

 当代世界学术名著·经济学系列

MARKET VOLATILITY

市场波动

罗伯特·希勒(Robert J. Shiller)/著

文忠桥 卞东/译

 中国人民大学出版社

当代世界学术名著·经济学系列

MARKET VOLATILITY 市场波动

罗伯特·希勒(Robert J. Shiller)/著
文忠桥 卞东/译

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

市场波动/希勒著;文忠桥,卞东译.

北京:中国人民大学出版社,2007

(当代世界学术名著.经济学系列)

ISBN 978-7-300-08062-8

I. 市…

II. ①希…②文…③卞…

III. 市场经济-经济波动-研究

IV. F014.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 057252 号

当代世界学术名著·经济学系列

市场波动

罗伯特·希勒 著

文忠桥 卞东 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)

010-62511398 (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 河北涿州星河印刷有限公司

规 格 155×235mm 16 开本

版 次 2007 年 5 月第 1 版

印 张 30.25 插页 2

印 次 2007 年 5 月第 1 次印刷

字 数 503 000

定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

Market Volatility/Robert J. Shiller

©1989 Massachusetts Institute of Technology.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced in any form by any electronic or mechanical means (including photocopying, recording, or information storage and retrieval) without permission in writing from the publisher.

Copyright©2007 by China Renmin University Press.

内容简介

希勒教授著述的《市场波动》详细论述了如何运用数学分析和行为分析相结合的方法对公司股票市场、债券市场、房地产市场、土地市场、商业组织市场、商品市场、可收藏品市场和外汇市场等投机市场中的价格波动进行研究。全书共分六部分，26章。第一部分提出一些基本问题和可以选择的模型。第二部分应用计量经济学方法和行为分析方法对股票价格波动及股票市场有效性进行了深入的分析。第三部分主要应用计量经济学方法和行为分析方法对利率期限结构、债券价格和债券市场波动进行了深入的研究。第四部分主要研究住房市场的有效性问题。第五部分主要研究总体经济变化的最终根源以及股票市场价格变化的决定因素。第六部分主要应用行为分析方法对股票市场和住房市场的投资者行为进行了深入的研究和分析。书中的大部分内容是罗伯特·希勒和约翰·坎贝尔等学者共同发表在《美国经济评论》、《政治经济学杂志》和《金融杂志》等著名期刊上的论文。这些研究成果是现代金融理论研究和行为金融理论研究的经典力作。

作者简介

罗伯特·希勒是中国人所熟悉的享有盛名的经济学家，他1967年获得密歇根大学学士学位，并于1972年获得麻省理工学院经济学博士学位。他的著作涉及金融市场、金融创新、行为经济学、宏观经济学、房地产、统计理论以及市场道德判断、公共选择等多个方面。他的《非理性繁荣》一书已经由中国人民大学出版社翻译出版，并获得了广泛的赞誉。

当代世界学术名著·经济学系列

策 划

马学亮

主 编

陈志俊 何 帆 周业安

编委会

丁 利	王永钦	王忠玉	刘元春	李军林	李辉文	朱 勇
陆 铭	陈利平	陈 钊	陈志俊	陈彦斌	何 帆	张晓晶
周业安	郑江淮	杨其静	柯荣柱	贾毓玲	夏业良	寇宗来

“当代世界学术名著”

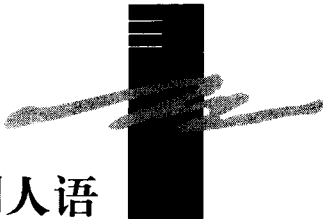
出版说明

中华民族历来有海纳百川的宽阔胸怀，她在创造灿烂文明的同时，不断吸纳整个人类文明的精华，滋养、壮大和发展自己。当前，全球化使得人类文明之间的相互交流和影响进一步加强，互动效应更为明显。以世界眼光和开放的视野，引介世界各国的优秀哲学社会科学的前沿成果，服务于我国的社会主义现代化建设，服务于我国的科教兴国战略，是新中国出版的优良传统，也是中国当代出版工作者的重要使命。

我社历来注重对国外哲学社会科学成果的译介工作，所出版的“经济科学译丛”、“工商管理经典译丛”等系列译丛受到社会广泛欢迎。这些译丛多侧重于西方经典性教材，本套丛书则旨在选译国外当代学术名著。所谓“当代”，我们一般指近几十年发表的著作；所谓“名著”，是指这些著作在该领域产生巨大影响并被各类文献反复引用，成为研究者的必读著作。这套丛书拟按学科划分为若干个子系列，经过不断的筛选和积累，将成为当代的“汉译世界学术名著丛书”，成为读书人的精神殿堂。

由于所选著作距今时日较短，未经历史的充分洗练，加之判断标准的见仁见智，以及我们选择眼光的局限，这项工作肯定难以尽如人意。我们期待着海内外学界积极参与，并对我们的工作提出宝贵的意见和建议。我们深信，经过学界同仁和出版者的共同努力，这套丛书必将日臻完善。

中国人民大学出版社
2002年6月



“经济学系列”策划人语

经济学到了 20 世纪才真正进入一个群星璀璨的时代。在 20 世纪，经济学第一次有了一个相对完整的体系。这个体系包容了微观经济学和宏观经济学这两个主要的领域。经济学家们在这两个主要的领域不断地深耕密植。使得经济学的分析方法日益精细完美。经济学家们还在微观和宏观这两个主干之上发展出了许多经济学的分支，比如国际经济学、公共财政、劳动经济学等等。体系的确立奠定了经济学的范式，细致的分工带来了专业化的收益。这正是经济学能够以加速度迅猛发展的原因。

走进经济学的神殿，人们不禁生出高山仰止的感慨。年轻的学子顿时会感到英雄气短，在这个美轮美奂的殿堂里做一名工匠，付出自己一生的辛勤努力，哪怕只是为了完成窗棂上的雕花都是值

得的。

然而，21 世纪悄然降临。经济学工匠向窗外望去，发现在更高的山冈上，已经矗立起一座更加富丽堂皇的神殿的脚手架。我们的选择在于：是继续在 20 世纪的经济学殿堂里雕梁画栋，还是到 21 世纪经济学的工地上添砖加瓦。

斯蒂格利茨教授，这位 21 世纪的首位诺贝尔经济学奖得主曾经发表过一篇文章，题为《经济学的又一个世纪》。在这篇文章中他谈到，20 世纪的经济学患了“精神分裂症”，即微观经济学和宏观经济学的脱节，这种脱节既表现为研究方法上的难以沟通，又反映出二者在意识形态上的分歧和对立。21 世纪将是经济学分久必合的时代。一方面，宏观经济学正在寻找微观基础；另一方面，微观经济学也正在试图从微观个体的行为推演出总量上的含义。这背后的意识形态的风气转变也值得我们注意。斯蒂格利茨教授曾经讲到，以下两种主张都无法正确估计市场经济的长期活力：一种是凯恩斯式的认为资本主义正在没落的悲观思想；另一种是里根经济学的社会达尔文主义，表达了对资本主义的盲目乐观。我们已经接近一种处于两者之间的哲学，它将为我们的时代指引方向。

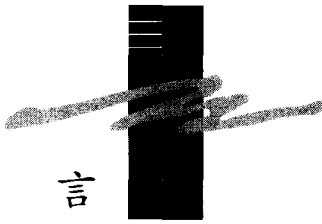
21 世纪的经济学将从纸上谈兵转变为研究真实世界中的现象。炉火纯青的分析方法和对现实世界的敏锐感觉将成为经济学研究的核心所在。

“当代世界学术名著·经济学系列”所翻译的主要是处在 20 世纪和 21 世纪之交的经济学著作。这些著作在学术的演进过程中起到的更多是传承的作用。它们是 20 世纪经济学的集大成者，也是 21 世纪经济学的开路先锋。这些著作的作者大多有一个共同的特征。他们不仅是当代最优秀的经济学家，而且是最好的导师。他们善于传授知识，善于开拓新的前沿，更善于指引遥远的旷野中的方向。如果不惮“以偏概全”的指责，我们可以大致举出 21 世纪经济学的若干演进方向：博弈论将几乎全面地改写经济学；宏观经济学将日益动态化；政治经济分析尝试用经济学的逻辑对复杂的政策决策过程有一个清晰的把握；经济学的各个分支将“枝枝相覆盖，叶叶相交通”；平等、道德等伦理学的讨论也将重新进入经济学。

介绍这些著作并不仅仅是为了追踪国外经济学的前沿。追赶者易于蜕变成追随者，盲目的追随易于失去自己的方向。经济学是济世之学，它必将回归于现实。重大现实问题的研究更有可能做出突破性的

创新，坚持终极关怀的学者更有可能成长为一代宗师。中国正在全方位地融入世界经济，中国的国内经济发展也到了关键的阶段。我们推出这套丛书，并不是出于赶超的豪言或是追星的时髦。我们的立足点是，在世纪之交，经济学的发展也正处于一个关键的阶段，这个阶段的思想最为活跃，最为开放。这恰恰契合了中国的当前境况。我们借鉴的不仅仅是别人已经成型的理论，我们想要从中体会的正是这种思想的活跃和开放。

这套丛书的出版是一项长期的工作，中国社会科学院、中国人民大学、北京大学、南京大学、南开大学、复旦大学、中山大学以及留学海外的许多专家、学者参与了这套译丛的推荐、翻译工作，这套译丛的选题是开放式的，我们真诚地欢迎经济学界的专家、学者在关注这套丛书的同时，能给予它更多的支持，把优秀的经济学学术著作推荐给我们。



序 言

人们对所有投机性市场如公司股票市 xi
场、债券市场、住房市场、土地市场、商业组织市场、商品市场、收藏品市场和外汇市场的价格变化的根源还知之不详。为什么股票价格常常在一年的时间里上升或下降 20% 甚至更多？为什么长期债券有时也会出现这样的状况？为什么我们有时会发现住房市场经过多年的价格稳定之后以一年跳跃式上升 20% 或更多繁荣起来？

这本书对投机性市场中价格波动的根本原因——有合适经济意义的原因和起源于心理或社会的原因——做出了一些基础性的研究。最近十几年所进行的研究有的是我自己独立完成的，有的是与约翰·坎贝尔、卡尔·E·凯斯、桑福德·J·格罗斯曼和杰里米·J·西格尔共同进行的。

本书的研究明确地涉及股票市场、债券市场和住房市场，其目标是揭示应该对投机性价格的变化负责的人类行为模式。因此，本书涉及异常广泛的领域，如应对投机性市场、为投机性市场制定政策或研究投机性市场中几乎与每个人都有利害关系的情况。

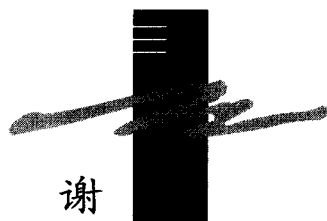
为了使本书更具有可读性，我仔细地对各章内容进行了组织，以使得本书能够为那些没有什么数学或经济理论背景的人所阅读。而本书更有技术性的部分以指导读者通读这一部分剩余章节的概述章开始，概述章并没有包含数学内容。另一方面，某些章节有相当强的技术性。这些章节包括对支持本书中一些有争议的理论的统计方法和模型的完整描述。

xii 不需探究技术细节，而只需要对这些基本结论有一个大致了解的人的阅读方案可能是从导言开始，然后阅读第1章中1.2节前面的内容，再阅读第2章的所有内容。这些内容给出了这本书的理论、这些理论与其他理论的对比、这些相互抵触的理论所争论的基本观点。接着读者可能要阅读第3章，这一章以完全直观的方式提出了本书随后要提到的事前—事后价值（ex-post value）和方差边界的概念。读完这些内容以后，读者可能要通读论述债券市场的第12章、论述房地产市场的第17章、论述商业波动的第19章和第20章、论述舆论变化和市場影响的第22章、论述1987年股票市场崩溃的第23章、论述最近房地产价格暴涨的原因的第24章和提出总结性意见的第25章。

本书大约三分之二的内容由我（常常有合作者）以前在各种专业杂志上公开发表的论文构成。我把以前公开发表的论文保持原封不动，没有删减或大量改动。这样做的部分原因出于尊重有些文章的合作者的意见。此外，因为有些论文已经激起了巨大的争论，所以我认为把这部分研究成果的重要论文不作实际改变地重印是有益的。唯一的改动是校正印刷和研究错误、增加本书内相互引用的参考文献、对文章进行编辑以使论文布局符合本书的总体要求；论文没有被更新过。因为文章保持原貌，所以存在一些不可避免的主题上的重复，但我已经尽可能降低内容的重复性。

本书其余的三分之一是以前不曾发表的内容，我认为它们是对基本结论、文献综述、批评者的讨论、可选择方法的讨论、剔除不严密的结论的详尽阐述和拓展。这些新内容的目的是使基本原则具有一般性，以及完善一直处于争议中的思想。

致 谢



本书涉及的许多研究是和我的同事共同完成的：本书论文的合作者有约翰·坎贝尔、卡尔·E·凯斯、桑福德·J·格罗斯曼、杰里米·J·西格尔；相关研究的合作者有弗朗哥·莫迪里亚尼、皮埃尔·佩龙和约翰·庞德。这本书要为这种研究提供解释、总结和资料书籍。然而，合作者可能不会同意我这里的所有观点。 xiii

我想要感谢这里包括了十几年研究的许多研究助手，他们投入巨大的努力使得这本书的出版成为可能。克里斯廷·阿姆斯特勒、波拉·安德列斯、莱斯利·阿普尔顿、戴尔·鲍罗、杰伊·考、凯瑟琳·克里斯藤森、莫拉·多伊尔、维多利亚·埃文斯、珍妮特·汉诺塞克、罗杰·黄、爱德华·亨德里克、米歇尔·W·尤万、安

吉洛·梅里诺、查尔斯·普洛塞和埃伦·沃尔夫森值得特别的感谢。我还要感谢洛伊丝·贾森和格里纳·阿姆斯在准备手稿方面提供的帮助。

约翰·坎贝尔仔细阅读了手稿，这极大地完善了手稿。我还要感激安德瑞·贝尔特拉蒂、吉安卡洛·科塞蒂、迈克尔·霍布斯、吉曼·朱恩、伍希恩·丽、格里高利·萨顿和马丁·沃纳在最后改正文本中的缺陷方面提供的帮助。对这里重印的一些论文提出有益的评论或建议的其他人包括唐纳德·安德鲁斯、彼得·伯恩斯坦、奥莉维尔·布兰查德、威廉·布瑞纳德、费雪·布莱克、菲利普·卡甘、格里高利·邹、迈克尔·达比、罗伯特·英格尔、本杰明·弗里德曼、欧文·弗里恩德、加里·吉卢姆、斯蒂芬·勒劳伊、米尔顿·弗里德曼、阿诺德·克林、理查德·米斯、伯顿·麦基尔、阿莉西亚·穆勒尔、格里高利·佩里、彼得·菲利普斯、理查德·罗尔、斯蒂芬·罗斯、肯尼思·罗森、理查德·塞勒和肯尼思·威斯特。在数据收集方面帮助过我们的其他人包括布赖恩·阿尔沃西、乔治·巴尔克雷、彼得·加伯、弗米科·科恩亚、鲁道夫·里奇特、安娜·舒瓦茨和伊恩·通克斯。

xiv 我还要感谢有效市场检验的统计研究的各种各样的批评者和评论者，他们既指出了这里应用的方法的缺点也指出了这些方法的优点。其中有些作者在随后的正文书页中被引用了。而在专业学术会议、研究生课堂和研讨班上直接向我说的那些人没有被引证。向我提出见解的人数太多以致不能按名字一个一个列举，所以必须用一个总括的感谢才能满足需要。

这里的研究是过去 12 年时间里国家科学基金授予我的一系列研究授权的支持下完成的。我还要感谢耶鲁大学的考沃勒斯基基金会、波士顿联邦储备银行、费城联邦储备银行和国家经济研究局的进一步支持。

我感谢下列版权拥有者允许重印：

第 1 章，布鲁金斯研究所 (© 1984)；

第 2 章，牛津大学出版社 (© 1988)；

第 3 章的某些部分，美国农业经济学会 (© 1988)；

第 5、18、20 和 21 章，美国经济学会 (© 分别是 1981、1989、1987 和 1981 的版权)；

第 7、14、15 和 16 章，芝加哥大学 (© 分别是 1988、1977、1979 和 1987 的版权)；

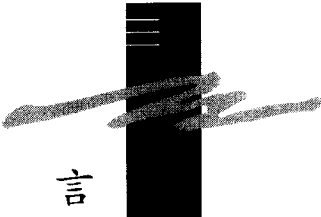
第 6、8 和 10 章，美国金融学会 (© 分别是 1981、1988 和 1989 的

版权)；

第 9 章和第 19 章的某些部分，爱思唯尔科学出版社 (© 1989)；

第 24 章，波士顿联邦储备银行 (© 1988)；

第 26 章的序列 1、2 和 3，标准普尔/麦格劳希尔。



导 言

1 这是一本关于投机资产、公司股票、债券、住房和至少在某种程度上因不确定的投资可能性而持有的其他资产的价格波动性的根源的书籍。这里提出的基本问题是：从根本上说，日常价格波动背后隐藏着什么？我们能从逻辑意义上将价格变化的根源追溯到影响经济的基本冲击和对科学技术、消费者偏好、人口统计、自然资源、货币政策或者政府控制的其他工具的冲击吗？价格变化可以看作是由舆论或心理——也就是信心、投机热情或投资者世界观的其他方面——的变化，或者说从根本上看成是由来自人们心灵的冲击所引起的吗？大多数分析师并没有将他们的研究工作直接针对这样的基本问题，也没有注意问题的细节，似乎这个问题已经有规定

好的答案。但事实上，这个问题并没有现成的答案；在茫茫大众面前，就这个问题的答案根本没有达成一致意见。

从我的研究和我与其他作者的共同研究出发，这本书提出了经济基本面变化和舆论或心理变化对投机性价格变化的重要性的证据，目的是为了提出一种均衡的观点、每种变化相对重要性的见解。与其他研究投机性价格的学术著作相比，这本书最非同寻常的方面是它致力于严肃认真地研究引起价格变化的舆论或心理变化的作用。这里，经济基本因素对价格冲击理论的许多检验是用社会心理可选择理论实施的。在书中，我指出即便有效市场假设（投机性价格往往很好地传递了关于真实经济价值的信息）的某些含义能够被数据资料所证实，投资者的看法在投机性资产的价格决定过程中也具有重要作用。价格在极大的范围里发生变化，因为投资者全体反复无常地改变他们的主意。

这种没有充分理由的价格变化在许多方面具有重要的意义。投机性资产的价格引导着我们社会的许多经济行为。当资产定价过低时，会刺激投资者忽视或滥用这种资产。而当资产定价过高时，又会刺激投资者在这种资产上投入太多的资源。资产价格呈现没有明显原因的重复变化趋势的可能性不仅对那些管理金融资产组合的人特别重要，而且对监管者、立法者、律师、公司经理、施工人员、房产所有者、收藏家、管理人员和其他人也很重要。更好地理解这种价格变化的重要性，可以从根本上搭建人们采取行动以降低价格变化冲击的舞台。

投资者见解变化引发资产价格变化，这根本不是一个新思想。本书的研究在提出统计证据挑战有效市场假设方面具有新意，有效市场假设宣称所有价格变化从逻辑上都源于这些基本冲击。金融学术研究的推断一直是：统计证据压倒性地支持有效市场假设。这里的研究结论提出了一些新观点：有效市场假设的哪些方面为证据所支持。本书揭示的研究还表明，对引起市场波动的投资者见解的变化的系统研究已经开始。实际上，一直没有理论研究针对如何制定指导投资者的变化中的世界观的一般原则。

本书第一部分提出有关价格因投机原因而引发变化的所有市场的基本问题；第二部分分析股票市场；第三部分分析债券市场；第四部分分析不动产市场；第五部分探究这些投机性价格与宏观经济行为之间的关系，并且将投机性市场本身以外的某些分析推广到宏观经济分析。

股票市场和债券市场部分的内容包括我写的引起极大争议的论文。