

# 资产泡沫的预警系统

投资理财

@余俊  
 彼德·菲利普斯

随着世界经济一体化的逐渐加深和金融市场之间的相互依赖性进一步加强，世界金融体系的稳定，已经成为国际社会极为重要的公共财富。

这种财富如同和平与气候，给我们带来的好处和便利，经常被我们忽视，直到有一天，当我们忽然失去它时，才意识到它的存在和重要性。

立法者、宏观调控者以及中央银行应该是这个稳定金融体系的守护人。这些部门应该相互配合，密切合作并及时制订出有效的措施，来维持金融体系的稳定。

通过巴塞尔协议（Basel）I、II和之后的G10和G20，以及最近的巴塞尔协议III，这些机构仍然在努力寻找最小的约束条件来维持金融体系的稳定。

## 监控失败后果严重

国际金融海啸的发生，不仅让我们意识到监控失败的严重后果，也让我们更加

明白银行体系监控的难度。

新金融产品和各种衍生品不断涌现，新的交易平台和交易渠道日新月异。只要人们想象力可及，金融市场就可以付诸实现。

复杂的金融体制发展到了一个即使是银行家、金融业、以及那些得过诺贝尔奖的经济学家，都无法看清金融危机已到了一触即发的境地，更不用说预料到金融危机的巨大危害性。

怎样才能避免类似的危机再次发生呢？下一个金融海啸的种子是否已经在欧元区的主权债务违约、在不断攀高的商品价格、在持续恶化的通货膨胀和在国际贸易不平衡的土壤里，悄悄地萌芽、生长了呢？

在新加坡、香港以及中国大陆，政府已多次出台降温措施来抑制房地产泡沫。这些降温措施包括提高印花税和调低贷款下限。

但是运用这些降温措施的一个重要前提是：泡沫一旦出现，需要有效的方法来先判断泡沫是否真的形成了，而不是等到金融危机爆发和泡沫破裂后，才突然觉醒。

传统经济理论和经济学家都认为，在

泡沫破裂前，人们是没办法判断泡沫是否存在的。但这种传统想法，正被经济学界的新研究成果所颠覆。

本文作者通过近几年的研究，构造出了新的统计方法，来检验泡沫的存在和估计泡沫出现及破裂的时间。一旦观察到新的资产价格，就可以即时计算出泡沫风险指标和判断泡沫的临界值（Threshold）。

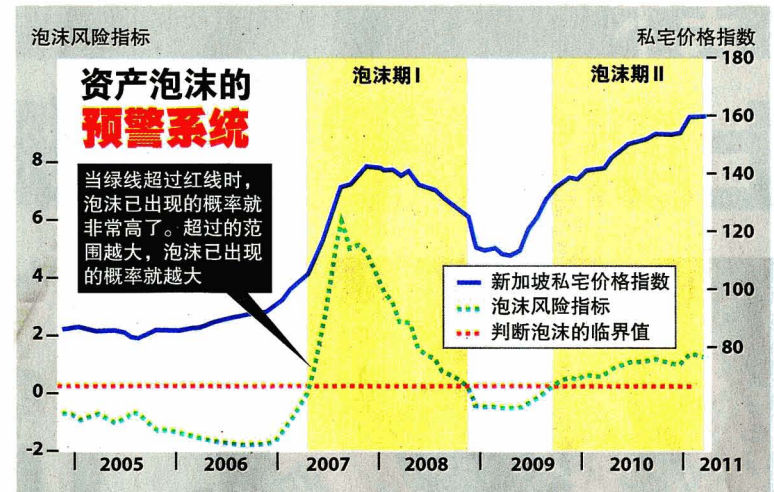
当泡沫风险指标大于临界值时，就表明泡沫已出现的概率很高。这并不需要在泡沫破裂后才会出现。

通过这种方法，我们已成功地找到美国90年代的“网络泡沫”，以及金融海啸前发生在美国的房地产泡沫。

众所周知，美国联储局前主席格林斯潘（Alan Greenspan）早在1996年12月就大胆地评论股市并首次运用了一句名言——非理性繁荣。我们推算出来的“网络泡沫”发生时间，要比格林斯潘早一年半！

如果将这种方法应用到新加坡私宅价格指数上，会得到下列的走势图。

图中的蓝线（坐标在右边）是新加坡私宅价格指数、绿线（坐标在左边）是用我们的方法计算出的泡沫风险指标、红线（坐标在左边）代表判断泡沫的临界值。



图表提供:新加坡管理大学

在任何一个时间点，绿线是通过蓝线里的当期和历史数据计算出来的。

当绿线超过红线时，泡沫已出现的概率就非常高了。超过的范围越大，泡沫已出现的概率就越大。

如图所示，早在2007年初至08年底，新加坡私宅价格泡沫就已经出现，并有相当长的时间，处于很高的水平。从09年底开始出现的另一个私宅价格泡沫，规模要比前一个小得多，而且没有持续涨大。

这可能是因为在政府在这段时间几次推出降温措施，有效地抑制了泡沫涨大。

政府最近一次的降温措施在今年一月推出，效果明显地体现在绿线中，因为绿线在最后两个月连续下降。

这个方法能即时为资产泡沫形成提供预警。政策制定者和中央银行能够以此来协助控制资产泡沫或信用泡沫，不让它们继续涨大。

（彼德·菲利普斯（Peter C.B. Phillips）是耶鲁大学经济学教授、新加坡管理大学经济学杰出教授。）

（余俊是新加坡管理大学经济学教授、沈基文经济金融研究所所长。）