

「美」彼得·加伯 著
陈小兰 译

泡沫的鼻祖

早期
The Fundamentals
of Early Manias
金融狂热的
基本面

Peter M. Garber

FAMOUS FIRST BUBBLES



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

二二二 二二二 二二二

泡沫 的鼻祖

二二二

二二二

二二二

二二二

二二二

二二二

二二二

FAMOUS FIRST



二二二

早期金融狂热的
基本面

泡沫的鼻祖

FAMOUS FIRST BUBBLES

The Fundamentals of Early Manias

Peter M. Garber

[美] 彼得·加伯 著

陈小兰 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

著作权合同登记号 图字:01-2015-0611

图书在版编目(CIP)数据

泡沫的鼻祖:早期金融狂热的基本面/(美)彼得·加伯著;陈小兰译.—北京:北京大学出版社,2018.7

ISBN 978-7-301-29389-8

I. ①泡… II. ①彼… ②陈… III. ①泡沫经济—研究
IV. ①F014.82

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 039757 号

Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias, by Peter M. Garber

© 2000 Massachusetts Institute of Technology

Chinese (Simplified Characters) Copyright © 2018 by Peking University Press

ALL RIGHTS RESERVED

- | | |
|-------|---|
| 书 名 | 泡沫的鼻祖:早期金融狂热的基本面
PAOMO DE BIZU: ZAOQI JINRONG KUANGRE DE
JIBENMIAN |
| 著作责任者 | [美]彼得·加伯 著 陈小兰 译 |
| 责任编辑 | 柯 恒 陈晓洁 |
| 标准书号 | ISBN 978-7-301-29389-8 |
| 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 http://www.yandayuanzhao.com |
| 电子信箱 | yandayuanzhao@163.com |
| 新浪微博 | @北京大学出版社 @北大出版社燕大元照法律图书 |
| 电 话 | 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62117788 |
| 印 刷 者 | 涿州市星河印刷有限公司 |
| 经 销 者 | 新华书店 |
| 定 价 | 787 毫米×1092 毫米 32 开本 5.25 印张 88 千字
2018 年 7 月第 1 版 2018 年 7 月第 1 次印刷
32.00 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

目 录

致 谢	001
前 言	003

第一章 泡沫解释

几个词汇的含义	009
著名的泡沫	019

第二章 郁金香狂热的传说

1 政治和经济背景	026
2 郁金香狂热的传统意象	030
3 郁金香狂热的传说出自何处	033
4 政府当局对期货市场和买空卖空的态度： 小册子的来源	037
5 淋巴腺鼠疫	041
6 染病的郁金香	044

7	1634—1637 年的球茎市场	048
8	这些数据的某些特征	053
9	崩溃后的郁金香价格	065
10	以后各世纪郁金香球茎的价格	070
11	这一事件是一种“郁金香狂热”吗?	079

第三章 巨型泡沫

12	绪论:密西西比泡沫和南海泡沫	091
13	约翰·劳以及密西西比泡沫和南海泡沫的基本面	095
14	约翰·劳的金融动作	098
15	密西西比泡沫市场基本面新解	107
16	劳的阴影:南海泡沫	110
17	南海金融操纵	114
18	南海公司的基本面	120
19	结 论	122
附录 I 大众作品和经济学作品中的郁金香狂热		127
附录 II 17 世纪郁金香价格数据资料		133
注 释		145
参考文献		149
索 引		155

致 谢

本书是我多年来研究早期泡沫思想的成果。它主要由两篇论文——《郁金香狂热》（《政治经济学杂志》，1989年）、《泡沫的鼻祖》（《经济瞭望杂志》，1990年）——以及《谁在郁金香泡沫中植入了疯狂？》[《崩盘与恐慌：历史的教训》（E. White, ed., *Crashes and Panics: The Lessons From History*, 1990）中的一章] 组成。在此，我要感谢罗伯特·弗勒德、赫舍尔·格罗斯曼、罗伯特·赫德利克、萨利赫·内弗茨、斯图尔特·帕金森、大卫·里巴、鲁迪·多恩布什以及詹姆斯·佩克的有价值的讨论；感谢奎都·因本斯给予的研究资料的帮助；感谢玛丽娜·范·多根和克拉斯·巴克斯的翻译，他们的工作使我受益匪浅。哈佛霍顿图书馆、克雷斯图书馆、阿诺德植物园的图书馆、格雷标本馆的图书馆以及马萨诸塞州园艺协会的图书馆，上述机构的管理员们提供了有价值的指导。《政治经济学杂志》的乔治·斯蒂格勒为本书对郁金香狂热的研究和本

书的出版提供了广泛的编辑意见；《经济瞭望杂志》的约瑟夫·斯蒂格利茨、蒂莫西·泰勒及其他几位审阅本书和杂志的工作人员也提出了富有启发的建议。我还从来自布朗大学、联邦储备委员会、纽约城市大学、哥伦比亚大学、夏洛特皇后大学、加州大学洛杉矶分校、麻省理工学院、国际货币基金组织和西北大学的参与者的评论中获益良多，在此一并表达我由衷的谢意。

前 言

泡沫位于金融学、经济学和心理学的结合处。对大规模的资产价格运动的最新解释，倾向于将心理学排在第一位，这不仅受到惨淡的过去所发生的事件的影响，而且受到在1997年、1998年和1999年这些危机年份里发生的大多数事件的影响。然而，本书将要揭示的证据表明，至少早期产生的泡沫是由基本面因素驱动的，它们源自金融学与经济学这些更基本因素的结合处，心理学因素不过是其背景而已。

本书讲述的是三大最著名的泡沫——荷兰郁金香狂热、密西西比泡沫和南海泡沫——它们均被看作是私人资本市场疯狂的范例。本书所持的观点则相反：

——郁金香狂热中珍稀球茎价格的飙升，正如其价格的快速下滑一样，在新开发的品种中，这是市场的一种标准特性；而在大多数人的叙述中，这种价格被过分强调，作为这次疯狂事件首要而确凿的证据。

——即便是现在，珍稀球茎品种的价格也相当于一所质地上佳的房子的价格。

——经济灾难与荷兰郁金香狂热的结束几乎没有什么联系。

——我们现在所了解的郁金香狂热事件，主要是由荷兰政府发动的一次道德运动所造成的结果。

——在 1637 年荷兰阴郁的冬天，人们对普通的郁金香球茎的投机现象持续了一个月。狂欢就在各种各样的酒馆里举行，它发生在鼠疫大规模爆发期间，且没有产生实质性影响。

——密西西比泡沫是一次大规模的印刷纸币事件，以及政府用发行股票来偿还债务的交易活动。

——南海泡沫也是一次用发行股票来偿还债务的活动，虽然理由没有那么充分。

——前述两次泡沫事件均是由政府高层官员发起或支持的场面壮观的宏观经济阴谋，它们得到英国和法国政府的力挺。

——然而，它们现在被当成是需要政府控制和规范的私人金融市场中可能产生疯狂事件的典型案例。

第一章

泡沫解释

荷兰郁金香狂热、密西西比泡沫和南海泡沫——这些词语永远和每次发生的大规模金融动荡联系在一起。它们如此牢固地植根于我们的文献作品中，以至于它们现在更多地被当成金融动荡的代名词，而不是作为这些特殊事件本身的依据。再加上诸如从众以及新流行的非理性繁荣之类的词汇，它们在1997年、1998年、1999年这几个危机年份的政策制定、学术辩论和市场评论中唱起了主角。

一般而言，这些事件被视为非理性的大爆发。自发的乐观主义情绪高涨地给资产价格不断打气，并将投资和资源不适当地吹到如此巨大的程度，以致接下来不可避免地要引发崩溃或重大的金融和经济灾难。只有那些不同寻常的自我妄想狂或对周围事物视而不见者，才可能注意不到这种明显的事实。所以，后来人们在提起这些事件时，几乎都将它们视为是嘲弄这类失败者愚不可及的一种形式。

本书描述了这三大著名泡沫的基本历史。然而，首先必须要做的是，努力搞清楚从这些事件中衍生出来的一系列词汇的含义，以便理解这些发生在如此久远岁月里的事件是如何适用于现代经济规则中的辩论的。在这个导论性

4 的词汇简释中——我希望不是一条太长的弯路——首先，我将对这些词汇的含义进行梳理，并对它们加以分析批判；然后，我将阐述并讨论在有关该主题的权威性作品中找到的关于泡沫这个词汇的定义；最后，通过考察《金融时报》（*Financial Times*）如何利用这些词汇来解释1998年10月发生的事件，我将回过头来分析这三大著名泡沫作为修辞性的武器所发挥的重要作用。

几个词汇的含义

泡 沫

这类现象的经典词汇就是泡沫。泡沫是经济学和金融学中最美丽的概念之一。在经济学和金融学中，泡沫是一个模糊不清的词汇，它既重要又缺乏一个固定的可操作性的定义，因此，人们可以随意对它进行解释。最常用于经济研究中的泡沫定义是，无法解释的那部分资产价格运动，它建立在我们称之为基本面的基础之上。基本面是各种变量的集合体，我们认为这些变量应该驱动资产价格的变化。在一种特殊的资产价格定义的模型中，如果我们对资产价格的预测产生了严重的偏差，那么，我们可能就会说存在着某种泡沫。

这种定义不过是表明，发生的某种事情我们不能解释。对这一点，通常我们就称之为偶然变化。在研究资产定价时，我们给予这种现象一个名称——泡沫——并诉诸那些不能证实的心理学因素。

人类心灵的心理状态是不可测量的，特别是在一个事件发生多年之后。然而，它确实为解释市场中那些不能解释的现象提供了一种便捷的方法。我们现有的或流行的基本面分析模式，往往不能解释资本市场中那些可观察得到的重要现象。我们知道，市场心理学或市场意识可能很重要，因此，我们就会把基本面分析模式的结果与实际结果的不一致归咎于不可测量的市场心理学。

从 众

虽然从众近来频繁地被用于解释大规模的资金流动，但它仍然是一个含糊不清的词汇。它将“投资者就是羊群”——牺牲品的意思——这种观点形象化。这里嘲弄的景象是，投资者不去寻找属于他们自己的草地，而是跟着一个领头人，被动地从一个地方走到另一个地方去吃草。尤其在大量资金涌入新兴市场的情况下，从众概念就会产生。

当然，从众并非一种非理性的行为。如果众所周知某人长于分析，那么，此人走出一步的话，大家跟着他一起走是合理的。问题是那些把从众解释为由大量的机构或个人操纵资金流入某一特殊市场的人，他们从来没有提供任何证据来证明投资者正在做的决策的基础。我们观察到

量的资金在同一时期流入某市场，在另一个时期又同时流出某市场，但是，这并不意味着正在进行的这种活动就是从众。其实，这可能是某一两个精明者正在作出这种分析，而每个人都在盲目地跟从他们。也可能每个人都在作出分析。资金管理人可以选择其一，将这种认真的研究和分析工作委托给一家信得过的研究机构，研究机构又依次去向众多客户提供建议。对于没有研究部门支持的个人资金管理人而言，并不意味着他是在盲目地行动。

未来永远笼罩在迷雾之中：我们永远也不知道将来会发生什么事。然而，我们必须根据我们对未来的最佳预测来调配投资资源。有时候会出现一种令人心悦诚服的理论，这种理论允许我们能比过去“更好”地看清未来。这就是经济研究所要做的事情，即提出新概念；然后，我们可以利用这些新概念来解释可观察到的现象，或许还可以预测未来可能发生的现象。有时，某种理论成了主流理论，而且具有说服力。凯恩斯思想就曾经是一种令人拜服的理论，而且政府便是遵从凯恩斯开出的政策药方来行事的。这些政策以其过于夸张的形式走向了失败，在这之后，政府丢开了这类政策，转而采用（遵从）紧缩的反通胀政策。虽然 20 世纪 60 年代和 70 年代政府引入凯恩斯的理论，而 20 世纪 80 年代和 90 年代政府又放弃了这种理论，但是，没