

致敬：重温十一问索罗斯

投资要点：

- 📖 货币发行机制，汇率形成制度，利率形成制度，货币国际化和资本项目开放层层相扣
- 📖 欧央行采取了更大的宽松（问二）
- 📖 中国已经动用了总量型和价格型工具（问六）

报告摘要：

- 📖 **一问：《金融炼金术》一书，提到金融的目的不是追求真理，而是操作上的成功。**金融市场实践者往往走在学术理论家前面，虽然有些实践是无法公理化的。
- 📖 **二问：预见一下欧洲、美元未来的走势和对新兴市场的冲击。**实际上美欧货币政策分化源于两者实体经济复苏的差异，新兴市场可能又将面对新一轮冲击。
- 📖 **三问：在中国面临美联储加息和国内高债务杠杆的困境时，你会考虑做空中国么？**人民币发行机制的转变和人民币国际化可以避免将来美联储加息导致类似东南亚金融危机时的通货紧缩局面，我不会做空中国。
- 📖 **四问：关于中国的货币体制的“去美元化”您是怎么看的？**政策制定者正在寻求以提升国家信用的方式去抵消不断积累的债务危机的方法。
- 📖 **五问：关于国家货币主权即货币发行机制问题。**货币发行机制，汇率形成制度，利率形成制度，货币国际化和资本项目开放层层相扣。
- 📖 **六问：近期中国央行做过很多针对个别金融机构的短期流动性便利操作，是一种货币政策新常态么？**货币政策无法解决结构性问题，这些结构性的措施，目的是为以后的总量型和价格型工具做好铺垫。
- 📖 **七问：关于中国人民银行正在大力引导的人民币国际化。**货币国际化的三个步骤是贸易结算货币，金融投资货币和国际储备货币，一步一步，人民币国际化并不等同于资本项目开放。
- 📖 **八问：沪港通可否视为加快资本项目开放，人民币向金融投资货币迈进？**只有当解决完货币发行机制问题，进而获得货币政策的相对独立性之后，才能够降低资本项目开放的风险。
- 📖 **九问：虽然从学术传统来看，反身性理论很难为学术界所接纳，却是投资界的一笔精神财富。**有缺陷的认知与事件的实际过程之间存在一种双向的联系，我将这种双向联系称为“反身性”。
- 📖 **十问：树上花、心中花和纸上花，即从客观符号世界到内心世界，再到客观符号世界与反身性理论相通吗？**哲学很多思考都来自于宗教。
- 📖 **十一问：上证指数会涨到五千点么？**正反馈环在某种程度上与泡沫现象相似，如果有过度的认知，是做空的时机。

宏观研究组

分析师：

陈光磊 (S1180513040002)

电话：(8610)88085291

Email: chenguanglei@hysec.com

研究助理：

李勇

电话：(8610)88085801

Email: liyong1@hysec.com

相关研究

十一问索罗斯：货币机制、汇率和利率体系

2014-10-08

宏观随笔：索罗斯的反身理论

2014-02-11

目录

一问:	3
二问:	3
三问:	4
四问:	4
五问:	4
六问:	5
七问:	6
八问:	7
九问:	7
十问:	8
十一问:	8
附录	10
为什么是反身性理论	10
(一) 认知不完美导致的“不确定性”	11
一、波普尔的证伪主义对社会科学的适用性	11
二、波普尔的科学分析模式	11
三、经济学理论的假说体系	12
(二) 经济现象中存在广泛的反身性	13
一、认知功能和操纵功能的反身性	13
二、反身性中的反馈环	14
(三) 对经济学科的思考	15
一、反身性与主流经济学	15
二、经济学是研究人的行为的学科	15
(四) 金融市场和金融监管的反身性	16
一、寻找失衡状态下趋势性的市场	16
二、信贷周期下的繁荣萧条过程	17
三、金融监管机构的反身关系	18
参考文献	19

一问：

我们最初对您的了解是基于您的《金融炼金术》一书，您提到金融的目的不是追求真理，而是操作上的成功。尤其您对主流经济学和有效市场理论的批判，都非常的深刻。

答：哈哈，这是一本投资哲学书，一般人读起来比较晦涩。事实上，我的预测和操作实际上分开的，无论我的金融实践是成功还是失误，都不足以证明我的理论的正确性或谬误性。公开操作纪录是因为我认为这比赚钱更为重要，金融市场实践者往往走在学术理论家前面。虽然有些实践是无法公理化的。

二问：

您对全球经济走势都有着敏锐的洞察，可否预见一下欧洲、美元未来的走势和对新兴市场的冲击。

表面上，美欧货币政策分化是两大央行与政策目标距离远近差异的结果。美国在危机之后实施超大规模的财政货币刺激政策，2014年有几个月通胀甚至略超2%的通胀目标水平。欧元区则面临通缩的困境，2013年下半年通胀就一直低于1%，不断创出历史低位。就业指标方面，美欧差距更大。美国总体失业率从2009年10%的峰值降至近期的5.9%，低于美联储6.5%的政策调整门槛。欧元区就业市场目前却仍维持在11.5%高位，迟迟未能得到有效改观。因此，实际上美欧货币政策分化源于两者实体经济复苏的差异。

随着临近美联储即将结束QE购债，欧洲市场美元近期开始趋紧。三个月期美元Libor利率已经上升。一旦美联储加息提上议事日程，欧洲金融机构获得美元融资的成本将进一步上升。随着美联储货币政策逐步转向，资金开始加快从欧洲流向美国。在欧洲央行将启动QE的背景下，出于套息交易等动机会更多资金从欧元区流向美国，欧元区银行业流动性紧缩状况可能再度加剧，边缘成员国、中小企业融资难的状况或难有明显改善。而对美国而言，削减以及停止QE购债是为了避免复苏过程中流动性过度泛滥、经济泡沫过快膨胀。此时欧洲央行与其反向而行，而可能将引发资金大量流向美国，弱化美联储货币政策的实效。

一个很可能的结果是，美联储货币政策调整导致市场资金收紧，将促使欧洲央行推行力度更大的宽松措施，而欧洲央行宽松货币政策带来的大量流动性，则又可能成为美联储加快调整货币政策步伐（如提前加息）的推动因素。

在美欧货币政策博弈过程中，在国际金融市场中，新兴市场可能因此面临更大的风险。即便欧洲央行释放的流动性在一定程度上缓解新兴市场资金外流之势，但短暂的喘息之机并不足以推动其走出困境。一旦美联储加快货币政策调整步伐，新兴市场可能又将面对新一轮冲击。

三问：

这轮冲击与 1997 年的东南亚金融危机有何差异，在中国面临美联储加息和国内高债务杠杆的困境时，你会考虑做空中国么？

对于亚洲来讲，现在的情况与 1997 年的确大不相同。1997 年，亚洲许多国家国内 CPI 居高不下，各国国内的利率比较高，泰国、越南、马来西亚、新加坡和韩国等多个国家和地区的金融环境比较脆弱。而现在亚洲作为一个整体的金融环境改善明显。此外，正是由于吸取了当年的教训，不少亚洲国家和地区都积累了大量外汇储备，尤其是中国。并且也基本放弃盯住汇率，不太容易因为热钱攻击而产生崩溃效应。

另一方面，当前亚洲经济形势与 1997 年也有类似之处，比如，信贷泡沫（私人部门过度杠杆）和资产泡沫（房地产泡沫）。亚洲私人部门是美元的空头，发行了大量以美元计价的外债。美国国债收益率飙升可能会成为亚洲市场下跌的诱因。中国地产商和印度能源及公用事业公司的资产负债匹配度低，国际债券发行量大。而且，中国处在结构调整和去杠杆去产能最艰难的时期，经济仍面临很大的风险。

但是从另一个角度看，人民币发行机制的转变和人民币国际化可以避免将来美联储加息导致类似 1997 - 98 东南亚金融危机时的通货紧缩局面。中国的货币体制在加快去美元化的进程，这和经济结构中的重要调整是分不开的。这种状态下，我不会做空中国。

四问：

关于中国的货币体制的“去美元化”您是怎么看的？

当 2013 年进入尾声时，我曾说过，全球经济所面临的都是政治性问题，其中主要不确定性在于中国的未来取向。2014 年以来，我们看到中国在政治上更趋于稳定，各种不确定性正在下降，一系列意义深远的改革方案正在陆续出台。正在进行一些增强国家主权的强有力的政策措施，使国家资产负债表更加透明化，增强了持币者的信心。政策制定者正在寻求以提升国家信用的方式去抵消不断积累的债务危机的方法。

如土地改革、国企改革、放开垄断领域结构性减税和加大善供给力度等，都能使经济发展与结构改革并行，改革与稳增长之间的矛盾得到调解。另外，我们看到一个新的现象，日益增多的针对外资的反垄断调查。这反映了中国经济主权意识的上升，最后必然体现到国家的货币主权上，经济上的去“西方化”和货币制度上的“去美元化”。在近期的一些地区争议问题上的立场也显示了这一点。

五问：

关于国家货币主权即货币发行机制问题，我们曾做过研究，中国一直执行买入外汇的货币发行方式是与汇率制度绑定的。刚刚去世的经济学家麦金农曾强调盯住美元的固定汇率是发展中国家次优的货币发行制度。但事实上，固定汇率制带来的三元悖论，使

它更容易面临量子基金这样的国际对冲基金的冲击。

布雷顿森林体系之后，全球货币都采用信用货币发行机制，总的说来有三种信用货币发行机制，美元（完善的市场）、欧元（完美的条约），除此之外，就是广大发展中国家采纳的盯住一揽子货币的汇率机制，并以次作为本国的货币发行机制。

货币发行机制和汇率制度分不开，由于三元悖论，浮动汇率制更易于采取独立的货币政策，央行通过公开市场操作调节货币量和利率。麦金农想通过理论上的国内通胀的方式解决汇率失衡问题，但是这个调整路径充满风险，汇率体制的脆弱很可能已经先受到跨境投机资金的冲击。因此，**货币发行机制，汇率形成制度，利率形成制度，货币国际化和资本项目开放层层相扣。**

以日本为例，1970年代以黄金为基础、美元为中心的可调整的固定汇率制彻底解体，布雷顿森林体系完全崩溃。日本由固定汇率转向浮动汇率，此时，日元货币发行渐渐与外汇储备脱钩，通过发行国债来购买外汇储备。日本日本银行发行货币的发行保证物，按法律规定为金银、外汇、3个月内到期的商业票据、银行承兑票据以及3个月内到期的以票据、国家债券、其他有价证券及生金银、商品为担保的放款等。金银和外汇之外的保证物（债券、票据、贷款等）充当保证的限度由财务大臣决定，不同的时期有不同的比例要求。

实行现代中央银行制度的许多国家，如日本、新加坡等的外汇储备主要由财政部发行国债或以财政盈余向央行等机构购买，然后由财政部管理或委托央行管理。国家外汇储备的增长与基础货币投放关系并不大。

近期中国人民银行在逐渐放大汇率波动区间，最终的目标是货币发行独立于出口部门和美元，汇率波动更加自由。货币独立化的过程会通过购买国债，形成独立的利率期限结构，这是利率市场化过程，而同时推进汇率自由化。这个过程一直在进行当中。

六问：

近期中国央行做过很多针对个别金融机构的短期流动性便利操作，被称为“定向宽松”，这种定向操作的目的是，被认为是可以解决结构性问题。人们将容忍一定的经济增速下行被称为“新常态”，您认为这是一种货币政策新常态么？

货币政策无法解决结构性问题，除了调整价格没有什么能阻止货币的流动。近期的流动性便利扩充了流动性工具，使人民银行在利率市场化的背景下，绕开了存贷款利率限制，而更加依赖公开市场操作的利率引导。这些结构性的措施，目的是为以后的总量型和价格型工具做好铺垫。

过去买入外汇的货币发行方式在持续逆差时，流动性将严重紧缩，威胁资产价格和银行资产质量。现在中国面临美联储加息和国内债务杠杆偏高两大问题，仅调整存款准备金率并非是长效的机制。中国转变基础货币发行方式需完善货币政策工具体系，特别是完善公开市场操作和公开市场操作工具体系。常规手段主要是短期各种期限的常设逆回购和央行在公开市场买卖债券，央行债券买卖的品种应有严格的限制。

中国正在逐步推进利率市场化进程，随着基础货币发行方式转变，人民银行对国内利率水平特别是短期限利率的影响能力增强，预计央行会确定和调控市场化的基准利率。

七问：

关于中国人民银行正在大力引导的人民币国际化您怎么看，有观点认为，在国内市场尚不完善时加快资本项目开放，可能会受到国际热钱和对冲基金的冲击？

人民银行很清楚转变后的基础货币发行机制还需与人民币国际化、资本项目开放等协调推进。货币国际化的三个步骤是**贸易结算货币**，**金融投资货币**和**国际储备货币**。首先需要认识到的是人民币国际化并不等同于资本项目开放，也不存在人民币国际化必须要求资本项目开放这一前提条件。

以德国和日本的货币国际化和资本项目开放为例。尽管德国和日本在战后都有着经济的快速崛起，资本项目逐步走向开放，货币国际地位得以提升的过程，但两国货币国际化的路径实际并不相同。德国尽管在 60 年代便宣布了资本项目的开放，但一直以国内经济目标为重，对资本项目下流动实行较强的管制。德国马克伴随着德国强大的工业竞争力通过贸易渠道向全球输出，在全球产业链和相关生产要素的交易与分配中扮演了主导角色。日本则不同，通过放开资本管制，日本政府积极鼓励本国和海外金融机构参与和日元相关的金融资产交易，如证券投资交易，以金融渠道对外输出日元。从历史表现结果来看，德国马克的表现各方面均远远优于日元。

因此，德国马克的贸易推动的国际化道路和日元的金融自由化推动的国际化道路都有着极大的区别。从资本项目开放的角度看，德国和日本的货币国际化思路是完全相反的。德国在货币基本国际化后才放开了资本项目，而日本却是试图通过资本项目开放来推动国际化。

不同的路径导致两国货币国际化的最终结果差异很大。从一开始日元的结算功能便相对较弱，而其储备货币功能也随着经济泡沫破灭，经济竞争力下滑，地位逐渐降低，到今天，尽管日本是国际第三大的经济体，贸易规模庞大，但日元的国际使用仍然非常有限，远远落后于美元和欧元，甚至是英镑。

因此，资本项目开放并不是货币国际化的前提。要求中国完全放开资本项目管制以推动人民币国际化是没有道理的。人民币国际化的重点在于推进人民币作为国际间计价结算手段的功能。在当前背景下，应当暂时保持中国资本项目管制，对境内外人民币市场分别管理，同时培育稳定的境内外人民币计价结算市场，激活人民币内外流动的贸易机制，待到时机适当时再打开资本项目管制。贸然开放资本项目，只会使得人民币作为投资标的的可能增加，投机资本的炒作并不利于在全球贸易和商品要素市场中人民币结算地位的提升。由日本的历史经验可知，不依赖于计价结算的贸易需求的货币国际化必然会使得人民币成为单纯的套利工具，不但不能国际化，还会对国内经济体造成冲击。

在境内外两个人民币市场分别培育的过程中，必然会面临汇率问题，由于资本项目并未开放，中国仍然能够对汇率产生一些影响。从德国和日本的经验来看，德国马克离开固定汇率后通过资本项目的部分管制实现了马克的缓慢升值，缓慢的货币升值又推动了德国国内的产业结构调整，使得拥有竞争力的德国产业能够再去支撑马克的国际地位。日本迫于美国压力，日元的快速升值使得日本只能享受了资本市场的短暂红利。人民币的缓慢升值也可以协助目前国内的产业结构调整，以能够增强国内产业竞争力，从根本上增强人民币地位。

八问：

今年4月批复的沪港股票市场交易互联互通机制“沪港通”，即上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，可否视为加快资本项目开放，人民币向金融投资货币迈进？

可以这么理解，沪港通主要意义在于助推人民币国际化与资本项目开入。资本项目开放的风险是国际游资获得冲击甚至做空中国金融市场的投机机会。以货币职能为路径，一国货币的国际化要经历从结算货币到投资货币、再到储备货币的“三步走”。“沪港通”的推出，是完成金融投资货币的角色，也是前述的日本模式。德国贸易结算货币和日本的金融投资货币路径，中国目前二者都在进行。

在实现人民币对外的流出后，第二步是要允许非居民（香港、台湾乃至国际投资者）用他们所得到的人民币投资回人民币资产，即所谓的“人民币回流机制”。目前所发行的人民币债券、RQFII以及“沪港通”，其实质均为允许香港乃至境外资本通过各类渠道用他们所持有的人民币来购买人民币资产（股票、债券等）。但理论上，只有当解决完货币发行机制问题，进而获得货币政策的相对独立性之后，才能够降低资本项目开放的风险。

九问：

最后是我比较感兴趣的方法论问题。我们年初写过一篇随笔：索罗斯的反身理论，总结了你在《金融炼金术》及其它著作中的哲学思考。我曾经遍学所有流派的经济理论，最终发现您对经济学的批判最为有力。反身理论从人类认知活动中所特有的、本质的不完备性出发，对经济学关于人的理性假设提出质疑。更主要的是您看到了有思维参与的历史过程的不确定性，看到了经济学理论由于忽视这一因素而导致的根本缺陷，创造性地提出了反身性原理。虽然从学术传统来看，这一理论很难为学术界所接纳，却是投资界的一笔精神财富。

我受波普尔的哲学影响较深，根据波普尔的理论，科学原理是假设性的，不能被证实，但可以通过检验被证伪。一个失败的验证即足以证伪，但是不论多少肯定的例子都不足以证实。波普尔的证伪主义是基于人类认知活动所特有的、本质的不完备性。和波普尔不同的是，我不认为社会科学也可以像自然科学一样证伪。由于社会科学所研究的事件包含思维参与者，而自然现象则没有，这是二者根本的区别。主流的实证经济学要求研究的内容首先要具有客观实在性。如果承认经济学的研究对象在经济过程的参与者思维的影响下本身就缺乏客观性和独立性，实证经济学的前提就难以成立。

炼金术犯的错误是试图用咒语改变原金属的性质，炼金术对化学元素无能为力，这是违反自然科学规律的；而金融炼金术是将注意力集中在能够成功的金融市场上，因为密法可以影响塑造事件过程的人的决断。正因为如此，金融学和经济学并非在追求类似物理学意义上的真理，而是追求操作上的成功。

参与者不能够把思考局限于事实，他们必须考虑包括自己在内的所有参与者的思维，这样就带来一种不确定的因素。参与者的认识和事情的实际状态之间几乎总是有差距，在参与者的意愿和实际结果方面也总是有差别，这种差别是了解历史过程的关键，更是了解

金融市场动力的关键。为逃避与不完备的理解有关的难题，经济学理论建立了一套假说体系，其中参与者的决策完全取决于有效的信息，从而排除了这一难题。也有人试图通过创造或假定参与者的思维与实际情况之间的某种固定关系，来消除人的不确定性原则引起的困难。例如，马克思就认为，意识形态的上层建筑是由生产的物质条件决定的。

正是由于参与者的认知的缺陷与生俱来，实际上不是目前的预期与将来的事件相符合，而是未来的事件由目前的预期所塑造。有缺陷的认知与事件的实际过程之间存在一种双向的联系，这导致两者之间缺乏对应，我将这种双向联系称为“反身性”。只有当现实没有主观的一面时，才没有了反身性。

反身性可以将现实中的任何两个或多个方面联系起来，在它们之间形成双向反馈环。例如在金融市场，参与者的价值判断总是有偏向的，在某些情形下（正反馈），偏向不仅影响市场价格，而且影响所谓的基本面，而基本面一般被视为市场价格的决定因素。价格不仅反映所谓的基本面，它们本身也成为基本面之一而塑造价格的演化，这种递归关系使得价格的演化变得不确定，从而严重地偏离所谓的均衡价格。因此，反身性过程不存在某种预定的结局，**结局决定于过程，这与有效市场是对立的。**

举例来说，1992年英镑是欧洲汇率机制的一部分，这个机制在近乎均衡的状况下运作一段相当长的时间，它其实是很高明、很精密的制度，容许经常性的调整，而且调整幅度不太长，不足以让投机客从中赚取暴利，所以是一个近乎均衡的制度，大约已经到达汇率机制所能及的完美程度。而我们发现它的缺陷在于：当时德国联邦银行在这个制度中扮演双重角色，既是欧洲汇率机制的基础，也是德国货币稳定的法定保护者，在近乎均衡期间，德国联邦银行可以毫无困难的扮好两种角色；但是德国统一后，促成东德货币以高得过度的汇率兑换德国马克，因而在德国联邦银行的两个角色——也就是宪法上的角色和担任欧洲汇率机制的角色——之间创造出冲突，从而使一向处于均衡状态上运作的欧洲汇率机制陷入动态不均衡。正是由于看到这个失衡，我们发动了对英镑的攻击。

十问：

中国有研究者和《金刚经》结合，从存在、认知和符号三个概念总结出树上花、心中花和纸上花，即从客观符号世界到内心世界，再到客观符号世界。这与您反身性理论是否异曲同工？

哈哈，也许。哲学很多思考都来自于宗教，我知道中国的武术就来源于道观和庙宇，是修行者在修炼过程中总结出来的。大多数人都在试图用二维空间的工具解决二维空间（主体与客体）的问题，这很困难。二维空间的问题需要上升至三维空间（主体与客体以及关照二者的意识）的高度来解决，这是一个很简单的道理。

十一问：

最后一个问题您认为上证指数会涨到五千点么？

在我看来，市场上多头和空头彼此都应相互尊重，大家都是基于自己的认知，用资金对市场走势进行了投票。好的市场机制需要对冲，多头未必创造财富，而空头未必减损财

富。按照反身理论，有时错误被证明为自我肯定，因而形成恶性循环或良性循环。这样的正反馈环在某种程度上与泡沫现象相似，即最初是自我强化，最终完成了自我毁灭。虽然我看好中国的货币制度转型，但如果有过度的认知，我愿意关注并及时地做空，到时你提醒我一下。

以上对话虽然是虚拟的，但内容却无比真实

附录

为什么是反身性理论

我们对索罗斯的研究兴趣并非量子基金去年大赚 55 亿美元，而是因为他打通了宏观到投资的隔阂，是 1970 年代兴起的对冲基金的先驱，也引过了广泛的货币冲击，更重要的是，对于经济学的批评来自方方面面，索罗斯的批判是最为有力之一，理解索罗斯的投资哲学，对于理解对冲基金的理念可能有所帮助。不仅因为他受到波普尔哲学的影响，从人类认知活动中所特有的、本质的不完备性出发，对经济学关于人的理性假设提出质疑，更主要的是他正确地看到了有思维参与的历史过程的不确定性，看到了经济学理论由于忽视这一因素而导致的根本缺陷，创造性地提出了反身性原理。反身性理论对经济学的“理性”和“均衡”观念提出挑战，指出了脱离通常古典“均衡”意义下的非均衡状态的存在。

基于上述哲学认识和失衡理论之上，索罗斯操盘的量子基金也取得了巨大的成功。在他看来，量子基金的成功就证伪了基于均衡经济学的所谓“有效市场假说”。因为，经济学和自然科学存在的本质的分野，通过理性和均衡的假设使经济学成为物理学那样的精确的科学是不可能的。

炼金术犯的错误是试图用咒语改变原金属的性质，炼金术对化学元素无能为力，这是违反自然科学规律的；而金融炼金术是将注意力集中在能够成功的金融市场上，因为密法可以影响塑造事件过程的人的决断。正因为如此，**金融学和经济学并非在追求类似物理学意义上的真理，而是追求操作上的成功。**

市场实践者往往走在学术理论家前面。但索罗斯的这些批判并未引起学术界的重视，一方面是由于经济学的“均衡”概念本身就难以被证伪。经济学家总是可以通过事后修改参数，增加假设前提来解释存在的现象。但这种“事后聪明”暴露了经济学的解释力和预测力的匮乏。另一方面，索罗斯也陷入了自我指涉的逻辑问题和说谎者的矛盾之中，在其操作宏观对冲基金过程进行投机过程中，大量运用了宏观“经济学智慧”。

索罗斯运用了以下两点进行辩护，一、依据认知与现实之间分歧程度，将情况区分为接近均衡的条件与远离均衡的条件。均衡理论并不是完全错误，只是间歇性地需要补充反身性理论。有点类似牛顿力学和爱因斯坦力学，前者在宏观范围内已足够正确。二、**将金融更多地看作成一种历史过程。**在参与者的思想成为事态的一个组成部分的情况下，事态的发展结果仍然具有某种可以客观化的成分，并在一定程度上可以进行预测。从而避免怀疑甚至完全否定事态发展具有任何客观性和可预测性的极端。

由于有思维参与的历史过程的非客观性，使经济学的科学性难以成立。因此，经济学除了框架，理论极少可以拿来直接套用的。2008 年的金融危机本质上是多年全球经济失衡的结果，而应对金融危机的量化宽松货币政策，未来可能带来更多的失衡，非均衡的认识不光有助于认识经济中的失衡，金融市场上的异象，还有助于经济政策的协调，金融和管制也存在一个反身性的周期。这也是为什么我们需要不断地关注和寻找失衡。

本报告分成四部分，第一部分针对经济学理性的假设，阐述人的认知的不完美产生了不确定性；第二部分针对经济学均衡的假设，论述有缺陷的认知与事件的实际过程之间的

反身性联系；第三部分基于不确定性和非均衡，对经济学的思考；第四部分为不同于有效市场理论或随机游走，反身性理论对金融市场和监管的意义。

（一）认知不完美导致的“不确定性”

一、波普尔的证伪主义对社会科学的适用性

波普尔的证伪主义哲学影响深远。根据波普尔的理论，科学原理是假设性的，不能被证实，但可以通过检验被证伪。这一科学方法成功的关键，是它可借助独特的观察，检验结论的普遍有效性——一个失败的验证即足以证伪，但是不论多少肯定的例子都不足以证实。人们只能在一个不断批判的过程中接近真理，在这个过程中的一切判断都只是暂时有效的，并且都是证伪的对象。证伪主义哲学是基于人类认知活动所特有的、本质的不完备性，并且波普尔认为社会科学也可以像自然科学一样证伪，但索罗斯并不认同这一点。他强调社会科学所研究的事件包含思维参与者，而自然现象则没有，这是二者根本的区别。

正是基于波普尔的证伪主义，主流经济提出了实证经济学的方法论（弗里德曼）。弗里德曼认为实证经济学是在原则上类似于任何一种自然科学的客观的科学，它的最终目的是创立一种能对现象提出正确的、有意义的预测的理论或假说。而对某假说的合理性的唯一的检验，是将其预测与实际情况作比较。如果该假说的预测与实践相抵触，那么该理论则遭到了否定，应该予以修改或抛弃。事实上，在社会、政治、经济事务中，理论即使没有确凿的证据也可以是有有效的。

主流的芝加哥学派的方法论正是起承于弗里德曼，主张历史的、定量的和均衡的分析方法，认为理论需要得到经验的检验，并创造了用详尽的经验事实检验理论的方法。但是，实证经济学要求研究的内容首先要具有客观实在性。如果承认经济学的研究对象在经济过程的参与者思维的影响下本身就缺乏客观性和独立性，则实证经济学的前提就难以成立。

在社会事件中，构成不确定的要素，是参与者的思维本身而不是外部的干扰。自然科学的研究对象构成了一系列的事实，自然科学处理的是不受任何人的思考左右、独立于人的思维的事件，因此，自然科学可以把这些事件当成连续的事实来处理。如果在这一系列中出现了思维参与者，研究的内容就不能局限于事实，还应该包括参与者对事实的认知。在这里，因果链并不是直接从事实导向事实（事实→事实），而是从事实到认知，再从认知到事实（事实→认知→事实）。如果在事实和认知之间存在某种对应或等价关系的话，就不会产生障碍，不幸的是这种对应关系不一定存在，因为参与者的认知所涉及的不是事实，而是一种本身取决于参与者认知的情境，不能看作是事实本身。

参与者不能够把思考局限于事实，他们必须考虑包括自己在内的所有参与者的思维，这样就带来一种不确定的因素，因为参与者的思维不等于事实，却在塑造事实方面担任一种角色，从而使事实成为一个移动靶。参与者的认识和事情的实际状态之间几乎总是有差距，在参与者的意愿和实际结果方面也总是有差别，这种差别是了解历史过程的关键，更是了解金融市场动力的关键。

二、波普尔的科学分析模式

波普尔提出了精密而高明的分析科学模式，这个模式由三种陈述构成：特定的初始条件、特定的终结条件以及应用性质广泛的通则。这三种陈述可以用三种不同的方式结合，

通则和初始条件结合产生预测（通则 + 初始条件 → 预测），通则和终结条件结合产生解释（通则 + 终结条件 → 解释），特定初始条件和特定终结条件结合产生通则的试验方法（初始条件 + 终结条件 → 通则的试验方法），要使试验可行，通则必须超越时间的限制。

在预测和解释之间存在着一种对称，它们在逻辑上是可逆的。而检验则不同，因为无论多少数量的检验也不能证明一个普遍有效的概括。科学理论只能被证伪而绝不可能被证实。证实与证伪间的不对称，和预言与解释之间的对称是波普尔模式的两个决定性的特征。

解释和预测之间的对称仅在没有思维参与者的情况下有效，否则，预测必然总是以参与者的认知为转移的，从而无法取得效果。另一方面，过去的事件的最终态是确定的，因此，解释要比预测容易得多，要抛弃预测和解释在逻辑上可逆的这一约束条件。

波普尔证明不需要归纳的逻辑，科学方法可以依靠实验，也就是从特殊事项得到通则。只有能够实验的理论，才有资格称为科学。但**参与者的思维破坏了这个模式，如果参与者的思考和事物的实际状态相互影响，就不能够测试不受时间限制的通则。**

波普尔的模式在对自然现象的研究上运用得很好，但是人的不确定性破坏了该模式的简明和合理。预测中的不确定因素破坏了它与解释之间的对称，而且使检验的核心作用受到威胁。初始条件和终结条件是应该包括还是应该剔除参与者的思维？这个问题很重要，因为检验要求这些条件能够重复。如果将参与者的思维包括进来，则很难观察初始条件和终结条件，因为参与者的看法也只能从他们的表述或行动中推断。如果不包括，初始条件和终结条件则无法形成独特的观察，因为同样的客观情况可以有許多看法非常不同的参与者。这两种情况都无法对普遍有效性作适当的检验。

三、经济学理论的假说体系

当然，这些困难不能阻止社会学家提出有价值的概括，但概括很可能无法达到波普尔模式的要求，也无法与物理学定律的预测力相比。为逃避与不完备的理解有关的难题，学者们做了各种尝试。经济学理论建立了一套假说体系，其中**参与者的决策完全取决于有效的信息**，从而排除了这一难题。也有人试图通过创造或假定参与者的思维与实际情况之间的某种固定关系，来消除人的不确定性原则引起的困难。例如，马克思认为，意识形态的上层建筑是由生产的物质条件决定的。

因此，经济学需要引进完备知识的假设，从而回避事实和认知的对应问题。它假定人们可以在有待选项中做出最佳选择，从而作为认知的待选项与事实之间并无对应的问题。于是，在理想世界中，参与者拥有完备的知识，从而产生资源最优配置的理论均衡。

在宏观经济学领域，最有代表性的是兴起于 1970 年代的新古典的“理性预期”假说。卢卡斯指出，由于人们在将来的事态做出预期时，不但要考虑过去，还要估计现在的事件对将来的影响，并且根据他们所得到的结果而改变他们的行为，以便取得最大的利益。相比其它预期假设，理性预期不仅是强调内生性，更主要的是预期与将来的事件相符合，即存在唯一的对应。

参与者知识的不完备，一方面在于“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，参与者是他正试图理解的情境的一部分。另一方面，在于他们影响了与之相关的情境。既然知识不完备是固有的，公正不偏就是不可实现的，参与者存在固有的偏向。

当然，在外部世界中还是有一个规范可以用来参照和测度参与者的偏向。尽管独立于

参与者认知的事实是不存在的，但一个依赖于此的事实却是不能否认的。换言之，存在着实际发生的事件结果，并且这个结果反映了参与者的行为。事件的实际结果可能不同于参与者的期望，这种偏差可以看成参与者偏向的表征。遗憾的是，它只能被看成表征，而不是偏向的充分测度，因为事件的实际结果已经融入了参与者思想的影响，因此，参与者的偏向不仅表现为结果和期望之间的差距，同时也表现于事件的实际结果之中。

尽管在许多情况下，将参与者偏向视为给定，并且忽略它可能产生的不确定性，对社会现象的研究仍可以产生很多有价值的成果。然而，事件与人们预期取得一致大多是特例。哈耶克也曾强调人们知识和信息的“有限理性”。正是由于参与者的认知的缺陷与生俱来，实际上不是目前的预期与将来的事件相符合，而是未来的事件由目前的预期所塑造。有缺陷的认知与事件的实际过程之间存在一种双向的联系，这导致两者之间缺乏对应，这种双向联系被称为“反身性”。只有当现实没有主观的一面时，才没有了反身性。

（二）经济现象中存在广泛的反身性

一、认知功能和操纵功能的反身性

反身性是描述包括有思考能力的参与者参与其间的事件结构，也用它描述双向反馈机能破坏事件过程和参与者的认知，以致造成不均衡的特殊状况。反身性承认思考和实际状况之间的双向互动。

在有思维参与者的情况中，参与者的思维有两个功能，认知功能和操纵功能，这两个功能将思维与现实从相反的方向连接起来。一方面，实际情况反映人的思想——这是认知功能；另一方面，人做出影响实际情况的决定，这些决定并非根据实际情况做出，而是根据人对实际情况的解释做出——这一点可以称作参与功能。认知基本上是被动的角色，参与是积极主动的角色，事实上两个角色彼此干扰，使参与者不可能根据纯粹或完全的知识做出任何决定。

两个功能从相反的方向作用，在某些情况下，彼此会互相干扰，两者间的互动以双向反射反馈机能的形态表现出来。认知功能不能提供足够的知识作为参与者决策的基础，同时，操纵功能不能决定结果是什么。即结果有可能偏离参与者的意图。在意图和行动之间肯定会有偏离，行动和结果之间又会有进一步的偏离。参与者的思想成为所要认识的事态的一个不可分割的组成部分，事态的发展并不具有对思想的独立性。这样，就使我们对现实的理解和事件的实际发展过程都有了不确定的因素。

在现实世界中，参与者思维的各种形式的行为举止，使反身性成了一种非常普遍的现象，人际关系的反身性极为明显。举个简单的例子：恋爱。别人对你的感情，深受你自己的感情和行动的影响，一个人的感情不能传达到另一个人身上，其中有一种不确定的因素，如果这是知识性的问题，就不会有这种因素，但是这是互动性的问题。不适宜把爱当作事实处理相当，因为事实是和参与者的信念无关的东西。

我们对所处世界的理解注定天生就不完全，我们对于做成决定所需要了解的状况，其实是受这些决定影响。在参与其事者的期望和事件的实际结果之间，天生就有一种歧异。有的时候歧异小到可以不理睬，但是有时候歧异太大，就会成为决定事件过程的重要因素。

反身性可以将现实中的任何两个或多个方面联系起来，在它们之间形成双向反馈环。

例如在金融市场，参与者的价值判断总是有偏向的，在某些情形下（正反馈），偏向不仅影响市场价格，而且影响所谓的基本面，而基本面一般被视为市场价格的决定因素。这时反身性变得非常重要，市场价格变化趋势会遵循不同的模式。**价格不仅反映所谓的基本面，它们本身也成为基本面之一而塑造价格的演化，这种递归关系使得价格的演化变得不确定，从而严重地偏离所谓的均衡价格。**反身性理论对于理性预期的批判类似于卢卡斯对凯恩斯主义经济学的批判。卢卡斯批判认为传统政策分析没有充分考虑到政策变动对人们预期影响的观点。反身性过程不存在某种预定的结局，结局决定于过程。

二、反身性中的反馈环

反身性典型的表现形式是反馈环。参与者的看法影响事件的发展，事件的发展又对参与者的看法产生影响。影响是连续的和循环的，形成环状。这一过程可以两者中的任何一个方向启动，可以从看法的变化开始，或从事件的变化开始。反馈环可以是负面的或正面的。负反馈使参与者的看法与实际情况接近，正反馈使两者背道而驰。换言之，负反馈的过程是自我纠正的过程。它可以永远地进行下去，而且如果没有外部现实的重大变化，它可能最终达到均衡，这时参与者的看法符合事物的实际情况。这正是金融市场应该发生的现象。**因此作为经济学核心理论的均衡概念，是负反馈的极端情况，即反身性的理念架构中有局限性的情况。**

与此相反，正反馈是自我强化的过程。它不可能无止境地继续下去，因为参与者的看法终将远离客观现实，最终现实无法跟上预期，而使参与者不得不承认其看法是不现实的。如果现实情况没有变化，这一过程也不可能反复出现，因为正反馈的本性会强化现实世界中占主导的趋势，不论该趋势是什么。这样，我们得到的不是均衡，而是动态的不均衡，且会导致远非均衡的状况。

通常在远非均衡的情况下，认识与现实之间的差距会达到极点，因而向相反方向启动正反馈的过程。这种起初是自我强化，最终成为自我毁灭的繁荣-衰退周期，或是泡沫，这正是金融市场的特性，但这种现象在其他领域里也可以发现。正反馈是自我强化，负反馈是自我纠正。正反馈的过程不一定能走完，在任何时刻都可能被负反馈终止。有时价格扭曲会引发繁荣-衰退的过程，但更经常的是它们会被负反馈所纠正。在这种情况下，市场波动是没有规律的，这时是接近均衡的状态。对接近均衡和远离均衡的状态进行区别时，前者的特点是波动的随机性，后者的特点是泡沫占支配地位。接近均衡的状态是普通日常情况的重复，构成一般的统计概括。远离均衡的状态下会发生独特的历史性事件，其后果一般不确定，但是有可能打破基于日常情况的统计概括。在接近均衡的情况下形成决策的原则，不适用于远离均衡的情况。即是说，任何事件序列的反身性互动，都有很长一段时间相当不明显。反身性互动只偶尔出现，而反身性结构是永久性的。

远离均衡的状态分为两类：一种是动态不均衡，在这种情况下，流行的偏见和流行趋势彼此会互相加强，直到差距太大，造成灾难性的崩溃为止；另一种是静态不均衡，不过这种情形在金融市场中很少发现，特征是充分僵化的独断思考模式，以及充分僵化的社会状态，这两种情形都不会改变，教条和现实状况差距很大。事实上，在实际状况改变时，不管改变的速度多么缓慢，如果教条不做调整来适应这些改变时，思想和实际状况的差异就越来越大，静态不均衡的情形可以持续非常久。

（三）对经济学科的思考

一、反身性与主流经济学

主流经济学的发展是基于理性和均衡概念之上的，与物理学有很大渊源，均衡分析不外乎来自于牛顿力学，经济意义上的沉没成本，不可置信威胁等都可以找到物理学上类似的概念。经济学很重视解的稳定性，举例来说，博弈的精炼，要求偏离均衡后仍能回到均衡才算是稳定的。

我们原来以为，经济学可以发展成为物理学那样精确的科学，只是由于社会现象繁芜复杂很难全部把握，注定了经济学不够精确，根据研究的目的，必须做各种各样的假设，抽象掉许多因素。但是通过对理性和均衡的反思，使我们意识到经济学与生俱来的局限性。

就理性而言，参与者的观点在本质上是有所偏向的。一组条件并不会直接导致另一组条件，在客观而可观察的条件与参与者的观察之间，存在着不断的相互影响：参与者的决策并非基于客观的条件本身，而是基于对条件的解释。这是一个重要的观点，影响深远，这就引起了不确定的因素，使得主体不能遵循普遍原则——预测、解释的方式加以处理，然而这却是通向自然科学崇高声望的方式。类似于理性预期假说，经济学假设认知是完美的，以便使经济学理论能有如同牛顿物理学定律那样的模式。

就均衡分析而言，“均衡”在物理领域是一个普遍存在、意义重大的概念。米塞斯和哈耶克对经济学大量采用物理学分析方法十分反感。这跟奥地利学派的认识论有关。他们认为物理世界和生物世界的趋势是可以预测的，但人的行为不行，因为人有认知和价值判断，因此均衡分析不切实际。

反身性之中最重要的双向反馈机制在大多数情况下十分微弱，所以可以安全地忽略它。可以将情况区分为接近均衡的条件与远离均衡的条件。就前者来说，某种修正的机制可以防止认知与现实之间出现过度的背离，以后者而言，反身性的双重反馈机制处在运作中，除非既存的条件或制度出现显著的变化，否则认知与现实便不会趋于一致。在第一种情况下，古典经济理论是适用的，而认知与现实之间的分歧可以视为噪声而加以忽略；在第二种情形下，均衡理论便毫无关联了。所以，并不能说均衡分析是完全错误的，只是间歇性地需要补充其它理论。

二、经济学是研究人的行为的学科

由此看来，主流经济学在帮助人们认识社会经济现象方面仍存在很大不足。从这个意义上说，经济理论只对特定的问题成立，定理和结论是不能随便拿过来套用的。像经济史专家罗伯特·斯基德尔斯基曾经注意到的那样，经济科学会不会只是一个以科学认识作伪装的、漏洞百出的思想概述。但经济学仍是思想者的乐园，这一领域涌现出许多思想巨人，值得经济研究者引以为豪。

另一方面，与其将经济学称为研究资源优化配置，不如将其称为研究人的行为，或是研究人们行为互动的学科。科学界最近有一种新发展，名称有好几个，叫做复合科学、进化系统理论或混沌理论，要了解历史过程，这种方法远比传统分析式的方法有用。分析科

学限于研究封闭系统，这是它们可以产生确定结果的原因。综合科学研究演进式的开放系统，不期望产生确定的解释性预测，只寻求建立模型或运用模拟，或是产生模糊的哲学通则，这种通则没有波普尔模式的预测力量。经济学想成为分析式的科学，但是所有的历史过程，包括金融市场在内，都很复杂，不能根据分析式的科学来了解。

科学的方法试图按其本来形态来理解事物，炼金术则指望能够获得所期望的目标状态，换一种说法，科学的基本目标是真理 - 而炼金术，则是操作上的成功。而从经济学的发展来看，先是古典经济学，研究客观的事实下的供给需求关系，到博弈论研究对手预期相互影响，再到反身性研究加入相互影响的预期，同时预期又影响现实。

（四）金融市场和金融监管的反身性

一、寻找失衡状态下趋势性的市场

介入社会现象中的参与者能够进行思维，事件的进程并不遵循那种独立于任何人思想的自然规律。相反，参与者的思想构成了一个完整的客观研究对象所不可或缺的成分，这就为不见容于自然科学领域的炼金术打开了大门。即使不掌握科学的知识，也一样有可能取得操作上的成功。金融市场本身作为现实世界运行机制的预测者，其功能并不完善。实际发生的过程总要同普遍的预期有些差异，**金融市场上的成功秘诀在于具备能够预见到普遍预期心理的超凡能力，至于对现实世界的精确预言则并非必要。**

兴起于 50、60 年代美国大学校园的基于理性和均衡理论的有效市场假设，已经成为现代金融市场的经典分析范式。有效市场有三个强弱性不同的假说，宣称市场总是准确地反映现实，并自动趋于均衡，市场价格倾向于对市场未来的发展做出精确的贴现，即使这些发展的性质并不清楚。金融市场处在均衡状态，有时候当然会出现异常，因为市场并不是完美的，而是具有“随机漫步”的性质，通常会随着其他的随机事件改变。这种假设是根据牛顿物理学类推出来的。

而反身性理论则持相反的观点，就市场价格表达未来偏向的含义而言，市场总是错的，但是失真在两个方向上都起作用，不仅市场参与者的预期存在偏向，同时他们的偏向也影响着交易活动的进程，这有可能造成市场精确地预期未来发展的假象。反身性理论是第一个现代非技术分析的尝试，它描述并预测在过程中参与者与市场之间的互动。它描述极 endpoint 与市场均衡点之间的动态轨迹，这对一般投资人尤其重要。

作为投资者，对特定事件的过程有兴趣，统计上的或然率价值有限，真正重要的是特定状况下会发生什么事情。同样的原理在历史过程中甚至更适用，不能就历史事件做出可靠的预测，只能形成若干假设性的情境，然后可以拿实际的事件过程和假设过程比较，这种假设没有科学上的正确性，但是有相当的实用性，能够为现实生活中的决定提供基础。不能根据普遍正确的通则预测事件的过程，但是可以设计出一种一般的架构，协助根据经验预测和调整期望。

在任何情况下反身性模型都不能取代基本分析，它的作用仅限于提供基本分析中所欠缺的成分。原则上这两种方法可以调和，基本分析试图确立潜在价值如何反映在股票价格中，而反身性理论则表明了股票价格如何影响潜在价值，一幅是静态的图景，另一幅则是动态的。因此，投资的过程更多是动态的历史过程。有些人将索罗斯的理论视作投机的催

化剂，从而和巴菲特的价值投资的估值方法结合，进行投资判断。而实际上反身性理论是通过寻找处在失衡状态下，趋势性的市场而获利的，并非泛泛的投机性理论。

举例来说，1992 年英镑是欧洲汇率机制的一部分，这个机制在近乎均衡的状况下运作一段相当长的时间，它其实是很高明、很精密的制度，容许经常性的调整，而且调整幅度不太长，不足以让投机客从中赚取暴利，所以是一个近乎均衡的制度，大约已经到达汇率机制所能及的完美程度。

它的缺陷在于：当时德国联邦银行在这个制度中扮演双重角色，既是欧洲汇率机制的基础，也是德国货币稳定的法定保护者，在近乎均衡期间，德国联邦银行可以毫无困难的扮好两种角色；但是德国统一后，促成东德货币以高得过度的汇率兑换德国马克，因而在德国联邦银行的两个角色 - 也就是宪法上的角色和担任欧洲汇率机制的角色 - 之间创造出冲突，从而使一向处于均衡状态上运作的欧洲汇率机制陷入动态不均衡。这种失衡导致了当年索罗斯针对的英镑阻击。而在当今世界，这种失衡仍比比皆是。

二、信贷周期下的繁荣萧条过程

另外，金融市场有一个缺陷：它天生不稳定，金融市场需要主管当局某些监督，主管当局显然有维护或重建稳定的责任，历史已经显示，不受管理的市场可能崩溃，中央银行就是在一系列的银行危机之后，发展出来的结果。

长期以来，人们一直假设货币定价是真实世界发生的事件的一种被动反映。古典经济学专注于真实的世界而忽略与货币和信贷有关的问题，甚至凯恩斯也用真实因素表达他的一般理论，货币主义者则把这个关系倒置过来，宣称控制货币供应的增长就可以控制通货膨胀，把通货膨胀看作完全的货币现象。

货币定价并不是真实世界中事件的简单反映，定价是对交易过程施加影响的一种积极的行为。货币现象与起初真实事件以一种反身性的方式相关联，即彼此相互影响，反身性关系在信贷的运用操作中最显著地表现出来。

贷款是以贷方对借方履行债务能力的评价为基础的，对抵押贷款的评估被设想为是独立于贷款行为的，但事实上贷款可以影响到抵押物的价值，无论对于个别经济领域还是作为整体的经济这一看法都适用。信贷扩张刺激了经济并提高了抵押品的估计价值，收回贷款或紧缩信贷的负面影响既不利于经济也不利于抵押品的估价。信贷与经济活动的联系绝不是一成不变的，认识这一联系的主要困难在于信用无须涉及实物或货物及劳务的消费，它可以完全用于金融的目的。例如，用于建立新工厂的贷款与用于杠杆收购的贷款的经济效果是截然不同的，其结果是难以将信贷与经济活动之间的联系定量化，然而忽视这一点无论如何总是错误的。

货币主义认为，通货膨胀是由货币供应过多引起的，与信贷规模无关。如果此说能够成立，则管制的对象就应该是货币供应而不是信贷的增长。只要中央银行能够管好自己的货币供应，市场也就能管好自己的活动。

反身性概念和信贷之间似乎存在着一种特殊的缘分，这是不足为怪的：信贷取决于预期，预期涉及偏向，于是信贷成为偏向介入历史过程并发挥因果作用的主要渠道之一。信贷似乎与一种独特的繁荣/萧条的反身性模式相关联。这种模式是非对称的，繁荣是长期的、逐渐加速的，而萧条是突发的并且往往是灾难性的。

这种不对称源自于贷款与抵押之间的反身性联系。抵押是贷方认为有实际价值的对象。估价被假设为一种被动关系（原来价值是给定的），其中价值反映了潜在的资产，可是在这种情况下，它牵涉到一个主动的行为，一笔贷款做成了，贷款行为可能会影响到抵押品的价值：正是这种联系引起了反身性的过程。

贷款行为和抵押品估价之间的反身性相互作用启发设计出一种模式：一个时期的逐渐的、缓慢的加速增长的信贷扩张之后是一个短期的信贷紧缩——典型的繁荣和萧条周期。萧条在时限上被压缩了，因为清偿贷款的努力引起抵押品估价的骤然下降。贷款行为通常会刺激经济活动，它使借方能够扩大消费，或投资于生产性资本。同样，还本付息会产生一种抑制的效应，因为本来可以用于消费或创造一笔未来收入的资金被撤回了。随着待偿债务总额的累积，还本付息的份额也增加了。由于只有新的净增贷款起到刺激作用，新贷款的总量也必须保持上升以保证净贷款流入，维持市场稳定。

强劲增长的经济倾向于增加资产价值和增加未来收入流量，两者都是评估信用时所依靠的指标。在信贷扩张反身性过程的早期阶段，所涉及的信用金额相对不大，对抵押品估价的影响是可以忽略不计的，这也是为什么这一过程在最初阶段显得很稳健的缘故。可是，随着负债总额的累积，信贷总额的权重日增并开始对抵押品价值产生了增值的效应。这个过程一再持续，直到总信贷的增加无法继续刺激经济的那一点为止。此时，抵押价值已经变得过度地依赖于新增贷款的刺激作用，而由于新贷款未能加速增长，抵押品价值就开始下降。

抵押品价值的侵蚀对经济活动产生了抑制的作用，反过来又加强了对抵押品价值的侵蚀。到了那个阶段，抵押品已经用至极限了，轻微的下落就可能引发清偿贷款的要求，这又进一步加剧了经济的衰退。这就是对一个典型的繁荣萧条循环过程的剖析。

而繁荣和萧条又是不对称的。在繁荣的开端，信贷的额度和抵押品的价值都处于极小值，而在萧条时，它们都处于极大值，但起作用的还有另一个因素，清偿贷款是要花时间的，履行越快，对抵押品价值的影响就越大。在萧条阶段，贷款和抵押品价值间的反身性相互作用被压缩在一个很狭窄的时段内，故而后果很可能是灾难性的。正是累积头寸的突然清算，导致了萧条的运动形态迥异于在先的繁荣。

三、金融监管机构的反身关系

最有趣也最重要的反身活动，发生在金融监管机构和金融市场之间。由于市场不趋于均衡，所以容易阶段性地产生危机。金融危机导致监管改革。中央银行和金融市场的监管法规就是这样产生和发展的。金融监管机构和市场参与者都在不全面的认识基础上运作，这使它们之间的互动形成了反身关系。虽然泡沫只是间歇性地形成，但监管机构和市场之间的相互作用是持续进行的。任何一方的错误理解一般会局限在一定的范围内，因为市场的反应会给监管机构提供有益的反馈，使其纠正自己的错误。但有时错误被证明为自我肯定，因而形成恶性循环或良性循环。这样的正反馈环在某种程度上与泡沫现象相似，即最初是自我强化，最终完成了自我毁灭。监管机构对阶段性金融危机的干预，在“超级泡沫”的发展中的确起了关键作用，这一泡沫在 2007-2008 年间破裂。

自由竞争的理念认为，允许大家追逐自己的利益，市场机能会照顾其他一切事情，这种主张的背后是假设市场总是正确的。然而，人类所有的构思天生都有缺陷，政府管制无效的事实，并不保证没有政府管制会运作得更好，市场机能之所以会变得比其他的安排好，

是因为能够提供回馈，并且容许错误改正。

无形的市场之手背后隐藏着人类机构的有形之手，即制定规则的政治程序。这里就出现了代理问题，也出现了市场价值与社会价值的矛盾。但市场仅适合作个人选择，而不适合作社会决策。市场允许个人参与者进行自由交换，但不是为进行社会选择而设计的。

市场机制的真正价值在于提供了参与者由此认识自身观念谬误的标准，不过，同样重要的是应该意识到市场所给出的标准是什么样子的，即绝不可能完全正确，总是同流行着的偏见结合在一起，如果参与者们迷惑于市场的一贯正确性，那么他所接受的反馈必定是误导的。实际上，对市场能力的盲目信任将导致市场更加的不稳定，因为一旦参与者们认识到市场总是存在着偏差，修正过程的周期就会缩短。而人们越是信任市场，市场偏偏越是不能发挥效力。因此，鉴于市场有产生泡沫的倾向，金融监管机构必须承担起防止泡沫变得过大的责任。由于市场的潜在不稳定性，除了影响市场个体参与者的风险之外，还有系统性的风险。为了控制资产泡沫，仅控制货币供给是不够的，还必须控制信贷的可得性。

参考文献

[1]乔治·索罗斯，孙忠、侯纯译，金融炼金术，海南出版社，2011

[2]乔治·索罗斯，真如译，我是索罗斯——走在股市曲线前面的人，海南出版社，2011

[3]乔治·索罗斯，宋嘉译，超越金融——索罗斯的哲学，中信出版社，2010

[4]米尔顿·弗里德曼，实证经济学方法论，1953

[5]路德维希·冯·米塞斯，黄丽丽、李淑敏、赵磊译，人类行为的经济学分析，广东经济出版社，2010

作者简介:

分析师姓名: 申万宏源证券研究所宏观行业研究员, 中国人民银行研究生部博士生, 主要研究方向中国货币政策汇率制度和经济波动。2010-2012 年就职于瑞银证券。

机构销售团队

		机构销售团队			
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085279	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		李孟江	021-65051295	18616757372	limengjiang@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
赵越		0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com	
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机 构	上海保险/ 北京保险/ 私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

申万宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和

个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申万宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，申万宏源证券有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。