

# 资产泡沫的政府救助<sup>1</sup>

董丰（清华大学经管学院）

许志伟（北京大学汇丰商学院）

人类经济史上经历过多次资产泡沫破灭引发的经济大萧条，如日本失落的十年、美国 2008 金融危机。面临资产泡沫破灭的高风险和严重后果，各国往往会采用大规模的非常规干预措施，如金融危机之后的美国多轮大规模资产购买计划。

毋庸置疑，全球金融危机之后的政府救助政策，在事后稳定金融市场和宏观经济方面具有积极的意义，但也引发了各界的激烈争论。一个流行的观点是，政府对金融市场的救助最终由普通纳税人买单，这会产生严重的道德风险问题，不可避免的激励金融机构和投资者事前进行更大的风险承担行为。因此，政府救助会为更大的金融危机埋下种子。支持政府救助的观点则认为，在金融市场受到冲击后，积极的政府救助十分必要，能够化解金融系统风险和稳定经济。否则，功能失调的金融市场将引发实体经济更大的下滑。

政府应该救助资产泡沫吗？如果救助，应当怎么做？为回答该问题，本文构建了一个理性泡沫理论，从理论和定量角度研究政府救助政策对资产价格、市场效率以及社会福利的影响。文章模型主要基于前沿的无穷期理性泡沫理论（Wang and Wen, 2012; Miao and Wang, 2016），引入具有时变动态特征的政府救助政策和泡沫破灭风险。模型假设企业面临个体异质性投资效率和融资约束，以及新泡沫的生成过程会消耗大量资源（例如，房地产或比特币）。

文章理论证明，政府通过财政转移支付对泡沫资产持有者进行事后补偿的救助政策，可以缓解市场风险造成的负面影响。这是因为救助政策通过提高投资者交易资产泡沫的积极性，有效地增加了市场的流动性、改善了融资约束导致的信贷错配。因此，政府救助政策对宏观经济具有正的挤入效应。然而，救助政策并非没有成本。给定救助政策，企业会过度投资泡沫资产以获得额外流动性，即便他们知道该类投资存在高风险。由于泡沫的产生本身消耗大量资源，政府救助政策会对实体经济产生负的挤出效应。在动态分析中，文章发现救助力度和社会福利之间存在一个倒 U 型关系。因此，对于高风险和高成本的资产泡沫，存在一个最优救助措施，政策需在挤入和挤出效应之间取得平衡。

---

<sup>1</sup> 原文：Dong, Feng, and Zhiwei Xu. "Bubbly bailout." *Journal of Economic Theory* (2022): 105460, 链接：<https://doi.org/10.1016/j.jet.2022.105460>