

游资与 资产价格泡沫研究

youzi yu zichan jiage paomo yanjiu

◎ 彭惠 著



中国金融出版社

F830.9
243

游资与资产价格泡沫研究

彭惠 著

 中国金融出版社

责任编辑：贾 真

责任校对：潘 洁

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

游资与资产价格泡沫研究 (Youzi yu Zichan Jiage Paomo Yanjiu) / 彭惠
著. —北京: 中国金融出版社, 2010. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5594 - 4

I. ①游… II. ①彭… III. ①流动资本—关系—资本市场—经济波动—
研究 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 141087 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 21.25

字数 369 千

版次 2010 年 8 月第 1 版

印次 2010 年 8 月第 1 次印刷

定价 42.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5594 - 4/F. 5154

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前言

一、本书的研究意义

投机和泡沫是很早就有的经济现象，从早期著名的南海泡沫、庞支计划、郁金香狂热，到日本的泡沫经济、发展中国家的债务热，甚至包括现在的互联网热，都可以发现其踪影。尽管如此，人们对这一经济现象的认识，远不如他们的参与热情和投入程度。

（一）人们在对泡沫的认识与行动上总是存在偏差

一方面，人们对泡沫现象的危害程度的认识是不足的。以政府为例，在凯恩斯的宏观经济理论指导下，政府多寄希望于以货币扩张来促进经济增长，持“轻微的通货膨胀是有利的”思想的，大有人在。特别是在发展中国家，将金融市场（尤其是股票市场）的指数走向作为政策指标，希望保持适度泡沫现象的人也越来越多，客观上鼓励了市场的投机性和不正常的乐观情绪，降低了人们对风险的观察能力。往往只有在泡沫破灭过后，人们才开始猛然察觉到泡沫所带来的危害和风险所在。同样，只有在英镑危机和东南亚金融危机过后，人们才真正意识到游资的破坏性。

另一方面，经济主体在对游资与泡沫的认识和他们的行动之间总是不一致的。即便认识到其风险和危害，客观上作为游资的供给主体，人们总是自觉或不自觉地参与到游资及其投机活动中。他们对于泡沫的认识更多的是从其投机获利机会来看的。尽管人们都意识到制造泡沫的风险所在，但还是愿意投身参与到这个泡沫的吹捧之中去，因为他们总是认为自己能驾驭在泡沫之上，能在泡沫的膨胀中达到追逐利润的目的。正是在这种思想的支撑下，投机活动才如此盛行，泡沫才不断地涌现。历史泡沫现象的教训，总是不足以给参与新一轮泡沫的人们敲响警钟。

(二) 游资与泡沫现象的威力巨大, 而人们抵御其冲击的能力弱小

人们对泡沫危害性的认识不足, 和他们对于自己利用泡沫的能力过于乐观有关, 使得他们总是容易放松警惕, 无法建立起有效的预警体系和风险控制手段, 从而使抵御游资冲击、泡沫破灭及其连锁性破坏的能力降低。

游资的庞大规模和泡沫破灭的突然性、随机性, 使得其具有任何一国政府都无法独立抵御的强大冲击力和破坏力。在游资的冲击之下, 金融市场的系统稳定性会遭到削弱, 一国的外汇储备可以丧失殆尽, 汇率可以因此而在一夜之间大幅波动。泡沫的破灭, 可以使得一国的国民财富急剧减少, 证券和房地产价格暴跌, 经济陷入持续低迷, 人们的信心降到最低。能成功抵御游资的冲击, 迅速从泡沫的破灭中恢复出来的例子少之又少。

中国有句古话“爬得越高, 跌得越惨”, 泡沫现象即是如此, 它必然要回归到其真实的水平。但泡沫破灭的必然性丝毫不会降低人们再次发动新一轮泡沫的热情, 这使得游资的活动和泡沫现象更加难以控制。因此, 如何趋利避害, 使经济保持稳定、持续的发展, 一直是各国经济学家和政策制定者普遍关注的重大理论和实践课题。

(三) 传统理论对游资和泡沫的研究不足

应对风险能力低下的另一个原因, 就是理论研究远远落后于实践。当前对游资和泡沫的理论文献, 多集中在定性分析, 定量分析少。特别是对于游资问题的研究, 理论界一直没有一个统一而严格的定义, 更没有进行精确的统计分析, 只有粗略的估计, 分析多集中在游资对经济金融的正负面影响, 游资和东南亚金融危机之间的关系上, 对于游资、投机行为与价格泡沫之间的分析少之又少。对泡沫的分析, 多集中在对以日本为代表的泡沫经济现象的描述和泡沫形成的体制性分析上, 对泡沫过程及其机理分析少。传统西方经济学理论认为市场是有效率的, 价格必然与其由基本面信息决定的价值保持一致, 并只有在出现新信息下才会变动。对于价格中出现的自相关趋势和过去的信息对当前价格的影响, 以及价格的过度波动现象和资产投资中广泛应用技术分析的现象, 传统理论也无法给出合理的解释, 而只能予以忽略。马克思主义的劳动价值理论和他对商品、货币、信用的分析, 为我们分析游资与泡沫的本质根源提供了理论基础, 但他对于实际价格过程的分析不多, 和现实经济之间存在一定的距离。

随着金融市场的证券化和金融深化, 资产价格的过度波动性和异常现象, 使得人们对传统的资本市场效率假说产生了怀疑, 促使一批有代表性的学者和专家着手研究泡沫的发展过程。同时, 现实资产市场上存在的信息不对称

和羊群行为，更是对传统理论提出了巨大的挑战。“尽管意识到泡沫和投机的风险，人们还是愿意投身参与到泡沫的吹捧之中去”的现象表明，在投机和泡沫的背后，必然有投资者的心理和预期作为支撑。现实资产市场的风云变幻，不断激发理论经济学家的注意，促使他们去检讨传统经济学的非现实性，探求真实资产市场中价格的形成机理，这也是为什么近二十多年来资产价格理论获得迅速发展的原因。这足以证明，现实对理论的推动力是相当强大的。同样，正是由于有历次金融危机的爆发，才使得理论界对于游资、泡沫、投机和危机理论的研究层出不穷。

基于以上这些因素，对游资和泡沫现象的研究具有强烈的理论与现实意义。在一个传统理论被不断突破和创新的时期，通过对中外经济学文献的学习和研究，弥补目前理论研究中游资的定义及游资与泡沫之间关系研究的缺陷，介绍西方泡沫理论的最新研究成果，并将之与其相对欠缺的制度分析结合起来，全面、系统、深刻地分析游资与泡沫现象的成因与机理，是非常有必要的。正是这一点激发了本人对这些问题进行学习和研究的强烈的责任感与兴趣。

二、本书的选题、篇章安排与研究重点

本书是围绕泡沫的形成，从游资问题出发，通过研究游资与泡沫之间的本质联系，来发掘泡沫的根源与特性。同时，通过全面介绍当前最新的理论研究成果，分析投机性市场中价格泡沫的形成过程，并结合对中国问题的制度分析和实证分析，把握泡沫现象的制度成因，建立对游资与泡沫的客观认识。由于本书主要涉及投机性市场中泡沫的形成及其与游资之间的内在关系，因此定名为《游资与资产价格泡沫研究》。如此命名，也是考虑到这三者，特别是游资与资产价格泡沫理论本身又可以作为一个独立的问题进行深入的研究，而本书的宗旨就是要探究泡沫的形成及其与游资的关系。因此，全书共分为上、中、下三篇，上篇为游资与泡沫的关系，中篇为泡沫与资产价格形成理论，下篇为开放经济下的游资与泡沫。上篇力图从对游资的分析入手，通过对游资的内涵和外延的辨析，特别是强调游资的流动性原则，来探究游资的运动特性，通过对游资与泡沫之间在影响、根源、膨胀机制上的特点，探讨泡沫的本质与膨胀机制，研究游资与泡沫之间的内在联系。中篇主要集中于对当前最新的资产价格形成理论的介绍，从随机性、噪声、非理性、信息不对称、心理、预期、羊群行为等多角度来分析资产价格对价值的偏离，

也就是泡沫产生和破灭的原因、机理。下篇首先探讨存在多个资产市场下的国际投机性资本的流动机理,及其给一国国内资本市场所带来的影响,并分析宏观经济政策所面临的困境。其次,研究了随着资本市场的发展,证券投资者向基金投资者转变后其羊群特性给基金市场带来的影响,利用我国基金市场的数据检验了我国基金投资者的羊群行为。最后,文章总结了泡沫产生的机理,提出了引入游资的价格自增强模型,强调游资对于泡沫膨胀的必要性,并通过对中国股票市场的制度分析和研究,再次说明资金与泡沫之间的密切关系,在深入分析了我国存在的泡沫现象及其特有的体制成因的基础上,提出了防范泡沫的对策措施。

三、关于泡沫理论与价格理论、资产价格形成理论之间的关系

表面上看,这三者之间是不直接相关的。实质上,都是涉及均衡价格的研究,泡沫的形成机理问题同样隐含在其中。

泡沫理论,首先就是要研究泡沫现象的存在性及其成因,即价格为什么会偏离于基础价值的现象。因此,对价格行为的解释,最终要归结到价格理论上。

价格理论,是一个涵盖面很宽的理论。但传统的价格理论主要是针对一般商品,以边际效用为中心,运用效用函数来进行分析。由于需求者寻求的是商品的使用价值,因此,其效用函数中是不需要引入风险因素的。商品的需求由边际效用的大小来决定,因而需求的膨胀是有限的。这使得传统的价格理论和现代资产价格理论之间存在很大的差异。

现代资产价格形成理论,是以传统的价格理论为基础,主要针对商品中的风险资产,主要是金融资产。这里,需求者不再是寻求商品的使用价值的满足带来的效用,而是寻求商品的价值增值带来的效用,需求的膨胀弹性就要大得多。因此,其效用函数中,很少采用商品量,而是采用预期的价格增量和对应的风险。因此,资产价格形成理论更适合于解释泡沫的形成机理。但是,除了资产价格泡沫形成的具体过程外,泡沫理论还必须研究泡沫之所以产生的深层根源,还必须对泡沫的存在性进行实证分析,对泡沫的规模以及泡沫的特点、性质和影响作出一系列的分析,才能构成完整的泡沫理论。可见,尽管泡沫理论是以研究资产价格泡沫的具体形成过程为中心的,但又不同于价格理论和资产价格形成理论。

四、本书的主要论点

本书首先从对游资的分析入手，提出以流动性原则定义游资，认为游资就是流动性强的虚拟资本，也就是我们通常所说的金融资产。游资的规模是所有金融资产的总体流动性大小。通过对游资的内涵和外延的辨析，力图解决游资理论研究中的种种矛盾之处，以及游资规模的统计方法问题。

其次，本书认为，在游资与泡沫之间存在密切的关系，这表现在：游资和泡沫的根源是相同的，都是商品经济发展到一定阶段的必然产物。随着虚拟经济和金融市场的发展，游资规模越来越大，泡沫现象越来越普遍。也就是说，游资和泡沫现象都是客观存在的；同时，某个市场的泡沫现象，是游资在该市场活动的直接结果，也是游资追逐利润的手段。因此，游资的膨胀，就会使得泡沫膨胀，泡沫的膨胀又会将更多的游资吸附过来，达到价格泡沫的自我完成。游资在一个市场上活动的规模大小，直接决定了泡沫的大小。游资的流入，推动价格泡沫的膨胀，游资的流出，则引发泡沫的崩溃。

最后，游资与泡沫在性质、规模、数量、膨胀方式、活动特点和作用上具有很大的共性。因此，本书认为，游资与泡沫之间存在着内在的必然联系。对此，本书还通过对中国股票市场的实证研究，强调游资对于泡沫的膨胀的必要性，再次说明资金与泡沫之间的密切关系。

泡沫的必然性，还体现在，它是经济内在力量作用的结果，是理性投资者与非理性投资者、知识结构完备与不完备的投资者、内幕信息拥有者和信息缺乏者、风险回避型和风险中性投资者以及风险偏好者、乐观预期者与悲观预期者混杂，由随机因子、噪声、信息不对称、心理、预期、羊群行为、市场微观结构和体制等多因素作用的产物，是市场不完全的表现。

同时，本人还主张，一个国家和地区的泡沫现象产生的频繁程度，以及是否存在泡沫经济，在很大程度上还取决于其体制因素。在一个信息披露制度和治理结构不完善的经济中，投机容易被助长成为经济中的常态，并对实体经济产生侵害。

五、本书的研究方法

本书采取理论和实际、规范与实证、定性与定量相结合的方法，但由于篇幅、精力所限，对理论分析比较侧重。在以理论分析为主的基础上，结合

实际，特别是中国的实际，考虑泡沫生成的体制与政策原因。在定性分析上，本书主要是通过运用马克思主义经济理论，特别是其对商品、货币与信用的本质的分析，结合我国理论界的研究和本人对这个问题的认识来进行的。定量分析，则广泛参阅了散诸于文端的国内外最新研究成果和著作。

彭 惠
2010 年 5 月

目 录

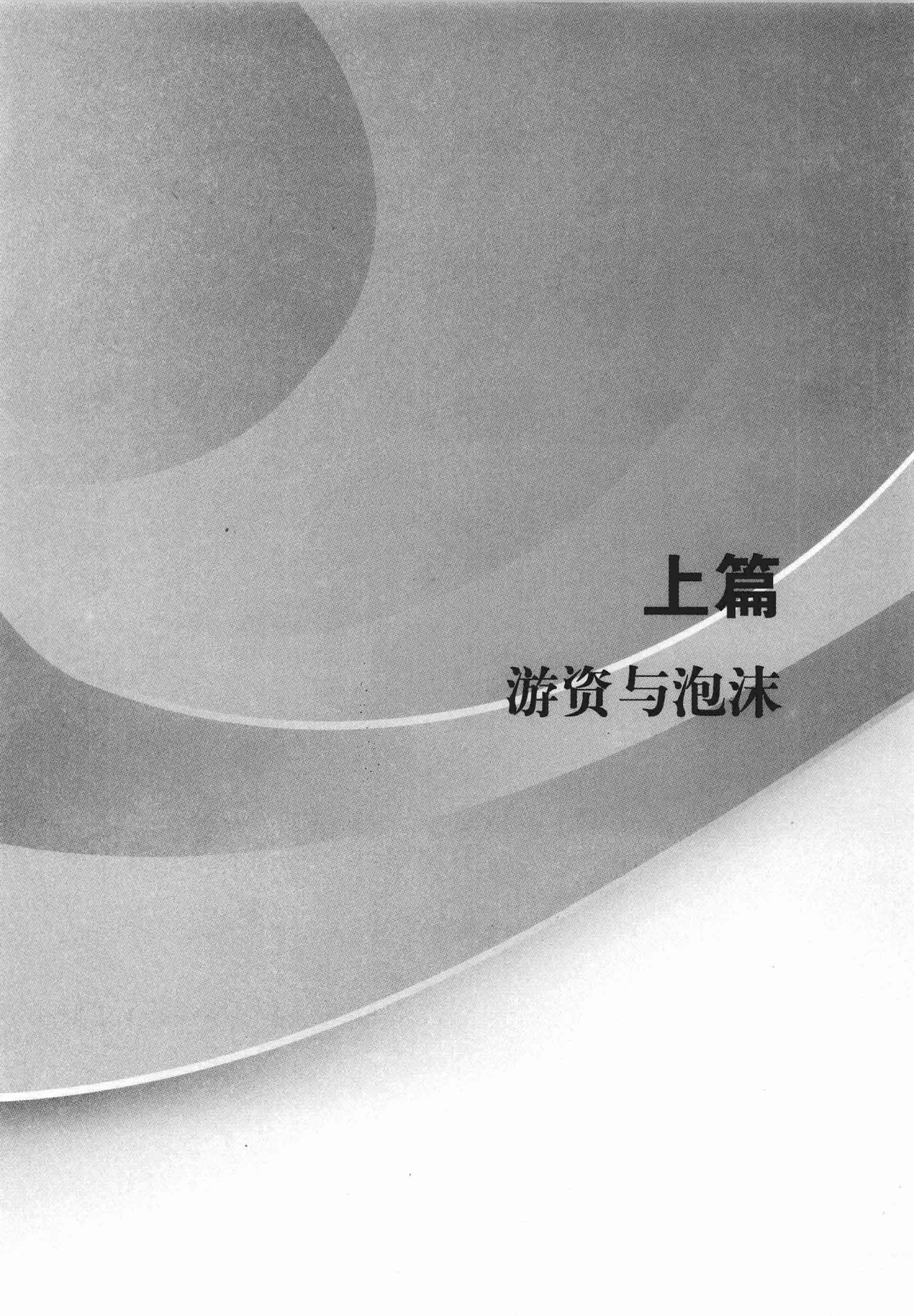
上篇 游资与泡沫	1
第一章 游资理论	3
第一节 游资的性质	4
一、短期资本、流动性过剩与游资	4
二、投机资本、投资资本与游资	7
三、投资与投机	8
四、金融资产与游资	12
五、游资——流动性强的虚拟资本	13
第二节 游资规模的计量	14
一、广义游资规模的计量	14
二、狭义游资规模的计量	17
第三节 游资与流动性	19
一、流动性是游资存在的最原始动机	19
二、流动性与游资的内在盈利性要求	20
三、流动性与游资的安全性要求	21
第四节 游资的供给主体	22
一、居民储蓄是游资的重要组成部分	22
二、企业流动资本	22
三、政府财政收入和国际储备	23
四、专业投资基金是游资最新的主要来源	24
五、银行资金	28
六、黑钱	28
第二章 泡沫的一般理论	30
第一节 泡沫的定义	30
第二节 泡沫理论研究要点	31

第三节 主流经济学对泡沫存在性问题的认识	33
一、主流经济学的主要观点	33
二、EMH 的局限性	34
第三章 游资与泡沫的关系	37
第一节 游资与泡沫的产生	37
一、游资和泡沫现象的根源	37
二、泡沫是游资运动的结果与目的	40
第二节 游资与泡沫之间的数量关系	42
一、游资与泡沫的总规模及其膨胀速度	42
二、游资与泡沫的膨胀	43
第三节 游资与泡沫的特性	47
一、逐利性和安全性是游资的基本属性	47
二、地区倾向性	48
三、行业倾向性	50
四、游资的高盈利、高风险与泡沫	53
第四节 游资与泡沫对经济的作用	55
一、游资的投机策略及其稳定作用	55
二、游资与经济增长	58
三、游资与国际金融	61
四、游资与金融稳定	63
中篇 泡沫与资产价格形成	67
第四章 理性泡沫理论	69
第一节 理性泡沫模型	69
第二节 固定路径泡沫和随机泡沫	72
第三节 理性泡沫存在的条件	74
第四节 内在泡沫	76
第五章 非理性泡沫理论	77
第一节 资产价格的潮流理论	77
一、潮流模型	77
二、潮流与泡沫的区别	79
第二节 噪声交易理论概述	83
一、投资者的混杂现象	83
二、套利行为受到限制	84

三、具有不稳定作用的理性投机与正反馈投资	86
第三节 噪声交易者的市场地位	91
一、长期存在和占优: 定义	91
二、模型的假设条件	93
三、一期模型	95
四、多期模型	98
五、侵害问题	103
第四节 噪声交易风险与泡沫	105
一、噪声交易是风险和泡沫的来源之一	105
二、噪声交易者和理性投资者的相对收益	111
三、想法的模仿	114
四、噪声交易和资产市场行为	119
第六章 信息不对称与泡沫——金融市场的微观结构理论	128
第一节 信息的揭露、交易和泡沫的产生	129
一、MMT 的理论分析框架——理性预期均衡和贝叶斯纳什均衡 ..	129
二、信息不对称下价格对信息的传递——完全显示和 部分揭示型均衡	132
三、无投机定理和无交易定理	139
四、泡沫	141
第二节 信息、买卖指令与价格	142
一、信息对称下的买卖指令与价格	142
二、信息非对称下的买卖指令与价格——做市商的定价策略	146
第三节 信息、价格序列与价格	149
一、以外生供给为噪声的模型	149
二、以公共误差信号为噪声的模型	151
三、序列信息的到达模型和价格序列的作用	152
第四节 信息、交易量与价格	153
一、交易规模对做市商报价的影响	153
二、信息拥有者的交易量策略	157
三、交易量的信息显示作用	161
第五节 信息、交易时间与价格	165
一、信息的存在性、交易时间与价格变动	165
二、信息缺乏者对交易时间的决策	167

第六节 泡沫崩溃模型	169
一、信息不对称与投资者的错误推论	169
二、交易过程的作用	171
第七节 羊群效应、信息串联与泡沫	172
一、收入流的外部效用作用下的羊群行为	173
二、委托—代理模型中的名声效应	173
三、信息外部性与羊群行为	174
四、金融市场中的羊群效应	179
第七章 市场心理与投机性冲击	188
第一节 市场心理与投资决策	188
一、从众心理与羊群行为的基础	188
二、投资者的心理、不同看法与金融决策	189
第二节 市场心理与自我实现性投机性冲击	190
一、自我实现理论	190
二、投机性冲击理论的演变	191
第三节 泡沫预期与投资者信心	193
一、泡沫预期指标和指数的构造	194
二、投资者信心指数的构造	196
三、其他市场情绪指数	196
四、泡沫预期指标和市场情绪指数的效果	205
第八章 价格泡沫机制	209
第一节 价格泡沫过程	209
一、价格泡沫过程的触发	210
二、价格的膨胀过程	210
三、泡沫的崩溃过程	211
四、对游资和泡沫理论的总结	212
第二节 价格运动的自增强机制——模拟股票市场	214
下篇 开放经济下的游资与泡沫	221
第九章 开放经济下投机性资本的流动机制	223
第一节 全球流动性过剩与资产市场泡沫	223
一、全球资产市场的泡沫和通货膨胀	223
二、价格泡沫的根源：全球流动性过剩	226
三、全球流动性过剩的原因	227

四、流动性过剩的测度	230
第二节 开放经济下游资的流动机理与流动性过剩的国际传递	231
一、套利平价理论的困境	231
二、资产组合平衡模型	232
三、基于多市场套利的双向资本流动模型	235
四、流动性过剩的国际传导机制	237
五、基于多市场套利的双向资本流动模型的实证分析	241
六、结论和政策意义	249
第十章 金融市场的羊群行为	255
第一节 羊群行为概述	255
一、羊群行为的定义	255
二、产生羊群行为的原因分析	257
第二节 羊群行为的测度	259
一、证券市场羊群行为的测度方法	259
二、羊群行为的实证研究	266
第三节 证券投资基金的羊群行为	272
一、证券投资基金的发展	272
二、证券投资基金的“稳定器”作用与羊群行为	273
三、基金运作中的羊群行为	276
第四节 基金投资者申赎基金时的羊群行为	278
一、基金投资者羊群行为概述	278
二、基金投资者羊群行为测度模型	280
三、数据实证分析过程及结论	283
第十一章 中国经济中的泡沫现象	287
一、中国金融市场中的投机和泡沫现象	287
二、我国投机性资本膨胀和泡沫现象的制度分析	290
三、考虑资金量的价格模型	296
四、政策建议	299
参考文献	306
后记	325

The background of the page is a grayscale abstract design. It features several overlapping circles of varying shades of gray, creating a layered effect. A prominent white, wavy line curves across the lower half of the image, separating the darker, circular patterns from the lighter, more uniform areas below. The overall texture is slightly grainy, typical of a printed book cover.

上篇

游资与泡沫

第一章 游资理论

游资，一直被认为是导致资产价格剧烈波动、泡沫膨胀和金融市场危机的主要原因而受到人们的关注。然而耐人寻味的是，无论是国际金融教科书，还是权威的国际货币基金组织条款或研究报告，都没有对游资给出一个精确的定义与界定，更没有严格意义上的专门对游资的统计结果。这一部分是因为，为了获得高额利润或逃避管制，游资通常设法隐瞒其投机意图，使得其行为具有较强的隐蔽性和流动性；另一部分是因为，人们在对游资的定义和数量的认识上存在较大的差异，使得对游资的理论分析相对贫乏。

其实，游资是资本的一种表现形式。从理论上讲，所有资本都有投机的本性，每一个资本所有者都具有不同程度的投机倾向。作为随着金融市场的形成而形成、随着金融市场的发展而发展的游资，既推动金融市场的进一步发展、变革和深化，又加剧了各国货币金融体系的内在脆弱性，给金融体系的稳定性带来消极影响。

游资，西方国家又称热钱（Hot Money）、烫手钱，最早被称为逃避资本（Refugee Capital），这是从游资多在货币市场活动这一现象引申而来的。游资被认为是为追求最高报酬及最低风险而在国际金融中迅速流动的短期投机性资金。国际间短期资金的投机性移动主要是逃避政治风险，追求汇率变动、重要商品价格变动或国际有价证券价格变动的利益，而热钱即为追求汇率变动利益的投机性资本。当投机者预期某种通货的价格将下跌时，便出售该远期外汇，以期在将来期满之后，可以以较低的即期汇率买进而赚取此汇兑差价的利益。由于此纯属买空卖空的投机行为，故与套汇（Arbitrage）不同，在外汇市场上，由于此种投机性资金常常从有贬值倾向的货币（Devaluation - prone Currencies）转换成有升值倾向的货币（Revaluation - prone Currencies），增加了外汇市场的不稳定性，因此，只要预期的心理存在，唯有让升值的货币大幅波动或实行外汇管制，才能阻止这种投机性资金的移动^①。在《新帕尔

^① 《国际金融贸易大辞典》，北京，中华征信社、经济科学出版社，1997。