

[美] 罗伯特·J·希勒 著  
Robert J. Shiller

# 非理性繁荣

Irrational Exuberance

3

1

2

新金融系列



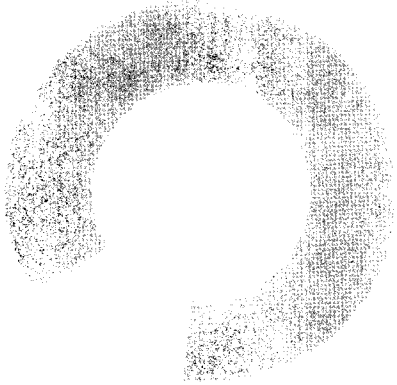
中国人民大学出版社




Irrational Exuberance

**非理性繁荣**

[美] 罗伯特·J·希勒 / 著  
Robert J. Shiller  
廖理 范文仲 夏乐 / 译



 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,2004  
(新金融系列)

ISBN 7-300-03610-4/F·1086

- I. 非…  
II. ①希…②廖…  
III. 股票-资本市场-研究-美国  
IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 111199 号

新金融系列

非理性繁荣

[美] 罗伯特·J·希勒 著  
廖理 范文仲 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)		010-62511239 (出版部)
	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	三河市新世纪印务有限公司		
开 本	787×1092 毫米 1/16	版 次	2004 年 11 月第 1 版
印 张	20.75 插页 1	印 次	2004 年 11 月第 1 次印刷
字 数	286 000	定 价	29.00 元

---

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

## 序言

本书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的现象进行了全面研究。尽管本书是以目前的市场情况为基本出发点，但它把这一市场情况放在整个股市繁荣现象的背景下来进行研究。同时，本书讨论了针对各种繁荣现象如何进行政策调整，并且提出了具体建议。

鉴于目前人们对股市的看法有着根本性的分歧，并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，人们在基本问题上意见相左，往往是因为他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，和一般的股市分析书籍相比，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？那些使得股市保持现有高位的基本面因素还会进一步发挥作用，从而把股市推向新高吗？或者，股市的高涨是否仅为非理性繁荣呢？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对公共部门来说，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，那么全社会就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，而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——对涉及家庭、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（behavioral finance）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。

xiii 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。通过搜集与股市状况密切相关的事实（这些事实既包括经济方面，也包括其他方面），我希望能够有助于立法者和经济领导人修正当前的某些决策，这些决策是非常危险的。事实表明，股票的价格水平绝不像如今人们广泛认为的那样，反映着交易者可以得到的经济信息的总和。因此，我希望金融学者能够根据上述事实检验各种金融理论，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。这种观点的影响是巨大的，由它得出的金融理论如今已经成为指导我们认识股市最有力的分析工具。那些认为市场价格能够准确有效地反映金融信息的理论家，对系统管理世界财富有着深远的影响，从一般股票经纪人到美联储都受了他们的影响。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说漏嘴发表一下观点），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，当今股市的现实绝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现实中股市的糟糕方面。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找到导致市场混乱的原因。

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

xiv

价格予以了肯定，那么自己还有必要浪费时间去找出合理价格吗？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，股市研究的质量非常缺乏可信度；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的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。同作家一样，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它，而在我看来它是很肤浅的东西。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，因为他们被那些推荐股票的文章和喧嚷声所困惑。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，尽管用历史标准衡量我们会发现股市价格过高。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。“您想买股票吗？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，美林证券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，为此大喊一声‘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？作为个人，我们有必要知道自己银行账户上的存款数目，同样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，本书的意图正是在于帮助人们了解这些因素。

xvi

### ●本书概要

第1章从历史角度考察了股市状况。第一篇主要讨论一些诱发事件，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诱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解释当前的市场水平的动机。这些人通常会大谈有效市场理论以及“学习理论”，来证明目



xvii 前的市场价格水平是合理的。

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，同时提出了一些对政策的修改建议，也提出了一些办法供个人投资者选择，帮助他们减轻泡沫破灭所带来的危害。

## 致 谢 xiv

虽然杰里米·西格尔 (Jeremy Siegel) 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自己的想法写进书中,因此他算得上本书真正的发起者。杰里米与我是世交,我们两家定期一同外出度假。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·坎贝尔 (John Campbell) 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 (Princeton University Press) 的彼得·多尔蒂 (Peter Dougherty) 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 (Princeton Editorial Associates) 的彼得·施特鲁普 (Peter Strupp) 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 (Peter Fabrizio) 挖掘了许多相关历史事件的真相；侯远锋 (Yuanfeng Hou) 对数据做了细致的分析；路易斯·曼西拉 (Luis Mancilla) 很擅长寻找事实；而史蒂文·帕里扎克 (Steven Pawliczek) 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：斯特凡诺·阿瑟纳索利斯 (Stefano Athanassoulis)、约翰·吉纳科普罗斯 (John Geanakoplos)、威廉·科尼哥博格 (William Konigsberg)、斯蒂芬·莫里斯 (Stephen Morris)、沙朗·奥斯特 (Sharon Oster)、杰伊·里特 (Jay Ritter)、马丁·舒别克 (Martin Shubik) 以及詹姆斯·托宾 (James Tobin)。

耶鲁大学的考勒斯经济研究基金会 (Cowles Foundation for Research in Economics) 的同事们唐纳德·布朗 (Donald Brown)、史蒂文·克里格 (Steven Krieger) 以及威廉·诺德豪斯 (William Nordhaus) 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 (Alfred Cowles III)。他是 20 世纪初期的投资管理专家，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·格策曼 (William Goetzmann) 及其他同事陈志武 (Zhiwu Chen)、罗杰·伊博森 (Roger Ibbotson)、伊沃·韦尔奇 (Ivo Welch) 和杰弗里·伍格勒 (Jeffrey Wurgler) 给予了我极大的帮助，在此一并表示感谢。罗杰最新发表了题为“道指 10 000”的演讲，描绘了股市辉煌的明天。他一直都很乐意对我的想法提出批评。

同时感谢凯斯·希勒·韦思公司 (Case Shiller Weiss) 的主席艾伦·韦思 (Allan Weiss) 以及卡尔·凯斯 (Karl Case)、尼尔·克里希纳斯瓦米 (Neel Krishnaswami) 和特里·罗伯斯 (Terry Loeb) 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 (Russell Sage Foundation) 的资助和理查德·塞勒 (Richard Thaler) 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 (U. S. National Science Foundation) 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。

xvi

我还要感谢与我一同讨论的布拉德·巴伯 (Brad Barber)、斯科特·布尔曼 (Scott Boorman)、戴维·科兰德 (David Colander)、雷·费尔 (Ray Fair)、彼得·加伯 (Peter Garber)、杰弗里·加腾 (Jeffrey Garten)、特雷弗·格里特汉姆 (Trevor Greetham)、斯蒂芬·克里格 (Stefan Krieger)、里凯·拉姆 (Ricky Lam)、裴诺特·马塞罗 (Benoit Mercereau)、斯蒂芬·莫里斯 (Stephen Morris)、威廉·诺德豪斯 (William Nordhaus)、约翰·雷 (John Ray)、科林·罗伯逊 (Colin Robertson) 以及马克·沃肖斯基 (Mark Warshawsky)，同时还要感谢我的助手卡罗尔·科普兰德 (Carol Copeland) 和打字员格里娜·埃姆斯 (Glena Ames) 的帮助。另外，大阪大学 (Osaka University) 的筒井吉郎 (Yoshiro Tsutsui) 和日本证券研究所 (Japanese Securities Research Institute) 的绀谷文子 (Fumiko Kon-Ya) 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 (Virginia Shiller)。作为一名心理医生，是她引发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，给予我莫大的支持。

# 目 录

<b>第 1 章 股市价格水平的历史回顾</b> .....	1
市场高位.....	2
数据考察.....	3
相对于收益的价格.....	5
其他高市盈率的时期.....	6
市盈率与随后的长期回报率的历史关系.....	8
对非理性繁荣的忧虑 .....	11

## 第一篇 结构性因素

<b>第 2 章 诱发因素：互联网、生育高峰等</b> .....	17
在企业利润稳定增长时期到来的互联网 .....	19
胜利主义和外国经济对手的衰落 .....	20
赞美经营成功或其形象的文化变革 .....	21
共和党国会及资本利得税的削减 .....	23
生育高峰及其对市场的显著影响 .....	24
媒体对财经新闻的大量报道 .....	27

分析师愈益乐观的预测 .....	28
规定缴费养老金计划的推广 .....	30
共同基金的增长 .....	32
通货膨胀回落及货币幻觉的影响 .....	34
交易额的增加：贴现经纪人、当天交易者 及 24 小时交易 .....	36
赌博机会的增加 .....	37
小结 .....	39
<b>第 3 章 放大机制：自然形成的蓬齐过程 .....</b>	<b>45</b>
投资者的高度信心 .....	45
对投资者信心的反思 .....	48
高市值情况下预期不减的例证 .....	52
对投资者期望和情绪的反思 .....	54
公众对市场的关注 .....	56
投机性泡沫的反馈理论 .....	58
投资者对反馈和泡沫的理解 .....	60
作为反馈模式和投机性泡沫的蓬齐骗局 .....	61
自然形成的蓬齐过程所引起的投机性泡沫 .....	64
当今的非理性繁荣和反馈环 .....	65

## 第二篇 文化性因素

<b>第 4 章 新闻媒体 .....</b>	<b>71</b>
媒体在为股市变化进行铺垫中发挥的作用 .....	71
媒体讨论的形成 .....	72
对市场前景的报道 .....	73
过量的记录 .....	74
重大新闻日真的伴随着重大的股价变化吗？ .....	75
尾随新闻 .....	76

重大价格变化日无新闻 .....	77
新闻是注意力连锁反应的诱因 .....	78
1929 年崩盘时的新闻 .....	81
1987 年崩盘时的新闻 .....	85
新闻媒体在宣传投机性泡沫中所起的作用 .....	91
<b>第 5 章 新时代的经济思想 .....</b>	<b>96</b>
1901 年的乐观主义：20 世纪的顶峰 .....	99
20 世纪 20 年代的乐观主义 .....	102
50 年代和 60 年代的新时代思想 .....	106
90 年代牛市中的新时代思想 .....	109
新时代的终结 .....	112
<b>第 6 章 新时代和全球泡沫 .....</b>	<b>118</b>
近期内最重大的股市事件 .....	118
与最大的价格变动相关的事件 .....	123
新时代的终结和金融危机 .....	128
上涨（下跌）的通常会下跌（上涨） .....	129

### 第三篇 心理性因素

<b>第 7 章 股市的心理定位 .....</b>	<b>137</b>
股市的数量定位 .....	138
股市的道德定位 .....	139
过度自信和直觉判断 .....	142
定位的脆弱性：考虑未来决定的困难 .....	145
<b>第 8 章 从众行为和思想传染 .....</b>	<b>150</b>
社会影响与信息 .....	150
从众行为的经济理论和信息层叠 .....	153
人类信息的处理与口头传播 .....	154

面对面交流和媒体传播	155
用于口头传播方式的传播模型	158
人们心中矛盾观点的汇集	162
基于社会的注意力变动	163
人们无法对注意力变化做出解释	165
现在的情况	166

#### 第四篇 理性繁荣的尝试

<b>第 9 章</b>	<b>有效市场、随机行走和泡沫</b>	173
	市场是有效的、价格是随机行走的基本论证	174
	关于精明投资者的思考	175
	“明显”错误定价的例子	177
	质疑明显错误定价的例子	178
	错误定价的统计论证	180
	收益变化和价格变化	181
	股息变化和价格变化	182
	过度波动和总体情况	184
	最新统计曲线	189
<b>第 10 章</b>	<b>投资者知道的和不知道的</b>	195
	对风险的“学习”	195
	“股票优于债券理论”在投资文化中的角色	199
	对共同基金、分散化投资以及长期拥有的了解	200
	知道的和不知道的	203

#### 第五篇 采取行动

<b>第 11 章</b>	<b>自由社会中的投机波动</b>	209
---------------	-------------------	-----



新千年初期股市展望 .....	210
可能出现的因素 .....	214
公平与怨恨 .....	215
承担共同的责任 .....	217
投资者现在该何去何从 .....	218
退休计划 .....	220
社会保障制度 .....	223
货币政策与投机性泡沫 .....	225
舆论领导者的稳定权威 .....	226
用中断与遏制交易来对付股市泡沫 .....	227
通过扩大和鼓励交易对付泡沫经济 .....	229
转变对于分散化投资和套期保值的传统智慧 .....	232
投机风险策略 .....	233
<b>再版后记</b> .....	239
公众仍然深信市场会上涨 .....	239
“传统智慧”总是改变得很慢 .....	242
拉尔夫·阿坎波拉预测牛市的新书 .....	245
被低估的个别股票 .....	246
保罗·萨缪尔森的观点： 微观有效性和宏观无效性 .....	247
衡量微观有效性 .....	248
另一种广泛的批评：判断新经济 .....	249
在研究新经济对于股票市场影响这个问题中 遇到的困难 .....	251
“新经济”理论的起源 .....	252
国际互联网与国内高速公路 .....	253
长期的生产率、利润和价格 .....	256
真实的价值与真实的未来 .....	258
参考文献 .....	261
索引 .....	283