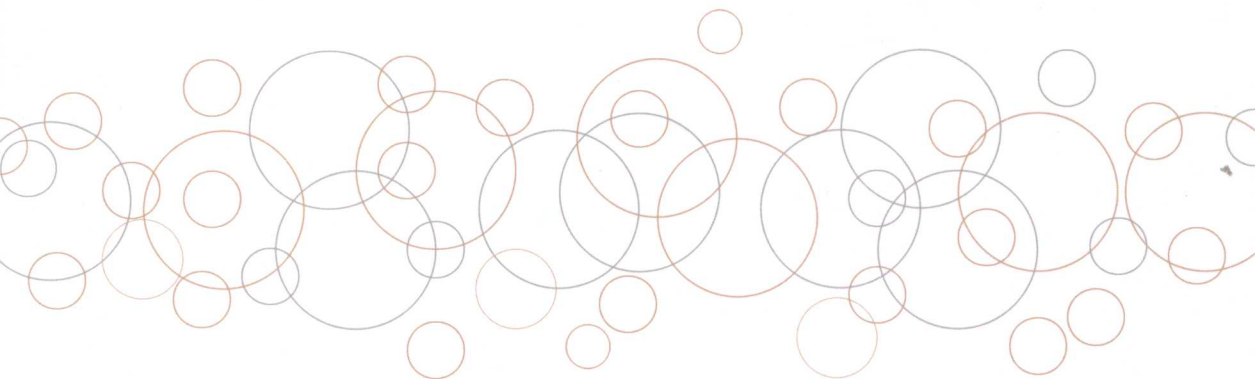


非理性繁荣与金融危机

Robert J. Shiller
[美] 罗伯特·席勒◎著
何正云 束宇◎译



THE SUBPRIME
SOLUTION

How Today's Global Financial Crisis Happened,
and What to Do about It

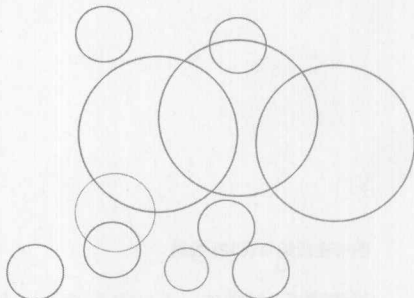


中信出版社·CHINACITICPRESS

014005600

THE SUBPRIME
SOLUTION
How Today's Global Financial
Crisis Happened,
and What to Do about It

F831.59
101
2



非理性繁荣与 金融危机

Robert J. Shiller
[美] 罗伯特·席勒◎著
何正云 束宇◎译



F831.59
101



北航

C1692337

014002800

图书在版编目(CIP)数据

非理性繁荣与金融危机 / (美) 席勒著; 何正云, 束宇译. —北京: 中信出版社, 2014.1

书名原文: The Subprime Solution

ISBN 978-7-5086-4345-8

I. ①非… II. ①席… ②何… ③束… III. ①金融危机-研究-世界 IV. ①F831.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第271180号

The Subprime Solution by Robert J. Shiller

Copyright©2008 by Robert J. Shiller

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

非理性繁荣与金融危机

著者: [美] 罗伯特·席勒

译者: 何正云 束宇

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京通州皇家印刷厂

开本: 787mm×1092mm 1/16

版次: 2014年1月第2版

京权图字: 01-2008-4393

书号: ISBN 978-7-5086-4345-8 / F·3074

定价: 49.00元

印张: 17 字数: 140千字

印次: 2014年1月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

• 专家与媒体推荐

阅读这部激动人心的著作的过程，就像在看一位技艺高超的外科医生在工作。阅读他的理论著作是一件令人赏心悦目的快事。

——彼得·L·贝恩斯坦

著名金融作家和历史学家

在这部吸引人的著作里，罗伯特·席勒以一个金融市场领域非理性行为研究专家的身份，对次贷危机进行了鞭辟入里的分析。

——格里高利·克拉克

美国经济史学家，加利福尼亚大学戴维斯分校经济系主席

在这本书里，席勒将严格的经济分析和对人类心理的深刻洞察力结合在一起，用以分析我们最近陷入的经济困局，这本书不仅分析了其发生的原因，同时也提出了可行的解决方法，为将来抑制泡沫危机提供帮助。比起具有针对性的建议而言，更重要的是他穿越现有经济格局中表面乐观的数据的锐气。

——彼得·奥萨格

美国国会预算局主管

《非理性繁荣与金融危机》是一本严密、富有创新性与可行性、精彩绝伦的书，将对广泛的读者群产生影响。罗伯特·席勒是分析目前这场空前的抵押贷款和住房市场，并进而延伸到更广泛的信贷市场困局的最合适的人选。他再一次证明了自己在处理金融市场里复杂的理念和实证的能力。

——戴安娜·科伊拉

英国竞争委员会委员经济顾问

罗伯特·席勒是一个梦想家。

——纳西姆·尼古拉斯·塔斯布

《黑天鹅》作者

席勒在他的书中发出警告，认为2008年的信用危机正在成为一个可怕的冒险。席勒在书中为避免未来的危机提供了诸多让人印象深刻的建议。

——《商业周刊》

此书对2007年次贷危机进行了深入的分析，为政策制定者、华尔街和全球投资者提供了深入而细致的参考。

——《福布斯》

当罗伯特·席勒观察次贷危机时，他看到的远不仅是雷曼公司和美林公司崩塌的表面现象，他认为这次危机的影响可以和《凡尔赛和约》、大萧条以及马歇尔计划相提并论。

——《西雅图时报》

本书特色鲜明。毫无疑问，它是深入了解危机的最佳捷径。

——《经济学人》

对于一堆不起眼的篝火，如果我们能控制好它，我们谁也不会受到任何伤害，然而一旦它突然烧成一片火海，就会表现出巨大的杀伤力。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

本书的第一版问世于 2008 年 8 月，恰好遇上了房价波动引发的金融危机，随后一个月左右的时间里，雷曼兄弟公司、美林公司和美国国际集团相继衰败，可以说这个时点标志着一次恶性危机的全面发端。我曾在第一版中说过，这本书的写作初衷就是在人们都还没有看到危机最恶劣的影响之前，充分揭示真正值得大家担忧的问题：我们需要的是担忧恶劣的经济状况可能会持续许多年，或许会经历一个“失去的 10 年”。如果用最悲观的心态来预测，未来几十年间，这种危机还会不断重演。因此，写书的短期目的在于应对已经发生的危机，长期目的则在于预防 21 世纪未来几十年中危机的重现。

确实，我们现在已经明白了，担忧未来的经济状况是合情合理的：因为自 2008 年以来，世界上许多国家的经济状况都持续恶化。根据世界银行发布的数据来看，2010 年时，所有北美洲经济体、3/4 的欧洲经济体、澳大利亚、新西兰，以及印度等地的就业人口比例比 2008 年危机爆发时还低，这说明它们的经济状况在持续恶化。到 2012 年，上述国家和地区当中，某些经济体的情况比之前还要糟糕。

我在本书中强调，这场被人们称作次贷危机的风波，实质上是房地产泡沫破裂带来的恶果。尽管在房地产泡沫破裂之后又出现了许多吸引人们注意力的事件，即使这个本质论断放到今天来看仍然是正确的。房地产泡沫，以及促使泡沫产生并扩大的心理因素，是这场危机的真正成因。虽然人们对金融创新横加诟病，但是金融创新既不是这次危机的主要成因，更不可能是其根源性成因。当然，我承认在创新的过程中肯定会触及某些人的痛处，这与此次危机确实有较高的关系。危机爆发之前，监管者和央行的疏失都对泡沫的产生和发展造成了重要的影响，但这并不能成为危机爆发的核心原因，相反的，正是由于泡沫的存在，使得整个社会充斥着自负的情绪，这才导致了监管的缺位。

此次危机因次级贷款而得名，这种贷款确实在世界各国的房地产泡沫中扮演了一定的角色，尽管全球都以次级贷款来命名此次危机，但实际上使用次级贷款最多的国家还是美国，也就是此次危机的发源地。随着危机在世界范围内蔓延，人们的注意力逐渐从次级贷款转到了政府债务问题上，目前危机最新的发展阶段（尤其是希腊、西班牙、意大利和其他一些欧洲国家发生的问题）被称为欧洲主权债务危机，这已经成为目前最应该担忧的问题。此次危机爆发前的10年间，房地产泡沫的出现使得人们非常自负，从而使得美国政府对高额债务视而不见，最终导致次贷的爆发式增长和破灭，同样的自负情绪也是导致欧洲各国政府高额债务的“幕后黑手”。除此之外，正是由于次贷危机使得人们对整个金融体系失去信心，所以才在2009年引发了欧洲主权债务危机。仅以21世纪的标准来判断，世界各国的金融体系都是相互关联的，不仅从书面合同上有关联，从内在的文化和制度上都有高度的相似性。

显然，我们在次贷危机中遭受了严重损失。本书的主旨就在于解释次贷危机的成因及其发展过程——也就是试图说明为什么次贷危机引发了更为严重的金融危机。除此之外，我也试图通过这本书向读者们说明，社会需要某些可靠的金融制度来保证资产市场的稳定以及经济的健康，我们需要不断地革新这些制度，以促使其不断向前发展。

自本书第一版问世后4年，世界金融史可谓极尽悲凉，在这种背景下，我们一方面需要采取一些立竿见影的措施，另一方面也需要考虑进行一些长期的制度改革。我所钟意的长期改革，包括在本书第五章当中介绍的更为灵活的抵押贷款工具，我坚信这种改革能够取得成功。与此同时，我们还是需要采取一些立竿见影的措施来帮助那些抵押贷款完全无望还清的房屋购买者。

住房融资业务的兴起与崩溃

用事件发生几年后的眼光来回想当年的情境，我们会问：为什么次贷市场的产生和破灭都发生得如此迅猛？其实，导致问题产生的原因很多，也很复杂。根源性的错误理念就是似乎所有人都认为房价永远不可能下跌，至少长期内不会持续下跌，人们相信房价永远都处于一条上升的通道里。

2011年，卡尔·凯斯和我对4个城市里的新近购房者进行了访谈，我们向他们提问：“你是否同意下列说法？‘住房价格永远不会下跌，即便短期内下跌也会很快涨回来。’”我们进行这个访谈项目的时候，美国的住房价格已经连续5年实质性下跌了，即便如此，仍有20%的受访者同意上述说法。可以推测，在次贷危机爆发之前，持有这种观点的人肯定不在少数。或许大多数普通人都不会认真地思考这个问题，也不会达成房价不会下跌的结论，

但大多数人都相信，由于人口越来越多，对经济发展的需求越来越旺盛，所有这些长期的社会压力加在一起，肯定会促使房价不断攀升。

如果一个人相信房价不会面临持续下跌的风险，那么这个人肯定也就认为抵押债券都是相当安全的金融产品。如果购房者无力偿还贷款，那么放款人可以取消房屋的赎回权，把房子卖掉，这样就能获得足够的资金抵充贷款余额。甚至人们认为现实操作当中都不会出现取消房屋赎回权的做法，因为当住房所有者不愿意继续偿还抵押贷款时， he 可以把房子转卖，自己获得现金，既可以避免被取消赎回权，又可以免除后续可能出现的损失。

此次危机爆发之前，为数众多的公众都不相信房价会在长期内持续下跌，这种盲目的信念让我感到非常疑惑。对我而言，这种房价下跌显然会发生，因为自 21 世纪初开始，房价就以极高的速度攀升，到危机爆发的前夜，房价已经飙升至一个不正常的高位，这种情况显然不能持续，当越过临界点之后，房价肯定要下跌，而且会在很长一段时期内停留在较低的水平。不用多说，这种情况已经构成了房地产泡沫，并且有很多人持有和我相同的观点。但持有这种观点的人在整個社会中仍然只占到极少数。每当我与那些坚信房价不会长期低迷的人交谈时，我总能发现，这些人要么没有读过历史，要么没有接触过有关房价的数据，他们的观点完全盲从于社会的主流观点。

我们不应该盲从于社会的主流观点，而应该相信通过对历史的严肃分析，以及运用社会科学原理进行分析之后得出的结论。更为重要的是，我们必须信任数理金融学的理论，毕竟这些理论是在经历了行为金融学革新之后，经过学者们的分析和修订才形成的。

另一个令人费解的谜是：住房抵押贷款支持证券（RMBS）是一种在 20 世纪 70 年代之前完全没有市场需求的证券，但为什么短短几年之内，这

个证券的交易市场竟能够成长得如此巨大？在房利美和房地美开始发行住房抵押贷款支持证券之前，投资者一般都是投资持有抵押贷款的银行的股票，那么投资这些银行的股票与购买住房抵押贷款支持证券之间到底有什么本质差别呢？

放眼世界大多数国家，证券化业务从来没有发展成为一种主流业务。而证券化业务在美国的兴盛也完全根植于政府的支持。如果美国政府没有实质上构成对房利美和房地美的资助，那么抵押贷款证券化业务或许根本无从起步。

危机爆发之前，许多理论家认为抵押贷款证券化是一项重要的创新。证券化的抵押贷款帮助人们解决了一个“柠檬市场”困境。最早提出所谓“柠檬市场”困境的是乔治·阿克洛夫，他的这套理论大意是，普通人通常都不愿意购买未经标准化处理的商品，或者是无法验证品质的商品，比如说二手车，他们担心自己没有足够的经验来判断商品是否存在缺陷，而且猜疑商家会故意向自己推销“柠檬市场”的商品。商家当然知道商品的好坏，但是买家无从得知。如果一个人先入为主地认为商家出售给自己的一定是不好的东西，那这个人肯定只愿意支持同类商品的最低价。恶性循环之下，商家根本就不会拿出好东西来卖，于是整个市场就变成一个只卖劣质商品的地方。之所以把证券化业务称为一项创新，就是由于它能够解决“柠檬市场”的问题。

“柠檬市场”这个问题是有药可解的。通过金融创新至少能在一定程度上进行缓解。将抵押贷款做成证券，交给独立的第三方评级机构进行估值，并且把同一个机构发行的证券拆分成不同的等级，交给不同的专业机构进行评估，这样能够有效降低投资者买到“柠檬市场”中那些次品的风险。根据这个理论，投资者应该能够信任较高等级的担保债务权证（CDOs），至少信

程度要比任何抵押贷款放款机构自行设计的贷款池或其公司股票要高。所以，投资者也更愿意购买高等级的担保债务权证，从而也给住房贷款放款机构开辟了新的资金来源。

把证券化产品分级是一个不错的想法。但在实际操作中却没能得到较好的执行。背后的原因前文中已经提过，那就是大多数人，包括评级机构在内，都认为房价不可能下跌。所以，即便证券化业务背后的理论是站得住脚的，但是现实中产生的证券却获得了过高的评级，也导致人们过度信任这些产品。

这也是导致历史上反复出现金融危机的症结所在。只要人类的本性不发生改变，我们就总是容易催生经济泡沫，也容易受到泡沫破裂带来的伤害。

我在本书中其实是比较赞同抵押贷款证券化这样的金融创新的，只不过可能需要经过长期的酝酿，在未来的某个时候再推出，尽管当下民众对金融创新仍然持有敌对和怀疑的态度，我还是主张应该进行此类创新。

本书观点的持续有效性

本书第四章提出了一条最值得关注的短期方案，也就是我们应该为那些无力偿还抵押贷款的住房所有者找到某种出路。只有帮助这些人降低他们担负的抵押贷款额度，才能避免这个群体退化成影响市场信心和经济稳定的不良因素。我所提的短期方案类似于大萧条之后，美国政府创设的业主贷款公司。但是，目前我们还没有看到任何类似的措施变成现实。美国可以说是最热衷于讨论这个问题的国家，而美国政府也为资助那些无力还贷的住房所有者设计了一些方案——住房偿付能力贷款修改项目（HAMP），住房可偿付融资计划（HARP），购房者偿付能力及稳定计划（HASP），以及住房可偿付融资计划二期（HARP II）——但这些方案都没有取得令人满意的效果；这些

项目并没能帮助住房所有者实质解决难以偿债的问题。

这种状况迄今为止没有一点儿转好的迹象。根据标准普尔/凯斯-席勒住宅价格指数，自本书第一版问世到2012年第一季度，美国的住房价格下跌了18%，这使得住房所有者承担的债务变得更加沉重，他们所购房屋的价值相比2006年的峰值下跌了35%。根据美国一家房地产分析机构（CoreLogic公司）发布的负资产报告的预测，截至2012年，将近有1/4的美国住房价格处在其抵押贷款总额价格之下。我们必须解决这个问题，否则仅在美国一个地方就会再次出现成千上万的取消赎回权的事件。在世界其他一些出现房地产价格下跌的国家，人们也面临着同样的问题，但他们所遇到的问题的规模通常都很小。

问题一直在持续，公众也有意愿看到更多的抵押贷款偿付调节计划的实施。实际上，许多抵押贷款的调整偿债方案，对投资者和购房者同样有益，并且能够同时符合美国和国际社会的利益。问题之所以长时间得不到解决，尤其在问题最严重的美国，症结在于次贷危机发生之后留下了一个巨大的烂摊子，没人能够简洁地理顺危机遗留的各种法律问题。政府做出的任何政策调整，对投资首次抵押贷款和再次抵押贷款的投资者会造成不同的影响，对于购买了不同优先级的担保债务凭证的投资者也会造成不同的影响。要想把利益不同的群体召集在一起，商议出一个一致的解决方案将是非常困难的。所以说，这是一个集体的问题，其实也正适合由政府出面来牵头解决。

在解决法律法规障碍方面，我们已经投入了很长的时间，不过现在看来我们已经希望出台一套解决方案。目前，有人开始倡议，美国的州政府和地方政府，通过自身具有的土地征用权强迫投资者接受抵押贷款偿付调节计划。各级政府在这项权力的支持下，可以出于为公众利益考虑的目的废止原

有的抵押贷款协议，向原抵押贷款的放款人支付以真实市场价值为基准的一笔贷款清偿款（可以说这笔款项将会低于购房者违约情况下所需支付的全额款项，也会低于抵押贷款放款人簿记时登记的价格），然后再由政府向购房者发放一笔本金较低的贷款，虽然贷款本金减少，但至少能够足额抵充政府投资者为购买抵押贷款而支付的金额。加利福尼亚州的圣伯纳迪诺县和安大略市已经开始联合，通过行政权力推行这种方案。所以说，我仍然抱有希望，本书中提倡的为有困难的购房者提供帮助的建议仍然可能变成现实。

通过这种措施使经济重归正轨只是权宜之计，我们并没有打算长期这么做。最理想的状态下，我们仍然要推动一些缓和的、长期的解决方案成为现实。长期的变化至少从表现形式上看应该使得金融体系在没有政府干预的情况下运作得更好，应该重新梳理美国的金融制度，使得它们在金融理论的检验下也显得更合情理。

本书第五章中所提的一些长期建议已经开始崭露头角。本书有一个贯穿始终的主题，那就是通过一些具体的措施，促进金融体系的大众化，使金融行业更好地为公众服务。2010年，美国政府出台了《多德-弗兰克法案》，它被称为自“大萧条”以后美国境内最重要的金融立法，这部法案就包含了一些推进金融大众化的措施。根据该法案要求，成立了金融研究办公室，其职责就在于将原本只有金融从业者知悉的信息传播给美国民众。我在本书中倡议，应该重建新的金融数据库，并且向公众开放，这部法案正好创建了一个这样的信息传播基础架构。同时，该法案要求组建美国消费者金融保护局（最早由伊丽莎白·瓦伦提出的建议），也正好就是本书中所描述的新金融体系的监察者。这部法案还要求成立了住房咨询办公室，这等同于在某种程度上向民众提供了全面的金融建议。2010年出台的《患者保护与平价医疗法案》

也同样推动了金融的民主化，并且也改善了信息传播的基础架构。在该法案的支持下，出现了医疗保险交易所，降低了人们在投保医疗保险时，因原本已经存在的疾患而被排除在可保险对象之外的选择性偏见，满足了个人自付医疗风险的需求，维护了属于患者本人的权利。

世界上其他一些国家已经采取了类似的长期措施，或者也正在考虑推出类似的措施。因为国家数量众多，我很难在这里一一描述，但至少从 20 国集团财政部部长和央行行长会议发布的宣言来看，足以表明这些国家在应对危机方面都朝着推动长期制度改革的方向前进。他们的宣言强调了“金融包容性”的重要地位。20 国集团的目标是开发“一套基本的金融包容指标，用于帮助各国政府、政策制定者和股权持有者们，共同着力于在全球范围内衡量金融服务全球可用性的实现进度，并且对这一进程长期跟进”。同时，还会“在数据整理方面，针对金融包容性给予必要的支持”。20 国集团的财政部部长们支持由“全球化的市场引导金融的权威”组成的金融消费者保护网，并且“一致认可”金融教育的“重要性”。

本书中所提倡的金融民主化与 20 国集团宣言中提出的金融包容性有一定的相似之处，但并不完全一样。本书倡导的金融民主化，是鼓励普通人更多地利用金融的风险管理功能来解决日常生活中的担忧，本质上是在倡导更多的金融创新，而不是简单地让更多人能够获取现在已经存在的传统金融服务。

政府很难从这个视角去推动创新，它们通常本能地想到为正在开展的活动提供资助，或者向某些活动征收税款。真正的金融创新需要长期酝酿，通常也都是由私营领域的企业发起的，也是由金融行业的从业者想出来的，政府在创新的过程中更多地扮演支持者和规则制定者的角色。即便如此，创新

也需要经过多年规划才会逐渐实现。

本书中介绍的大多数长期政策建议都还沉睡在襁褓中。目前最急需去做的事情，是为那些愿意与客户签订忠诚服务协议和金融顾问们提供资助，而不是让他们从客户身上谋求更多的佣金或其他收入，并且也应该采纳本书中提出的长期建议：持续性调整抵押贷款偿还方案，对住房抵押贷款业务进行根源性的革新。我们需要创设新型的经济测算单位，比如说“篮子”，这会使得编制通胀指数的工作变得更简单，也可以预防人们产生“房价永远不会下跌”这样的错觉。我们需要针对那些对人们生活影响最大的风险创建更多、更全面的新型市场，比如说应对交易房价下跌风险的市场。我们还需要考虑为政府融资提供更好的方式，比如说发行以一国国内生产总值为基础的股票等。我们还需要设计更好的风险管理工具，比如住房权益保险和生计保险。人性的本能缺陷导致我们无法正确地管理风险，由此才引发了金融危机，如果拥有了上述这些重要的革新，我们将可以更好地解决这些问题。

根据历史经验来看，金融创新的进展缓慢并不令人吃惊，这预示着金融体系的根本性改革可能需要持续几十年，甚至几个世纪。本书中提出的一些建议或许让人听上去觉得野心勃勃。要让它们变成现实则需要更长的时间。所以说，如果想要在未来几十年当中促成一些重要的金融创新，那么今天就该动手做一些有实效的事情。我们今天所做的事情都有一个共同的目标，那就是为了更好地服务公众，促进经济早日从此次危机中复苏，并且预防同样的事件再次发生。

“次贷危机”这个名称代表的是在我们经济领域和文化领域中出现的一个历史转折点，其核心内容是指始发于2006年美国住房市场投机泡沫的破灭，进而在现阶段以金融状况恶化以及全球信贷紧缩的形式引发许多国家的连锁反应所带来的一连串后果。次贷危机所释放出来的能量可能会肆虐很多年，我们还将面临更多的间接破坏的威胁。信用市场的混乱状况已经达到了史无前例的程度，并将会对我们的经济体系产生非常严重的影响。尤为重要的是，这场危机已经开始引发一些根本性的社会变化——那些影响我们的消费习惯、价值观及人与人之间相互关系的变化。从此以后，我们所有人的生活及工作交往的方式都会与以往有所不同。

如果让这些破坏性的变化随意蔓延，这些变化所造成的破坏将不只限于经济方面，还将危及我们社会的基础——那些人与人之间的互信、乐观以及共同的习惯和生活方式，而且这种破坏的后果将会在今后的数十年间持续不断地显现出来。对社会基础本身的评估非常困难，特别是那些很小、很分散的单元及细节很容易被忽略。但社会基础确实处于危险之中，在考虑应