



本书被译为中、德、法、英、西班牙、
韩、日等多种文字；获得英国“威尔
莫特2003年度图书奖”；美国《商业
周刊》“2003年度最佳经济学图书奖”；
《金融时报》“2003年度最佳经济学图
书奖”。

[美] 罗伯特·J·希勒 著
Robert J. Shiller

管理21世纪的风险

金融新秩序

The New Financial Order: Risk in the 21st Century

2

3

1

新金融系列

中国人民大学出版社

The New Financial Order: Risk in the 21st Century

金融新秩序

管理21世纪的风险

[美] 罗伯特·J·希勒/著

Robert J. Shiller

陈雨露 范文仲/校

郭艳 胡波/译

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融新秩序：管理 21 世纪的风险 / (美) 希勒著；郭艳，胡波译.
北京：中国人民大学出版社，2004

ISBN 7-300-05280-0/F · 1622

- I. 金…
- II. ①希…②郭…③胡…
- III. 金融-风险管理-研究
- IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 002583 号

金融新秩序：管理 21 世纪的风险

[美] 罗伯特·J·希勒 著

陈雨露 范文仲 校

郭艳 胡波 译

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)	010-62511239 (出版部)	
	010-62515351 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北涿州星河印刷厂		
开 本	787×1092 毫米 1/16	版 次	2004 年 2 月第 1 版
印 张	27.75 插页 2	印 次	2004 年 2 月第 1 次印刷
字 数	356 000	定 价	39.80 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

中文版序言

2003年初，我刚刚完成了本书的写作，在其正式出版之前，我对中国进行了为期20天的访问。访问期间，我和许多中国的大学生、教授、商业界朋友以及政府顾问进行了交谈。在讨论中，他们对这本书提出了很多宝贵意见，使我深受鼓舞。在我来中国之前，我认为金融新秩序的主张也应该适用于中国。中国之行使我高兴地看到，很多中国人对本书中讨论的许多问题都非常感兴趣。

中国正在经历一场快速的变革，中国人民对这场变革有一个广泛的共识，那就是中国经济在未来的发展中存在着很多可能的选择方向。为新的经济体系设计金融制度并不是一件简单的事。我所接触到的人大都认为，简单地模仿其他国家的经济发展模式，往往并不是金融发展的最佳路径。事实上，他们是对的。因此，目前对经济改革中的一些基本问题进行重新思考就显得很重要。

尽管中国在改革设计中面临很多困难，但经济制度创新的需求也为中国提供了切实的机遇。在融入世界先进金融体系的过程中，中国有可能建立起一套新的金融基础设施。经济发展步入新的轨道将引导中国经济走向成功，也会激励世界其他地区未来的经济

改革。

在我访问中国期间，中国正在发生的经济奇迹深深地打动了。上海给我留下的印象最深：该市的中心地区似乎是最先进的地方。整个浦东新区几乎都是在过去 15 年内建设起来的。大批耀眼夺目的摩天大楼也是世界其他地方无可比拟的。但给我留下印象的并不只是上海，我所到的各个地区都是现代化和经济充满活力的见证。在我访问一些城市和历史旅游景点的过程中，我感觉到一个伟大而古老的文明社会，在经历了数个世纪相对落后的经济发展之后，已经苏醒过来，我已隐约预见到一个全新的未来。

但与此同时，很显然，中国所面对的经济不确定性并不比其他国家小。我们正处于一个科技迅速发展的新世纪，世界经济的发展方向并不明朗。中国近年来可喜的经济发展，必定会使人民对未来产生良好的预期，但中国长期的发展轨道还存在着不确定性，我们并不知道中国能不能年复一年地保持现在的增长率，或者会不会出现尚未预见的障碍，导致经济增长率的下降甚至经济的倒退。

中国未来收入不平等增加的风险也不比其他国家低。中国经济为许多人带来了大量的财富，经济体系能否将这些财富分配给其他人，很难断言。邓小平提出“要让一部分人先富起来”，这是对的。但是，人们不能从中推断得出每个中国人最终都会富裕的结论。即使经过几十年的经济发展，仍然可能会有数亿人的生活水平远远落后。我们不应该假设好的结果会自动发生，未来中国需要采取措施调节那些可能加剧社会不平等性的不公正和反复无常的经济波动。

中国也有一些严重的社会保障问题需要解决。与许多其他国家一样，中国的人口在未来几十年内将日益呈现出老龄化趋势。随着医疗保健的继续发展，以及人口的平均寿命的增加，会出现越来越多的老人，他们中的许多人将部分依赖于持续的医疗保障以保证他们的幸福生活。中国需要认真考虑为老年人和弱势群体提供财政保障。

与其他国家一样，中国也需要考虑城市的未来发展。世界历史上有许多房地产泡沫产生和破灭的例子，一些曾经美丽的城市因此进入了经济衰退时期。中国一定不能让其他国家的城市灾难在这里

重演。应该鼓励人们在投资房地产时增强风险意识，不能让过度动荡的住宅市场使人们失去信心。

每一个国家的年轻人，都希望能够不必过于担心未来的生计，从而实现自己的梦想，中国也不例外。年轻人必须有足够的机会，以经济可行的方式培养才能，并在发展他们的事业时不必过于担心失败。金融体系进一步的发展，会使年轻人能够承担较确定的风险，这样既能使他们富裕，又能推动经济进入到人们都希望的更有活力的未来。

我认为，随着信息科技和人类心理学的发展，金融技术的应用可以为我们的经济带来根本性的变革，和其他国家一样，它也能为中国解决一些重要的经济问题。我相信，本书所提出的关于金融新秩序的六大主张与中国是非常相关的。

对有些人来说，本书中的许多观点可能难以应用于中国。中国国际金融公司的许小年先生就是我这次中国之行所遇到的对此书最为怀疑的一位。他指出，中国的法律和监管框架并不像西方国家那样发达，中国没有金融期货市场，没有金融期权市场，没有衍生产品或卖空机制，中国人向海外投资的能力也存在严重的限制。他认为，在中国的这些机制得到进一步发展之前，本书中所提到的主张无法在中国实施。

许小年先生的观点在短期内可能是对的。但是人们可以合理地预期——中国发展这些机制的时间不会太长。中国已经在发展差别化和先进的金融制度方面取得了迅速的进步。我们也已经看到，在中国证券监督管理委员会的努力下，中国的证券市场正逐步变得更加透明、更加可信。上海证券交易所和深圳证券交易所也正在使用一些最先进的电子交易技术。中国人民银行的货币政策委员会正在按照高标准制定和实施货币政策。中国全国人民代表大会也一直在制定有关私人财产、创业企业、小企业和破产方面的法律。一些大型中国公司的股票现在正在香港、伦敦和纽约上市交易。

这些是中国金融进步的标志，它们与人们近年来所见到的中国总体经济的快速发展是相称的。随着中国经济进一步发展，将会建立越来越好的金融制度，会有越来越好的信息技术帮助这些制度更

好地发挥作用。随着时间的推移，我不相信令人振奋的新金融制度在中国会得不到发展。

中国人民大学出版社与梁晶工作室一起推出了本书的中文版，对此我非常高兴。如果本书能对中国的读者有所裨益，那将是我最大的快乐。

罗伯特·J·希勒

2003年3月

我又转念：见日光之下，快跑的未必能赢，力战的未必得胜，智慧的未必得粮食，明哲的未必得资财，灵巧的未必得喜悦；所临到众人的，是在乎当时的机会。

——《传道书》9:11

序

从科技进步中所获得的经济收益本身，并不能保证更多的人过上更好的生活。正如经济安全缺乏保障和收入分配不均在当今世界普遍存在一样，尽管科技进步可以推动经济发展到更高层次，但有些方面依旧会恶化。新的风险管理理念能够帮助我们管理很多风险——现在的和未来的、近期的和远期的——并限制资本主义“创造性破坏”的危害。这些理念的应用，不仅有助于降低破坏性的风险，还能允许人们进行更积极的冒险行为，从而令世界更加多样化，更加令人鼓舞。

本书介绍了一种全新的风险管理体系，以帮助人们保障国民财富的安全，保护世界各地的人们赖以生存的数以十亿美元计的、小的——也不是太小的——经济收益。绝大部分这样的经济收益不会成为新闻，甚至不会引发很多公众讨论，但它们可以加强本来很难获得的经济安全，没有它们，任何表面的进步都是空幻的。通过从根本上改变我们的基本制度，通过管理各类大小风险的方法，我们可以更好地改善我们的生活和社会，而不仅仅是对现状进行修修补补。

就像现代保险体系可以保护人们在生活中免受灾难性风险的威胁一样，这套体系将利用金融创新以保护人们免受系统性风险带来的损失：这些风险包括从技术革新导致的失业，到经济环境变化带来的对家庭和社区的威胁。

如果能够成功地实施这套新的金融体系，人们在追求自己的梦想时，将会比在现行风险管理模式下拥有更多的自信。没有这样一种更安全的方式，年轻人将很难承受必要的风险把他们的智力资本转变为对社会有用的商品和服务；而对于以增长为导向的信息社会来说，年轻一代的思想和技能代表了社会发展的原动力。

历史上的经济思想家往往受到他们所在时代的相关风险管理方式的限制。金融理论、信息技术和心理科学方面的进步，允许我们能够设计出前人难以想像的新机制，以管理资本主义内在的技术和经济风险。共产主义运动的倡导者卡尔·马克思 1867 年发表《资本论》的时候、现代自由经济政策的先驱约翰·梅纳德·凯恩斯 (John Maynard Keynes) 1936 年出版《就业、利息和货币通论》(*General Theory of Employment, Interest and Money*)、经济自由化的代表人米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman) 1962 年出版《资本主义与自由》(*Capitalism and Freedom*) 的时候，都不可能了解这些风险管理的思想。

本书将应用风险管理技术来解决我们生活中遇到的主要问题。也就是说，本书将描述一套电子化的风险管理体系，这套体系将与现有的资本主义经济制度结合在一起，共同促进财富的增长。本书并不承诺乌托邦社会的出现，也不能对所有的问题给出解决方案。本书的写作并不是由某个政治意识形态驱使，也不是出于对某个社会阶层的同情，但它确实给出了人们可以实际采取的用来改善生活的步骤。本书旨在阐述有关基本风险管理技术的一些新思路，而不是提供解决未来问题的现成方案。相反，本书指出了未来由实践、创新和金融理论的进步所必然导致的风险管理的发展方向，这一方向体现为风险相关信息管理的改善，以及社会科学家能更好地利用心理学设计出简便的技术，帮助人们管理与收入相关的风险。

我自 1997 年开始创作本书——总结多年来我对如何完善经济

制度，以帮助个人和社会提高风险处理能力的思考。1993年，我曾出版了一本学术专著《宏观市场：创造管理社会最大风险的制度》（*Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*），书中收录了一系列我与阿伦·韦斯（Allan Weiss）、卡尔·凯斯（Karl Case）和斯蒂芬诺·阿萨内修斯（Stefano Athanasoulis）等人合作的关于风险管理总论的学术论文。但这本书并没有提出我要向更多人强调的基本主张，也没有论述相关的重要问题。

当时，我计划在这本书中综合讲述我对社会和经济风险管理的思考，希望更正公众中普遍存在的对于技术和经济风险的误解，传递一幅更清晰、更准确地描述风险的图画。此外，我也希望我能解释这些不同形式的风险（包括许多潜在的风险）是如何阻碍我们实现最大的潜能的。

1999年，越来越多的证据表明，股票市场上出现了空前的繁荣，我的这一写作计划也因此被打断。我听从了同事和终身好友杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）的建议，决定把这本书的写作放在一边，先写一本关于股票市场繁荣的书——这正是过去我在学术作品中所提到过的我们对长期风险的错误理解和错误管理的经典案例。在普林斯顿大学出版社的帮助下，我的新作《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）2000年3月成功上市，那时正值股市和科技泡沫的顶峰。

《非理性繁荣》一书得出的结论是，不仅股票市场被夸大了，公众对股票市场的注意以及人们赋予股票市场的重要程度也都被夸大了。股票市场不会使所有人致富，也不会解决经济中存在的所有问题。人们仅仅为选购股票而关注商业界的行为是愚蠢的，那种认为股票价格会一直上涨的想法则更加荒谬。

本书回顾了我早期的研究，并补充了《非理性繁荣》所不足的部分。通过说明人们对风险的误解，并引进关于这一问题的全新思考，我希望解释我们如何才能从根本上摆脱经济风险的困境。不管股票市场繁荣与否，事实上我们正步入一个新时代，我们需要考虑新科技这一全球经济变化的真实驱动力所带来的影响，不仅考虑它

对某个公司及其股价的影响，而且要考虑它对我们所有人的影响。我们需要理解过去的科技发展如何影响了制度的变迁，我们需要一种积极的、创造性的方式改变我们的思维，以探索这一新的领域。本书则给出了将这些想法变成事实的一些重要途径。

为了帮助阅读本书的广大读者，我搜集了一些与本书主题有关的技术和背景文章，以及新闻片断，它们发表在以下网址：<http://www.newfinancialorder.com>。

致 谢

近年来，我的写作风格改变颇多。我现在正致力于过滤现有的观点，开拓思路，探求事实，以发现我确实想获知的东西。有时我似乎会把更多的时间花在与别人交谈而不是写作上，但我认为这样的时间安排是有益的。因此，在本书中我要感谢的人有许多。

所有因此书与我合作的人中，阿伦·韦斯最为突出。他是我以前在耶鲁大学的学生，也是我们于 1991 年共同创建的凯斯·希勒·韦斯（Case Shiller Weiss）公司（现在是 Fiserv 公司的子公司）的董事长。他提出了许多创意，并和我一起研究、扩展了新的概念，其中有区域房地产期货市场、房屋价值保险以及一种我们称之为“宏观证券”的宏观市场工具。

我也要深深地感谢普林斯顿大学出版社的彼得·多尔蒂（Peter Dougherty），在这本书的编辑中，他帮助我以最基本的方式组织思路。他的才华有力地支持了本书的创作，如果没有他，我想我永远也不能独立完成本书。此外，我也与耶鲁大学出版社的亨宁·古特曼（Henning Gutmann）保持着密切的联系，我们曾长时间探讨本书中的一些思想。

另一个与我紧密合作的人是我以前在耶鲁的学生斯蒂芬诺·阿萨内修斯，我们一起工作了5年，创立了一套关于最优市场定义的数理理论，该理论对于完善本书中的一些观点很有帮助，特别是关于世界组合国民收入市场的观点，这也是我们首次合作公开发表的学术观点。

这本书里的许多思想最终来源于我工作生活了20年的耶鲁大学的学术传统。已故的詹姆斯·托宾（James Tobin）对我的影响最为显著。他对分散化的数理理论的最基础的研究、对实际风险管理的创新、他创造的耶鲁大学学费延付项目以及他对社会中不幸人群的真诚的关切，都引发了我许多的灵感。他和威廉·诺德豪斯（William Nordhaus）一起从事的关于精确测量经济福利的研究，激发了我关于数量研究有助于提高社会真实福利的想法。威廉·布雷纳德（William Brainard）和特雷纳里·多比尔（Trenery Dolbear）关于生计风险管理的研究，直接引发了我在本书中对宏观市场的讨论。约翰·吉尼科普洛斯（John Geanakoplos）对信息和不完全市场的研究，以及马丁·舒比克（Martin Shubik）对交易系统研究，对我也有很大影响。

我在凯斯·希勒·韦斯公司的其他同事对本书也有很重要的贡献。卡尔·凯斯帮助发展了房地产期货市场的思想。他使我意识到，设计一套指数，以有效衡量有关核心概念的重要性，并且第一个推动了这项研究。公司的其他成员，如 Howard Brick、David Costa、Jay Coomes、Neil Krishnaswami、Linda Ladner、Terry Loebs、James Mealey 等人也都参与了本书的写作。

阿伦·韦斯和我还创立了第二家企业，即宏观证券研究有限责任公司，现在这家公司正处于发展的早期阶段，由首席运营官 Sam Masucci 负责领导，公司目标在于开发新的风险管理工具。Neil Gordon、Larry Hirshik、Julius Levin、Tom Skinner 等人在公司创办时提供了帮助。我们的顾问委员会委员 John Campbell、Franco Modigliani 以及 Jeremy Siegel，也提供了大量帮助。

本书早期草稿的一部分曾经在一些讲座中演讲过，其中包括1998年2月北卡罗来纳大学斯普鲁伊尔（Spruill）讲座、1998年

11 月伦敦经济学院的公共讲座、1999 年 1 月圣·文森特大学麦克纳 (McKenna) 讲座、1999 年 3 月贡萨加大学琼特 (Jundt) 讲座、2001 年 4 月韦恩州立大学萨缪尔·莱文 (Samuel Levin) 讲座、2001 年 5 月斯坦福大学肯尼斯·阿罗 (Kenneth Arrow) 讲座、2001 年 9 月斯克兰顿大学亨利·乔治 (Henry George) 讲座、2002 年 1 月耶鲁大学“学者型公司”讲座、2002 年 5 月法兰克福欧洲中央银行公共讲座、2002 年 10 月芝加哥大学金融论坛以及 2002 年 12 月在香港经济学会会议上的发言。从这些讲座上得到的反馈对本书也很有帮助。

我还要感谢 Luiz Abreu、Kenneth Arrow、Aleksander Askeland、Sohrab Behdad、Amar Bhidé、Murray Biggs、Michael Booser、David Bradford、Diane Coyle、David Darst、Brad DeLong、Keith Dengenis、Mohamed El-Erian、Herb Gintis、Nader Habibi、Robert Hall、Henry Hansmann、Robert Hockett、Jeeman Jung、Stephen Kaplan、Michael Krause、Stefan Krieger、David Laster、Gil Mehrez、Felipe Morandé、Stephen Morris、Jessica Paradise、Mats Persson、Andrew Powell、John Quiggin、Tano Santos、Ian Shapiro、Jeremy Stein、Lars Svensson、James Tobin、Robert Townsend、Andrei Ukhov、Salvador Valdés-Prieto、Marek Weretka 和 Janet Yellen，感谢他们在本书写作过程中所给予的评论、讨论和建议。

许多耶鲁大学的学生曾在本书写作过程中与我一起工作过，包括 Claudio Aragón Ricciuto、Marlon Castillo、Michael Cheung、Chian Choo、Peter Devine、Peter Fabrizio、Sunil Gottipati、Maki-ko Harunari、Monali Jhaveri、Fadi Kanaan、Jay Kang、George Korniotis、Lingfeng Li、Adrienne Lo、Junzhao Ma、Nicola Mok、Gaye Mudderisoglu、Patrick Nemeroff、Steven Pawliczek、Michael Pyle、Virginia Raemy、Isabel Reichardt、Kira Ryskina、Zaruhi Sahakyan、Philip Shaw、Bjorn Tuypens、Michael Volpe 和 Maxine Wolfowitz。我曾花数小时与他们中的大多数人讨论过本书，他们中的每个人都用自己的思想和研究，帮助我将本书中的一

些观点进一步深化。

我还要特别感谢我忠诚而又勤奋的助手 Carol Copeland，她在我的研究过程中提供了持久的帮助。Glena Ames 为本书提供了技术上的协助。

我学术生涯中所做的许多导致本书形成的研究都得到了美国自然科学基金会的资助。十几年来，由理查德·塞勒（Richard Thaler）、乔治·阿克洛夫（George Akerlof）和我组织的行为经济学会得到了拉塞尔·塞奇（Russell Sage）基金会的支持，通过这些会议，我得以参与和跟进了一些有关经济学中心理问题的最新研究。史密斯·理查森（Smith Richardson）基金会为我写作本书给予了特别资助。

我的妻子弗吉尼亚·希勒（Virginia Shiller），一位耶鲁儿童研究中心的临床心理学家，对我从经济学角度研究人类行为给予了不懈的支持。她对我写作本书给予了特别的关注，尽管她在同一时间也在创作一本自己的书。她还阅读了本书的全部手稿，并提出了一些重要的修改意见。我们的儿子 Ben 和 Derek，现在已经长大，能与我进行思想交流，他们俩都作为研究助手作出了自己的贡献。

我还要感谢许多来自大学、商业、法律和政府部门的、认真考虑过我们的经济机构的人。几十年来，我很荣幸能从事经济职业，并聆听一代理论家展示他们的模型。光听他们解释往往还不甚令人满足，有时我也企图证明他们的工作过于学究和不切实际，但后来，随着我对他们的模型的理解，我发现自己的思想发生了重大的改变。通过凯斯·希勒·韦斯公司和宏观证券有限责任公司，我有机会以一个市场参与者的角度来观察整个金融世界，这使得我能以实际行动来了解这个巨大的充满各种思想的世界。新的或者不同的金融思想也许会十分令人沮丧，因为它们往往非常难以实现。它们就像梦幻一般遥不可及。但是，后来我渐渐意识到，大部分这样的思想在多年后，最终会演变成为实际可行的金融工具，创造出真正的社会福利。

目 录

导 言	经济安全的承诺	1
	无道德危害条件下的激励机制	3
	关于金融新秩序的六大主张	4
	金融新秩序的景象	6
	今天的风险管理	7
	信息技术	10
	金融理论与实践	11
	心理学、行为金融学和框架效应	13
	金融创新可能存在的问题	13
	道德因素	15
	本书的结构	17

第一篇 世界进步中的经济风险

第 1 章	1950 年以来的世界	25
	改善风险管理体系——重塑 1950 年以来的历史	26
	50 年代落后的信息技术与思维游戏	32
	迫切性	33