

手边书
经理人

有没有泡沫股票？泡沫何时出现？在哪里出现？

泡沫学

关于股票市场的新学说

Bubbleology: the New Science of Stock Market Winners and Losers

[美] 凯文·哈西特 著



中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

泡沫学

关于股票市场的新学说

Bubbleology: the New Science of Stock Market Winners and Losers

[美] 凯文·哈西特 著
席瑞雪 译

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

泡沫学——关于股票市场的新学说 / [美] 哈西特著; 席瑞雪译. —北京: 中信出版社, 2002.12

书名原文: Bubbleology: the New Science of Stock Market Winners and Losers
ISBN 7-80073-605-9

I. 泡… II. ①哈… ②席… III. 股票-资本市场-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2002) 第091843号

Bubbleology: the New Science of Stock Market Winners and Losers

Copyright © 2002 by Kevin Hassett.

Chinese (Simplified Characters Only) Trade Paperback Copyright © 2002 by CITIC Publishing House.

This translation Published by arrangement with A Crown Publishers, a division of Random House, Inc. through Arts & Licensing International Inc., USA.

ALL RIGHTS RESERVED.

泡沫学——关于股票市场的新学说

PAOMOXUE

著 者: [美] 凯文·哈西特

译 者: 席瑞雪

责任编辑: 汤曼莉 林会敏

出 版 者: 中信出版社 (北京市朝阳区东外大街亮马河南路14号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经 销 者: 中信联合发行有限公司

承 印 者: 北京牛山世兴印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/32 印 张: 7 字 数: 101千字

版 次: 2003年9月第1版 印 次: 2003年9月第1次印刷

京权图字: 01-2003-5481

书 号: ISBN 7-80073-605-9/F · 443

定 价: 18.00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: 010-85322521

010-85322522

目录

序言	VII
第一章	1
泡沫、市场和经济边缘地带	
第二章	25
价格是合理的!	
第三章	47
信念的理性飞跃	
第四章	65
泡沫无处不在?	
第五章	87
农夫和逃兵	
第六章	115
难以应付的异常情况	
第七章	145
卑微者的报复	
第八章	167
泡沫的探测	
第九章	195
结论	
鸣谢	205

第一章

泡沫、市场和经济边缘地带

研究经济和金融市场的人们会受到许许多多问题的困扰，其中最伤脑筋的就是“金融泡沫究竟是否存在”。所谓金融泡沫，是指在一段时期内，资产（包括股票、房地产以及郁金香等）的价格突然毫无理由地急剧上升，然后又突然跌落。很难找到一个简单的理由来解释这种现象。价格的上升并不总是件坏事。例如，安进制药公司（Amgen）在20世纪90年代从一家具有良好发展前景的处于起步阶段的公司发展成为一家盈利的大型公司，在此期间，其股票的价格上涨了1 000个百分点。该公司股价的上涨是由于公司的发展，因此具有积极意义。有时候股价上涨，不再下跌。然而，有的时候，就像网络股，股价上涨以后又跌回谷

底。因此，在事情过去以后我们就能很清楚地看到，这就是泡沫。

资产价格的上涨究竟是因为具有坚实的物质基础，还是因为虚拟的妄想，这个问题非常重要。太多的人因为害怕价格上涨而拒绝投身股票市场。憎恨任何价格上涨的专家们的意见更加强了这种恐惧感。有时候，这种看法是对的，但更多时候是错的。

对有些人而言，研究泡沫纯粹出于学术上的考虑。而另一些人则看到了可靠的泡沫指示器所带来的巨大的商业机会。如果你能在泡沫形成的早期进入市场，并且及时撤离，那么就可能获得巨额财富。本书中所谈到的许多研究者致力于定义和发现泡沫的工作，他们的目标和努力包含着一些经典的哲学原理以及一些更深层次的问题。在研究泡沫的工作中，有时会出现像大哲人工作中所出现的那种令人备感欣慰的世界观。对泡沫的研究打开了一扇窗，这扇窗通往的不只是金钱上的迅速收益，还通往更多其他方面。

由于潜在的收益，几个世纪以来，人们一直在研究泡沫，但同时科学家们也感到灰心丧气。牛顿在目

睹了他那个年代令人迷惑的金融动荡后曾说：“我可以计算天体的移动，但是却不能了解人类的疯狂。”经济学家从20世纪70年代开始研究牛顿所说的第二个问题。今天，研究这个问题的就不只是经济学家了。由于股票市场泡沫所涉及的问题已经不再是秘密，许多其他领域（包括心理学、进化生物学、数学以及理论物理学等领域）的科学家也开始加入进来。所有这些人的工作勾勒出一幅泡沫赖以形成的基础的图画。这有助于我们了解为什么泡沫会发生，而且更重要的是，为我们认识日常生活的结构和本质提供了一个全新的视角。

他们在研究中得到了什么？最大的成功就是研究者们现在能够抓住关键的问题。投资者们希望能够在泡沫形成以前将资金撤离市场，他们总是想知道何时会出现泡沫。但事实表明，更有趣的是分析研究泡沫会在何处发生。究竟经济的哪些隐蔽处最易于形成泡沫？在具体的环境中，人们思考和交流的方式究竟怎样为怪事的发生创造了条件？

近年来，人们带着高度的紧迫感研究和寻找这些

问题的答案，部分是因为时代的发展提出了新的要求，而意识形态的分歧仍然存在。当哲人亚当·斯密在1776年写下《国富论》时，他在书中所建立的概念模式就已经正确地预测到资本主义的胜利（至少今天看来是如此）。斯密认为，完全自由的市场在确定价格时比其他任何形式的体系都要有效。一个苹果应该如何定价？市场就像有一只看不见的手，通过供求平衡找到正确的价格。如果市场正常运转的话，所有的价格（包括股票的价格）都好像是由巨型计算机理性地制定的。《国富论》出版后大约200年，奥地利学派的创始人、诺贝尔经济学奖得主——弗里德里希·A·哈耶克（Friedrich A. Hayek）富有预见性地提出，斯密的著作暗含着高度集中的计划经济必然失败的命运。随着苏联的解体，自由市场的观点似乎是取胜了。

是必然还是运气？

然而，随着亚当·斯密时代的结束，那些试图用

严格的数学论证取代哲学论证的理论家们遇到了让人头疼的问题。“自由市场永远有效”的结论并不像很多人想的那样绝对正确，只有在具备一系列脱离实际的前提条件时，它才能发挥作用。随着研究工作的深入，市场必然高效的观点日益站不住脚了。当经济学家们研究金融市场时，更是如此。

理论不能提供关于金融市场的稳定性和高效性的有力结论，研究者们也因此而困扰。“市场是完美的”这一观点并不符合人们的日常经验。金融资产的价格容易受到突然的和神秘的金融动荡的影响。众多的投资者在股价疯涨时盲目地跟进，到股价狂跌时，则捶胸顿足、后悔不已。很难估计这些事实在多大程度上让自由市场的思考者们感到困惑。如果事实表明斯密的理论不适用于金融市场，如果说不出理由的金融繁荣和金融混乱有规律地出现，那么也许他整个的理论框架可能最终会被全部否定。既然金融市场对所有其他市场而言是至关重要的，那么如果斯密的理论不适用于金融市场，也就不适用于其他任何市场。自由市场经济在冷战中的胜利可能只不过是侥幸而已。

虽然市场涉及的因素非常复杂，但是原则上的问题却十分简单。我们每个人每天都会遇到这样的问题。让我们从简单的例子开始，一个十分原始的机制决定着苹果的价格。市场的一方是想吃苹果的顾客，另一方则是能够提供苹果的农夫。一方清楚自己想要的是什么，而另一方则知道自己能提供的是什么。价格很快就自然产生了。如果市场一小时以后就要关闭，而农夫还有许多苹果没有卖出去，那么他就会降低价格。相反，如果顾客一哄而上，在几分钟之内就把苹果抢购一空，那么农夫就会决定第二天提高价格。没有理由否认这种定价方式的合理性。

然而，关于金融资产的游戏比这要复杂得多。股票的持有者可以获得红利，而且以后还可能一再获得。人们购买多少股票取决于他们对这家公司前景的看法。如果投资者认为公司下一年会破产，那么他们就会立即抛售该公司的股票。相反，如果他们认为公司下一年将起死回生，那么他们就会立即买入该公司的股票。既然这种资产的价值取决于人们对未来的看法，而不是他们对现实的认识，那么错误和非理性的预期就很可能影响价

格。一切都取决于我们对未来的预期，但是我们相信什么？我们为什么要相信？在哪种情况下过去的经验能够用于预测未来？何时我们会变得无能为力？如果不能回答这些问题，那就不可能真正理解金融泡沫。

答案可能将出乎意料地突然出现，甚至可能出现在古代历史中。

苏美尔人和我们

17世纪早期，德国学者恩格尔伯特·肯普弗（Englebert Kaempfer）着手进行破解古代苏美尔人书面文字的艰巨工作，他称这种文字为“楔形文字”。在波斯的石碑遗迹上保留有各种各样的楔形铭刻，这些铭刻就像一只摇摇晃晃的鸟在粘土板上留下的杂乱脚印。

有些石碑可以追溯到公元前4 000年。这些石碑不仅为现代学者破解古代苏美尔人的语言提供了线索，更令人惊奇的是，还为他们提供了关于苏美尔人历史和经济方面的生动场景。为什么会有经济学？6 000年

以前把事物表述成文字是件非常困难的事。刻一条短线可能需要一笔相当大的费用。人们在石碑上刻一道，就达到了预定的目的。究竟这种花了大价钱的石碑是什么？答案是——合同！

苏美尔人的合同提供了关于这个了不起的民族的大量信息。农夫们同意用一定量的玉米与白银交换。有趣的是，当时的交易并不都是现货交易——他们创造了原始的期货市场。当时典型的合同可能会要求农夫根据庄稼的收成情况偿还借款人。

当时人们的生活非常类似于我们现在的生活。他们每天都承受着生活的压力，还要担心未来。于是，他们就像现在的人们一样，努力向前看，根据直觉的预测和判断来签订交易协议。如果今天我有10个玉米棒，而你有一袋小麦，那么我们很容易就交易条件达成协议。但是，一袋小麦6个月以后值多少钱？很明显，答案取决于我们对这段时间可能发生事情的预期。如果这段时间赫梯人^①入侵，抢走了庄稼，那么6个月以后的一袋小麦可能比生命还值钱。但是，如

① 赫梯人：小亚细亚东部和叙利亚北部的古代部族。——编者注

果整个夏天平安无事，雨水充足，庄稼就会获得大丰收，那么一袋小麦就变得没什么价值。因此，什么才是正确的价格？就像现在一样，这个问题并没有确切的答案。交易者只能根据他们的本能尽力去做。

早期苏美尔人社会的活动范围限于底格里斯河和幼发拉底河流域，后来逐渐向外扩展，边界也变得模糊。在边界地区，苏美尔人和其他不同文化的民族毗邻而居，这些村民面临着各种风险，例如：入侵者的袭击，窃贼的抢掠，甚至被野兽吃掉的危险。相反，在内部地区，由于受军队的保护，人们要安全得多。堡垒和城墙保卫着战略要地。错综复杂的沟渠体系保护人和庄稼免遭洪水肆虐。

就我们的目的而言，关于苏美尔人的合同最让我们感兴趣的是，它们究竟是边境地区的人还是内部地区的人签订的？在内部地区，人们对他们的未来非常确定，对签订长期合同充满信心。而在边境地区，没有人知道明天会发生什么事情，未来完全不可预测，绝对不可预知。好收成也许意味着好消息，但也很可能招致入侵者。入侵者出现的几率有多大？天知道！

因此，边境地区的村民们不太可能就未来不可预知的事情达成交易。

这个例子提供了关于泡沫研究的生动的比喻。今天，我们已经不必再担心赫梯人的袭击，但我们却面临社会和经济的剧烈变化。我们的边界已经不再是地理意义上的边境，而是概念上的边界，市场在其内部和边界的运转大相迥异。现代技术的发展使我们的生活发生了根本性的变化。这些变化使我们面临着让人极度恼火的挑战，常常令我们不知所措。当你不知道接下来会发生什么事情时，就可以说你处在今天的边界，你在尝试前人未曾做过的事情。

既然这样，为什么还是有人接近边界？一方面，这是因为人类天生就富有好奇心和创造力，有些人甚至表现出一种与生俱来的进行开拓的心理需要。也许更重要的原因是，巨大的盈利机会在很大程度上有赖于不确定性的存在。大约在1920年，经济学家弗兰克·奈特（Frank Knight）提出了这一点。他注意到，人们赚钱是因为承担了风险。如果每个人都认为一个企业将会成功，那么大家就会立刻购买它的股票，股

票的现时价格就会较高，相应地，通过股票价格的上涨获取暴利的可能性就会较小，投资者的收益也会较低。如果人们对该企业的未来发展状况分歧很大，那么你就很可能在现时以较低的价格购入其股票，然后在未来以较高的价格售出。如果企业确实成功了，而且每个人都知道这一点，那么其股票会更有价值。通常情况下，只有当没人确定未来将会发生什么时，人们才有机会在股票市场上大赚一笔。

不确定性的变革

对不确定性以及人们心中对不确定性反应的方式的研究引发了一场变革。不确定性有两种，它们之间的区别对研究泡沫的学者而言至关重要。第一种通常称为风险，是指人们在过去经验中所了解的各种因素，每种因素都有确定的发生概率。在金融市场上，始终存在风险。例如，我们知道霜冻会冻坏橙树，问题是霜冻是否会发生？我们可以根据一些有用的统计数据来预测。在佛罗里达主要的橙树种植地区，每隔几年

就会发生一次大的霜冻。我们知道每次霜冻会冻坏多少橙树，甚至了解由此而导致的橙汁价格上升。等到收获以后，霜冻的风险就消失了，不确定性也就不复存在。那些赌果汁价格会上升的人盼望发生霜冻，而那些赌果汁价格会降低的人希望天气暖和。自然气候决定谁是胜利者。不管是市场还是个人，在面对这种风险的时候，都能做出有效反应。很容易就能考虑到这些风险并将其量化，而结果也是可以预见到的。

另一种不确定性称为模糊性，它由未来发生的事件所决定，没有任何可靠的资料和信息。例如，当你第一次驾一艘船穿越北大西洋时，你的船葬身大海的可能性有多大？再如，一位科学天才钻入自己的车库，试图完成一项他自己认为将彻底改变社会的秘密发明，他成功的机会有多大？

当我们处在这种边缘地带时，困扰我们的不再是气候，而是模糊性。我们不知道将会发生什么，也不知道各种结果出现的可能性。这种模糊性非常考验人的心理承受能力。一部分人倾向于冒险，敢于把自己的精力和财力都投入到新生事物中，而另一部分人则

贪图安稳，不想承受这种不确定性。金融市场把财富导入边缘地带，因为这里存在获得暴利的可能性。但是，我们每个人都必须面对这样一个严重的问题：值不值得拿自己的钱冒险？

心理学研究已经告诉我们许多关于这些问题的信息。通常，我们是根据一些并不一定符合逻辑的线索和信号（比如说别人的反应）来做出决定。从这一点来看，亚当·斯密的理性市场模型就失效了，根据这一点我们也可能找到金融泡沫最初的起源。

人们在面对模糊性时会有什么样的反应？对这种行为的研究始于1961年哈佛一位年轻聪明的研究生发表的一篇论文。当丹尼尔·埃尔斯伯格（Daniel Ellsberg）让他的本科学生做一个小试验时，并没料到自己会写出一篇对金融泡沫研究产生巨大影响的论文。有两个罐子，第一个中装有100个小球，红色和黑色各占一半，第二个中也装了100个小球，但并没有告诉学生红色和黑色的各有多少。学生们被告知，如果摸到红球就能获得奖励，并且可以选择任一个罐子摸球。通过成千上万次试验，他得出了一个令人吃惊的结