

我们正在经历20世纪30年代以来
最严重的金融危机



索罗斯

GEORGE
SOROS

带你走出金融危机

The New Paradigm for Financial Markets

The Credit Crisis of 2008 and What It Means

(美) 乔治·索罗斯 著
(George Soros)



机械工业出版社
China Machine Press



GEORGE
SOROS

索罗斯

带你走出金融危机

(美) 乔治·索罗斯 著
(George Soros)

刘丽娜 慕相 译 胡继旋 审校

The New Paradigm for Financial Markets

The Credit Crisis of 2008 and What It Means



机械工业出版社
China Machine Press

George Soros. The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means.

Copyright © 2008 by George Soros. Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China Machine Press/Beijing Huazhang Graphics & Information Co., Ltd. Published by arrangement with PublicAffairs, a member of Perseus Books Group.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information Storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由PublicAffairs通过Bardon Chinese Media Agency授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版社预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2008-4317

图书在版编目（CIP）数据

索罗斯带你走出金融危机/（美）索罗斯（Soros, G.）著；刘丽娜，綦相译。
—北京：机械工业出版社，2009.1

书名原文：The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means

ISBN 978-7-111-25438-6

I. 索… II. ①索… ②刘… ③綦… III. 金融学—研究 IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第169359号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：宁 姗

版式设计：刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷 · 新华书店北京发行所发行

2009年1月第1版第2次印刷

170mm×242mm · 11.25印张

标准书号：ISBN 978-7-111-25438-6

定价：29.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

重出江湖的索罗斯

索罗斯先生本来已经退休了，去年重出江湖，在本次金融危机中又大赚了一把，令人叹服。还是和过去一样，索罗斯先生赚了钱就写书，他的每一部新书几乎都是一半理论，一半经验，而且理论部分的分析也总是特立独行，一半是非常严谨的逻辑推理，一半是非常模糊的直觉判断。如果用数学理论的发展来比喻索罗斯先生的理论，可以说，他的理论分析既有基础数学的简单，又有模糊数学的睿智。

为什么会这样呢？和绝大多数理论家不同，索罗斯先生是一个金融市场的参与者，这是他分析问题的角度与众不同的关键。此外，绝大多数人在理论分析时通常是把参与者视为

推专
介
一文

GEORGE
SOROS

主体，把市场视为客体，所以会“抽象”分析客观的市场机制或市场规律。而在索罗斯先生看来，市场的参与者就是市场的一部分，所以必须把参与者的行为方式及其对其他参与者行为的影响看做是市场本身的机制，所以他特别强调参与者之间的“互动性”、市场信息在流动中的扭曲，以及人们（包括监管者）基于扭曲信息做出的决策中必然包含的偏见。这时我们看到，索罗斯先生作为一个积极的市场参与者，研究由不同市场参与者构成的市场，结果产生了一个新的研究“范式”。

在他的《金融炼金术》一书中，索罗斯先生首次提出了反身术或反身理论（reflection theory），在这本书中，索罗斯先生又提出了交互反身性（interference reflexivity），这些晦涩的新概念引发了许多误解，特别是翻译成中文后产生的望文生义，往往会使读者误入歧途，演绎出许多深不可测的理论解读。其实，索罗斯先生是一个行动者，他永远是一个贴近市场的思想家，所以永远也不会远离市场走进虚无缥缈的思辨世界。读他的书，如果你有任何困惑，那么就合上书本，把自己设想为市场的参与者来体验市场信息的流动性，你就能够感悟出大师的思维，领会到市场的变异，把握住行为的偏导。

在这本书中，或许是他第一次提出了超级泡沫（super bubble）的概念及其形成的时间和原因。在索罗斯先生看来，引发金融海啸的超级泡沫是在过去25年中形成的，原因恰恰是参与者的行为和市场信息之间多层次的相互作用，也就是本书提出的交互反身性理论。因此，

每一个市场泡沫的生成，无论结果是破灭或膨胀，都包含着趋势和错误。换句话说，市场永远也不会达到经济学家所期望的均衡状态，它永远是在动态非均衡状态下运行的。言外之意，适者生存，各领风骚，只要市场存在，市场的信息和参与者的行为就永远会在互动中不断形成新的泡沫，这是我们必须面对的挑战。

金岩石

2008年10月28日于黄山

金融哲学和认识论革命

几年前读过索罗斯先生的一本书，名字已经忘记了。只记得书中谈到的所谓“反身理论”很吸引我，而且我也认为他的那套哲学在金融市场很大程度上是正确的。在这本《索罗斯带你走出金融危机》一书里，他又一次在重复和强调他的这套“反身性”哲学，我相信它一定会引起中国读者更高度的关注——因为作为一个成功的投机者，他又一次预言了这次次贷危机的严重后果。

2007年我在美国做访问学者的时候，整个第三季度和第四季度不断有美国各商学院的知名经济学家和华尔街的专家告诉我，次贷危机只不过是一次局部的金融危机。而早在2007年8月份，索罗斯却已经为他所管理的基金建立

GEORGE
SOROS | 专推
介
文二

了大量的空头头寸，因为他预见到：这次危机是20世纪30年代以来从未遭遇过的严重金融危机，并将终结从里根时代开始的25年的超级大泡沫！

随着次贷危机一步步扩大为席卷全球的金融危机，并且正在引起欧美实体经济的衰退，我们不得不佩服索罗斯先生深刻的市场洞察力，更不得不深入研究支撑他判断的背后的那套哲学——“反身理论”。

其实，所谓“反身理论”无非是证明金融资产价值不是纯客观的，金融资产的定价是主观的。经济学家告诉投资者要分析金融资产的基本面，可是股票的价格并不是纯粹由基本面决定的。任何投资者都是影响金融市场波动的参与者，有实力的投资者必定会对金融市场施加影响。索罗斯把这种功能叫做参与功能或操控功能。如果不能把参与功能或操控功能考虑到资产估值模型中，那么所有的估值模型最终都会被证明是失败的。

这套理论从别人嘴里说出来原本不会太惊人，我本人在2006年出版的《新财富论》里甚至更系统地提出了类似的学术观点。在我即将完稿的新书《软财富革命》中有专门的一章“软价值论”来论述金融资产的定价哲学。我的“软价值论”认为：

经济学各流派都想确定自己的绝对价值论，但是却没有意识到，在某些领域，绝对价值原本就是不可能的。对所有软财富而言，比如知识产权、信息产品、金融虚拟资产，人类主观认识变化对软财富价值的影响远远大于软财富“内在价值”的波动。

传统价值论认为任何资产都可以孤立地定价，并且其本身内涵决

定价值，价格只能围绕价值波动，最终还应该还原到其价值的本来定位。而金融资产的价值首先取决于其群体性认知，其次取决于其所在的参照系，最后才是由软财富本身的内涵价值决定。

对于软财富的定价，重要的不是定义绝对的精确的价格，而是确定软财富的价值参照系、价值波动区间和价值分布规律。在确定的参照系和价值波动区间内，软财富价格既可能是周期性的回归系统均衡，也可能是阶段性发散的；既可能是沿着固定轨道运行，也可能是类似于某种概率分布规律。软财富的价值不是一个点，而是一个“域”。

我把自己的理论主张写到这个专文推介中，一方面是因为我从索罗斯的书找到了共鸣，另一方面我更坚信这种认识是正确的。当越来越多的人开始认识到这些问题，金融资产的定价就会越来越接近真理或者真相。

当然，在我看来，索罗斯先生想建立一套哲学的理想是不可能实现了，因为在他的书中唯一接近哲学框架的一句话是：“既然社会活动跟自然现象不一样，那用牛顿物理学框架去建立模型就是错误的。”三年前在北大的一次会议上，厉以宁老师也说过一个简单的比喻：“股票市场跟天气不一样，如果所有的人都说下雨，它该晴天还是晴天；如果所有的人都认为股票要涨，股票就真的会涨了。”成功的投机家和伟大的学者都已经有了哲学认识上的萌芽，总有一天它会成长为参天大树。

当然，阅读本书我们不仅关注其中的哲学思想，还应该关注索罗斯的金融实践，尤其是他的“暴涨—暴跌模型”，因为不管他的投机活动是否有社会危害性，毕竟大部分时候他赢了！

在1992年英镑危机中，索罗斯带领一帮投机家成功地狙击了英镑。尽管那时候英镑的确有所高估，但是并未到索罗斯们所夸张的程度。事实证明，危机后不久，英镑就逐步反弹了。可是索罗斯们却卷走了大量的财富。

在1997年开始的亚洲金融危机中，索罗斯也是始作俑者。危机之前的东亚国家，汇率的确有所高估，地产、股市也不是没有一点泡沫，可是绝非索罗斯们所夸张的那么严重。然而在巨大的投机势力联手狙击下，大部分东南亚国家地产暴跌、股市暴跌、汇率贬值，巨额财富被卷走！但是仅仅过了两三年时间，一切就恢复了平静，亚洲股市回到了金融危机前的估值水平，汇率水平也逐渐恢复，地产一天天走向繁荣。亚洲金融危机过程中铺天盖地的批评东亚经济增长模式不可持续的文章仿佛一夜之间全不见了——卷走财富就偃旗息鼓，大部分投机家都没有把精力浪费在和赚钱无关的评论上。

这一次金融危机的判断，事实证明索罗斯又赢了。正如书中所言：“金融市场的走势并不会趋向一个公认的均衡状态，而是遵循一个单向的过程。”“危机一旦爆发，金融市场就会骤然分崩离析，但凡可能变得糟糕的事情都会成为现实。”

不知道索罗斯先生的上述判断仅仅是一个预测，还是在实践他“参与者”和“操控者”的理论，企图对危机的蔓延施加影响……

滕 泰

2008年11月2日于北京

探求新的金融市场智慧

因百年一遇的全球金融危机的爆发，2008年的秋天浸透着阵阵寒意。国际金融中心华尔街的惨烈崩塌击碎了雄霸世界几十年的美国模式的金融信条，甚至资本主义自身也成为被质疑的对象，世界金融市场陷入罕见的恐慌。此刻，拿起这本刚刚译毕的小册子，我们不得不为本书的作者——乔治·索罗斯的洞见所惊讶。

一年前，当美国次贷危机初露端倪，索罗斯关于这场危机的性质和结局的判断被认为是危言耸听的预言。索罗斯很早就断言：“我们正在经历20世纪30年代以来最严重的金融危机。当前这场危机标志着建立在以美元为国际储备货币基础上的信贷扩张时代已经终结。”“这场危机是长久以来形成的一个超级大泡沫

**GEORGE
SOROS** | 译者序

的破裂，其影响将极其深远。”

一语成讖。就在几个月前，这样的声音也不为大多数人所接受，而今，“房利美”及“房地美”被接管、雷曼兄弟申请破产保护、美林被收购、美国国际集团被部分国有化、“点石成金”的美国五大投资银行中三家已丧失独立经营地位……华尔街的落花流水击倒了全球金融业的多米诺骨牌。当全世界的经济学家都在为寻求解释现实的新方法而焦头烂额时，索罗斯的预言不得不引起人们的重视。

索罗斯的这部新作堪称一本金融市场哲学著作。全书篇幅不长，分两篇：哲学和金融。前者阐述了作者对自己一生总结的哲学思考，后者则概述了作者亲身经历的金融事件，可以说是半个多世纪的简明国际金融危机史。特别是，作者还以日记的方式，忠实记录了自己一段时间在金融市场的投资行为，并进行实时的跟踪剖析。

哲学决定了人们看世界的方式和如何在现实中采取行动，而行动反过来会影响一个人思想的形成。索罗斯的哲学观与金融观绝非是割裂的，而是相得益彰的，贯穿在他一生的金融实践中。从这个意义上讲，其著作又具有方法论的价值。

与任何一位哲学家在建造自己理论大厦时的做法一样，索罗斯也创造了自己的建筑术。他把自己的理论命名为“反身性”（reflexivity）理论，提出了“易错性”（fallibility）、“超级泡沫假说”（super bubble hypothesis）、“暴涨—暴跌模型”（boom-bust model）等概念，并毫不掩饰其对理论上的对手——流行的古典经济学均衡理论和自由放任观念——的怀疑，并称之为“市场原教旨主义”。

书中提到的一些观点都是颠覆性的，其理论建立的基础与主流的经济学和金融市场范式完全不同，等于在他那里从根本上否定了现代经济学近几十年甚至百多年来的努力。他分析了人类具有的两种功能：认知功能和操控功能，并强调人在认识世界的同时还希望按照自己的意图改变世界，或者说操控世界，从而使得所要认识的客观世界都面目全非了，认知也就成为问题，知识也变得不可靠了。这种“双向反身性互动关系”左右了金融市场参与方的行为，也左右了金融市场的走势。索罗斯认为，在金融市场上，对操控能力的过度追求就会导致波动和危机的发生。因此，他希望人类的行为能更多服务于认知功能，而不是操控功能。换句话说，他希望人类的行为应该更多用于求知，而不是企图操控所认知的对象。这将符合道德上的善，否则，会导致不可避免的恶。

索罗斯自信其观点相对于市场均衡理论能够更好地解释当前所面临的现实。另一方面，他又很有自知之明，承认自己是个并不怎么成功的哲学家，尽管投资上有些收获，但对于如何重塑金融市场的对策不多。在此意义上，他认为自己的书只是个开端，值得更多有识之士继续推进研究。

尽管索罗斯是个有争议的人物，但是仅就金融理论和金融实践领域而言，他无疑是个让人敬畏的预言家，与其说他贡献了投资建议，不如说他贡献了哲学智慧，他在某种程度上为人们当前寻找金融市场新范式开辟了一条发人深省的小径。

我们正在经历20世纪30年代以来最严重的金融危机。本轮危机与过去25年发生的几次危机虽有相似之处，但有一个根本的差别：当前这场危机标志着建立在以美元为国际储备货币基础上的信贷扩张时代已经终结。周期性爆发的金融危机不过是“暴涨—暴跌”（boom-bust）大循环过程中的一个局部，当前的这场危机宣告持续25年以上的超级繁荣达到终点。

我们需要一个新范式（new paradigm）来理解正在发生的一切。目前的流行范式，即金融市场会趋向均衡的说法不仅是错误的，而且具有误导性。我们现在遇到的麻烦主要归咎于国际金融体系的发展是建立在这个错误范式的基础之上。

我所提出的新范式不是只局限于金融市场，还涉及思想与现实的关系。这个新范式认

前
言

GEORGE
SOROS

为，错误的观念和错误的阐释是历史发展进程中的重要角色。当我还在伦敦经济学院（London School of Economics）求学时，我就已经开始构想这一概念框架，但那时我还没有投身于金融市场。我以前在书中曾提到过，卡尔·波普（Karl Popper）的哲学思想对我影响颇深，使我对完全竞争理论赖以成立的假设基础，特别是关于完备知识（perfect knowledge）的假设产生了怀疑。我逐渐意识到，市场参与者不能仅仅根据知识来做决定，他们存有的偏见既会影响市场价格，也会对价格本应反映的基本面产生影响。我认为，市场参与者的思考具有双重功能。第一，我称之为认知功能（cognitive function）。第二，由于市场参与者试图改变现状，我称之为参与功能或者操控功能（participating or manipulative function）。这两种功能作用方向相反，在某种条件下，它们之间会相互影响，我称之为交互反身性（interference reflexivity）。

当我自己也成为一名市场参与者时，我把我的概念框架应用到金融市场。它使我对暴涨—暴跌过程有了更透彻的理解，这个过程最初是自我增强的（self-reinforcing），但最终会变为自我溃败（self-defeating）。作为一名对冲基金经理，我把这一观点应用于投资实践，效果还不错。我在1987年出版的第一本书《金融炼金术》中，详细地阐述了反身性理论。这本书获得一大批追随者，但是反身性理论在学术圈并未得到严肃的认可。我本人也十分怀疑自己在书中是否讲出了一些新意。毕竟，我涉及的是哲学中最基本、也是被研究得最透彻的问题，关于这个问题能讲的东西几乎都被说尽了。不过，我的概念框

架对我个人而言仍然至关重要。无论是一名能赚钱的基金经理，还是一个能花钱的慈善家，我都在这个概念框架的指引下前行，它已与我本人融为一体。

当金融危机爆发时，我已从基金管理的前线退下来，在此之前，我已把我的基金从一家风格激进的对冲基金变成一家更稳健的捐赠基金。但是，危机的发生又促使我再次把注意力转移到金融市场，我参与投资决策比以前更活跃了。后来，到2007年年底，我决定写一本书来分析和解释当前的形势。我的动力来自三个方面：第一，为了更好地弄清楚现状，我们迫切需要一种新范式。第二，认真的研究过程有助于我的投资决策。第三，通过实时跟踪金融市场并发表看法，我可以确保反身性理论最终将会得到人们的严肃对待。一项抽象的理论要引人注目并不是件容易的事，但是现在人们在密切关注金融市场，尤其是动荡的金融市场。在《金融炼金术》一书中，我已经把金融市场当做检验反身性理论的一个实验室。当前的局势是证明其实用性和重要性的良机。促使我出版本书的主要是第三个动力。

如果仅仅关注这场正在展开的金融危机，写作这本书会轻松得多，但我想用这本书实现多重目的，就不那么容易了。让我先简单介绍一下如何把反身性理论应用到分析这场危机中吧。与假定完备知识的传统经济学理论相反，我认为不论是市场参与者，还是货币和财政当局都无法把他们的决定仅仅建立在知识之上。他们的错误判断和错误观念会影响市场价格走势，更重要的是，市场价格又会影响到通过它们来体现的所谓的基本面情况。流行范式认为，市场价格只是随机地偏

离理论上的均衡点但会归于均衡，但实际上并非如此。市场参与者和监管者的观点从来都不符合真实事态。也就是说，市场从来不会按照经济学理论假定的那样达到均衡。在观念和现实之间存在一种双向的反身关系，它会产生一种先自我增强但最终自我溃败的暴涨—暴跌过程，或称其为泡沫。每个泡沫包含一种趋势和错误观念，并以反身性的方式相互作用。美国房地产市场已经出现了泡沫，但当前的危机却不仅仅是房地产泡沫破裂那么简单，这个泡沫的体积比我们此生经历过的任何周期性金融危机都要大。我把历次危机都看做过去25年左右时间酝酿出来的超级泡沫（super-bubble）——一个长期反身性过程的组成部分。这个超级泡沫包含流行趋势、信贷扩张和流行的错误观念。市场原教旨主义（19世纪时叫做自由放任）抱定市场应该自由运行的信念。此前发生的危机成为了一次次成功检验的过程，但却更加强化了流行趋势和流行错误观念的盛行。当前的危机是个转折点，它将使流行的趋势和错误观念都不再继续。

所有这一切都需要更详细的阐释。在介绍完背景酝酿后，本书的第一篇专门介绍反身性理论，其意义远远超出了金融市场范畴。仅对当前危机感兴趣的读者会发现它不太好懂，但是对花点精力读下去的人，我希望你们会觉得有所获益。这本书介绍了我所关注的主要问题，涵盖了我毕生的工作体会。读过我以前著作的读者可能会发现，我在此重复了从前著作中的一些段落，那是因为我在此提出的一些观点与以前相同。第二篇主要是从概念框架和我从事对冲基金管理工作的实践经验来探讨当前的局势。