

José A. Scheinkman

Speculation, Trading and Bubbles

谁都逃不掉的泡沫

「美」何塞·施可曼◎著

崔传刚◎译



中信出版集团 · CHINACITICPRESS



**Speculation,
Trading and Bubbles**

谁都逃不掉的泡沫

何塞·施可曼 (José A. Scheinkman)

肯尼斯·阿罗 (Kenneth J. Arrow)

帕特里克·博尔顿 (Patrick Bolton)

桑福德·格罗斯曼 (Sanford J. Grossman)

约瑟夫·斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz)

◎著

崔传刚译

图书在版编目 (CIP) 数据

谁都逃不掉的泡沫 / (美) 施可曼著 ; 崔传刚译

—北京 : 中信出版社, 2016.6

(大师公开课系列)

书名原文 : Speculation, Trading and Bubbles

ISBN 978-7-5086-6029-5

I. ①谁… II. ①施… ②崔… III. ①通货膨胀—通俗读物 IV. ①F820.5-49

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第058038号

Speculation, Trading and Bubbles by José Scheinkman, Sandy Grossman, and Patrick Bolton

Copyright © 2014 by Columbia University Press

Chinese Simplified translation copyright © 2016 By CITIC Press Corporation

Published by arrangement with Columbia University Press

Through Bardon-Chinese Media Agency

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

谁都逃不掉的泡沫

著 者 : [美] 何塞·施可曼

译 者 : 崔传刚

策划推广 : 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行 : 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者 : 北京画中画印刷有限公司

开 本 : 880mm × 1230mm 1/32

印 张 : 4.5

字 数 : 95千字

版 次 : 2016年6月第1版

印 次 : 2016年6月第1次印刷

京权图字 : 01-2014-4202

广告经营许可证 : 京朝工商广字第8087号

书 号 : ISBN 978-7-5086-6029-5

定 价 : 49.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线 : 010-84849555 服务传真 : 010-84849000

投稿邮箱 : author@citicpub.com

哥大经济学研究的点滴往事

非常感谢哥伦比亚大学以我的名字命名和举办这样的系列讲座，感激之情不再赘言。在此我想简单地谈一谈我在哥大学习与研究经济学的点滴往事。

当年我在哥大学习之时，哥大还是一个很混乱的地方。经济学系的课程五花八门，彼此几无联系。我到哥大本想学习统计学，而不是经济学，但这里不授予统计学学位，所以我只能攻读经济学的博士学位，因为这是唯一一种能够让我接近统计学的方式。但我却被经济学迷住了。我的



导师是哈罗德·霍特林，他的学术影响今日犹存。我选了他的经济学课程，这门课独一无二，因为当时没有人教授最优理论、经典原则以及均衡等，这些议题在当时基本没有人涉猎。事实上，当时也不要求经济学研究生学习价格理论。

当时学界的领军人物关注的是商业周期，而如今这个术语也显得有点过时了。不过，虽然我们今天不太使用这一术语，但经济的繁荣与萧条仍然伴随我们左右。当时韦斯利·克莱尔·米切尔是这一领域的伟大人物，虽然现今他的名字听起来已经有些陌生，但创建美国国家经济研究局的正是此人。我上绝大多数课程的那一年，他正在休假，当时替代他的是副手阿瑟·F·伯恩斯。伯恩斯当时是罗格斯大学的教授，后来担任美联储主席和美国经济顾问委员会主席。他非常睿智，但因为过于严于律己，他从未真正完成某项研究，所以我觉得他的影响力有限。不过，尽管他的理念与我的截然相反，但他仍是我见到过的最具智慧的人之一。虽然作为统计学家，我想要的是一个形式模型，但最终吸引我的众多模型却都非此类。很多模型都建立在经济存在巨幅波动这一事实之上。现在回想起来，在钢铁工业时代的经济繁荣与萧条中，我们在本书中所讨论的金

融因素竟然没起到什么作用，这一点还是让我略感惊讶。但是对于统计学家而言，所有的行业多多少少都有相似性。作为统计学家，我并不想显得过于挑剔，因为统计学家应当积极地去收集大量数据，这样计量经济学家就可以运用这些数据更好地建模，他们并不会组织你这么做的。

当然，如今的经济学系日新月异，早已非昔日可比。早在我“二战”后回到哥大那会儿，经济学系就已经变了模样。艾伯特·杰伊·诺克非常关注信贷市场的不完全性，他算得上是战后最大牌的人物。他与我相互敬重。虽然他的研究方向与我的稍微不同，但却给了我很大的启发。经济学系后来的发展则显示出其与日俱增的活力。与我当年相比，哥大以及其他大学经济学系的研究生所接受的训练都更加严厉和苛刻。过去与现在已经无法相提并论。我非常欢迎何塞·施可曼加入哥大，以延续此地之传统。

肯尼斯·阿罗

1972年诺贝尔经济学奖获得者

阿罗经济学理论引发的思考

肯尼斯·阿罗是哥大最优秀的毕业生之一，我希望我们所有的毕业生都以他为榜样，并以他的成就为动力。在这个系列中，我们从其论文或学术贡献中的某一具体方面出发，分别组织了多场年度讲座。从这些讲座与后续的讨论中，我们更可清晰得见许多源自阿罗，并在后来数十年中得以发展的独到思想。

本系列讲座的第一讲由布鲁斯·格林沃尔德和我主讲（菲利普·阿吉翁、罗伯特·索洛和肯尼斯·阿罗参与讨论），其内



容以肯（“肯尼斯”的昵称）1962年发表的关于“干中学”（learning by doing）模型的论文为基础展开。该论文是探讨技术变革理论的最具创新性的文章之一，通过此文，阿罗解释了知识在生产中的形成过程。布鲁斯和我将这一理念进行了拓展，以寻求如何可以创建一个更好的学习型社会，以及推而广之，如何创建一个更具活力、生活水平增长更快的社会和经济体。我们将讲座内容扩展成了一本书，书名为《创建学习型社会：增长、发展及社会进步的新路径》^①。

阿马蒂亚·森和埃里克·马斯金是第二讲的主讲，罗伯特·索洛和肯参与了讨论。这场讲座的内容聚焦于肯的博士论文，也就是后来出版的《社会选择和个人价值》（1951）。这堂讲座的内容被命以《选择的悖论》^②出版，此外该书还收录了普拉桑塔·帕坦尼克的论文以及他对此书的介绍。

第三讲我们有幸请到了何塞·施可曼，他将就投机交

① 《创建学习型社会：增长、发展及社会进步的新路径》（*Creating a Learning Society: A New Approach to Growth, Development, and Social Progress*）将由中信出版社出版。——编者注

② 《选择的悖论》（*The Arrow Impossibility Theorem*）将由中信出版社出版。——编者注

易与泡沫展开探讨。他的讲座涉及肯在一般均衡理论方面的一大重要贡献。在该讲座之后的多年中，何塞修正了他的观点并将其发展为本书中一篇富有影响力的论文。

经济学的一大重要观点是亚当·斯密的“看不见的手”理论：个体仿佛是在“看不见的手”的指引下，在追求个人私利的同时实现了社会整体的福利。尽管在1776年斯密就阐述了这一理论，然而，这一理论在何种意义（即社会福利是什么）或者何种条件下为真却仍不清晰。为了对此进行评估，必须建立一个整体经济如何运行的“模型”。19世纪晚期，法国著名数理经济学家里昂·瓦尔拉斯建立了一个这样的模型。20世纪初，意大利著名经济学家维尔弗雷多·帕累托明确阐释了何为社会福利的最大化，这就是后来被称之为“帕累托最优”的概念，即在没有让其他人的情况变得更差的条件下，没有人的情况能够变得更好。

瓦尔拉斯以方程组的方式来描述竞争市场的均衡，每一个方程表示一种商品（要素、服务），并假设需求等于供给。这一方程组的解被称作经济学的“一般均衡理论”。但瓦尔拉斯有两个问题未能解决。其中一个比较技术性的问题是：在何种条件下，这一方程组有解。1954年，阿罗和德布鲁发展了20世纪30年代亚伯拉罕·沃尔德的研究，为

如上问题提供了答案。

另一个更为重要的问题是，何种条件下才能达到竞争市场的帕累托最优。阿罗在 1951 年的经典论文中为此提供了答案（也参见德布鲁）。与资本及风险市场本质相联系的一个关键条件是：要达到帕累托最优，就必须拥有为每一时期、每一意外风险做出担保的完全证券。这些承诺支付（比方说，在时间 t 、状态 i 下的 1 美元）的证券后来被称为阿罗-德布鲁证券。这一表述是所有现代金融理论的基石。平衡理论所描述的是当市场有效运行时所发生的情况。但如同我们在过去几年所见，市场并非永远有效运行。自半个世纪前肯进行开创性研究开始，理解为何市场经常失效，尤其是金融市场的失效状况，已经成为这一领域的重心。

例如，当我还是研究生时，让我非常感兴趣的一个研究领域是：在完全阿罗-德布鲁证券缺失的条件下是否仍能出现有效市场。彼得·戴蒙德于 1967 年发表的一篇重要论文指出，在一系列条件下，即便没有完全的阿罗-德布鲁证券，市场仍然可能达到帕累托最优或者受约束的帕累托最优。后来的结果表明，这一结论只在单一商品条件下有效——这有点专业，但是这个条件限制了该结论与现实世界的相关性（斯蒂格利茨，1982；格林沃尔德和斯蒂格

利茨，1986）。

在过去40年中，多数研究都是以理性预期理论为前提对市场行为进行评估的，这一前提认定个体会利用所有可用的信息对未来做出推断，所有的个体都拥有相同的理念。尽管完全的市场可能并不存在，多数研究关注的仍是没有对卖空等行为做出约束的情况。当然，在实际中，个体的信念肯定存在差异。这是现实情况，而且也可能存在非常深刻的影响，对此我在大约40年前的一篇文章中（1972）就提出了。但是，只有提出卖空约束，我们才可清晰得见这一问题的全部后果，这就是何塞在这次精彩讲座中所呈现的内容。

在做这场讲座时，何塞还在普林斯顿大学任经济学系西奥多·A·威尔斯教授，如今他来到哥伦比亚大学，担任经济学系埃德温·W·里克特教授一职。

在何塞的论文之后，我们还附上了当时讲座讨论内容的修订稿。第一位点评者帕特里克·博尔顿是全球思想委员会的成员、哥伦比亚大学商学院巴巴拉和戴维·扎拉兹尼克教授、哥伦比亚大学经济学系教授。第二位点评者是桑福德·格罗斯曼，他曾经于20世纪70年代中期和我一起，在斯坦福大学共事，后来他先后在普林斯顿、芝加哥，以



及宾夕法尼亚大学任教。目前格罗斯曼担任QFS资产管理公司的主席兼首席执行官。

和其他几场阿罗的讲座一样，我们这场讲座也有幸云集了众多知名学者，他们都是肯的同人和学生，而且其中很多人都参加过肯起核心作用的一年一度的斯坦福社会科学数学研究所（IMSSS）的夏季研讨会。

约瑟夫·斯蒂格利茨

2001年诺贝尔经济学奖获得者

序 言

哥大经济学研究的点滴往事	V
肯尼斯·阿罗	
1972年诺贝尔经济学奖获得者	

丛书导言

阿罗经济学理论引发的思考	IX
约瑟夫·斯蒂格利茨	
2001年诺贝尔经济学奖获得者	

投机、交易与泡沫

南海泡沫	007
三个典型事实	011
卖空成本过高与过度自信	019
创造与消灭泡沫的力量	022
来自中国的其他证据	033
牢记在心的教训	037

点评1

正在发生的泡沫和即将到来的崩溃 039

帕特里克·博尔顿

哥伦比亚大学商学院教授

点评2

过度冒险催生泡沫 049

桑福德·格罗斯曼

QFS资产管理公司主席兼首席执行官

点评3

不确定环境中的个人理性 059

肯尼斯·阿罗

1972年诺贝尔经济学奖获得者

讨 论

为什么泡沫会突然破灭 067

附 录

正式模型 079

相关作者简介 103

注 释 109

参考文献 115

投机、交易与泡沫

在改革开放的进程中，中国的大多数地区都经历了经济的高速增长。然而，在高速增长的同时，也出现了投机、交易和泡沫的问题。这些问题在房地产、股市和期货市场等领域表现得尤为突出。

在房地产市场，投机行为导致了房价的过快上涨。许多投资者为了追求短期利益，纷纷涌入房地产市场，推高了房价。这不仅给普通购房者带来了巨大的经济压力，也导致了房地产市场的泡沫化。在股市，投机行为同样导致了股价的剧烈波动。许多投资者为了追求短期利益，纷纷涌入股市，推高了股价。这不仅给普通投资者带来了巨大的经济压力，也导致了股市的泡沫化。

在期货市场，投机行为同样导致了期货价格的剧烈波动。许多投资者为了追求短期利益，纷纷涌入期货市场，推高了期货价格。这不仅给普通投资者带来了巨大的经济压力，也导致了期货市场的泡沫化。

投机、交易和泡沫的问题，给中国的经济带来了巨大的负面影响。它不仅导致了资源的浪费，也导致了经济的波动。因此，政府必须采取有效措施，遏制投机、交易和泡沫的问题，以促进经济的健康发展。

感谢全球思想委员会给了我做阿罗讲座的机会，对此我不胜荣幸。肯尼斯·阿罗是20世纪下半叶的经济理论领域的一位顶级研究者，包括金融资产定价在内的众多理论都受到了阿罗思想的深远影响。我也要感谢肯·阿罗，帕特里克·博尔顿，桑迪·格罗斯曼，乔·斯蒂格利茨以及其他在讲座过程中参与点评的听众成员；感谢格伦·韦尔（Glen Weyl）和熊伟（Wei Xiong）对讲座初稿的点评；感谢马修·戈麦斯（Matthieu Gomez）和迈克尔·索克因（Michael D. Sockin）在研究上给予的大力协助。这个讲座内容里有很多思考都源于我和哈里森·洪（Harrison Hong）以及熊伟的合作研究。

在金融市场的历史中，资产价格大幅超过其基本面的时期屡见不鲜，通常，这样的情况被称为泡沫。然而，对于是何种经济力量制造了这些泡沫，经济学家却鲜有共识。不计其数的学术论文和著作向我们解释称，在某些特殊情况下出现的资产价格不过是经济活动者对未来收益的理性贴现，是合情合理的。一些有效市场理论的支持者甚至认为研究泡沫没有任何意义。¹

出现这种困境的原因，部分在于经济学家对泡沫的讨论仅限于资产价格的变动。最常见的泡沫定义认为，泡沫就是“价格超出基本面估值的一段时期”。然而，估值会因为对基本面理解的不同而有别，而且有效市场理论的倡导者也已经准确指出，从事后分析看，估值几乎总是错误的。此外，泡沫也经常科技或金融创新时期出现，而由于在泡沫时期，这些创新的价值无法被确定，因此尽管经常是不合常理的，但看多者根据自己掌握的信息，认为买入资产的价格是对未来股息合理估值的反映也就情有可原。

在本次讲座中，我采用了另外一种研究方法。我会从一种更为精确的资产价格模型入手，它考虑了资产价格和基本面估值存在背离，同时其附加影响也更容易通过模型加以实证评估。这一模型创建的基础，是投资者当中存在