

专题报告

宏观研究

2019.03.28

通证通 x FENBUSHI DIGITAL

分析师：宋双杰，CFA

Email:master117@bitall.cc

分析师：吴振宇

Email:wuzhenyu@bitall.cc

特别顾问

沈波

Rin

更多研究请关注通证通公众号获取

通证通研究院

FENBUSHI DIGITAL



请务必阅读最后特别声明与免责条款

导读：泡沫在人类历史上反复出现，具有一定特征的泡沫会对经济造成严重的破坏。泡沫的产生和发展往往有迹可循，变革是泡沫产生的扳机，一些因素是泡沫的加速器。

摘要：

泡沫的破坏力巨大，价格上涨时的疯狂和泡沫破灭时的绝望往往是对等的，可能引发严重的衰退、银行危机的爆发甚至风险的跨国别传染，对资本市场和整体经济造成严重的负面影响。

泡沫破坏力的大小存在规律。1) 泡沫的大众参与度越高，泡沫破灭对经济的影响就越严重，对经济的破坏力越大，金融机构直接持有大量泡沫资产，杠杆风控和客户赎回的压力可能迫使他们贱卖，泡沫的破坏力加剧；2) 广泛的融资支持使泡沫在破灭时影响力向融资渠道溢出，产生更强的破坏力；3) 政府和央行的应对也是破坏力的重要影响因素，放任泡沫破灭带来的危机会强化其短期危害性。

变革置入是泡沫的扳机。变革往往能够引发人们对经济的乐观预期并催生巨大的想象空间。在泡沫早期，价格的上涨往往是变革带来的乐观预期的反映，但市场参与者将预期外推，产生过度乐观的情绪，价格在资金驱动下一路狂奔，脱实向虚形成资产泡沫。

一些因素加速了泡沫的成长。1) 扩张的货币政策推升市场整体流动性水平，为资产泡沫提供了适宜的生长环境；2) 杠杆工具的广泛应用放大乐观投资者的影响力，助推资产泡沫；3) 海外资金的进入带来额外的流动性，推动泡沫发展；4) 金融监管放松会减少融资和杠杆的限制，对金融创新关注不够同样是监管宽松的表现；5) 交易者的贪婪和资产管理中的委托代理问题是泡沫的主观驱动力。

BTC“泡沫”同样存在加速器。1) 通证间交易的发展和稳定通证规模的增长为BTC提供了充足的流动性环境；2) 杠杆工具的广泛应用起到了推波助澜的作用；3) 通证市场全球化的特点方便世界各国的资金流入；4) 现有市场环境下有效监管的缺失是泡沫发展的重要条件；5) 通证市场风险偏好较高的投资者群体是BTC泡沫的主观动力。BTC的助推因素的力量多强于传统市场，所以在其价格波动性更大，存在资产性机会。

风险提示：资产价格波动风险。

目录

1	泡沫的破坏力巨大.....	4
2	影响泡沫破坏力的因素.....	6
2.1	资产持有人的类型.....	6
2.2	资产的融资支持.....	6
2.3	政府和央行的应对.....	7
3	泡沫的“扳机”.....	8
4	泡沫的加速器.....	8
4.1	货币政策的扩张.....	9
4.2	杠杆工具的广泛应用.....	9
4.3	外国资金的涌入.....	10
4.4	金融监管的放松.....	11
4.5	交易者的贪婪.....	11
5	BTC 泡沫的加速器.....	12
5.1	通证间交易和稳定通证的发展.....	12
5.2	杠杆工具的广泛应用.....	13
5.3	全球化市场，方便资金流入.....	14
5.4	缺乏有效监管.....	14
5.5	风险偏好较高的投资者群体.....	14

图表目录

图表 1: 大萧条时期美国发生经济衰退	5
图表 2: 日本“失去的十年”.....	5
图表 3: 次贷危机中雷曼兄弟倒闭	5
图表 4: 日本股市泡沫形成于货币宽松时期	9
图表 5: 货币市场基金占 M2 比率在泡沫高峰期达到峰值.....	10
图表 6: 次贷泡沫中美国资本净流入明显 (亿美元)	11
图表 7: 稳定通证成为重要交易媒介	13
图表 8: USDT 规模在第三轮泡沫周期大幅增长	13
图表 9: 第三轮周期日本期货交易量大幅增长	13
图表 10: 合约交易所 bitMEX 规模增长	13

泡沫的历史悠久，在现代经济史上反复出现。同时，泡沫的破坏力巨大，轻则让参与者和提供融资的机构损失惨重，重则引起经济衰退，乃至全面的危机。近一百年来的主要经济衰退中，大萧条和次贷危机的发生都与资产泡沫的破灭有很大联系，这两次衰退都造成了严重的后果。

在泡沫的系统研究的前两篇《至暗时刻：BTC的“泡沫”周期——资产泡沫之一》、《BTC“泡沫”五个典型特征——资产泡沫之二》中，我们回顾了泡沫的历史渊源和典型特征，所有的泡沫看起来都非常相似，经历了类似的阶段。在《至暗时刻：BTC的“泡沫”周期——资产泡沫之一》中，我们将泡沫划分为变革、繁荣、亢奋、困境和恐慌五个阶段。在《BTC“泡沫”五个典型特征——资产泡沫之二》中，我们总结了全球典型的25个泡沫，通过对泡沫历史的研究，我们发现，典型的泡沫具有以下五个特征：

- 1) 泡沫通常由变革所驱动；
- 2) 泡沫与巨幅波动高同步；
- 3) 泡沫伴随着交易量剧增；
- 4) 泡沫对资产供给很敏感；
- 5) 泡沫破灭往往没有预兆。

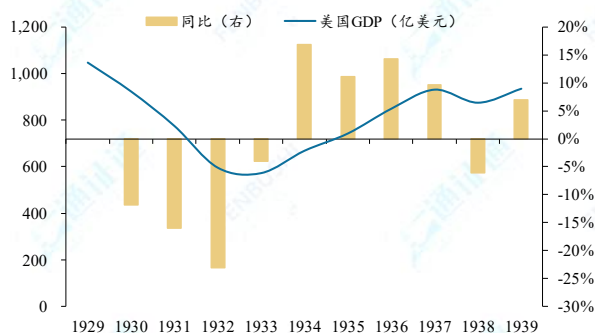
研究泡沫，一方面是因为泡沫的破坏性巨大，另一方面是为了把握泡沫带来的投资机会。虽然格林斯潘曾说过：“在泡沫破裂前，我们很难确定它的存在。”但是，通过对泡沫的扳机和加速器的研究，我们能够了解到泡沫产生和发展的条件，从而更好的认识市场的运行规律，把握投资机会，规避投资风险。了解到泡沫破灭严重的破坏性后，我们就会对市场多一分敬畏，在风险来临时更加理智。

1 泡沫的破坏力巨大

资产泡沫会为早期参与者带来巨大的财富，他们可能会获得几倍甚至几十倍本金的收益，但这些财富并非凭空产生，而是来自于**对市场预期的透支和对后入场者的掠夺**。泡沫破灭时，资产价格的自我强化驱动将逆转，让仍在场内的投资者承受亏损，甚至还可能对经济系统造成破坏。此外，向投资者提供贷款的金融机构也可能面临资本金损失，金融风险从中酝酿。严重的泡沫破灭可能会造成以下后果：

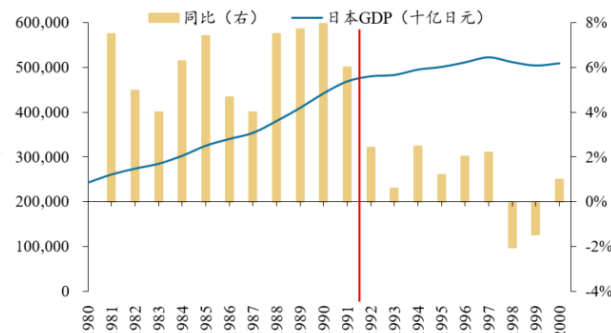
1) 严重的衰退 (Severity of the Recession)。体量较大的资产泡沫在破灭时往往会对经济增长产生一定的负面影响，严重时甚至可能会带来经济衰退。资产泡沫的繁荣周期中，大量资金涌入相关资产以期获得资产性收益，高位的时候尤甚，但大部分人往往无法获得泡沫的收益，而会成为买单者。资产泡沫使财富向少部分人集中，并产生了大量的摩擦成本，当其破灭时，对经济的透支就开始显现出来，通过消费、融资和投资等渠道向实体传导。1929年美股泡沫崩盘拉开了大规模经济危机的序幕，世界经济陷入了漫长的衰退期；1989年股市和房地产泡沫的破灭对日本经济造成了沉重打击，日本进入“失去的十年”；2008年次贷危机爆发，导致了严重的全球金融危机，世界经济也受其连累。

图表1：大萧条时期美国发生经济衰退



资料来源：Wind，通证通研究院

图表2：日本“失去的十年”



资料来源：Wind，通证通研究院

2) 银行危机的爆发 (Occurrence of Banking Crisis)。随着金融体系的发展,经济活动往往伴随着融资活动,资产泡沫也不例外。能够进入主流视野的资产泡沫中,价格的上涨通常离不开杠杆资金的支持,银行是规模最大的杠杆资金提供者,也是很多杠杆资金的最终来源。规模较大的资产泡沫中,银行系统通常会与参与者产生较深的资金关联,一些投行也会涉及甚至投资相应的资产。当泡沫破灭时,杠杆会对价格波动产生放大效应,多米诺骨牌倒塌一样的平仓可能会击穿银行的风控安全垫,造成资本金损失。当资产泡沫规模足够大、波及足够广泛、杀伤力足够强时,其破灭可能会引发银行系统的系统性风险。美股泡沫破灭后的“大萧条”中,美国发生了银行危机,很多银行出现了挤兑,到1933年罗斯福整顿金融业时,25568家银行只有14771家重新开业,淘汰了42.2%;日本的房地产和股市泡沫破灭后,也发生了银行破产潮,大银行甚至纷纷合并;次贷危机发生后,美国五大投行中雷曼兄弟倒闭,贝尔斯登和美林被收购,美国银行业的不良资产率从2006年1季度的0.5%上升到2018年2季度的1.7%,超过30家银行业倒闭,房地美和房利美双双破产。严重的资产泡沫,很可能造成系统性金融风险。

图表3：次贷危机中雷曼兄弟倒闭



资料来源：通证通研究院

3) 危机的跨国传染 (Spillovers to other Countries)。随着国家间联系的加深和经济全球化的发展,资产泡沫所引发的经济危机在国家间的扩散性逐渐增强。在相对早期的南海泡沫中,虽然也有外国投资者受到损失,但主要影响范围和破坏仍局限于英国国内。此

后的 1763 年危机和创始年恐慌等事件，波及多个国家，但影响力都相对有限。资产泡沫造成的危机的跨国别传染第一次造成世界范围危害的例子是美国咆哮二十年代股市泡沫后的“大萧条”，其始于美国，主要国家都遭受了巨大损失。这一阶段，各国的经济和金融联系已经相当紧密，个别国家的严重危机会通过各种传导机制向外扩散。当然，严重的跨国别扩散并不是所有泡沫后危机的共同特征，只有比较严重的例子中才会发生这种现象。2008 年的次贷危机中，这种破坏力巨大的传染性危机再次出现，引发了全球范围的金融危机。

2 影响泡沫破坏力的因素

人类的经济史中，资产泡沫的剧本一次又一次重复。泡沫细节存在一些差异，但也有很多共同的特征。这些泡沫的规模和破坏力有大有小。通过对历史泡沫的研究，我们发现参与者类型、信贷支持和政府与央行应对三个因素会对泡沫的破坏力产生较为明显的影响。资产的类型与泡沫的破坏力没有必然联系，只不过一些种类的资产在上述三个方面存在一些固有特点，所以资产类型会在表面上与泡沫破坏力产生联系。例如，房地产的持有人通常是普通大众，并且信贷支持在房地产行业的应用比较广泛，所以这类泡沫的破坏力在大部分时候比较强，但这也并非绝对，例如 1920-1926 年美国的房地产泡沫就没有造成严重危害，其他很多局部房地产泡沫也只是让参与者受到了损失，并没有对整体经济和金融系统产生足够大的影响。

2.1 资产持有人的类型

资产泡沫会造成财富的转移，很多人可能在资产破灭中失去大量财富，这会对消费和投资产生影响。一般而言，资产泡沫的财富再分配会使少部分人受益而大部分人受损，很多人会在这个过程中失去大量财产，其消费和投资的能力会明显降低。宏观来看，财富的集中会在整体上降低社会的消费倾向，给经济造成压力。通常，房地产和股市泡沫涉及范围比较广泛，公众参与度高，其泡沫破灭对经济的影响明显的强，如著名的大萧条和次贷危机。

少部分投资者参与的资产泡沫的破坏力通常有限，尽管这些泡沫的破灭会让参与者损失惨重。20 世纪以来，大宗商品市场波动剧烈，经常会出现局部泡沫，橡胶、咖啡、红绿豆乃至就苹果都曾出现过疯狂的泡沫，但这些泡沫大多没有对经济造成严重的影响，破坏力相当有限。这一现象的一个重要原因是，商品的期货市场参与者主要是贸易商和专业投机者，而非普通大众，所以影响范围和破坏力与公众普遍参与的泡沫有很大差距。

如果金融机构直接持有大量泡沫资产，由于杠杆风控和客户赎回压力，金融机构会被迫贱卖，泡沫破灭时的破坏力可能更强。金融机构持有资产所用的资金通常并非完全自有，通常以向客户募集或向银行接待等方式筹措。在资产价格下跌时，金融机构可能会面临资金压力，客户可能害怕进一步承受损失而赎回份额，银行可能会出于风控考虑停止续借到期款项，金融机构只能被迫卖出持有的资产，强化下跌趋势，加剧市场恐慌。如果这部分资产比例较大，那么金融机构面临的资金压力将极大加剧泡沫的破坏力。

2.2 资产的融资支持

外部融资会极大的提高泡沫的溢出效应，增加其对经济整体的影响。如果推动泡沫的主要是投资者的自有资金，虽然泡沫破灭会让参与者经历痛苦的亏损，但对于外部影响有限。但是，如果资产泡沫裹挟了大量的信贷资金，在泡沫破灭的恐慌阶段，银行系统很可能因杠杆仓位无法及时平仓而出现坏账，进而导致局部资产泡沫造成的危机蔓延到外部，乃至造成系统性金融风险。

外部融资加剧泡沫破坏性的典型例子就是次贷危机。造成这次危机的泡沫在一开始仅仅存在于房地产市场，大部分地区涨幅也不足一倍，横向来看并不算非常严重，本不至于发展为全球范围的金融危机。但是，这次房地产泡沫伴随着新的房产融资方式，面向信用和偿债能力较差购房者发放的次级贷款让更多的人参与到了这场泡沫之中，而他们的资产组合非常脆弱，无法抵抗较大幅度的房价下跌。基于次级贷款的证券化产品(CDO等)在市场上大规模流通，很多金融机构也大量持有这些资产。2006年美国房价出现拐点后，次级贷款大量违约，不仅加剧了房地产价格的崩盘，而且使很多发放次级贷款和持有相关资产的金融机构遭到灭顶之灾，全球性金融危机爆发。

同一类型的资产泡沫，可能会因为融资方式不同而走向不同结局。郁金香泡沫和1763年危机（糖和谷物等商品的投机引发）都是大宗商品泡沫，由于融资方式的差异，二者结果完全不同。郁金香泡沫的融资主要通过股权形式，贷款非常有限，而且与金融机构关联不大，所以没有向其他领域蔓延；1763年危机中，通过汇票等形式金融机构与市场参与者形成了广泛的联系，当价格崩溃时大量金融机构倒闭，发生了较为严重的银行危机。铁路狂热和互联网泡沫同样由新技术驱动，它们也因为融资方式的差异呈现出了完全不同的破坏力。铁路狂热中，股票发行伴随着大量的银行贷款，当泡沫崩溃时，发生了严重的银行危机和经济衰退；互联网泡沫以股权融资为主，其破灭虽然让投资者损失惨重，但造成的经济衰退相对温和，并且很快即告结束。可见，融资方式是泡沫破坏力的重要影响因素。

2.3 政府和央行的应对

资产泡沫是市场经济中的普遍现象，当泡沫破灭影响经济时，需要政府和央行进行干预，以降低其危害。虽然市场在正常情况下具有自我修复的能力，但这个过程可能漫长而痛苦，危机严重时更是如此。如果寄希望于市场自发修正而放任危机发展，可能会让一些企业组织乃至劳动力受到不可逆损害，降低总体福利。凯恩斯曾说：“长期来看，我们都会死去”，虽然市场的内生力量在长期会对泡沫及其造成的危机进行修复，但政府及央行的干涉可以在很大程度上降低泡沫的负面影响，对危机的放任通常不是一个好的选择。

在泡沫的早期，政府常常将其视为正常的经济繁荣而不加干预，甚至会提供一定的支持，资产泡沫在初期也很难与一般的经济繁荣区分。到了亢奋阶段，政府注意到了泡沫的发展并意识到了其严重后果，通常会采取一定的降温措施，但这个时候没有出现实际危害，这些措施往往力度较小，而亢奋的资产价格往往能够无视利空，包括政府的警告。因此，政府真正需要和能够发挥作用的阶段，是泡沫破灭后的恐慌时期，政府需要在这一阶段降低泡沫破灭对经济造成的危害。

资产泡沫破灭后，政府的不同应对可能带来完全不同的结果。1929股市崩盘后，尽管泡沫的破灭已经对经济造成了极大影响，但胡佛政府坚持自由放任的政策，不采取主动的应对措施干预，最终

发生了大萧条，并酿成了世界范围的经济危机。罗斯福就任总统后，采取了被称为“罗斯福新政”的危机应对措施，整顿金融业、兴建公共工程、促进就业，帮助美国更快走出了危机。同样严重的次贷危机爆发后，美联储推出了大规模资产购买计划，通过各种途径为市场注入流动性，相对有效的控制了危机。

3 泡沫的“扳机”

在《BTC“泡沫”五个典型特征——资产泡沫之二》中，我们已经论述了，泡沫通常始于变革的置入，变革就是泡沫的扳机。泡沫通常并非凭空产生，在早期阶段，资产价格的上涨是市场对变革作用下经济前景乐观预期的反映。人类社会曾经在技术进步的驱动下发生了四次工业革命，生产力在工业革命中飞跃式增长。当新的技术进步发生时，人们有理由相信这次的技术革新会为生产和生活方式带来翻天覆地的变化，从而带动经济增长。同时，监管放松和金融创新等制度方面的改变，以及流动性环境的宽松也是可能带来经济增长的变革因素，同样可能成为泡沫产生的契机，也就是“扳机”。

并非所有的变革都能成为泡沫的扳机，但泡沫扳机有一些共同的特点。泡沫的“扳机”需要能让人们对经济产生较强的乐观预期，最好还能够提供巨大的想象空间。市场经济中，每个人都会根据自己的认知判断经济环境和未来预期收入，从而做出消费和投资决策。技术进步和其他类型的变革可以增加人们的预期收入，提高未来的消费和投资水平，相关的行业更是会引来迅猛的增长。对经济的预期改善后，人们就会寻找相关的资产买入，以求在未来从变革带来的增长中获益，资产价格上涨。

随着价格的上涨，参与者将“扳机”所带来的预期外推，产生了过度乐观的情绪。变革通常发生在特定的行业或领域，能够让局部经济生产力水平提高。泡沫的初期，资产价格还相对理性，是对变革所带来的经济发展的反映。但是，随着价格的上涨，人们开始将变革带来的影响外推，并预期资产价格会一直上涨。处于资产泡沫中时，人们常常会认为这次会是新的科技革命，然而历史上大规模的科技革命仅仅发生过四次。

亢奋阶段，资产价格将脱离“扳机”的桎梏，在情绪和资金的驱动下狂奔。泡沫的早期，资产价格与变革所带来的经济增长相对应，而进入亢奋阶段后，价格就开始脱离地心引力，远远超过了合理的增长范畴。这个时候，原来的逻辑已经不能再承载疯狂的行情，夸张的故事伴随着疯狂的上涨出现。日本房地产和故事泡沫的高潮

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13455

