

郭济敏 著

GUPIAO SHICHANG

PAOMO YANJIU

股票市场 泡沫研究

 中国金融出版社

股票市场泡沫研究

郭济敏 著



中国金融出版社

责任编辑：赵天朗 邓瑞锁

责任校对：孙 蕊

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

股票市场泡沫研究 (Gupiao Shichang Paomo Yanjiu) / 郭济敏著 .
—北京：中国金融出版社，2005.8

ISBN 7-5049-3742-8

I. 股… II. 郭… III. 股票—资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 093831 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 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, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 160 毫米 × 235 毫米

印张 17

字数 319 千

版次 2005 年 11 月第 1 版

印次 2005 年 11 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 35.00 元

如出现印装错误本社负责调换



作者简介

郭济敏，女，1971年10月出生，福建长汀人。1988年考入经济管理类统计学国家级重点学科—厦门大学计划统计学系，在该系先后求学十载，2003年获得经济学博士学位。在校期间，其学士、硕士、博士学位论文均被评为优秀论文并获得厦门大学最高荣誉奖——“嘉庚奖”。1992年进入证券行业工作，曾在上海证券交易所担任三年的“红马甲”，具有丰富的中国证券市场经验，是中国首批执业证券分析师。目前就职于中国银河证券有限责任公司，担任固定收益证券总部分析部副经理。

曾作为主要成员参与过2项国家自然科学基金项目、1项国家社会科学基金项目及多项省部级课题研究。参与编写《投资决策—技术与金融工程》（中国财政经济出版社，2001）、《实验经济学导论》（中国统计出版社，2003）等著作。并在《中国经济问题》、《中国货币市场》等多家国家核心期刊及《中国证券报》、《上海证券报》等主要证券类报纸发表过论文，多次接受中央电视台、路透社等国际传媒就有关中国证券市场问题所作的专家访谈。

2005年受曾任美国金融研究会主席、美国金融学会主席的国际著名金融学家富兰克林·艾伦教授的邀请，由国家留学基金资助，即将以访问学者的身份在美国常春藤盟校—宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融系学习和工作一年。主要研究领域为宏观经济、计量经济、资产定价、固定收益证券、金融工程与金融创新。

序 言

泡沫经济是产生经济危机的重要根源，泡沫一旦破灭，就势必影响到金融安全，经济危机就有可能随之而来。股票是泡沫经济的主要载体之一，股市泡沫是诱发泡沫经济的重要因素，不断膨胀的股市泡沫是出现泡沫经济的先兆。因而分析股市泡沫的成因以及动态演变过程，研究股市泡沫对经济的影响，对防范和化解金融风险，维护金融安全，防止金融危机，保持股市和经济的健康发展都有着十分重要的意义。

股票市场泡沫的研究是当代经济学的前沿领域之一。发达国家的经济学家对于这一领域的研究已有若干先期成果，但对于这一领域的许多问题，比如，什么是股票市场泡沫，其产生原因、发展的机制是什么，怎样准确地测度和检验它，对国民经济的影响如何，如何有效地控制泡沫等方面仍未达成一致的看法，甚至泡沫的定义至今仍存在争议。而国内这一领域的研究则刚刚起步，而且研究的对象主要是泡沫经济，研究的内容主要围绕泡沫破灭后所造成的危害而展开，文章多采用定性研究的方法，定量的研究较少见。关于股票市场泡沫的研究散见于泡沫经济研究的文献，国外近年来泡沫经济研究中涌现的新问题、新方法介绍到国内来的还很有限。郭济敏同志从攻读硕士学位开始，就在厦门大学计划统计学系系统深入地学习了证券投资、计量经济学、金融工程、博弈论、实验经济学等领域的相关知识，具有较扎实的理论基础；在我主持的国家自然科学基金和国家社会科学基金项目承担了重要工作，而且她在证券行业工作多年，具有丰富的实践经验。因此当她选择股票市场泡沫作为博士研究课题时，我即表示赞同和支持。本书是在郭济敏博士论文基础上写成的，也是金融安全及指标体系研究这一国家社会科学基金项目的重要的成果之一，书中的部分内容已作为该项目的研究成果上报国家社科规划办，受到有关领导的关注。

本书首先回顾了历史上著名的股票市场泡沫事件，结合股票市场的特点，界定了什么是股票市场泡沫。接下来，按照股票市场泡沫研究的历史发展脉络，首先在传统的理性预期框架下，从局部均衡和一般均衡的角度，探讨泡沫的存在性、泡沫的类型以及泡沫对社会经济的影响。在传统理论对泡沫现象的

解释存在局限性的情况下，放松传统理论假设的前提条件，在非均衡的框架下，从投资者行为理论出发，探讨了投机性泡沫的形成机理。在这一部分，作者利用国外近几年泡沫研究的先进理论、方法和工具，对噪音交易者行为、羊群行为以及市场操纵与投机性泡沫的形成关系进行了全面、深入的分析，并建立了多个非线性投机性泡沫动态机理模型。随后，探讨如何有效地度量、检验和控制泡沫。最后，利用上述理论对中国股票市场的泡沫进行研究。值得一提的是，本书第七章介绍了股票市场的泡沫实验，这是实验经济学在金融学中的一个重要应用。我国的实验经济学研究基本上是在 2002 年 10 月“实验经济学之父”史密斯获得诺贝尔经济学奖之后开始的。而在股市泡沫方面的研究几乎是空白。该章较为系统地评述了有关泡沫实验，可以给我们提供一个研究泡沫经济的新方法。

本书在进行理论探讨的同时，又注意联系国内实际。在研究方法上，注重模型化以及定量研究，充分借鉴了国外股票市场泡沫研究领域的最新方法和理论，得出了一些有意义的结论，相信此书会对读者有所启发。作为年轻博士的第一本个人专著，缺点在所难免，我将此书推荐给读者，只是为了能进行更广泛的交流，促进这个领域研究的深入，为我国证券市场的发展尽微薄之力。

高鸿桢

2004 年 10 月 1 日于厦门大学北村

内 容 提 要

股票市场泡沫是当代金融学研究的前沿领域。本书将现代金融学的规范研究方法、实证方法以及实验方法进行有机的结合,逐步分析了股票市场泡沫的内涵、特征,理性泡沫的存在条件、类型以及对经济的影响,投机性泡沫的产生、发展机制,股票市场泡沫的度量、检验以及防范与应对等问题,最后对中国股票市场泡沫进行了实证分析。

全书共九章,各章内容安排如下:

第一章,导论。在简要回顾历史上著名的股票市场泡沫事件基础上,对股票市场泡沫概念进行界定。本书中股票市场泡沫是指由金融投机所导致的股票价格上涨严重偏离其内在价值并陡然下跌的状态。接着从市场内部机制出发探讨了投机与泡沫之间的关系,结论是:股票市场的投机活动具有内在不稳定性,因此在一定时期内会存在投机性泡沫。该结论是全文研究的前提条件与假设基础。

第二章和第三章在传统的理性预期框架下展开研究。在第二章,首先建立了股票市场的价格模型,然后通过求解该模型得出理性泡沫解,并对理性泡沫进行分类研究。最后,从局部均衡的角度,探讨了理性泡沫剔除的一般性条件。第三章从一般均衡角度出发,运用戴蒙德(Diamond)的代际更迭模型,对理性泡沫的存在条件以及泡沫与经济动态有效性之间的关系进行了分析。首先,在假定存在股票泡沫以及实物资本投资收益确定的情况下,分析得出:经济动态无效率是理性泡沫存在的前提条件;同时,泡沫具有提高经济体动态效率的潜力。^①因为它可以阻止经济体不进行资本的积累,从而增加每一个人的消费水平。接着,在模型中引入股票资产的回报以及实物资本的回报存在不确定性,那么泡沫能否持续的关键在于:投资者对于泡沫持续的信心以及对实体经济未来回报的预期。如果人们对于泡沫持续的信心很高并且对实物资本未来

^① 事实上,本书并不否认泡沫所产生的负面作用。但是,这些负面作用已经广为人知,本书试图说明股票市场泡沫在一定条件下也会对经济产生正面作用,目的在于说明必须正确对待股票市场泡沫。

的回报变得很悲观，那么理性泡沫是可持续的，其变动在一定程度上与实体经济相一致，不会变得过大。

然而，现实情况表明，股票市场泡沫在很多时候是由非理性行为造成的，其表现形式与理性泡沫并不一致。而且，理性泡沫模型无法解释是何种原因导致泡沫的出现。为此，在第四章、第五章我们引入“投机性泡沫”概念，从投资者行为理论出发，在非均衡框架下，对股票市场泡沫进行更贴近现实的分析，重点在于探讨股票市场投机性泡沫的产生、发展机制。

第四章运用噪音投资者模型分析了不同投资者之间存在的信息不对称是如何导致泡沫出现的。噪音投资者无法获得正确的内部信息，其行动的依据是各种噪音信息。假定市场中存在具有理性期望的获知信息的投资者以及对理性期望回报理解有误的噪音投资者。在具体的分析中，首先，从德龙（De Long）等人提出的静态噪音投资者模型入手，假定噪音投资者的牛市情绪保持不变，结果发现随着噪音投资者的不断涌入，股票价格在均衡值附近出现随机波动。接着，将基本模型进行简单动态扩展，假定噪音投资者牛市情绪是可变的，此时会有泡沫出现。最后，将模型进一步扩展，允许股票内在价值随时间的变化而改变。结果表明，噪音投资者对内在价值变化的过度反应会导致泡沫的出现并且泡沫随着噪音投资者牛市情绪不同而呈现不同的特点。噪音投资者牛市情绪主要分为两类，一是牛市情绪的变化与股票内在价值变化无关。此时牛市情绪的变化是缓慢而持久的，服从随机游走。如果此种情况占主导，那么泡沫缓慢增长，价格不会出现均值反转并且泡沫是可持续的。二是牛市情绪的变化与股票内在价值变化有关，具有短暂性。如果此种情况占主导，那么泡沫快速增长，并出现均值反转，走向破灭，从而带来较大的风险。

第五章从另一个角度即：投资者的羊群行为以及价格操纵分析投机性泡沫的形成机制。首先利用模仿传染模型探讨模仿引发的羊群行为导致泡沫的产生、膨胀和破灭的内在机制，接着，介绍了羊群效应的检验方法，即：通过检验股票收益率分散度（市场组合中个股收益率与市场组合收益率平均绝对偏差）与市场组合收益之间是否保持线性关系来判断市场是否存在羊群效应。最后，将羊群行为与市场操纵结合起来，建立了市场操纵者和市场追随者之间的不完全信息动态博弈模型并据此分析得出结论：市场操纵与博弈行为造成了投机市场价格的大起大落，加剧了股票资产的泡沫化程度。

第六章探讨股票市场泡沫的度量以及检验。首先分析了基于股票内在价值的泡沫度量方法。在总结了股票定价的三种方法即股息折现法、相对估价法以及期权定价法的基础上，运用美国股票市场实例，重点分析了常用的比例指

标：市盈率、股息收益率以及 Q 比率等用于股票市场泡沫识别的有效性。接下来，介绍股市泡沫的实证检验方法，主要对方差检验法、自相关检验法、单位根检验法、协整检验法、状态转换检验法进行了系统总结，并对各自优缺点做了分析。

由于利用现实股票市场研究泡沫现象以及检验相关的理论存在诸多的限制，因此在第七章我们引入实验方法研究股票市场泡沫。首先在状态不确定、信息不完全以及期限多时段的情况下对泡沫的存在性、形成机理以及动态演变过程进行了实验检验。结论是：在大部分实验中出现了价格泡沫以及泡沫破灭的现象；价格的变动遵循瓦尔拉斯（Walrasian）自适应的调整过程，在此过程中，由于被试没有形成共同预期，因此会导致泡沫的出现，但是经过不断的重复实验之后，随着时间的推移，如果决定资产的内在价值保持不变，价格最终会向理性预期的均衡价格收敛。接着对假均衡存在性以及形成机理进行了实验检验。所谓“假均衡”是指：市场虽然最后能够达到均衡，但是此种均衡并不是该资产真正内在价值相对应的理性预期均衡。最后对泡沫控制的各种方法进行实验检验，结论是：惟一可以显著减少市场泡沫、降低股市风险的因素是不断重复实验而形成的市场经验。

第八章阐述股票市场泡沫的防范与应对。该章首先分析了货币政策与股票市场价格波动之间的相互影响关系。在此基础上，利用扩展的 BGG 模型以及对历史案例的剖析，得出中央银行应对股票市场泡沫最佳的货币政策是实行弹性的通货膨胀目标。即：货币政策的优先目标是长期价格稳定，而不是股票价格的稳定。股票价格不应成为货币政策的调控目标，但是可作为货币当局决策时的补充信息变量。与此同时，为了维护金融市场的稳定，中央银行应该充分发挥政策制定者、监管者的职能，通过制度建设以及严格监管做好股票市场泡沫的事前防范。当股票市场泡沫破灭时，中央银行应充分发挥作为最后贷款人的作用，积极应对以避免泡沫破灭后造成更大的损失。接着，对通过限制交易来减小泡沫的其他常用措施，比如提高保证金、征收托宾税、关闭市场等措施进行分析。结论是：这些措施对于降低市场风险有一定的作用，但是，它们有碍股票市场资源配置功能的充分发挥，因此不应作为应对股票市场泡沫的首选措施。防范投机性泡沫的首要办法是采取鼓励交易的政策，给人们更多的机会参与更广泛、更自由的市场并且通过建立日臻完善的社会保险制度和金融机构来更有效地控制真正的市场风险。

第九章对中国股票市场泡沫分析。该章首先梳理了中国股票市场的发展历史，接着运用高顿（Gordon）模型计算市场中期合理市盈率，无风险的 5 年期

定期存款利率的倒数则作为市场短期合理市盈率并据此度量了 1998 年 1 月至 2004 年 5 月期间上海 A 股市场指数的泡沫情况。通过与该期间市场实际走势的对照研究, 得到结论: A 股市场出现泡沫的判断标准是 A 股实际市盈率与中期、短期合理市盈率的比值都超过 1.5。另一方面, 实证检验结果表明: 1998 年至 2002 年中国 A 股市场存在较大的泡沫。但是, 运用 AMSZ 规则进行检验的结果表明: 在 1999 年之前, 股市泡沫的存在无助于经济动态效率的提高。随后, 对中国股票市场泡沫的成因进行了分析, 指出中国股票市场特有的不规范是导致股票市场出现泡沫的根本原因。其中, 中国股票市场特有的股权分裂是泡沫产生的制度根源。而证券市场结构的失衡则助长了泡沫的产生和持续膨胀。最后, 对中国股票市场投机性泡沫的防范控制提出了相关的建议。主要措施包括: 规范股权结构, 实现全流通; 规范政府行为, 加强并改善市场监管以及丰富金融投资产品和工具, 尤其是大力发展债券市场, 建立多层次的股票市场体系以及稳步推进金融衍生产品创新。

ABSTRACT

The bubble economy is an important source of economic crisis. Once the bubble begins to burst, economic crisis may follow. Stock market bubbles are an important factor in inducing the bubble economy and the continuously inflating stock market bubbles are an omen of the bubble economy. So systematically researching into the stock market bubble theory has great significance and practical value to the healthy development of the stock market and the economy.

The full book is divided into nine chapters. The content arrangement is as follows:

Chapter 1 briefly looks back at the important stock market bubble affairs in history. Then, it defines the stock market bubbles. Finally, it discusses the relationship between speculative activities and stock market bubbles. The conclusion is that since stock market speculation is not intrinsically stabilizing, speculative bubbles may persist for extended periods of time.

Under the assumption of rational expectations, Chapter 2 develops the model of stock price, and by solving the model under different assumptions, it arrives at solutions of different kinds of rational bubbles. Then under partial equilibrium, it discusses the conditions under which bubbles may come into existence.

Chapter 3 discusses the conditions of existence of rational bubbles and the effect of bubbles to economic dynamic efficiency under general equilibrium. In an overlapping generation economy, where not only the return on investment in a bubble but also the return on investment in real capital is uncertain, the rational bubbles will be especially sustainable if confidence in the further survival of the bubbles is high and if agents become pessimistic about the future profitability of investment in real capital. Under these conditions, bubbles also move more or less in line with the real economy and may not become excessively large.

In this chapter, a possible beneficial aspect of bubbles is elaborated. With a 'Diamond overlapping generations' model, it can easily be shown that bubbles

possess the potential to increase dynamic efficiency as long as the economy is in a dynamically inefficient state.

Models that are built on the assumption of rational expectations can easily outline the conditions under which rational bubbles may exist but they remain silent on the factors that cause the price to deviate from the fundamental value. Chapter 4 and 5 offer possible explanations by use of behavioral finance and game theory.

Chapter 4 makes a dynamic extension of the original noise trader model developed by De Long et al (1990a) under unchanging fundamentals and changing fundamentals respectively. In our multi-period model with changing fundamentals, noise traders' behavior is captured by two components: One permanent component uncorrelated with fundamental changes and one temporary component correlated with fundamental changes. The first component follows a random walk and captures the permanent, slowly changing, fundamentally unwarranted optimism of noise traders about the future development of dividends – independent of the recent development of fundamentals. The temporary component is noise traders' overreaction to an average of recent dividend shocks, which results in waves of optimism or pessimism that create high price volatility. The first component leads to sustainable, slowly growing bubbles while the second component causes fast growing but frequently crashing bubbles and also results in mean reversion. But if the permanent component dominates, and noise traders' optimism is steady, prices may not show any mean reverting behavior and the bubbles are sustainable.

On the basis of the revised mimetic contagion model, Chapter 5 discusses in detail the relationship between herd behavior and speculative bubbles. It is concluded that even if there is no interference from outside the market, the price will fluctuate periodically as long as there is herd behavior; whether the fundamental of the stock market is fixed or changes stochastically. The stronger the herd behavior, the more violently the price will fluctuate. By combining herd behavior and market manipulation or game behavior, we establish a dynamic game model of incomplete information between market rigger and market follower and analyze the impacts of market manipulation and game behavior to the bubbles in stock market.

Chapter 6 discusses the identification of bubbles. At first we introduce the methods to measure the bubbles on the basis of fundamental value for stocks and analyze the validities of various price – return ratios, such as price – earnings, divi-

dividend – price ratios and Tobin 's Q which may seem to have more potential as indicators of bubbles. Then, we make a systematic summarization of variance bound tests, unit root tests, co – integration tests, and regime switching tests which are available to test the bubbles on filed data and analyze their strengths and weaknesses.

Since it is difficult to address with field data, chapter 7 introduces laboratory modeling which is especially useful for stock market bubbles research. At first, spot asset trading is studied in an environment in which investors receive the same dividend from a known probability distribution at the end of $t = 15$ (or 30) trading periods. Fourteen of twenty – two experiments exhibit price bubbles followed by crashes relative to intrinsic dividend value. And the experiments support the view that expectations are adaptive, and the adaptation over time is to REM equilibrium outcomes when stock value fundamentals remain unchanged over the horizon of trading. The collapse of price bubbles tends to be presaged by a thinning of bid relative to offer activity, as measured by excess bids (number of bids minus number of offers), in the periods immediately before the collapse. Further, we focus on false equilibria, which arise when some traders incorrectly believe that the state of nature is, say, X , when in fact it is Y or when it is in fact unknown. The bubbles, on the other hand, arise when some traders believe that other traders, for whatever reasons, would be willing to pay more than the asset was worth and decide to pay a high price themselves in hope of extracting some capital gains. Lastly, we find that introduction of margin buying, short sale opportunities or significant transaction costs seems to have no significant effect on the incidence of bubbles. Of all the factors tested, repeat experience in trading in the specific environment is the only one that reduces bubbles.

Chapter 8 discusses how to prevent and deal with the stock market bubbles. Since the stock market and the monetary policy may affect mutually, the right tool for the central bank when dealing with stock market bubbles is to focus its monetary policy instruments on achieving its macro goals—price stability and maximum sustainable employment—while using its regulatory, supervisory, and lender – of – last resort powers to help ensure financial stability when the bubble suddenly bursts. Other measures to deflate a stock – price bubble such as boosting margin requirements, levying Tobin 's Taxes on trade or closing the market are not the most

preferable way to deal with the bubbles. The best way to prevent the speculative bubbles is to encourage more transactions, give people more opportunities to participate in a more extensive and freer market, establish more complete insurance systems and financial institutions to control the real market risk more effectively.

Chapter 9 is about the stock market bubbles in China. As an emerging and transitioning market, it has three main characteristics – high volatility, rapid development and the government's important influences over the market. With the Gordan model, the medium – term rational P/E ratio is calculated and the reciprocal of the 5 – year saving deposit rate is taken as the short – term rational P/E. After the comparison with the actual movement of the A – Shares stock market in Shanghai, it can be concluded that when the ratios of actual P/E to medium – term rational P/E, and the ratios of actual P/E to short term rational P/E all exceed 1.5, there may be a bubble. On the other hand, the empirical tests show that there were bubbles during 1998 ~ 2002 and the economy did not become gradually dynamically efficient, while stock bubbles grew continuously during 1992 ~ 1999 under the AMSZ rule. The key cause of the bubbles is the systematic flaws in the market. The present system, which allows a large ratio of un – tradable state and legal person shares, enables big shareholders to take their own profit and erode the interest of the minor shareholders easily. And that has led to weak fundamentals of the listed companies and the speculations in the secondary market. The unbalanced construction of the security market is the main bubble promoter. In order to prevent the bubbles, making all the shares tradable is of utmost importance. In addition, more new financial products should be introduced and the regulatory regime should be improved as soon as possible.

目 录

第一章 导论	1
第一节 股票泡沫的历史追溯	1
第二节 股票市场泡沫的定义	11
第三节 投机与股票市场泡沫	14
第二章 股市理性泡沫模型与模型的解	21
第一节 股票资产价格模型	21
第二节 股票资产的理性泡沫解	24
第三节 理性泡沫类型	30
第四节 理性泡沫剔除：局部均衡分析	34
第三章 股市理性泡沫与动态经济效率：一般均衡分析	37
第一节 理性泡沫剔除的一般均衡条件：泰勒（Tirole）引理	37
第二节 标准的无泡沫戴蒙德（Diamond）经济体	38
第三节 戴蒙德经济体理性泡沫的一般均衡分析	42
第四节 结论	49
第四章 股市投机性泡沫与噪音投资者模型	51
第一节 静态噪音投资者模型（DSSW）	52
第二节 噪音投资者模型动态扩展： ρ^* 可变、内在价值不变	59
第三节 噪音投资者模型进一步动态扩展：内在价值可变	64
第四节 结论	78
第五章 羊群行为、价格操纵与股市投机性泡沫	81
第一节 股票市场羊群行为成因及其市场效应	82
第二节 羊群行为与投机性泡沫：模仿传染模型	84
第三节 基于分散度的羊群行为实证检验	94

第四节	价格操纵与投机性泡沫	97
第六章	股市泡沫的度量与实证检验	107
第一节	股票定价理论	107
第二节	基于股票内在价值的泡沫度量	113
第三节	股市泡沫的间接检验	119
第四节	股市泡沫的直接检验	134
第五节	股市泡沫度量与实证检验理论展望	136
第七章	股票市场泡沫实验	139
第一节	股票市场无泡沫实验：被试不确定、期限两时段	141
第二节	股市泡沫与内生预期实验：状态不确定、信息不完全、 期限多时段	146
第三节	假均衡实验	166
第四节	股市泡沫控制实验	170
第八章	股票市场泡沫的防范与应对	174
第一节	股票市场与货币政策	175
第二节	货币政策与股票市场泡沫的防范与应对	182
第三节	应对股票市场泡沫的其他措施	199
第九章	中国股票市场泡沫分析	204
第一节	中国股票市场发展历程	204
第二节	中国股票市场泡沫的度量与检验	212
第三节	中国股票市场泡沫与经济动态效率	220
第四节	中国股票市场泡沫成因分析	222
第五节	中国股票市场泡沫防范的政策建议	234
参考文献		241
后记		255

第一章 导 论

第一节 股票泡沫的历史追溯

历史记载最早的与股票相关的泡沫是 1719 年至 1720 年法国的“密西西比泡沫 (Mississippi Bubbles)”和英国的“南海泡沫 (South Sea Bubbles)”。在人类最近 300 多年的历史中股票泡沫反复出现，有的泡沫不仅危及到金融的安全，甚至引起严重的经济危机。对历史学而言，每一次泡沫事件都是一段不同的历史。但从经济学的角度，我们必须从中发现共性，找出事件的根源。本节首先对历史上发生的著名股票泡沫事件做一简单回顾。

一、密西西比泡沫

约翰·劳出身于英国金融世家。1716 年，他来到巴黎，受到新国王路易十五——菲利浦二世的赏识，担任了政府的要职。当时，由于对外连年的战争、对内的奢侈浪费，以及税收过程中的严重腐败，王国面临的是枯竭的国库和巨额的内债。约翰·劳认为，国家的财富就在于金钱，金钱既然是流通的手段，国家就可以发行纸币，而不必用金银货币。政府可以用兴办银行的办法聚集货币，再以货币进行商业投资，从中获利。另外一方面，如果用纸币流通，国家则应储存金银，以一定的金银作为准备金来发行一定规模的纸币。约翰·劳的主张被当时的摄政王奥尔良公爵接受。1716 年 5 月 5 日，法国政府特许约翰·劳在巴黎建立了一家私人银行。该银行的资本为 600 万利弗尔（法国旧时流通的货币名），每股 500 利弗尔，共发行 1.2 万股。其中四分之一可以用金属货币购买，其余可以用国库券的形式购买。政府授予该银行发行的纸币可以用来缴税。由于该银行发行的纸币可以随意购买或兑换，并且发行后价值不变，结果导致纸币变得比金银还要有价值。后者经常会由于政府不明智的干预而贬值。据记载，一年之中，劳发行的纸币的市场价格超过了面值的 15%，而政府发行的国库券则下滑到了面值的 21.5%。这个对比对劳太有利了，他的信誉蒸蒸日上。