


[美] 罗伯特·J·希勒 著
Robert J. Shiller

非理性

Irrational Exuberance

繁荣

 中国人民大学出版社


梁晶工作室
LIANGJING PRACTICE & STUDIO

非理性

繁荣






[美] 罗伯特·J·希勒 著
Robert J. Shiller

廖理 / 施红敏 译 廖理 / 陈国昌 校

非理性

Irrational Exuberance

繁荣

 中国人民大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

非理性繁荣/[美]希勒著;廖理等译

北京:中国人民大学出版社,2000

ISBN 7-300-03610-4/F·1086

I. 非...

II. ①希...②廖...

III. 股票-证券市场-研究

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 49870 号

非理性繁荣

[美] 罗伯特·J·希勒 著

廖理 施红敏 译

廖理 陈国昌 校

出版发行:中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部:62515351 门市部:62514148

总编室:62511242 出版部:62511239

E-mail:rendafx@public3.bta.net.cn

经 销:新华书店

印 刷:涿州市星河印刷厂

开本:787×980 毫米 1/16 印张:18.5 插页 2

2001 年 4 月第 1 版 2001 年 4 月第 1 次印刷

字数:256 000

定价:30.00 元

(图书出现印装问题,本社负责调换)



序 言

本书是根据许多公开发表的研究报告和历史事实,对当今股市空前繁荣现象所做的全面研究。尽管本书是以目前的市场情况为基本出发点的,但它把这一市场情况仅仅作为整个股市繁荣现象的一部分来进行研究。同时,本书也就针对这些繁荣现象的政策调整问题提出了具体建议。

鉴于目前对股市的看法有着根本性的分歧,且这些分歧广泛存在,因而出版此类书籍显得十分迫切。一般来说,在基本问题上意见相左,往往是因为人们只掌握了局部情况。只有摆出全部事实才有可能达成一致意见,而且这种一致才有意义。因此,和一般股市分析书籍相比,本书力图提供更全面、更广泛的信息,并且将这些信息综合起来,为当前的股市绘制一幅详尽的图画。

为什么处于千年之交的美国股市会达到这么高的水平?哪些变化因素导致了股价如此飞涨?这些变



化对新千年伊始的股市前景会有哪些影响?即使存在回调的可能,那些保持股市的现有高位甚或再创新高的重要基本面因素仍然威力无比吗?或者,股市的高涨只是非理性繁荣而已?投资者的美好愿望是否掩盖了事情的真相呢?

以上这些问题无论对企业还是公共部门都是同样重要和关键的。如何评价当前和未来的股市关系到主要经济和社会政策的制定,而这些决策不仅仅影响到投资者,还包括全社会乃至整个世界。如果对当前和未来的股市价值评价过高,那么全社会会过多地对企业建设和扩张进行投资,而忽视对基础设施、教育以及其他形式人力资源的投资。如果我们认为股市被高估了,那么我们会满足于投资养老金计划、维持目前的储蓄利率、立法完善社会保障制度以及其他形式的社会保险,也就不会利用各种财政手段去寻找新的方法,以化解我们面临的真正风险——对家庭、城市和生活环境的风险。

为了回答以上有关当前股市的问题,本书从许多不同的甚至是与股市关系甚远的领域搜集了大量信息。许多市场研究人员往往会忽视从这些领域获得的认识,但事实证明,这些认识对于研究股市历史中的相似时期以及世界上的其他股市都十分关键。这些领域包括经济学、心理学、人口统计学、社会学以及历史学。除了较传统的金融分析方式外,我们还从中获得了一些对当今问题的深刻有效的认识,其中许多事例是从当前新兴的行为金融学中获得的。随着时间的推移,行为金融学似乎再也不是金融学的一个微不足道的分支,而渐渐成为严肃金融理论的中心支柱。

我对这些领域研究者的重要观点进行了整理。总的来说,他们认为当今股市显示出一个典型特点,即投机性泡沫:暂时的高价得以维持主要是由于投资者的热情而不是与实际价值相一致的预测。在这种情况下,尽管市场可能维持高位甚至大幅攀升,但在未来十年或二十年里,股市的总体前景将会非常惨淡,甚至十分危险。

在此,我无意提出一个全新的金融市场行为的概念。本书并非一本经济学理论或数量经济学著作,虽然这两个方面在书中都有所涉及。事实上,本书尝试着对当今股市的复杂本质进行分析,并由此考察股市是



否依照我们的预期和模式发展。通过搜集无论是经济方面还是其他方面与股市状况密切相关的事实，我希望能够有助于立法者和经济领导人修正正在走的危险的决策之道。明显的事实表明，价格水平绝不是像如今人们广泛认为的那样仅仅是唾手可得的经济信息的总和。因此，我希望金融学者能够根据上述事实检验其金融理论，并使其有所发展。

在过去的一代人里，似乎有这么一种观点，认为人人都是既理性又精明的。由该观点得出的金融理论如今已经成为指导我们认识股市最有影响力的分析工具。这些认为市场价格能够准确有效地反映金融信息的理论家，对于系统管理世界财富有着深远的影响，对一般股票经纪人或美联储都是如此。然而，这些金融学者和经济学家大都回避在公众场合谈论股市水平问题（尽管他们在吃午饭或者喝啤酒时常常会漏嘴发表一下观点），这是因为他们不敢在公开场合说一些无法证明的话。这些金融学者和经济学家常用学者的“漠然”为自己开脱，而为了证实自己拥有专家地位，他们不得不重提市场有效性这一简单而迷人的模型。

可是，过多地依赖这些原始的模型并把它们作为政策讨论的基础是十分冒险的行为，因为这些模型只适用于那些能够用精确的科学方法解决的问题。如果过多地苛求精确，就有可能因过于狭隘而出现离题的危险。本书列举的事实表明了，当今股市的现实决不是用于临床研究的试管。如果金融理论因其有用才得以发展，那么所有的经济学家最终都将不得不设法对付股市现实中这些更糟糕的方面。与此同时，参与公开辩论和经济政策制定的经济学家也必须尽早地解决市场因素的混乱局面。

数以千万计的股票投资者在投资时似乎都认为股价只会按目前的速度上涨，作为当今投资文化的后果之一，这是始料不及的。尽管从许多方面来看，股市已经达到了前所未有的高度，但投资者仍不断扩大投资，似乎股市怎么升也不算太高，即使下跌也会很快得到支撑。为什么会这样呢？很明显，他们的逻辑就是“搭便车理论”：既然上百万研究人员和投资者都在研究股价并且对其表现价格予以了肯定，那么还有必要浪费时间试图找出合理价格吗？因此，人人都认为，其他细心的投资



者已经仔细研究过股价了,所以干脆学他们的:买进!

然而,大多数投资者并不知道,股市研究的质量极缺可信度;而在民众中流传的研究结果,其透明度和准确性就更值得怀疑了。这种所谓的研究看来并不比有关茶叶的研究文章严密多少,认为道琼斯指数会升到 36 000 点或 40 000 点甚至 100 000 点的论断不得不让人怀疑。当然,的确有某些研究人员对市场的前景在进行比较现实的思考并且对股市未来有了更为清醒的认识,但这些都未能成为头条新闻进而左右大众的态度。

相反,从头条新闻就可以看出,新闻媒体一向重视琐碎的传闻以及“名人”对股市价格水平的看法。同作者一样,新闻报道在竞争压力下,为了争取读者、听众和观众,趋于表面化,使得有关股市的基本谬论有机可乘。新闻报道里已经开始出现那种所谓的“传统智慧”即鼓吹股票具有近乎永恒的持续性的观点。人们已经学会了接受这一传统的而在我看来很肤浅的智慧。对于那些在媒体发表观点的华尔街专业人士,说句公道话,他们很难纠正这种传统智慧,因为他们为荐股文章和喧嚣声所困惑。这时特别需要有人写书拨乱反正,因而本书应运而生。

正如前面提到的,“传统智慧”者认为,股市从整体上说一直是最佳投资场所,而且将永远如此,甚至在用历史标准衡量股市价格过高时也不例外。越来越多的退休基金管理人投身股市,用全部退休金买股票的投资策略得到青睐。他们凭冲动买进。一些公司似乎总有卖不完的股票,正好利用了这种盲目投资的态度。“您想要股票吗?我们可以卖给您。”

大多数投资者同时也认为,股市似乎是靠一种自然力量推动的。他们还没有完全意识到,投资者作为一个整体才是决定股市水平的因素。他们不了解其他投资者的想法和自己的想法何其相似!许多个人投资者认为,股市是由那些机构大户操纵的,而这些精明的大户们肯定掌握了不少深奥的知识和高深莫测的价格分析理论。他们一点也不知道,其实大部分机构投资者对市场所处的水平也同样摸不着头脑。简而言之,当前的股价水平在某种程度上是由自我满足的市场预测引起的。这种自我满足的预测是以大小投资者相似的预感为基础的。新闻媒体因为常常乐于支持产生于投资者的“传统智慧”而扩大了这种预测的



影响。

1999年3月，道琼斯工业平均指数第一次冲破10 000点大关时，美林股票在报纸上推出一页整版广告，上面的标题写着：“即使那些像我们一样严格遵守长线投资策略的人也会禁不住大吃一惊，为此大喝一声‘哇’”。该版左下角的股票曲线图是以10 000点结束的，旁边标着这样几个字：“人类的功绩”。如果连这也算得上值得庆贺的功绩，那么是不是就连员工向上级递交了一份辉煌的自我鉴定报告，也值得向他表示庆贺了？

目前，股市所呈现的即使不是非理性繁荣，也至少是人们对股市的过高预期。人们对股市持乐观态度，而对它的另一面以及其不良后果缺乏清醒的认识。如果道琼斯指数真的跌至6 000点，其损失可能相当于美国整个房地产股票的总价值，必然会对个人以及养老基金、大学捐款和慈善机构产生各种严重的不利影响。

正如作为个人，我们有必要知道自己银行账户上的存款数目，我们也有必要弄清楚股市今天、明天或者任何一天的价格水平是否灵敏地反映了经济现实。这一评估关系着未来的衣食住行，也影响着现在的每项支出决定。我们必须对影响股市长远趋势的因素作一个更好的了解——而本书的意图正是在于帮助人们了解这些因素。

● 本书概要

第一章从历史角度考察了股市状况。第一篇主要讨论一些引发性事件，例如技术和人口统计学这些虽然与股市没有直接关系但同样影响股市行为的因素，其中还涉及了使这些引发因素对市场产生更为巨大影响的一些放大机制。尽管股价已经达到了相当高的水平，这些放大机制仍可以通过加强市场信心使价格变化引起进一步的波动，从而产生投机性泡沫。

第二篇主要介绍了进一步加强投机性泡沫结构的文化因素，包括经济已经跨入了一个“新时代”，因而不再受负面因素影响等被媒体夸大的新闻报道。本篇列举了外国股市的大量例子和20世纪前几次股



市到达顶峰时出现的类似“新时代”的历史实例。

第三篇主要讨论我们搜集到的一些有关心理依托和从众行为的实例,用以进一步剖析投机性泡沫。

第四篇调查分析了学术界和流行人物那些试图对当前的市场水平作出合理解释的人的动机。这些人是通过引入诸如有效市场理论和有关市场行为某些“事实”的“学习”来这样做的。

第五篇主要调查分析当前的投机性泡沫对个人和机构投资者以及政府的影响,同时提出了一些急需修改的政策建议,也提出了一些办法以便个人投资者可以减轻泡沫破灭带来的危害。



致 谢

虽然哲里米·西格尔很明显对我的所有观点都持不同意见，但他还是热情地鼓励我把想法写进书中，他算得上本书真正的发起者。哲里米与我是世交，我们两家定期地一同外出度假。我们在海滩散步或是看孩子们钓鱼的时候，也是我向他学习理财绝招的好时机。

我以前的学生约翰·康普贝尔多年来一直是我最亲密的朋友。我们共同撰写了十几篇有关金融市场的学术论文，他为本书的问世提出了许多有建设性的想法。我在金融市场波动性方面的研究工作在他的合作下得以完善并取得重要进展。他还对本书提出了许多有益的建议并对初稿提出了宝贵的意见。

本书编辑、普林斯顿大学出版社的彼得·道夫特帮助修改了本书的基本框架，对本书的出版起了极其重要的作用。他是个很棒的同事，甚至可以说是



本书的合著者。而普林斯顿编辑协会的彼得·斯德卢普则实在是一个不可多得的责任编辑。

我很庆幸在著书过程中能得到许多优秀研究助理的帮助。彼得·范伯里兹奥挖掘了许多相关历史事件的真相；侯园锋（音）对数据作了细致的分析；路易斯·曼西拉很擅长寻找事实；而史蒂文·泊里扎克则贡献了许多重要的想法。

同时我还要感谢许多朋友和同事，他们对本书的初稿提出了各种意见，他们是：史坦番农·阿瑟娜绥里斯、约翰·吉纳可普罗斯、威廉·可尼革博格、史蒂芬·莫里斯、沙伦·奥斯特、杰·里特、马丁·舒别克以及詹姆斯·托宾。

耶鲁大学的考勒斯经济研究基金会的同事们唐纳德·布朗、斯蒂法·克里格以及威廉·诺德豪斯也给予了我极大的帮助。借此机会我还要感谢我们的创始人奥尔福瑞德·考勒斯三世。他是 20 世纪初期的投资管理者，数量经济学的奠基人，本书中 1926 年以前的股息及收益数据都是由他整理列表的。

耶鲁国际金融中心的主席威廉·果兹曼及其他同事陈志芜（音）、罗格·艾伯特索、艾欧·威尔士和杰弗里·瓦格拉给予了我极大的帮助，在此一并表示感谢。罗格最新发表了题为“道指 10 000”的演讲，勾画了股市辉煌的明天。他一直都很乐意对我的想法提出批评。

同时感谢凯斯·希勒·威斯公司的主席阿兰·威斯以及卡尔·凯斯、尼尔·克里纳斯瓦密和特里·罗伯斯对我的支持。他们组成小组试图将我书中提到的对社会风险管理机构的改革意见付诸实践。

我要感谢鲁塞尔·塞格基金会的资助和理查德·沙勒十年来在国家经济研究局多次组织的行为金融学研讨会。行为金融学指的是在金融市场研究中将涉及人类心理学和社会学的具体行为考虑在内的研究。行为金融学是一门新兴的学科，但它已经开始在大学的金融系中占据越来越重要的地位，而这一领域中的许多学者的研究工作使本书受益极大。

美国国家科学基金为我在金融市场方面的基础研究提供了大部分资金，二十多年来一直支持我的工作，使我免受经济压力，得以潜心



研究。

我还要感谢与我一同讨论的布雷德·巴博、斯格特·鲍尔曼、大卫·克兰德、雷·费尔、彼得·嘎博、杰弗里·嘎顿、特里弗·格林汉姆、斯蒂法·克里格、里凯·莱姆、裴诺特·马塞罗、逖芬·莫里斯、威廉·诺德豪斯、约翰·雷、柯林·罗伯逊以及马克·沃沙斯基，同时还要感谢我的助手卡罗尔·科普兰德和打字员格里娜·阿姆斯的帮助。另外，大阪大学的吉郎筒井和日本证券研究所的文博今野在过去的12年内协助我在日本和美国就投资者态度进行问卷调查研究，在此表示感谢。当然我也要感谢那些抽空填写调查问卷的不计其数的投资者们。

我由衷地感谢我的妻子弗吉尼亚·希勒。作为一名心理医生，是她调动了我对心理学的兴趣并使我了解到心理学对经济学的重要影响。她非常仔细地通读了全书并提出了批评意见，并且在全书的措辞用句方面给予了极大帮助。另外，这么多年来在我夜以继日地工作研究时，是她操持家务，给了我莫大的支持。



目 录

第一章

股市价格水平的历史回顾	1
● 市场高位	2
● 数据考察	3
● 相对于收益的价格	4
● 其他相对于收益的高价时期	6
● 市盈率与随后的长期收益率的历史关系	7
● 对非理性繁荣的忧虑	10

第一篇 结构性因素

第二章

催化因素：互联网、生育高峰等	13
● 在收益稳定增长时期到来的互联网	15
● 胜利主义和外国经济对手的衰落	16
● 赞美经营成功或其形象的文化变革	17



● 共和党国会及资本收益税的削减	19
● 生育高峰及其对市场的显著影响	20
● 媒体对财经新闻的大量报道	22
● 分析师愈益乐观的预测	23
● 规定缴费养老金方案的推广	25
● 共同基金的发展	27
● 通货膨胀回落及“货币幻觉”的影响	29
● 交易额的增加：折扣经纪人，当天交易者 及 24 小时交易	31
● 赌博机会的增加	32
● 小结	34

第三章

放大机制：自发形成的庞氏骗局	35
● 投资者的高度信心	36
● 对投资者信心的反思	38
● 高市值情况下预期不减的例证	42
● 对投资者期望和情绪的反思	44
● 公众对市场的关注	46
● 投机性泡沫的反馈理论	48
● 投资者对反馈和泡沫的理解	50
● 作为反馈模式和投机性泡沫的庞氏骗局	51
● 自发庞氏骗局引起的投机性泡沫	54
● 当今的非理性繁荣和反馈环	55

第二篇 文化性因素

第四章

新闻媒体	59
● 媒体在决定市场变化阶段中的作用	60



●媒体讨论的形成	60
●对市场前景的报道	61
●创纪录过量	62
●重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗?	63
●尾随新闻	64
●重大价格变化日无新闻	65
●新闻是注意力连锁反应的诱因	66
●1929年崩盘时的新闻	69
●1987年崩盘时的新闻	73
●新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用	79

第五章

新时代的经济思想	80
●1901年的乐观主义：20世纪的顶峰	83
●20世纪20年代的乐观主义	86
●50年代和60年代的新时代思想	89
●90年代牛市中的新时代思想	93
●新时代的终结	95

第六章

新时代和全球泡沫	99
●近期内最重大的股市事件	100
●与最大的价格变动相关的事件	104
●新时代的终结和金融危机	108
●上涨(下跌)的通常会下跌(上涨)	110

第三篇 心理性因素

第七章

股市的心理依托	115
---------	-----



● 股市的数量依托	116
● 股市的道德依托	118
● 信心过度和直觉判断	120
● 依托的脆弱性：考虑未来决定的困难	123

第八章

从众行为和思想影响	126
● 社会影响与信息	127
● 从众行为的经济理论和信息层叠	129
● 人类信息的处理与口头传播	130
● 面对面交流和媒体传播	131
● 用于口头传播方式的传播模型	134
● 人们心中矛盾观点的汇集	138
● 基于社会的注意力变动	139
● 人们无法对注意力变化做出解释	140
● 现在的故事	142

第四篇 理性繁荣的尝试

第九章

有效市场、随机游走和经济泡沫	145
● 金融市场有效理论和价格随机游走的基本论证	146
● 关于精明投资者的思考	147
● “明显”错误估价的例子	149
● 对明显错误估价的实例提出质疑	150
● 错误估价的数据论证	152
● 收益变化和价格变化	153
● 股息变化和价格变化	154
● 过度波动和总体情况	155
● 最新统计曲线	160