

为何总是 如此疯狂

股市泡沫的
形成、崩溃与应对

韩和元 著

当下一次股市泡沫来临时，
我们该怎么办？

如果我们把泡沫视为一场火灾，那么人的动物精神就好比是可燃物，外部冲击力这一诱发因素就如同火源，信用扩张无疑是它的助燃剂，这三者缺一不可。

准确预测2008年全球经济危机的
中国经济学者，解开中国股市
狂升暴跌的谜团

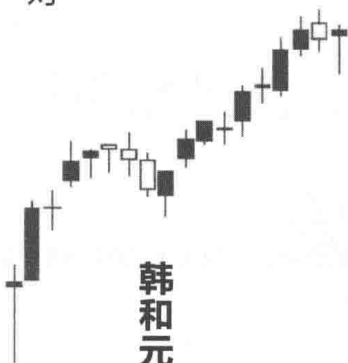


北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

为何总是 如此疯狂

股市泡沫的
形成、崩溃与应对

韩和元 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

为何总是如此疯狂：股市泡沫的形成、崩溃与应对 / 韩和元著.
—北京：北京大学出版社，2016.4
ISBN 978-7-301-26796-7

I . ①为… II . ①韩… III . ①股票市场—泡沫经济—研究—中国 IV . ① F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 009851 号


书 名	为何总是如此疯狂：股市泡沫的形成、崩溃与应对
著作责任者	韩和元 著
责任编辑	刘 维
标准书号	ISBN 978-7-301-26796-7
出版发行	北京大学出版社
地 址	北京市海淀区成府路 205 号 100871
网 址	http://www.pup.cn 新浪微博：@北京大学出版社
电子信箱	zpup@pup.cn
电 话	邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62764976
印 刷 者	三河市华成印务有限公司
经 销 者	新华书店
定 价	710 毫米 × 1000 毫米 16 开本 18.5 印张 296 千字 2016 年 4 月第 1 版 2016 年 4 月第 1 次印刷 45.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题，请与出版部联系，电话：010-62756370

概要
本书

全书共分十章。

第一章着重谈了目前对泡沫形成的两种主流观点，一种为政府导致泡沫论，另一种为人的动物精神才是泡沫的根源论。

第二章则从个体人和群体人两个角度来剖析具有动物精神的人性是如何让市场变得总是那么不稳定的。

第三、四章则分别谈到了外部冲击力和信用扩张对人性、对泡沫形成的影响。

第五章探讨了泡沫产生的时代背景，给出了一个泡沫三角模型。

第六章则讨论泡沫是如何一步步走向崩溃的。

第七章谈到了政府在泡沫全过程中的影响，以及由此而带来的泡沫的政治性周期。

依据前几章所建构的理论模型，对发生于2014年年底至2015年年中的股市泡沫的形成和崩溃予以全面的解析。这就是第八章的主要内容。

在第九章里，我们对投机泡沫的危害做了全面的论述，这些危害包括：可能引发经济危机，进而引发政治危机；扭曲人们的价值观。

而在第十章里，我们则对政府和投资者给出了一些建议。

推荐序

韩和元先生邀我为其即将出版的新书《为何总是如此疯狂——股市泡沫的形成、崩溃与应对》写一篇序，这委实让我纠结了一番。韩先生是出了名的博学，古今中外，政治、经济、文化、艺术等领域的各时期、各流派的精华观点信手拈来，侃侃而谈，为其作序，确实压力很大。但恭敬不如从命，尽管惴惴不安，终究怀着钦佩之情为其动笔了。

2014年下半年至2015年6月，中国经历了一个世纪罕见的股市飙升和骤降的过程。之所以说是世纪罕见，不仅仅是表现为上海证券综合指数（简称“上证指数”）从2014年11月21日收盘的2488点，飞涨至2015年6月12日的5178点，短短半年时间里，总涨幅达到了110%，更体现为随后一路下跌并出现了诸多社会问题。这一系列狂升猛降的表象背后蕴藏着众多的宏观政策问题、经济结构问题、监管体制问题、投资体系问题、民众心理问题和股民素质问题。韩先生的新作从历史和辩证的角度，旁征博引地介绍了世界经济史上著名的数次泡沫危机史实，深刻剖析经济泡沫形成的历史原因，详细展示经济泡沫的过程，重点揭示经济泡沫带给社会的严重后果，并全面阐述经济泡沫的预防措施。在当今中国经济转型的关键时刻，是一本值得研读的极好著作。

韩先生在本书中详细分析了17世纪以来四百多年时间里，发生在世界各主要资本主义国家的经济泡沫案例，如1636—1637年间发生在荷兰的郁金香泡沫、1716—1720年发生在法国的密西西比泡沫、1711—1720年发生在英国的南海泡沫、20世纪20年代发生在美国的泡沫危机。通过分析，韩先生总结出泡沫形成的三要素，即人的动物精神、外部冲击力和信用扩张。人的动物行为主要指的是人们的金融行为经常体现出不负责任，根本原因就在于，深受动物精神的支配，或盲从，或自信，或亢奋。正是由于动物精神所导致的非理性行为，让金融部门趋于不稳定，市场常处于疯涨暴跌的状态。外部冲击力则通常受到政府干预或其他因素影响。而信用扩张，一方面通常有迎合政府要求经济高速增长缘故，另一方面也为所谓的金融创新提供了试验田。

纵观世界泡沫经济的始末，我们不难看出，这些国家或地区虽然受泡沫危机的影响，一段时间境内经济出现萧条，民众财富大幅缩水，然而在较短的时间内会发生逆转，分析其原因：一是这些国家或地区都属于资本主义制度，政府和民众对资本的认识和运作有足够的认知，通俗地讲有“愿赌服输”的市场规则和思想准备；二是这些国家或地区具有一定的经济基础，尤其是实体经济和创新能力具备抵御危机的能力，一旦泡沫破灭，能够迅速转变策略和方向，快速创造新的生产力；三是资本主义社会长期形成的橄榄型社会收入体系和中产阶级群体，虽然在泡沫危机中受伤最大，但是由于有相对健全的社会保障体系，因此不会形成严重的社会动荡。

反观中国经济社会的历史和现状，从封建社会走向半封建、半殖民地社会后出现过朦胧的资本主义形态，但毕竟是一个传统农业大国的蹒跚起步。1949年新中国成立以后，实行社会主义制度和计划经济体系，从政府到民众，基本上没有资本的概念。改革开放以来，在引进发达国家的生产

技术和设备的同时，学习并借鉴西方发达国家的经营管理经验，使中国的经济高速发展长达 30 年之久，成绩斐然。

从国家层面来讲，据国家统计局初步核算，2014 年中国 GDP（国内生产总值）为 636463 亿元，按汇率折算跃过 10 万亿美元大关，占全球比例为 13.4%，居世界第二位。按国际货币基金组织购买力平价法的测算，2014 年中国 GDP 为 17.6 万亿美元，超过美国的 17.4 万亿美元，成为世界第一大经济体。但要知道这个世界第一的经济体是建立在全国 14 亿人口基础上的，而且其内涵是以土地政策以及附加值低下的高耗能、粗加工产业为主体。新的一届中央政府坚持转变经济模式、改进生产方式的决心和措施，使得国内经济增长速度连续 25 个月呈现下降态势，应该说于当下不利，于长远有益。中央政府以往考核各级地方政府的政绩时都以 GDP 为主，现主动改为以民生工程为主，或许是主动挤掉水分、捅开泡沫的壮举。

从民众层面分析，持续高速发展的国民经济带给普通民众的经济收入和资源分配不相匹配。社会财富增长集中在少数人的手里，这部分快速聚财的群体又快速推高了民众生活必需的住房、医疗、养老、教育和日用消费品等的价格，使中国社会呈现出富者更富、穷者更穷的局面。产业结构转型必然导致部分知识老化、技能缺失的劳动者失去传统产业的就业岗位，进而出现了专业化的“炒股大军”，他们缺乏投资知识，缺乏相应信息，以探寻内部信息和盲目从众的心理成为推升股市泡沫的主力军。而相对富裕的群体由于投资渠道的限制又在一定程度上把持了资本市场，成为推升股市泡沫的操盘手。

国民经济增长速度持续下降而股市出现“疯牛”般的增长显然不是正常规律，实体经济持续低迷而资本集中投向虚拟经济领域，更让人忧心忡忡。即使在这样的情况下，有学者以中国仍是全球制造业第一大国，亦是世界第一大贸易国、第一大外汇储备国和第一大汽车消费大国而自居，认

为目前中国经济不存在泡沫。而勤于思考、善于观察、精于总结、敢于直言的韩先生，不仅撕破了泡沫的外衣，而且指出了泡沫经济对国家政治、经济体系、管理机制和民众生活等一系列的恶劣影响和破坏结局，值得深思、值得警惕！

好书启智，良友论经，勇者点赞，祝愿韩先生佳作成功出版发行！

华盛一泓投资管理有限公司总经理

陈玫

华融证券股份有限公司原副总经理

2015年12月28日北京

前言

日本著名经济学家野口悠纪雄（Yukio Noguchi）曾给泡沫做了这样的定义：所谓“泡沫”，就是指现实资产价格中，实体经济不能说明的部分，即现实资产价格与实体资产价格的差。

自2014年11月以来，显然中国就经历了这样一场泡沫：上证指数在短短半年交易时间里总涨幅达到了110%；创业板整体价格的涨幅超过了166%，其市盈率更是高达130。正如《经济学人》杂志所指出的，中国股票市场的价格与基础经济环境的联系并不密切，股市的走势和经济增长趋势背道而驰。在过去数月，股市与经济形势的分歧，更是触及新的极端水平。^①譬如，在GDP增速方面，国家统计局的初步核算数据显示：按可比价格计算，2015年第一季度和第二季度GDP同比只增长7.0%。更为要紧的是，这并不是最低，第三季度的GDP增幅低至6.9%。如果剔除通货膨胀的因素，这个数字还会更低。

这种缺乏基本面支持的上涨，其必然的结局是暴跌。进入2015年6月中旬，中国股市的表现不输希腊的债务危机，一时成为全球舆论关注的

^①中国股市：疯狂的赌场。腾讯财经：<http://finance.qq.com/a/20150528/025199.htm>。

焦点。原因是，中国股市在此后短短十几个交易日连续暴跌。在不到一个月时间里，下跌了三分之一，市值蒸发 3.5 万亿美元之多。

那么，问题来了。为什么中国股市会如此疯狂地上涨又如此迅疾地下跌？如果中国经济增长的本身不足以引起 2014 年以来股票价格的上涨，那么，是哪些因素在起作用呢？同样，又是哪些因素导致了股票价格如此恐慌式下跌？股票价格的这种疯涨与暴跌，又会对我们的经济乃至社会产生怎样的影响？

以上这些问题，无论对投资者、对企业抑或是政府部门而言，都是同样重要且关键的。如何认识并评价当前和未来的股市，事实上已经关系到经济和社会政策的制定，而这些政策不仅仅影响到投资者，其影响面还包括国家乃至全社会。

就资本市场的狂升与暴跌，经济学家们已经给出了各种各样的解释。一种观点认为，泡沫的形成及由此引发的崩溃，都应归责于政府。持有此观点者普遍认为，造成这一切的根本原因，是政府的错误政策，譬如不负责任地滥发货币，譬如人为干预。但金融史上著名的 1636—1637 年的郁金香泡沫这一实证案例，却有力地反驳了此观点。从大量的文献中我们不难发现，并没有证据显示，当时荷兰的执政当局曾出台过任何有助于泡沫形成的经济刺激政策。事实上，除了始终在重申禁止“买空卖空”或“空头交易”，一直在强调投机是经济活动中的致命区域之外，政府在经济领域基本上采取的是一种放任的态度。但纵是如此，郁金香泡沫还是不可避免地爆发了，紧接着又破灭了。

也正是基于此，德拉维嘉（Joseph de la Vega）、查尔斯·麦基（Charles Mackay）和金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）等学者，都将投机泡沫视为非理性的大爆发。加伯（Peter Garber）为他们的观点所做的总结是，这些人坚持认为，在动物精神的支配下，人们自发的乐观主义情绪高涨，不断地

给资产价格打气，并将投资和资源不适当地吹大到巨大的程度，以至于接下来不可避免地要引发崩溃与重大的金融和经济灾难^①。

当然，这一观点于那些强调市场理性有效的人而言显然是不能接受的。在他们看来，市场价格就是准确的，资产价格不可能被高估或低估。因为他们坚信，所有的人——当然包括投资者在内——的所有市场行为，永远都是理性的。他们完全排除了，一个理性的人，有时也会做出非理性之举。但事实却是，人类远非新古典经济学所假设的那样，在任何博弈机制下都能精确地权衡利弊，而是无时无刻不受到习俗、惰性、情感认知局限乃至本能的羁绊。牛顿（Isaac Newton）无疑是最好的证明！这位以理性见长的世界顶尖级科学家，却像当时大多数疯疯癫癫的英国人一样，于南海泡沫中赔光了一生的积蓄。为此，这位科学家不得不感慨道：“我能计算出天体运行的轨迹，却难以计算出人类的疯狂。”

以理性见长的牛顿为什么会投资失败呢？一个重要原因是，他承受了巨大的群体压力，最后不得不放弃自己的判断而选择了随波逐流——从众。这种现象被法国社会心理学家古斯塔夫·勒庞（Gustave Le Bon）称为“群体精神统一性的心理学规律”（law of the mental unity of crowds）。他认为正是这种精神统一性的倾向，造成了一系列的严重后果，譬如教条主义、偏执、人多势众不可被战胜的感觉，以及责任意识的放弃。在勒庞看来，这时的人根本就是一种近乎于动物的生物。正是基于群体的这种特点，勒庞得出这样一个观点，那就是，群体在智力上总是低于孤立的个人的。一旦人们被群体化，那么个人的智力品质也就变得无足轻重。从他们成为群体一员之日开始，博学之士便和白痴一起失去了观

^① [美]彼得·加伯. 泡沫的秘密：早期金融狂热的基本原理 [M]. 北京：华夏出版社，2003：3.

测能力。^①这也就解释了为什么智慧如牛顿者，一旦被裹挟进那个群体，其在股市中的智力，顿时就泯然如众人了。

勒庞坚信，孤立的个人比群体中的人总要高明，这是事实吗？答案也许是否定的。事实上，不独群体具有这种动物性，个体亦是如此。1935年，心理学家弗兰克就发现人们经常会过度高估自己。社会心理学家齐瓦·孔达（Ziva Kunda）也发现，人们通常期望好事情发生在自己身上，甚至对于纯粹的随机事件也抱有不切实际的乐观主义态度。DHS（Daniel, Hirsheifer and Subrahmanyam）模型也证实了这点，也就是说，成功者往往会将自己的成功，归因于自己知识的准确性和个人能力，这种自我归因偏差会使成功者过度自信。但也正因为过度自信，常使得价格接受者会过度估计他们的个人信息，导致总的信号被过度估计，使得价格偏离其真实价格。过度自信使投资者扭曲了价格的影响，进而使得市场波动增加。同时，过度自信也令轻率和爱冒险成为一种流行病。

当然，正如心理学家理查德·拉扎勒斯（Richard Stanley Lazarus）所认为的，情绪来自对环境中的好的或不好的信息进行生理及心理反应的组织，它依赖于短时的或持续的评价。简而言之就是，没有外界刺激，就不会有情绪。据此进一步推论，我们还可得出这样一种结论，那就是：如果没有外力的冲击，那么现有的情绪，也就不可能发生改变。于市场情绪而言，其外部冲击主要是指一些改变了时间段、改变了预期、改变了预测的利润机会和投资者行为的外部事件。譬如，汇率的大幅波动、重大的发明和创新、开拓的新市场、政治局势的重大改变……

需要进一步予以说明的是，仅仅是人类本身的动物精神和外部诱发因素的这种组合，仍然不足以引发一轮资本市场的泡沫。一轮投机泡沫的形

^① [法] 古斯塔夫·勒庞·乌合之众：大众心理研究 [M]. 北京：中央编译出版社，1998：22，27.

成，有赖于人的动物精神、外部冲击力及信用扩张这三大要素。如果我们将泡沫视为一场火灾，那么，人的动物精神就好比是可燃物，外部冲击力这一诱发因素就如同火源，信用扩张无疑是它的助燃剂，这三者缺一不可。其中，人的动物精神，特别是让人沦为乌合之众的从众行为，是造成投机泡沫的根本。正是由于人性存在着这种不可避免的缺陷，在外部冲击力和信用扩张两大因素的配合下，使得市场总是趋于不稳定。

当然，我们还需要认识到的是，任何事情的发生、发展，都离不开它所处的时代背景，经济、文化、社会环境、地域特点、传统观念，乃至前期发生的重大事件，都会对后续事件产生深远的影响。冰冻三尺，非一日之寒。了解背景，有助于我们了解和明晰事件兴衰成败的原因、始末及先后事件的连贯性。泡沫也不例外。

正如这世间的万事万物，都存在着一个临界点一样，当泡沫超过某一线度，趋势将不可逆地发生转变。其根源还是从众行为的一致性。我们知道，人类赖以生存的这个真实世界的特征就是资源的有限与稀缺，而经济活动就是对资源的分配过程。一旦市场出现方向高度一致性，资源分配就难以继续，经济的运行方向就会出现转折：由于市场高度的一致，博弈双方的均衡不复存在，市场资源的有限性不可能使市场的参与者都成为赢家。一旦市场的信息发生变化，譬如那些促使泡沫形成的外部冲击力消失，或是信用扩张受限时，原有信息所形成的从众行为就会随之消失，市场开始逆转。当然，在动物精神的支配下，先时的从众行为本身并不会消失。事实上新的信息，譬如新的外部冲击力因素，往往会诱发出另一个重要的现象——也就是所谓的“负反馈环反应”的出现。故事一如泡沫形成之时：最初的提示，通过相互传染的过程，很快进入群体中所有人的头脑，群体感情的一致倾向会立刻变成一个既成事实。所不同的只是，群体的感情朝着与泡沫形成之时完全相反的方向迅速地转变，情绪由原来的盲目乐观，

迅速转变为盲目悲观，最终的结果就是原来趋势的彻底崩溃。

市场虽然不稳定，但却极具规律性。一个完整的泡沫，从形成到崩溃一般会经历如下 10 个阶段：麻木期→外部冲击出现→潜伏期→观望期→诱导期→狂热期→外部冲击消失→潜逃期→迷茫期→崩溃期。

当然，这并不意味着在泡沫的形成和崩溃过程中，政府的作用是可可有可无的。事实恰恰相反。自 17 世纪以来至今的四百多年时间里，除了 1636—1637 年的荷兰郁金香泡沫外，历史上大多数的泡沫事件中都能找到政府的身影。原因很简单，在泡沫形成的三要素中，无论是在人的动物精神，还是在外部冲击力及信用扩张上，政府均可施加影响。

正如勒庞在《乌合之众：大众心理研究》一书里所做的论述：“只有对群体心理有一定的认识，才能理解法律和制度对他们的作用是多么的微不足道，才能理解除了别人强加于他们的意见，他们是多么没有能力去坚持己见。要想领导他们，不能根据建立在纯粹平等学说上的原则，而是要去寻找那些能让他们动心的事情、能够诱惑他们的东西。”^①典型案例来自密西西比计划和南海计划。正是基于对群体心理的充分认识和精准把握，密西西比计划的策划者约翰·劳（John Law）和南海计划的策划者罗伯特·哈利（Robert Harley）两人，先后人为地制造了一种外部冲击力，他们作为各自国家政府的代理人，从政府手里获得了与传说中盛产黄金的美洲地区进行贸易的特许权，并以此来勾起投机者的淘金幻想，然后再利用人们贪婪的心理和动物精神，诱导出一轮投机泡沫，来为各自国家的以股权换政府债券的去债计划服务。

当然，仅仅是动物精神与外部冲击力这样的组合，而无信用扩张的助推，泡沫仍然无法形成。在这一点上，劳又一次表现出非凡的洞察力。他

^① [法] 古斯塔夫·勒庞. 乌合之众：大众心理研究 [M]. 北京：中央编译出版社，1998：10-11.

非常清楚，他的密西西比计划要想获得成功，信用扩张是关键。较之于劳的时代，今天中央银行印制新的货币，则变得尤为轻松方便——通过降息与下调准备金率都可以实现。事实上，随着中央银行制度的确立，政府在信用扩张方面，所起的作用越来越具有决定性。因为，除了政府之外，“没有哪一个拥有印刷机，没有哪一个能凭借印刷机印出那些装在我们口袋里称为货币的纸片，也没有哪一个可以合法地授权会计在账册上汇入与那些纸片相等的项目”^①。

这套理论不仅适用于欧美国家，同样也适用于中国。今日的中国与南海泡沫爆发前的英国，1986—1990年大泡沫时期的日本，具有一定的可比性。主要表现在，今日的中国与南海泡沫时的英国都处于国势上升期，同时都为债务所困。此外，一方面两国都因长期的经济繁荣，使得国内私人资本不断集聚，社会储蓄不断膨胀，但另一方面又表现为投资机会严重不足，从而出现大量闲置资金迫切寻找出路。而今日的中国与处于大泡沫时期的日本的相似之处则表现在，两国都面临着巨大的经济结构调整的压力。也正是在这样的背景下，改革的预期成了主要的诱发因素。此外，为去债和调整经济结构，政府也有意于通过扩张的金融政策，来刺激股市和房地产市场。至于股市为何上涨得如此疯狂，可信的解释是：其一，媒体的背书，对“道德风险”起到了推波助澜的作用；其二，金融创新，为非理性提供了杠杆。除了以上两点之外，可能存在的因素还包括大国崛起所激起的民族自信心、互联网热、激增的私募基金和股票分析师极其乐观的预测等。

当然，正如我们在前面所指出的，泡沫的崩溃与泡沫的形成一样，也是需要诱发因素或信用政策的变动来支持的。一旦泡沫形成的外部诱发因

^① [美] 米尔顿·弗里德曼，货币的祸害[M]. 北京：商务印书馆，2006.

素消失或信用扩张受限时，那么，原有信息所形成的从众行为，就会随之消失，市场开始逆转。如果说印度公司没能在法属北美洲殖民地路易斯安那挖出金子是压垮密西西比泡沫的那根稻草，那么，在改革预期没有改变，利率政策也没有改变的前提下，收杠杆则是压垮 2014—2015 年中国这轮牛市的直接原因。当然，除了有关部门收杠杆的政策外，导致这次股市下跌的诱发因素，还包括超大规模的 IPO、海外中国概念股私有化回国上市、楼市向好等因素。原因很简单，它们都是抽水的主儿，在流动性来源既定的前提下，抽水的主儿越多，现有的股价自然承压越大，然后就是泡沫的破灭。

泡沫的危害，首先表现在它会引发经济危机。更为重要的是，因为泡沫的崩溃导致的经济危机，使得经济长期萎靡不振、失业率高企、人民生活在饥寒边缘不可忍受，这就为“偏激（极左或极右）政治”的兴起提供了肥沃的土壤，也将注定为世界带来更为严重的灾难。纳粹的兴起就是最好的证明。关于这点已经得到了人们足够的重视，但对于扭曲人们的价值观的认识，显然不足。

事实上，这对一个国家和民族的伤害远比经济危机要大得多，且这种改变将会是永久性的。泡沫化下投机的高收益，将人们诱入歧途，使生产的劳动者不安所业，而只想到股票投机中去碰运气。由此产生的问题是，如果人人都辞职去炒股了，敢问谁来工作？如果企业中没人工作，又如何能正常运转？企业如若不能正常运转，社会财富如何创造？同样，如果学校里，教授不再授课，学生不再上课，那么人类的文明又该如何传承？人人都不安所业，最后这个社会将是怎样一个场景呢？同样，于企业而言也是如此，如果金融收益大大超出主业收益的话，试问谁还会认真对待研发等正常的生产经营活动呢？一个企业在研发、市场和质量管控上都不肯投入，怎么会有可持续的竞争力？而我们又知道，国家（区域）竞争力是建

立在其企业的竞争力基础之上的，企业都醉心于投机而无心经营，国家可持续发展的源泉又何在呢？

此外，在历次的投机泡沫中，损失最大的是那些国家的中产阶级。一些脆弱的中产阶级因为泡沫的缘故而破产，显然不利于橄榄型社会的形成。当然，更多的家庭或许不至于返贫、致贫，但庞大的负债也会让这些中等收入的家庭，开始在消费方面“捉襟见肘”。因为要偿还巨额债务，他们将不得不节衣缩食，而这对一国的负面影响非常之大，特别是将给那些面临经济结构调整压力的国家带来严重的问题。

那么，问题又来了，自密西西比泡沫以来，无论是有意型人造泡沫还是无意型人造泡沫，最后都以失败告终，且危害那么大，但为什么各国政府仍然前仆后继地制造着泡沫呢？原因大抵有以下三点：

一是政府的过度自信和自我归因偏差。在小詹姆斯·布坎南（James M. Buchanan, Jr.）看来，包括政府在内的一切团体跟个人一样，都趋于“经济人”，都在追求自身利益极大化。也就是说，于他看来，包括政府在内的集体，不过是个特别的“人”而已。我们在前面论述过人的动物精神，其中就强调了个人的过度自信和由此造成的自我归因偏差问题，这种情况同样出现在政府身上。大多数的统治者往往会过度高估了自身的治理能力，他们总会倾向于认为，自己一定会比别人做得更好，因此也往往表现得更为深信“这次不一样”。

二是制度因素。专制制度下，无人可对统治者予以监督，这导致其权力不受约束。而于民选制度下，政客必须“轮流坐庄”，或四年一任或五年一届，大部分连任一次便得下台。通过选举上台的政客们，往往只需对自己任期内的显性结果负责。也正是因此，很多统治者往往采取的是一种“只顾眼前，至于我死之后，哪管它洪水滔天”的策略。

三是错误的观念。就观念问题，在《法、立法与自由》一书里，哈耶