

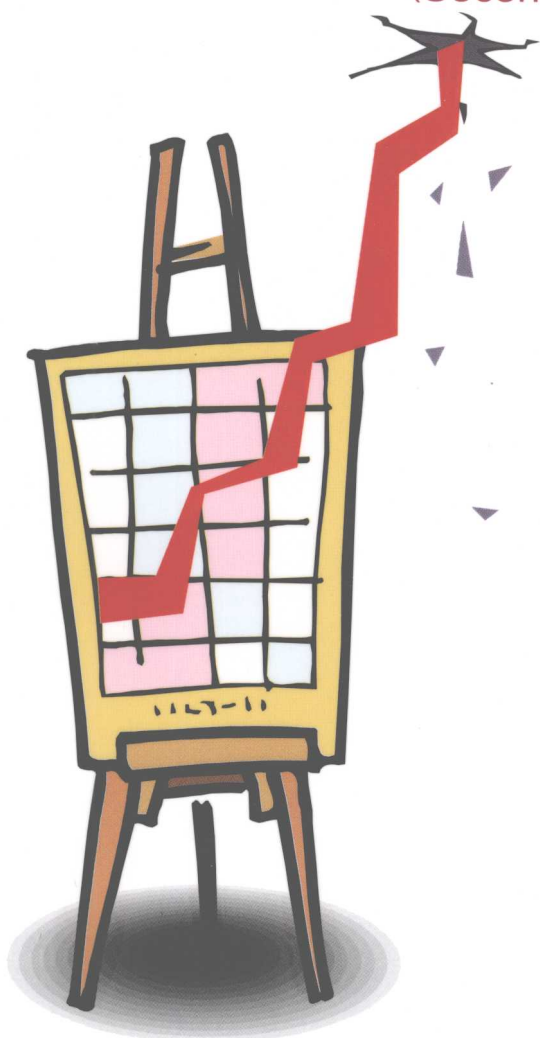
新 金 融 系 列

# 非理性繁荣

(第二版)

# Irrational Exuberance

(Second Edition)



[美] 罗伯特·J·希勒 著  
Robert J. Shiller

中国人民大学出版社

# 非理性繁荣

(第二版)

## Irrational Exuberance

(Second Edition)



[美] 罗伯特·J·希勒 著  
Robert J. Shiller

李心丹 陈莹 夏乐 译

**图书在版编目 (CIP) 数据**

非理性繁荣：第2版/ (美) 希勒著；李心丹等译.

北京：中国人民大学出版社，2007

(新金融系列)

ISBN 978-7-300-08769-6

- I. 非…
- II. ①希…②李…
- III. 股票—证券市场—研究—世界
- IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 187102 号

新金融系列

**非理性繁荣 (第二版)**

[美] 罗伯特·J·希勒 著

李心丹 陈莹 夏乐 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	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a> <a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北三河市新世纪印务有限公司		
规 格	170mm×240mm 16 开本	版 次	2004 年 12 月第 1 版 2008 年 1 月第 2 版
印 张	20.25 插页 2	印 次	2008 年 1 月第 1 次印刷
字 数	334 000	定 价	35.00 元

---

**版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换**

## 译者序

2005年6月，中国的股票市场终于结束了长达四年之久的黑色熊市，从1 000点起步，仅仅两年的时间，股指就迈上了6 000点。与此同时，中国的房地产市场也出现了波澜壮阔的大幅上涨行情，2006年凭借130%的年度涨幅勇夺全球涨幅第一桂冠，这一趋势在2007年得到了进一步延续。国家统计局对全国35个大中城市的调查显示，仅2007年二季度我国房屋销售价格就比去年同期上涨了10.4%。股市和房市成为人们狂热追寻之梦，而关于两市泡沫的争论也再度升温，并成为市场参与者最关心的话题，因为一旦两市泡沫破裂，将给社会带来巨大的灾难。

我想起了在耶鲁大学访问时的合作导师罗伯特·希勒教授。

2000年，耶鲁大学的著名行为金融学家罗伯特·希勒教授出版了一本新书——《非理性繁荣》。在书中，针对美国股市自20世纪90年代后期以来出现的繁荣景象，希勒教授提出了自己的观点，认为那是一种脱离实际的反常现象，是一种“非理性繁荣”，并对其产生的原因进行了系统、详细的分析。不知是出版的时机适当还是这本书本身给投资者带来了重要的影响，该书出版不久，美国股市就开始了深幅下跌行情，从2000年3月初开始，道琼斯指数在短短几周之内下跌了近20%，纳斯达克指数的下跌超过30%。

《非理性繁荣》的面世引起了极大的反响。《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。”该书被《经济学家》杂志评为“2000年最佳图书”，该杂志对其给予了高度评价，认为“这是一本值得一读的、严肃经济学理论的现代经典之作。即使你不是这一领域的专家，亦能从中获得乐趣。”

《非理性繁荣》的第一版获得了巨大的成功，“非理性繁荣”也成为经济学的常用术语，但希勒教授的思考并未止步。除了股票市场，美国的房地产价格也开始大幅上涨。2000—2005年间，美国中等住宅平均房价就从14.36万美元狂涨到21.96万美元，升幅达52.9%。2005年末，希勒教授出版了《非理性繁荣》第二版。对第一版的内容作了相当大的修订，专门增加了一章来探讨20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。在第二版中希勒教授以经济学家严谨的分析，运用最新的经济事件，从市场观念演变的过程、经济发展结果和前途的影响因素等方面对国家经济“非理性繁荣”给予了更加全面的阐述和分析。

有趣的是，2005年希勒教授的《非理性繁荣》第二版面市，2006年美国房屋抵押贷款次级债危机初现端倪，2007年3月爆发，美国股市和房市双双大跌，并波及全球市场。2007年7月美国国会联合经济委员会发布报告，预计从2007年中到2009年底，美国因无法偿还次级抵押贷款而丧失抵押品赎回权的案例将达到130亿美元，直接涉及的房产价值超过710亿美元，而导致周边房屋贬值一类的间接损失也将达到320亿美元。希勒教授再次成为华尔街的精神教父。

联想到中国经济的现状，我们在希勒教授和中国人民大学的梁晶教授的大力支持下，开始尝试进行《非理性繁荣》（第二版）的翻译工作，希望能够使更多的中国读者分享到这位世界著名行为金融学家与众不同而又令人信服的独特见解。

我们希望《非理性繁荣》（第二版）对中国经济的发展有所启迪，更希望中国的经济理性繁荣，一路走好！

本书的翻译工作得到了国家自然科学基金（70671053）、教育部“新世纪优秀人才支持计划”及“2005年科技技术研究重点项目（105080）”，以及教育部创新基地“南京大学经济转型与发展研究中心”子课题“行为金融学及其应用”的支持，在此，译者表示深深的感谢！同时，还要再次感谢梁晶教授的大力支持！感谢本书第一版的译者！



虽然译者和校者尽了很大的努力，但是由于种种原因，译文中可能还存在着一些未尽人意甚至错漏之处，对此我一直心怀不安和歉疚，真诚地希望读者批评指正。

李心丹

2007年10月

## 序 言

罗伯特·希勒

《非理性繁荣》的第一版，正如我在该版序言中所说的，研究的是在新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，该书涉及的主题更广。他们是正确的：实际上，该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。

在我写作本书第一版的过程中，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的很多国家。股票指数持续大幅上涨了这么多年，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，然而本书第一版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，并准备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。

至今我仍然记忆犹新，在2000年的推广新书之旅中，我所见识到的投资者所犯下的种种认知错误。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，并且也必将继续走强。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？还记得我曾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，一家大型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的过程中表现出的兴奋，但他们告诉我并不完全相信我的观点。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市场一样，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，那位妻子告诉我她负责家庭的投资理财，在20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者带来了深刻的心理变化，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摆正心态。

股票市场尚未到达历史低点：股票的市盈率（在我写作本书的时候），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于我们身边。

从一个更广的角度来看，这本书从2000年第一版开始，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运行。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从众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，它已扩展到人类的错误判断如何相互传染这一问题上，由于过度自信、对细节缺乏关注、对他人的判断过分依赖，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，我在第二版中作了相当的修正，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。最新的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2章就是关于20世纪90年代末以来，许多国家都经历的房地产泡沫，且对这一现象的深入探讨贯穿全书。《非理性繁荣》第一版问世后的五年来，我一直在思考书中所涉及的一些问题，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，无论是在股票市场，还是在房地产市场中，过度自信依然大量存在，并由此引发了不稳定性。大涨必定导致大跌，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，泡沫崩溃所蕴涵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。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。

20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，使得许多人作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20世纪90年代，随着股市的繁荣，投资者资本收益更高，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，政府支出却难以削减，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%。

20世纪90年代末经济泡沫的另一后果是房地产市场的价格暴涨。在许

多国家，房价上涨始于1997年或1998年，进入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，我们还没有看到这些价格上涨的全部后果。

投机性不稳定对世界经济的影响越来越大，我们也越来越关注不可预知的资本市场。这不是说股票市场正在变得更加不稳定，也不是说股票市场的长期发展趋势是波动性加大，而是说参与的投资者越来越多，投机市场的范围和交易风险正在扩展。无论是在发达国家，还是新兴市场国家，每年都有很多电子化的交易市场诞生，参与者在不断增加，风险也在不断积聚。

人们日益担心生计对于财富的依赖性，而财富对于市场波动相当敏感。因此，人们愈加关注市场的变动。越来越多的人意识到资产价格变动对实际生活产生的重要影响，意识到必须保卫私有财产，但他们也怀疑公共机构能否提供有效的帮助。人们清楚地认识到资本是无情的。

现有的经济体系被称之为“业主社会”（ownership society），布什总统也很喜欢用这个词。每个人都是自己未来的主人，从多种意义上说作为一个财产所有者，每个人都必须为将来作打算。“业主社会”确实能在一定程度上起到促进经济发展的目的，但是就其本质而言，结果很可能恰恰相反，在奇特和反复无常的人类心理的作用下，它带来的将是大量投机风险的积聚，对此我们必须加以控制。

我无法预知未来，也无法准确预测市场的涨跌起落，但我可以肯定，尽管自2000年来投资者对资本市场的信心有所降低，但依然过大，过分相信投资终有回报，而且没有采取必要的措施防范可能出现的投资风险。

### ●本书的结构安排

首先，本书对股票市场和房地产市场的发展历程进行了回顾，以帮助读者了解股市和房地产市场的近期波动，全面看待市场发展趋势。第1章介绍了股票市场的涨跌起落，与此相对应，新增的第2章介绍了房地产市场的盛衰沉浮。

第一篇深入研究了导致市场泡沫的结构因素。第3章探讨了导致市场急剧波动的因素，如政治、技术和人口变化。尽管考虑了房地产市场的情况，和第一版相比，12个影响因素仍然变动不大。第4章指出，因为某些特定的、具有一定滞后性的放大机制，上述影响因素和市场变动的关系还不十

分清楚。当某些事件被当做利好时，放大机制可以随着时间的推移增强市场的信心，尽管此时价格已经很高了。价格上涨被进一步推进，影响因素的作用被放大，投机泡沫开始膨胀。当某些事件被看做利空时，起初的价格下跌推动进一步的价格下跌，放大机制的作用方向相反。

第二篇对强化投机性泡沫的文化因素进行了深入研究。第5章关注的是新闻媒体的重要作用，新闻媒体常常夸大那些在投资者中反响强烈的事件，而不管它到底是否真实可靠。第6章分析了在股票市场和房地产市场广为流行的新时代理论（new era theories），该理论源于市场自身的活动，而不是客观的分析。第7章回顾了半个世纪以来最主要的几次牛市，新时代理论与它们密切相关。

第三篇着重分析了市场行为背后的心理因素。第8章指出由于经济和金融理论没有能够很好地定义资产的内在价值，公众难以准确加以估值，往往只能主观地从心理上进行衡量。第9章借鉴社会心理学和社会学的重要研究成果，帮助我们理解为什么那么多人会同时改变判断。

第四篇介绍了学术界对市场泡沫给出的一些理性解释。第10章关注的是有效市场理论。第11章探讨了在市场出现泡沫时经常提及的理论，即公众对市场的认识还处于初级阶段，他们的认识有对有错。

第五篇，即第12章，探讨了投机性泡沫对个人投资者、机构投资者和政府的影响。在目前这种脆弱的阶段，本书有针对性地提出了一些政策建议，以期改变目前的政策，纠正股票市场和房地产市场存在的泡沫，同时帮助个人投资者降低风险，有效应对泡沫破灭的巨大风险。

此外，我创立了网站 [irrationalexuberance.com](http://irrationalexuberance.com)，将继续关注本书探讨的一些话题，并对书中的数据和图表作出定期更新。

## 目 录

<b>第 1 章 股市价格水平的历史回顾</b> .....	1
市盈率 .....	4
其他高市盈率的时期 .....	6
利率 .....	7
对非理性繁荣的忧虑 .....	8
<b>第 2 章 房地产市场的历史回顾</b> .....	12
住房价格的长期走势 .....	13
实际住房价格长期上升趋势的缺失 .....	20
实际住房价格没有强劲的迅速上升趋势的原因 .....	22
当时和现在的非理性繁荣 .....	25
研究路径 .....	26

## 第一篇 结构因素

<b>第 3 章 诱发因素：市场经济的疾速发展、互联网以及其他事件</b> .....	35
促使市场泡沫产生的 12 个因素 .....	37
市场经济的疾速发展与业主社会 .....	37
政治和文化的变迁促进了商业的成功 .....	39

新的信息技术 .....	41
支持性货币政策与格林斯潘对策 .....	43
生育高峰及其对市场的显著影响 .....	44
媒体对财经新闻的大量报道 .....	46
分析师愈益乐观的预测 .....	48
固定缴费养老金计划的推广 .....	50
共同基金的增长 .....	52
通货膨胀回落及货币幻觉的影响 .....	53
交易额的增加: 贴现经纪人、当天交易者及 24 小时交易 .....	54
赌博机会的增加 .....	55
小结 .....	57
<b>第 4 章 放大机制: 自然形成的蓬齐过程 .....</b>	<b>64</b>
投资者信心的变化 .....	64
对投资者信心的反思 .....	67
关于预期的例证 .....	70
对投资者期望和情绪的反思 .....	72
公众对市场的关注 .....	74
投机性泡沫的反馈环理论 .....	76
投资者对反馈和泡沫的理解 .....	78
作为反馈模式和投机性泡沫的蓬齐骗局 .....	80
欺骗、操纵和善意的谎言 .....	82
自然形成的蓬齐过程所引起的投机性泡沫 .....	84
证券市场与房地产市场中的反馈与交叉反馈 .....	84
当今的非理性繁荣和反馈环 .....	86

## 第二篇 文化因素

<b>第 5 章 新闻媒体 .....</b>	<b>93</b>
媒体在股市变化中发挥的铺垫作用 .....	93
媒体讨论的形成 .....	94
对市场前景的报道 .....	95

过量的纪录 .....	96
重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗? .....	96
尾随新闻 .....	97
重大价格变化日无新闻 .....	98
新闻是注意力连锁反应的诱因 .....	99
1929 年崩盘时的新闻 .....	101
1987 年崩盘时的新闻 .....	105
全球的媒体文化 .....	110
新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用 .....	111
<b>第 6 章 新时代的经济思想 .....</b>	<b>115</b>
1901 年的乐观主义: 20 世纪的顶峰 .....	118
20 世纪 20 年代的乐观主义 .....	121
20 世纪 50 年代和 60 年代的新时代思想 .....	124
20 世纪 90 年代牛市中的新时代思想 .....	127
房地产市场繁荣中的新时代思想 .....	129
新时代的终结 .....	134
<b>第 7 章 新时代与全球泡沫 .....</b>	<b>143</b>
近期内最重大的股市事件 .....	143
与最大的价格变动相关的事件 .....	147
新时代的终结和金融危机 .....	152
上涨(下跌)的通常会下跌(上涨) .....	154

### 第三篇 心理因素

<b>第 8 章 股市的心理定位 .....</b>	<b>159</b>
股市的数量定位 .....	160
股市的道德定位 .....	161
过度自信和直觉判断 .....	163
定位的脆弱性: 考虑未来决定的困难 .....	166

<b>第 9 章 从众行为和思想传染</b> .....	170
社会影响与信息 .....	170
从众行为的经济理论和信息层叠 .....	172
人类信息的处理与口头传播 .....	173
面对面交流和媒体传播 .....	174
用于口头传播方式的传播模型 .....	177
人们心中矛盾观点的汇集 .....	182
基于社会的注意力变化 .....	183
人们无法对注意力变化作出解释 .....	184
现在的情况 .....	185

#### 第四篇 理性繁荣的尝试

<b>第 10 章 有效市场、随机游走和泡沫</b> .....	191
有效市场和价格随机游走的基本论证 .....	191
关于精明投资者的思考 .....	193
“明显”错误定价的例子 .....	195
卖空限制和“明显”错误定价的持续 .....	196
错误定价的统计论证 .....	197
收益变化和价格变化 .....	198
市盈率和长期收益之间的历史联系 .....	199
股息变动和价格变动 .....	201
过度波动和总体情况 .....	202
<b>第 11 章 投资者学习和忘却</b> .....	213
对风险的“学习” .....	213
“股票优于债券理论”在投资文化中的角色 .....	216
对共同基金、分散化投资以及长期持有的了解 .....	217
已知的和未知的 .....	220



## 第五篇 采取行动

<b>第 12 章 自由市场中的投机风险</b> .....	225
道德规范和职业标准 .....	228
可能出现的因素 .....	230
公平与怨恨 .....	231
承担共同的责任 .....	232
投资者现在该何去何从? .....	233
投资多元化 .....	235
制定有效的计划以增加储蓄 .....	235
退休方案 .....	237
改进社会保障制度 .....	239
运用温和货币政策抑制投机性泡沫 .....	241
舆论领导者的稳定权威 .....	241
鼓励建设性的交易 .....	242
帮助公众去对冲风险 .....	245
结论：真正的价值和真实的未来 .....	246
 参考文献 .....	 250
索引 .....	275



## 图表目录

图 1.1: 股价及收益率图, 1871—2004 年 .....	3
图 1.2: 10 国股价走势, 1995 年 1 月—2004 年 6 月 .....	4
图 1.3: 股票市盈率与利率曲线图, 1881—2004 年 .....	5
图 2.1: 美国住房价格、建筑成本、人口和利率走势, 1890—2004 年 ..	14
图 2.2: 样本城市住房价格季度数据, 1983—2004 年 .....	18
图 2.3: 世界各地城市住房价格的季度数据, 1983—2004 年 .....	19
图 4.1: 估值信心指数 .....	79
表 7.1: 近期 1 年内涨幅最大的股票实际价格指数 .....	144
表 7.2: 近期 1 年内跌幅最大的股票实际价格指数 .....	145
表 7.3: 近期 5 年内涨幅最大的股票实际价格指数 .....	146
表 7.4: 近期 5 年内跌幅最大的股票实际价格指数 .....	148
图 10.1: 市盈率对 10 年收益率的预测 .....	199
图 10.2: 股票价格和股息现值 .....	204