

泡沫经济学

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

当决策者试图对泡沫作出回应时，他们面临着一系列问题，什么时候先发制人更好？什么时候作壁上观更好？而如果是先发制人式的干预，什么时候更适合利率政策？什么时候又更适合宏观审慎框架？以及，决策者可以通过哪些经济指标来衡量其干预效果？

芝加哥联储的高级经济学家和研究顾问Gadi Barlevy近期发文探讨了这些问题，并且举出了与泡沫有关的5种模型：

当资产价格上涨的速度与这些资产预计给付的收益价值之变化不一致时，泡沫便出现了。这种情景常常令决策者和公众感到恐慌，因为资产价格快速而莫名的上涨可能表明资产价格过高，从而使市场容易受到同样快速的价格下跌之影响，而后者对经济的影响可能是严重的，本世纪初美国房价的暴跌就是明证。

除了决策者外，其实学界也对泡沫问题给予了大量关注，但吊诡的是，不同于货币政策或财政政策领域中决策者对学界提供的宏观模型之参考，在涉及到泡沫的问题上，经济学家设计的理论模型几乎从未被纳入过决策者的政策分析中。一个很重要的原因或许是，**决策者与经济学家们在对泡沫的认知上存在显著的差异。**

本文的目的，便是在于介绍决策者与经济学家对泡沫问题认识上的差异，并指出有哪些措施或可弥合这个差异。

决策者对泡沫的看法

在2008年的全球金融危机开始之前，决策者对应对资产泡沫之方式的观点，主要有两种：

第一种观点认为，**央行应该在怀疑泡沫正在形成时就开始提高利率，以抑制泡沫进一步发展；**

第二种观点认为，**央行应该多等一等，看看被怀疑存在泡沫的资产价格会发生怎样的变化，在价格下跌时，如有必要，再加以干预。**

第一种观点——在潜在泡沫生成之前就开始加息，被称为“逆风而行”（leaning against the wind）。特里谢(2005)对此这样说道：

“逆风而行的原则描述了一种谨慎加息的态势，即，当一种有害的价格泡沫被确认时，央行将利率提高到略超过维持中短期价格稳定的利率水平的地步，以更好地确保价格在较长时期内的稳定——通过遏制泡沫的进一步增长，或至少不去助长泡沫的增长。”

甚至在金融危机之前，Borio和Lowe(2002)等的论文就认为，历史证据表明，资产价格快速上涨的时期往往伴随着衰退和金融危机，尤其是如果资产价格的上涨伴随着信贷的快速增长。因此，他们认为，当资产价格快速上涨时，中央银行应该积极出手加息，即便这些资产价格的快速上涨并不是经济学家定义的那种“泡沫”。

相反，伯南克和格特勒(1999)提出了另一种替代的政策选择，即，认为央行应该推迟对资产价格快速上涨的反应，而只有在资产价格以危及经济活动的方式崩溃时才进行干预。相对于前者，这是一种观望的方法。伯南克和格特勒想要强调的是，加息是一种粗暴的干预，它不仅会影响资产价格，还会影响经济活动和通货膨胀。因此，他们认为，采取行动稳定资产价格可能会干扰央行维护宏观经济稳定的使命。如果资产价格的飙升本身导致了通胀上扬和经济过热，那么致力于稳定产出和价格的央行当然应该作出反应，从而确保经济不会过热，且通胀不会超过政策目标。但是，**如果资产价格上涨但并没有出现过热，那么央行就不应干预。**事实上，即便资产价格飙升可能最终导致资产价格下跌，从而威胁到经济活动，央行也不应干预。原因在于，原则上，央行应该能够在资产价格下跌后通过降低利率来保护经济免受此类影响，从而保持经济以自然速度增长。由于这种观望的方式类似于在杯盘狼藉之后做事后清理，因此，这两种方式的争辩常常也被戏称为“事前逆行 vs 事后清理”（“lean versus clean”）

虽然这两者各有优劣，但**长期以来，决策者看似更偏向前一种选择**。原因或许在于，上世纪90年代末美国科技股股价飙升时，虽然当时的美联储主席格林斯潘表达过对“非理性繁荣”的担忧，但并没有采取切实措施抑制潜在的泡沫，而在科技股股价暴跌且经济活动开始萎缩后，美联储才开始大幅降息。不过，事实证明，2001年的经济衰退是相当温和的。因此，鉴于实践中的成果，决策者有可能以此认为第一种选择是有效的。

然而，2007年以来爆发的全球金融危机则完全是另一番光景。2005年前后，美国因房价下跌导致的衰退不仅严重，而且绵长，全球经济亦是如此。于是，各国央行官员开始认为，“观望”的做法可能代价高昂。因为：

第一，在资产价格上涨时未能进行干预，可能会导致风险累积，并使金融中介机构蒙受更大损失，从而使金融体系容易受到系统性危机的冲击；

第二，央行在应对严重经济衰退时的措施受到一定限制（比如零利率下限）。虽然央行开发了诸如量化宽松、负利率等新工具，但多数决策者认为，这些非常规货币政策工具存在一定风险。所以，决策者们对应对泡沫之方式的观点已逐渐转向第一种，即先发制人式的“逆风而行”。那么现在的问题便是，遏制不断膨胀的资产泡沫的最佳途径可能是什么？

从“逆行VS清理”到“逆行VS筛选”

虽然在全球金融危机爆发后，决策者们意识到面对泡沫“袖手旁观”的代价太大。但在关于如何“挺身而出”的问题上，仍然存在一些争议。

一种观点认为，面对资产价格的迅速上涨，央行确实可能需要采取某种行动，但这种行动不一定是加息，还可以是所谓的**宏观审慎政策**，而且该政策在决策圈中目前颇受欢迎。

这种方法认为，央行应该以一种旨在保护整个金融体系、而非保障单个银行的方式对银行业进行监管，因为如果仅保护单个银行，比如为了分散某家银行持有的资产而清算风险资产或收购某些资产，那么则可能危及整个银行业。宏观审慎政策认为，央行不应在资产价格上涨时加息，而应密切关注金融中介机构对资产泡沫的**风险敞口**，以及这些机构是否助长了这些泡沫的增长。随后，各国央行应进行干预，限制银行能够提供的**贷款类型或贷款条件**，以抑制泡沫，或在资产价格崩盘时减轻其可能的影响。例如，各国央行可以采取行动，限制推高资产价格的贷款类型，或限制有利于投机性交易的合约的使用。

宏观审慎政策可以作为对抗资产泡沫的替代工具，这依赖于这样一种观点：**信贷是资产泡沫背后的重要驱动力，或者至少是决策者最担心的资产泡沫类型**。例如，米什金(2011)在**非理性繁荣泡沫 (irrational-exuberance bubbles) 和信贷驱动泡沫 (credit-driven bubbles) 之间做出了区分**。他将上世纪90年代末科技股价格的起落视为前者的一个例子，并认为这对经济没有深远影响。相比之下，他认为，**信贷驱动泡沫应该被视为决策者特别担心的一个问题**。他写道：

“不是所有的资产价格泡沫都是一样的。金融史和2007-2009年的金融危机表明，一种泡沫——最好被称为信贷驱动的泡沫——可能非常危险。在这种类型的泡沫中，会发生以下一连串事件：要么是对经济前景的乐观预期，要么是金融市场的结构性变化，信贷繁荣开始了，对某些资产的需求开始增加，这些资产的价格也相应提高……但是，在某个时刻，泡沫破裂了。资产价格暴跌导致了前述整个过程的逆转，贷款开始出现问题，信贷机构亦开始减少信贷供给，对资产的需求进一步下降，价格也进一步下跌。”

如果泡沫资产的交易是由信贷融资的，那么不需要通过加息，通过限制金融中介机构对泡沫资产的放贷量，可能也是一种有效的抑制泡沫的方法。因此，金融危机前的“逆行VS清理”之争，也演变为为了“逆行VS筛选” (lean versus screen) 之争，或者说，一场究竟是以加息遏制泡沫还是利用监管方式遏制资源流入过热的资产间的辩争。

相对于利率政策，**宏观审慎方法的一个优点是，它的目标可以指向特定的金融机构和资产，而不会对宏观经济产生更广泛的影响**，这无疑增加了这种方法在决策者中的吸引力。然而，其他人辩称，监管增加只会促进进一步的金融创新以规避监管。正如Stein(2013)所言，**加息“相对于监管来说有一个重要的优势，那就是它能填补所有的漏洞”**。也就是说，**尽管金融中介机构或许能够绕开对它们可以放贷的资产和贷款条件的限制，但它们无法与央行设定的短期名义利率相抗争**。

随着决策者开始支持更积极地对抗泡沫，政策辩论的焦点已转向在利率和监管之间的选择上。

旨在遏制泡沫的政策是否有效？

Stein(2013)认为，由于利率涨跌是普适性的，所以货币政策在抑制泡沫方面可能比宏观审慎政策更有效，但近期的一些研究认为，出于完全不同的原因，加息在抑制泡沫方面的效果可能乏善可陈，甚至适得其反。2010年，为了遏制房地产市场上的潜在泡沫，瑞典央行开始加息，但此举遭到了包括副行长在内的强烈反对，并使瑞典央行在2011年底重新降低利率，并最终设定了负利率。这一事实给人们一种印象，即出于对潜在泡沫的担忧而加息的最初决定是错误的。

Svensson(2014)阐述了他反对用加息来“逆风而行”的观点，他认为，利率是一种过于粗暴的工具，可能不利于央行实现宏观经济稳定的目标。他以瑞典央行为例，指出**加息只让瑞典发生金融危机的概率下降了0.02%，但却提高了失业率，得不偿失。**

此外，Svensson还认为，**加息很可能反而增加金融危机爆发的可能性。**他指出，危机发生的可能性并不取决于实际债务的增长，而是取决于家庭债务与收入的比例，所以，加息可能导致家庭的偿债压力增大，以至于超过收入，所以反而会增加危机的可能性。

不过，Svensson的研究引出了一个更重要的问题：鉴于合意的资产价格往往难以确定，那么，为了验证其遏制泡沫的政策之有效性，央行还可以求助于哪些指标呢？

决策者关心的问题摘要

小结一下，决策者对泡沫的关切主要有以下三点：

第一，无论如何，**政策辩论的前提是，资产泡沫正在破坏稳定，且在扭曲市场。**人们讨论过的各种政策选择，都聚焦于决策者如何既能彻底消除泡沫、控制泡沫，又能将泡沫造成的危害降至最低。与此同时，决策者似乎更关心泡沫破裂的影响，而不是资产估值过高时可能出现的扭曲。尽管全球金融危机使舆论的天平在面对潜在泡沫时转向了某种积极的应对措施，但决策者仍在争论，面对潜在的泡沫，**各国央行是应该及早干预，还是应该作壁上观。**鉴于旨在抑制泡沫的干预措施是否有效仍存在不确定性，这场辩论很可能会继续下去。

第二，决策者似乎对由信贷融资造成的泡沫特别警觉，这些泡沫的破裂可能导致家庭和金融中介机构陷入金融困境，这些中介机构为购买这些资产而借款，并可能违约。如果最终为购买泡沫资产提供融资的银行遭受重大损失，它们未来可能无法以同样的速度继续放贷。由于信贷在现代经济活动中的关键地位，这可能会产生灾难性的后果。而且，即便生产者仍有能力借款，但无法借款的家庭可能会抑制支出，并导致经济活动萎缩。**但如果决策者特别热衷于遏制由信贷支撑的泡沫，他们可能会通过限制信贷、而不是提高利率来遏制此类泡沫——这便是“逆行VS筛选”之争的本质。**然而，信贷并非在所有被认为是泡沫的历史事件中都扮演着重要的角色。不过，即便信贷没有扮演重要角色，决策者也一直对泡沫报以警惕，如果下一场危机涉及的泡沫是由自筹资金促成的，那么决策者可能会在未来重新担心此类泡沫。

第三，决策者需要找到某种方式，来判断他们的政策是否有效。然而，鉴于衡量一项资产的基本价值和确定其被高估或可能被高估的程度往往极其困难，这一问题显得尤其尖锐。央行如何确定泡沫正在滋长？而在干预时又如何确定干预得当？在干预后又如何评估干预的效果？Svensson认为家庭债务与收入的比可能是一个可供借鉴的指标，但还有其他选择吗？

很遗憾，对于这三个决策者尤其关注的问题，学界都没有作出良好的回应——这可能也是决策者在应对泡沫时很少参考学界意见的重要原因。那么，在泡沫问题的研究上，学界到底都在干些什么呢？

经济学家关于泡沫都说了些什么？

与决策者关注于泡沫的结果不同，经济学家往往更关注泡沫的开始——资产定价不合理，其价格与未来预期收益的贴现不合。对大部分经济学家而言，价格崩塌，并不是泡沫的主要特征。

本文认为，虽然不同理论模型对泡沫的解释有所不同，但他们都涉及到对基础经济中的摩擦问题之论述。直觉上，经济主体之所以购买一种资产，要么是为了消费该资产提供的收益，要么是为了转卖给其他愿意消费该资产之收益的人。因此，除非一些摩擦的存在，否则很难解释为什么经济主体会付出比他们或他人能从这份资产中获得的收益更高的价格来买这份资产，正是这些摩擦的存在，使泡沫的诞生成为可能。

下面，本文便将列举五种可能导致泡沫产生的摩擦：

动态无效率

动态无效率 (Dynamic inefficiency) 首创于萨缪尔森 (1958) 与戴蒙德 (1965) 的突破性工作。该模型认为，由于财富的代际转移存在摩擦，所以人们要么需要通过储蓄来为自己的老年生活作准备，要么得依靠政府的退休金项目，或政府发行养老债 (本质上都一样：从年轻人那募资，转移给老年人)。不过，还有另一种方式，即人们在年轻时为一类无内在价值且不产生红利的资产支付正的价格，但预期未来的人会以更高的价格购买这类资产 (因为后者一般而言在绝对意义上的经济实力更强)，从而为自己的老年生活提供盈余。该模型下，支撑泡沫的事实是：**经济持续增长，凭借这种无内在价值的资产，财富得以从后来的更富的人群转移给更早来的人。**萨缪尔森认为这种无内在价值的资产就是货币，并以此解释货币为何会流通；戴蒙德则将这种资产解释为永续的公共债务。

借款限制

由于借款活动受收入波动影响 (比如，对家庭而言，可能在收入较低时更希望借款，而在收入高时还款)，且借款人的借款能力往往受诸多因素限制 (比如，放贷人若认为借款人不太可靠，就可能限制放贷额)，所以，为了在需要用钱时有钱可用，借款人可能会选择以正价格提前购买一份无内在价值且不产生红利的资产，这样在借款人未来的某个时点急切地需要借款但又受到借款限制约束时，可以将这些资产出售变现，或作为抵押品而减小其面临的借款限制。**换言之，在此条件下，这份无内在价值的资产可以在某种意义上承担了信贷替代品的作用。**

信息摩擦

在金融资产交易中，一些人可能急需流动性，所以需要将资产变现 (卖家)；而另一些人对流动性没什么迫切需求，但追求更高的收益率，所以希望用现金购买资产 (买家)。但由于交易时存在私人信息，于是，由信息摩擦导致泡沫便出现了——卖家对资产是否有正红利有私人信息，而买家不知道卖家出售资产是因为急需流动性 (尽管有正红利) 还是因为卖家知道资产是无内在价值的。在此情况下，由于买家并不知道卖家掌握的信息，所以有可能以正的价格购买一个无内在价值的资产。但还有一种可能是，**即便所有买家都知道这份资产毫无内在价值，他也可能去买这份资产，因为他不知道其他买家是否也知道这份资产毫无内在价值——换言之，所有买家都在赌还会有其他“傻瓜”接盘。**这种情况下，更广泛的泡沫便产生了。

代理问题

当借款人利用从别处借来的而非自有的资金购买资产时，从某种意义上看，他们相当于充当了放贷者的代理人，既是如此，便有可能出现代理人问题——借款人借款可能不是为了用于生产性活动，而是为了投机吃利差。在这种赌博中，借款人有可能获利 (且他们可以留有所有利润)，也有可能违约 (在此条件下受损的是放贷者)。尽管放贷者希望避免这种投机客，但他们往往很难将这些投机客与优质借款人区分开来——比如，对放贷机构而言，很难区分哪些人是真的想买一套他们打算自己住但暂时负担不起的房子，还是只是想买个房子等房价上涨后再卖掉 (下跌则违约)。这之所以可能导致泡沫的原因是：**即便某项资产的价格超过了其预期收益，借款来购买风险资产的借款者可能仍然愿意出手，因为他们只关心红利的实现。**

错误的信念 (misguided beliefs)

当经济主体不认为某项资产的价格超过其内在价值或他们认为会有其他人为这项资产接盘时，他们也可能去购买那些“泡沫”资产。简言之，**由于持有错误信念的交易者的存在，诱导经济主体为资产支付高于其基本价值的价格，从而滋长了泡沫。**

央行应该干预还是等待？

前文中已指出，对央行决策者而言，围绕泡沫的争议里最突出的一条便是：当出现潜在的泡沫迹象时，央行应该先发制人式地干预，还是在事后收拾烂摊子？对于这个问题，上述5种模型又是如何解答的呢？

乍看之下，在动态无效率与借款限制的两种模型中，泡沫缓解了催生泡沫的摩擦，这意味着泡沫带来的利弊相抵，因此在这两个模型中，政策制定者没有理由在泡沫持续时进行干预，“袖手旁观”才是正确的做法，甚至在某些情况下，决策者反而应该采取行动“保护泡沫”——因为在这两个模型中，泡沫促进了资源配置的优化，无论是代际间还是信贷差距间。

但深入分析则可能展现出另一番图景。Biswas、Hanson和Phan(2018)等人的研究以借贷限制模型为例，指出虽然这种情形下的泡沫有利于资源的分配并提高整体生产率，但由于工资具有向下的刚性（即，易涨不易跌），所以一旦泡沫破裂，将导致工资相对生产率过高，从而抑制招聘，并带来衰退。而且，泡沫越大，对经济的伤害也往往越大，这就使决策者切实面临一种两难困境：**放任泡沫增长可以优化资源配置并提高生产率，但放任的时间越长，泡沫规模越大，泡沫破裂时，对经济的伤害也越大。**

但是，这2种模型却很少受决策者关注，因为不同于后3种认为泡沫终将会破裂的模型，这2种模型内置了“泡沫有可能永远持续下去”的可能，但这恰恰与决策者的认知相反——决策者关注泡沫，正是因为他们担心这些泡沫资产价格的快速上涨是不可持续的。

而信息不对称、代理问题与错误信念3种模型则因为没有对决策者最关心的问题——是先发制人还是作壁上观？——作出回答，所以也不受决策者重视。

如何在政策和理论之间架起一座桥梁？

虽然现在经济学界关于泡沫的研究对决策者决策的帮助有限，但本文认为，至少3种情况下，上述泡沫模型可对决策作出一定贡献。

第一，经济学家应该向决策者更好地解释为什么说泡沫是有可能无限存在的——如果将泡沫资产定义为价格高于其基本价值的资产。首先，在这些模型中，**泡沫的出现并非资产价格过高，而是这些资产的基本价值（按照传统定义）太低，且没有考虑到这些资产提供的服务（比如跨代际间的资源转移功能）。**

第二，在前述戴蒙德的“动态无效率”模型中，经济增长快于利率增长被视为与资本的过度积累有关，当资本越来越多地集中于老年人时，这降低了资本原本具有的正外部性（提振整个社会生产率），结果让除了最初的老年人外的所有人生活变得更糟，因此泡沫成为了一种负担，所以应该被清除。

第三，由于不完全信息、代理问题与错误信念3种模型没有预设泡沫会永久持续下去，所以决策者不太可能将其视为无关紧要而不予理会，只是这些模型目前尚不完善，所以才没有被决策者关注。

信贷驱动的泡沫和宏观审慎政策

鉴于全球金融危机后对泡沫看法的演变，泡沫模型可能有助于回答的另一个问题是，如果决策者倾向于先发制人，那么干预泡沫的最佳方式是什么？如前所述，政策辩论主要集中在两项措施上——加息，或宏观审慎监管框架。这表明，比较两者的优劣是很有必要的，但现有理论在这个问题上的贡献却十分有限。

只有当信贷在泡沫滋长中发挥着至为重要的作用时，宏观审慎政策才有可能成为抑制泡沫的有效工具。而在上述5种泡沫模型中，并非所有模型都表明，信贷在泡沫滋长过程中扮演着重要角色。比如，在动态无效率、信息摩擦以及错误信念的3个模型中，即便没有任何信贷，泡沫也会产生。但近期的研究表明，信贷可以在这些模型中进一步放大泡沫。比如，Doblas-Madrid和Lansing(2016)将信贷引入信息不对称模型后发现，信贷增长率控制着泡沫资产价格随时间上涨的速度。同样的，Hong and Sraer(2013)和Simsek(2013)将信贷引入了信念错误的模型中也发现了类似的结果，因为持有错误信念的人可能不断借债以购买泡沫资产。这些都表明，限制信贷有可能抑制泡沫，虽然不能彻底清除。

相比之下，在基于借贷限制或代理人问题的泡沫模型中，信贷可能是导致泡沫产生的一个重要原因。在借贷限制模型中，借款人以泡沫资产为借款的抵押品，因此，限制信贷将直接打压对泡沫资产的需求，从而压制其价格；而在代理问题模型中，代理人之所以愿意购买泡沫资产是因为他们可以把损失转移给债权人，所以，如果没有借贷关系，这个问题就不会出现。

但是，在一些情况下，即便没有信贷，这两个模型中也可能出现泡沫。比如，企业预期到未来的资金需求，可能投资于当期泡沫资产，以指望未来价格上涨时变现，在这种情况下并没有借贷活动产生，但同样出现了泡沫。此时，宏观审慎的监管框架同样也没有用武之地。类似地，在代理人模型中，如果代理人签订了一个股权分享合同，以至于购买资产的代理人可以在获得利润时分一杯羹，而在承受损失时置身事外，那么此时，限制只是影响了债务分配，却对泡沫无甚影响。

政策评估

此外，对于决心打击泡沫的决策者而言，一个关键问题是，他们可以用什么指标来观测对泡沫的干预是否是有效的？由于资产的基本价值是不可观测的，这意味着决策者必须依赖其他数据。如前所述，Svensson认为，加息可能会提高家庭债务与收入的比率，即便它会降低家庭债务的增长率，但却会增加危机的可能性。然而，如果瑞典央行没有提高利率，那么他用来确定家庭债务与收入比率的宏观经济模型则显现为既没有泡沫，也没有清晰建模的金融危机。最后，Svensson的论点要么依赖于关于可能引发危机的原因的经济直觉，要么依赖于观察不同经济变量如何与金融危机频率相关的简化实证工作。

泡沫理论模型的优点之一是，它们可以帮助确定哪些变量与危机的可能性及其严重程度相关。例如，尽管Svensson认为，家庭债务与收入的比例越高，就意味着陷入困境的家庭越多，从某种程度上说，较高的利率会抑制泡沫，这在原则上可能会降低金融危机发生的几率和严重程度。从直觉上讲，如果家庭被迫违约，那么贷款方可能不会遭受那么大的损失，因为家庭贷款抵押的资产本来就没有那么被高估。尽管目前有关泡沫的研究尚未提供与金融危机之间令人满意的联系，但回想起来，在前述5个模型中，有的要么是信贷直接促成了泡沫，有的则是信贷为泡沫的滋长推波助澜。这为未来的研究指明了一点方向，代理问题似乎与之尤其相关，因为该模型的特点便是代理人以泡沫资产为抵押借款，然后违约。

此外，还有观点指出在应对泡沫时，央行家应更多关注通胀、产出等经济变量，但这些变量如何与泡沫相关？泡沫的出现是否会加剧通胀和经济过热？泡沫的存在是否与货币政策相互作用，并影响通胀和产出对加息的反应？这些问题，都还有待回答。

结论

本文主要关注了两个主题。第一个是，在决策者试图对泡沫作出回应时，他们面临着一系列问题，比如，什么时候先发制人更好？什么时候作壁上观更好？而如果是先发制人式的干预，什么时候更适合利率政策？什么时候又更适合宏观审慎框架？以及，决策者可以通过哪些经济指标来衡量其干预效果？第二个是，当下学术界与泡沫有关的5种模型中，都未能很好地解答决策者关心的问题。

就我个人而言，我更关注代理问题，因为这在一定程度上捕捉到了决策者最担心的因素。例如，信贷在这些模型中扮演着重要角色，这与最令人担忧的泡沫是信贷驱动型泡沫的观点是一致的。这些模型中泡沫的破灭引发了一波违约潮，这可能导致金融危机或衰退，而且这在历史数据中往往是真实的。最后，由于泡沫似乎与难以理解的新技术或难以估值的资产(如住房)有关，因为个人对住房服务的估值可能不同，所以，信息不对称也是泡沫中的一个重要特征。此外，能够产生泡沫的不同摩擦并不相互矛盾。例如，在代理问题的模型中，信息不对称使贷款人难以区分借钱押注高风险资产的代理人和借钱创造盈余的代理人。一些代理人冒充有价值的借款人，使得真正能够创造盈余的借款人并不一定能获得他们所需要的信贷。在这样一个经济体中，一些机构的借款规模相对于放贷机构的需求过高，而另一些机构的借款规模则受到限制，泡沫可能会在缓解其他一些泡沫的同时，造成一些扭曲。即使决策者对基于某一特定摩擦的泡沫模型持怀疑态度，也并不意味着他们应该忽略这些模型的教训，因为同样的摩擦也可能出现在具有其他特征的模型中，并继而导致泡沫。

由于在实践中根本不可能衡量资产的基本价值并确定资产是否为泡沫，因此，如何处理资产泡沫的问题最终需要一个理论框架来解决。一个很好的类比是宏观经济模型中的自然利率概念，央行以此来指导其货币政策操作。**自然利率是一个难以捉摸的概念，与资产的基本价值一样难以衡量，所以一些经济学家也并不接受。然而，决策者发现了一些理论模型，这些模型解释了为什么经济会偏离自然利率，因而使这些模型具有了指导意义。**原则上，泡沫模型应该能够以同样的方式为政策决议做出贡献。由于现有的模型已经包含了提供这些答案所需的一些关键特征，相信不久的将来，决策者也会开始考虑将这些模型作为其决策的参考。

编译：张纬杰

参考材料：

Gadi Barlevy, Bridging Between Policymakers' and Economists' Views on Bubbles, Economic Perspectives, Vol. 42, No. 4, 2018.