否应该打破刚性兑付，以及打破刚性兑付可能带来的对宏观经济和资产价格的影响，仍然持有不同的看法。有人认为，防范系统性金融风险的政策，应该以敲山震虎的预期引导为目的，因此具体实施应该“雷声大，雨点小”地灵活处理。也有人认为，加强监管导致资本市场的大幅波动，因此具体执行应该从宽甚至推迟推出。更有一些人认为，在2020年新冠肺炎疫情暴发之前的几年里，宏观杠杆率已经得到一定控制，防范风险政策的目的大体达成，因此可以逐步退出了。

但是，过去30多年行为金融领域的一个重要成果，就是指出了人类心理和经济参与者的行为在经济活动与金融稳定中所扮演的特别重要的角色。投资者对于政府行为以及资产价格投资和收益的心理预期与投资信念，虽然看似虚无缥缈、变幻莫测，但其实对经济运行会产生举足轻重的影响。

虽然宏观经济调控和金融监管政策的执行必须遵守稳步、有序与灵活的原则，在有效达到监管目的的同时，尽可能减少对经济增长的扰动，并避免在化解风险的过程中引发新的风险，但必须同时指出的是，打破刚性兑付心理的核心恰恰在于，政府在逐步引导和改变预期的过程之中，在防范风险和加强监管的过程之中，在市场出现波动时，要维持相应的政策定力，利用市场机制而非行政手段来应对和消化市场波动。否则，对打破刚性兑付政策的动摇，不但有可能让之前

的政策前功尽弃，更有可能成为日后市场参与者笃信刚性兑付心理的新的也可能是最重要的来源。

刚性兑付，作为一种严重影响甚至扭曲预期和行为的重要手段，是中国进一步市场化改革过程中的一个重要挑战。能否成功、顺利地化解中国经济中长期、普遍、根深蒂固存在的刚性兑付现象，很可能成为决定中国经济金融改革能否顺利实施的核心问题。在这个问题顺利解决之前，在中国金融领域里此消彼长、层出不穷的泡沫现象，将一直是悬在中国经济头上的那把“达摩克利斯之剑”。

自2020年新冠肺炎疫情以来，全球总需求受到疫情冲击，增长明显放缓，而供给侧又受到疫情引发的全球产业链中断和重塑的影响，导致全球经济一度处于衰退的边缘。受此影响，同时叠加国内经济转型的结构性挑战，国内经济增长速度明显放缓。如恒大地产等头部房地产企业，以及一些省份的省级地方政府融资平台债务的爆雷，导致因为刚性兑付所引发的债务风险逐步释放。与此同时，受房价估值水平、房地产调控政策和疫情冲击，全国很多地方的房价出现了大幅度下调，导致房地产行业、居民家庭资产负债表和银行资产质量都受到明显冲击。而且，受到外部形势影响，如生育意愿、消费意愿和人力资本投资意愿等重大长周期因素，也在过去几年发生了重大乃至颠覆性变化。这对于中国下一阶段高质量可持续发展转型，提出了新的问题和挑战。

本书希望能在《刚性泡沫》上一版的基础上，对于化解由刚性兑付所引发的中国经济金融体系中潜在的系统性风险提出进一步的建议，对后疫情时代中国经济转型升级过程中，如何平衡好当下与未来、增量与存量、稳定与增长、风险与收益之间的关系，提出更新的思考。

和《刚性泡沫》上一版相比，本版增加了大量对中国经济金融领域围绕打破刚性兑付和化解系统性金融风险的重大事件的回顾与思考。第一章对刚性泡沫在过去几年的发展进行了综述；第二章增加了棚户区改造货币化安置，以及2021年以来房地产企业债务违约爆雷的相关内容；第三章增加了2015—2016年股灾和2018年A股市场股权质押相关的内容；第四章增加了关于互联网金融和金融科技整治的内容；第五章增加了2020年新冠肺炎疫情对于经济增长速度和相对应的经济应对措施讨论；第六章增加了2016年以来关于“三去一降一补”和宏观去杠杆金融防风险政策的讨论；第七章增加了包括河南永煤控股，北京大学和清华大学校办企业，东北、西北、西南多省地方政府融资平台

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.com>)

文档名称：《刚性泡沫（增订版）：中国经济的增长和风险》朱宁.pdf

请登录 <https://shgis.com/post/4913.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

