



投资中的泡沫与海啸

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

一、泡沫的定义

维基百科的解释是：

“资产价格因为投机者为了追求利润盲目追高的行为造成价格膨胀到超过资产未来所有预期收益的价值总和或是资产的总价值，并且其价格的变化往往是暴涨的形式，此时形成资产泡沫。”

泡沫更概要的定义可以是——**投机者都希望后来投机者的新入资金推高而产生收益，而非看好该资产本身能产生的价值。**

二、海啸的定义

本文用海啸比喻「范式转移」过程的变化。关于「范式转移」，提出者 Kuhn 书中的原文是，

“这就是科学革命的结构：正常的科学，有一个范式（理论框架），致力于解决疑惑；然后出现严重的异常，导致危机，最终危机的解决来自新的范式...在范式转移的革命期间，新的想法和断言，**无法和旧的想法严格对比。**”

范式转移更概要的定义可以是——**不可比性**。而海啸在本文中的定义是——**新事物替代旧事物的过程中，资产价值骤然推高。**

三、泡沫与海啸的异同

泡沫和海啸的共同特征是——「**这次不一样**」。无论是乐视、还是亚马逊、抑或刚诞生的 iPhone，均声称自己无法用传统的思维理解。

图表 1 泡沫与海啸



资料来源：网络，铜冠金源期货

需要注意的是，泡沫和海啸可以有重合之处——**范式转移可以把资产的价值推高，但泡沫可以把同一个资产的价格推得更高。**拥有更好的技术、更佳的盈利前景以及成为行业颠覆者的企业，其价值并不是无限大的。因此，**尽管他们在商业上取得成功，但作为投资标的，他们也有可能被定价过高且变为高风险投资。**

如果一项资产，可以交易给别人时的价格比只能自己持有时的价格更高，那多出的价格**就是泡沫**。举个例子，一副名画你愿意付一个亿来买，可能因为你觉得卖给别人可以买 1.1 亿，或者至不济也能卖 8000 万。但是现在这幅名画不能交易了，你还愿意出多少钱买呢？如果只愿意出一百万块钱，那么 9900 万都是泡沫。

在投资中，正确的估值往往介于无限价值和毫无价值这两个极端之间。

四、为何海啸难以鉴别

人类的理解力有限

巴菲特和贝佐斯的友谊比亚马逊的创立还早，巴菲特还给贝佐斯出过不少建议，但依然错过亚马逊。王兴和张一鸣是曾经老乡兼同事的好友，但王兴也未曾预见到今日头条的革命。技术原始发明者也未必有眼光看好自己技术的应用前景，电报，电话，电影，留声机，无一例外。在《投资中的信号和噪声》讨论过，市场定价中充斥着噪音，**人群的精力和理解力有限，无法鉴别所有的噪音和信号。**范式转移意味着旧有的思维框架完全失效，人们需要投入大量理解力以修正思维框架、补充知识、越过壁垒，才能窥探一二。甚至在真正理解这些变化和复杂矛盾的逻辑后，**可能会发现这并非范式转移，只是个泡沫。**

人类天然认知缺陷

一些缺陷会被更有价值的特性掩盖，比如没有实体键盘、昂贵的价格。

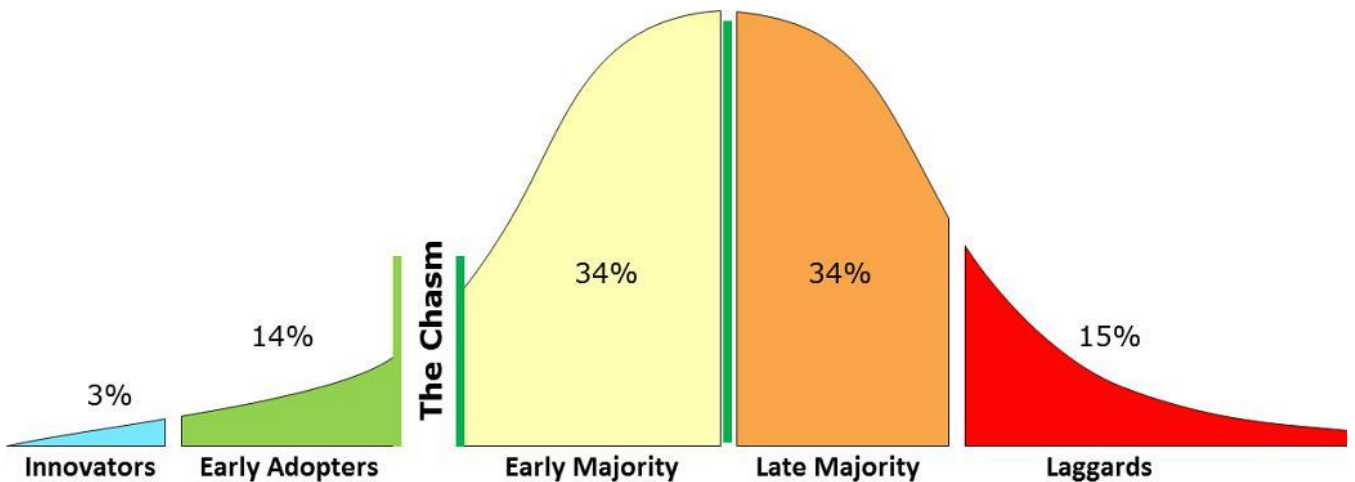
海啸自身的缺陷，结合人们大脑的天然偏见，更加弱化了人们的辨别力。

五、如何发现海啸

错过亚马逊和今日头条，并不影响巴菲特和王兴在其能力圈内理解并抓住了范式转移。重要的不是错过了什么，而是抓住了什么。

任何一场革命性的改变都不会是均匀的到来的，与「技术采用周期」对比，人群分为五个接受的阶段。

图表 3 技术采用周期



资料来源：《跨越鸿沟》，铜冠金源期货

阶段 1：早期市场（发明家） 阶段 2：早期市场（技术发烧友） 阶段 3：早期主流市场（实用主义者） 阶段 4：后期主流市场（保守主义者） 阶段 5：滞后使用者（怀疑主义者）

阶段 1：市场忽略（嗅得先机者投资） 阶段 2：市场否定（部分投资者觉醒） 阶段 3：主流市场争论（怀疑、信仰均增） 阶段 4：主流市场狂热（消息面一边倒） 阶段 5：市场崩盘（袖手者庆幸）

在范式转移的投资中，越早进入当然回报越大——但与之对应的难度也极高。

早期，比如在一美元可以买到 1300 个比特币的时候，比特币对绝大多数人属于“未知的未知”——不是听过而不了解，而是没听过而不了解。

在随后的市场否定阶段，除非身临其境，否则获取信息、理解框架，验证缺陷等等成本均极高。

在主流市场争论阶段，由于正反方的拼命争论，全景式的展现了几乎所有信息。收集信息、理解框架、验证缺陷的成本大幅下降，但由于负面信息和人群大脑的旧范式仍然占据主流，资产价格并不高。

空头被事实的发展击垮，**人群接受了新范式。**“一夜暴富”的传说和人性的贪婪吸引了大量参与者。**所有人不计价格地买入。**

资产是好资产，但是价格太高了。**缺乏新入资金接盘后，资产价格开始崩盘。**普通大众认为这是“一地鸡毛”，袖手旁观者自诩市场验证了自己永恒的悲观论点，而价值投资者开始低价收购资产。

对于价值投资者而言，第五个阶段是合适的入场期。而对于范式转移的投资者而言，第三个阶段是“难度收益比”最合适的发现海啸的时期。但无论如何，这都是一次付出高度理解力的**逆向投资**。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室
电话：0562-5819717



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。