

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

诺/贝/尔/经/济/学/奖/获/得/者/丛/书

Library of Nobel Laureates in Economic Sciences

非理性繁荣

(第三版)

Irrational Exuberance

(Revised and Expanded Third Edition)



罗伯特·J. 希勒 (Robert J. Shiller) 著



 中国人民大学出版社

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

诺/贝/尔/经/济/学/奖/获/得/者/丛/书

Library of Nobel Laureates in Economic Sciences

非理性繁荣

(第三版)

Irrational Exuberance

(Revised and Expanded Third Edition)



罗伯特·J. 希勒 (Robert J. Shiller)

李心丹 俞红海 陈莹 岑咏华 译



中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

非理性繁荣 / (美) 罗伯特·J. 希勒著; 李心丹等译. —3 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2016. 12

(诺贝尔经济学奖获得者丛书)

ISBN 978-7-300-23743-5

I. ①非… II. ①罗… ②李… III. ①资本市场—研究—美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 304214 号

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

诺贝尔经济学奖获得者丛书

非理性繁荣(第三版)

罗伯特·J. 希勒 (Robert J. Shiller) 编著

李心丹 俞红海 陈莹 岑咏华 译

Feilixing Fanrong

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京宏伟双华印刷有限公司

规 格 160 mm×235 mm 16 开本

版 次 2016 年 12 月第 1 版

印 张 21.75 插页 1

印 次 2016 年 12 月第 1 次印刷

字 数 360 000

定 价 58.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

译者序

我是一名金融学者，也是一名普通的投资者。2007年9月我对自已有限的资金做了一次大类资产配置转换，自此离开股票市场近6年。2013年6月25日上证综指最低下探至1849.65点的阶段性低点，6月27—29日上海陆家嘴金融论坛隆重召开，我有幸参加并聆听了众多重量级的政策制定者、实践者及学者的报告。而此时正值十八大后的半年，整个会议期间，我有一种心潮澎湃的冲动。基于对新一届国家领导集体的强烈信心和期待，我坚信中国的新时代将要来临！2013年7月我重回阔别6年之久的二级市场。

市场的发展正如我的判断，上证综指从1849点开始缓慢上升。国家的主流媒体开始关注未来的改革与股票市场的关系，资本市场对创新创业的作用被提到前所未有的高度，金融市场的改革加速，走在其他领域的前列。随着改革政策的逐步推出，分析师们唱出了“改革牛”的旋律，投资者加快入市，政策制定者和市场监管者走上前台推动金融改革与市场化进程。而2014年11月的一次降息，加上后来的带有杠杆性质的政策，进一步促使股票市场走势如火箭般蹿升，投资者情绪空前高涨，市场又一次迎来了10000点不是梦的喊声，也迎来了盈利只有200万元，价格却达到500元的股票，甚至仅仅通过股票改名，就可以实现连续涨停。

就在此时，2015年5月，中国人民大学出版社给我发来了希勒教授《非理性繁荣》（第三版）的电子手稿，并希望我能尽快翻译。但由于其他琐事的耽误，直到7月，我才开始翻译工作。重读大师名著，醍醐灌顶！甚至后悔为什么不在2015年6月之前进行翻译。

2000年希勒教授的《非理性繁荣》（第一版）问世。书中描绘了美

国股市自20世纪90年代后期出现的繁荣景象，并预言了由此可能产生的脱离实际的市场泡沫，种种情景在此后数月间于美国资本市场展现得淋漓尽致。《纽约时报》的评论文章这样写道：“希勒先生像是一位洞悉华尔街的先知，他认为投资者们正在被冲动、从众行为、席间闲谈、直觉、新闻媒体，以及不甘人后等各种非理性因素所左右。他的理论为不断蔓延的对股票市场的不安提供了及时而合理的解释。”《经济学家》杂志将该书评为“2000年最佳图书”。彼时，我开始行为金融的研究不过两三年。

2004年，我作为富布莱特访问学者赴耶鲁大学当面聆听希勒教授的指导，那时“非理性繁荣”已经成为经济学的流行术语，然而希勒教授的思考并未止步。2000—2005年，美国中等住宅平均房价从14.36万美元暴涨到21.96万美元，涨幅达52.9%。针对这一现象，希勒教授出版了《非理性繁荣》（第二版），专门增加了一章内容来讨论20世纪90年代以来许多国家经历的房地产泡沫，并对第一版内容作了相当大幅度的修订。作为大师第二版理论思想形成过程的见证者，再加之我亲睹了2006—2008年美国次贷危机的爆发，使我对行为金融学的理解更加深刻，并有幸承担了第二版的翻译工作。

此后十年，行为金融学在国内外学术界都有了长足的发展，其中希勒教授因行为金融领域的研究工作和尤金·法马、拉尔斯·彼得·汉森共同获得了2013年的诺贝尔经济学奖。我本人也先后主持了包括国家自然科学基金重点项目、教育部科学技术研究重点项目、证监会重点项目在内的十余项行为金融相关课题的研究工作，其间还邀请了希勒教授等多位国际著名行为金融学教授来华开展学术交流与合作研究，深切地感受到行为金融研究对金融理论和实务界的重要意义。

2015年，《非理性繁荣》再版，在希勒教授和中国人民大学出版社的大力支持下，我们再次进行了《非理性繁荣》（第三版）的翻译工作，其间中国股市在短短半年多的时间内涨幅超过一倍，正当人们欢呼中国经济进入“新常态”、股票市场迎来“理性繁荣”新时代的时候，危机却接踵而至。理性还是非理性？经历了痛苦、彷徨和困惑之后，投资者、研究者和政策制定者都开始反思，这一轮市场异常波动背后究竟发生了什么？

《非理性繁荣》（第三版）探讨了跨越百年历史长河的西方金融市场波动规律，基于对股票、债券、房地产市场的回顾，诊断了危机产生的结构、文化及心理根源，分析了市场传导和放大机理，提出了紧急政策

应对的建议来减少泡沫的可能性和严重性，同时也提出了在下一轮泡沫破灭前降低个人风险的应对办法。将那些人们的茶余饭后、街谈巷议与资本市场的波动生动而深刻地联系起来，并将希勒教授2013年12月在诺贝尔奖颁奖仪式上的演讲稿作为全书的有力结尾，对投机性资产价格及其波动做出了更为系统的阐述。2000年《非理性繁荣》的第一版，希勒教授成功地预测了美国股票市场的互联网泡沫与危机；2005年的第二版，希勒教授增加了房地产市场非理性的分析，预警了美国房地产的泡沫和危机；而2015年的第三版，进一步增加了对债券市场非理性的分析，希望这一次能引起政策制定者、市场监管者和参与者的重视，不要再次一语成讖。

2000年，我初涉行为金融领域时，窃以为它是对传统金融理论完美框架的拾遗补阙，在《非理性繁荣》（第三版）面世的今天，行为金融已经构建起一个更大的、以人的行为为主体的金融理论研究体系。我们衷心希望能够与更多的中国读者分享世界著名行为金融学家最新的思想光芒和独到见解，并肩躬行中国本土的行为金融研究，对中国资本市场发展有所启迪，希望“新常态”下的中国经济一路走好！

虽然译者和校者尽了很大的努力，但由于种种原因，译文中可能还存在着一些不尽如人意甚至纰漏之处，对此我一直心怀不安和歉疚，真诚希望读者的批评指正！

李心丹

2016年3月于南京大学

第三版序

人们或许会想，在经历了导致 2007—2009 年全球金融危机的投机泡沫破灭之后，我们正身处一个完全不同的后泡沫时代。也或许会想，经过这场危机，我们饱受教训，理应不会再像危机之前一样，扎堆到不断膨胀的市场中，使得那些初生的泡沫恶化。然而现实情况却是，这场危机之后，泡沫更甚于前。美国以及其他一些国家的股票和债券市场价格居高不下，许多国家的房地产市场价格急剧增长。尽管全球经济复苏不尽如人意，国际形势紧张加剧（加沙、伊拉克、以色列、叙利亚和乌克兰战乱频发），美国、欧洲和亚洲等地区频繁出现具有潜在灾难性的民族主义情绪和政治极端主义，但这些都没能阻止市场泡沫增加，价格不断攀升。

在本版书稿成稿前不久，国际货币基金组织（IMF）针对亚洲、欧洲、拉丁美洲以及澳大利亚、加拿大和以色列等地区发出了房地产市场过热预警。^[1]国际清算银行（BIS）亦发出了类似预警。^[2]

当前的市场泡沫和显著不稳定局势，尽管程度不如本书第一版发出股票市场价格虚高以及过于脆弱的预警时那么极端（参见本书 2000 年第一版序），也不如本书第二版发出房地产市场价格虚高以及过于脆弱的预警时极端（参见本书 2005 年第二版序），但仍然值得我们关注。

当各位读者拿到本书时，市场或已迥异。形势瞬息万变，截至本书完稿时（2014 年 10 月），市场最优价格仍然无法预测。当前的价格可能不会持续太久，其可持续的时间可能还不及本书出版时滞以及读者拿到本书印本所需的时间。然而，本书是为未来几年而作，是为那些试图解读 21 世纪 20 年代中期市场的读者而作。本书很多例子都试图描述这期间的市场，这些例子所蕴含的都是一些更宽泛意义上的趋势和不确定

定性。

也正因为如此，本书第一版的主题，在经过一些更新后，今天仍然适用，或许永远适用。2000年，当本书第一版问世时，我曾煞费苦心地向世人告知，那个时期的股票市场泡沫，尽管规模不同寻常，但在本质上与过去的历次泡沫如出一辙。该版第8章，“新时代与全球泡沫”，细数了我们所经历的诸次覆辙重蹈的股票市场繁荣和崩溃（尽管其中一些规模较小或者只有局部影响）。正如我们所知道的，发生在2000年早期的股市繁荣是世界性的。在第一版中，我称这次繁荣为千禧繁荣，因为其发生于新千年之际。这次繁荣之后的泡沫，自然也可称之为千禧泡沫。较之于1929年爆发的股市崩盘，千禧繁荣或者泡沫虽没有那么大，但仍属罕见。纵观历史，千禧泡沫虽不能说“前无古人”，但难料“后无来者”。

在本书第二版（2005年）中，我增加了新的一章，通过列举大量事实，从国家整体层面解读美国房地产市场。始于20世纪90年代后期的房地产市场价格飙升是史无前例的，至少自1890年（我所列举数据所能追溯的最早时间）以来是史无前例的。尽管受限于数据，所增加的章节仍然重现了早期的房地产泡沫以及几个世纪以来的土地价格泡沫。几个世纪以前，不动产投机行为更多地表现为土地投资——对建设家园的农场或者村镇进行圈地。20世纪中期之后，房地产市场发生的另一个重大改变是用于房屋抵押的贷款标准大幅下滑。这个下滑以及全球房地产价格上涨幅度是史无前例的。2006年，诸多地区住房价格坍塌。经历了这场坍塌，我们可以将这之前的房地产繁荣确认为“泡沫”。我们亦可以将其称为“次贷”繁荣或者“次贷”泡沫；这一时期人们普遍认为房产价格将上升，这提升了抵押贷款银行进行次级贷款的意愿以及全世界投资者买入这种次贷抵押证券的意愿。对于眼下的股票市场繁荣——自2009年到本书第三版2014年完稿期间的繁荣，我称之为“后次贷”繁荣。

历次泡沫事件如出一辙，在本质上乏“新”可陈。这些泡沫重复上演了一种现象：“市场迈入新时代”的消息通过口口相传不断蔓延，投资的大众狂热不断撩拨着人们对于繁荣的特别幻象。

信息技术的发展进一步加速了泡沫的动态形成。不断改变的投资模式亦是一个重要促成因素。例如，近些年，独户住房的全球投资者以及机构投资者影响力不断增大，已经引起广泛关注。然而，不管技术如何更新、投资模式如何改变，泡沫背后的基本现象是一致的。可以肯

定，未来我们会遇到更大的泡沫，每一个泡沫背后也都有着完全不同的时代故事，我们也必须为这些泡沫命以新的名称。

在我2013年中期访问哥伦比亚之前，有关当地的房地产泡沫，我鲜有知晓。而当我到访后，我一次又一次地惊诧于那里近乎疯狂的不动产繁荣。当司机带我穿过卡特赫纳海边度假村时，司机告诉我，那些看起来普普通通的住房，近年来已经身价数百万美元。

哥伦比亚中央银行——共和国银行在其网站上给出了该国三个主要城市——波哥大、麦德林以及卡利的住房价格指数。指数表明，自2004年以来，调整通胀后的实际住房价格增长了69%。这个价格增长比例再次让我想起美国的情况，自1997年谷底以来，美国标准普尔/凯斯-希勒十城市住房价格指数增长131%，至2006年达到峰顶。

哥伦比亚以及全球泡沫的脆弱性映射的是我们对于泡沫现象长期以来的理解不足。什么是投机性泡沫？《牛津英语词典》对泡沫如是定义：“那些易碎、不坚实、空洞或者无价值的东西，并以一种蒙蔽性的形态呈现。自17世纪以来，常用于形容那些迷惑性的商业或者金融模式。”必须指出的是，类似于“呈现”、“模式”等词语有着“刻意为之”的含义，而金融市场中的泡沫实则是一种不被任何中央机构所指导的蔓生性社会现象。

“泡沫”这个词语也许用得过于随意，至少尤金·法马如是断定。作为“有效市场假说”（Efficient Markets Hypothesis）的最重要支持者，法马对投机性泡沫的存在持否定态度。在2014年诺奖演讲中，法马将“泡沫”定义为“一种预示着可预测性暴跌的非理性价格暴涨”。^[3]如果“泡沫”可作此理解，如果“可预测性”意味着我们可以确定泡沫破灭的日期，那么我同意他关于目前没有足够坚实的证据表明泡沫存在的观点。但这是法马对泡沫的定义，绝非我的定义，因为投机性市场本身不具可预测性。

在本书第二版中，我试图对泡沫作出更切合的定义，以更好地体现这个词语的各种“妙用”。该版第1章对泡沫的定义描述了这样一种情景——价格增长的消息以一种心理感染的方式激发投资者热情。这应该是这个词语长期以来用于商业或者金融场合的核心含义。

该定义还包含了一层重要含义，即通过投资泡沫来挣“聪明钱”并不容易：心理感染使得投资者相信价格会上涨，也使得他们进一步觉得追逐泡沫是理性的。而事实上，这并不理性。

泡沫在不同国家上演，故事情节不尽相同，导致心理感染的消息也

不尽相同。例如，哥伦比亚正在上演的故事看起来是该国备受尊崇的总统胡安·曼努埃尔·桑托斯所领导的政府，在几乎扫清哥伦比亚革命武装力量的反叛威胁的同时，将通货膨胀和利率降到了发达国家的水平，为哥伦比亚经济注入了新的活力。这种利好消息足以驱动该国的房地产泡沫。

新时代故事拉高了投资者对回报的预期，却未必提升了他们的信心。泡沫上扬时期投资者对回报的高预期更多地体现为一种期盼式思维，而非信心表达。作为一种社会心理，泡沫时期投资者普遍沾沾自喜，即便投资者个体并不确信市场不存在风险。

事实上，当我们将投资者的注意力引向风险时，面对着不断膨胀的泡沫，投资者并非那么自信。图 5.4 标出了 2000 年早期美国股市抵达巅峰时人们的信心水平，从中可以看出，人们的信心其实异常低落。这说明，人们显然能够在一定程度上感知到风险。卡尔·凯斯 (Karl Case) 和我曾进行了一项针对住房购买者的调查，该调查持续多年。我们选择那些新近购买住房者作为调查对象，并直接抛出如下问题：“您认为当下购买这个地区的房产意味着：1. 很大的风险；2. 一些风险；3. 少许或者没有风险。”我们原以为受调查者普遍缺乏对市场风险的感知，然而，受调查者的实际回应远非如此，这颇令我们不解。以 2004 年调查结果为例，当年的房地产市场呈现最快的价格飙升，然而仅有 19% 的受调查者认为市场有着“少许或者没有风险”。看起来不是每一个人都认为泡沫时期“住房价格永不跌落”，尽管经常有人指责投资者无视风险。2009 年，市场经历了自 1930 年以来最冷峻的萧条。当年回应市场有着“少许或者没有风险”的受调查者比例有所降低，为 17.2%。^[4]

泡沫所营造的心理氛围事实上体现的是公众对价格潜在下跌的不关注，而不是对价格永不跌落的坚定信念。所谓“市场新时代”构想并不是投资者对市场坚定了新的信心，它们只是投资者心里试图捍卫他人以及自己既有行为的本能思想。

泡沫的实质是一种微妙的社会心理现象，故而它们在本质上难以驾驭。金融危机之后的调控和监管行为也许能消除未来的泡沫，但这些规制行为是否足够有效，有待检验。

如果存在具有流动性的公开住房市场，那么那些质疑房地产泡沫的人可以通过建立空头头寸，将他们的怀疑体现到市场价格中去，来应对泡沫。然而事实上这样的流动性公开市场并不存在。正如本书第 11 章

所讨论的，如果市场无法做空，那么有效市场理论的一个基本前提就无法满足。那些所谓“聪明钱”可能不会问津于住房，但这不能阻止之后他人对价格持续上涨的投机行为。比如说，世界上任何地方的大规模投资者群体，如果他们想这么做，都可能将本地住房价格炒到一个疯狂的水平；同样，任何大的机构投资者也能抬高房地产价格。目前尚无任何权威理论表明，当市场无法做空时，投资者无法炒作价格，泡沫就不会形成。仍有很多投资者试图做空独户住房，然而，目前为止鲜有成功。

在过去的几年里，一些高科技机构投资者，例如黑石集团（Blackstone Group），开始投资独户住房。这些市场参与者的出现可能改变住房价格泡沫的动态，削弱这些市场中的月度动量效应（month-to-month momentum）。然而，住房价格的高短期动量效应，以及较长期的不动产泡沫一直存在。

提到“泡沫”，我们脑海中或许闪现的是，肥皂泡不断胀大，最后突然破灭的画面。然而，投机性泡沫却不会那么轻易破灭；事实上，它们可能会在一定程度上缩小，然后随着消息的改变，再次膨胀。

将上述情景理解为投机性感染（speculative epidemics）也许更准确。我们知道，当新的病毒出现或者新的环境因素为传染提供便利时，新的传染病可以在旧的传染病消退时突然爆发。类似的，当有关经济的新消息开始蔓延时，或当一种强大的说服力量引爆新一轮投资热情时，新的投机泡沫可以在任何地方出现。

这就是发生于20世纪20年代美国牛市的事情。牛市于1929年到达顶峰。如果我们将泡沫理解为市场在经历一段时间的动态价格增长后发生突拐以及重大和决定性崩盘，我们实际上已经歪曲了这段历史。事实上，自1929年“黑色星期二”后，美国真实股票价格再次经历一波强势上扬，其时价格重新回到1929的一半水平上。伴随其后的是第二次崩盘、1932—1937年的再次繁荣，以及再后来的第三次崩盘。

自本书第二版以来，人们对哈佛大学约翰·坎贝尔（John Campbell）和我所构建的市盈率（price-earnings ratio）进行了诸多讨论。本书借鉴了该市盈率第一版的定义，即实际价格除以10年平均收益（ten-year average of real earnings）来计算。媒体似乎已经接纳我曾经给予该比率的命名，CAPE（周期性调整市盈率，cyclically adjusted price-earnings ratio），所以现在我也经常如此称呼该比率。本书所有版本第一章的第三个图都出现了该比率，尽管早期版本并没有将其命名为CAPE。该比率可理解为对常规的基于单个年份的市盈率基于商业周期

进行的调整。在商业萧条时期，盈余都比较低，如果按照常规的方法计算市盈率，则该时期的市盈率会异常突出。因此，我们使用一个较长周期的平均盈余对市盈率进行平滑修正。

正如本书后文所述，美国当前 CAPE 处于 26，高于除 1929 年、2000 年以及 2007 年等几个主要市场高位点的其他任何时点。但是本书无意探讨资本市场的现状，而是试图从现实意义上揭示这些市场背后的本质和动态。

本书的这一版部分受启发于我和乔治·阿克洛夫 (George Akerlof) 于 2009 年合著的《动物精神》一书。从该书的名称也可以看出，该书与非理性繁荣的很多主题相契合。“动物精神”这个术语在早期揭示的是人类行为的基本驱动力的波动。该术语由经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯重新提出。凯恩斯认为经济活动涉及参与者基本心理的不稳定性。不管是非理性繁荣所蕴含的波动，还是动物精神所揭示的波动，都反映了我们生活的一个部分，一个非常大的部分。我们必须充分利用社会科学的全部理论和工具对这些波动进行洞悉。

本书的结构安排

本书第二版 (2005 年) 序和第一版 (2000 年) 序将依次附后，以让读者理解本书的主题和内容如何随着金融市场的起伏跌宕而不断演进。2005 年版本序言刚好在次贷泡沫抵达峰点之前发表。2000 年版本序言则在千禧泡沫到达其峰点之时发表。

本书以三个历史回顾开篇。三个历史回顾立足于三个主要投资市场，即股票市场、债券市场以及房地产市场，描述了这三个市场扬抑涨跌的历史过程，梳理了这些市场经历的那些显著波动，以帮助读者从总体上把握市场的趋势。其中，第 2 章是本版新增的章节，旨在回应人们对债券市场潜在泡沫的广泛关注。

第一篇探讨了滋生市场泡沫的结构性因素。本部分始于第 4 章，其研究了致使市场剧烈波动的因素，即那些与政治、技术以及投资者构成等相关的市场外部事件。纵观最近的三次股市繁荣——1982—2000 年的千禧繁荣、2003—2007 年的次贷繁荣以及 2009 年至今的后次贷繁荣，从根本上，这些因素更多地通过其对投资者心理的影响而作用于市场。即便是今天，审视导致历次市场繁荣的驱动力，对于我们理解导致未来繁荣的各种潜在因素也十分重要。第 5 章认为一些放大机制与时滞效应共同作用，进一步强化了前述泡沫滋生因素的效果。也因此，市场

活动与这些促成因素之间的关系从来都是扑朔迷离。当市场事件被理解为投资利好时，这种放大机制将不断增强市场信心，即便市场价格已经居高不下。价格上升导致价格进一步上升，并因此放大泡沫的促成因素而酝酿一场新的投机泡沫。当投资者认为事件对投资不利时，这种放大机制将反向作用，最终价格下跌导致价格更大的下跌。

第二篇对那些进一步强化投机性泡沫结构的文化因素进行了考察。第6章讨论了新闻媒体的关键性作用，比如新闻媒体常常放大那些与投资者产生共鸣的消息，而忽略这些消息的真实可靠性。第7章对长久以来在金融市场中自发形成的新时代理论（new era theories）进行了分析。本版对于该理论的分析既适用于股票市场，也适用于房地产市场。这些理论之所以被广泛推崇，是因为它们根源于市场活动本身，而不是对市场消息真实价值的无偏见分析。第8章回顾了过去半个世纪以来全球股票市场的几次重大繁荣，同时梳理了这些繁荣背后的新时代理论类型。

第三篇考察了市场行为背后的心理因素。第9章认为，经济和金融理论对于市场真实价格缺乏清晰的定义，也没有给出简单的计算，因此公众对于市场价值的估计更多地依赖于心理锚点（psychological anchors）。第10章阐述了来自社会心理学和社会学领域的一些重要研究成果，这些研究成果可以帮助我们理解为什么那么多不同的人会在同一时间改变他们的想法。

第四篇梳理了学术界对于市场泡沫实现理性化的一些尝试。第11章考察了有效市场理论。第12章讨论了泡沫时期常被提及的投资者感知理论，即公众对于一些重要事实常常后知后觉，这些“事实”或令人质疑，抑或早已为市场所知晓。

第五篇，即第13章，探讨了投机性泡沫对于个体投资者、机构和政府的启示。针对当前脆弱的股票市场以及房地产市场对政策改变的迫切需求，本章给出了一些建议，例如，通过哪些途径可以帮助个体投资者尽可能地避免泡沫破灭的风险后果。

作为对原有版本的补充，本书第三版附录给出了2013年12月我在斯德哥尔摩诺贝尔颁奖典礼上所作演讲的修订版本。该演讲稿从更广泛的意义上综述了本书的观点。在讨论本书的一些基本结论时，演讲稿更广泛地参考了其他资料。

我还专门创建了一个网站，irrationalexuberance.com，该网站将持续提供与本书所涉及主题相关的最新信息，同时还对本书的一些数据和

图表进行周期性更新。

【注释】

[1] Min Zhu (Deputy Managing Director, International Monetary Fund), “Housing Markets, Financial Stability and the Economy” (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2014/060514.htm>), June 5, 2014.

[2] “经历着巨大的金融繁荣的国家，其风险在于，这些繁荣将会转向萧条，并且可能造成经济危机……基于历史上被证实是有效的经济领先指标，如信贷行为和房地产价格，这些迹象令人担忧。” (<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e1.htm>)

[3] Eugene Fama, “Two Pillars of Asset Pricing” (Nobel Lecture), *American Economic Review*, 104 (6) (2014), p. 1475.

[4] Karl E. Case, Robert J. Shiller, and Anne Kinsella Thompson, “What Have They Been Thinking? Homebuyer Behavior in Hot and Cold Markets.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 (2012): 265-298.

第二版序

对于《非理性繁荣》第一版，正如我在序言中所说的，研究的是在千年之际几乎遍及世界的股市繁荣现象。但是一些读者却告诉我，这本书涉及的主题更广。他们是正确的：实际上，这本书研究的是投机性市场的行为、人类的易犯错误性以及资本主义体系的不稳定性。

在我写第一版的过程中，股票市场的繁荣势不可当，标准普尔 500 指数在 1995—1999 年分别上涨了 34%、20%、31%、26% 和 20%，类似的情况也发生在世界上很多国家。股票指数持续大幅上涨了这么多年，它不可能仅仅是一个偶然事件。股市繁荣被普遍认为是一个新经济时代来临的先兆，然而本书却从一个截然不同的角度重新审视了这场大牛市。

2000 年 3 月，本书第一版上市的时候，我正在休假，并着手为推广新书而开始一个漫长的十国之行。那时，谁也不会知道就在 2000 年的 3 月，牛市到达了它的最高点。通过和众多投资者的交流和讨论，我修改了第一版，形成了现在的第二版。

我至今仍然记忆犹新，在 2000 年的新书推广之旅中，我所见识到的种种投资者所犯下的认知错误。记得在一次电台谈话节目中，一个女性投资者告诉我，我的观点是错误的，她认为股市走强趋势明显，并且也必须继续走强。她那激动的声音促使我去思考究竟是什么因素导致她如此情绪化。记得有一个男子参加了两次新书座谈会，每次都坐在后面，看上去焦虑不安。他为什么两次参加座谈会，又是什么使他如此焦躁？我还记得曾经向机构投资者发表过一次演讲，表达了我对股市存在泡沫的看法，一位机构的投资经理表示他完全同意我的观点，但在实际工作中却难以遵从我的建议。他相信我的观点最终既不会被他的客户也

不会被他的同行所采纳，他不会仅仅根据一个与众不同的观点来改变资产组合，尽管他自己也认同这个观点。我记得最清楚的还是人们在听我演讲过程中表现出的兴奋与兴致，但他们告诉我并不十分相信我的观点。显然，对于股市人们一旦达成共识，就难以撼动。

2000年之后，大牛市突然终结了，美国股市和世界上许多其他地方一样，从2000年的高点大幅下跌。标准普尔500指数于2003年3月见底，几乎下跌了一半（扣除物价上涨因素），而这也导致了投资者心态的改变。

在2000年末，股票市场开始大幅下跌，高科技股下跌超过50%，那时我曾经和一对夫妇共进早餐，妻子告诉我她负责家庭的投资理财，在上个世纪90年代她曾经是个投资天才，但现在自信心荡然无存。她坦承自己对股市的认识简直是一个幻想、一场梦。

股市下跌给一些投资人造成了深刻的心理变化，但是人们长期以来形成的对股票的狂热要比想象更持久，在很大程度上，这种狂热还未消退。与2000年极度高估的股价相比，股市下跌还不到位，而且大多数投资者尚未彻底修正心态。

股票市场尚未到达历史低点：股票的市盈率（在我写书的时候），根据我的定义，仍有20多倍，远高于历史平均水平。此外，房地产市场也存在泡沫，房价的中位数相当于人均收入的10倍或更高。非理性繁荣依然存在我们身边。

从一个更广的角度来看，从2000年第一版开始，这本书就试图理解人类思想的变化，而正是人类的行为最终推动着金融市场的活动。本书所研究的是投机心理、强化投机心理的反馈机制、波及数百万人甚至上亿人的羊群行为以及这种行为对经济和生活的影响。尽管本书的初衷是分析当前的经济事件，但实际上，它已扩展到人类的判断错误如何相互传染这一问题上，由于过度自信、对细节缺乏关注、对他人判断过分依赖，即使是最聪明的人也不例外。理性人的假设就像阿尔多·帕拉采斯基（Aldo Palazzeschi）在1911年的超现实主义小说中的主人公“烟人”（man of smoke）一样，这个完全由烟雾构成、实际上什么都不是的家伙，却依靠集体想象成为一个公众人物和权威人士。除非人们转变观念，认识到“烟人”并不是真实的存在，他才能完全消失。帕拉采斯基小说中发生的故事具有相当的现实性：毫无根据的信念体系、虚幻的一丝暗示，都可能引发相当一段时间的非理性繁荣，并最终对整个世界经济产生不利影响。

和《非理性繁荣》第一版相比，我在第二版中做出了相当的修正，以期能够扩充论点——由态度改变、非理性信念、注意力转变导致的变化是改变经济生活的重要因素，也是衡量经济发展结果和前途的重要因素。最新经济事件为我的上述观点提供了新的例证。特别地，新增的第二章就是关于上世纪90年代末以来，许多国家都经历的房地产泡沫，并且贯穿全书地深入探讨了这一现象。《非理性繁荣》第一版问世后的五年来，我一直在思考本书所涉及的一些问题，追踪着行为经济学方面的最新发展，并且在多个方面拓展和完善了基本观点。

本书所涉及的问题都是相当严肃和具有现实意义的。当今世界上，无论是在股票市场，还是在房地产市场上，过度自信依然存在于许多人中，并由此引发了不稳定性。大涨必定导致大落，最终导致个人破产的大幅增加，继而引起第二波的金融机构破产。其长期后果是消费低迷和商业信心低落，并有可能导致全球性的经济衰退。这种极端后果的一个有力例证就是1990年以来日本泡沫经济的崩溃，它是显而易见、不可避免的，泡沫崩溃所蕴含的风险比人们认识到的要大得多。

也许有人觉得我的观点有些杞人忧天，毕竟过度自信早已存在多时了。与2000年的高点相比，在2002年，许多国家的股票指数下跌了将近一半，而且反弹有限。股市泡沫带来的公司过度投资，造成了投资支出在本世纪初的锐减，以及世界性的经济不景气。

上世纪90年代的经济繁荣创造了一种类似淘金热的商业气氛，使得许多人做出了扭曲的投资决策，这一后果需要多年才能消除。在这种气氛下，道德标准下降，正直、诚实、耐心和信任的价值观遭到摒弃。股市出现下跌后，一系列公司董事会、会计师事务所和共同基金丑闻纷纷浮出水面。

对于中央政府和地方政府来说，经历了这些年的过度繁荣，财政预算赤字问题愈发严重。在上个世纪90年代，随着股市的繁荣，投资者收获资本收益，政府税收收入不断增加，支出也相应增加。当股市下跌后，税收收入下降，支出却难以削减，因此许多政府陷入了严重的财政危机。2002年，经济合作与发展组织成员国的平均预算赤字达到了国内生产总值的3%。上世纪90年代末经济泡沫的另一后果是房地产市场的暴涨。世界上许多国家，房价上涨始于1997年或1998年，2000年后加速上涨。尽管股票市场已进行了回调和修正，但很多城市的房价仍在强劲上涨。此外，投机泡沫还存在于石油和其他能源，以及一些商品（如贵金属）中，它们的价格也从90年代末开始上涨。到目前为止，