

非理性 繁榮

股市。瘋狂。警世預言家

羅伯·席勒 Robert J. Shiller
黃嘉斌 譯



全新增訂第三版

防範股市黑天鵝
必讀巨作

★亞馬遜評價 4.3 顆星

★特別收錄 2013 諾貝爾經濟學獎得獎感言

Irrational Exuberance

Revised and Expanded Third Edition

寶宇智慧投資

诺贝尔经济学奖获得者丛书

非理性繁荣

(第二版)

[美] 罗伯特·J·希勒 著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

圖書在版編目（CIP）數據

非理性繁榮 / （美）希勒（Shiller, R. J.）著；李心丹等譯．—2版．—北京：中國人民大學出版社，2014.1

（諾貝爾經濟學獎獲得者叢書）

ISBN 978-7-300-18475-3

I. ①非... II. ①希...②李... III. ①資本市場—研究—美國 IV. ①F837.125

中國版本圖書館CIP數據核字（2013）第295468號

諾貝爾經濟學獎獲得者叢書

非理性繁榮（第二版）

[美] 羅伯特·J·希勒 著

李心丹 陳瑩 夏樂 譯

出版發行 中國人民大學出版社

社 址 北京中關村大街31號

郵政編碼 100080

電 話 010-62511242（總編室）

010-62511398（質管部）

010-82501766（郵購部）

010-62514148（門市部）

010-62515195 (發行公司)

010-62515275 (盜版檢舉)

網 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研網)

經 銷 新華書店

印 刷 北京宏偉雙華印刷有限公司

規 格 160mm×235mm 16開本

印 張 18.75 插頁1

字 數 298000

版 次 2014年1月第1版

印 次 2014年1月第1次印刷

定 價 48.00元

版權所有 侵權必究 印裝差錯 負責調換

Irrational Exuberance , 2e

Copyright © 2005 by Robert J. Shiller

Simplified Chinese copyright © 2005 by China Renmin University Press

All rights reserved. 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.

譯者序

李心丹

2005年6月，中國的股票市場終於結束了長達四年之久的黑色熊市，從1000點起步，僅僅兩年的時間，股指就邁上了6000點。與此同時，中國的房地產市場也出現了波瀾壯闊的大幅上漲行情，2006年憑藉130%的年度漲幅勇奪全球漲幅第一桂冠，這一趨勢在2007年得到了進一步延續。國家統計局對全國35個大中城市的調查顯示，僅2007年二季度我國房屋銷售價格就比去年同期上漲了10.4%。股市和房市成為人們狂熱追尋之夢，而關於兩市泡沫的爭論也再度升溫，並成為市場參與者最關心的話題，因為一旦兩市泡沫破裂，將給社會帶來巨大的災難。

我想起了在耶魯大學訪問時的合作導師羅伯特·希勒教授。

2000年，耶魯大學的著名行為金融學家羅伯特·希勒教授出版了一本新書——《非理性繁榮》。在書中，針對美國股市自20世紀90年代後期以來出現的繁榮景象，希勒教授提出了自己的觀點，認為那是一種脫離實際的反常現象，是一種“非理性繁榮”，並對其產生的原因進行了系統、詳細的分析。不知是出版的時機適當還是這本書本身給投資者帶來了重要的影響，該書出版不久，美國股市就開始了深幅下跌行情，從2000年3月初開始，道瓊指數在短短幾周之內下跌了近20%，納斯達克指數的下跌超過30%。

《非理性繁榮》的面世引起了極大的反響。《紐約時報》的評論文章這樣寫道：“希勒先生像是一位洞悉華爾街的先知。他認為投資者們正在被衝動、從眾行為、席間閒談、直覺、新聞媒體，以及不甘人後等各種非理性因素所左右。他的理論為不斷蔓延的對股票市場的不安提供了及時而合理的解釋。”該書被《經濟學家》雜誌評為“2000年最佳圖書”，該雜誌對其給予了高度評價，認為“這是一本值得一讀的、嚴肅經濟學理論的現代經典之作。即使你不是這一領域的專家，亦能從中獲得樂趣。”

《非理性繁榮》的第一版獲得了巨大的成功，“非理性繁榮”也成為經濟學的常用術語，但希勒教授的思考並未止步。除了股票市場，美國的房地產價格也開始大幅上漲。2000—2005年間，美國中等住宅平均房價就從14.36萬美元狂漲到21.96萬美元，升幅達52.9%。2005年末，希勒教授出版了《非理性繁榮》第二版。對第一版的內容作了相當大的修訂，專門增加了一章來探討20世紀90年代末以來，許多國家都經歷的房地產泡沫，並且貫穿全書。在第二版中希勒教授以經濟學家嚴謹的分析，運用最新的經濟事件，從市場觀念演變的過程、經濟發展結果和前途的影響因素等方面對國家經濟“非理性繁榮”給予了更加全面的闡述和分析。

有趣的是，2005年希勒教授的《非理性繁榮》第二版面市，2006年美國房屋抵押貸款次級債危機初現端倪，2007年3月爆發，美國股市和房市雙雙大跌，並波及全球市場。2007年7月美國國會聯合經濟委員會發布報告，預計從2007年中到2009年底，美國因無法償還次級抵押貸款而喪失抵押品贖回權的案例將達到130萬美元，直接涉及的房產價值超過710億美元，而導致周邊房屋貶值一類的間接損失也將達到320億美元。希勒教授再次成為華爾街的精神教父。

聯想到中國經濟的現狀，我們在希勒教授和中國人民大學的梁晶教授的大力支持下，開始嘗試進行《非理性繁榮》（第二版）的翻譯工作，希望能夠使更多的中國讀者分享到這位世界著名行為金融學家與眾不同而又令人信服的獨特見解。

我們希望《非理性繁榮》（第二版）對中國經濟的發展有所啟迪，更希望中國的經濟理性繁榮，一路走好！

本書的翻譯工作得到了國家自然基金（70671053）、教育部“新世紀優秀人才支持計劃”及“2005年科學技術研究重點項目（105080）”，以及教育部創新基地“南京大學經濟轉型與發展研究中心”子課題“行為金融學及其應用”的支持，在此，譯者表示深深的感謝！同時，還要再次感謝梁晶教授的大力支持！感謝本書第一版的譯者！

雖然譯者和校者盡了很大的努力，但是由於種種原因，譯文中可能還存在著一些未盡人意甚至錯漏之處，對此我一直心懷不安和歉疚，真誠地希望讀者批評指正。

序言

羅伯特·希勒

《非理性繁榮》的第一版，正如我在該版序言中所說的，研究的是在新千年之際幾乎遍及世界的股市繁榮現象。但是一些讀者卻告訴我，該書涉及的主題更廣。他們是正確的：實際上，該書研究的是投機性市場的行為、人類的易犯錯誤性以及資本主義體系的不穩定性。

在我寫作本書第一版的過程中，股票市場的繁榮勢不可當，標準普爾500指數在1995—1999年分別上漲了34%、20%、31%、26%和20%，類似的情況也發生在世界上的很多國家。股票指數持續大幅上漲了這麼多年，不可能僅僅是一個偶然事件。股市繁榮被普遍認為是一個新經濟時代來臨的先兆，然而本書第一版卻從一個截然不同的角度重新審視了這場大牛市。

2000年3月，本書第一版上市的時候，我正在休假，並準備為推廣新書而開始一個漫長的十國之行。那時，誰也不會知道就在2000年3月，牛市到達了它的最高點。通過和眾多投資者的交流和討論，我修改了第一版，形成了現在的第二版。

至今我仍然記憶猶新，在2000年的推廣新書之旅中，我所見識到的投資者所犯下的種種認知錯誤。記得在一次電台談話節目中，一個女性投資者告訴我，我的觀點是錯誤的，她認為股市走強趨勢明顯，並且也必將繼續走強。她那激動的聲音促使我去思考究竟是什麼因素導致她如此情緒化。記得有一個男子參加了兩次新書座談會，每次都坐在後面，看起來焦慮不安。他為什麼兩次參加座談會，又是什麼使他如此焦躁？還記得我曾向機構投資者發表過一次演講，表達了我對股市存在泡沫的看法，一家大型機構的投資經理表示他完全同意我的觀點，但在實際工作中卻難以遵從我的建議。他相信我的觀點最終既不會被他的客戶也不會被他的同行所採納，他不會僅僅根據一個與眾不同的觀點來改變資產組合，儘管他自己也認同這個觀點。我記得最清楚的還是人們在聽我演講的過程中表現出的興奮，但他們告訴我並不完全相信我的觀點。顯然，對於股市人們一旦達成共識，就難以撼動。

2000年之後，大牛市突然終結了，美國股市和世界上許多其他市場一樣，從2000年的高點大幅下跌。標準普爾500指數於2003年3月見底，幾乎下跌了一半（扣除物價上漲因素），而這也導致了投資者心態的改變。

在2000年末，股票市場開始大幅下跌，高科技股下跌超過50%，那時我曾經和一對夫婦共進早餐，那位妻子告訴我她負責家庭的投資理財，在20世紀90年代她曾經是個投資天才，但現在自信心蕩然無存。她坦承自己對股市的認識簡直是一個幻想、一場夢。

股市下跌給一些投資者帶來了深刻的心理變化，但是人們長期以來形成的對股票的狂熱要比想像更持久，在很大程度上，這種狂熱還未消退。與2000年極度高估的股價相比，股市下跌還不到位，而且大多數投資者尚未徹底擺正心態。

股票市場尚未到達歷史低點：股票的市盈率（在我寫作本書的時候），根據我的定義，仍有20多倍，遠高於歷史平均水平。此外，房地產市場也存在泡沫，房價的中位數相當於人均收入的10倍或更高。非理性繁榮依然存在於我們身邊。

從一個更廣的角度來看，這本書從2000年第一版開始，就試圖理解人類思想的變化，而正是人類的行為最終推動著金融市場的運行。本書所研究的是投機心理、強化投機心理的回饋機制、波及數百萬人甚至上億人的從眾行為以及這種行為對經濟和生活的影響。儘管本書的初衷是分析當前的經濟事件，但實際上，它已擴展到人類的錯誤判斷如何相互傳染這一問題上，由於過度自信、對細節缺乏關注、對他人的判斷過分依賴，即使是最聰明的人也不例外。

理性人的假設就像阿爾多·帕拉采斯基（Aldo Palazzeschi）在1911年的超現實主義小說中的主人公“煙人”（man of smoke）一樣，這個完全由煙霧構成、實際上什麼都不是的傢伙，卻依靠集體想像成為一個公眾人物和權威人士。除非人們轉變觀念，認識到“煙人”並不是真實的存在，他才能完全消失。帕拉采斯基小說中發生的故事具有相當的現實性：毫無根據的信念體系、虛幻的一絲暗示，都可能引發相當一段時間的非理性繁榮，並最終對整個世界經濟產生不利影響。

和《非理性繁榮》第一版相比，我在第二版中作了相當的修正，以期能夠擴充論點——由態度改變、非理性信念、注意力轉變導致的變化是改變經濟生活的重要因素，也是衡量經濟發展結果和前途的重要因素。最新的經濟事件為我的上述觀點提供了新的例證。特別地，新增的第2章就是關於20世紀90年代末以來，許多國家都經歷的房地產泡沫，且對這一現象的深入探討貫穿全書。《非理性繁榮》第一版問世後的五年來，我一直在思考書中所涉及的一些問題，追蹤著行為經濟學方面的最新發展，並且在多個方面拓展和完善了基本觀點。

本書所涉及的問題都是相當嚴肅和具有現實意義的。當今世界，無論是在股票市場，還是在房地產市場中，過度自信依然大量存在，並由此引發了不穩定性。大漲必定導致大跌，最終導致個人破產的大幅增加，繼而引起第二波的金融機構破產。其長期後果是消費低迷和商業信心低落，並有可能導致全球性的經濟衰退。這種極端後果的一個有力例證就是1990年以來日本泡沫經濟的崩潰，它是顯而易見、不可避免的，泡沫崩潰所蘊涵的風險比人們認識到的要大得多。

也許有人覺得我的觀點有些杞人憂天，畢竟過度自信早已存在。與2000年的高點相比，在2002年，許多國家的股票指數下跌了將近一半，而且反彈有限。股市泡沫帶來的公司過度投資，造成了投資支出在本世紀初的銳減，以及世界性的經濟不景氣。

20世紀90年代的經濟繁榮創造了一種類似淘金熱的商業氣氛，使得許多人作出了扭曲的投資決策，這一後果需要多年才能消除。在這種氣氛下，道德標準下降，正直、誠實、耐心和信任的價值觀遭到擯棄。股市出現下跌後，一系列公司董事會、會計師事務所和共同基金醜聞紛紛浮出水面。

對於中央政府和地方政府來說，經歷了這些年的過度繁榮，財政預算赤字問題越來越嚴重。在20世紀90年代，隨著股市的繁榮，投資者資本收益更高，政府稅收收入不斷增加，支出也相應增加。當股市下跌後，稅收收入下降，政府支出卻難以削減，因此許多政府陷入了嚴重的財政危機。2002年，經濟合作與發展組織成員國的平均預算赤字達到了國內生產總值的3%。

20世紀90年代末經濟泡沫的另一後果是房地產市場的價格暴漲。在許多國家，房價上漲始於1997年或1998年，進入2000年後加速上漲。儘管股票市場已進行了回調和修正，但很多城市的房價仍在強勁上漲。此外，投機泡沫還存在於石油和其他能源，以及一些商品（如貴金屬）中，它們的價格也從20世紀90年代末開始上漲。到目前為止，我們還沒有看到這些價格上漲的全部後果。

投機性不穩定對世界經濟的影響越來越大，我們也越來越關注不可預知的資本市場。這不是說股票市場正在變得更加不穩定，也不是說股票市場的長期發展趨勢是波動性加大，而是說參與的投資者越來越多，投機市場的範圍和交易風險正在擴展。無論是在發達國家，還是新興市場國家，每年都有很多電子化的交易市場誕生，參與者在不斷增加，風險也在不斷積聚。

人們日益擔心生計對於財富的依賴性，而財富對於市場波動相當敏感。因此，人們愈加關注市場的變動。越來越多的人意識到資產價格變動對實際生活產生的重要影響，意識到必須保衛私有財產，但他們也懷疑公共機構能否提供有效的幫助。人們清楚地認識到資本是無情的。

現有的經濟體系被稱之為“業主社會”（ownership society），布希總統也很喜歡用這個詞。每個人都是自己未來的主人，從多種意義上說作為一個財產所有者，每個人都必須為將來作打算。“業主社會”確實能在一定程度上起到促進經濟發展的目的，但是就其本質而言，結果很可能恰恰相反，在奇特和反覆無常的人類心理的作用下，它帶來的將是大量投機風險的積聚，對此我們必須加以控制。

我無法預知未來，也無法準確預測市場的漲跌起落，但我可以肯定，儘管自2000年來投資者對資本市場的信心有所降低，但依然過大，過分相信投資終有回報，而且沒有採取必要的措施防範可能出現的投資風險。

本書的結構安排

首先，本書對股票市場和房地產市場的發展歷程進行了回顧，以幫助讀者了解股市和房地產市場的近期波動，全面看待市場發展趨勢。第1章介紹了股票市場的漲跌起落，與此相對應，新增的第2章介紹了房地產市場的盛衰沉浮。

第一篇深入研究了導致市場泡沫的結構因素。第3章探討了導致市場急劇波動的因素，如政治、技術和人口變化。儘管考慮了房地產市場的情況，和第一版相比，12個影響因素仍然變動不大。第4章指出，因為某些特定的、具有一定滯後性的放大機制，上述影響因素和市場變動的關係還不十分清楚。當某些事件被當做利好時，放大機制可以隨著時間的推移增強市場的信心，儘管此時價格已經很高了。價格上漲被進一步推進，影響因素的作用被放大，投機泡沫開始膨脹。當某些事件被看做利空時，起初的價格下跌推動進一步的價格下跌，放大機制的作用方向相反。

第二篇對強化投機性泡沫的文化因素進行了深入研究。第5章關注的是新聞媒體的重要作用，新聞媒體常常誇大那些在投資者中反響強烈的事件，而不管它到底是否真實可靠。第6章分析了在股票市場和房地產市場廣為流行的新時代理論（new era theories），該理論源於市場自身的活動，而不是客觀的分析。第7章回顧了半個世紀以來最主要的幾次牛市，新時代理論與它們密切相關。

第三篇著重分析了市場行為背後的心理因素。第8章指出由於經濟和金融理論沒有能夠很好地定義資產的內在價值，公眾難以準確加以估值，往往只能主觀地從心理上進行衡量。第9章借鑑社會心理學和社會學的重要研究成果，幫助我們理解為什麼那麼多人會同時改變判斷。

第四篇介紹了學術界對市場泡沫給出的一些理性解釋。第10章關注的是有效市場理論。第11章探討了在市場出現泡沫時經常提及的理論，即公眾對市場的認識還處於初級階段，他們的認識有對有錯。

第五篇，即第12章，探討了投機性泡沫對個人投資者、機構投資者和政府的影響。在目前這種脆弱的階段，本書有針對性地提出了一些政策建議，以期改變目前的政策，糾正股票市場和房地產市場存在的泡沫，同時幫助個人投資者降低風險，有效應對泡沫破滅的巨大風險。

此外，我創立了網站irrationalexuberance.com，將繼續關注本書探討的一些話題，並對書中的數據和圖表作出定期更新。

目錄

[譯者序](#)

[序言](#)

[第1章 股市價格水平的歷史回顧](#)

[市盈率](#)

[其他高市盈率的時期](#)

[利率](#)

[對非理性繁榮的憂慮](#)

[第2章 房地產市場的歷史回顧](#)

[住房價格的長期走勢](#)

[實際住房價格長期上升趨勢的缺失](#)

[實際住房價格沒有強勁的迅速上升趨勢的原因](#)

[當時和現在的非理性繁榮](#)

[研究路徑](#)

[第I篇 結構因素](#)

[第3章 誘發因素：市場經濟的疾速發展、網際網路以及其他事件](#)

[促使市場泡沫產生的12個因素](#)

[市場經濟的疾速發展與業主社會](#)

[政治和文化的變遷促進了商業的成功](#)

[新的訊息技術](#)

[支持性貨幣政策與格林斯潘對策](#)

[生育高峰及其對市場的顯著影響](#)

[媒體對財經新聞的大量報導](#)

[分析師愈益樂觀的預測](#)

[固定繳費養老金計劃的推廣](#)

[共同基金的增長](#)

[通貨膨脹回落及貨幣幻覺的影響](#)

[交易額的增加：貼現經紀人、當天交易者及24小時交易](#)

[賭博機會的增加](#)

[小結](#)

[第4章 放大機制：自然形成的蓬齊過程](#)

[投資者信心的變化](#)

[對投資者信心的反思](#)

[關於預期的例證](#)
[對投資者期望和情緒的反思](#)
[公眾對市場的關注](#)
[投機性泡沫的回饋環理論](#)
[投資者對回饋和泡沫的理解](#)
[作為回饋模式和投機性泡沫的蓬齊騙局](#)
[欺騙、操縱和善意的謊言](#)
[自然形成的蓬齊過程所引起的投機性泡沫](#)
[證券市場與房地產市場中的回饋與交叉回饋](#)
[當今的非理性繁榮和回饋環](#)
[第II篇 文化因素](#)
[第5章 新聞媒體](#)
[媒體在股市變化中發揮的鋪墊作用](#)
[媒體討論的形成](#)
[對市場前景的報導](#)
[過量的紀錄](#)
[重大新聞日真的伴隨著重大的股價變化嗎？](#)
[尾隨新聞](#)
[重大價格變化日無新聞](#)
[新聞是注意力連鎖反應的誘因](#)
[1929年崩盤時的新聞](#)
[1987年崩盤時的新聞](#)
[全球的媒體文化](#)
[新聞媒體在宣傳投機性泡沫中所起的作用](#)
[第6章 新時代的經濟思想](#)
[1901年的樂觀主義：20世紀的頂峰](#)
[20世紀20年代的樂觀主義](#)
[20世紀50年代和60年代的新時代思想](#)
[20世紀90年代牛市中的新時代思想](#)
[房地產市場繁榮中的新時代思想](#)
[新時代的終結](#)
[第7章 新時代與全球泡沫](#)
[近期內最重大的股市事件](#)
[與最大的價格變動相關的事件](#)
[新時代的終結和金融危機](#)
[上漲（下跌）的通常會下跌（上漲）](#)

第III篇 心理因素

第8章 股市的心理定位

股市的數量定位

股市的道德定位

過度自信和直覺判斷

定位的脆弱性：考慮未來決定的困難

第9章 從眾行為和思想傳染

社會影響與訊息

從眾行為的經濟理論和訊息層疊

人類訊息的處理與口頭傳播

面對面交流和媒體傳播

用於口頭傳播方式的傳播模型

人們心中矛盾觀點的匯集

基於社會的注意力變化

人們無法對注意力變化作出解釋

現在的情況

第IV篇 理性繁榮的嘗試

第10章 有效市場、隨機遊走和泡沫

有效市場和價格隨機遊走的基本論證

關於精明投資者的思考

“明顯”錯誤定價的例子

賣空限制和“明顯”錯誤定價的持續

錯誤定價的統計論證

收益變化和價格變化

市盈率和長期收益之間的歷史聯繫

股息變動和價格變動

過度波動和總體情況

第11章 投資者學習和忘卻

對風險的“學習”

“股票優於債券理論”在投資文化中的角色

對共同基金、分散化投資以及長期持有的了解

已知的和未知的

第V篇 採取行動

第12章 自由市場中的投機風險

道德規範和職業標準

可能出現的因素

公平與怨恨

承擔共同的責任

投資者現在該何去何從？

投資多元化

制定有效的計劃以增加儲蓄

退休方案

改進社會保障制度

運用溫和貨幣政策抑制投機性泡沫

輿論領導者的穩定權威

鼓勵建設性的交易

幫助公眾去對衝風險

結論：真實的價值和真實的未來

參考文獻

圖表目錄

圖1—1：股價及收益率圖，1871—2004年

圖1—2：10國股價走勢，1995年1月—2004年6月

圖1—3：股票市盈率與利率曲線圖，1881—2004年

圖2—1：美國住房價格、建築成本、人口和利率走勢，1890—2004年

圖2—2：樣本城市住房價格季度數據，1983—2004年

圖2—3：世界各地城市住房價格的季度數據，1983—2004年

圖4—1：估值信心指數

表7—1：近期1年內漲幅最大的股票實際價格指數

表7—2：近期1年內跌幅最大的股票實際價格指數

表7—3：近期5年內漲幅最大的股票實際價格指數

表7—4：近期5年內跌幅最大的股票實際價格指數

圖10—1：市盈率對10年收益率的預測

圖10—2：股票價格和股息現值

第1章 股市價格水平的歷史回顧

1996年12月5日，美國聯邦儲備委員會（the Federal Reserve Board）主席艾倫·格林斯潘（Alan Greenspan）在華盛頓發表了一次講話。^[1]在這次原本很沉悶的講話中，他用了“非理性繁榮”（irrational exuberance）一詞來形容當時股票市場中投資者的行為，這立即引起了全世界的關注，全球股市應聲而落。次日，日經（Nikkei）指數下跌3.2%，香港恒生（Hang Seng）指數下跌2.9%，德國DAX指數下跌4%，倫敦FT-SE 100指數則在一天內一度下跌4%，而美國道瓊工業平均指數（the Dow Jones Industrial Average）剛一開盤就下跌了2.3%。此後，格林斯潘使用的這個詞（“非理性繁榮”）被許多人引用，至今仍廣為流傳。

隨著時光的流逝，人們也許已經不再記得當時的狀況，但是“非理性繁榮”這個詞卻不曾被遺忘。漸漸地，它已經為市場上的每一個人所熟知，成為格林斯潘的所有講話中被引用最多的一個詞。

在我看來之所以在多年後人們仍然關注“非理性繁榮”，是因為許多人已經把它看做20世紀90年代發生的一系列社會現象的代名詞。事實上，當股市在人們市場心理的影響下被炒到了一個不正常的、難以維繫的高度時，所謂的“非理性繁榮”就出現了，並且這一幕已經在歷史上多次重複上演。

很多人都認為在20世紀90年代股市跌宕起伏的過程中，市場上瀰漫著非理性的氣氛。但是人們對於非理性本質的認識卻不那麼清晰。它並不是如一些作家所描寫的，20世紀20年代股市投機過剩時期投資者的瘋狂狀態，而是一種我們在一生中某個熱情高漲的時候都可能作出的錯誤判斷。“非理性繁榮”恰當地描述了市場超出正常運行規律時的狀態。

非理性繁榮是投機性泡沫（speculative bubble）的心理基礎。我將投機性泡沫定義為這樣一種情況：價格上漲的訊息刺激了投資者的熱情，並且這種熱情通過心理的相互影響在人與人之間逐步擴散，在此過程中，越來越多的投資者加入到推動價格上漲的投機行列，完全不考慮資產的實際價值，而一味地沉浸在對其他投資者發跡的羨慕與賭

徒般的興奮中。在本書中，我們將對產生泡沫的各種因素進行深入探討。

格林斯潘關於非理性繁榮的演說發表不久，就發生了一場也許是歷史上最大規模的股票市場的投機高潮。道瓊工業平均指數（以下簡稱“道指”）1994年初還在3600點附近徘徊，而到了1999年卻已經突破了11000點大關。僅僅在新千年開始的兩週後，2000年1月14日，道指就達到了11722.98點的頂峰。以道指為代表的股市整體價格在5年內的總漲幅超過了200%。其他股票指數也在隨後的兩個月中達到頂峰。從那以後，直到本書出版時，道指再也沒有達到過這樣的高位。令人好奇的是，道指（以及其他股票指數）的頂峰與新千年慶典結束的日子如此接近：似乎新千年慶典本身是市場推動因素的一部分，而它留給人們的宿醉又將市場重新拉了回來。

然而，同期的一些基本經濟指標並沒有同幅增長：美國居民個人收入和國內生產總值（GDP）增長不到30%，如果剔除通貨膨脹因素，這個數字還要降低近一半；而企業利潤增長也不到60%。從這些數據中我們不難看出，股價如此大幅度的增長是缺乏實際經濟基礎的，而且從歷史上看，這種情況也不會持久。

圖1—1顯示的是1871年1月—2005年1月實際（消除通貨膨脹因素的影響）標準普爾綜合股價指數（real S&P Composite Stock Price Index）（上曲線）以及同一時期相應的實際標準普爾綜合收益（real S&P Composite Earnings）（下曲線）的曲線圖（月均）。^[2]標準普爾綜合股價指數在1957年建立，它是一個比道指更全面的股票價格指數。它選取了500隻股票作為計算樣本，遠遠超過道指的30隻。之所以對通貨膨脹進行修正，是因為在這一時期，不同階段的價格水平是不穩定的（政府通過發行大量的貨幣推動價格上漲），因此沒有經過修正的數據可能誤導我們對於股票市場實際增長的判斷。圖中顯示了1871年1月—2005年1月的實際標準普爾綜合股價指數（上曲線）的走勢，以及同期公司的總體盈利狀況（公司每股收益）。^[3]

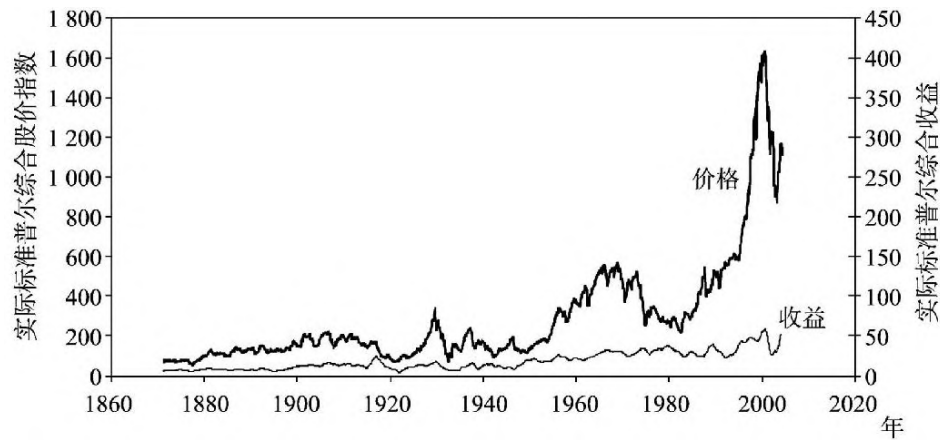


圖1—1 股價及收益率圖，1871—2004年

該圖給出了1871年1月—2005年1月實際標準普爾綜合股價指數（上曲線）及1871年1月—2004年9月實際標準普爾綜合收益（下曲線）。

資料來源：作者計算時使用的數據摘自S&P Statistical Service；U．S．Bureau of Labor Statistics；Cowles and associates，Common Stock Indexes；and Warren and Pearson，Gold and Prices．也可參見本章末注釋〔3〕。

同期，其他一些國家也出現了股價飛漲的情況。許多國家股指的頂峰大都出現在2000年初，時間也較為接近。圖1—2顯示了10個國家股票價格的走勢。從圖中可以看出1995—2000年間，巴西、法國、中國和德國股票市場的實際股指增長了200%左右，英國增長了100%。就在1999年，也就是達到頂峰的前一年，這10個國家的平均實際股價增長達到了58%。所有國家的股價在1999年都有大幅上漲，即使是上漲最少的英國也達到了16%。1999年，亞洲的股市（中國香港、印度尼西亞、日本、馬來西亞、新加坡和韓國）和拉丁美洲的股市（巴西、智利和墨西哥）也都經歷了相當大幅度的增長。這實在是一個全球股票市場的繁榮時期。

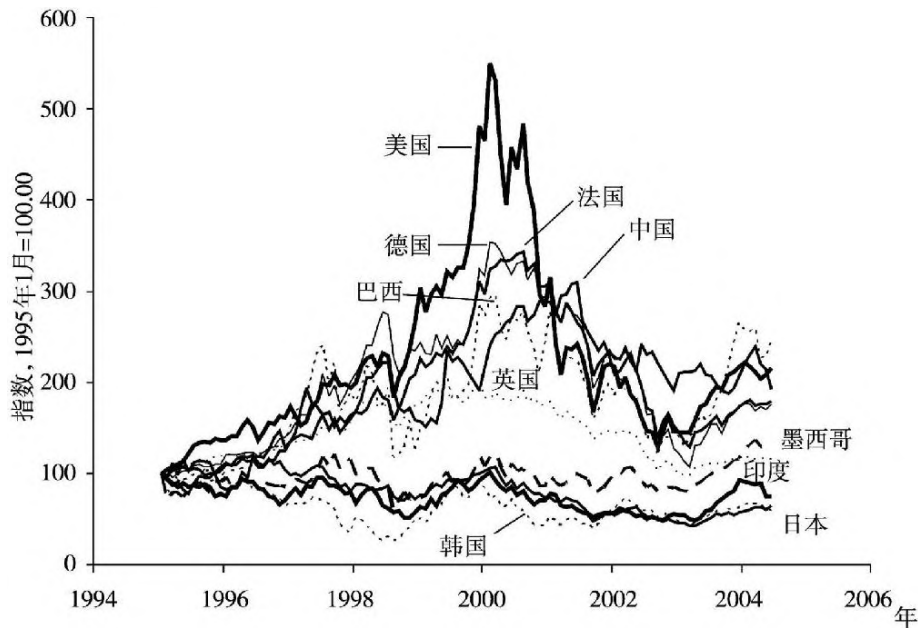


圖1—2 10國股價走勢，1995年1月—2004年6月

該圖給出了巴西、中國、法國、德國、印度、日本、韓國、墨西哥、英國和美國的實際（經通貨膨脹修正）月收盤價，以上數據運用所在國月度消費價格指數進行了調整，並以1995年1月的價格為100點進行了折算。

資料來源：Bloomberg and International Monetary Fund International Financial Statistics .

回顧圖1—1中標準普爾指數的長期走勢，我們可以看出近期的市場行為與過去相比存在顯著差異。自1982年7月觸底反彈後，股價便一路攀升，這一趨勢一直持續到2000年3月。1995—2000年，股價近乎直線上升，價格指數好比一枚火箭直衝圖表的頂部，然後急轉直下。這次最大規模的股市繁榮被稱做“新千年繁榮”。^[4]

在股價圍繞2000年的高點波動的這幾年中，股市的起落與公司的收益情況存在顯著的相關性。圖1—1顯示，20世紀90年代末期，在股指於2000年大幅回落之前，標準普爾綜合收益快速增長。就長期而言，收益的變動不會像股價的變動那樣大起大落。事實上，在過去的100多年中，公司的收益始終圍繞一條緩慢而穩定增長的軌跡上下波動。

2000年前後的這種股票價格走勢是美國股市歷史上從來沒有出現過的。20世紀20年代，股市有過一次著名的井噴，但最終導致了1929年的股災。如圖1—1所示，那段時期的市場繁榮使股票價格曲線呈現出葉尖形。如果扣除規模差異的因素，20世紀20年代與現今的股市上

漲確實有些相似，但這也是歷史上唯一可與當前的繁榮相類比的時期。

20世紀50年代末和60年代初，股價也有一次顯著的上漲，此後是5年多的停滯不前，最後以1973—1974年的股災而告終。但那次高漲的幅度肯定不能與現在相比。

市盈率

圖1—3顯示了1881年1月—2004年8月按月計算的市盈率（price-earnings ratio）。我們這裡規定的市盈率，是實際（扣除通脹因素後）標準普爾綜合股價指數除此指數的十年移動平均實際收益（ten-year moving average real earnings）所得到的比值。市盈率可以用來衡量股票價格相對公司實際獲利能力的高低。根據班傑明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴維·多德（David Dodd）1934年提出的測量法，該比率以十年平均收益為分母。十年平均收益可以熨平第一次世界大戰期間收益的階段性暴漲、第二次世界大戰期間收益的階段性暴跌以及由經濟週期引發的時漲時跌。^[5]注意圖1—3中1997年出現了一個特大的尖頂，該時期市盈率持續上升，至2000年3月24日竟高達47.2。用該方法得出的市盈率還從未達到過這樣的高度，最接近的一次是1929年9月，當時的市盈率為32.6。

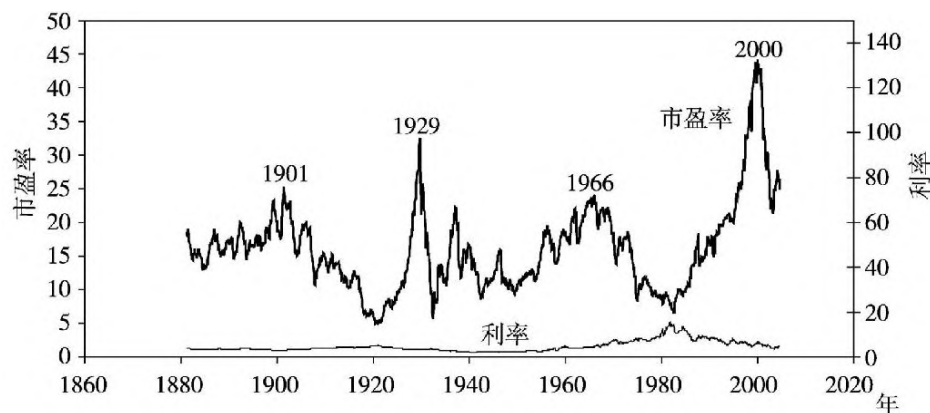


圖1—3 股票市盈率與利率曲線圖，1881—2004年

該圖給出了1881年1月—2004年8月按月計算的市盈率。分子是實際（扣除通脹因素後）標準普爾綜合股價指數的月度值，分母是該指數的十年移動平均實際收益。圖中標出了頂峰位置所在的年份。

資料來源：作者計算時使用的數據來源同圖1—1。利率是1881年1月—2004年8月美國長期國債的名義收益率（作者將長期利率系列分拆成了兩個歷史時期）。^[6]

2000年的收益數據比利用格雷厄姆和多德測量法計算出的長期收益要高，但這並不奇怪。真正不尋常的因素是價格的走勢（如圖1—1所示），而並非收益。

1990—2000年股價的走勢十分驚人，這肯定與該時期實際收益的不尋常表現有關。在1992—1997年的5年中，實際收益增長十分迅速，實際標準普爾綜合收益翻了一倍。實際收益連續5年保持如此高速的增長在近半個世紀以來也屬罕見。不過，1992年正值經濟蕭條末期，在蕭條時期收益率只是暫時處於低谷。^[7]而從歷史數據來看，在經濟不景氣和蕭條之後，降至低谷的收益往往會出現類似的增長。事實上，當經濟從1921年的極度蕭條時期進入“飛速發展的20年代”時，實際收益在1921—1926年間增長了3倍以上。而在19世紀90年代的經濟蕭條、20世紀30年代的大蕭條及第二次世界大戰這三段時期之後的5年中，實際收益都翻了一倍多。

當2000年股市達到頂峰的時候，觀察家們推斷公司的收益將繼續增長，他們相信經濟運行中的某些基礎性變化將使得收益進入一個新的更高的增長軌道。的確，新千年的到來激勵了人們的這種想法。但是，如果考察一下歷史上公司收益水平的週期性波動，他們也許會更理智地預測到公司收益的增長趨勢將要發生逆轉。

2000—2001年，公司的利潤水平出現了自1920年以來最大的一次下滑。這次下滑摧毀了人們對於高新技術經濟的完美夢境。但是，如何解釋公司業績的下滑呢？在第4章中我們將從多個角度對這一問題進行分析，其中將提到投資者心理的變化導致了市場的整體回落，同時也間接導致了公司業績的下滑。

其他高市盈率的時期

如圖1—3所示，除2000年外，市盈率還曾三次達到相當高的水準，但都不及2000年的高度。第一次是在1901年6月，市盈率達到了25.2（見圖1—3），當時剛剛步入新的20世紀（20世紀從1901年1月算起，而不是1900年1月），因此這一高峰被稱為“20世紀高峰”。^[8]19世紀90年代蕭條之後的5年中，實際收益率翻了一倍。^[9]1900年7月—1901年6月短短11個月裡，市盈率突然增長了43%，形成了1901年的高峰。此時正值世紀之交，社會上洋溢著各種樂觀情緒，人們廣泛談論著高科技以及未來的美好前景。

1901年以後，實際價格雖然沒有立即出現明顯的下滑趨勢，但是在1901年的高度附近徘徊了10年左右，最終還是跌了下來。到1920年6月，股市的實際價值與1901年6月相比下降了67%。1901年6月以後的5年裡，股市的年平均實際回報率（average real return）（含股息）為3.4%，剛剛超過實際利率。1901年6月以後的10年裡，股市的年平均實際回報率（含股息）為4.4%；1901年6月以後的15年裡，年平均實際回報率（含股息）為3.1%；而1901年6月以後的20年裡，年平均實際回報率（含股息）為-0.2%。（實際回報率是實際收益與初始投資的比值。）^[10]這樣的回報率遠遠低於人們對於股市的預期，當然，那時的投資者如果能夠持股到20世紀20年代，回報率將會大大提高。

第二次市盈率達到高峰是在1929年9月，這是20世紀20年代的最高記錄，同時也是迄今為止的第二高點。在經過了20世紀20年代輝煌的牛市之後，市盈率達到了32.6，可是眾所周知，股市在這一高度發生了崩盤，到1932年6月，實際標準普爾綜合股價指數下跌了80.6%。這次實際價值的下跌持續了很長時間，造成了巨大影響，實際標準普爾綜合股價指數直到1958年12月才恢復到1929年9月的水準。1929年9月以後的5年裡，年平均實際回報率（含股息）為-13.1%；1929年9月以後的10年裡，年平均實際回報率（含股息）為-1.4%；1929年9月以後的15年裡，年平均實際回報率（含股息）為-0.5%；1929年9月以後的20年裡，年平均實際回報率（含股息）為0.4%。^[11]

第三次市盈率達到高峰是在1966年1月。如圖1—3所示，市盈率達到了局部最高值24.1。這一高峰的出現離不開約翰·甘迺迪總統執政時

期的威望和才能，他的副總統林登·約翰遜也起了很大的作用（在甘迺迪遇刺後，林登·約翰遜接替他擔任美國總統），因此，我們不妨稱之為“甘迺迪-約翰遜高峰”。1960年5月以後的股市經歷了高度的繁榮，此後的5年裡價格上漲了52%，從而形成了這一市盈率高峰，同時也是該時期的最高值。這段時期裡，在價格上漲的同時，收益也上漲了36%。出現這一收益增長後，市場預計這一增長有望持續下去，然而事實並非如此，在接下來的10年裡，實際收益的增長微乎其微，實際價格則在1966年1月的水準徘徊，在1968年曾一度有所突破但很快又重新跌落。到1974年12月，股票實際價格與1966年1月相比下跌了56%。股票實際價格直到1992年5月才重新回到1966年1月的高度。1966年1月以後的5年裡，股市的年平均實際回報率（含股息）為-2.6%；1966年1月以後的10年裡，年平均實際回報率（含股息）為-1.8%；1966年1月以後的15年裡，年平均實際回報率（含股息）為-0.5%；1966年1月以後的20年裡，年平均實際回報率（含股息）為1.9%。

這些不同歷史時期股價短暫沖高的例子說明，非理性繁榮並不是新生事物，並且這樣的景象還在不斷重演。在本書的第10章中我們將繼續討論市盈率指標對非理性繁榮的預測能力。

利率

圖1—3包含了長期政府債券的利率曲線。利率是與股票市場價格相關的重要經濟變數之一。在20世紀90年代股市的上漲過程中，利率始終呈現回落的態勢。事實上，自1982年股市處於底部起，利率就基本處於回落的狀態。人們普遍認為利率的下降能夠解釋20世紀90年代股票市場價格的上漲。

在1997年7月格林斯潘提交給國會的《貨幣政策報告》中提到，自1982年以來10年期債券的收益率與市盈率呈現顯著的負相關關係。當然這裡指的是利率和市盈率之間的關係。^[12]事實上，從20世紀60年代中期到80年代初，利率水平逐步提高，而市盈率水平則逐漸下降。從80年代初到90年代末，正如格林斯潘所言，利率下降而股價不斷攀升。股票市場與10年期利率的這種關係被稱為聯邦儲備模型（Fed model）。20世紀90年代後期以來，利用聯邦儲備模型來判斷市場水平的高低在專業人士中已經十分盛行。當人們看到利率水平降低時，就會想到股票的價格相對於其收益將有所上升。既然債券或其他競爭性資產的預期長期收益將下跌，那麼股票投資則顯得更具有吸引力。在90年代後期，商業類電視節目中經常涉及聯邦儲備模型，甚至多到了令人厭煩的程度。

但是，聯邦儲備模型事實上是相當不可靠的。^[13]如果我們考察圖1—3所示的各個時期的整體走勢，就會發現利率和市盈率之間並不存在高度的相關關係。比如在大蕭條時期，利率很低，根據聯邦儲備模型股價應該相對於公司的收益呈現較高水準，但是事實並非如此。

2000年股市達到頂峰之後，利率和市盈率同時走低，這也明顯和聯邦儲備模型的判斷不相符。由於以上這些悖論的存在，現在人們已經很少使用聯邦儲備模型了。

儘管利率確實對市場有影響，但是市場對於利率所作出的反應卻是不可預知的。這需要我們投入更多的精力去了解市場的運行及其行為規律。我們將在第10章中對相關問題進行進一步探討。

對非理性繁榮的憂慮

2000年，我所遇到的大部分人，不管從事什麼職業，都對股市感到困惑。我們不知道目前的股價水平是否合理，不知道高股價是否真是所謂的“非理性繁榮”；我們不知道某些盲目樂觀的態度是否已經滲透了我們的思想，影響著我們的重大決定；我們不知道如果股市突然回調，會出現什麼樣的後果，我們也不知道曾經有過的市場心態是否會捲土重來。

甚至連艾倫·格林斯潘也不知道這些問題的答案。在我向他和聯準會證明股市水準不合理性後的第二天，他發表了“非理性繁榮”的演說，可是僅僅幾個月後，他又站到了樂觀派的一邊，提出了當今經濟和股市正處於“新時代”的說法。事實上，格林斯潘對公開言辭一向十分謹慎，他從來沒有明確表示過贊同或否定任何一方的觀點。他就像是一個生活在現代社會裡的先知，滿口都是富有哲理的謎語，他總是以提出問題的方式發表一些評論。然而，人們在試圖理解和解釋他的評論時經常忘記，其實就連格林斯潘自己也不知道這些問題的答案。

在2000年股價達到頂峰之後的這幾年裡，市場出現了大幅下跌，但是仍然處於一個很高的歷史水平。新聞媒體已經厭倦了對股市高價的報導，在展望股市未來發展時也常常忽略對當前高價位的討論。然而誰都明白我們的股價過高，每個人在內心深處都對此感到擔憂。

事實上，許多真正的決定因素來自我們的頭腦。這就是著名經濟學家凱恩斯所說的“浮躁情緒”（animal spirits），他認為這是驅動經濟的重要因素。^[14]這種所謂的“浮躁情緒”還驅動著其他市場，比如房地產市場。在對市場行為的成因進行分析之前，我們先介紹房地產市場上的投機行為。

【注釋】

[1] Alan Greenspan, “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society,” speech before the American Enterprise Institute for Public Policy, Washington, D. C., December 5, 1996, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>.

[2] 標準普爾綜合股價指數也就是我們現在所說的標準普爾500指數。不過，在本書中，我仍然使用了原來的名稱，這是因為歷史上這一指數並不總是包含500隻股票。指數成分的變

化可能會影響我們的分析。當然，我們的計算是根據原有的股指成分進行的。在傑瑞米·西格爾（Jeremy Siegel）的研究報告中就提到，1957年包含在標準普爾綜合股價指數中的500家公司，到2003年只剩下125家了，而這125家公司構成的指數的收益率遠遠高於現在的標準普爾500指數。參見Jeremy J. Siegel, *The Future for Investors* (New York: Crown Business, 2005)。

[3] 價格、股息、收益等數據的來源與我以前出版的《市場的波動性》（*Market Volatility*, Cambridge, Mass: MIT Press, 1989）一書第26章中所提到的數據來源相同，只是將年度數據改為了月度數據。月度股息和收益數據是根據1926年以來的標準普爾四個季度總數計算而得的，並將這些數據繪成月度數據圖表。1926年以前的股息和收益數據則是根據考勒斯公司出版的《普通股票指數》（*Common Stock Indexes*, 2nd ed., Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939）以及年度數據得來。股票價格數據為每日收盤價的月均價格。1913年以後的CPI-U（消費價格指數——所有城市消費者）是由美國勞工統計局公布的；1913年以前的CPI-U則是透過將沃倫和皮爾森的價格指數乘以1913年1月CPI-U與沃倫和皮爾森價格指數的比值計算而得。參見*Gold and Prices* (New York: John Wiley and Sons, 1935)。數據取自該書11~14頁表1，為了方便繪圖，我將不含通貨膨脹因素的數據乘以某個常數，從而使其在2004年6月的數值與其名義價值相等，這樣所有的價格都以2004年6月為基準。

以前我在研究股票價格時（大部分工作是與約翰·坎貝爾合作完成的），為了使所有商品扣除通貨膨脹的影響，使用的是生產者價格指數（PPI），而並非消費價格指數（CPI）。以前，PPI和CPI幾乎沒有什麼差別，只是在短期波動方面略有不同，但是自從20世紀80年代中期以來，二者有了明顯的不同。除非特別說明，本書有關美國股票市場的統計數據均來自本注釋所示的來源。本書和《市場的波動性》第26章的所有數據目前在我的個人網頁<http://www.econ.yale.edu/~shiller>上均可查到。

[4] 有人建議我在繪圖時使用對數或比例尺，以避免明顯的價格上漲所引起的誤解。但我並不認為繪圖方式會引起什麼誤解。用相同方法繪製的收益圖最後也並沒有表現出任何不正常的走勢。

[5] 在計算分母時，考慮到計算期的實際收益可能為零，計算移動加權平均值是非常必要的。在計算分子時，因為我們的計算從1871年開始，因此每年的調整後的標準普爾指數值都是大於零的，不過未來這一指標的值當然也可能會小於零。在1931年和1932年的國民收入帳戶中，企業稅後利潤事實上已經為負值。一旦股票的收益為零，其當年的市盈率會呈正無窮大，從而表明綜合股票市場的價格將無限上漲。

[6] 從1953年開始，利率數據來自聯邦儲備系統的美國長期國債。1953年以前的數據，來自西德尼·霍姆（Sidney Homer）在1963年出版的《利率的歷史》（*A History of Interest Rates*, New Brunswick, N. J.: Rutgers University Press, 1963）一書。

[7] 在股市上漲期間，公司業績的增長也部分得益於股價的上漲。因為一些養老金帳戶規定要將其投資組合帳面價值的增長在帳戶的資產中作出反映。參見Julia Lynn Coronado and Steven A. Sharpe, “Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?” Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2003-38, 2003。

[8] 一些學者指出，因為不存在公元零年，所以每個新世紀應從年數以“1”結尾的1月1日開始計算。1900年時，人們對此很清楚，所以過了一年才進行慶賀，而人們慶祝第三個千年時可不這樣，迎接新千年的活動在2000年就開始了。

[9] 30年來與收益相關的價格上漲十分緩慢（1871年7月—1900年7月，實際收益年增長率為2.3%，而價格的年增長率略高，為3.4%）。

[10] 這些數字是實際收益的幾何平均數，是根據標準普爾綜合股價指數以及生產者價格指數（因為消費價格指數自1913年後才有）換算得來的實際價值。

[11] 也可參見Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926—1998* (Chicago: Ibbotson Associates, 1999)。當將本處所示收益數據與上述書中自1926年以來相應時間段的收益數據對比時，請注意上述書中記載的只是年度數據，因此會遺漏掉股市中的高峰和低谷。

[12] 參見Federal Reserve Board, “Humphrey-Hawkins Report July 22, 1997, Section 2: Economic and Financial Developments in 1997”, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm>。該模型附有一張題為“證券估價與長期利率”的圖表，在圖表中標示了1982—1997年間10年期債券利率與市盈率的走勢。

[13] 根據相關經濟理論，如果實際利率與市盈率之間存在任何聯繫，那麼名義利率就會出現異常。在第3章中，我們將繼續對相關問題展開分析。也可參見Franco Modigliani and Richard A. Cohn, “Inflation, Rational Valuation, and the Market,” *Financial Analysts Journal*, 35 (1979): 22-44; reprinted in Simon Johnson (ed.), *The Collected Papers of Franco Modigliani*, Vol. 5 (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989)。

[14] 凱恩斯提出的“浮躁情緒”與所謂的“非理性繁榮”的含義是相同的。凱恩斯可能是20世紀最具影響力的經濟學家。他於1936年出版了著名的《就業、利息和貨幣通論》。這本革命性的著作影響了世界各國財政與金融政策的制定者。他在書中寫道，即使我們能夠遠離投機活動所導致的市場波動，那些由人性的本質特徵所引起的市場的不穩定性仍然存在。在我們所進行的積極的經濟活動中，大部分取決於自發的樂觀主義精神，而不是理性的計算。也許大部分決策是花費了大量的時間作出的，但它們往往是浮躁情緒的結果。這種自發的激勵刺激著人們在不考慮平均的收益水平和風險的情況下去採取行動。參見John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (New York: Harcourt Brace & World, 1961), p. 161。

第2章 房地產市場的歷史回顧

在過去的幾年中，那些對股票市場產生影響的心理因素同樣潛在地影響著其他市場。房地產市場，尤其是個人住房市場有時也顯示出投機性泡沫的存在。由於住房價格日益顯著地受到心理因素的影響，房價持續攀升，住房價格也成為人們關注的流行話題。不過，房地產市場與股票市場之間還是存在顯著的差別。

下面，我們來看一些最新的房地產市場泡沫的案例。2000年以後，澳洲、加拿大、中國內地、法國、中國香港、愛爾蘭、義大利、紐西蘭、挪威、俄羅斯、南非、西班牙、英國和美國等國家和地區的房地產價格都經歷了急速的上漲^[1]，在中國內地還出現了非常明顯的結構性房地產泡沫。^[2]我們之所以認為這些新近出現的泡沫比較嚴重，主要是因為它們還沒有從我們的記憶中消失，可以讓我們清晰地思考潛藏在這些泡沫下面的心理因素。

房地產泡沫像股票市場泡沫一樣神秘和難以理解。當泡沫發生時，有很多流行的解釋，但這些解釋並不總是正確的。

對於20世紀90年代以來很多地區房地產價格的上漲，一種解釋認為，人口壓力使得土地資源日漸枯竭，因此必然導致住房價格的上漲。但實際情況是，1990年以來人口增長非常穩定而緩慢，土地資源也並未枯竭。另一種解釋認為，住房價格上漲的原因是，需求的過快增長導致建造住房所必需的勞動力、木材、混凝土和鋼材的價格高啟，但事實上建築成本並未超出其長期運行趨勢的範圍。此外，還有一種解釋認為，泡沫的出現是由於很多國家透過降低利率來應對全球經濟的衰退。當然，較低的利率水平是導致房地產價格上升的因素，但歷史上各國中央銀行曾多次降低利率，卻從未出現過如此一致的房地產價格泡沫。

究竟是何原因引起了世界上如此眾多的地區出現房地產泡沫？理解這一現象具有重要的意義。很多人擔心，這些地區住房價格的泡沫會像20世紀80年代日本城市的地價泡沫一樣，帶來災難性的結果，使得房價從頂峰跌落後十幾年中都處於低迷狀態。理解上述任何一種價

格波動以及這些價格波動的含義都是十分困難的，在本書中，我們將系統地討論這一問題及其解決方法。

我們將這些近期發生的事件放入一個更長期的歷史視角來考察，以期能夠找到一些相關問題的答案，比如：目前的情形是以前從未遇到過的嗎？我們擁有關於這些事件的足夠的案例資料嗎？房地產價格真得像許多人認為的那樣，存在一個強烈而穩定的長期上升趨勢嗎？或者說他們真的是這麼想的嗎？房地產泡沫的真實起因是什麼？本章的一個重要結論是，一國內或不同國家間的住房價格投機較以往更難預防。

住房價格的長期走勢

我構建了一個從1890年至今的美國住房價格指數，以期通過引入一系列相關變數提供一個標準的住房價格估計值。在我的指導下，我的研究助手們還創建了另外一個指數，以彌補1934—1953年的數據缺口。圖2—1顯示了從1890年開始，美國住房價格指數與建築成本、美國人口、長期利率的變動趨勢。

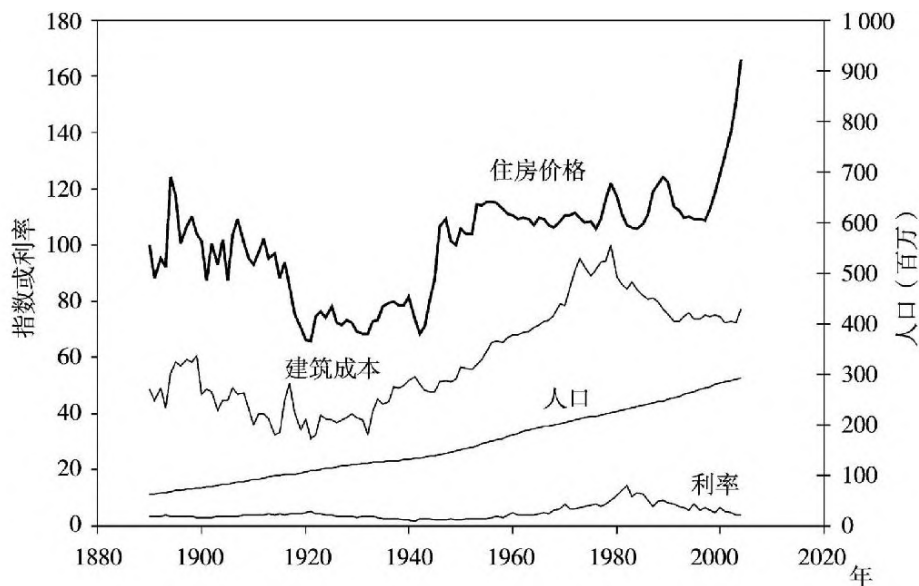


圖2—1 美國住房價格、建築成本、人口和利率走勢，1890—2004年

粗線（左邊的坐標）是經通貨膨脹調整的美國實際住房價格指數，1890年=100，在現有的指數和住房價格的原始數據的基礎上建立^[3]；細線（左邊的坐標）是經通貨膨脹調整的建築成本指數，1979年=100，在已公布的兩類建築成本指數的基礎上建立^[4]；細線（右邊的坐標）是從美國人口普查中得到的全美人口數量（百萬）；最下面的細線（左邊的坐標）是作者透過兩個資料來源構建的長期利率走勢。^[5]

圖中繪製的住房價格指數還存在一定的缺陷，尚需進一步改進，不過這是目前最好的長期指數。其他國家甚至還沒有公布這樣的長期住房價格指數。

請讀者注意從20世紀90年代末以來住房價格的異常變化。儘管房價的漲勢出現得相對較晚，但是這種飆升行情與20世紀90年代中期股票市場的行情十分相似，房地產價格從1998年開始上漲，而股市的飆升始於1995年（也有人認為是1982年）。1997—2004年，美國的實際

住房價格整體上升了52%。在美國一些熱點地區房價的漲幅高於52%，其他地區低於這一數值。儘管比不上1995—2000年間股票市場的三輪上漲，但比較美國住房價格的長期歷史趨勢，這一漲幅還是很驚人的。想要發現住房價格走勢的異常情況，我們不能只觀察近幾年住房價格的走勢。在美國歷史上，只出現過一次類似的住房價格的大幅上漲，那就是第二次世界大戰之後。

1998年以來住房價格的上漲遠快於同期收入的增長，這種價格的上揚已經影響到住房價格的長期穩定，尤其是價格波動最大的那些州。1985—2002年，美國住房價格波動最大的8個州的住房價格與年收入的比值由4.9升至7.7，因此在這些州，家庭預算面臨新的重大壓力，這種壓力來自如何償還抵押貸款。^[6]

通過考察圖2—1，你可能會得到這樣一個印象，1997年開始的住房價格上漲的勢頭是如此強勁，並且這一趨勢可能還會持續若干年。在1997—2004年間，住房價格上漲的勢頭如此堅挺，幾乎每一年的房價增長率都有所上升，預示著住房價格將繼續上揚。

預測投機性價格真的很困難嗎？如何才能預測房價？住房價格的變動真的接近隨機遊走狀態嗎？事實上，統計分析表明，住房價格的走勢具有一定的可預測性。^[7]但是，這種可預測性並不是在股票市場上追蹤熱錢的流向。由於住房市場的交易進入和退出成本較高，因此資金不可能像在股市中從事投機性活動那樣輕易地抓住獲取利潤的有利購買時機。對大多數人來講，利用房價的走勢獲取購買住房的有利時機不是一件容易的事情。

通過對住房價格預測模型的統計分析，我們發現在住房價格的波動中，有大約50%可以提前一年得到有效的預測。雖然50%的不可預測性似乎多了一點，但仍然有很多波動是可以預測的。回頭看圖2—1，有人可能會說，任何一個拿著鉛筆的人都可以判斷出美國住房價格的近期走勢，而未來一年內房價如何變化還是很難確定。房價的上漲趨勢是延續還是會減緩很難判斷，這種趨勢也可能會突然中斷，然後開始反轉。而且，如果將預測的期限增至5年甚至10年，誰也不知道房價會怎麼樣。但是，那些希望長時間居住的購房者們關心的正是這種長期預測的結果。

最後，我們想要了解如何通過歷史事件進行預測。很不幸，除了第二次世界大戰結束後的住房價格繁榮之外，在美國歷史上沒有其他的類似事件發生，而第二次世界大戰後的房價繁榮與近期的房價繁榮存在本質的區別，這意味著那些想為他們的預測找到科學基礎的統計學家們面臨著一個兩難選擇。

顯然，不可能僅僅依靠圖2—1中列出的建築成本、人口或利率來解釋美國住房價格的變化。住房價格每年變動的模式與其中任何一個因素沒有顯示出持續的相關，沒有一個因素可以解釋始於1998年的房價的火箭式上升。建築成本自1980年起，總體上就呈現持續的下降趨勢^[8]，人口增長也很穩定。雖然利率在下降，但長期利率的下降相對平緩，基本保持在20世紀80年代的水準。^[9]

通過比較圖2—1顯示的住房價格變動軌跡和圖1—1顯示的股票價格變動軌跡，我們可以看出，美國股市的繁榮與房地產市場的繁榮之間事實上不存在相關關係。一個唯一的例外是，始於1998年的房地產市場的繁榮發生在1995年股票市場開始明顯上升之後的幾年。這也許在一定程度上可以解釋為房地產市場對股票市場的反應：國際清算銀行最近發表的一份對13個發達國家住房價格的研究報告認為，住房市場的波峰平均比股票市場的波峰延遲兩年出現。^[10]

將房地產市場最近的交易行為和以前的行為進行比較，將有利於我們了解近期住房價格的異常波動。圖2—1顯示，真實房價在1890—1940年間是持續下降的。圖中顯示，第一次世界大戰前住房價格曾經出現過一系列的波動，但當我們試圖在相關日期的舊報紙上尋找這些明顯價格波動的證據時，卻發現一無所獲。我們懷疑圖2—1中描繪的早期價格波動是樣本誤差所致，因此沒有反映出真實價格的變化。我將在第6章進一步論述相關內容，以便讀者進一步理解這一問題。在本章中，我們將關注1940年之前的房地產價格的下降趨勢和房地產市場的不景氣。

19世紀末和20世紀初，在高速公路、運河和鐵路的大規模修建過程中多次出現了房地產泡沫，這些泡沫在我們的圖表中並未顯示。顯然，土地會由於周圍環境的變化如建築規劃突然變得看似更有價值。原先，土地資源非常充裕，以至在某些地方人們可以1美元的價格購買一英畝土地。一旦鐵路沿線的土地價格漲至2美元一英畝，投資收益將

會翻倍，這種前景對投資者來講無疑是令人興奮的。區域性的房地產繁榮不再是新鮮事。

第一次世界大戰後住房價格的大幅下挫可能與1918—1919年間的流感大爆發有關，28%的美國人被感染，67.5萬人因此喪生。^[11]流感迫使人們待在家裡而無法尋找新的住所，這必然會損害經濟，也將人們的注意力和談話內容帶離住房市場。在1920—1921年間，經濟又遭遇了嚴重的衰退。

此後人們迎來了20世紀20年代的經濟繁榮期，值得注意的是，在這一時期股票市場經歷了大幅上升，但住房價格卻沒有上漲。20世紀20年代著名的佛羅里達土地泡沫還不足以對全美國的居民產生影響。住房價格沒有隨著股票市場的變化上升，也沒有在1929年股票市場崩盤中跌落。但1929年後，名義住房價格還是有所下降；換句話說，住房價格與消費價格指數是同比比例下降的。由於抵押債務不與通貨膨脹掛鉤，名義住房價格的下降使得很多房屋所有者出現了家庭淨負債，迫使其拖欠房貸。另外，在經濟大蕭條期間，高失業率意味著許多人無法重新進行短期抵押貸款，迫使其違約，最終失去住房。但我們並不能因此認為，20世紀30年初期的住房危機與實際住房價格的下降有關，在1929年前後股票市場暴漲暴跌的過程中，實際住房價格始終很穩定。

下面我們來看一下迄今為止美國住房市場上最重大的事件：第二次世界大戰結束後住房價格的迅速攀升。儘管真實的漲幅還沒有得到準確測量，但是很明顯，至少在一些大城市裡，在這一時期實際住房價格出現了大幅上升。^[12]

這並不意味著投機性繁榮的出現，住房價格並沒有超越戰後新的均衡點，後來房價也沒有走向崩潰。報紙的住房市場板塊沒有使用住房泡沫之類的詞語，也不像我們在21世紀初看到的那樣，瘋狂的購房者不顧一切地希望趕在房價上漲之前買下房產，這與我們在第二次世界大戰後的報紙上看到的故事是截然不同的。

第二次世界大戰期間，政府限制嚴重製約了新住房的供給。戰後，退伍的士兵希望重新開始家庭生活，他們帶來了生育高峰。事實上，現有住房的價格在戰爭結束前的1942年後就開始上漲了，可能人

們已經預期到隨之而來的住房短缺。但即使戰後住房需求激增，也沒有出現真正的購買恐慌，因為隨著時間的推移，大量新建住房的出現大大提高了可用住房的存量。

1944 年美國頒布了《士兵權利法案》（the Servicemen's Readjustment Act），為1700萬人提供購房補貼。這一主要的政府津貼至今仍沒有取消，也帶來了持久的高房價。同時，這種做法也促進了美國國民的團結，阻止了投機氣氛的產生。富蘭克林·羅斯福總統稱，《士兵權利法案》引發了對美國軍人的明顯關注，美國人民不再讓他們失望了。^[13]在戰後高價購買住房的人，是那些迫不及待要搬進新居的人，而不是期待房價進一步上漲的投機者。其他人只是簡單地尋找一個臨時住所，希望等到房價下跌（從未出現過），或在為買房而存錢。事實上，第一次世界大戰後實際住房價格是經過一個曲折的下降期後才開始上漲的，這一價格下降期也混雜著投機性恐慌。人們一定記得第二次世界大戰後的那段插曲，在對戰爭結束後住房價格將飛漲的擔憂還未結束之前，人們又開始普遍擔憂類似20世紀30年代的大蕭條將重新出現。

看起來，大多數地區的人們並不擔心價格會超出市場的承受能力，他們並未完全預期到住房價格漲勢的到來。人們指望新增建築會阻止任何劇烈的房價上漲，事實上年新增住房數從1942年的14.2萬棟增至1950年的195.2萬棟。但即使是大量的住房供給也未阻止房價的上漲，人們普遍認為房價應該上漲。

現在的情況完全不同，人們日益感到擔憂和不安，股票市場和房地產市場不時出現的驟然波動反映了這一點。1997年後的繁榮開始之前，房地產市場經歷了兩次不合時宜的啟動（也可以說是失敗的上漲），一次在20世紀70年代末期，一次在80年代末期，出現了區域性的市場繁榮但並未擴展到全國。70年代末期的繁榮主要局限在加利福尼亞，80年代的繁榮則主要發生在東西海岸。

即使從1998年開始的美國房價的猛烈上漲，也不是在所有地方都有發生。圖2—2顯示了許多美國城市實際住房價格的走勢。波士頓和洛杉磯的房價走出了戲劇性的反轉行情，樣本期末的房價已經居高不下。但與此截然相反，密爾沃基和克利夫蘭的房價卻極端平穩，沒有偏離穩定的長期趨勢。在20世紀80年代，波士頓和洛杉磯的房價高漲

時，菲尼克斯的房價卻在下跌，與此同時密爾沃基和克利夫蘭的房價走勢極端平穩。邁阿密的房價在20世紀80年代末期走勢平穩，90年代初期下降，但2000年以後開始與全國房價一起攀升。

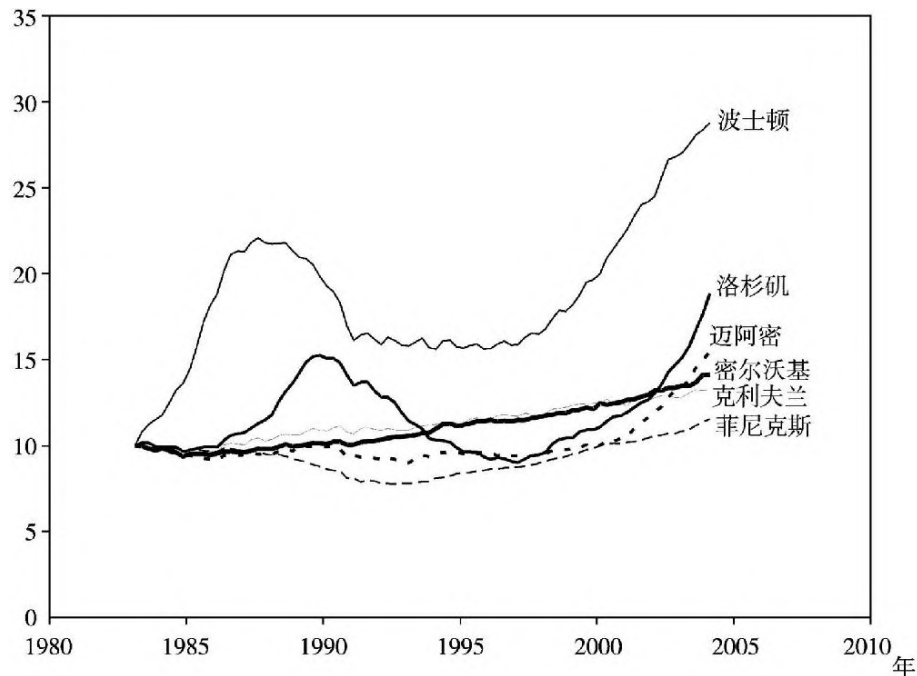


圖2—2 樣本城市住房價格季度數據，1983—2004年

資料來源：住房價格指數摘自Fiserv CSW公司，經由美國勞工統計局公布的消費價格指數平減，1983年=100。

人們普遍認為，美國不存在全國性的住房市場，只有區域性市場。不過，這只是一種觀點，並不完全是事實，而且越來越與事實相悖。美國許多地方的房地產市場都呈現出高度穩定和同趨勢變化，特別是在2000年很多市場均出現了快速的變動，越來越多的證據表明全國性的市場已經初露端倪。

開始於1998年的美國住房價格上漲最初集中在某些州和大城市附近，在房價上漲比較集中的地區，流傳著許多與住房市場繁榮相關的故事。很多人幾乎沒機會看房子一眼，就急匆匆地以高於開盤價的價格將前天才開盤的住房買走。人們擔心房價會出乎意料地快速上漲，導致他們買不起住房，因此才匆忙作出購買決定。但在一些沒有出現過房價瘋漲歷史的城市，很少有類似的故事發生，投資者對房價的變動也沒有什麼反應。

此外，在世界一些知名的大城市和相關地區，房地產泡沫正在形成。總的來說，這些地區正經歷著巨大的房地產泡沫。透過這些城市可以發現，不止一個國家的房地產市場正在發生這種情況，這是一個世界性的市場。圖2—3顯示了波士頓、倫敦、莫斯科、巴黎、上海、雪梨和溫哥華等知名國際化城市的住房價格。這些城市房價走勢驚人地相似（在經歷了20世紀80年代末到90年代末之間的停滯和下跌之後，住房價格開始了驚人的上漲），同樣相似的還有廣為流傳的有關住房的言過其實的興奮和投機的故事。最近並不僅僅只有這些城市遭受了巨大的房地產泡沫的衝擊，包括孟買、哥本哈根、都柏林、杭州、伊斯坦堡、馬德里、拉斯韋加斯、墨爾本、紐約、羅馬、聖地牙哥、天津和華盛頓在內的城市都面臨這一情況。房價引發了人們的興奮情緒，並且漂洋過海影響了全世界。

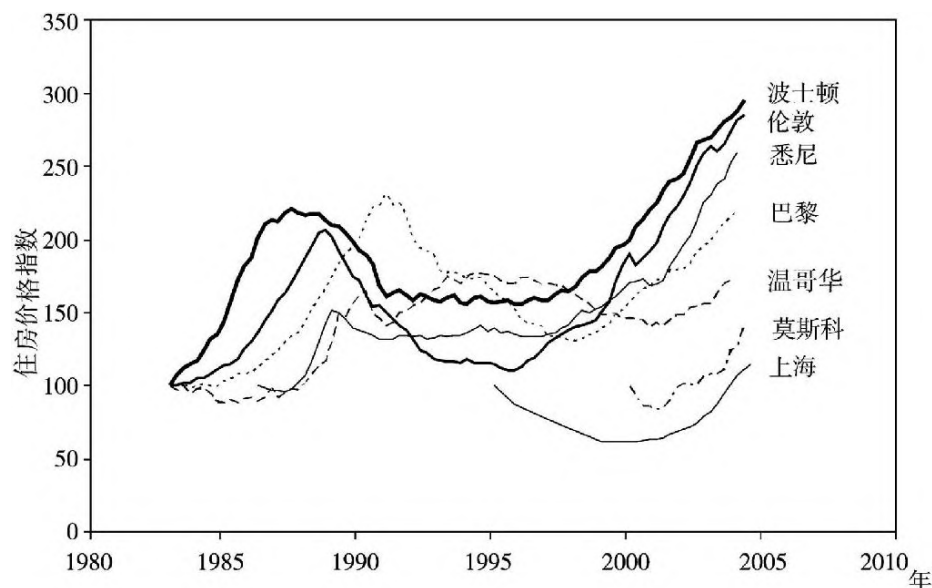


圖2—3 世界各地城市住房價格的季度數據，1983—2004年

資料來源：波士頓（1983年第一季度=100，粗線）：Fiserv CSW；倫敦（1983年第一季度=100，粗線）：Halifax；雪梨（1986年第二季度=100，細線）：Australian Bureau of Statistics；莫斯科（2000年第一季度=100，點線）apartment prices per square meter, Russian Guild of Realtors；巴黎（1983年第一季度=100，點線）price per square meter of existing apartments in Paris：Indice Notaire INSEE since 1991, before 1991 Chambre des Notaires de Paris, data courtesy Philippe Trainar, Fédération Française des Sociétés d'Assurances；溫哥華（1983年第一季度=100，虛線），index courtesy of Tsur Somerville, University of British Columbia；上海（1995年第一季度=100，實線）：China Real Estate Index System。上述每一個住房價格指數都經過了各自國家消費價格指數的調整。消費價格指數以1983年第一季度的數據為基期進行計算。

圖中的這些城市是根據它們房價運行軌跡的相似性來選擇的。事實上，世界上的其他一些城市顯示出完全不同的運行模式。如20世紀80年代，圖中顯示的城市經歷房價泡沫的同時，東京城市住宅用地的價格在1985—1990年間卻翻了一倍，但其後房價開始走下坡路，2000年後也未見起色，到2004年房價下跌了將近一半。^[14]1991—1995年間，德里中心地區的住房價格翻了一倍，圖2—2顯示的城市的房價卻在下跌。而到2003年前，圖2—2中城市的房價上漲的時候，德里的房價卻下跌了一半。^[15]儘管如此，如圖2—3所示，眾多世界最著名城市的房價走勢如此驚人地相似，還是有些令人迷惑不解。在本書後面的內容中，我們還會努力解釋這種相似性。

實際住房價格長期上升趨勢的缺失

在圖2—1中，讀者會發現一個明顯的特徵，從1890年開始實際住房價格沒有出現過連續的上升趨勢。實際上，2004年美國實際住房價格整體上比1890年上漲了66%，在此期間的上漲主要發生在兩個時期：第一個時期是第二次世界大戰以後的一段時間（第一次上漲發生在20世紀40年代早期，恰好在戰爭結束前）；第二個時期是20世紀90年代。它看起來是對20世紀90年代股票市場繁榮（或對股票市場繁榮和衰落）滯後反應的時期，初次上漲發生在1998年。這兩個時期之外的其他時間，實際住房價格基本上是平穩運行或者下降。此外，房價的總體漲幅也很小（1890—2004年的114年間實際住房價格上漲了66%，年均增長僅0.4%）。

人們之所以對房價的上漲印象深刻，可能是因為住房購買頻率很低，使得人們能夠記住很久以前的購買價格，並對先前的購買價格（房價包括消費價格指數更低時）與目前價格的差別感到吃驚。股票市場則不會發生這種情況，因為公司會週期性地拆股，以保證股票價格的穩定，在美國目前股價大約是每股30美元，因此人們無法像對住房一樣對股票價格進行長期比較。

例如，一個年紀稍大的人可能會奇怪：為什麼在1948年僅用1.6萬美元就可以買到的一套住房，到了2004年要賣19萬美元。乍看之下房地產投資利潤可觀，但事實上，1948—2004年間消費價格指數翻了8倍，因此實際住房價格只上漲了48%，每年漲幅不到1%。此外，這部分的增長中還包含了房屋品質的提高等因素。即使2004年該房產的售價達到36萬美元，這項投資仍然稱不上高回報，50年裡其實際價格只翻了三倍，年均增長不到2%。

為了進一步考察這些極少反映住房實際價值的數據是否存在錯誤，我請教了一些經濟學家，以幫助我找到其他更加長期的住房價格指數，從而為研究房地產價格的長期走勢提供獨立的證據。我能夠找到其他一些長期住房價格指數，即使這些指數不能涵蓋完整的時期或國家，但也可以為長期趨勢提供更多的線索。

美國的人口普查開始於1940年，每10年進行一次，調查會詢問房主對其住房的估價。1940—2000年間，經通貨膨脹修正的估價均值年均上漲2.0%，顯著高於圖2—1中住房價格指數揭示的0.7%的真實增長率。60年間2.0%的增長率意味著比總體評估的0.7%的增長率高出兩倍。但人口普查數據沒有考慮在圖2—1中顯示出的不斷提高的房屋質量和不斷增大的面積。根據美國人口普查，1940年以來住房情況已經發生了很大的改變，那時31%的家庭住房沒有自來水，38%的住房沒有浴缸或淋浴。與那個時期相比，現在人們的居住標準已經有了大幅提高，居住條件也相應得到了較大改善。從1940年到現在，在美國人口增長一倍的同時，人均收入提高了4倍，同時也修建了更多高級住宅。1940年那些狹小而低質的住房已經徹底消失了，所以我們從現在能看到的房子那裡得出一個錯誤的印象：過去的房子跟現在似乎差不多，這些老房子每年大約2%的增值就反映了這一點。

曾有學者構建了房價指數，以衡量1628—1973年間阿姆斯特丹一條古老的運河——海倫運河兩岸高品質住房的價格走勢。根據阿姆斯特丹大學教授皮耶特·艾可霍茲（Piet Eichholtz）的觀點，這一地區非常適宜構建房價指數，因為這裡的住房歷經幾個世紀仍然沒有什麼改變，而且房屋出售數據被精心地記錄和保存下來。正如人們期望從這一城市得到的，房價指數顯示這一時期大部分房價的波動與17世紀早期的鬱金香熱事件有關。根據艾可霍茲的數據，海倫運河的房價在1628—1629年和1632—1633年漲了一倍，此時正值鬱金香熱達到高潮的前期，1637年房價幾乎又跌回到1628—1629年間鬱金香事件之前的水準。住房市場當然是不穩定的，但當整個時期的房價指數經通貨膨脹修正後，我們發現房價上漲並沒有那麼多。1628—1973年間，海倫運河兩岸房價的實際年均增長率只有0.2%，實際房價經歷了350年才翻了一倍。^[16]

我的同事卡爾·凱斯（Karl Case）通過查詢諾福克那些未提及建築或建築改造的“由很多小塊土地構成的土地包”或“一大塊土地”的財產銷售契約登記記錄，構建了一個波士頓地區的長期土地價格指數。透過這種方法可以消除住房品質變化對價格指數的影響。他發現，1900—1997年，每平方英尺土地實際價格年均增長3.9%。這比圖中價格指數顯示的增長率高得多，已經超過了實際GDP的增長率。^[17]

另一個例子是發表於1933年，由芝加哥大學的經濟學家霍默·霍伊特（Homer Hoyt）對100年來芝加哥土地價格所做的一個著名的研究。霍伊特也發現了土地價格戲劇性的上漲。比如，霍伊特提供的數據顯示，1877—1931年，政府大街和密西根大街（主要的商業區）經通貨膨脹修正的實際土地價格年均增長5.9%，總共增長了22倍。^[18]

當然，波士頓和芝加哥的這些數據很難用來估計全美土地價格的上漲。波士頓和芝加哥在美國房地產市場不具有代表性。這些城市房價的驚人上漲主要是由於人們進行預測時缺乏自信所導致的意外情況。霍伊特對芝加哥地價驚人上漲的原因非常清楚。他注意到，“19世紀芝加哥地價的上漲與古代或現代任何一個百萬以上人口城市的情況都不相同……芝加哥在一個世紀的人口增長相當於巴黎在20個世紀裡的人口增長數量。”^[19]

此外，土地價格並不是一個很好的房價指示器，房價中除了土地價格之外還包括建築物價格。以前土地價格只占房價很小的一個比例，因此很多城市的土地價格可以在房價走勢平穩的情況下以相對較高的比率上漲。

數據資料中回饋的訊息使我們確信，過去幾十年中住房價格並未出現顯著的上漲。人們居住在比幾十年前面積更大、配套設施更齊全的家中。更多的人擁有自己的住房，而不是與他們的父母一起住到結婚為止。^[20]如果房價上漲很快，他們如何負擔得起？這意味著美國實際住房價格的漲幅必須低於人均收入的漲幅，1929—2003年人均收入年均增長2.0%。

圖中底部的曲線顯示，當住房價格的真實走勢存在某些不確定時，大多數證據表明，人們傾向於降低對於住房的平均估價等級。

實際住房價格沒有強勁的迅速上升趨勢的原因

數據顯示，美國在相當長的歷史時期內很少出現實際住房價格的上漲，讀者可能會對於這一結果感到困惑。很多人認為房地產價格的漲勢非常強勁，比如在日本、韓國和中國，這一現象被稱為“房地產神話”。那麼，究竟土地是不是很稀缺？住房價格是不是隨著人口和人們財產的增加而穩步上漲的？

事實上，理論證據顯示，住房價格漲幅超過一般消費品價格漲幅的趨勢並不顯著。因為在建築行業中，機械化水平日益提高。技術進步的速度可能比其他部門（諸如一些重要的服務部門）的速度要快。理髮師、教師、律師和法律顧問或多或少在重複他們以前做過的事情。但新材料、新建築設備、配件訂製、建造高層建築公寓大樓的新技術等，可以使房子更便宜。如果住房成本更低，那麼相對於其他產品價格，房價將傾向於下降。

圖2—2中顯示的一些城市，如克利夫蘭、密爾沃基和菲尼克斯，相對於需求而言擁有較豐富的土地資源。克利夫蘭是美國經濟較落後的地區之一，其可利用土地資源的需求壓力相對較小，密爾沃基在芝加哥人口稠密地帶外圍重要城市中排名最靠後，有豐富的農田。菲尼克斯最顯著的特徵就是土地資源豐富，乘飛機到這個城市的人們從飛機上可以看到，城市周圍有大量未開發的土地。此外人們也可以發現，儘管地處沙漠，菲尼克斯有來自科羅拉多河的水源，用水成本並不高。表面現象當然具有欺騙性。比如，當你參觀拉斯韋加斯後，也會得到城市周圍有大量可利用土地的相同印象。但在拉斯韋加斯的例子中，土地是美國政府所有的，其土地管理局不願意將更多的土地開發。考慮到這個因素，拉斯韋加斯的土地價格出現與菲尼克斯截然相反的高漲也就不足為奇了。

雖然開發商們的眼睛總是盯著那些擁有理想開發地點、土地資源豐富的城市，但他們有時也會抱怨土地短缺和由自然保護主義者及鄰里協會帶來的阻礙。不過，他們真正關注的是他們最有興趣開發的那些優質土地的稀缺。

數據資料顯示，上述這些城市的房價走勢很少大幅偏離建築成本。這是因為，如果房價遠遠高於建築成本，開發商就有動力向市場供應更多的住房。住房供給會穩定增長，直到供給的增加導致住房價格重新接近其建築成本。

在這些城市出現的情形可以代表美國大多數城市的狀況。可以建造房屋的土地當然很稀缺：包括一些利用圍海造田開發土地的項目也不能再製造出更多的土地。但一國土地中絕大部分還是農業用地、林地和其他一些未被集約使用的土地；這些土地單位建築面積的價格很低，因此還有很多住房未被開發。根據2000年的人口普查數據，美國城市土地面積只占全部土地面積的2.6%。

如果人們能夠從長遠利益出發對房地產市場的狀況作出理性的判斷，那麼就應該建立一個保障機制來阻止房價過快上漲。如果房價的上漲迫使人們必須用家庭收入的很大一部分來償還購房抵押貸款，那麼這將會產生很強的激勵引導房地產投資向低成本地區轉移。從長期來看，這種保障機制是為了阻止經通貨膨脹修正的房價上漲過快和房地產泡沫的破滅。這種保障機制在那些郊區有大量可利用土地的城市更有效。當然，保障機制在那些可利用土地很少的城市也有效，因為如果房價太高，居民和企業將會遠離甚至完全離開這一地區。

居住在大城市的人們經常會認為作為房價最主要組成部分的土地價格會不斷上漲。他們確信居住在這些地區具有得天獨厚的優勢，人們可以享有生活在名人聚居區的聲望，也可以從這些地區的商業機會中獲取利益。那裡的居民很容易認為，會有越來越多的人抱有和他們一樣的想法，人們會繼續哄抬他們所在城市的房地產價格，房地產市場上的非理性繁榮開始出現。

但事實上，如果房價相對於居民收入漲得太高，人們就很難負擔得起一套像樣的住房。人們的想法也會因此發生變化。他們將逐步意識到，居住在大城市裡給人們帶來的聲望並沒有那麼重要，儘管個別城市由於擁有獨特的商業活動而名聲在外。人們會發現擁有同樣商業活動的其他中心在不斷建立起來，最後會引發企業重新選址，人口會由老的中心向新中心轉移，從而對老中心的房地產價格產生壓力。

除此之外，過高的房價將帶來政治壓力，迫使政府放鬆對土地使用的限制，最終導致這些大城市住房供給（如高層公寓）的增長。

因此，我們從目前大城市房價的波動中很難看出房價的長期走勢。當人們樂觀時房價上漲，但房價過高時又會有很多因素迫使其下跌。這在圖2—2中表現得非常明顯，從1980年開始洛杉磯房價的漲幅很少超過密爾沃基，但這一過程中洛杉磯的房價經歷了兩次上漲和一次下跌。

基於上述分析，購買住房相對於股票市場來說是一項收益較低的長期投資。雖然房地產市場偶爾也有波動，但對於長期投資者並沒有獲利空間。當然，擁有自己的住房可以獲得潛在的好處，即由住房提供的庇護和其他服務，這些收益是免稅的。經常有人說，買房子比租房具有稅收優勢。如果居住在同樣房子裡的兩個人彼此交換住房，每個人都要付租金給對方（租金收入可以抵償所付的租金），從經濟的視角來看這樣做是毫無意義的，但會產生稅收。如果租金收入需要繳稅的話，就無法全部抵償所付租金。正是由於這個原因，大多數人更願意買房而不是租房。

人們更願意買房而不是租房的另一個原因是，租房合約在執行過程中可能遭遇道德風險：沒有足夠的激勵因素促使租房者像房主一樣愛護屋內的財物。道德風險問題導致的結果就是更高的房租和對房主在租期內進行變更房屋產權等活動權利的限制。

目前，還沒有辦法精確度量購買住房相對股息收益（通常是要繳稅的）而言所獲得的免稅收益以及購房者的購房行為所導致的生活成本的變化。事實上，住房提供的潛在收益很難精確度量，因為很難將擁有和居住在住房所獲得的精神收益以及保養房屋所付出的精神上的成本轉化為貨幣價值。此外，像投資股票一樣，精神收益與投資住房的數量並沒有直接聯繫。如果一個人購買了超過自身需要的過多住房，在精神上反而是一種負擔。

因此，沒有一個人能夠確保自己在房屋或股票投資中始終保持良好的狀態。人們的感受最終取決於不同人的體會和環境因素。個人購房者經常會改變對於投資住房所獲優勢的觀點。我們將在本書後面的章節中看到有關這種改變的證據。

當時和現在的非理性繁榮

我和我的同事已經發現了這些年來公眾對於房地產投機的看法正在改變的一些線索，並且透過閱讀19世紀末以來房地產市場的英文報紙和雜誌證實了這種改變。我們發現直到20世紀90年代，報紙和雜誌都很少談論諸如全國性房地產價格泡沫的相關內容。那時的人們看起來對我們現在談論的“非理性繁榮”認識很少。“繁榮”一詞在20世紀經常被用於描述房地產市場的狀況，但早些年該詞更多地是指建築行業的繁榮（如度量新建房屋的數量）。經濟學家描繪全國房地產市場的情況時並不常提及泡沫或者投機。與建築成本相比，人們更多地關心房價的趨勢，各種文章更多地傾向於討論可售住房的短缺而不是房價的上漲。

一個典型的證據是，在1968年全美房地產協會上公布的現有住房的中間價格第一次被主要報紙引用之前，沒有對美國現有住房價格指數進行過任何有規律性的發布和引用。^[21]在我和卡爾·凱斯於20世紀80年代末發表的兩篇文章中，提出了權重重複銷售法，並將其用於估計美國主要城市的房價指數，在此之前還沒有高品質的房價指數出現。這一方法後來被由美國政府資助的聯邦國民抵押貸款協會（Fannie Mae）和聯邦住房貸款抵押公司（Freddie Mac）以及美國聯邦住房企業監督辦公室（Office of Housing Enterprise Oversight, OFHEO）等引用。

2000年以後《經濟學家》（*the Economist*）開始在不同國家發布房價-租金比的相關數據（類似於股市的市盈率指標），直到那時這些數據才被新聞媒體重視。

正因為如此，那些可以引發非理性繁榮的公眾價格訊息，直到20世紀末才開始發揮作用。在此之前，報紙雖然會不時探討價格的變化，但往往是報導一些與此相關的軼聞趣事或者房地產經紀人對於未來的預測，即使是這類報導也並不多見。由此可見，公眾對房地產價格走勢缺乏興趣。^[22]

1960年以前，普通公眾對房地產市場的討論更多的是表達對房東從房客身上收取過高租金的不滿，很少探究普通家庭住房價格的成

因。那時人們生活在資本主義經濟不是很發達的時候，他們還很難從根本上相信對財產價值的高估可能帶來的利益。

在20世紀90年代以前，公眾的注意力集中於租金控制和住房合作運動上，他們會團體購買公寓大樓，並且同樣作為一個團體來管理和控制它。從當時房地產市場上這些政府和團體干涉活動的典型示例，人們似乎可以想像是政府力量推動的某些活動導致了價格的失控。

當租金控制和住房合作運動開展了一段時間之後，激發了這些運動的空想主義大部分已經被遺忘。最近10年，公眾開始更多地關注使用市場的辦法，而不是透過干涉和控制來解決經濟問題。這種趨勢使人們更多地擔心住房價格可能產生的不穩定，人們也開始關注會引發泡沫的市場回饋機制。

我們分別在Proquest資料庫和Lexis-Nexis資料庫所收錄的全球英文報紙中查詢了“房地產泡沫”或“房價泡沫”一詞，其中Proquest資料庫的相關訊息從1740年開始，而Lexis-Nexis資料庫從20世紀70年代開始。結果顯示，這些詞在1987年股市崩盤之前很少使用（這一事件後人們開始談論泡沫，許多國家也開始出現非常快速的價格上漲），但1987年以後這些詞又很快銷聲匿跡了，在20世紀90年代末期這些詞又重新出現，2000年以後被大量使用。

以前人們的生活非常簡單，他們儲蓄，並在正確的時間購買住房。人們購買住房是將其作為正常生活的一部分，並不想去擔心房價會發生什麼問題。像在其他市場一樣，住房市場上投機行為的不斷增加徹底改變了人們的生活。諸如高速公路、運河和鐵路的修建等導致的價格變動，曾經只是房地產市場的局部波動，或者單獨事件。如今已經成為全國性甚至是國際性的事件，成為新經濟時代廣為流傳的故事。住房價格的變化是公眾財產價值觀念的改變，以及人們對投機活動更為關注的一個體現。

研究路徑

為了更好地理解不同地區房價波動之間的區別，我們還需深入分析。下面，我將有步驟地對泡沫理論進行闡述，然後在本書的最後一章中，從不同角度對這一理論進行重新解釋。事實上泡沫理論不僅適用於股票市場和房地產市場，也適用於任何其他投機性市場。迄今為止，這一理論還只是一個基礎性的理論模型，一個理解價格運動簡單明瞭而又必不可少的回饋模型。

【注釋】

[1] 總部位於巴塞爾的國際清算銀行較早地收集了世界各地的房地產價格數據，但是並未將這些數據整理出版。倫敦的《經濟學家》雜誌收集了相關的房地產指數，這些指數與國際清算銀行的數據類似，也經常被用於各國間房地產價格的比較。

[2] 中國政府允許以非常快的速度建造住房，而不像其他國家那樣有更多的地域和環境限制。由於供給的增加，北京的實際住房價格非常穩定。根據中國房地產價格指數系統（China Real Estate Index System, CREIS），2004年北京實際住房價格較1998年增幅不超過1%（China Estate Statistical Yearbook）。

[3] 圖2—1是我建立的住房價格指數。建立這一指數時，首先將每年的住房價格指數連接起來，建立一個名義住房價格指數，然後再利用消費價格指數扣除名義價格指數中通貨膨脹因素的影響。

雖然在1960年以前住房價格指數還未定期發布，有些經濟學家已經在獨自構建住房價格指數，這些指數涵蓋了1890年以來的絕大多數年份。我們發現1890—1934年和1953年至今的住房價格指數都假定房屋的品質是不變的。

1890—1934年的名義住房價格指數來自Leo Grebler, David M. Blank, and Louis Winnick, *Capital Formation in Residential Real Estate* (National Bureau of Economic Research and Princeton University Press, 1956)。該指數是在調研了美國22個城市的私有房主的基礎上建立的一個重複測量的指數，調查要求房主提供1934年他們住宅的價值以及購買日期和購買時的價格。與簡單的期望價格不同，由於該指數建立在對個人住房重複測量的基礎上，它可以避免由於住房被出售或面積增大以及品質變化導致的偏差。該指數的缺陷在於，早期住房的購買價格依賴於房主的記憶。

我們建立的1934—1953年的名義住房價格指數是利用報紙上廣告刊登的5個城市住房價格的平均數計算出的一個簡單平均數。這五個城市是芝加哥、洛杉磯、紐奧良、紐約和華盛頓特區。我的學生們從耶魯大學圖書館的微縮報紙上搜集了前4個城市近30年的數據；華盛頓特區的數據只涵蓋1934—1948年，數據來自E. M. Fisher, *Urban Real Estate Markets: Characteristics and Financing* (New York: National Bureau of Economic Research, 1951)。1934—1953年的期望值指數無法糾正住房品質變化的影響，我們使用的另一個時期的指數可以做到這一點。住房面積的增大和品質的提高會導致住房的期望價格偏高，這也是我儘量避免使用期望價格的原因。

1953—1975年的名義住房價格指數使用的是美國消費價格指數中住房購買部分的數據。勞工統計局搜集了這些年裡居住年代和居住面積保持不變的住房數據。20世紀80年代以後，

他們停止搜集這些數據，轉而利用等值的住房租金來計算相關的消費價格指數，試圖通過上述改變糾正消費價格指數中住房購買部分概念上的缺陷：這一消費價格指數被認為是消費品或服務的價格，而不是投資品的價格。在我們的研究中，購買二手房應該屬於該指數的計量範圍。但房屋購買部分的數據存在缺陷，最明顯的是這部分數據只統計了由政府津貼抵押貸款購買的住房，勞工統計局用來糾正抵押貸款最高限額的程序不是最優的。參見J. S. Greenlees, “An Empirical Evaluation of the CPI Home Purchase Index 1973-1978,” *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1982。對在這裡使用的1975年以前的指數更為詳細的討論，請參見“Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17 (1982) : 203-238。

1975—1987年的名義住房價格指數來源於美國聯邦住房企業監督辦公室發布的美國住房價格指數（OFHEO），可以訪問其網站。這是一個重複銷售指數，考慮了住房品質的變化。1987—2004年的名義住房價格指數來源於Fiserv CSW公司出版的重複銷售的美國住房價格指數。

從1987年起，CSW和OFHEO的數據顯示出非常類似的時間序列走勢。其中CSW數據中房價的增長幅度更為顯著，我們將其歸因於CSW的數據只統計了實際銷售價格，而OFHEO的數據既統計了實際銷售價格，也統計了評估價值。評估價值對市場條件的變化反應要慢一些。

本書中使用的扣除通脹因素的實際消費價格指數見圖1—1。

[4] 該指數將兩個建築成本指數結合在一起。第一個1890—1915年的指數摘自Leo Grebler, David M. Blank, and Louis Winnick, *Capital Formation in Residential Real Estate* (Princeton, N. J. : Princeton University Press, 1956), Table B-10, col. 1 (Housekeeping), p. 342。該指數是由房地產交易中以小時計量的工資和一個原材料價格指數加權平均而來。第二個指數是工程新聞記錄建築成本指數。該指數記載了1915—2004年20個城市的成本數據，包括泥瓦匠、木匠和建築工人在內的技術工人66.38工時、25英擔的標準結構型鋼，1.128噸波特蘭水泥和1088塊寬為2英寸、長為4英寸的木板。

[5] 1890—1953年的利率走勢摘自Sidney Homer, *A History of Interest Rates* (New Brunswick, N. J. : Rutgers University Press, 1963), Tables 38 (col. 3), 45 (col. 15), 48 (col. 1), and 50 (col. 1), interpolated from annual to monthly。1953年4月至2004年的10年期國庫券的月收益，來自聯邦儲備系統。這裡的長期利率走勢參見Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, 3rd ed (New York : McGraw-Hill, 2002), also available at <http://jeremysiegel.com>。Siegel describes the series in Jeremy J. Siegel, “The Real Rate of Interest from 1800-1990 : A Study of the U. S. and the U. K.,” *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992) : 227-252。

[6] 這些州是夏威夷、康乃狄克、新罕布夏、加利福尼亞、羅得島、麻薩諸塞、紐澤西和紐約。參見Karl E. Case and Robert J. Shiller, “Is There a Bubble in the Housing Market?” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003-II, pp. 299-362, Table 1。聯邦儲備系統的一項研究發現，地方性數據中沒有明顯的證據證明高的房價收入比會預示未來房價的下跌。參見Joshua Gallin, “The Long-Run Relation between House Prices and Income : Evidence from Local Housing Markets” (Washington D. C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003. 17, 2003)。但這項研究使用的23年的數據正好截至全國性住房繁榮的中期，用來分析這一現象缺乏足夠的說服力。

[7] 參見Karl E. Case and Robert J. Shiller, “The Efficiency of the Market for Single Family Homes,” *American Economic Review*, 79 (1) (March 1989) : 125-137。

[8] 根據聯邦儲備系統的一項研究，1970—2003年，住房重設成本比住宅用地價格的走勢平穩得多。參見Morris A. Davis and Jonathan Heathcote, “The Price and Quantity of

Residential Land in the United States” (Washington D . C . : Board of Governors of the Federal Reserve System , Finance and Economics Discussion Series No . 2004-2037 , 2004) 。

[9] 紐約聯邦儲備銀行的喬納森·麥卡錫 (Jonathan McCarthy) 和理察·皮奇 (Richard W . Peach) 得到了一個完全不同的結論。他們在2004年7月的文章中寫道, “房價本質上是隨著家庭收入的增加而上升, 隨著名義抵押貸款利率的下降而下降”。參見Jonathan McCarthy and Richard W . Peach , “Are Home Prices the Next ‘Bubble’ ? ” *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* , 2004 , p . 1。他們得到完全不同結論的原因部分歸咎於他們的分析選擇的是新住房的指數, 即所謂品質不變的新住房價格指數。品質不變指數在過去20年裡的增長小於二手房指數, 說明沒有泡沫。新住房價格與建築成本比較接近, 因為新住房傾向於修建在土地資源比較豐富的地區; 我們不能指望在新住房價格中觀察到泡沫。我們也不能期望新住房價格泡沫的破裂: 新住房不可能修建在房價低於建築成本的地方。麥卡錫和皮奇建立的結構性住房市場模型解釋了在他們選定的樣本期1981—2003年間, 住房價格的變動與利率的變動是吻合的, 當利率開始出現反轉性的下降趨勢時, 住房價格正好處在一個較長時期的較高水準。看起來他們是對的, 但在美國的大多數地區, 沒有一個房價大幅上漲的地區不伴隨著泡沫的出現。

[10] 參見 Claudio Borio and Patrick McGuire , “Twin Peaks in Equity and Housing Prices ? ” *BIS Quarterly Review* , March 2004 , pp . 79-93。在美國, 從20世紀30年代起固定的長期貸款利率成為主流。看起來在那些實施浮動利率的國家, 房價對利率的變化更為敏感。參見Kostas Tsatsaronis and Haibin Zhu , “What Drives Housing Price Dynamics : Cross-Country Evidence , ” *Bank of International Settlements Quarterly Review* , March 2004 , pp . 65-78。另一項對6個工業化國家的研究發現了利率、股票市場和經濟總體的活力對住房價格的影響。參見Gregory D . Sutton , “Explaining Changes in House Prices , ” *Bank of International Settlements Quarterly Review* , September 2002 , pp . 46-55。

[11] 按照美國的標準, 第一次世界大戰比第二次世界大戰的規模小得多。一戰中, 美國軍隊中的男性只占全體男性公民的9%, 而在二戰中這一比例為24%。美國在一戰中的實際參戰時間只有7個月, 而在二戰中參戰時間為4年零5個月。

[12] 數據考察了1934—1953年5個美國大城市, 其中每一個城市二戰後的房價都顯示出急劇的上漲。但這些城市的房價上漲與全國房價上漲的關係不是很清楚。因此我試圖找到全美房價上漲的其他一些相關證據, 特別是有關二戰以後住房價格出現的大幅上漲。美國人口普查局搜集了從1940年起由房主估計的住房價格的數據。這些數據顯示, 1940—1950年, 房價漲幅中的45%是由於通貨膨脹的影響造成的, 而我們的數據中是30%。

《紐約時代周刊》1951年的一篇文章報導了一項對150個城市的調研, 由道瓊服務公司副總裁邁倫·馬修斯 (Myron L . Matthews) 所作, 比只有5個大城市的調研更有代表性。該調研顯示, 在代表性城市中, 1941年一套6000美元的房子現在標價13860美元。(Lee E . Cooper , “Effects of Curbs on Building Loans Will Appear Soon , ” *New York Times* , April 22 , 1951 , p . 225 .) “代表性城市”一詞有一點模糊, 但這些數字顯示1941—1951年間名義住房價格上漲了131% (實際上漲了28%) , 與我們的指數估計的154%的名義住房價格的漲幅 (實際上漲了41%) 差別不大。

但《紐約時代周刊》1949年發表了一篇報導美國國家房地產董事會協會所作的對276個城市更大範圍調研的文章。該文章報導, 自1940年以來這些城市的住房價格平均只上漲了大約50%。(Lee E . Cooper , “Realty Men Look for Further Rise in Housing Prices , ” *New York Times* , May 3 , 1949 , p . 81 .) 因為1940—1949年消費價格指數上升了73%, 其數據顯示在這一時期實際住房價格下降了13%, 而不是我們的數據所顯示的上漲22%。但276個城市平均住房價格的上漲與全國住房均價上漲相比很可能出現負偏差, 因為研究樣本過於強調小城市。該研究也承認在一些擁擠的地區, 買房者不得不支付比過去高出一倍的價格。我們的指

數顯示，1940—1949年間名義住房價格上漲了111%，說明我們的數據較第二次世界大戰後全美的房價上漲存在正偏差。

[13] President Franklin Roosevelt's statement on signing the GI Bill , June 24 , 1944 , Franklin D . Roosevelt Presidential Library and Museum , <http://www.fdrlibrary.marist.edu> .

[14] 數據來源： Japan Real Estate Institute , Shigaichi Urban Land Price Index , Tokyo Metropolitan Area , deflated by the consumer price index .

[15] Prime Residential Properties , rupees per square foot , deflated by the consumer price index , Knight Frank India .

[16] 參見Piet Eichholtz , “A Long Run House Price Index : The Herengracht Index , 1638-1973 , ”unpublished paper , the University of Limburg and the University of Amsterdam , 1996。

[17] Case , Karl E . , “Measuring Urban Land Values , ”unpublished paper , Wellesley College , October 26 , 1997 .

[18] 根據霍依特書中的表XLIV計算， “Land Values on North-South Streets in the Central Business District of Chicago , 1830-1931 , ”p . 345 , in Homer Hoyt , *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (Chicago : University of Chicago Press , 1933)。經過比較，我選擇了1877年和1931年的數據，因為根據美國經濟研究局的界定，二者都處於經濟不景氣中期，事實上都處在衰退之中，因此在經濟條件上具有可比性。

[19] Hoyt , *One Hundred Years of Land Values in Chicago* , p . 279 .

[20] 美國人口統計資料顯示，新住房的平均面積由1970年的1500平方尺增加到2000年的2 200平方尺，家庭規模由1970年的每戶3.1人下降到2002年的每戶2.8人。

[21] 一項研究發現，第一次對住房銷售中間價格進行披露的主要報紙是1968年的《華盛頓郵報》 (*Washington Post*)。參見 “Average Sales Price Up \$1000 to \$20630 , ” *Washington Post Times Herald* , October 5 , 1968。很明顯，之前並沒有被廣泛認知的定期披露的住房銷售價格指數。《紐約時報》1963年的一篇關於由政府披露的新住宅的中間價格的文章指出：“這項全新的研究引起了房地產行業廣泛的興趣，一個原因就是之前還沒有政府或行業的統計報告關注房屋的銷售。”參見 “New Home Study Arouses Interest , ” *New York Times* , October 13 , 1963。

[22] 在1960年國會創立房地產投資信託之前，美國還沒有公開交易的房地產證券，因此在公開的價格中還無法記錄有關房地產投機活動的訊息。即使信託設立以後，房地產投資信託的投資績效還不是個體房主投資績效很好的指示器，因為住房的本金和由其產生的投資收益仍然存在本質的不同。

第I篇 結構因素

第3章 誘發因素：市場經濟的疾速發展、網際網路以及其他事件

是什麼最終引起了1982—2000年間許多國家股票市場的大幅攀升？為什麼即使經歷了過去幾年的調整，市場仍然處於一個較高的價格水平？在經歷了股市的繁榮之後，又是什麼因素推動了世界各地房地產市場的繁榮？顯然，僅僅籠統地說市場受到了非理性繁榮的衝擊是不足以解釋以上這些問題的。我們必須詳細說明是何種因素導致了市場如此戲劇性的表現。

事實上，絕大部分歷史事件的發生往往不僅僅是單一因素作用的結果。當事件朝著一個極端的方向發展，通常是由於眾多因素共同作用，其中任何單個因素都不足以解釋整個事件。羅馬不是一天建成的，也不是毀於某一突發的厄運。應該說，羅馬的滅亡是各種因素——重要的和次要的，間接的和直接的——共同作用的結果。當然，對於那些尋求科學精確性的人來說，這一模稜兩可的說法難以令人滿意。不過，要確定和分離出各種誘發因素卻是極為困難的。但這正是歷史的本質，同時它也使得人們有必要不停地去尋找更全面的訊息，以便能了解這些誘發因素的大概輪廓。

第1章中，我們看到了一些因素，它們似乎可以在某些時候“解釋”市場的變化。比如長期利率有助於解釋住房價格的走勢。事實上，現實經濟生活中往往有大量因素看似能夠“解釋”價格投機行為，然而，我們卻不可能對所有這些因素進行充分的分析。我們必須排除干擾，找出其中最主要的因素來加以研究。比如，長期利率就不是一個真正的外生因素，它只是市場供求變化所導致的一種現象。而供給和需求才是真正決定股票市場價格水平的根本因素。供求雙方的行為是市場心理研究的一部分，正是這種行為驅動了股票市場的變化。因此，我們必須儘可能理解市場心理因素的本質。

了解促使市場變化的因素是非常困難的，因為一些重要市場事件發生的時間往往與它的誘發因素（precipitating factors）發生的時間並不完全同步。誘發因素的變化通常體現為一種中期趨勢，因此，當公眾注意到這種變化時，它已經發生了很長一段時間。而人們對市場或彼此行為的反應直接決定了特殊市場事件發生的時機，這體現了市場

內在運行機理的複雜性，我們將在下一章中討論相關問題。但是如果我們想要了解市場變化的原因，就必須首先考察其誘發因素。

我們知道，雖然在雪崩發生時並不一定會有突然的降雪或氣溫的變化，人們仍然可以透過長期監測降雪量和氣溫水平來預測雪崩的發生。當然，這樣做也許永遠不可能說明雪崩發生的精確時間。對於股票市場和其他投機市場的研究也是同樣的道理。

在本章中，我們來看一張列舉了12個因素的清單，它可能有助於解釋1982—2000年全球股票市場的上漲和90年代後期許多城市房地產價格的上漲。這兩個市場的上漲行情並不同步，而是交替展開的，並且一些相同的誘發因素在兩個市場上都發生了作用。

在此，我將集中闡述那些已經對市場產生了影響的因素。儘管在經濟理論中總是強調理性，但是我列出的這些因素卻與所謂的理性存在著衝突。由於在這一時期，一些我們在經濟學分析中經常考慮的基本經濟變數的變化（例如收益的增加、實際利率的改變）較小，因此在這一清單中我們並不考慮這些因素。事實上，正是因為各種投資市場具備了對這些因素作出恰當反應的能力，才使得運作良好的金融市場在總體上促進了經濟運行效率的提高。^[1]這張清單是我特別構造出來幫助我們理解股票市場和房地產市場的最新情況的，因此它將集中研究非理性行為對於股市的影響。

一些觀察家認為，職業投資經理更具有判斷能力，並且他們總是努力去消除非職業性投資大眾所帶來的“非理性繁榮”。他們認為，在職業和非職業投資行為中應該能夠發現顯著的差別。^[2]然而，職業投資者和個體投資者一樣也會受到來自流行投資文化的衝擊，我們在這裡討論的許多因素也毫無疑問地影響了他們的投資決策。並且這些專業人士通常也會向個體投資者提供投資意見，因此事實上職業機構投資者和個體投資者之間並沒有截然的區分。在詳述這些因素時，我將描述大眾的反應，而不僅僅是職業投資經理的反應。

我們列出的部分因素發生在股市背後，包括資本主義的發展、對商業成功的日益強調、訊息技術革命、生育高峰（baby boom）結構、通貨膨脹率下降、“貨幣幻覺”（money illusion）、嗜賭成風和樂於冒險等等。其他因素則發生在股市前台，形成了不斷變化的投資文化，

包括激增的媒體財經報導、股票分析師極其樂觀的預測、401 (k) 計劃 [401 (k) plans] 的推廣、共同基金 (mutual fund) 的激增、交易額的增加等。

促使市場泡沫產生的12個因素

市場經濟的疾速發展與業主社會

冷戰結束以後，中國從20世紀70年代末開始接受了市場經濟，蘇聯內部市場化的程度也在持續增強，並且在1991年解體為若干個以市場為導向的國家。這些具有不同歷史背景的國家在20世紀90年代紛紛建立起了各式各樣的金融兌換機制。世界各國的金融市場正迅速發展。任何研究金融發展史的人都知道，20多年前許多國家還不能建立自己的股票市場指數，但是現在情況不同了，幾乎各個國家都有了各自的金融市場。在世界上的大多數地方，自由市場的建立和發展正在成為一種趨勢。

美國總統喬治·布希曾經稱美國社會為“業主社會”（ownership society）。所謂的私有財產是指每個人擁有的財產，而不僅僅指資本家的財富。布希希望將住宅所有權擴大成為社會產權的一部分，並鼓勵人們通過養老金帳戶投資於股票市場。私有財產的範疇將遠遠超出它傳統的領域，延伸到保健帳戶和教育券制。經濟學家認為私有財產的存在在調整人們的生活目標和創造忠實的公民等方面具有一定的效力，並且將這一論斷運用於國家政策的制定。^[3]

20世紀80年代末90年代初美國的許多企業進行了大規模的裁員，這種裁減冗餘人員的運動導致了人們工作穩定性的下降，使人們對生活的看法產生了變化。之前，人們普遍認為僱主和雇員間存在著不成文的忠誠協定，而現在自己或他人被解僱的經歷則違背了原先的協定。這樣的經歷促使工人必須儘可能減少對僱主的依賴，掌握自己的命運，使自己成為獨立的經濟實體，而不是一個龐大的經濟組織的一部分。通過追求投機性投資，人們為自己開拓了第二職業——在那裡，人們最終當了自己的老闆。並且在很多情況下，第二職業提供了收入來源，這是個人通過與外部世界的直接接觸獲取的收益，而不再僅僅是作為組織中的一員分到的收入。

在減少對僱主依賴的同時，人們離開其他組織的趨勢也很明顯。比如，工會長期處在衰退狀態：2000年股市達到頂峰，參加工會的工人的百分比從1983年的20.1%下降到13.5%。這種下降趨勢在私營部門

更為顯著，在那裡這一百分比從1983年的16.5 %下降到2000年的9.0 %。即使在經濟衰退和股市的大幅調整之後，這種下降的趨勢依然在延續。2003年，仍然留在工會的員工的比例為12.9 %，而私營部門中的這一比例下降到8.2 %。^[4]這一下降的原因頗具爭議，但關鍵因素在於，工人間的團結和忠誠感逐漸消逝，取而代之的是一種追求個人經營成功的風氣。

1844年以羅奇代爾公平先鋒社（ Rochdale Society of Equitable Pioneers ）為代表的英國合作運動拉開了序幕。羅奇代爾公平先鋒社是一個私人俱樂部，它以合理的價格向會員提供食品，這個組織在此後的幾十年中不斷發展。到了20世紀中葉，合作運動已經擴展到了全世界。而此後，合作公寓和合作農場的創立進一步成為了許多重要歷史事件的起因，這些事件象徵著人本精神戰勝了市場力量。但是此後許多這樣的組織都逐漸消失，即使生存下來的那些組織，它們的合作者原先的道德力量也不復存在，只留下制度文本見證著它們的初衷。

缺乏社團的支持，人們感覺被逐漸推入一個迅速變化著的世界市場，這可能使他們變得富裕，但也可能使他們突然跌入貧困。在我們2004年對近期購房者進行的調查中，有這樣一個問題：“你是否擔心你或者你的家庭成員的收入水平在未來的幾年中會因為經濟環境的變化（比如國際競爭的加劇或者計算機技術的發展）而低於你的預期水平？”在442位受訪者中，有接近半數（48 %）回答擔心。其中一些人說，他們購買房屋的一個動機就是安全感，面對著諸多其他的不安全因素，住宅所有權為他們提供了一種安全感。^[5]

人們擔心自己的勞動正像日用品一樣在國際上被買賣，這種想法促進了他們對於股票和房地產價值的認可。人們認為，作為投資品，它們的價值將比自己勞動的價值更加持久。與此同時，生活安全感的降低和無線通訊設備的普及帶來了名人文化的升溫。由於擁有巨大的市場價值，名人們的形象往往會得到進一步的提升。他們的身份不僅提升了其自身價值，還使得他們的公司、生活的城市，乃至他們曾經生活過的地方的價值得到提升，尤其是他們的股票、房屋以及度假勝地。

為減輕員工對失業的恐懼，企業已經把給予管理層和關鍵員工的報酬從固定工資轉向企業的所有權。對標準普爾500家最大的公司

(S&P 500) 中144家公司的抽樣調查顯示，到1998年，雇員股票期權 (stock option) 已占到公開發行股票量的6.2%。^[6]到2003年，11%的私營企業的雇員有權使用雇員股票期權。^[7]

不幸的是，這種與股價相聯繫的補償機制引起了股票價格不正常的穩定。因為一旦股價超過股票期權的執行價格，股票期權就會帶來大筆可觀的收益。擁有了這些股票期權，管理層人員就會有動力去盡其所能抬高股價，去維護一個向著輝煌未來昂首前行的企業形象，並會積極主動地採取一切他們認為會對股票市場產生影響的措施，即使他們自己對這些措施的作用尚有疑慮，他們也勢必會去這樣做。^[8]

通過以上分析我們看到，因為害怕失去工作，人們在市場經濟的浪潮中會進行投資以確保安全，而這種投資實際上降低了人們原本出於預防動機所進行的儲蓄水平。另一方面，需求的增加導致股價的上漲，又使得人們錯誤地認為他們的資產隨著其所投資的資產的增值而增加了。在美國20世紀90年代後期股市的增長和2000年以來房地產市值的增長遠遠超過儲蓄的增長。1996—1999年股票市值在美國家庭財產增長中的平均貢獻為儲蓄的12倍；而2001—2003年，家庭所擁有的房地產的估值在美國家庭財產增長中的平均貢獻為儲蓄的10倍。^[9]事實上，為未來所進行的儲蓄來自消費和持有的需要，幾乎與資產價值的增長不相關。

政治和文化的變遷促進了商業的成功

1982年牛市的出現伴隨著實用主義價值觀的顯著高漲。1975年和1994年的羅珀斯塔奇 (Roper-Starch) 調查問卷問道：“你認為下列各項中哪些是幸福生活 (你夢想中的生活) 的一部分？”1975年，38%的人選擇了“很多錢”，1994年超過63%的人選擇了這一項。^[10]

這種實用主義氣氛已經改變了我們的文化。現在，人們對成功的商業人士的尊重相當或更甚於對傑出科學家、藝術家或革命家的尊重。社會上出現了越來越多的實用主義者，他們將投資股票視為迅速致富的捷徑。

家庭婦女已經不再像原先那樣受到讚美，女性就業的比例不斷上升。從20世紀70年代開始，抵押放貸者在審核家庭的抵押品時，將家

庭中母親的收入也計算在內。並且，這一趨勢擴大了抵押貸款的範圍，推動了住房價格的上漲。

犯罪率的降低使人們感覺更加安全，較少擔心被搶劫或受到傷害，這進一步推動了人們的實用主義價值觀（賺錢的想法）。1993—2003年間，美國的經濟犯罪率每千人下降了49%，暴力犯罪率每千人下降了55%。^[11]今天人們可以更加放心地展示自己的財富，財富也因此更加具有吸引力。而擁有一所豪宅則更加吸引人。當然，近年來人們對恐怖主義的恐懼增加了，但恐怖分子似乎並不會專門攻擊富人，並且一般不會入侵住宅。美國犯罪率的下降使得資本主義的生活方式成為時尚。

誠然，實用主義價值觀本身與股市的變化並沒有明顯的邏輯關係。無論是不是實用主義者，人們都會很合乎情理地為將來存錢，並為存款尋找最佳投資渠道。但是，實用主義氛圍可能會影響人們對於股票的需求，因為股票長久以來就被認為具有迅速斂財的功能。

1980年隆納·雷根當選美國總統，與此同時也出現了自1948年以來第一個由共和黨控制的參議院，而在1994年眾議院也成了共和黨的天下。由於認識到選民們公共意識的變化，這些立法者比他們的前任民主黨更為親商。國會的這一變化大大激發了公眾對於股市的信心，因為立法機關能採取一系列控制企業利潤和投資者回報的措施。

此外，稅收一直是美國政界競爭中的重要籌碼。1995年，新的國會剛剛開始運轉，削減資本利得稅（capital gains tax）的提案就被提上了日程。1997年，最高資本利得稅率從28%下調到20%。這一削減措施執行後，國會又提出了進一步降低稅率的法案。如果不是柯林頓總統否決1999年稅收法案，資本利得稅將會進一步削減。布希在總統競選中反覆強調他的低稅收政策，並且履行了他的減稅諾言，特別是對富人減稅。^[12]2003年，資本收益和股息稅被最大限度地削減到了15%。現行稅法執行力度的下降也有助於減少稅金的支付。2003年，從公司盈利取得的稅收在國民收入中的比重繼續下降。

其實，在資本利得稅率下降之前，對稅率可能下降的預期已經對股票市場產生了積極影響。1994—1997年，許多投資者長期保持帳面收益，直到資本利得稅降低後再將其變現。這對於市場產生了穩固作

用。1997年資本利得稅下調時，人們擔心一直在等待這一刻的投資者會大量賣出股票，從而導致股市滑坡，就像1978年和1980年稅率下調後出現的情況一樣。但這種情況並未出現，許多投資者認為未來將有一個更為有利的資本利得稅率，因此，沒有理由在1997年稅率下調後就立即賣出股票。

綜上所述，市場中存在各種傳言，例如資本利得稅率下調、資本利得稅率可能計入通貨膨脹指數以及房地產稅率下調等，這些傳言很可能導致投資者不願賣出那些已經獲利的股票。受到專家靜等資本利得稅率下調的建議，許多投資者將會推遲出售獲利的股票，直到確信資本利得稅率降到了前所未有的低點。這種持股不拋的氣氛很自然地對股價產生了向上的推動力。

新的訊息技術

雖然訊息技術革命的歷史可以追溯到20世紀40年代電子計算機發明之前，但是在1982年股市跌到底部以及90年代中期以後的這兩個時間段裡，訊息技術的發展給人們留下的印象是最為深刻的。

1982年世界上第一個手機系統問世。與此同時，股市跌到了底部，並開始了一直持續到2000年的上升趨勢。手機的發展是世界歷史上的一个重要轉折點。它的重要意義立即顯現。現在，手機已經在人們的生活中扮演著不可缺少的角色。自20世紀80年代起，手機的使用呈幾何級數增長。目前手機已經成為人們生活的一部分，並且在世界各地，人們將會永遠更加緊密地聯繫。手機的使用給我們的生活帶來了巨大的變化，使得人們對科技的進步產生了更加深刻的認識，並且助長了人們對於技術發展和股票市場的樂觀估計。

20世紀90年代的最後5年裡，網際網路（Internet）和萬維網（World Wide Web）已經進入家庭，這使我們密切感受到了技術進步的步伐。1993年11月萬維網首次亮相。1994年2月Mosaic網路瀏覽器公開面世。這兩個日期標誌著萬維網的起步，當時它僅有少數用戶，直到1997年，大多數人才開始接觸這一神奇的科技。從那時起，納斯達克（NASDAQ，這一只股票指數主要反映高科技股）股價指數便持續飆升，到2000年初該指數已上漲了2倍，市盈率也達到了前所未有的高度。

網際網路技術的非比尋常之處在於，它能夠為所有人提供豐富多彩的休閒娛樂及當前資訊。從這個意義上說，網際網路的重要性與個人電腦或此前的電視是相當的。事實上，網際網路傳遞的有關未來的信號要比電視或個人電腦進入家庭所傳遞出的信號更為生動。使用網際網路使人們有“控制世界於股掌之間”的感覺，人們能夠透過電子手段漫遊世界，完成以前不能做到的事，甚至可以建立一個網站，用全新的方式成為世界經濟的一員。與此對照，電視的出現只不過使人們成為被動的娛樂接受者，而個人電腦則主要被當成打字機和高科技的遊戲機來使用。

網際網路帶給人們直觀的體驗和強烈的震撼，因此人們很自然地推測網際網路應該也具有重大的經濟意義。畢竟想像網際網路技術帶來的影響比想像造船業的技術進步或材料科學的新發展要容易得多。

以實際標準普爾綜合收益來衡量，1994年美國公司實際利潤的增長令人矚目，當年上升了36%，1995年增長了8%，1996年增長了10%。這一增長大致與網際網路的誕生同時發生，但事實上兩者幾乎沒有聯繫。分析家指出，利潤增長得益於1990—1991年蕭條後持續的經濟復甦、美元匯率的走低、外國對美國資本及技術出口的強勁需求以及美國公司積極降低成本的措施。引起利潤增長的不可能是網際網路的發展，因為當時新興的網際網路公司尚無獲利能力，事實上直到今天它們仍沒有盈利。但是收益增長與一項新技術的面世戲劇性地同時發生，就會給大眾留下一個錯覺：兩者之間或多或少存在聯繫。隨著新千年的到來，人們對未來充滿樂觀，將兩者聯繫在一起的宣傳在那時也鋪天蓋地。

毋庸置疑，網際網路本身是一項重要的技術進步，它和計算機、機器人技術一樣，被認為能給我們的未來帶來深遠的影響。但是，我們可能會問，網際網路和計算機革命究竟會對現有企業的價值產生什麼樣的影響呢？新技術的出現總會對市場產生影響，但如果假定企業對新技術不具有壟斷性，那麼新技術還能使現有企業的價值上升嗎？^[13]網際網路的出現會提高道瓊工業平均指數的價值評估嗎？（這一指數直到1999年才開始包括網路股票。）^[14]

幾年前才組建起的E*Trade公司、亞馬遜網路書店（Amazon.com）以及其他一些公司利用網際網路在短期內賺取了巨額

財富，這造成了一個假象，即現有企業將從網際網路革命中獲益。然而，將來在美國和其他國家會出現更多的新公司，這些新公司又將會和我們今天投資的公司相競爭。簡單地說，新技術對當今企業的影響是雙向的：它的出現可能增加也可能減少現有企業的利潤。

就股市的繁榮而言，重要的不是網際網路革命對於人們現實生活所產生的無法言喻的深遠影響，而是這一革命所引起的公眾反應。

支持性貨幣政策與格林斯潘對策

在20世紀90年代末期的股市繁榮時期，格林斯潘和他的美國聯邦公開市場委員會（FOMC）目睹了長達四年的牛市而沒有採取任何措施。事實上，在1995年牛市開始的時候，市場的繁榮是真實的。在那年的2月，股市達到高點，我們可以從圖1—1上看到曲線在那個時間出現了一個戲劇性的拐點。因為1995年2月2日美國聯邦公開市場委員會上調了利率，此後直到1999年8月24日聯邦公開市場委員會才再次上調利率。1995年3月上旬，分析人士從格林斯潘和其他聯邦公開市場委員會成員的談話中獲悉，利率上漲的趨勢可能已經結束了。這是當時最為重要的財經消息，它表明聯邦政府已經啟動了“軟著陸”，以緩和通脹水平。因為在當時的通貨膨脹水平下，經濟已經顯示出增長跡象。1995年牛市開始的時候，市場既不擔心經濟增長，也不用擔心通貨膨脹，這使得股市進入了一個樂觀的時代。

1996年12月，格林斯潘發表了“非理性繁榮”的演說，但是他並未表明自己將考慮運用緊縮性貨幣政策來遏制這種“非理性繁榮”。實際上，在那次演說中，格林斯潘還說道：“作為中央銀行的管理者，當一個金融泡沫的破滅沒有對實體經濟的產出、就業以及價格的穩定構成威脅時，那麼我們就不必關心它。”人們普遍認為這一論斷以及格林斯潘在此之後的闡述表明聯邦政府不會對金融市場中的泡沫採取任何措施。

與此相反，許多人認為聯邦政府將僅僅對市場的下跌採取行動，因為格林斯潘提到下跌將削弱實體經濟，而這正是政府所擔心的。在2000年市場處於頂峰時，所謂的“格林斯潘對策”在市場上非常盛行。當時，許多人認為格林斯潘支持股市的上漲，因此作為聯準會主席，他將在股市下跌時採取措施保護投資者的利益。事實上，在1987年股

災、1998年俄羅斯債券危機、長期資本管理公司破產，乃至新千年危機等不少重要時刻，格林斯潘都曾經採取措施防止了股市的下跌。人們認為格林斯潘已經通過行動表明，他絕不會聽任市場大幅下跌。

2001年1月3日，經濟出現了微弱的衰退跡象，於是有一些人認為格林斯潘將下調利率。事實上，利率在2001年經濟出現衰退前兩個月就已經下調了。股市受到聯準會可能降息消息的刺激大幅波動，納斯達克指數當天上漲14%，為有史以來的單日最大漲幅。而隨著股市的下跌，2003年聯準會最終把利率降到了1%的較低水準。這種主動的利率下調使得實際（經通脹調整的）利率為負，並且極大地促進了2001年以來房地產市場的繁榮。

擴張性貨幣政策並不是一個能夠支持房地產市場持續繁榮的因素。2003年國際經濟學院的亞當·博森（Adam Posen）進行的一項研究表明，自1970年以來股票市場中出現了繁榮景象24次，其中只有6次處於寬鬆的貨幣政策環境中，房地產市場升溫18次，同樣只有6次處於寬鬆的貨幣政策環境中。^[15]但是這一研究並非與本書的研究結論相悖，他同樣認為，格林斯潘以及其他中央銀行官員的支持姿態是2000年股票市場和房地產市場繁榮的作用因素。

生育高峰及其對市場的顯著影響

第二次世界大戰結束後，美國出現了一個生育高峰，嬰兒出生率大大增長。和平時期的繁榮使那些由於經濟蕭條和戰爭推遲了生育計劃的人們開始生養孩子。英國、法國和日本也出現了戰後出生率上升的現象，但它們都不及美國的上升勢頭來得持久、強勁，原因是那些國家戰後的經濟狀況仍然混亂無序。1966年前後，美國及世界人口增長出現了明顯減退的勢頭，並一直延續至今。依據歷史標準，這一人口增長的減緩現象即使算不上獨一無二，至少也是罕見的，因為它的出現並非由於饑荒及戰爭，而是由於出生率的自然降低。^[16]

節育技術的進步（避孕藥於1959年發明，60年代中期在美國和許多國家廣泛使用），以及社會對於避孕和流產合法性的認同對降低人口增長率有重要意義。同時，不斷加快的城市化進程，以及教育和經濟期望水平的上升也起了很大的作用。現在，生育高峰及隨後的生育低谷在世界很多國家形成了潛在的社會保障危機：當那些生育高峰期

裡出生的人逐漸長大，直到最終退休時，在全球範圍內能贍養這些老齡人口的年輕勞動力卻將減少。^[17]

美國的生育高峰期是指1946—1966年的20年，這一期間嬰兒出生率極高。因此，到2000年（並將持續一段時間）會出現一個數量巨大的年齡介於35～55歲之間的人群。有兩個理論認為，如此大的中年人群的存在必將推動股市的發展：一個理論認為，那些在生育高峰中出生的人會相互間購買股票以備養老之用，由此產生對股票的競相需求，從而導致股票價格相對於收益升到了很高的水準；另一個理論則認為，生育高峰中出生的人對當前商品和服務的消費促進了股市繁榮，它的理論基礎是一個促進經濟發展的一般性結論，即高消費意味著企業的高收益水平。

這些生育高峰理論實在過於簡單。因為它們沒有考慮什麼時候生育高峰會影響到股市，也許生育高峰已經通過投資者對股票價格產生了影響。把生育高峰對市場的推動歸功於生育高峰裡出生的人對商品的需求，似乎暗示著是企業的高收益導致股市行情高漲，然而這個理論無法解釋目前股市中存在的高市盈率。

如果生命週期儲蓄模式（life-cycle savings pattern）（第一種理論）是導致儲蓄市場（含股票市場、債券市場和房地產市場等）變化的主要作用力，那麼，不同資產間的價格表現就會有很強的相關性，長期資產價格和人口分布也會有很強的相關性。當人數最多的那一代人覺得需要增加儲蓄時，他們傾向於抬高所有儲蓄工具的價格：股票、債券以及房地產。當這一代人覺得需要減少儲蓄時，他們的出售行為會降低所有這些儲蓄工具的價格。但是通過分析股票、債券和房地產的長期資料，人們發現，事實上二者之間關聯性很小。^[18]

此外，在生育高峰期出生的人往往對風險不那麼厭惡，有理論認為，這是由於這些人沒有經歷過20世紀30年代的大蕭條和第二次世界大戰，對股市及世界沒有太多的恐懼。事實上的確有證據表明，性格形成時期共同的經歷會給一代人的心態留下永久的印記。^[19]經過1982年的牛市，生育高峰中出生的人作為最主要的投資者，已逐漸取代了那些在大蕭條和第二次世界大戰中度過青少年時期的人。

儘管那些認為生育高峰對股市產生了影響的理論或多或少有可取之處，但實際上影響股市上漲的最主要因素是，公眾注意到了生育高峰這一現象，而且公眾想當然地認為生育高峰會對股市有正面的影響。生育高峰的影響是人們談論得最多的股市話題之一，這些談論本身就具有影響股價的潛能。人們認為，生育高峰代表了當今股市中一股重要的力量，而且人們相信這股力量在近期內不會減弱。這些認識營造出一種信念：股市有理由上升到一個高價位，而且在未來的一段時期內，股市高價還會繼續維持下去。很多投資者為自己對人口趨勢的領悟以及由此在投資中表現出的聰明才智而沾沾自喜，然而他們沒有意識到這些想法實際上是多麼平常。這些認識促使股價評估不斷呈現出螺旋式上升運動。

生育高峰股市理論最傑出的代表是哈里·S·登特（Harry S. Dent）。他於1992年首先出版了《前程似錦：繁榮新時代中通往個人及企業收益之路的綜合指南》（*The Great Boom Ahead : Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity*）。該書相當成功，為此他又寫了好幾本續集。1998年，他出版了《火暴的2000年：在空前昌盛下構造理想財富與生活方式》（*The Roaring 2000s : Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*），該書在1998年《紐約時報》（*New York Times*）最暢銷書排行榜上蟬聯4週之久。1999年，他又出版了《21世紀的投資者：追求理想生活的戰略》（*The Roaring 2000s Investor : Strategies for the Life You Want*）。根據亞馬遜網路書店的統計，該書躋身於所有發行書目銷量的前100名之列。書中預測，股市將持續繁榮到2009年，到那時，46歲年齡組的人數開始下降，股市將開始滑坡。儘管在接下來的5年中，股市的表現並不盡如人意，2004年，登特出版了《2003年8月：歷史上最大的牛市》（*The Greatest Bull Market in History : 2003-8*），在書中他再次提出了自己的預言。

登特關於生育高峰論題的“成功論述”自然而然吸引了一批模仿者——所有這些人都盛讚目前股市致富的美妙機遇。例如，1998年，威廉·斯特林（William Sterling）和史蒂芬·韋特（Stephen Waite）合著出版了《繁榮經濟學：即將來臨的人口變遷時的個人財富前景》（*Boomernomics : The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare*）。1996年，戴維·K·富特（David K. Foot）和丹尼爾·施托夫曼（Daniel Stoffman）合作出版了《繁榮、蕭條和回聲：

如何在即將到來的人口變遷中獲利》（*Boom, Bust & Echo: How to Profit from the Coming Demographic Shift*）。關於生育高峰及其對於股市影響的討論無處不在，這些討論大都認為，生育高峰在目前及未來幾年內都對股市有利。

媒體對財經新聞的大量報導

1980年，第一個新聞電視台——有線新聞網（CNN）正式成立。其後1991年海灣戰爭及1995年辛普森世紀大審判等事件使其觀眾人數劇增，這兩個事件大大激發了對不間斷新聞報導的需求。觀眾養成了在白天甚至夜晚的任何時刻（而不再僅僅是吃飯時間）收看電視新聞的習慣。在CNN之後又出現了一些商業電視網，如於1983年成立的金融新聞網〔後來被併入廣播公司商業新聞（CNBC）〕，及後來出現的CNN金融頻道和彭博（Bloomberg）電視台。總的來看，這些電視網提供了24小時不間斷的財經新聞報導，其中大部分是關於股市的。這些報導的影響無處不在，以至於傳統經紀公司發現有必要在它們經紀人的電腦螢幕左下角或右下角留出空間播放CNBC新聞。很多客戶也打電話向經紀人詢問剛從電視上聽到的一些消息，經紀人（他們平時太忙而無暇看電視）反倒顯得落伍了。

近幾年來，財經新聞報導的範圍和性質都發生了變化。哈佛大學謝倫斯得恩中心（Shorenstein Center）的資深研究員理查·帕克（Richard Parker）的一項研究表明：過去20年中，報紙將以往莊重的財經版變成了強化的“金錢”版，該版給出了很多對個人投資者很有用的建議。過去報紙的主體是有關某些企業的專題文章，這通常是某個行業或某個企業所關注的內容，而現在，主體則變為個人投資者的獲利指南。在今天的這些文章中，分析師通常會對當前的投資新聞提出自己的看法。^[20]

根據詹姆斯·漢密爾頓（James T. Hamilton）的另一項研究，在過去的幾十年中，那些我們傳統意義上認為比較重要的時政新聞在美國的晚間電視新聞節目中的比重逐漸下降。新聞節目更多地向觀眾介紹具有較強的故事性或直接用途的內容。漢密爾頓認為這種變化來自新聞媒體之間的競爭。媒體競爭優勢的增強依賴於對那些邊緣客戶的爭取和保有，而這些人往往對具有深度的新聞內容缺乏興趣。^[21]在這樣環境裡，關於投資要訣的新聞自然會獲得成功。

這些強化了的財經報導導致了對股票需求的增長，其作用正如消費品的廣告一樣。廣告使消費者更熟悉該商品，時時提醒消費者購買此種商品，並最終誘使他們去購買。大多數廣告實際上並不是介紹該產品的實質，而僅僅起到了向消費者提醒該產品及其形象的作用。如果媒體對投資情況進行大量報導，那麼股市行情上漲一點並不令人吃驚，就像一場廣告攻勢之後，最新型的運動型轎車銷量看漲一樣。

在股市跨越頂峰之後，公眾對財經類報導的興趣顯著下降，致使此類節目遭遇重大打擊。一些主要的財經雜誌如《紅鯡魚》（*Red Herring*）、《產業標準》（*the Industry Standard*），以及其他一些雜誌都削減了財經內容。主要電視財經節目的電視觀眾銳減。而2000年以後，財經類書籍的銷售量也大幅下降。

而那些繼續經營的財經類報紙對股票市場的關注程度也在下降。Lexis-Nexis公司的一項研究顯示，1998年美國主流報刊上發表的關於股市的文章數量超過1990年的三倍。報紙上充斥著各式各樣的財經消息。但是，到了2004年這個數字還不到頂峰時期的一半。

分析師愈益樂觀的預測

扎克斯投資研究中心（Zacks Investment Research）的數據表明，1999年，分析師對6000家公司作出的評論中，僅有1.0%是建議“賣出”（而69.5%的建議是“買入”，29.5%是“持股”），這一情況與以前數據顯示的情況形成了鮮明的對比。10年前，建議賣出的百分比為9.1%，是1999年的9倍多。^[22]

現在，分析師不願建議投資者賣出股票，因為這樣可能激起有關上市公司的憤怒。公司會出於報復的目的，拒絕與那些提供“負面報導”的分析師商談，把他們排除在訊息發布會議之外，不提供其與企業高層管理人員見面的機會。這一現象表明，投資行業的核心文化正在發生變化，在把握有關建議要客觀公正這一準則方面，分析師需要更大的靈活性。

很多分析師不願提出賣出建議的另一個原因是，越來越多的分析師受僱於從事承銷股票業務的公司。這些企業不願它們的分析師作出一些負面預測，導致不利於企業從事承銷股票獲利的舉動。與未參加

投資銀行的分析師相比，對於那些雇用這家投資銀行做主承銷商或聯合承銷商的企業，加入某家投資銀行的分析師明顯會給予更多利好的宣傳，儘管事實上這些企業的預測收益並不突出。^[23]

那些知道內情的人意識到，今年的持股建議更像去年的賣出建議。1999年，詹姆斯·格蘭特（James Grant），一位著名的股市評論員說：“誠實在華爾街從來掙不到錢，只不過過去經紀人還裝出一副誠實的面孔，現在他們都懶得裝了。所謂的股票研究比以往任何時候都更像一個銷售部門。因此，投資者要小心啊！”^[24]

分析師的建議類似於學校中誇張了的評分標準。以前C是中等成績，可是現在被認為只剛剛及了格。我們很多人意識到了這一水漲船高的現象，因而在評定孩子的實際成績時，試圖修正這一影響。同樣，我們在股市中也應該分離出分析師的建議中誇張了的成分。可是，並非每個人都會對分析師的誇張語言作足夠的矯正，因此，分析師標準的改變所產生的總體效果是，鼓勵對股價作出更高的評估。

此外，影響分析師報告的不僅僅是測量尺度發生了變化，連對每股淨收益增長定量的預測也出現了向上的偏差。美國聯邦儲備委員會董事局的史蒂文·夏普先生（Steven Sharpe）的一項研究顯示，在1979—1996年的18年中，有16年分析師對標準普爾500股票每股收益增長的預期值高於實際增長值。預期收益增長率與實際收益增長率之間平均相差了9個百分點。分析師對1980—1981年和1990—1991年兩次嚴重的經濟滑坡時期作出的預測竟是收益增長在10%的範圍內變動。^[25]在夏普的研究報告面世之後，分析師們仍然未能準確預測2001年前後公司業績的大幅下滑。

這一偏差是分析師作長期預測的顯著特點，而他們在下一期收益報告公布前對收益的預測通常會冷靜些。為迎合企業想看到每季度收益增長高於預期的心態，分析師傾向於發布比實際數字稍低的預測。而企業在公布收益報表的前夕，會與那些預測偏高的分析師商談，敦促他們降低預測，而不理會那些預測偏低的分析師。這樣，在沒有明顯做假的情況下，使得平均收益預測出現一個向下的偏差。^[26]客戶在評估分析師預測的準確度時，最通常的做法是比較最新發布的收益和最新的收益預測。因此，在收益預測發布前夕，分析師給出的當前的預測也不會高得離譜，否則偏差過大將會令他們十分尷尬。

分析師預測偏高的傾向在預測企業未來業績時表現得最為明顯，而在對季度、年度的預測上則不那麼顯著。正是對超過一年期的未來的高預期，導致了現在所看到的股市高位行情。史蒂文·夏普的另一項研究顯示，分析師對行業預期收益增長的預測偏離1%將導致該行業的市盈率水平偏離5%~8%。因此，他判斷在20世紀90年代的後5年中，分析師對長期增長趨勢的過高預期導致市場的市盈率增長了20~32個百分點。^[27]

分析師們從不擔心對未來的樂觀預期，他們斷定這一普遍的樂觀態度對經營有利無弊。毫無疑問，分析師發現同行們都在顯示長期的樂觀態度，畢竟人多勢眾。於是，分析師只需從從容容、例行公事般地對投資大眾說說“美國前景一片光明”之類的套話，而不必關心這種說法的準確性。

在市場跨越了2000年的頂峰之後，情況發生了變化。一些公司主動制定了新的規則，以要求它們的證券分析師作出出售股票的建議。因為根據美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission）2000年10月頒布的《公正披露規定》（Regulation FD），那些對公司提出批評意見的分析師不能被排除在公司的訊息發布會之外，公司的訊息必須向公眾發布。2002年通過的《薩班斯-奧克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Bill）規定，投行人員不得妨礙證券分析師研究報告的公布；當證券分析師的研究報告與公司的投行活動發生利益衝突時，公司不得採取任何報復行動；金融機構的投資銀行部門和研究部門必須分離。2003年，美國證券交易委員會宣布對美國10家最大的投資銀行罰款14億美元，這些金融機構被指控為擴大投行業務蓄意向客戶提供有失公允的證券分析報告。其中的8000萬美元專門用於投資者教育計劃。

這些變化是一個健康標誌，它標誌著減輕證券分析師偏差的措施正在有步驟地實施。今天我們可以看到分析師出售股票的建議遠遠多於市場處於頂峰的時期。但是此類建議的總數仍然很少。同時，相關規定的出台時間也較短，以至於我們無法判斷證券分析師的預測偏差是否真的有所減少。

固定繳費養老金計劃的推廣

隨著時間的流逝，雇員養老金計劃性質的改變促使人們去學習並最終接受股票這種投資手段。儘管這些變化並沒有使股票成為養老金專門的投資工具，但它們——通過強制人們在各種養老投資計劃中作出抉擇的方法——鼓勵人們去投資股市。在作上述養老投資選擇的過程中人們接觸到股票知識，並增加了對股票的熟悉程度。

美國最具變革性的制度變化是建立在固定受益計劃（defined benefit plans）基礎上的固定繳費養老金計劃（defined contribution pension plans）的推廣。1989年是一個重要的里程碑：第一個401（k）計劃制定出來，並很快被美國國稅局批准。^[28]在此之前，僱主的退休金計劃通常屬於固定受益計劃。在這一計劃下，僱主保證當其雇員退休時，給他們一筆數額固定的養老金。固定受益計劃的儲備由僱主管理。在401（k）計劃下〔類似的還有403（b）計劃〕，規定設立一個從雇員工資支票中代扣的暫緩徵稅的退休金帳戶，雇員可以將401（k）帳戶上的資金投向股票、債券及其他金融工具的投資。該稅法鼓勵僱主分擔其雇員的401（k）帳戶資金，所以雇員有很強的參與欲望。

自1982年股市跌入谷底以來，許多因素刺激了固定繳費養老金計劃的發展。按傳統的做法，工會一直把固定受益計劃作為保證其會員退休後的福利保障，工會的衰退意味著對這一計劃的支持越來越少。在管理層中，固定受益計劃也不如以前受歡迎了，因為如果企業在養老金方面出資過多，有時會使企業容易受到被收購的威脅。人們認為，固定繳費的管理比固定受益計劃的管理更經濟。此外，固定繳費計劃尤其受到那些喜歡監管自己投資的雇員的歡迎，因此，企業傾向於向所有的雇員提供這種計劃。

儘管計劃中關於鼓勵人們參與的稅收政策使股票與債券都成為投資的選擇，但政府在這一過程中努力向人們說明股票相對於債券或貨幣市場投資工具的優越性，這種做法刺激了人們對股票的需求。1954年紐約股票交易所開展了一場市場調查，調查表明大多數人對股票知之甚少：僅有23%的公眾能夠對股票下一個定義。此外，調查還顯示，公眾對股市抱有一種模糊的不信任感。^[29]因此，紐約股票交易所舉行了一系列公眾訊息專題研討會，試圖改變公眾對股票缺乏了解的狀況及公眾對股票的偏見。但是在推廣股票知識及興趣方面，交易所舉辦的研討會的作用無論如何也比不上人們自己實踐，人們在選擇分

擔計劃時通過“干中學”（learning by doing），對股票產生了更多的投資興趣。

如果為了積攢養老金而把注意力集中到股市，人們就會進行長遠考慮。401（k）計劃公開的意圖是為退休做準備，但退休對大部分雇員來說還是很多年後的事。根據401（k）計劃，固定繳費養老基金的發起人不必向投資者通告短期投資時機的消息，投資價值報告書也不是經常性發布的。參與者不可能每天通過報紙查看他們投資的價值。這種長遠考慮可能會使投資者不再關注股市的短期波動，從而提高股市的價格水平。

鼓勵投資者長遠考慮或許是一種好事，但目前401（k）計劃一個附帶的效果可能是，通過一個心理機制進一步增加對股票的需求。通過向雇員提供多種類型的股市投資計劃，僱主能創造對股票的需求。經濟學家什洛莫·本納茲（Shlomo Benartzi）和理查德·塞勒（Richard Thaler）指出了投資類型對最終投資選擇的影響。他們通過使用試驗性的資料以及實際養老基金配置資料，發現人們傾向於把資金均勻地分配在可選項上，而並不考慮可選項的內容。舉例來說，如果一項401（k）計劃提供股票基金和債券基金兩種選擇，那麼很多人會各放入50%的資金。如果計劃提供的兩種選擇是股票基金和平衡基金（balanced fund）（比如說這個基金包括50%的股票和50%的債券），那麼人們還是傾向於在每項上注入50%的資金，這實際上意味著他們在股票上的投資已達到總投資的75%。^[30]

401（k）計劃提供的選項通常嚴重地偏向於股票。與此形成鮮明對照，大部分401（k）計劃沒有房地產選項，只有TIAA CBEF提供的一個計劃裡有真正的房地產投資的選擇機會。這樣，401（k）計劃的發展刺激了公眾對股市的興趣。目前典型的401（k）計劃提供的選項有股票基金、平衡基金（通常是60%的股票加40%的債券）、企業股票（對僱主的投資），此外可能還有一些專門的儲備基金，如增長基金（growth fund）、債券基金（bond fund）、貨幣市場基金（money market fund）或固定收益擔保投資契約（fixed income guaranteed investment contracts），那麼根據本納茲和塞勒調查的結果，人們在股票基金上的資金投入會比其他項多也就不足為奇了。此外，由於股票投資的類型更多，因而更多的注意力就被吸引到股票上來了。

正是以這樣一種微妙的方式、興趣價值或好奇價值，而不是任何理性決策過程鼓勵投資者購買大量股票，超出了他們本來的意願。這種似乎無意識的興趣幫助抬高了股市價格。

共同基金的增長

在股市行情上漲之時，美國共同基金的數量也開始激增，並且被廣泛炒作。1982年，也就是最近一次長期牛市開始的初期，美國僅有340個共同基金。到1998年，共同基金已經達到了3513個，比紐約證券交易所上市的股票還多。1982年美國有620萬個共同基金股東帳戶，大約每10個美國家庭有1個。而到了2000年，這樣的股東帳戶上升到1.641億個，幾乎每個家庭都有2個帳戶。^[31]此後的兩年中，帳戶數量的增長一度停止了，但到了2003年帳戶數量增加至1.741億個，超過了2000年頂峰時期的水準。

共同基金只是新瓶裝舊酒。早在19世紀20年代，美國就出現了投資公司，只是它們不使用共同基金這一名稱。^[32]始創於1924年的麻薩諸塞投資信託公司（Massachusetts Investors Trust），一般被認為是第一個共同基金。它與其他投資信託的不同之處在於，它公布投資組合狀況，保證謹慎的投資策略，當投資者對其投資要求支付現金時實行自動清償。但這個共同基金發展緩慢，投資者沒有很快發現其優越性。在20世紀20年代出現牛市時，很多投資信託蓬勃發展起來。這些投資公司並不具備我們今天與信託基金緊密相連的保護措施，許多操作有欺詐性，有的甚至是蓬齊過程（Ponzi Processes）（見第4章）。

1929年股市崩盤後，許多基金的投資價值大幅下降，公眾對信託投資極不信任，尤其讓人們感到憤恨的是信託公司經理的背叛行為，這些人所追逐的是自身獲利，這與投資者利益截然相悖。《1940年投資公司法案》建立了對投資公司的管制，幫助公眾重建了一些信心。但是公眾需要的不僅僅是政府管制，他們還要一個不會讓人聯想起信託投資惡名的新名字，於是共同基金便應運而生了。共同基金與共同存款銀行、共同保險公司名稱上有相近之處，因為後兩者是經受了股市崩盤考驗而幾乎未受醜聞干擾的備受尊敬的機構，所以這個名稱也就顯得可靠，因而對投資者頗具吸引力。^[33]

《1974年雇員退休收入保障法案》開設了個人退休帳戶，這給共同基金行業帶來了新的衝擊，但這一行業在1982年牛市開始後還是真正地騰飛起來了。

共同基金此後迅速發展的部分原因在於它們成為了401(k)養老金計劃的組成部分。當把計劃餘額直接投向共同基金時，人們很快熟悉了這一觀念，這樣人們也逐漸傾向於把非401(k)存款投入到共同基金中來。共同基金迅猛發展的另一原因在於，它們在廣告宣傳上做了大量工作。電視節目、雜誌、報紙頻繁地打出廣告，投資者還能在郵件中收到免費廣告。共同基金引導人們相信基金管理專家會帶領他們有效地規避風險，從而促使更多天真的投資者參與到股市中來。

因此，共同基金的推廣把公眾的注意力集中到股市，其結果刺激了股市整體的投機價格運動。^[34]眾多投資者中正在形成這樣的觀點：共同基金是穩固的、方便的、安全的。這一觀點鼓勵許多一度畏懼股票市場的投資者走入市場，從而推動了股市的上行。（公眾對共同基金的態度的進一步討論見第11章。）

通貨膨脹回落及貨幣幻覺的影響

以消費價格指數百分點變化來衡量，美國通貨膨脹自牛市開始後逐漸好轉。1982年，儘管通貨膨脹率在4%左右，人們還是很不確定通貨膨脹率是否會回升到1980年時的高位（那一年通貨膨脹率幾乎達到了15%）。牛市期間最顯著的股價上升出現在90年代中期，那時通貨膨脹率降至2%~3%的範圍內，隨後又跌破2%。

在一項調查中，我發現大眾對通貨膨脹非常關注。^[35]人們普遍認為，通貨膨脹率是國家經濟和社會機能狀況的晴雨表。高通脹被認為是經濟紊亂、基本價值喪失的表現，是國家的恥辱，是在外國人面前丟臉。而低通脹則被認為是經濟繁榮、社會公正、政府廉潔得力的表現。因此較低的通貨膨脹率增加了公眾的信心，隨之會促進股價的升高。

但從一個純理性的角度來看，股市對通貨膨脹的這一反應是不恰當的。1979年，諾貝爾經濟學獎得主弗朗哥·莫迪格里安尼（Franco Modigliani）和理察·科恩（Richard Cohn）一起合作發表了一篇文章，

提出股市對通貨膨脹反應不恰當是因為人們沒有完全理解通貨膨脹對利率的影響。^[36]當通貨膨脹很高時——他們寫文章時，正接近於1982年股市谷底——名義利率（我們看到的每日報價利率）也很高。這是因為它必須補償投資者因通貨膨脹帶來美元貶值而遭受的損失。但實際利率（根據通脹影響調整的利率）那時並不高，因此股市不應對高名義利率有任何反應。莫迪格里安尼和科恩認為，當名義利率較高，而實際利率並不高時，股市仍會傾向於走入低谷，這是因為存在一種“貨幣幻覺”，或者說，公眾對貨幣標準的變化所產生的影響迷惑不解。當發生通貨膨脹時，美元價值發生變動，因此改變了衡量價值的尺碼。面對變化了的尺碼，許多人很自然會感到迷惑。^[37]

公眾對目前通貨膨脹認識的誤區刺激了對實際回報率的高預期。媒體報導以往長期的股市回報率時，所用的大部分數據都是名義數據，即沒有修正通貨膨脹影響的數據，這很自然地鼓勵人們去預期這種回報率會持續到將來。目前的通貨膨脹率在2%以下，與之相比，1960年約翰·甘迺迪當選總統後出現了一個歷史性的高通貨膨脹率——以消費價格指數計算的通貨膨脹率平均保持在4.4%。因此，期望在目前的股市中獲得像1960年以後幾年中那樣高的名義回報率，這樣的要求未免太高了。

媒體報導中的歷史股價指數曲線圖幾乎總是採用名義數據，而不是像本書這樣採用扣除通貨膨脹影響後的數據。消費價格指數從1960年至今已增長了6倍，從1913年算起則增長了17倍。如果不扣除通貨膨脹的影響，它將會給長期歷史股價指數曲線造成一個強勁的向上衝勢。因此千年之交，實際股市中出現的異常現象，即圖1—1顯示的股價飆升，並沒有在媒體報導的長期歷史曲線圖中反映出來。事實上，媒體報導中的曲線圖使人們認為目前股市中並沒有任何異常。

新聞撰稿人大都不對通貨膨脹因素進行修正，可能是因為他們認為這種調整比較難懂，不大會受到讀者的廣泛認同。在這一點上他們可能是對的，大部分人都沒有學過經濟學基本原理，即使學過的人可能也已經忘了大半。這樣，他們沒有掌握一個基本原理——當美元的數量和價值極不穩定時，用美元衡量的價格是不正常的。大部分公眾沒有完全領會到，更有實際意義的股市水平應當是在扣除通貨膨脹影響後來衡量的。這意味著我們在計算股市價值時，應當以一些通用的商品為尺度。^[38]

交易額的增加：貼現經紀人、當天交易者及24小時交易

1982—1999年，紐約證券交易所的股票換手率（turnover rate）（一年中所有賣出股票數與全部股票數的比值）從42%上升到78%，幾乎翻了一倍。^[39]注重高科技股的納斯達克市場則表現出更頻繁的股票換手率增長態勢，從1990年的88%上升到1999年的221%。^[40]換手率的上升可能是我們以上分析的眾多因素的表現，但股票換手率上升的另一個原因是交易成本的下降。1975年證券交易委員會批准了競爭性經紀人佣金後，佣金率立即下跌，還出現了貼現經紀人。此外，技術及組織結構也出現了變動，一些創新舉措使交易成本降得更低，例如1985年納斯達克引入的小額委託執行系統以及1997年證券交易委員會公布的新委託操作規則。證券交易委員會制定了鼓勵平等進入市場的規定，這導致了一大批“當日交易”的業餘投資者的出現。所謂當日交易，就是利用職業投資者使用的委託執行系統，來迅速交易股票而從中獲利的交易。

網路上交易服務引人注目的發展和1997年後股市最輝煌的上漲幾乎又是同時發生的。根據證券交易委員會的一項調查，1997年美國有370萬個網路上帳戶，到1999年已達到970萬個。^[41]網路上交易以及以網際網路為基礎的相關訊息和交流服務不斷發展，增加了人們對股市的關注。投資者在空閒時坐在客廳裡就能得知價格的變化，工作時間以外的交易同樣使人們增加了對市場的關注。

網路上交易服務開展的初期，股票價格的波動變得頻繁，隨後價格變化的幅度略微收窄。^[42]從總體上看，網路上交易的擴展以及交易時間的延長會增大股價變化的幅度，而股價水平到底是升高還是降低則不那麼確定。

不過，也有證據表明，價格訊息披露頻率的提高可能會減少人們對股票的需求。經濟學家什洛莫·本納茲和理察·塞勒通過實驗指出，對股市價格關注的時間模式會對股票需求產生深遠的影響。在實驗情況下，如果人們能看到股價的每日資料，他們對投資股票的興趣會比他們只能看到長期回報資料時小得多，目睹股價每日紛雜的變化顯然增加了他們對股票投資風險的顧慮。^[43]因此，結論指出，加大市場價格披露頻率可能會使市場價格水平下跌。

另一方面，機構和技術變化造成的股價報導頻率增加，對股市產生的影響可能與本納茲和塞勒得出的結論完全相反。在人們的注意力不受實驗者控制的情況下，價格觀察頻率增加，由於吸引了人們對股票的注意而傾向於增加對股票的需求。公眾注意力的變化是投資定價的一個關鍵因素，這一點我們將在第9章中詳細論述。

賭博機會的增加

在過去的幾年中，商業性和政府支持的賭博行為在全球範圍內不斷增長。^[44]這種增長伴隨著人們對市場和私有財產的日益尊重，以及人們心中“成王敗寇”思想的不斷加深。

在美國，1962—2000年間，合法以及非法的商業賭博實際增長了60倍。^[45]一項有2000人參加的電話調查顯示，在過去的一年中美國有82%的成年人參加了賭博活動，這個數字比1975年增長了61%。^[46]人們花在賭博上的錢甚至超過了觀看電影、購買唱片、參觀主題公園、觀賞體育比賽以及玩電子遊戲的總和。^[47]

近年來，美國的賭博機會驟增。19世紀70年代，路易斯安那州彩券醜聞曝光後，國家禁止了大部分形式的賭博及彩券。由於國會1890年法案禁止郵售彩券，路易斯安那州彩券所實質上也因此而關閉。從那時到1970年，合法的賭博大致局限於賽馬或賽狗，這些賭博形式對大眾的吸引力十分有限。1975年，有13個州發行了彩券，到1999年，已經有37個州發行了彩券，並且下注方式也更加簡單方便。1990年以前，只有內華達州和大西洋城經營著合法的賭場，到1999年，船上賭場及碼頭區賭場已達到將近100個，而印第安保留地內的賭場就達到260個。同一時期，通過衛星報導賽事，場外下注也發展起來，賽馬和賽狗賭博急劇膨脹。在家中透過有線網路及網際網路下注賽馬或賽狗成為可能。此外，電子賭博機也如雨後春筍般發展起來，包括老虎機、電視撲克、電視基諾紙牌遊戲。有的州還在車站、便民店及彩券經銷點內都設有賭博機。在今天的美國，便利的賭博機會無處不在，推廣賭博進行的市場拓展攻勢也掀起了史無前例的高潮。

賭博場所的增多以及實際賭博頻率的增加，對我們的文化以及其他領域冒險的態度（如對股市投資的態度）產生了潛在的重大影響。以州彩券為形式的賭博合法化助長了非法彩券買賣^[48]，同樣也助長了

其他的冒險活動。一些賭博合約，尤其是彩券，表面上像是金融產品——一個通過電腦交易，一個接受憑證（彩券券）。在所謂的大彩券發行中，人們參與的是一場轟轟烈烈、備受矚目的全國性活動。建立起參加這種賭博活動的習慣後，人們很自然地逐漸步入更高層次的賭博形式——股票投機。

美國股市波動最大的時期是1929—1933年，當時的波動幅度是以往最高紀錄的兩倍多。這一時期的劇烈波動出現在一陣“賭博熱”中。這一“賭博熱”的出現並非由於賭博的合法化，而是由於1920—1933年期間禁酒法令引起的集團犯罪的結果。^[49]1920年後為滿足對烈酒的需求，犯罪集團應運而生，這些犯罪集團很自然地滲入到非法彩券或地下雙骰子賭及輪盤賭的活動中。為在全國範圍內供應烈酒，集團犯罪建立起高效的配送、行銷和零售體系，他們突破了傳統的地盤限制，這個體系使得非法賭博活動能在一個更大的範圍裡進行。同時，禁酒時期的非法活動助長了人們對法律的廣泛藐視，促進了賭博的合法化。賭博刺激股市投資的原因是，賭博以及推銷賭博的機構促使人們認為自己的好運氣是無窮無盡的，助長了人們與他人攀比的強烈興趣，並尋找到了一條從無聊單調的感覺中興奮起來的新途徑。今天，我們可以感受到，許多高度專業化的廣告也在助長這種態度，即使是廣播或電視廣告中通過職業演員表達出的也是典型的賭徒式的自我辯解。這些推銷努力，以及賭博的親身經歷或目睹他人賭博，刺激了股市中輕率的冒險行為。這種廣告露骨的程度令人吃驚，一塊康乃狄克州廣告牌為場外下注招攬生意，醒目地寫道：“就像股市一樣，只不過更快”。雖然賭博和股票存在著本質的差別，然而形式上的某些相似之處卻在人們的心中將兩者聯繫起來。

小結

回顧上述促使市場繁榮的潛在誘發因素，使我們更加深刻地認識到股票價格的確定並未形成一門完美的科學。雖然經濟學家對金融市場的認識已有了很大的深化，但是就目前情況而言，金融市場中還有許多複雜的現象我們無法解釋。

很多導致近期股市和房地產市場高漲的因素是難以預測的。但是，很多因素也具有無可爭議的標誌性。比如，網際網路熱、網路上交易的激增、共和黨控制的國會以及對資本利得稅的削減都發生在股

市最激動人心的飆升時期。其他因素（包括固定繳費養老金計劃、共同基金的發展、通貨膨脹下降、交易額的上升）也都明顯地與1982年股市到達低谷後出現的事件密切相關。此外，我們的文化伴隨股市漲潮也出現了進一步的變化。比如，研究表明，實用主義在過去的一代人中穩步上升。也許最有意思的是，賭博在20世紀90年代發展迅速。這些因素目前存在於美國，也存在於歐洲以及其他一些國家，並且這些國家中同樣也存在著股市繁榮的現象。由此可見，我們對於造成美國股市繁榮的諸多因素的分析在其他國家內也得到了一定程度的驗證。^[50]但是，本章對於這些因素進行介紹絕不是說某一因素能夠解釋市場一定時期的漲跌。事實上，市場自身具有回饋和放大機制，經過一定時期，那些因素就透過市場自身的這種機制產生作用，有時市場回饋和放大機制還會使得作用因素的效果變得巨大和至關重要。在本書接下來的章節中，我們將進一步討論市場的放大機制。

【注釋】

[1] 針對世界各國數據的研究表明，如果一個國家擁有發育程度較高的金融市場，那麼它的經濟增長一般較快，資源分配也比較有效。參見 Robert G. King and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 717-737; Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54 (1999): 471-518; and Jeffrey Wurgler, "Financial Markets and the Allocation of Capital," unpublished paper, Yale University, 1999.

[2] 研究表明，在商業週期的低谷時期預期收益往往趨高，此時個人投資者的股票投資有減少的趨勢，而機構投資者則相反，這樣一來便保持了市場的穩定。參見 Randolph Cohen, "Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions," unpublished paper, Harvard Business School, 1999。美林證券公司的一項調查顯示，國外的基金管理人在美國股市從1994年開始的牛市期間紛紛出售美國的股票，但美國本土的基金管理人卻沒有表現出同樣的趨勢。參見 Trevor Greetham, Owain Evans, and Charles I. Clough, Jr., "Fund Manager Survey: November 1999" (London: Merrill Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999)。

[3] 私有產權激勵社會進步的思想來源於亞當·史密斯斯，近年來，這個思想越來越受到認同。例如參見 William A. Fischel, *The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance, and Land-Use Policies* (Cambridge Mass.: Harvard University Press, 2001)。

[4] 資料來源：U. S. Bureau of Labor Statistics, Current Population Survey。

[5] 在調查中，我們還問道：“這種對收入的擔心是否會促使你購買住宅，或者促使你購買更大的住宅？”在414位受訪者中，有81%回答：“對收入的擔心對購房決策沒有影響”。在其他回答“有影響”的受訪者中，回答“有積極影響”是回答“有負面影響”的受訪者的2倍。

[6] 參見 J. Nellie Liang and Steven A. Sharpe, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected

Returns , ”unpublished paper , Board of Governors of the Federal Reserve System , Washington , D . C . , 1999。公司發行員工期權的一個原因是公司員工往往對公司未來非常樂觀，利用這個公式支付員工報酬，公司可以從員工和市場對公司的不同估價中套利。參見Nittai Bergman and Dirk Jenter , “Employee Sentiment and Stock Option Compensation , ”unpublished paper , Massachusetts Institute of Technology , 2004。另一個原因是公司募集新的資金後，更樂意將股票給予那些將長期持有的人，而不是很快就賣出的投資者。參見Malcolm Baker , Joshua Coval , and Jeremy C . Stein , “Corporate Financing Decisions When Investors Take the Path of Least Resistance , ”unpublished paper , Harvard Business School , 2004。

[7] U . S . Bureau of Labor Statistics National Compensation Survey , 2003 , <http://www.bls.gov/pub/cwc/cm20040628yb01p1.htm> .

[8] 擁有股票期權的經理們還特別傾向於用股票回購（share repurchase）來代替一部分股息的分發，其直接效果就是會使他們的期權增值。1994—1998年，先前提到的144個公司平均每年回購公開售出股票的1.9%，大大超過了每年0.9%的發行量，這一購買行為在很大程度上是為了滿足雇員行使期權的要求。單是以股票回購代替股息就能把股價抬升幾個百分點。

股票回購在最近幾年也變得受歡迎，因為收益較高的公司並不希望將自己置於高股息的危險境地（投資者往往希望股息一旦調高就不再下調），同時還因為投資者意識到股票回購與發放股息相比在納稅方面更有優勢。管理者也似乎每年都在改變股票購買行為，從而能在整個股票市場收益較高時進行回購；因此，近幾年出現的回購熱現象在很大程度上是因為管理者對股票市場有著樂觀的預期。有關股票回購和收益的資料參見William R . Nelson , “Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns , ”unpublished Ph . D . dissertation , Yale University , 1999；and Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler , “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return , ”unpublished paper , Harvard University , 1999。

歷史數據表明，經理股票期權計劃實施後股息支出減少。參見Richard A . Lambert , W . Lanen , and D . Larker , “Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy , ”*Journal of Finance and Quantitative Analysis* , 24 (1985) : 409-425。

[9] 個人儲蓄的相關數據來自U . S . National Income and Product Accounts , Table 5.1。資產增長的相關數據來自Tables B100 and B100e of the Flow of Funds Accounts of the United States。

[10] 由羅珀斯塔奇環球公司進行的調查，引自Karlyn Bowman , “A Reaffirmation of Self-Reliance ? A New Ethic of Self-Sufficiency ? ”*The Public Perspective* , February-March 1996 , pp . 5-8。實證研究發現物質主義價值觀在不同文化間存在著差異，這一事實表明物質主義價值觀會隨時間的推移而慢慢改變。參見Gueliz Ger and Russell W . Belk , “Cross-Cultural Differences in Materialism , ”*Journal of Economic Psychology* , 17 (1996) : 55-77。

[11] U . S . Bureau of Justice Statistics , “National Crime Victimization Survey (NCVS) , ”<http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/cvict.htm#ncvs> .

[12] 經濟學家埃倫·麥格拉頓（Ellen McGrattan）和愛德華·普雷史考特（Edward C . Prescott）曾經指出，與60年代末股市的價格水平相比，美國股市90年代末出現的較高的價格水平可以由這一時期稅收的降低來解釋。參見Ellen R . McGrattan and Edward C . Prescott , “Taxes , Regulations , and the Value of U . S . Corporations : A General Equilibrium Analysis , ”Research Department Staff Report 309 , Federal Reserve Bank of Minneapolis , 2002 (revised 2004 , <http://research.mpls.frb.fed.us/research/sr/sr309.pdf>) 。

[13] 一些簡單的經濟增長模型提示突然的技術進步對股價沒有影響。這樣的模型可參見Robert Barro and Xavier Sala-i-Martin , *Economic Growth* (New York : McGraw-Hill , 1995) ；

Olivier Blanchard and Stanley Fischer, *Lectures on Macroeconomics* (Cambridge, Mass: MIT Press, 1989); or David Romer, *Advanced Macroeconomics* (New York: McGraw-Hill, 1996)。例如，突然的技術進步的理論性影響是：刺激大量新的投資，這樣便會壓縮額外利潤。

[14] 1999年11月1日，微軟和英特爾被加入道瓊工業平均指數中。

[15] 參見Adam S. Posen, "It Takes More than a Bubble to Become Japan," Institute for International Economics, Working Paper No. 03-9, October 2003。

[16] 參見Joel E. Cohen, "A Global Garden for the Twenty-First Century," *The Key Reporter*, Spring 1998, p. 1。

[17] 參見World Bank, *Averting the Old Age Crisis* (New York: Oxford University Press, 1994)。

[18] 格迪普·S·巴克希和陳志武 (Gurdip S. Bakshi and Zhiwu Chen, "Baby Boom, Population Aging and Capital Markets," *Journal of Business*, 67 [1994]: 165-202) 找到了美國20歲以上人口平均年齡與實際S&P指數之間存在著實質性聯繫，他們使用的是1950—1992年的數據。然而，羅賓·布魯克斯 (Robin Brooks, "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions," unpublished Ph.D. dissertation, Yale University, 1998) 指出，他們的結果與取捨點年齡 (20歲) 有密切關係，羅賓將他們的分析推廣應用於其他7個國家，發現結果不甚理想。巴克希和陳志武的思路也許是對的，但他們用以證明生育高峰與股票市場水平間有聯繫的證據還不夠充分。

[19] 參見Ronald Inglehart, "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems," *American Political Science Review*, 79 (1) (1985): 97-116。

[20] Richard Parker, "The Media Knowledge and Reporting of Financial Issues," presentation at the Brookings-Wharton Conference on Financial Services, Brookings Institution, Washington, D.C., October 22, 1998。

[21] James T. Hamilton, *All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2004)。

[22] 數據摘自Mitchell Zacks of Zacks Investment Research。根據《新聞周刊》的文章，變化更為劇烈：賣出26.8%，買入24.5%，持有48.7%。參見Jeffrey Laderman, "Wall Street's Spin Game," *Business Week*, October 5, 1998, p. 148。

[23] 參見Hsiou-Wei Lin and Maureen F. McNichols, "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations," *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1) (1998): 101-27。

[24] 參見James Grant, "Talking Up the Market," *Financial Times*, July 19, 1999, p. 12。然而，如果考慮到這個傾向，分析家的建議還是有用的。肯特·沃馬克 (Kent Womack, "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 51 [1] [1996]: 137-167) 指出，當分析家的建議由持倉變為減倉時，股票隨後的表現確實不錯，證明了分析家確實有預測股票收益的能力。當建議由持倉變為減倉時，分析家對較差收益的預測則表現得更為靈驗。沃馬克在解釋這種不對稱現象時指出，這是因為分析家不願輕易提出減倉的建議，他們只有在理由十分充足時才這麼做。

[25] 參見Steven Sharpe, "Re-examining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysts' Earnings Forecasts," *Review of Economics and Statistics*, 84 (4) (2002) 632-48 2002, Figure 2, page 637。對收益率的預測來自I/B/E/S，並且將各公司的預測加息到標準普爾指數。夏普得到的結論是1979年間關於收益率的預測並沒有明顯偏差。參見Jeffrey

Abarbanell and Reuven Lehavy , “Biased Forecasts or Biased Earnings ? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast ,” *Journal of Accounting and Economics* , 35 (2003) 。

[26] 參見Matt Kranz , “Earnings Whispers Return ,” *USA Today* , July 22 , 2003。

[27] Steven A . Sharpe , “How Does the Market Interpret Analysts' Long-Term Growth Forecasts ?” Finance and Economics Discussion Paper Series 2002-7 , Federal Reserve Board , 2002 .

[28] 稅收優惠已經載入《1978年國內稅收法案》第401節（k），但它能否應用於公司養老金計劃在當時看來還不清楚，約翰遜公司的執行副總裁R·西奧多·本納負責公司的諮詢工作。他在1981年擬訂了第一個401（k）計劃用以試探國內稅收部門。1982年2月，國內稅收部門宣布該類計劃的稅收優惠是允許的。

[29] 參見New York Stock Exchange , *The Public Speaks to the Exchange Community* (New York , 1995) 。

[30] 參見Shlomo Benartzi and Richard H . Thaler , “Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans ,” *American Economic Review* , 91 (1) (2001) : 79-98。本納茲和塞勒文章中的一些錯誤已由格爾·休伯曼和魏江指出，參見Gur Huberman and Wei Jiang , “Offering versus Choice in 401 (k) Plans : Equity Exposure and Number of Funds ,” unpublished paper , Columbia University , 2004。

[31] Investment Company Institute , *Mutual Fund Fact Book* (Washington , D . C . , 1999) , <http://www.ici.org> .

[32] 參見Hugh Bullock , *The Story of Investment Companies* (New York : Columbia University Press , 1959) 。

[33] 參見Rudolph Weissman , *The Investment Company and the Investor* (New York : Harper and Brothers , 1951) , p . 144。

[34] 的確，投資資金流入共同基金似乎與股市表現有重要聯繫，因為當股票市場上漲時，共同基金會作出迅速而具有實效的反應。參見Vincent A . Warther , “Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns ,” *Journal of Financial Economics* , 39 (1995) : 209-235 ; and William Goetzmann and Massimo Massa , “Index Fund Investors ,” unpublished paper , Yale University , 1999。

[35] 參見Robert J . Shiller , “Why Do People Dislike Inflation ?” in Christina D . Romer and David H . Romer (eds .) , *Reducing Inflation : Motivation and Strategy* (Chicago : University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research , 1997) , pp . 13-65。

[36] 參見Franco Modigliani and Richard A . Cohn , “Inflation , Rational Valuation , and the Market ,” *Financial Analysts' Journal* , 35 (1979) : 22-44 ; 也可參見Robert J . Shiller and Andrea Beltratti , “Stock Prices and Bond Yields : Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models ?” *Journal of Monetary Economics* , 30 (1992) : 25-46。

[37] 莫迪格里安尼和科恩指出，人們在計算公司利潤時往往沒有考慮一個易犯的錯誤，這是由於在計算利潤時減去的是為債務償付的所有利息而不是經通脹調整後的利息。很少有人意識到這一點。傑伊·R·里特和理查德·S·沃爾（ Jay R . Ritter and Richard S . Warr , “The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982-1997 ,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 37 [1] [2002] : 29-61) 證實了各個公司對股市的錯誤評估與通貨膨脹的水準和公司的受影響程度有關，並以此證明了莫迪格里安尼-科恩理論。

[38] 公眾對通貨膨脹的錯誤觀點在以下文獻中均有闡述：Eldar Shafir, Peter Diamond, and Amos Tversky, “Money Illusion,” *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2) (1997) : 341-374; and Robert J. Shiller, “Public Resistance to Indexation: A Puzzle,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1997) : 159-211。

[39] *New York Stock Exchange Fact Book* (New York, 1998), <http://www.nyse.com>。有關交易股票的數據表明其增長更為顯著，但這一增長事實上是由於通貨膨脹和市場價值上漲導致擴股，使發行在外的股票總數增加而引起的。

[40] 參見 Gretchen Morgenson, “Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls,” *New York Times*, January 15, 2000, p. 1。

[41] U. S. Securities and Exchange Commission, “Special Study: On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace,” 1999, <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>。

[42] 參見 Kenneth R. French and Richard Roll, “Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders,” *Journal of Financial Economics*, 17 (1986) : 5-26; 也可參見 Richard Roll, “Orange Juice and Weather,” *American Economic Review*, 74 (1984) : 861-880。

[43] 參見 Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, “Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle,” *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1) (1995) 73-92。

[44] 正如阿博特 (Abbott) 和沃爾博格 (Volberg) 寫的那樣：“20世紀最後20年的一個非常顯著的特徵是無處不在的商業賭博。”Max Wenden Abbott and Rachel A. Volberg, “Gambling and Problem Gambling in the Community: An International Overview and Critique,” Report No. 1 of the New Zealand Gaming Survey, 1999, p. 35。

[45] 作者的數字運算引自 Craig Lambert, “Trafficking in Chance,” *Harvard Magazine*, 104 (6) (July-August 2002) : 32。

[46] John W. Welte et al. “Gambling Participation in the United States—Results from a National Survey,” *Journal of Gambling Studies*, 18 (4) (2002) : 313-337。

[47] Eugene Martin Christiansen and Sebastian Sinclair, *The Gross Annual Wager of the United States*, 2000, Christiansen Capital Advisors, 2000, p. 2。

[48] 也可參見 William N. Thompson, *Legalized Gambling: A Reference Handbook* (Santa Barbara, Calif: ABC-CLIO, 1994), pp. 52-53。

[49] 20世紀20年代有關賭博行為數量的資料不多。我統計了《期刊論文讀者指南》(Reader's Guide to Periodical Literature) 中有關賭博的文章數目，並計算出了所有以賭博為主題的文章的百分比，如下所示 (I、II分別表示1938年上半年和下半年)：

1919—1921年	0%
1922—1924年	0.004%
1925—1928年	0.021%
1929—1932年	0.035%
1933—1935年	0.006%
1936—1938-I年	0.003%
1938-II—1942年	0.008%

以上數據充分顯示了1925—1932年間，人們對賭博的興趣驟減。當然從這些數據中無法找出人們對賭博態度轉變的根本原因。查找有關賭博的歷史以及賭博與投機的關係的資料，參見 James Grant , *The Trouble with Prosperity : A Contrarian Tale of Boom , Bust , and Speculation* (New York : John Wiley and Sons , 1996)。

[50] 網際網路的高速發展、外國經濟對手的敗退、文化轉而趨於推崇商業成功、媒體對財經新聞報導的擴大以及股票市場交易量的增長，所有這些因素在歐洲也同樣起作用，只不過不像在美國那樣讓人們深有感觸罷了。雖然歐洲第二次世界大戰後在生育高峰期出生的嬰兒人數比美國少，但在20世紀60年代中期也經歷了明顯的生育低潮。歐洲雖不像美國那樣增加了許多賭博機會，然而，即使所有這些誘發因素在歐洲都不起作用，單是美國投資者對歐洲股票的需求也會引發一種實實在在的傳染效應。

第4章 放大機制：自然形成的蓬齊過程

在前一章中，我們探討了一些可能誘發股票市場和房地產市場投機性泡沫的因素。本章將要研究下面的問題：投資者對未來股市的信心和期望，以及對股票需求產生影響的其他方面，是如何形成一個完整的機制並放大上述誘發因素的作用的。為了提供一些具體的背景材料，我們首先將考察有關投資者信心和期望的例證。

放大機制是通過一種回饋環（feedback loop）工作的。本章將這種回饋環描述成一種自然形成的蓬齊過程——過去的價格上漲增強了投資者的信心及期望，這些投資者進一步抬升股價以吸引更多的投資者，這種循環不斷進行下去，因此造成對原始誘發因素的過激反應。在許多公開演說中，回饋環被廣泛地提及，它甚至被認為是最古老的金融理論之一。^[1]但是在現代金融學教科書通常不會涉及這個理論，它往往被視為一種未被證實的假說，事實上，我們將看到，還是有證據支持這種理論的。

投資者信心的變化

20世紀90年代的牛市有一個顯著特徵，並且這一特徵與2000年以後的熊市相聯繫，這就是投資者對股票信心的變化。在20世紀90年代末期，一種非常簡單的想法似乎占據了人們的思想，那就是股票是最好的投資方式，尤其進行長期股票投資可謂是萬無一失。這一想法與1973—1974年股災後盛行的觀點形成了鮮明的對比。雖然當時沒有進行問卷調查，但是在70末年代，大多數人都認為“房地產是最好的投資方式”。

20世紀80年代後期開始，我透過向高收入的個人發放調查問捲來了解他們對股票市場的看法。1996年我的研究得出了結論：人們相信股票是最好的投資方式，它沒有失敗的可能，並且這種想法已經演變為一種流行文化。我認為有必要將不同時期人們的這種想法的變化記錄下來。此後，耶魯大學金融學國際研究中心繼續了我的問卷調查工作。我們對美國高收入者進行了隨機的問卷調查，選擇同一答案的人數百分比以及受訪人數如下：

你同意下面的表述嗎？“對於那些長期持股的投資者來講，股市是最好的投資工具。”

	1996 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
完全同意	69%	66%	67%	61%	46%	42%	42%
比較同意	25%	30%	30%	31%	41%	42%	41%
一般	2%	2%	2%	2%	3%	6%	9%
比較不同意	2%	1%	1%	3%	8%	6%	4%
完全不同意	1%	1%	0%	2%	2%	4%	4%
有效受訪人數	134	296	165	223	375	371	208

顯然，在股市的繁榮時期對這一表述的認同率非常高，2000年市場處於頂峰時期，有97%的受訪者持同意態度，持完全同意態度的百分比則高達67%。1996年，我也對同類人士提出過這個問題，結果略有不同，在134名受訪者中，持同意態度的占94%，完全同意的占69%。在任何調查問卷中，94%的同意率都是很可觀的，尤其是在涉

及如投資戰略這樣敏感的問題時，這一數字就更讓人驚嘆了。^[2]但當市場開始下滑時，投資者對於上述表述的認同也開始動搖。2004年，持同意態度的百分比從2000年的97%下降到83%，持完全同意態度的百分比則從67%下降到42%。當然，這一比例仍然較高（我們可以據此得出結論：非理性繁榮仍然存在），但是它正在減少。

在近期房地產市場的繁榮過程中，我和我的同事卡爾·克斯在波士頓、洛杉磯、密爾沃基和舊金山四個城市隨機選取了近期購房者作為調查對象，針對房地產市場進行了與股市相同的調查。在2003—2004年的調查中，波士頓、洛杉磯和舊金山的房價經歷了大幅上漲，而密爾沃基的房地產價格則較為穩定（見圖2—2）。通過考察問題的回答情況，我們可以了解不同市場間的差異。

你同意下面的表述嗎？“對於那些長期持股的投資者來講，房地產是最好的投資工具。”

	波士頓	洛杉磯	密爾沃基	舊金山
完全同意	36%	54%	29%	46%
比較同意	46%	35%	45%	44%
一般	11%	8%	18%	8%
比較不同意	4%	2%	7%	2%
完全不同意	2%	0%	1%	1%
有效受訪人數	318	233	306	283

那些剛剛購買住房的人將房地產作為最好的投資工具當然不會讓人感到意外。這正是心理學家所說的“如意算盤偏差”（wishful thinking bias）。有趣的是，那些房價高啟的城市中“完全同意”的比例要高於密爾沃基。其中，“完全同意”的比例最高的是洛杉磯，而它也是房價上漲最高的城市。

綜合考察以上調查結論，我們可以看出人們存在一種感覺，這就是他們認為價格總是會不斷上漲，並且人們對這一判斷的信心會隨著時間的推移和市場的不同而發生變化。作為調查的一部分，我們還詢問了高收入投資者一些其他問題，下面是這些問題和調查結果：

你對以下說法有何看法？“如果再發生一次像1987年10月19日那樣的股市危機，股市在兩年左右的時間內一定會回復到危機前的水準。”

	1996 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
完全同意	38%	42%	42%	38%	29%	26%	21%
比較同意	44%	44%	40%	43%	44%	44%	46%
一般	10%	5%	10%	10%	10%	12%	18%
比較不同意	5%	7%	9%	7%	12%	13%	11%
完全不同意	2%	1%	0%	3%	5%	5%	4%
有效受訪人數	135	292	164	222	372	367	208

由調查結果可以看出，同意上述表述的比率基本隨市場的變化而變化。在1999—2000年市場接近頂峰時，42%的受訪者選擇了“完全同意”。當市場開始下滑時，選擇“完全同意”的人數比例也隨之下滑，到了2004年這一數字為21%，只有頂峰時期的一半。人們本來認為投資股票是沒有風險的，因為即使遇到調整，股價仍將重拾升勢，人們對於市場的這種信心是股市的重要支撐。然而，隨著市場的變化，人們的信心逐漸削弱。經歷了五年的調整，還有一些人抱有這樣的想法。不過，似乎已經有越來越多的人對股市失去了興趣，並且再也不會相信長期股票投資沒有風險了。

有趣的是，人們往往不會相信與我們的問卷調查相反的假設，也就是說，當市場經歷了引人注目的上漲之後，人們往往不會相信市場將在未來的幾年中回到起點。^[3]他們寧可憑感覺樂觀地相信市場會出現反彈，也不願意相信長期均衡價格的存在。

有一些證據可以表明，1929年，許多人對股市反彈抱有同樣的信心。儘管我們沒有那個時期的問卷調查數據，但可以看到一些對當時投資者信心的描述。弗雷德里克·路易斯·艾倫（Frederick Lewis Allen）在1931年出版了記述20世紀20年代歷史的著作《恍然如昨》（*Only Yesterday*），書中寫道：

1929年夏天，人們擅長從往事中尋求安慰。在過去幾年中，每一次股市的暴跌又都會迎來很快的攀升。進二退一——這就是股市的走勢。如果你賣出，就只好等到下一次暴跌（每幾個月就有一次暴跌）

才能買進，因此根本沒有理由立即賣出。只要你的股票好，最終就一定會賺錢。真正的贏家顯然是那些“買進不放”的人。[\[4\]](#)

對投資者信心的反思

思考當前投資者信心的本質和原因非常重要，這不只是為了理解現實，也是為了討論本章的重要問題：回饋環。增強投資者信心的回饋環發生於一個複雜的背景之下，它既包括社會因素，也包括人們的心理因素。

許多人認為，在股市出現了暴跌後的兩三年中，市場將回到原來的水準。但是，人們的這種想法來自何處？事實上，歷史數據並不支持這一論斷。有許多例子表明：暴跌後的市場在相當長的一段時期內一直運行不佳。就拿最近的例子來說，今天的日經指數已經不及1989年其最高值的一半了，再如在第1章中討論的1929年和1966年這兩次美國股市高峰過後，股市在接下來的兩段較長的時期內表現疲軟。但是，市場持續不良運行的例子在公眾腦海中卻沒有留下深刻記憶。

近期的美國股市之所以給投資者留下了深刻印象，這是因為他們親身經歷了這一切。從1982年起，他們親眼目睹了飛漲的美國股市並對其作出了反應。現在的美國投資者與日本股市的投資者以及幾十年前美國市場投資者有著截然不同的經歷。許多人把注意力都放在每天報紙的股市走勢圖上，他們似乎能夠憑直覺感到，股市每次下跌反彈後都會迅速創出新高。我們在學習騎單車或駕駛汽車時所用的認知能力可以使我們憑直覺知道前方的路況，這種能力也被應用到了對股市的預期之中。對於那些二三十歲甚至四十多歲的投資者來說，在他們關注並投資於股市的時期裡，這種上升趨勢一直存在著。

人們這些年來目睹股市下滑後會持續反彈，從而形成了某些主觀經驗，這對我們的想法產生了一種心理衝擊，這種心理感受在事後很難理解或重述。那些原先預料股市會進一步下滑的人，由於年復一年不斷地出現判斷錯誤，情緒因而變得很壞，並因此喪失了信譽。所以，情緒的改變會對他們的觀點——當然還有對觀點的表達方式——產生衝擊，而這種衝擊與支持或駁斥這些觀點的任何客觀證據都無關。於是很自然地，以前悲觀的人想作出不同的判斷，或至少會在公眾面前採用不同的表述方法。

即便投資者自己對1982年以後的股市沒有給予關注，他們還是能夠不斷聽到股市老手的相關心得。以下摘自戴維·伊萊亞斯（David Elias）1999年出版的《道瓊40000點》（*Dow 40000*）一書：

一個關於我朋友喬伊的故事。1982年當道瓊指數剛剛超過1000時，他打電話告訴我，他在尋找合適的時機進入市場。過了這麼多年，他仍在尋找一個絕佳時刻的反彈點。現在喬伊已經62歲了，還把錢放在大額銀行存單中，他錯過了整個牛市及其數個“千點”里程碑。到現在喬伊還沒有意識到根本不存在所謂的絕佳時機——當股市從反彈點恢復之後，就會衝向新高。^[5]

這段文字表面上有一些說服力，尤其是將其與伊萊亞斯書中接下來的一段關於高回報率（如同近期的股市）下複利機制的論述結合起來，更能表明股市是真正的致富場所。這種敘述帶有強烈的感情色彩，如同一個關於駕車失誤而造成的車禍事故或某人要求老闆提薪的親身體驗一樣。

這樣的故事之所以會有相當的吸引力，一個原因是將成功的投資看做掌握自己內在衝動的過程，而不是在歷史環境中分析我們現在所處的情形，它使讀者忘記了就股市行情而言，什麼才是目前最需要關注的。普通人在控制自己的衝動時會考慮很多（如考慮使自己努力工作而不是放任自流，要保持體形不要發胖等），因此要求克制的論述比那些對市盈率進行歷史分析的文章更能引起共鳴。伊萊亞斯論述的誘惑力在於，它勾起了懊悔之痛，這是進行當前投資的情感原因。這一點將在本章的後面提到。當論述不再對歷史數據進行分析時，翻閱近期數據對人們的思維只能產生唯一的影響——使人們獲得“市場下跌總會反彈”的隱約感覺。

多數媒體總是會報導一些在過去幾年中股票投資者成功的事例，其實是在明顯暗示讀者“你也可以”。《美國週末》（*USA Weekend*）（一種隨報紙發行的全國性週末雜誌）中的一篇題為《如何在美國真正致富》[*How to (Really) Get Rich in America*] 的文章中列舉了幾位投資者的成功經歷，並提出了一個假設性的敘述。假設一位22歲的大學生畢業，第一年賺30000美元，並且每年的實際收入增長1%。“如果僅將收入的10%用於金融投資，並將這些儲蓄投資到標準普爾指數基金中，在67歲退休時，就可以淨收入140萬美元，而且是以今天的美

元來衡量的。”^[6]這種計算假定標準普爾指數基金（S&P Index Fund）每年能夠獲得8%的無風險回報率，但並沒有指出隨著時間的推移，回報率可能沒有這麼高，因而故事的主人公最終可能無法成為一個百萬富翁。在1929年的《婦女家庭雜誌》（*Ladies' Home Journal*）上也出現了一篇標題十分相似的文章，這篇《人人都會致富》（*Everybody Ought to Be Rich*）^[7]也進行了同樣的計算，並且也同樣沒有說明從長遠角度來講，任何事情都有出入。在1929年股市崩盤之後，這篇文章隨即臭名遠揚。

這些關於股票可能上漲的討論看似合理，其實往往缺乏理論支持。它們總是夾雜在那些有關成功和失敗的投資者的案例裡，其言外之意表明，那些投資做得好的人在精神上和道德上也是優越的。公眾逐漸對那些耐心賺錢而不受市場波動影響的人產生了強烈的崇拜，這是許多通俗書籍的主題。其中，最著名的一本是由托馬斯·史丹利（Thomas Stanley）和威廉·丹科（William Danko）合寫的《鄰家的百萬富翁：美國財富的驚人秘密》（*The Millionaire Next Door : The Surprising Secrets of America's Wealthy*），此書自1996年出版之後，在《紐約時報》（*New York Times*）精裝暢銷書排行榜上占據了長達88週的時間，在《時代》（*Times*）的平裝暢銷書排行榜上也穩居前列。這本讚揚耐心與節儉美德的書，銷量超過了100萬冊。^[8]

事實上，這類耐心投資的故事並不僅僅在美國暢銷。在德國，由博多·謝弗（Bodo Schäfer）所寫的1999年度暢銷書《金融自由之路：7年成為百萬富翁》（*The Road to Financial Freedom : A Millionaire in Seven Years*）為投資者設定了7年的時間，他將“任何股市下滑後必然迅速反彈”列為十大“黃金準則”之首。另一本1999年出版的德國書籍通篇都在講述“耐心投資總會賺錢”的主題，此書由貝恩德·尼奎特（Bernd Niquet）所著，書名為《不必擔心下一次崩盤：為何股市是長期投資的絕佳場所》（*No Fear of the Next Crash : Why Stocks Are Unbeatable as Long-Term Investments*）。^[9]

在看待對股市信心的表現方式（無論是20世紀90年代的還是20年代的）以及了解人們當時的感受時，以下一點是十分重要的：在多數情況下，股市信心不是人們所談及的核心，而是被其他內容所掩蓋。例如，蘇澤·奧曼（Suze Orman）是90年代一名極其成功的投資顧問，也是暢銷書的作者，作品有《金融自由九步法》（*The 9 Steps to*

Financial Freedom) 和《致富勇氣：創造豐富的物質和精神生活》[*The Courage to Be Rich : Creating a Life of Material and Spiritual Abundance* (1999)]。她運用電視媒體為自己樹立了非凡的聲譽，並且是奧帕拉·溫弗里 (Oprah Winfrey) 節目的常客。她強調一個人致富要採取感情和精神上的措施。具體建議就是甩掉債務，投資股市。很顯然，多數觀眾都對她傳達的精神訊息更感興趣。對這些觀眾來講，如何面對投資中的困難才是關鍵。至於她假設的10%的年回報率，只是一個大家無暇也不願去追究的背景訊息。儘管如此，由於她和其他作者對於這一假設的不斷重複，這一假設卻被提升到了“傳統智慧” (conventional wisdom) 的地位。

關於預期的例證

從1989年起，我就開始對美國的高收入個人投資者和機構投資者進行問卷調查。現在這項工作受到了耶魯大學管理學院的資助。通過調查，我們發現投資者對股市的預期發生了變化。我們以開放式的問題詢問投資者對不同階段道瓊指數的預期。在提問時我們沒有給定價格上漲的範圍，因此受訪者可以在沒有任何暗示的情況下說出自己的預期值。1989年的調查結果顯示，個人投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值是0.0%。1996是4.1%，2000年是6.7%，2001年是8.4%。由此可見，從1989年到2000年股市達到頂峰之後不久的這段時期，股票市場估值的平均預期值大幅上漲。此後，個人投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值有所下降，2004年的調查結果為6.4%。機構投資者的調查並未顯示出同樣的預期變化模式。這也許是因為他們的專業能力使他們得以利用權威的分析方法來進行預測。

有些人可能會感到吃驚，我們上面提到的平均預期值結果竟然如此之低。比如1989年個人投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值是0.0%，即使剛剛經歷了2000年的頂峰，投資者的預期也只有8.4%。這似乎並不符合我們平時所認為的非理性繁榮。但是讓我們來考察一下個人投資者的問卷回答情況，就能夠明白為什麼平均值如此之低了。1989年34%的個人投資者表示他們認為在接下來的一年中股市將要下跌。而那些認為股市不會下跌的投資者的平均預期值是10.0%。不過大量悲觀主義者的存在使得平均預期值降到了0。

1996年，認為股市將要下跌的個人投資者占29%。但是，那些認為股市不會下跌的投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值是9.3%，基本與1989年持平。悲觀主義者的人數較少使得平均預期值較1989年有所上升。

2001年，認為股市將要下跌的個人投資者的比例進一步下降到7.4%。那些認為股市不會下跌的投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值是10.1%，幾乎與前幾年相同。悲觀主義者的迅速減少使得平均預期值增長到8.4%。

到了2004年，認為股市將要下跌的個人投資者的比例進一步下降到7.1%，這個數字比2001年的水準還要低。不過，這回那些認為股市不會下跌的投資者對道瓊指數一年內變化的平均預期值卻下降到了7.3%。

總體來看，那些對於上漲的預期較為穩定，且接近專家判斷的歷史平均水平，而給出下跌預期的被調查者的比例則變化較大，說明市場的非理性因素始終在增長，直到市場處於頂峰後形成了下跌的恐慌。

在調查結果中，幾乎沒有人回答市場在未來的一年中將會上漲20%或30%，這一點並不令人吃驚。顯然，那麼高的預期不是一個讓人信服的答案，也不是人們期望在媒體中見到的數字。使人信服的說法是市場將會繼續保持過去30年中所取得的高平均回報率，或大膽地預測說市場將會回調，實際上媒體也這麼說，因此部分受訪者預測股市將會下跌。人們真的相信他們在調查問卷上所寫的答案嗎？也許大多數人不知道該相信什麼，也許他們認為自己的答案與其他答案一樣可信。

瑞士銀行投資者信心指數（2000年以前稱之為佩因·韋伯 / 蓋洛普指數）顯示，在2000年市場處於頂峰時，個人投資者中存在著更為樂觀的平均預期。1999年7月的調查表明，這些投資者預期未來12個月中股市的平均回報率是15%。這聽起來是一個相當樂觀的數字，比我調查得到的預期值要高得多。結果的差異可能與問卷中措辭的微妙差異有關。他們的問題是：“宏觀地考慮一下股市，你認為在未來12個月中，股市能夠為投資者提供的總體回報率是多少？”而我的問題是：“你預期價格將要變化百分之多少（數字前的‘+’表示預期的增長，‘-’表示預期的下降，不知道的請不要填寫）。”然後問卷留出空間讓受訪者分別給出1個月、3個月、6個月、1年和10年內的道瓊工業平均指數。注意這兩個問題的不同含義：佩因·韋伯 / 蓋洛普民意測驗問的是回報率，也許這是在暗示受訪者回報是一個正值；而我問的是價格的百分比變化，我的問題提到了答案可能是負值。

調查問題的答案與措辭的設計是息息相關的。但是，如果調查問卷中的措辭長期保持不變，隨著時間而變化的答案也可能會暗示著期望值的變化方向。不管我的調查方法與瑞士銀行投資者信心指數有什

麼區別，在各個時間段我們都保持了基本問題的一貫性。而瑞士銀行投資者信心指數也肯定了我的調查結論，那就是在股市達到頂峰之前人們的預期往往過於樂觀，而此後，人們的預期卻又顯得過於悲觀。

對投資者期望和情緒的反思

經濟學家通常喜歡將人定義為所謂的經濟人，即他們能夠根據對未來股價的預期和對其他投資風險的估計來對投資決策進行最佳化計算。然而事實上，投資者在實際決定將多少資金投放到股市和其他投資項目（如債券、房地產等）的過程中，通常不會進行詳細的估算。投資者通常也不會對不同資產類別的收益預測進行整合，或針對已知的風險權衡這些收益。

投資者不這樣做的部分原因是由於他們通常認為，專家並不是對每個資產類別的價格變化及存在的風險都有所見地，畢竟專家之間總是存有分歧。人們認為，忽視目前專家對某一資產類別前景的看法不會造成太大的損失。投資者於是選擇將其判斷的依據建立在多數專家都認同的基本理論上。

專家在預測不同資產類別的相對回報率時通常會進行詳細論證，然而這種論證對大多數人來講幾乎沒有什麼直接可用性。專家談論的是聯邦儲備委員會可能採取的行動，菲利普斯曲線（Phillips Curve）的變化，或者由通貨膨脹和常規的會計方法所引起的總收入偏差，大多數人對這類事情並沒有興趣。

然而，投資者必須作出一些決策。當決定將多少資金投入股市時，哪些因素可能會起作用？從感情因素上講，人們可能會感到投資股市是所有人的唯一選擇，這種感情會在決策中發揮關鍵作用。

人們知道股市有可能會重複近幾年的運行過程，這種可能性就像股市可能會進行重大調整一樣。夜深人靜之時，一個人正在填寫401(k)投資分配表格，而他掌握的可靠訊息極少，但又必須作出重要決定，這時他既疲倦又煩惱，他又會作何感想呢？

當然，個人的感受取決於其近期投資的經歷。如果一個人已退出股市，沒有像其他人那樣抓住近期獲利的機遇，那麼他就會有一種很強烈的悔恨感。心理學家發現，悔恨能夠提供極大的動機。^[10]

有人會羨慕別人在股市中比自己工作一年還賺得多，這種羨慕是一種痛苦，尤其當自尊受到損傷時更是如此。如果那些賺得多的人真的比自己聰明或知識淵博，那麼他就會覺得自己是一個落伍者。即便他們不比自己聰明，只是比較幸運，那種滋味也好不到哪裡去。不過，人們還是更願意認為那些比自己成功的人是運氣較好，以此來尋求情感上的慰藉。納齊姆·塔利布（Nassim Taleb）就在他的著作《隨機漫步的傻瓜》（*Fooled by Randomness*）中這樣寫道：“我們的情感並不會因為我們為自己的失敗找出合理的理由而好過一點，而對別人成功的嫉妒卻總在不斷傷害我們。”^[11]

人們也許會想，如果在上漲的股市中再多留一年（假定股市還要漲一年），也就不至於如此。當然，他也會想到市場或許馬上就要下滑。人們在作資產分配決策時，究竟又是如何衡量可能的失誤所造成的情緒打擊的呢？

也許有人覺得即使炒股虧本也比連股市的大門都不敢跨進要強。雖然入市也有恰逢下跌之虞，然而這種可能的失敗遠遠不敵未入市的遺憾所帶來的痛苦。儘管有多種其他方式可以用來分散注意力，諸如努力成為一位好伴侶、好家長或是追求簡單自在的生活，但是目前唯一真正能從情感上得到滿足的決定還是投身股市。

當然如果說一個人一直在炒股，現在正在決定是否繼續的話，他就會有不同的心境。有人可能會感到滿足，對自己過去的成功可能還有些許的自豪，也有人會感覺更加富有。有人在獲利後感覺自己像個“在玩全部家當”的賭徒，因此當再下賭注時情感上也沒有什麼可失去的了。^[12]

綜上所述，投資者決定投資時的情緒狀態是造成牛市最重要的因素之一。儘管他們的情緒也是前一章所描述的各種因素（如實用主義和個人主義上升）所造成的結果，但市場不斷增強的上升趨勢會引發新的心理衝擊，這又會加劇這種狀態。

公眾對市場的關注

公眾對市場的興趣和注意力會隨時間的推移發生重大變化，正如公眾的興趣會從一個有新聞價值的話題轉到另一個話題，比如說從有關賈桂琳·甘迺迪（Jacqueline Kennedy）的新聞報導轉到有關辛普森的報導，再轉到有關黛安娜王妃的報導。對股市的興趣也以同樣的方式隨潮流而改變，而這種變化主要取決於引發事件的吸引程度。

一些專家表示，1929年也是投資者對股市極其關注的時期，約翰·肯尼思·高伯瑞（John Kenneth Galbraith）在他的著作《大崩盤：1929》（*The Great Crash : 1929*）中寫道：

1929年夏天，股市不僅支配著新聞，也支配著文化。曾關注過聖·托馬斯·阿奎那（Saint Thomas Aquinas）^[13]、普羅斯特（Proust）、心理分析和身心疾病藥物的少數精英也開始大談聯合公司、聯合創建者和美國鋼鐵公司。只有那些最古怪的激進分子仍對股市漠不關心，他們的興趣集中在自我暗示或其他想法上。大街上你總能看到某人在煞有其事地談論股票的買賣，儼然是一名股市的預言家。^[14]

許多類似的評論文章也報導說，20世紀20年代末期公眾的注意力都集中在股市上。人們應該意識到，如果高伯瑞是在20世紀20年代寫就此書的話，那麼他的論述中就無法避免一些那個時代特有的浮誇的新聞習氣。但是就整個20年代的變化方向來講，高伯瑞是對的。

如果看一下整個20年代中每一年的《期刊論文讀者指南》（*The Reader's Guide to Periodical Literature*）就會發現，在任何一年的期刊中，只有極少數文章（不到0.1%）是關於股市的。人們在考慮股市以外的許多事情。然而，在這10年中，有關股市的文章比重明顯在增長。1922—1924年，有29篇關於股市的文章，占所列文章的0.025%；1925—1928年有67篇文章，占所列文章的0.035%；1929—1932年有182篇文章，占所列文章的0.093%。在10年中有關股票的文章所占百分比幾乎增長了四倍。

對近期的《期刊論文讀者指南》的研究表明，儘管其中股市文章的百分比要比20年代的高，但兩個時期裡關於股市興趣的轉變卻有著

類似的趨勢。1982年股市處於最低潮時，有關股市的文章有242篇，占所有文章總數的0.194%。1987年即發生崩盤的那一年，有592篇關於股市的文章，占所有文章總數的0.364%，幾乎達1982年的兩倍之多。發生崩盤之後，人們對股市的興趣一度下降，1990年僅有255篇文章事關股市，占總數的0.171%。2000年達到451篇，占所有文章總數的0.254%。2000年市場達到頂峰之後，文章的數目也隨之下降。2003年達到327篇，占所有文章總數的0.175%，幾乎回落到1990年的水準。

我們可以從另一方面考察投資者對市場的關注程度，即全美投資者企業協會（National Association of Investors Corporation）所報導的投資俱樂部的數目。投資俱樂部是小型的社會團體，成員們通常晚間在會員家中聚會，他們出於興趣或學習目的而將小額資金投資於股市。四家成立於50年代牛市初期的投資者俱樂部在1951年創立了全美投資者企業協會，到1954年，俱樂部的數量發展到953家，1970年（股市的高潮期）達到頂峰，多達14102家，1980年（股市的低潮期）數目下降到3642家。現在，俱樂部的數量早已超過了它的最高值，達到了37129家。^[15]投資俱樂部的數目大致與市場的運行情況相應，這一值得注意的現象表明牛市的確能夠吸引投資者的注意力。但是，到了2004年俱樂部數量為23360家，下降了37%。投資俱樂部的數目大致與市場的運行情況相應，這一值得注意的現象表明牛市的確能夠吸引投資者的注意力。2000年之後俱樂部數量下降的幅度小於1970—1980年之間的下降幅度，這表明，目前投資者對股市的興趣還沒有像20世紀70年代時下滑得那麼嚴重。而這也是與兩個時期市盈率下滑的幅度相一致的。

在任何領域獲得成功後，人們便會有一種自然傾向：採取新行動、開發新技巧，以求獲得更大的成功。透過對那些從電話交易轉向網路上交易的投資者與繼續使用電話交易的投資者之間的對比研究，經濟學家布拉德·巴伯（Brad Barber）和特倫斯·奧迪恩（Terrance Odean）發現，那些轉向網路上交易的投資者過去平均每年能獲得超過市場平均水平2%的回報率。但轉向網路上交易後，這些投資者的投機性增強，更積極地增進交易，結果每年的回報率反而比市場平均水平低3%。^[16]這一發現可以說明，對過去的成功過於自信促使人們增加了學習網路上交易的固定成本。在具備這些能力和興趣之後，為了看到自己的技巧投資取得回報，他們可能在持續一段時間內（用年來衡量）更加關注股市。

1999年市場接近頂峰的時候，幾乎到處都在討論股市。那時我曾經和我的妻子做了一個遊戲，當我們外出用餐時，我就會預言，我們鄰桌的人會討論股市。當然我並不打算偷聽他們的談話，但是我會嘗試去捕捉“股市”這個詞。我真的能夠經常聽到它。在那個時候提起股市被認為是一個可以接受的，甚至是令人興奮的話題。五年以後，在公眾場合提及股市就不再那麼吸引人了，它甚至變成了一種侵擾，一種無禮的行為。到了2004年，人們提到更多的可能是房地產市場。1999年和2004年之間的差別是微妙的，但是它也啟示我們投資者對於市場的熱情發生了根本的變化。

投機性泡沫的回饋環理論

在回饋環理論中，最初的價格上漲（例如，由前一章所提到的各種誘發因素所引起）導致了更高的價格水平的出現，因為通過投資者需求的增加，最初價格上漲的結果又回饋到了更高的價格中。第二輪的價格上漲又回饋到第三輪，然後回饋到第四輪，依此類推。因此誘發因素的最初作用被放大，產生了遠比其本身所能形成的大得多的價格上漲。這種回饋環不僅是形成整個股市中著名的牛市和熊市的因素，而且也事關個人投資的盛衰，當然兩者可能在細節上會有差異。

前面已提到過，回饋環理論是廣為人知的，但是多數人沒有用回饋環這一術語來描述它。它是一個科學術語，通常又被稱做惡性循環、自我實現預言、從眾效應等。儘管投機性泡沫一詞在一般言論中有不止一個含義，但通常指的就是這種回饋。

回饋環理論的一個最流行的說法是建立在適應性預期基礎上的，這一說法認為，發生回饋是由於過去的價格上漲產生了對價格進一步增長的預期。^[17]另一說法認為，發生回饋是由於過去的價格上漲使投資者的信心增加。通常認為這種回饋主要是對價格持續增長模式的反應，而不是對價格突然上漲的反應。

本章前面所討論過的例證與適應性預期和投資者信心回饋理論都是一致的，投資者信心回饋理論在當前的股市中正發揮著重要作用。這種回饋也可能是基於情緒因素，與期望及信心都不相關。前面所討論過的“在玩全部家當”的結果可能產生一種回饋：這種心境可能降低投資者在價格看漲之後拋出的傾向，因此放大了誘發因素的作用。^[18]過去的價格水平對於人們的情緒有著廣泛的影響。

回饋有許多不同的類型。其中，最為基本的類型是價格—價格（price-to-price）回饋：價格的上漲引發投資者的熱情，進而直接導致未來價格的進一步上漲。另一種回饋類型稱為價格—GDP—價格（price-to-GDP-to-price）回饋：由於股市和房地產市場市值的增加，使得人們的財富增加，再加上樂觀主義的鼓舞，就會使得人們的支出增加。這裡的支出包括消費、投資於其他的住宅、工廠和設備等資產的活動。我們把投資品價值增加所導致的這種影響稱之為“財富效

應”，它在股票市場和房地產市場中都存在。^[19]如果人們的支出增加推動了GDP的增長，那麼經濟的增長又會鼓勵人們進一步將GDP推向高點。人們認為較高的GDP更多地意味著經濟的健康和強大，而不是泡沫的存在。這種想法最終導致了價格的上漲推動公司盈利水平的上漲，進而進一步推動價格上漲的回饋機制。當股市上漲，人們就會花更多的錢，這推動了公司利潤的增長，公司基本面的改善就會使得人們對股市的預期進一步提高，而股價也就自然會更高了。

此外，在經濟生活中普遍存在著人們對於偶然因素重要性的錯誤認識。我們知道，人們總是認為經濟的一個基本狀態是“健康”。當股市上漲，或者GDP增長，又或者公司的盈利水平提高了，他們就會或多或少地認為經濟更加“健康”了。人們還認為經濟會受到來自外部疾病的侵襲，比如地震、流星的衝擊，也有可能因為外部環境的變化而有所突破，比如科學技術的突飛猛進。他們認為，股市、GDP和公司盈利水平的變化就是這些外部因素作用的結果。的確，這些因素有時會對於經濟產生影響。但是人們並不知道他們自身的心理因素同樣作為這個複雜回饋模型的一部分對經濟產生著影響。

不管哪一種回饋環理論在起作用，投機性泡沫都不可能永遠持續下去。投資者對股票的需求也不可能永遠擴大，當這種需求停止時，價格上漲也會停止。根據預期回饋環理論的流行說法，在需求停止時，我們就會看到股市的下降，即泡沫的破滅，因為投資者認為股市不會繼續上漲，因此沒有理由繼續持股。然而，回饋環理論的其他說法並沒有提及泡沫的破滅，因為他們沒有假定價格會持續上漲。

實際上，即使是回饋環理論的最流行說法，也不認為泡沫會突然破滅。投資者需求中一定會有一些噪音，過去的價格反應有一定的不可預測性，同時投資者之間也缺乏同步性，這些都會支持泡沫的存在。此外，過去價格變化所產生的入市還是出市的誘惑不可能僅由最近的價格變化決定。投資者在判斷近期股市的表現運行是否有誘惑力時，可能會回顧一下前幾天、幾週或幾個月的價格變化。因此，這種簡單的回饋環理論與那些顯現諸多中斷和搖擺的價格變化模式在本質上是一致的。^[20]

無論採用哪一種回饋環理論，都可能意味著發生負泡沫，即回饋向下發生——最初的價格下滑使投資者失望，引起價格的進一步下

滑。^[21]（負泡沫的概念使我想到了裝滿熱空氣的密封塑膠汽水瓶，當瓶子冷下來後會逐漸地向內收縮，但將瓶蓋打開後，瓶子又恢復原狀——儘管將正泡沫比喻成肥皂泡更為恰當。）當股價降到極點時，股市中的人們不願脫手，負泡沫在此點爆破後即回復原狀。但就像正泡沫一樣，這種破滅也不太可能是瞬息完成的。

回饋環也可能產生複雜的甚至是明顯的隨機行為。一些計算機軟體中的隨機數生成器就是簡單的非線性回饋環，它能產生看起來很複雜，能表明隨機性行為的數據。如果假定除了簡單的價格上漲回饋環外，在經濟中還存在其他類型的回饋環，我們就可以得出如下結論：股市明顯的隨機性和突然變動性可能並不是無從解釋的。研究非線性回饋環（non \ | linear feedback loop）的數學分析稱為混沌理論（chaos theory），這種理論也許可以用於理解股市行為的複雜性。^[22]

投資者對回饋和泡沫的理解

現在，投機性泡沫的回饋環理論已經廣為人知，它被認為是大眾文化的一部分。於是人們自然想知道，公眾對這種泡沫的理解是否會受到市場高漲的影響。也許當前泡沫的產生就是因為公眾意識到了短期泡沫的存在，但是仍願意與泡沫共舞。

1999年4月，《巴倫斯》大贏家調查（Barron's Big Money Poll）曾向職業理財經理們問道：“股市是處在投機性泡沫中嗎？”72%的受訪者說“是”，只有28%的人說“不是”。^[23]這是人們認為當時市場存在泡沫的一個有力證據。

在耶魯金融學國際研究中心的資助下，我利用調查數據構造了多個投資者信心指數。其中一個指數我們稱之為估值信心（valuation confidence）指數，它顯示認為股市不存在高估的受訪者在所有受訪者中的占比情況。我們給受訪者的問題是：“與公司基本面的真實價值或投資價值相比，你認為目前美國的股價：（1）偏低，（2）偏高，（3）基本合理，（4）不知道。”

估值信心指數顯示了其中選擇“（1）偏低”和“（3）基本合理”的受訪者在選擇（1）、（2）、（3）的受訪者總數中所占的百分比。從1989年開始，我就一直將這個問題作為問卷的第一題，從未改動過。圖4—1顯示了自1989年以來個人投資者和機構投資者估值信心指數的走勢。

如圖4—1所示，20世紀90年代個人投資者和機構投資者的估值信心都出現了下滑，並且就在2000年市場達到頂峰之前達到谷底。此後，估值信心又快速上升，幾乎達到了1989年的水準。到了2003年，股市達到了更低的水準，人們也不再認為市場存在高估。估值信心的變化，為2000年前後市場泡沫的存在提供了有力的證明。

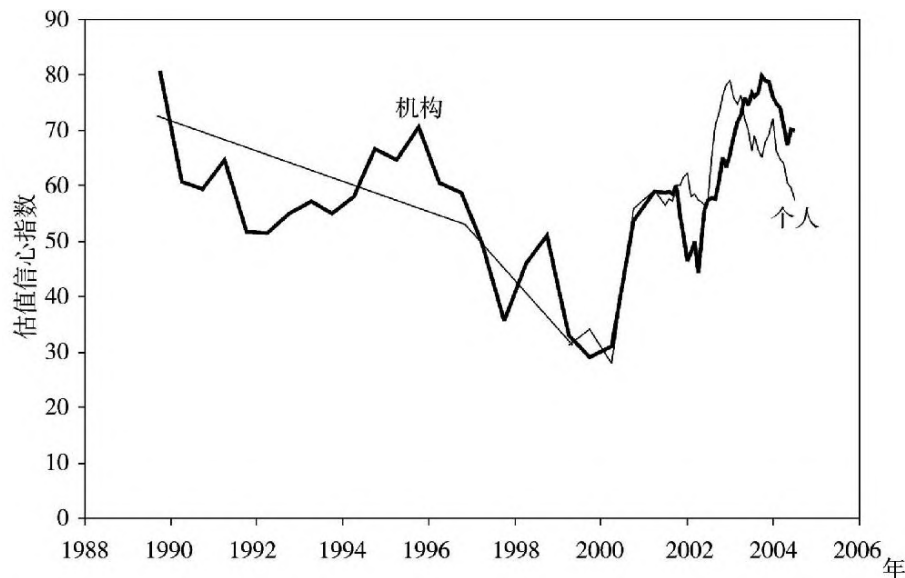


圖4—1 估值信心指數

圖中顯示了1989—2004年認為股市不存在高估的受訪者占所有受訪者的百分比。其中粗線表示機構投資者的狀況，細線表示高收入的個人投資者的狀況。[\[24\]](#)

資料來源：2000年以前的數據來自作者的調查，2000年以後的數據來自耶魯大學金融學國際研究中心的調查結果。

其實大多數人知道回饋過程的存在，人們在投資於股市時也知道存在泡沫，但是他們希望自己可以在泡沫破滅之前獲利離開。巴倫斯大贏家調查結果顯示，職業理財經理比公眾投資者更加了解這一狀況的存在。而公眾投資者更多的是認為市場可能存在高估，也可能存在不穩定，但是他們對泡沫的運行機理並沒有清晰的認識。

在我們對房地產繁榮城市的購房者進行的調查中，我們給了受訪者充分的空間去填寫是什麼推動了他們剛剛參與的房地產市場的上漲。有些人說他們認為市場心理是推動因素，甚至有些人用了“泡沫”這個詞。但是在我們2004年進行的調查中，只有1%的受訪者提到了泡沫。

作為2003年和2004年購房者調查的部分內容，我們問了以下問題：

下列哪一種理論能夠更好地解釋你所在城市近期的房地產價格走勢？

1．關於住宅買賣雙方心理的心理學理論。

2．關於經濟或人口統計學方面的理論，比如人口的變化、利率的變化、就業狀況的變化等。

在771名受訪者中，只有13%的受訪者選擇了1，而87%的受訪者選擇了2。這一結果表明公眾認為心理回饋並非市場價格上漲的根本原因。的確，人們所感覺到的熱情高漲似乎與普遍認為的泡沫出現的時間並不一致。但是如果一個人意識到價格的上漲是從眾行為的結果，並且這種上漲會在一個不可預期的時刻突然停止，那他也就不會像現在這樣興高采烈地參與其中了。

作為回饋模式和投機性泡沫的蓬齊騙局

要證明簡單、機械的價格回饋模式確實影響著金融市場是十分困難的，這種模式的作用機理是複雜的，它往往會使投資者產生高度信心和熱情。我們可能會有一個自然的印象，認為投資者表現出的熱情是對過去價格上漲的反應，但是我們找不到有力的證據證明回饋確實影響了他們的決策。

為了證明這種回饋機制確實在金融市場中發揮了作用，看一下蓬齊騙局或金字塔騙局的實例是很有幫助的。在這種騙局中，騙局製造者“創造”了從當前實現的投資收益到未來投資收益的正向回饋。這些騙局已被使用多次，雖然政府堅決予以取締，但仍在繼續風行。它們的有趣之處在於，從某種意義上講，這是一種受控實驗（受騙局製造者的控制），它能證實回饋環的存在，而這無論是在正常的市場狀態或心理學實驗中，都是不易發現的。

在一個蓬齊騙局中，騙局製造者向投資者許諾，投資便能賺得大量收益，但是投資者付出的投資款幾乎沒有或根本沒有被投向任何真正的資產。相反，騙子將第二輪投資者支付的投資款付給最初的投資者，將第三輪投資者的投資款付給第二輪投資者，依此類推。騙局的名字來源於一個著名的（但肯定不是最早的）實例，這個實例是由查爾斯·蓬齊（Charles Ponzi）1920年在美國進行操作的。在最初投資者盈利之後，他們被誘使將自己的成功故事轉述給其他人，導致又一輪投資者進行更多的投資，騙子從中支付報酬給第二輪投資者；第二輪投資者的成功故事又吸引了更多的投資者，依此類推。這一騙局注定要終結，因為投資者不可能永遠增長下去，騙局的策劃者無疑是知道這一點的。策劃者可能希望不付錢給最後的，同時也是最大規模的一輪投資者，然後逃離法律的制裁（或者如果幸運的話，他能夠發現更好的投資機會，從而挽救整個騙局）。

我們知道，蓬齊騙局成功地使策劃者變富，至少在被逮捕前是這樣的。1920年，查爾斯·蓬齊在7個月內吸引了3萬名投資者，開出了總價值達1500萬美元的票據。^[25]在最近的一個著名事件中，家庭主婦雷吉米·博納姆在阿拉斯加的一個鄉村小鎮上建立了一個巨大的蓬齊騙局。她許諾說，投資者在兩個月之內會拿到50%的收益，這個騙局

1989—1995年吸引了來自42個州的1200名投資者，投資總數為1000萬～1500萬美元。^[26]

1996—1997年，在阿爾巴尼亞發生了一個更富戲劇性的事件。許多蓬齊騙局許諾能夠提供絕好的投資回報率，這些騙局吸引了這個國家的相當一部分人。7個蓬齊騙局共集聚了20億美元的資金，這相當於阿爾巴尼亞年國內生產總值（GDP）的30%。^[27]人們對這些騙局的熱情極高，在1996年的地方議員選舉中，執政黨的成員甚至在競選海報中加了蓬齊騙局基金的符號，明顯想利用這些新財源來獲得競選的砝碼。1997年，當這些騙局敗露時，憤怒的抗議者搶劫銀行，焚燒了建築物，政府不得不動用軍隊來恢復和平，許多肇事者被殺。這些騙局的崩潰導致了總理亞歷山大·邁克斯（Aleksander Meksi）的辭職和內閣的解散。^[28]

作為其策略的一部分，成功的蓬齊騙局往往向投資者編造故事，表明賺大錢的可行性。查爾斯·蓬齊向投資者許諾，他能利用國際回復郵券進行套利來為投資者賺錢。回復券由郵政部門出售，購買者可以將它附在信中寄往另一個國家，從而預付回信的郵資。潛在的收益機會似乎確實存在，比如在歐洲購買郵政回復券，然後可以在美國出售套利，這是因為實際匯率與回復券上的隱含匯率不完全一致。在蓬齊騙局實施期間，報紙上報導了透過銷售回復券來賺錢的收益機會，很顯然這一收益機會對一些易受影響的人來講是十分可信的。但是，實際上這個盈利機會是不會實現的，因為出售這些回復券並不容易。當紐約郵政局長宣布郵資回復券的供給量不足以實現蓬齊騙局所宣稱的財富時，這個騙局便瓦解了。

阿拉斯加的雷吉米·博納姆則宣稱她可以從大企業購買未使用過的經常乘機者的飛行里程，將它們重組成優惠券後出售，就能賺得大筆鈔票。據說阿爾巴尼亞的投資公司VEFA在經濟復甦時期進行了大量的傳統投資。當時在阿爾巴尼亞也有傳聞說，VEFA是洗黑錢的幌子，對許多投資者來說，洗黑錢也是賺大錢的一個可行來源。^[29]

在這些蓬齊騙局中有一個重要的現象：最初的投資者對這些騙局是持非常懷疑態度的，因此，只進行了少量的投資。就拿郵政回復券中的套利收益機會來說吧，如果只是直接對人講，而沒能證明別人已

經賺了許多錢的話，這個騙局還不足以吸引大量投資者，直到投資者看到別人已獲得大量的回報，才會對這一騙局真正充滿信心。

這些所謂的投資回報實際上僅僅來源於新加入的投資者（當然騙局製造者會矢口否認），而在這些騙局垮台之前，這種投資回報通常會不斷地上升。最初的蓬齊騙局和阿爾巴尼亞實例都是如此。雖然旁觀者清，但許多人直到後來仍相信這些騙局，這一點似乎令人十分不解。^[30]這也表明了別人賺得巨額鈔票的現象會對自己的思維方式產生影響。對於許多人來講，別人賺了錢是很有力的證據。對於自己加入蓬齊騙局，這些證據的重要性甚至超過了最有理性的質疑。

欺騙、操縱和善意的謊言

現實生活中，市場繁榮景象的產生過程遠遠超出自然的蓬齊騙局的範疇。在市場繁榮的景象中，往往存在一部分精心設計、用以騙人的假象，一些人試圖在一般投資者中製造一些錯誤的想法。當然，這樣做是違法的。但是，如果我們的司法程序非常遲鈍，那麼罪犯就會很多年都得以逍遙法外。這也是投機性泡沫產生過程的一部分。

以前我在麻省理工的老師查爾斯·金德伯格教授（Charles Kindleberger），對我的思想產生了很大影響。他活到92歲，我們最後一次通信就是在他2003年去世前不久。在他1989年出版的著作《瘋狂、驚恐和崩潰》（*Manias, Panics and Crashes*）一書中，他這樣寫道：“我們相信，欺騙是由需求決定的……在繁榮時期，財富被創造出來，人們是貪婪的，騙子就會出來利用人們對財富的渴望。”^[31]

多數投資品的價值取決於人們近期對未來價格走勢的預期。然而，有些因素是我們今天無法看清的，因此公眾對投資品的關注就為欺騙和謠言創造了機會。在市場繁榮時期，一些機會主義者試圖偽裝成成功人士，或新經濟的先鋒派，利用公眾對投資的關注，從中找到獲利的途徑。

我們被泡沫欺騙的原因之一是我們被職業騙子的假象欺騙了。當一個聰明人為了騙人把自己變成所謂的專業人士，並且花了多年時間精心設計一個騙局時，他就有可能在我們面前完成那些看起來不可能完成的超群技藝，以此欺騙我們，或者至少能欺騙我們一段時間。況且，他們也只需要欺騙我們一段時間，以便拿走我們的錢，然後離開。因此，公眾進行投資活動的當務之急是敦促我們的專業人士在財務和管理方面迅速提高水準。如果我們讓那些職業騙子管理我們的公司，或者作為我們的房地產經紀人，那麼我們只有期望我們所看見的不是現實。

這一現象的極端案例是一些徹底的犯罪行為，比如安然和帕瑪拉特公司。每一次市場繁榮的景象過後帶來的都是政策環境的變化，遭受損失的公眾的利益被踐踏，罪犯被起訴，法規更加嚴密。我們在市場跨越2000年的頂峰之後，在美國和其他國家的市場中再一次看到了

這種情況的發生。因此，從另一個意義上講，投機泡沫的破滅淨化了我們的金融市場，使得市場在此後能夠更加有效地運行。

不過，比犯罪行為更普遍的情況是，一些人在法律允許的範圍之內，利用市場的繁榮去構建那些連他們自己都不相信的商業活動。這種行為與詐騙沒有什麼兩樣。並且，他們其中的一些人已經從中獲利，而沒有受到任何懲罰。2000年以來，許多高科技企業的高階主管營造出一些具有根本缺陷的商業概念進行上市融資，然後將自己的股票套現，完全不理會由此導致的股價大幅下跌。

我還記得1998年發生的一個生動的實例。當時，我曾經參與出售一個小公司。這家公司老總將自身的情況向一些投資銀行進行了介紹，以幫助他們決定是否將該公司推薦給那些潛在的機構買家。當時的狀況我仍然記憶猶新。我想，這家小公司的管理者向投資銀行家們描繪了一個健全的商業典範形象。甚至讓投資銀行家們聽得有些倦怠。在他的介紹中提到，該公司在網際網路上出售產品，因此它可以被認為是一家網路公司。這時，其中一個投資銀行家一下子振奮起來。他說，市場對網路公司非常感興趣，如果公司的管理層可以將該公司描繪成為一家網路公司，那麼，他所在的投資銀行將可以把該公司的售價提高數百萬美元。但是，他還說，公司必須勾畫出一幅壯美的未來發展規劃，這一規劃使公司可以在未來的幾年中獲得豐厚的收入，並且公司的管理層必須採取相應的行動，以取信於投資者。後來，這個公司的老總告訴我，他起初採納了銀行家的意見，甚至準備給公司改一個以“.com”結尾的名字。但是，經過進一步的考慮，他說那都是假的，最終他決定不那麼做。

不過，確實有人那樣做了，事實上整個20世紀90年代都存在這樣一種趨勢，即利用媒體，透過營造所謂的概念來吸引投資者，以提高公司的股價。在2002年出版的《尋找公司的救世主》（*Searching for a Corporate Savior*）一書中，作者拉凱什·庫拉納（Rakesh Khurana）提到一些公司會花費高昂的成本聘請那些看似具有超凡魅力的急功近利的CEO來管理公司，以此來取悅股票市場。而那些具有深厚的商業知識功底、為人忠誠、作風穩健的管理者則往往不被認可。^[32]

自然形成的蓬齊過程所引起的投機性泡沫

從前一節的實例可以推測出，蓬齊騙局中自然出現的投機性回饋環的確在發揮作用。即使在整個股市中，操縱者沒有捏造虛假的故事故意欺騙投資者，關於股市的神話也隨處可見。當價格多次上漲時，就如同在蓬齊騙局中一樣，投資者會從股市的價格變動中獲得回報，還有許多人（股票經紀人和整個共同基金投資業）從講述股市會進一步上漲這類故事中獲利。沒有理由表明這些故事具有欺騙性，他們只是強調了正面消息，忽略了負面消息。自然發生的蓬齊騙局——如果如此稱呼投機性泡沫的話——應該沒有規律而且不太富有戲劇性，因為它不受人的直接操縱，只是某些自然事件的發生促使其有時呈現出類似蓬齊騙局的過程。從蓬齊騙局到自然發生的投機性泡沫的擴展看起來是那麼順理成章。

許多金融教材都認為金融市場是合理而有效的，但是這些教材往往沒有提到泡沫或蓬齊騙局。^[33]這些書給人的感覺是金融市場在像數學一樣精確地運行。但如果根本不提這些現象，學生怎麼能就他們是否影響市場這一問題作出自己的判斷呢？

證券市場與房地產市場中的回饋與交叉回饋

在前面幾章中，我們注意到歷史上，美國股市的價格變化與房地產市場的價格變化幾乎不相關。但是，1995年股市開始大幅拉升，幾年之後，1998年房地產市場出現了繁榮景象。我們還注意到，國際市場房價的上漲也是在股市啟動兩年之後出現的。這些都說明，股票市場和房地產市場之間有時可能存在著交叉回饋。隨著房地產市場中投機活動的增加和社會的不斷變化，這種回饋可能在未來不斷加強。

其實，在股市出現繁榮景象的幾年後，住宅的價格開始上漲，這並不奇怪。因為股市的繁榮帶來投資者財富的增加，而財富的增加就會鼓勵投資者在他們的房子上花更多的錢，因此房價就被炒上去了。由於人們需要花幾年的時間來決定他們的換房計劃，所以這一影響往往要在幾年之後才會顯現。但是，這樣一種回饋模式卻是很難想像的，那就是即使在股價出現大幅下跌之後，房地產價格也會出現較快的上漲。想要理解這一點似乎是很困難的。

有可能是這樣一種情況，由於受到了股市繁榮的影響，美國和其他國家的房地產市場在1998年股市達到頂峰之前出現了繁榮景象，並且在股市開始下跌之後，房地產市場借助於市場內部的回饋作用繼續上漲。也有可能是這樣一種情況，房地產市場的繁榮是自1982年以來股票市場增長的一種長期滯後反應。因為2000年以後市場的下跌，僅僅跌去了1982年以來累計漲幅的一半，並且此輪下跌使得人們認為2000年以後的股市比1982年時更加具有投資價值。

但是在考慮上述可能性的同時，我們還需要考慮另一個因素，它將有助於解釋2000年以來股市下跌與房地產市場上漲並存的現象，這就是2000年以後股市的下滑，使得一部分投資者的投資熱情從證券市場轉移到了房地產市場，從而促進了房地產市場需求的增長。在我們2003—2004年對近期購房者進行的問卷調查中，我和卡爾·克斯直接向購房者詢問了股市和房地產市場之間可能存在的回饋效應。下面是我們的問題和調查結果：

過去幾年投資於股市的經歷：

1. 在很大程度激勵我購買住房 12%

- | | |
|----------------------|-----|
| 2. 在一定程度激勵我購買住房 | 14% |
| 3. 與我的購房決策無關 | 72% |
| 4. 對我的購房決策產生了一定的負面影響 | 2% |
| 5. 對我的購房決策產生了很大的負面影響 | 1% |
- $n=1146$

既然2000年以來市場整體出現了大幅調整，那麼在我們進行調查時，受訪者過去幾年在股市的投資經歷應該是不令人滿意的。但是，大多數投資者表示這並沒有影響他們的購房決策。考慮到許多人的購房決策是出於各式各樣的個人原因，這一結果並不令人驚訝。但是，有趣的是，在選擇了股市的投資經歷會影響他們的購房決策的受訪者中，絕大部分人認為過去幾年投資於股市的經歷“激勵”他們購買住房。事實上（考慮到百分比計算時四捨五入的誤差），表示股市具有激勵作用的受訪者是表示股市具有負面影響的受訪者的10倍。

調查問卷上的下一個問題是：“請解釋你的想法”。受訪者寫下了他們對自己前一個問題的答案的解釋。其中不少受訪者表達了他們對股市和房地產市場之間交叉回饋作用的真實感受。下面是受訪者的一些回答，這都是那些認為股市激勵他們購房的投資者的回答：

- 我注意到我的個人退休帳戶和401（k）養老金帳戶的潛在減少，於是我決定轉而投資房地產。
- 因為房地產不會像股票有那麼大的損失。
- 股票的價值變化較大，具有較大的風險。而購買房屋和土地則能夠更好地保值。
- 收益遞減，並且損失巨大，於是尋找其他投資品種。
- 投資房地產是最安全的個人金融投資品種，其他的都排在後面。

房子天生就是最安全的投資，你總是可以住在裡面。

2000—2002年，我們的個人退休帳戶和401（k）養老金帳戶損失巨大，但是我們的房地產投資沒有損失。

- 房地產比較安全，至少它是你自己的財產。而股票一旦損失，就可能什麼都沒有了。

當我們閱讀了大量受訪者的回答後，一個清晰的回饋模式浮現在我們眼前。2000年以來股市的下跌和反彈的失敗，使得人們對於股市的興趣不斷下降。人們開始將注意力轉向另一個市場，並且他們越來越相信這個市場才是最好的投資場所。股票市場和房地產市場之間的交叉回饋作用已經形成，並且正如我們所看到的，它對於房地產市場的繁榮起到了一定的推動作用。^[34]這種交叉回饋還有助於解釋由於20世紀90年代繁榮時期過後，各個發達國家股票市場的下跌所導致的國際範圍內房地產市場的繁榮。

也許上述只是股票市場和房地產市場之間的交叉回饋作用的表面證據。由於這種回饋並不是總會發生，因此它們看起來似乎並不能言之鑿鑿。但是請注意，我們研究的是社會科學，而不是自然科學。我們並不能完全解釋為什麼市場間的回饋機制是這樣形成的，或者它又為什麼會隨著時間的推移而發生變化，不過起碼我們已經對它有所了解。

當今的非理性繁榮和回饋環

如前一章所述，有許多原因最終造成了這種繁榮。本章指出，回饋環（投機性泡沫）將這些因素的作用放大。隨著價格的繼續上漲，繁榮程度也被價格上漲本身所提升。

本章只是開始描述回饋過程。我們看到，回饋並不僅僅發生在下面的情形下：當看到過去的價格上漲，個人投資者會進行數學計算以調整自己的信心和期望。思考方式的變化感染著整個文化，這些變化不但根據過去的價格上漲發生作用，而且它們還會改變整個文化，從而進一步影響股市。為了更好地理解誘發因素是如何產生影響以及這些影響是如何被放大的，在下一章我們將針對伴隨著近期股市和其他投機繁榮而產生的文化變化進行更廣泛的討論。

【注釋】

[1] 我們目前可以追溯到的最早的關於回饋環理論的論述源自1841年查爾斯·麥凱（Charles MacKay）撰寫的 *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*。在書中，他這樣描寫17世紀30年代荷蘭的鬱金香熱：“許多人一夜暴富。人們爭先恐後地蜂擁而至，衝向鬱金香市場。”在此之前在1637年鬱金香熱期間還出版了一本名叫 *Samen-Spraeck tusschen Waermondts ende Gaergoeds nopende de opkomste ende ondergangh van flora* 的小冊子。在這本小冊子裡，描寫了越來越多的人受到他人成功的鼓舞而進入市場的情景。

[2] 取樣要足夠多，以使97%的標準誤差不超過 $\pm 2\%$ ；本節中所有的標準誤差百分比都不超過 $\pm 5\%$ 。當然，由於其他原因使結果不可靠是有可能的，但這個原因肯定不會是取樣的大小。例如，那些同意回答問卷的人可能會比其他人對股票市場更有信心。另一方面，那些回答問卷的人也更有可能屬於比較積極的投資者，他們對股市的影響更大，因此，這些受調查者比真正隨機抽取的較富裕的受調查者更能代表股票市場高漲背後的誘因。

[3] 我並未在調查問卷中提出相關問題，但現有數據顯示在2000年市場處於頂峰時，絕大多數人沒有想到市場會跌回來。

[4] Frederick Lewis Allen, *Only Yesterday* (New York: Harper and Brothers, 1931), p. 309.

[5] David Elias, *Dow 40000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History* (New York: McGraw-Hill, 1999), p. 8.

[6] Dwight R. Lee and Richard B. MacKenzie, “How to (Really) Get Rich in America,” *USA Weekend*, August 13-15, 1999, p. 6.

[7] Samuel Crowther, “Everybody Ought to Be Rich: An Interview with John J. Raskob,” *Ladies Home Journal*, August 1929, pp. 9, 36.

[8] 當然，對絕大多數儲蓄不多的人而言，任何增加儲蓄的鼓勵都是件好事情。

[9] Bodo Schäfer , *Der Weg zur finanziellen Freiheit : In sieben Jahren die erste Million* (Frankfurt : Campus Verlag , 1999) ; Bernd Niquet , *Keine Angst vorm nächsten Crash : Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind* (Frankfurt : Campus Verlag , 1999) .

[10] 參見 David E . Bell , “Regret in Decision Making under Uncertainty , ” *Operations Research* , 30 (5) (1982) : 961-981 ; and Graham Loomes and Robert Sugden , “Regret Theory : An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty , ” *The Economic Journal* , 92 (1982) : 805-824.

[11] Nassim Taleb , *Fooled by Randomness : The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* , 2nd ed . (New York : Texere , 2004) .

[12] 參見 Richard H . Thaler and Eric J . Johnson , “Gambling with the House Money and Trying to Break Even : The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice , ” *Management Science* , 36 (1990) : 643-660.

[13] John Kenneth Galbraith , *The Great Crash : 1929* , 2nd ed . (Boston : Houghton Mifflin , 1961) , p . 79 .

[14] 數據摘自 National Association of Investors Corporation web site , <http://www.better.investing.org/member/history.html>.

[15] Brad M . Barber and Terrance Odean , “Online Investors : Do the Slow Die First ? ” *Review of Financial Studies* , 15 (2) (2002) : 455-89 .

[16] 有關回饋環的心理理論在以下文章中有所闡述 : Nicholas Barberis , Andrei Shleifer , and Robert Vishny , “A Model of Investor Sentiment , ” *Journal of Financial Economics* , 49 (1998) : 307-343.

[17] 經濟學家約翰·坎貝爾和約翰·科克倫 (John Cochrane) 提出了習慣形成理論，該理論也能解釋股市放大的反應過程。在他們提出的模型中，人們慢慢地習慣從股市高漲中期得到高層次消費。股市上漲後，人們就會嘗試高水準的消費，但這時，他們對這種消費水準還未產生依賴的心態。於是，在股市中賺了錢的投資者可能願意冒更多的風險，因為他們相信，如果投資損失要求放棄高水準消費，他們做得到。同時，在高價時持股的意願也同樣擴大了價格誘發因素的作用。參見 John Y . Campbell and John H . Cochrane , “By Force of Habit : A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior , ” *Journal of Political Economy* , 107 (2) (1999) : 205-251.

[18] 參見 Karl E . Case , John M . Quigley , and Robert J . Shiller , “Comparing Wealth Effects : The Stock Market vs . the Housing Market , ” National Bureau of Economic Research , Working Paper No . 8606 , November 2001.

[19] 參見 Robert J . Shiller , “Market Volatility and Investor Behavior , ” *American Economic Review* , 80 (1990) : 58-62 ; and Shiller , *Market Volatility* , pp . 376-377.

[20] 一些經濟理論家認為，負的泡沫經濟不會出現，因為價格的底線是零，因而投資者深信價格不可能永遠下跌。他們得出結論，負泡沫經濟甚至都不可能開始出現。但他們所說的不會出現泡沫是有前提的，即人人都理性處世並精打細算，而且也相信他人同樣理智、精明。

[21] 許多文章在將混沌理論應用於經濟分析時往往沒有強調這裡討論的價格回饋模式，但它或多或少讓我們了解到了金融市場複雜性的一些原因。參見 Michael Boldrin and Michael Woodford , “Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos : A Survey , ” *Journal of Monetary Economics* , 25 (2) (1990) : 189-222 , for a survey of this

literature。也可參見 Benoit Mandelbrot, *Fractals and Scaling in Finance : Discontinuity, Concentration, Risk* (New York : Springer-Verlag, 1997) ; and Brian Arthur, John H. Holland, Blake LeBaron, Richard Palmer, and Paul Tayler, “Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market,” in W. B. Arthur, S. Durlauf, and D. Lane (eds), *The Economy as an Evolving Complex System II* (Reading, Mass. : Addison-Wesley, 1997)。在另一篇相關文章中，作者構建了試驗股市，人們在設計好的環境下交易，沒有新聞，也沒有其他聳人聽聞的因素。在這種一切盡在掌握中的情況下，時常會出現外來的“泡沫”價格運動。參見 Vernon L. Smith, Gary L. Suchanek, and Arlington W. Williams, “Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets,” *Econometrica*, 56 (1988) : 1119-1151。

[22] Lauren R. Rublin, “Party on ! America's Portfolio Managers Grow More Bullish on Stocks and Interest Rates,” *Barron's*, May 3, 1999, pp. 31-38.

[23] 在1989—1996年，以及1996—1999年之間，我們沒有對個人投資者進行調查。從2001年開始，我們透過月度調查數據計算的6個月的移動平均值來構造指數。

[24] 參見 Joseph Bulgatz, *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds* (New York : Harmony, 1992), p. 13.

[25] Mike Hinman, “World Plus Pleas : Guilty, Guilty,” *Anchorage Daily News*, July 1, 1998, p. 1F; and Bill Richards, “Highflying Ponzi Scheme Angers and Awes Alaskans,” *Wall Street Journal*, August 13, 1998, p. B1.

[26] John Templeman, “Pyramids Rock Albania,” *Business Week*, February 10, 1997, p. 59.

[27] Kerin Hope, “Pyramid Finance Schemes,” *Financial Times*, February 19, 1997, p. 3; and Jane Perlez, “Albania Calls an Emergency as Chaos Rises,” *New York Times*, March 3, 1997, p. A1.

[28] Jane Perlez, “Albanians, Cash-Poor, Scheming to Get Rich,” *New York Times*, October 27, 1996, p. A9.

[29] 之所以願意相信，可能與第7章中談到的人類有過分充滿信心的傾向有關；也可參見 Steven Pressman, “On Financial Frauds and Their Causes : Investor Overconfidence,” *American Journal of Economics and Sociology*, 57 (1998) : 405-421.

[30] Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, 2nd ed. (London : Macmillan, 1989), p. 90.

[31] Rakesh Khurana, *Searching for a Corporate Savior : The Irrational Quest for Charismatic CEOs* (Princeton, N. J. : Princeton University Press, 2002).

[32] “非蓬齊條件”已列為理論財經詞彙，它指的不是回饋環，而是這一模式中一個假想前提，即投資者不會一輩子欠債並越陷越深。

[33] 進一步的討論，可參見 Case and Shiller, “Is There a Bubble in the Housing Market ?”

[34] 義大利中世紀神學家和經濟學家，1226—1274年。——譯者注

第II篇 文化因素

第5章 新聞媒體

投機性泡沫的歷史幾乎是與報紙的產生同時開始的。^[1]儘管今天我們已經很難找到早期的報紙，但是從現有的資料看，它們大都報導了第一個有重要意義的泡沫——17世紀30年代荷蘭的鬱金香熱（Dutch tulip mania）。^[2]雖然新聞媒體（報紙、雜誌、廣播以及近期出現在網際網路上的各種新的媒體形式）總是以市場事件的旁觀者身份出現，其實媒體本身也是這些事件不可或缺的一部分。當市場中的一部分人擁有了相似的想法，這種想法就可能推動一些重大的市場事件的發生，而新聞媒體則是傳播這些想法的重要工具。

在本章中，我考察的是媒體對市場事件衝擊的複雜性。我們將看到，新聞報導對市場產生的影響是複雜而不可預見的。經過仔細分析以後我們可以發現，新聞媒體無論是在為股市變化進行鋪墊還是在煽動這種變化方面都發揮著重要作用。

媒體在股市變化中發揮的鋪墊作用

新聞媒體一直在為了生存而相互競爭，以求吸引公眾的注意力。要生存就要發現並報導有趣的新聞，於是新聞媒體將注意力放在具有口頭傳播潛力的新聞上（為了擴大讀者、聽眾或觀眾群），並且在可能的情況下報導一個正在發生的故事，從而使公眾成為穩定的客戶群體。

競爭是殘酷的。為了使自己的報導富有創意，負責發布新聞的這些媒體形成了一套運行過程。新聞媒體總是會給新聞加上感情色彩，並在新聞中塑造知名人物，從而使新聞報導能迎合人們的興趣。這些媒體還善於從他人的成敗得失中學習和借鑑。總之，多年競爭的經驗使媒體在吸引公眾注意力方面十分老到。

金融市場很自然地吸引了新聞媒體，因為至少股市能夠以每日價格變化的形式持續提供新聞。當然其他市場如房地產市場也是新聞的來源，但是通常房地產並不能產生每日的價格變動。就單從能夠提供有趣新聞的頻率來講，沒有什麼能與股市相比。

股市也有明星效應。公眾認為股市就是大賭場，是大戶們的市場，是反映國家經濟狀況的晴雨表，媒體可以造就這些印象並從中獲利。人們對金融新聞極其關注，因為它關係到人們財富的變化。股市每天都在變化，這使得金融媒體可以終年將股市的運行作為頭條新聞，並以此吸引忠誠的客戶。財金新聞在媒體中所占的篇幅是唯一可以與體育新聞相提並論的，今天兩者的總和大約占了多數報紙內容的50%。

除此之外，住宅同樣是公眾心目中永遠的迷戀。因為我們住在房子裡，我們每天都在為供房子而工作，並且我們所住的房子也是個人社會地位的象徵。報紙上經常用整版報導住宅或房地產的相關訊息。在美國還有一個名叫“HGTV”的專業房地產電視頻道。

而在英國，2001年開播的直播節目“財富階梯”（Property Ladder）獲得了巨大成功。這個節目講述了“房蟲們”購房、裝修，然後迅速以一個期望的價格出售的冒險經歷。現在美國也有了類似的欄目。

媒體討論的形成

為了吸引讀者，新聞媒體盡力將關於某些問題的討論展現給公眾，這些問題是公眾普遍關注的，然而其中也包括那些專家們認為不值得討論的話題。最後，媒體會下結論說，就這一問題，支持哪方面觀點的專家都有，這同時也表明在公眾最迷惑的問題上，專家也沒能達成共識。

多年以來，媒體一直問我是否願意發表意見支持一個極端的觀點。當我拒絕後，下一個要求必然是讓我推薦另外一位願意發表意見支持這一觀點的專家。

在1987年股市暴跌的前五天，麥克尼爾/萊勒“新聞一小時”（MacNeil/Lehrer NewsHour）節目請到了萊維·巴特拉（Ravi Batra），他是《90年代大蕭條：為什麼會發生，如何保護自己》（*The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself*）一書的作者。該書將“歷史傾向於完全重複”這一理論作為基本前提。因此，他認為，1929年的暴跌和後來的蕭條都會再度發生。儘管巴特拉有著極高的學術聲望，但是市場上多數著名專家並沒有認真對待這本書。到危機爆發時，這本書已經在《紐約時報》暢銷書排行榜上上榜了15週之久。在“新聞一小時”節目中，巴特拉自信地預測到1989年將會出現一次“蔓延至全世界”的股災；他還斷言在股災之後“會出現一次蕭條”。^[3]由於巴特拉的觀點是在一個十分受關注的節目中發布的，因此他的觀點——儘管他預測股災是在兩年之後——可能在小範圍內營造緊張氣氛，這種緊張氣氛又導致了1987年的股災。儘管巴特拉在暴跌前出現在“新聞一小時”中被認為是一種巧合，但是應該記住的是，在全國性的新聞節目中進行股市暴跌的預測幾乎是沒有先例的，至少他的出現與股市暴跌如此之近是有暗示意義的。

是否應該譴責媒體對無關緊要的話題進行討論呢？有人認為，媒體應該將注意力放在普通觀眾都感興趣的話題上，以便使觀眾能完善自己的觀點。然而，如果這樣做的話，媒體似乎就是在發布和反覆強調一些沒有事實根據的觀點。如果發布新聞的人完全按照他們所知道的給出自己的觀點，那麼公眾可能會真正做到開闊眼界。然而，媒體

顯然不是這樣看待自己的使命的，而且競爭壓力使得它們無法去重新考慮這些問題。

對市場前景的報導

如今能夠回答有關市場問題的媒體報導並不少，但缺少的是與這些問題相關的事實及對這些事實進行深思熟慮的解釋。事實上，為了能與市場上的數字同步，媒體必須要拿出一些東西，因此許多新聞報導都是按期限寫出來的。最典型的報導便是在看到顯著的牛市後就將焦點集中在短期統計數字的分析上，通常也只是分析近幾個月內哪組股票比其他組股票上漲更快。儘管可以將這些股票描述成領漲股，但是也沒有理由認為是它們的業績引起了牛市。這些新聞報導可能會談論經濟增長背後的一些“平常”因素，如網際網路的繁榮，而且是以熱烈的字眼來談論，同時還有對我們強大經濟動力的充滿愛國熱情的祝賀。然後，這些文章透過引用一些精挑細選的“名人”的話來收尾，這些名人會對未來進行展望。有時文章完全缺乏對牛市原因的真正思考，也缺乏對前景進行分析所必需的背景資料，他們的筆法通常只有在寫那些憤世嫉俗的文章時才會採用。

這些文章中的名人觀點是什麼樣的呢？他們通常會給出對近期道瓊工業平均指數的定量預測，講一些故事或笑話，發表個人意見，例如，高盛公司（Goldman Sach & Co.）的阿比·約瑟夫·科恩（Abby Joseph Cohen）新創造了一些易於被引用的短語——如她提出的“FUDD”（fear, uncertainty, doubt, and despair）（擔心、不確定、懷疑、失望）的警告和“彈性橡皮泥經濟”（silly putty economy），這些短語很快得到了廣泛的傳播。不僅如此，媒體引用她的觀點，但對她的分析卻沒有給予密切的關注。事實上，儘管在形成觀點之前，她無疑可以利用一個傑出的研究部門進行廣泛的數據分析，但是媒體最終只是將她的觀點一報導了之。當然她不應該為此受到譴責，膚淺的觀點比深刻的分析更受歡迎，這就是有聲媒體的本質。

過量的紀錄

媒體上的“最”字似乎十分興旺，讀者們經常對此感到迷惑，不知道他們所看到的股市價格的上漲是否真的那麼非比尋常。媒體通常強調能表明創造新紀錄（或至少在接近創紀錄）的數據，如果記者們從不同的角度看這些數據，他們就會發現幾乎在任何一天裡都能找到創紀錄的事情。在報導股市時，許多作者提到“空前的價格變化”——這些變化是以道瓊點數而不是以百分比來衡量的，以至更容易形成紀錄。儘管近年來媒體不再迷信於以道瓊點數來報導的做法，但這種做法仍然被許多作家採用。

這種新紀錄過量（不斷創造新紀錄的現象）只是加大了人們對經濟的困惑。結果，當確有真實和重要的新聞時，人們也難以認識到。不同指標的泛濫，也不利於對各種定量數據進行單獨分析，所以，人們只好選擇去看名人解釋過的那些數據。

重大新聞日真的伴隨著重大的股價變化嗎？

似乎許多人都相信，對特定新聞事件及嚴肅內容的報導影響了金融市場，但是研究結果對這種觀點的支持程度遠比人們想像的要低得多。

1971年當維克托·尼德霍夫（Victor Niederhoffer）還是柏克萊大學的一名助教時（在他成為避險基金管理人之前），他發表了一篇文章，試圖說明世界大事日是否與股市價格的重大變化日相一致。他將1950—1966年《紐約時報》上所有大號字標題（大號字被認為是相對重要的標誌）編製成表，一共有432條標題。世界大事日與股市價格的重大變動相一致嗎？尼德霍夫從比較結果中發現了如下事實：這一時期的標準普爾綜合指數表明，每日價格發生重大上漲（漲幅超過0.78%）的天數隻占有所有交易日的10%，每日價格發生重大下滑（下滑幅度超過0.71%）的天數占有所有交易日的10%。在432個世界大事日中，發生了78次（占18%）重大價格上漲，56次（占13%）重大價格下滑。因此，這些發生大事件的日子與重大價格變動只有輕微的聯繫。^[4]

通過閱讀這些標題下的報導，尼德霍夫聲明，所報導的許多世界大事似乎不可能對股市所反映的基本價值產生太多影響。也許媒體所認為的重大國內新聞對股市並非真的重要。他推測說，反映危機的新聞事件更有可能對股市產生影響。

尼德霍夫將危機定義為7天內出現5個或5個以上大標題的時間，尼德霍夫在樣本區間發現了11次危機。它們是：1950年朝鮮戰爭開始；1951年漢城被占領；1952年召開民主國民會議；1956年蘇聯軍隊威脅匈牙利和波蘭；1956年發生蘇伊士危機；1958年查爾斯·戴高樂擔任法國總理，美國海軍陸戰隊進入黎巴嫩；1959年蘇聯領導人赫魯雪夫出現在聯合國；1960年古巴出現緊張局勢；1962年對古巴實施軍事封鎖；1963年約翰·甘迺迪總統遇刺。在這些危機中，每日價格變化中有42%是“重大”變化，而在“正常”時期這個數字是20%。因此，危機時期可能伴隨著重大的股市價格變化，但並不顯著。

要注意到，在尼德霍夫樣本的整個16年中，只有11週是“危機”。股市的整體價格變化幾乎沒能顯示出與標題有意義的聯繫。

尾隨新聞

某些在重大價格變動日發生的新聞報導被認為是導致股市價格變動的原因，然而有人懷疑，這些新聞報導不可能合理解釋價格的變動，或者至少不是完全由其造成的。1989年10月13日（星期五），就發生了一次股市暴跌，媒體認為，這次暴跌是對新聞報導的反應。UAL公司是聯合航空的母公司，它的一個槓桿收購交易失敗了。在這一消息公布幾分鐘之後，發生了股市暴跌，這次暴跌導致當日道瓊指數下降了6.91%，因此最初認為這個消息極有可能是這次暴跌的原因。

這種解釋的第一個問題是，UAL公司只是一個公司，只占股市整個價值的1%。為什麼UAL公司收購失敗會對整個市場有這樣的衝擊呢？當時的一種解釋是，股市將交易失敗看做分水嶺，預示著其他許多即將進行的類似收購行動也會失敗，但是沒有具體的論述能證明這一觀點，而且，在市場隨新聞報導變動這一事實發生後，將UAL公司交易失敗看做分水嶺有一點自圓其說的味道。

為了盡力找出1989年10月13日暴跌的原因，調查研究員威廉·范特斯（William Feltus）和我在暴跌發生後的星期一和星期二對101位市場專業人士進行了電話調查。我們問：“在星期五下午聽說股市下跌之前，你聽說過有關UAL公司的新聞嗎？或者你後來聽說過將UAL公司的新聞作為這次股市暴跌的原因了嗎？”只有36%的人說在股市暴跌發生前聽說過有關UAL公司的新聞；53%的人在事後聽說UAL公司的新聞是這次股市暴跌的原因；其他人還不確定是什麼時候聽說的。因此，似乎是新聞緊隨暴跌，而不是直接導致暴跌，新聞報導的作用顯然不如媒體描述的那麼顯著。

我們也請市場專業人士來解釋新聞報導，我們問道：

下面兩個表述中哪一個更能代表你上星期五所持的觀點：

1. 星期五下午的UAL公司新聞將減少未來收購的交易，因此UAL公司新聞是股市價格突然下跌的合理原因。

2．星期五下午的UAL公司新聞應該看做焦點或注意力的集中地，它使投資者表示出了對市場的懷疑。

在這些受訪者中，30%的人選擇了1，50%的人選擇了2，其他人不確定。大多數人都將新聞看做對投資者行為的解釋。^[5]因此，說新聞事件對這次市場暴跌十分重要是正確的，因為新聞報導導致了從股價下跌到進一步下跌的回饋，使回饋效果比其他情況下持續的時間更長，然而它不可能是最初股價下跌的原因。

重大價格變化日無新聞

我們也可以看一下發生不同尋常的重大價格變化時，是否有非常重大的新聞。緊隨尼德霍夫的工作，1989年戴維·卡特勒（David Cutler）、詹姆斯·波特巴（James Poterba）和勞倫斯·薩默斯（Lawrence Summers）編輯了以標準普爾綜合指數衡量的、第二次世界大戰後美國發生的50次重大股市變動清單，而且給每次變動都註上了新聞媒體所作的解釋。多數所謂的解釋與不尋常的新聞沒有關係，有些都不可能被認定為嚴肅新聞。例如，給出的重大價格變動原因竟然包括下列一些無關痛癢的表述：“艾森豪威爾敦促對經濟的信心”，“對杜魯門戰勝杜威一事作出進一步反應”和“前些時候跌落後重新買進”。^[6]

有些人會認為，如果股票市場的運行是完美無缺的，我們就不應該期望在重大價格變化日看到顯著的新聞。這種觀點認為，只要消息一公開，在這個所謂的有效的金融市場（efficient market）上就會發生價格變化，而不必等到這些消息在媒體上正式報導。（這是我在第10章將討論的一個主題。）根據這種推理模式，我們對在重大價格變化日的報紙上沒有發現新的訊息一點都不吃驚：對於普通讀者來說，無關緊要的早期訊息早已被敏銳的投資者看成決定股價的重要因素。

也有人對此提出了一種新的解釋，即便單個因素本身不具備特殊的新聞價值，但是各種因素匯集在一起可能會引起重大的市場變化。例如，假定部分投資者在非正規地使用一種特殊的統計模型來預測基本價值，且這一統計模型使用了大量的經濟指標。如果在某一天所有或大多數特定指標變化的方向都一樣，即便單個指標不具備任何重要性，整體效果也會很顯著。

對新聞與市場變化間的微妙關係所進行的兩種解釋都假定公眾是在不斷地關注新聞，即對市場基本面的蛛絲馬跡都很敏感，不斷認真地將各種不同的證據累加起來。但是這絕不是公眾真實的做法，他們的注意力是更為隨意的。相反，通常情況下新聞起到連鎖事件引發者的作用，最終會從根本上改變公眾對市場的看法。

新聞是注意力連鎖反應的誘因

新聞事件在影響市場方面所發揮的作用似乎被延遲了，它具備引起一連串公眾注意力的作用。這些注意力可能放在早已廣為人知的圖片、報導或事實上。有些事實在最初階段可能會被忽視或被認為是不重要的，但在新聞公布之後，可能會有一些新的重要意義。由於注意的焦點由一個引到另一個，再到下一個，這一連串的注意力被稱為連鎖反應。

1995年1月17日（星期二）凌晨5點46分，日本神戶發生了芮氏7.2級地震。這是自1923年以來，在日本城市中發生的最嚴重的一次地震。世界股市對這一事件的反應為我們提供了一個有趣的研究案例。因為毫無疑問，在這個案例中，誘發因素純粹是外來的，不是由人類活動和經濟條件造成的——不是對微觀經濟變化的反應，也不是大量傳統經濟指數發生異常變動而造成的結果。在卡特勒、波特巴和薩默斯編輯的美國50次重大股市變動清單中（我們在前面提到過他們的這項工作），還沒有一次完全是因為外來因素造成的。^[2]

地震造成6 425人喪生，根據關西工業革新中心（the Center for Industrial Renovation of Kansai）的估計，地震所造成的全部損失大約是1000億美元。金融市場對其反應很強烈，但慢了點。東京股市在當天只是輕微下跌，與建築相關企業的股票價格普遍上漲，反映了對建築產品與服務需求的預期增長。當時分析家報導說，地震對企業市值的影響還很模糊，因為震後重建浪潮可能會刺激日本經濟的發展。

直到一個星期後，對地震的最大反應才出現。1月23日，除了逐漸披露地震損失的大量新聞報導外，沒有明顯的新聞，但日經指數下跌了5.6%。在震後的10天內，日經損失了8%的價值。如果將價值損失看成是地震損失所產生的直接結果，那麼這種損失未免太過頭了。

地震後的10天內，投資者在想些什麼呢？當然不能用僵化的思路去想。我們只知道在這段時間內，神戶地震支配著新聞，也為日本樹立了新的形象，也可能給日本經濟打上了新的烙印。此外，此次地震激發了有關以東京為中心的地震可能性的討論。儘管地理證據已表明東京有可能面臨一次大的地震，這一事實已廣為人知，但人們還是將

大量的注意力放在這一潛在問題上。東海研究諮詢公司（Tokai Research and Consulting Inc.）計算出程度與1923年大地震相同的一次地震會給今天的東京造成12500億美元的損失。^[8]

比神戶地震對日本國內市場造成的直接影響更令人迷惑的是它對國外股市的影響。在日經指數下滑2.2%的當天，倫敦FTSE100指數下跌1.4%，巴黎CAC-40指數下跌2.2%，德國DAX指數下跌1.4%，巴西和阿根廷股市都下跌了3%，而這些國家都沒有遭受這樣的地震損失。

關於神戶地震對世界股市影響的最好解釋是，有關地震及其伴隨的股市下跌的新聞報導吸引了投資者的注意力，投資者更多地關注那些不利於股市的悲觀因素，並引起了連鎖反應。

另一例市場對新聞的反應表明了如下事實：通過注意力的連鎖反應，媒體可能使投資者最終嚴肅地看待那些平時認為無聊或不相干的新聞。約瑟夫·格蘭維爾（Joseph Granville）是一位非常愛炫耀的市場預測家，有關他的一系列新聞報導似乎引起了兩次大的市場變動。這些媒體報導中唯一真實的內容是，格蘭維爾告訴他的客戶要買進或賣出股票。

格蘭維爾的行為很容易吸引公眾的注意力。他的投資研討會通常是異想天開的表演，有時會讓一隻受過訓練的大猩猩在鋼琴上演奏格蘭維爾的主題歌《背黑鍋的憂鬱》（The Bagholder's Blues）。他曾經像摩西（Moses）一樣穿著，出現在投資研討會上，頭戴冠冕，拿著蠟板。格蘭維爾自誇擁有非凡的預測能力。他說他能預測地震，有一次還說曾預測過世界上七次重大地震中的六次。《時代》雜誌曾引用過他的話：“我想在有生之年我不會在股市犯任何嚴重的錯誤。”他還預測自己能獲得諾貝爾經濟學獎。^[9]

格蘭維爾精彩表演的第一幕發生在1980年4月22日（星期二）。當他建議將短期持股改為長期持股的消息公布之後，道瓊指數上升了30.72點，即4.05%。這是繼1978年11月1日（即一年半以前）以來道瓊指數最大的一次增長。第二幕發生在1981年1月6日，格蘭維爾的投資公司建議將長期投資改為短期投資之後，道瓊指數經歷了1979年10月9日（一年以前）以來最大的一次下跌。在這兩種情形中都沒有其他的新聞可能解釋市場變化。在第二次時，《華爾街日報》（the Wall

Street Journal) 和《巴倫斯》(*Barron's*) 都斷然將這次下跌歸因於格朗維爾的推薦。

我們能夠確信是媒體關於格朗維爾及其所謂的先知先覺能力的報導引起了這些變化嗎？許多人都想知道是否格朗維爾效應不只是新聞媒體誇張的一個偶然因素。我們能確定的是，關於格朗維爾預測的一系列新聞報導及新聞的巨大口頭傳述能力都對國民的注意力產生了累積效應，公眾對他的預言及預言發布時股市下滑的反應基本上都是這種連鎖反應造成的。^[10]

1929年崩盤時的新聞

自從1929年發生股市崩盤以來，大家就一直討論新聞媒體在這次崩盤中所起的作用。事實上，歷史學家和經濟學家所面臨的困惑是，在那次崩盤之前根本沒有重大新聞。但是從那時起，人們就開始問，這種創紀錄的股市崩盤怎麼能在沒有新聞的情況下發生呢？大家把焦點集中在拋售者的心態上，是什麼促使那麼多人同時拋售股票呢？

在1987年10月19日股災發生前，1929年10月28日（星期一）的股市崩盤是道瓊指數最大的一次單日下跌（用前一個交易日收盤價格與當日收盤價格的差價來衡量）。1929年10月28日，道瓊指數下跌12.8%（當日最低點與最高點相比下跌了13.1%）。歷史上（直到1989年）的第二大下跌發生在第二天，道瓊指數下跌11.7%（當日最低點與最高點相比下跌了15.9%）。這兩天的收盤價格總體下降了23.1%，究竟出現了什麼樣的新聞能夠合理解釋這麼大規模的股市下跌呢？

閱讀一下週末到10月29日星期二上午的主要報紙，人們很容易得出如下結論：沒有發生任何對市場基本面有重要意義的事情，事實上這也是報紙自身得出的結論。10月29日上午，全國的報紙都轉載了美聯社的一篇報導，部分內容如下：“在整個週末都沒有任何不利新聞發布的情況下，面對來自胡佛總統和主要實業界以及銀行決策人員對商業的樂觀評論，華爾街對今日下跌作了如下的唯一解釋：在週末仔細清算帳目時發現了大量的疲軟現匯，而這些疲軟現匯在上個星期的繁忙時期被忽視了。”《紐約時報》將這次崩盤僅僅歸因於“普遍失去信心”。《華爾街日報》報導說：“總體來講還沒有經營瓦解的跡象”，“下跌是由於對壞帳進行了必要清理”。^[11]

在這些天的新聞中還有什麼內容呢？星期一上午有新聞報導說，州際商會將會繼續推進其依法收回超額鐵路收入的計劃。有一篇有利於美國鋼鐵公司的報導。有消息說，康乃狄克州製造者協會成功地引進了一條有利於康乃狄克州的關稅條款。墨索里尼在演講中說：“法西斯主義下的人民和團體能夠面對任何危機，即便是突然性危機”。參與競選法國總理的愛德華·達拉第（Edouard Daladier）宣布了其未來內閣中的外交部長。一架載有七名機組人員的英國飛機在海上失蹤。格拉

夫·第佩林（ Graf Zeppelin ）計劃探險北極。理查·伯德（ Richard Byrd ）小分隊在向南極推進。

在黑色星期一過後，星期二即崩盤後的第二天早晨，據報導，知名金融家斷言，強大的銀行資金為了尋找好的交易機會當天就會進入股票市場。如果這是新聞的話，人們會認為是一則好消息。星期二早晨的其他新聞如下：兩名參議員要求胡佛總統表明他在農產品和工業產品稅收問題上的立場；參議員海勒姆·賓厄姆（ Hiram Bingham ）抱怨院外遊說人員對他不公平；一位匈牙利伯爵及其夫人獲得進入美國的權利；一架載有五名人員的飛機失蹤。

這些報導聽起來都很普通。如果真有什麼原因能解釋股市下跌的話，那麼一定發生了什麼大家都知道的事。有人會想，這種事情一定會以某種形式寫進新聞，也許需要更仔細地讀報。

一位作家朱迪·萬尼斯基（ Jude Wanniski ）聲明，在1929年10月28日星期一上午的《紐約時報》中有一篇報導可能合理地解釋這次下跌。這篇頭條報導是有關可能通過一部仍在審議中的《斯穆特-哈雷關稅法案》（ Smoot-Hawley Tariff ）的樂觀報導。第二天這篇文章被美聯社和合眾社轉載。10月29日，這篇文章在全國報紙中都成為頭條新聞。^[12]

可以想像，《斯穆特-哈雷關稅法案》的執行可能會損害企業的預期利潤。有人可能會想，這項法案從總體上來講應該有利於企業，尤其是那些積極尋求執行這項關稅的企業。但是研究1929年崩盤的歷史學家則認為，考慮到來自一些國家的報復，關稅法可能會產生反面作用。事實上，艾倫·梅爾策（ Allan Meltzer ）認為，關稅法可能是“1929年的衰退沒有走以前貨幣緊縮的道路，而是直接變成大蕭條”的原因。

^[13]然而，包括魯迪格·多恩布希（ Rudiger Dornbusch ）和史丹利·費希爾（ Stanley Fischer ）在內的其他經濟學家指出，1929年出口只占國民生產總值的7%，在1929—1931年間，國民生產總值只下降了1.5%，這很難成為大蕭條的原因。此外，還不清楚《斯穆特-哈雷關稅法案》是否與出口下降有關。蕭條本身可能是這次下降的部分原因。多恩布希和費希爾指出，1922年的《福德尼·麥坎伯關稅法案》（ Fordney McCumber Tariff ）和《斯穆特-哈雷關稅法案》同樣提高了關稅稅率，但都沒有引起這樣的衰退。^[14]

即使我們將《斯穆特-哈雷關稅法案》通過的可能性看做股價大規模下降的原因，一定會有人考慮到這樣一個問題，在週末是否有新聞報導在很大程度上改變了人們對關稅法通過可能性的估計？《紐約時報》上報導的內容是什麼呢？10月26日（星期六），參議員戴維·里德（David Reed）宣布《斯穆特-哈雷關稅法案》在審議中沒有通過，參議員里德·斯穆特（Reed Smoot）和威廉·博拉（William Borah）對此予以否認。《時代》雜誌引用了參議員斯穆特的話：“如果這是參議員里德個人的觀點，我認為他有權發表，但是這不是財政委員會的觀點。”參議員博拉說：“我的觀點是這部關稅法不會流產。”第二天，也就是10月29日，《時代》雜誌報導說參議員里德重申了法案將會流產的觀點，雜誌還繼續引用了爭論雙方的其他觀點。儘管最初《時代》上的報導對這一法案似乎很樂觀，但是合眾社10月29日對這一事件的報導並不樂觀。《亞特蘭大憲法報》（*Atlanta Constitution*）在10月29日報導這一新聞時，採用的標題是《參議院放棄通過新關稅法案的希望》。

儘管如此，也很難將參議員間的交鋒（典型的政治鬥爭）上升為重要新聞。有關關稅法案的其他一些新聞報導也紛紛出爐。一個星期以前即10月21日，《時代》雜誌引用了參議院共和黨領導人詹姆斯·沃斯頓（James Weston）的話，他說參議院將在下個月內通過該法案。10月13日報導說，參議員斯穆特對胡佛總統說有可能在11月20日通過此法案。自從胡佛當選以來，有關此關稅法的樂觀和悲觀新聞交替出現。

在1929年10月28日（星期一）的報紙報導中，比有關基本面消息重要得多的是下面一則新聞報導：當股票交易所經歷股價第二次下跌時，公眾認為幾天前的事件非常重要，那就是1929年10月24日所謂的黑色星期四，一天內道瓊指數下跌了12.9%，但是在交易結束前又大幅反彈，所以平均收盤價只比前一次收盤價低2.1%。這件事已不是新聞，但它所產生的記憶在很大部分上類似於星期一的情況。《紐約時報》在星期一上午刊登了以下內容：“平常華爾街像鄉村墓地一樣淒涼與安靜，經歷了歷史上最緊張的一週後，華爾街變得很忙碌，銀行家和經紀人正盡力使交易所一切就緒……當今天早晨10點鐘恢復交易的鐘聲敲響時，大多數交易所都將埋頭工作，準備應對即將發生的事情。”星期日華爾街上的情景被描述如下：“觀光者從一條街道走到另一條街道，好奇地盯著街對面的股票交易所和摩根銀行大樓，也就是

上週發生劇烈金融動盪的中心。到處都有觀光者從街道上撿起股票行情指示器的紙票單據，就像參觀者在戰場上撿起用過的子彈留作紀念一樣。觀光車也在這個區內進行特殊的旅行。”^[15]

事實上，就在崩盤的那個星期一早晨，《華爾街日報》覺得很適合發布下面一篇頭版評論：“每位負責人都說商業狀況良好”。^[16]《華爾街日報》的編輯人員肯定是有理由懷疑是否需要透過安慰來穩定市場。他們大概聽到了大眾談話的片言隻語，或者是考慮到了星期四的崩潰，至少猜到週末後人們會作何反應。

因此，也許1929年10月28日（星期一）所發生的就是對前一週事件的一個回音（雖然是擴大了的回音），那麼媒體對此有何評論呢？報紙似乎再一次認為沒有什麼重要新聞。1929年10月27日星期日《芝加哥論壇報》（*Chicago Tribune*）寫道：“這是一個極度膨脹了的投機性泡沫的崩潰，與國家的總體情況沒有或幾乎沒有關係。一個頭重腳輕的建築物已經被自身的重量瓦解了——再也不會發生地震了。”《紐約時報》說：“市場垮台是由技術原因而不是由基礎原因引起的。”由格蘭特信託公司出版的《格蘭特調查》（*Guaranty Survey*）作了如下評論：“如果認為上個星期的拋售浪潮是正常的，那麼將犯一個根本性的錯誤。”^[17]

讓我們回過頭來看一下1929年10月24日黑色星期四上午的新聞。新聞看起來不那麼重要。胡佛總統宣布開發內地水上交通的計劃。據報導，大西洋煉油公司的年收益達到有史以來的最高值。一家糖業公司的總裁要求參議院的一個委員會對院外遊說進行調查，自從去年12月開展降低糖稅的運動以來，這些院外遊說人員已經揮霍了75000美元。談判人員報告說，建立國際清算銀行（Bank for International Settlements）的努力宣告失敗。卡內基基金（Carnegie Fund）報告不贊成給予大學生運動員補貼。美洲杯委員會宣布了下一次帆船比賽的規則。一位嘗試單人飛越大西洋的業餘飛行員失蹤。胡佛總統乘著一條船沿著風景如畫的俄亥俄河作了一次旅行。

沒有任何事情能夠表明股市前景的變化。但是讓我們看一下另外一天，在黑色星期四之前的星期三卻有新聞，在星期三股市經歷了重大的下跌（星期三收盤時道瓊指數比星期二低6.3%），同時全部交易量達到歷史第二高點。我們應該在1929年10月23日的新聞中尋找原因

嗎？那一天也沒有任何重要的全國性新聞，但是卻提到了過去的股市變動。報紙上重要而詳細的新聞報導都是有關股市以往變動的。其中最重要的內容便是對以往價格變動原因的解釋，而且通常是從投資心理學角度解釋的。

沒有理由認為，1929年的股市崩盤事件是對真實新聞報導的反應。相反，我們看到的是借助回饋效果來運行的負泡沫，以及由一系列公眾注意力組成的注意力連鎖反應。從根本上講，這一連串事件與其他市場崩潰時所發生的事件沒什麼不同，包括著名的1987年崩盤。

1987年崩盤時的新聞

1987年10月19日發生的股市崩盤創下了一天內下跌的新紀錄，幾乎是1929年10月28日或1929年10月29日下跌的兩倍（這一天是單日價格下跌的新紀錄）。我認為這是一個千載難逢的好機會，可以直接詢問投資者什麼是當天的重要新聞。而不必像研究1929年崩盤那樣，用媒體的解釋來得出什麼是投資者心目中的重要新聞了。據我所知，當時還沒有其他人和我做相同的事。在崩盤發生的那個星期，我將調查問卷的一份樣本發送給機構投資者，另一份發送給個人投資者，這也是唯一的一個調查投資者在崩盤發生當天想些什麼的公開調查問卷。

[18]

在這次調查中，我將崩盤前幾天報紙上所發表的與市場變化的觀點相關的所有新聞報導都列舉了出來，最後一份報導是在崩盤當天上午出現在報紙上的一則新聞。我問投資者：

請告訴我下面的各條新聞對於你在1987年10月19日當天對股市前景評估中的重要程度。請用1～7的數字標明，1代表完全不重要，4代表重要程度為中等，7代表非常重要。你告訴我的應該是你自己的想法，而不是其他人的看法。

我列了10則新聞報導，第11項上是“其他”，同時留有空白，受訪者可以在此處寫明他們自己的選擇。

機構投資者和個人投資者的結果非常相似，在10月19日那天賣出或買進的人之間的結果也非常相似。受訪者認為每件事都相關。他們認為大多數新聞報導的重要程度至少是4，即重要程度為中等，平均分在3以下的唯一一則新聞報導是投資大師羅伯特·普雷切爾（Robert Prechter）在10月14日給出的拋售信號，該報導的得分大約是2分。就連10月19日報導的美國襲擊伊朗的石油基地，發生了一起小衝突這類新聞的得分都是3分。受訪者對“其他”類節目中的新聞報導不是很熱心。他們填寫的最普遍的答案就是對負債過多的擔憂，包括聯邦赤字、國債和稅收。有1/3的個人投資者和1/5的機構投資者都填寫了這樣的回答。

但最明顯的結果就是，在我所列的新聞報導中分值最高的是有關以往價格下跌的報導。根據受訪者的回答，最重要的新聞報導是10月19日上午道瓊指數下跌200點，這則新聞報導在10月19日個人出售者中的平均得分是6.54，在機構出售者中的平均得分是6.05。上週創下股市下跌紀錄（就點數來講）的新聞被認為是第二重要的報導。

有一個問題是讓受訪者回憶一下他們對崩盤當日價格下滑的解釋，問題如下：“你記得有什麼特定的理論能解釋1987年10月14—19日的價格下跌嗎？”問卷特地留下了空間讓受訪者寫下自己的看法，我將這些答案分了類。從當前市場角度看，答案有些奇怪，在這一開放性問題的答案中，最普遍的內容是關於在崩盤之前市場價格就已過高的論述。個人投資者中有33.9%的人提到價格過高，機構投資者中有32.6%提到價格過高。儘管這種回答不到所有答案的一半，但是有這麼多人提到價格過高也很值得注意。[在調查問卷的其他部分，我直接問他們是否覺得在崩盤之前市場就已價格過高，71.7%的個人投資者（他們中有91.6%的人在10月19日出售股票）和84.3%的機構投資者（他們中有88.5%在10月19日出售股票）回答說是。]^[19]這個問題的答案還有另外一個主題，就是通過機構出售、計劃交易、止損或計算機交易等詞語表現出的機構止損；22.8%的個人投資者和33.1%的機構投資者都提到了這一主題。此外，答案中也提到了投資者缺乏理性的主題，主要是提到了投資者過於瘋狂，或者下跌是由於恐慌或觀點的隨意變動；25.4%的個人投資者和24.4%的機構投資者提到了這一主題。這些主題並沒有提到除了崩盤之外的其他新聞事件。

緊接著這個問題，我在問卷上提問：“下面哪一個能更好地描述你關於股市的理論：投資者心理理論或是有關經濟基本面的理論（例如利潤和利率影響股市價格）。”多數人（67.5%的機構投資者和64%的個人投資者）選擇了投資者心理理論。

似乎股市崩盤與投資公眾普遍存在的心理回饋環有極大的關係，價格下跌導致拋售，因此造成價格的進一步下跌，如我們在第4章討論過的，這是一個沿著負泡沫走下去的過程。很顯然，崩盤與其本身以外的新聞報導沒有什麼特別的關係，但是與投資者拋售的原因和投資者心理理論有關。

雷根總統對這次崩盤作出了反應，建立了一個由前財政部長尼可拉斯·布蘭迪（Nicholas Brady）領導的研究委員會。他要求布蘭迪委員會（Brady Commission）說明引起崩盤的原因和能採取的措施。投資專業人士普遍不願意公開說明這種事情的原因，關於崩盤的許多報導都使得注意力遠離崩盤的真正原因。但是布蘭迪委員會卻是在美國總統的授權下來處理這件事的。結果，在他們的報告中我們能看到他們在努力搜集相關事實，並解釋1987年崩盤。他在總結中對崩盤作了如下解釋：

10月中旬股市的急劇下降是由特定事件“引發”的。無法想像的高貿易赤字將利率推向了新的高度，國會議員提議的稅收立法導致了大量試圖收購（其他企業）的企業股票暴跌。最初的下跌促使採取組合保險（portfolio insurance）戰略的大量機構和對贖回作出反應的少量共同基金機械地、不顧價格地拋售。由於預料到市場將會進一步下跌，上述投資者的拋售及進一步拋售的可能性使大量從事交易的機構也開始拋售。除避險基金外，其中還包括少量的養老基金、捐贈基金、投資管理公司和投資銀行。這種拋售又導致了股票保險人和共同基金的進一步拋售。^[20]

布蘭迪委員會得出的結論在某些方面與我自己對崩盤進行的調查研究中得出的結論很相似。他們所說的“不顧價格地拋售”意味著價格一下跌就拋售，並且不管交易結束前價格有多低都會拋售——在任何價格時都會拋售。委員會認為，很明顯，崩盤是由我所說的回饋環引起的，最初的价格下跌使很多投資者退出市場，引起價格的進一步下跌。實際上，布蘭迪委員會的意思是，1987年的崩盤是一個負泡沫。

與我的研究相比，布蘭迪委員會對崩盤研究方法的優勢是大量接觸了大投資機構。他們的研究補充了我的結論，即回饋環在崩盤中起了作用。但是，他們的研究結論對新聞報導內容給予了重視，這一點與我的研究結論存在較大差異。此外，他們的研究表明，拋售在很大程度上是機械的或者說下意識的反應。

根據我的研究結果，布蘭迪委員會所提到的有關商品貿易赤字和利率過高的新聞報導根本不能認為是投資者考慮的中心環節。在我的調查中，我把這些也列在了新聞報導中，受訪者的反應很溫和（大多數是4分）。此外，如果看一下貿易赤字和利率的長期變化圖，就會很

明顯地看到，在當時這兩者沒有明顯的斷裂，實際上，貿易赤字和利率都沒有對股市產生什麼重大影響。

布蘭迪委員會提到的提議稅收立法根本就沒有引起我的注意，也沒有將其作為重要新聞報導納入列表中。這則新聞是暴跌崩盤發生的前五天即10月14日公布的，它根本不是崩盤發生時公眾談論的重要主題。國會議員丹·羅斯滕科斯基（Dan Rostenkowski）的參議院稅收委員會正在考慮稅收改革，這項改革可能會使企業的收購者失去信心。由於改變資本利得稅條款可能對一個有效率的股票市場總體價格有著根本性的重要意義，所以許多對崩盤進行解釋的專家都提到了這一點。

當得知這則新聞報導的潛在重要性後，我又翻了一下所收回的調查問卷，看看有多少個受訪者在“其他”選項的答案中提到了這一點。我發現，在605名個人投資者中根本沒人提到，在284名機構投資者中只有3個人提到。很顯然，這則新聞報導根本不值得作為崩盤的主要原因。^[21]

布蘭迪委員會很強調一種稱為“組合保險”的機構投資者投資工具。組合保險是加州大學柏克萊分校的海恩·萊蘭（Hayne Leland）和馬克·魯賓斯坦（Mark Rubinstein）發明的用於限制損失的一種戰略，在20世紀80年代中期，他們兩人將這種戰略成功地推廣給許多機構投資者。“組合保險”實際上是名稱的誤用，這種戰略只是一種出售股票的計劃，涉及大量的數學模型。但事實上，它只是在股票開始下跌時透過出售股票來退出股市的一個標準化的計算過程。萊蘭本人在他1980年有關組合保險的經典文章中承認說：“對於一些類型的投資者來說，一些簡單的規則就接近於最佳動態交易戰略，如‘跟著贏家走，降低損失’，和‘高拋低吸’。”^[22]因此使用組合保險只是在做一件自然而然的事情，而且只多了一點點數學精確性和仔細的規劃。但是“組合保險”這個奇妙的新名詞表明了這種戰略是謹慎而合理的，由於其高技術形象，這種戰略的出現很可能使投資者對過去的價格變化作出更積極的反應。

許多機構投資者把採用組合保險作為一種時尚——一種很複雜但卻無意義的時尚。由於它有一個與眾不同的名稱（組合保險一詞在1980年以前還沒有被真正地使用），我們可以透過媒體使用該詞的頻

率來追蹤投資時尚的歷程。我對一個商業期刊資料庫ABI/INFORM進行了一次計算，發現在1980—1983年中，每年引用組合保險一詞的不超過1次，1984年是4次，1985年是6次，1986年是41次，1987年是75次。對組合保險一詞的引用在穩步增長，這是簡單的區域性口頭傳述模式的特徵，這一點我們將在第9章進行討論。^[23]

因此，就在1987年崩盤以前，組合保險的發展改變了一些投資者對過去價格變化的反應方式。回饋環也可能有其他一些變化，但是由於它們不像組合保險那樣經過詳細的規劃，所以無法直接觀察到。事實上，崩盤時公布的各種新聞報導並不是崩盤的真正原因，關鍵在於回饋環性質的變化。

回饋可能受多種因素的影響，新聞媒體當然會對它產生衝擊。1987年崩盤當天的上午，《華爾街日報》刊登了一個20世紀80年代道瓊指數表，其下面的一個表顯示，1929年崩盤後，20世紀20年代的道瓊指數開始上升並持續了一個月。^[24]這兩個表把現在的日期與1929年崩盤的日期列在一起，以此表明1929年的崩盤有可能會重複。在1987年崩盤真正開始前，投資者在早餐桌上有機會看到這張表。《華爾街日報》公開表示，股市當天有可能崩盤。事實上，它不是一條頭條新聞，沒有一則新聞在引發崩盤中能起決定性作用。但是這則小報導及其配圖確實出現在崩盤的那天上午，大投資者可能對這一暗示比較警覺。

當1987年10月19日上午價格下跌開始時，1929年崩盤的情形使人們自然而然地懷疑“它”是否又發生了，這裡的“它”是《華爾街日報》所說的大崩盤，不是1907年的暴跌，也不是1932年的上揚，更不是人們已幾乎完全忘卻了的無數次其他著名的股市事件。頭腦想像可能形成了從最初價格下跌到後來價格下跌的回饋，從而造成了歷史上最大的崩盤。這種想像也為市場在反彈前會跌到什麼程度提供了某種暗示，而這是決定市場實際會跌到什麼程度的關鍵因素。事實上，在1987年10月19日的崩盤中，道瓊指數在一天內的下跌量是22.6%，這幾乎相當於1929年10月28日和29日兩天下跌量之和的23.1%。兩次下跌量基本相同只能看做一種巧合，尤其是由於1987年的崩盤持續了兩天而不是一天。1987年，幾乎沒有投資者知道1929年市場跌落了多少。而且，許多投資者對1929年狂跌的程度只有一個粗略的印象，而

在1987年10月19日，投資者幾乎沒有掌握任何訊息，表明市場何時會停止下跌。

由於投資者的理論和方法會隨著時間變化，在1987年崩盤時發生的回饋應該被看做持續變化的價格形成回饋的一個例子。如果將這一回饋僅僅看做以組合保險為代表的技術創新的結果，那將是錯誤的。儘管在執行組合保險戰略時使用了計算機，但仍舊是由人來決定利用這種工具，由人來決定在市場下跌時迅速使用這種工具。當然也有許多人知道使用組合保險，根據其他投資者對這種戰略的應用來作出對過去價格變化的反應。在這種情況下，組合保險對我們是很有意思的，因為它具體表明了人的思維可以透過回饋的方式來進行調整，股價變動引起進一步的價格變動，最終可能導致了價格的不穩定性。

全球的媒體文化

在第一章中，我們曾經提到各國的股市行為之間存在著驚人的相似性。在第二章對於全球房地產市場的分析中也存在著同樣驚人的相似性。並且，我們常用的經濟變數無法解釋這種相似性。但是如果我們把這看做兩國價格交互回饋的結果，似乎就不難理解了。而絕大多數人是不會直接考察其他國家的數據的。作為全球文化支撐的新聞媒體的存在是這種相似性產生的一個重要原因。同時，新聞媒體還是全球投機文化的重要支撐。

居住在巴黎的人們不會收看英國的電視節目，也很少閱讀英國的報紙。同樣地，居住在倫敦的人們也不會收看法國的電視節目，也很少閱讀法國的報紙。但是這些媒體的撰稿人卻會彼此關注。那些新聞記者，尤其是報導嚴肅新聞的記者，往往會逐條閱讀其他國家的重要新聞。但是，除此之外，記者們還從以往的經驗中了解到國外媒體對新聞的排列順序在很大程度上預示著新聞的重要性。這樣他們就可以很容易地找到國外的好新聞，然後根據本地人的閱讀習慣作些小調整後發表。

經濟學家們很少將新聞媒體作為導致各國市場相似性的因素進行探討。公眾也認為經濟學家應該計算諸如利率、匯率這樣的經濟變數對經濟的影響，而不是去解釋世界各地報紙上的故事。我們注意到，公眾還沒有普遍認識到文化和心理對市場產生的重要影響。因此，經濟學家們也自然地認為，他們的優勢在於滿足公眾對他們的期望。而經濟學家的這種行為只會進一步增強公眾對市場波動影響因素的狹隘認識。

美國股市與其他國家存在差異的一個原因是美國人使用英語。英語已經成為了一種世界語言，這使得其他國家的記者對美國發生的事件作出反應。新聞報告具有較強的時效性。許多記者都具有尋找其他英語國家的新聞故事並將其改編為本國故事的能力。即使最初的故事是英文的，那些讀者也不會知道記者的故事來自國外。但是對於記者來說，試圖改編一個小語種編寫的故事則將面臨很大的挑戰。

如圖2—3所示，20世紀80年代中期，波士頓房地產市場出現了繁榮景象，隨後出現了倫敦房地產市場的繁榮，進而影響到巴黎、雪梨等，這是一國市場出現的繁榮在其他國家得到複製的一個早期的市場例證。不過，同樣的故事並沒有在柏林或者東京重複上演，也許是因為這樣的故事在那些正在努力尋找本國經濟問題的國家並不具有相同的可信度。房地產市場的繁榮是巨大的經濟成功，但是這樣的事並不是到處都會發生。專業的傳媒本能地知道什麼時候適合將國外的故事複製到本國，什麼時候不行。

源自國外的故事尤其會在那些國際化大都市居民追捧的媒體（諸如智力性報紙等）上引起共鳴。社會學家羅伯特·默頓認為，世界上存在兩類人：世界主義者（將自己定位為面向全世界）和地方主義者（將自己定位為面向他們居住的鄉村或城鎮）。^[25]世界主義者擁有全世界共享的文化。比如，居住在國際化大都市的人們可能會受到新聞媒體引導，儘管也會存在語言障礙，但是與本國的鄉村相比，他們在文化上會更為接近其他遙遠的城市。因此，這些城市的住房價格走勢經常趨同也就不足為奇了。

新聞媒體在宣傳投機性泡沫中所起的作用

新聞媒體在股市中的作用與人們所想像的並不一樣，通常人們只是簡單地認為媒體是投資者的一種方便的工具，投資者會對重要的經濟新聞作出反應。媒體能積極地影響公眾的注意力和思考方式，同時也形成股市事件發生時的環境。

本章的例子表明，媒體在使大眾對新聞更感興趣的同時，也成了投機性價格變動的主要宣傳者。它們透過報導公眾早已熟知的股價變動來增加趣味性，以此提高公眾對這些變動的關注程度，或者提醒公眾注意過去市場上發生的事件和其他可能採取的交易戰略。因此，媒體的參與能夠導致更強烈的回饋，使過去的價格變化引起進一步的價格變化，它們也能引起其他一連串事情的發生（這裡指的是注意力的連鎖反應）。

當然，這並不意味著媒體能將各種思想灌輸給觀眾或讀者。應該說，媒體為傳播和解釋大眾文化提供了一個渠道，也因此體現了大眾文化有其固有的邏輯，參與了大眾文化的轉變過程。

我們下面研究有關文化的一些基本觀念。隨著時間的推移，這些觀念也發生了轉變，並且這種轉變與股市中不斷變化的投機情況存在聯繫。

【注釋】

[1] 毫無疑問，報紙問世以前就存在價格投機活動，但我敢說那時的人們絕不像現在這樣廣泛地關注價格投機活動，並將其描述為難以控制、難以理解或是只受投資者影響的活動。

17世紀早期出現了第一批定期發行的報紙。一旦出版商弄清了如何激發大眾興趣、擴大銷售量和賺取利潤，報紙便如雨後春筍般地迅速出現在歐洲各大城市。

我們盡可將大眾傳媒的起點進一步向前推至印刷的發明，它使刊物的出版發行不再依賴贊助。16世紀印刷發行了無數的小冊子、寬幅宣傳畫和宗教政治傳單。印刷歷史學家戴維·扎雷特（David Zaret, *Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England*, Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1999, p. 136）指出：“印刷將商業完全置於刊印產品的中心。與抄寫產品經濟不同的是，刊印產品經濟越來越多地涉及計算、冒險及其他市場行為，印刷者必須粗略估計所印文本的需求量並以此調整生產。”印刷的出現大大推進了人們讀寫能力的提高，到了17世紀，在歐洲即使並非所有城裡人都能識字，但至少有許多人是識字的。

有關投機熱的歷史，查爾斯·金德爾伯格（Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2nd ed., London: Macmillan, 1989）沒有提及17世紀以前風險投資的案例，而我在當地歷史學家中所作的調查結果也沒有發現。然而，我也不敢斷言我們已經掌握了所有的歷史資料。

的確，儘管我得出早期投機熱與早期報紙的問世相巧合的結論，但有些事情可看做例外情況，而且其他的解釋也是不無可能的。耶魯大學歷史學家保羅·弗里德曼給我舉了一個有關胡椒的例子來作為例外事件。在調料貿易中，胡椒的價格似乎一直居高不下，而在16世紀其價格又極不穩定。在古代和中世紀，曾發生過饑荒導致谷價上漲的例子。歷史上土地價格也有過這種波動。例如，公元95年在給尼普斯的一封信中，小普林寫道：“你聽說了嗎？地價漲了，特別是羅馬附近的土地漲了不少。至於地價突然上漲的原因，大家眾說紛紜。”（Pliny the Younger, *Letters and Panegyrics*, trans. Betty Radice, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1969, Book 6, No. 19, pp. 437-438.）說起“大家眾說紛紜”，他談到了私下交流的作用，但他事實上並沒有談論投機熱。

[2] 鬱金香熱是指17世紀30年代在荷蘭對鬱金香價格的高風險投資熱，本書第10章將討論這一現象。

1618年荷蘭就有了報紙，而與當時其他國家不同的是，荷蘭的報紙不僅刊登外國新聞，還可以刊登國內新聞。欲查找有關荷蘭最早的這些報紙的資料，參見Robert W. Desmond, *The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century* (Iowa City; University of Iowa Press, 1978)。

現存最早的關於鬱金香熱的訊息來自在荷蘭出版的一本小冊子，這本1637年匿名出版的小冊子以兩個人對話的形式詳細介紹了有關情況，在這之後，陸續有很多關於鬱金香熱的小冊子出版。參見Peter Garber, *Famous, First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000)。

[3] Transcript 3143, *MacNeil/Lehrer NewsHour*, WNET/Thirteen, New York, October 14, 1987, p. 10.

[4] Victor Niederhoffer, “The Analysis of World News Events and Stock Prices,” *Journal of Business*, 44 (2) (1971): 205; 也可參見David Cutler, James Poterba, and Lawrence Summers, “What Moves Stock Prices?” *Journal of Portfolio Management*, 15 (3) (1989): 4-12.

[5] Robert J. Shiller and William J. Feltus, “Fear of a Crash Caused the Crash,” *New York Times*, October 29, 1989, Section 3, p. 3, col. 1.

[6] Cutler, Poterba, and Summers, “What Moves Stock Prices?” p. 10.

[7] 也就是說，除非將1955年9月26日德懷特·艾森豪威爾總統的心臟病發作算成是一個外來因素，否則便沒有。

[8] “The Tokyo Earthquake: Not ‘If’ but ‘When’,” *Tokyo Business Today*, April 1995, p. 8.

[9] David Santry, “The Long-Shot Choice of a Gambling Guru,” *Business Week*, May 12, 1980, p. 112; “The Prophet of Profits,” *Time*, September 15, 1980, p. 69.

[10] 哥倫比亞大學的格爾·胡伯曼教授（Gur Huberman）和托馬·雷格夫教授（Tomer Regev）寫過一篇關於某公司股價上漲的案例分析。這篇案例分析是針對一篇新聞報導而寫的。那篇新聞報導寫得洋洋灑灑，讓人不可不信，但事實上所言之事早已不是什麼新聞。

《紐約時報》頭版報導了恩特利公司（EntreMed）的藥物有望治癒癌症，這使該公司的股票價格從前日收盤時的12美元升至當日開盤時的85美元。兩位教授指出，報導中的所有內容在

五個月前就已經公布過。（參見Gur Huberman and Tomer Regev, “Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event that Made Stock Prices Soar,” *Journal of Finance*, 56 [1] [2001]: 387-396。）還有一種情況也有可能——儘管兩位教授沒有提到——許多那天購買恩特利公司股票的人可能明知道那篇報導不是新聞，之所以還購買僅僅是因為他們認為這樣一篇文筆一流、重點突出的文章肯定會使股價上漲。

[11] (New Orleans) *Times-Picayune*, October 29, 1929, p. 1, col. 8; *New York Times*, October 29, 1929, p. 1; *Wall Street Journal*, October 29, 1929, p. 1, col. 2.

[12] Jude Wanniski, *The Way the World Works*, 2nd ed. (New York: Simon and Schuster, 1983), Chapter 7.

[13] Allan H. Meltzer, “Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression,” *Journal of Monetary Economics*, 2 (1976): 460.

[14] Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, “The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy,” in Robert J. Gordon (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change* (Chicago: National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986), pp. 459-501.

[15] *New York Times*, October 28, 1929, p. 1.

[16] *Wall Street Journal*, October 28, 1929, p. 1.

[17] O. A. Mather, *Chicago Tribune*, October 27, 1929, p. A1; *New York Times*, October 25, 1929, p. 1, col. 8; Guaranty survey quoted in *New York Times*, October 28, 1929, p. 37, col. 3.

[18] 個人投資者名單主要包括高收入的積極投資者（“積極”的表現包括資助投資出版物和與證券經紀人保持密切往來）。該名單是從W. S. Ponton公司獲得的。機構投資者是透過隨機抽樣搜集來的。10月19日共寄出3000份調查問卷，2000份給個人投資者，1000份給機構投資者。其後沒有再寄出問卷或提醒信件。我們分別收到了605封個人投資者和284封機構投資者寄來的完整回復。參見Shiller, *Market Volatility*, pp. 379-402, 該書登載了寫於1987年11月的結果分析。

[19] 當然，由於問卷是在股市暴跌後填寫的，因此這裡提出的對過高價格的擔憂很有可能是出於事後聰明，我們甚至連答卷者在問卷上將自己歸為10月19日的買者或是賣者的回答都不能完全相信。問卷是不記名的，要求真實回答，並說明調查的目的是為了科學研究股市暴跌現象，所有這些都有利於我們獲得客觀答覆，但是，毫無疑問，沒有哪項調查的結果可以百分之百地相信。

[20] Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Commission Report)* (Washington, D. C.: U. S. government Printing Office, 1988), p. v.

[21] 馬克·米切爾和傑費里·內特 (Mark L. Mitchell and Jeffrey M. Netter, “Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill,” *Journal of Financial Economics*, 24 [1989]: 37-68) 指出，新聞對某些股票的確有直接影響。即使這些新聞中的大部分在股市崩盤那天已經被人們遺忘了，但正如布蘭迪委員會得出的結論，這些新聞通過促使最初的價格下降而點燃大崩盤的導火線是有可能的。

[22] Hayne Leland, “Who Should Buy Portfolio Insurance,” *Journal of Finance*, 35 (1980): 582.

[23] 參見Robert J. Shiller, “Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash,” in *NBER Macroeconomics Annual* (Cambridge, Mass.):

National Bureau of Economic Research , 1988) , pp . 287-295。

[24] “Repeating the 1920s ? Some Parallels but Some Contrasts , ” *Wall Street Journal* , October 19 , 1987 , p . 15 . 該文刊登在一個10英寸×5英寸的小欄目中，在同一頁有另一篇文章：Cynthia Crossen , “Market Slide Has Analysts Eating Crow ; Justification of Summer Rally Questioned”。

[25] 參見Robert K . Merton , *Social Theory and Social Structure* (Glencoe , Ill . : Free Press , 1957) 。

第6章 新時代的經濟思想

歷史上，每次股市不斷上漲都伴隨著一種流行的觀念，即未來比過去前景更好，而且，人們總是一次又一次地用“新時代”（new era）這個詞來描述和解釋這種情形。

當然，這種新時代的觀念具有明顯的合理性。上個世紀發展的整體趨勢是人們生活水準的提高以及經濟風險對個人生活衝擊力的減弱。從許多方面來看，我們的世界的確正在進入一個全新而美好的時代。但是新時代最顯著的特徵在於，經濟進步以及人們生活水準的提高不是一個持續平緩的過程，而是一波又一波地推進。

在大眾文化中，人們對新時代這個詞的引用並不規範，與之相反，經濟學家們以及其他一些有影響的評論家在歷史上不同時期提出新時代這一概念時都很注意措辭的選擇。通常，他們似乎只有在描述一段長期的連續增長趨勢時才會採用這個詞。

經濟學家由於過分關注數據，而忽視了一些具有獨特價值的新事物，特別是關於最新技術和經營機構的轉變，而許多人認為正是它們宣告了新時代的來臨。然而，更普遍的情況是，一般公眾會對突然流行的關於新時代的故事反應過度，而忽視了變革或者歷史上曾多次發生的類似事件之間本質上的相似之處。

例如，當20世紀90年代中期網際網路時代到來時，一些非正式的觀察家認為這將對生產力產生革命性的推動作用，因為網際網路對於通訊和銷售系統具有根本的重要性。但是，如果我們希望考察作為通訊和銷售系統的網際網路是否會加速經濟增長，我們就需要將它與過去類似的系統進行比較，例如郵政、鐵路、電報、電話、汽車、飛機、收音機以及高速公路。所有這些網路對於當時的經濟都產生了複雜的影響，有助於簡單經濟結構的升級。我們很難證實網際網路對今天經濟的重要性高於上述設施對過去經濟增長的作用，因此也就沒有理由預計將會產生比過去更快的增長。然而一般公眾通常不會去考慮這些。

有些觀點認為，新時代的觀念（或由此引發的其他流行的經濟理論）在不同的時期以不同的方式影響著公眾，這種觀點較難反駁。比如，要想透過問卷調查的方式來追溯思想的（演變）過程是很困難的，因為只有在一種思想引起大眾注意之後，你才會想到對此展開調查。

我們可以使用資料庫對出版物進行統計，從而了解一些經濟術語使用頻率的變化，不過這種檢索太粗略，忽視了（這些）術語使用方式的細微變化。當我嘗試統計“新時代”這個詞在2000年股票市場達到巔峰時使用的頻率時，我發現這個詞被用在了許多不同的語境中，這使得僅僅通過檢索這個詞無法實現我們的研究目的。另一方面，我還從Lexis-Nexis資料庫中得知：“新時代經濟”這一術語過去在英語中並不流行，直到1997年7月《商業周刊》（*Business Week*）的封面語將這一術語的出現歸功於艾倫·格林斯潘之後，情況才發生了變化。因為在幾個月前的演說中，他指出那時的市場正處於“非理性繁榮”的狀態。^[1]在通向2000年股票市場巔峰的道路上，“新時代經濟”這一術語就保留在日常用語中了。（將這一術語與一位權勢人物相聯繫的做法又一次印證了個人行為和媒體事件能夠改變公眾思想。）

“新時代”在文獻中的使用實際上要早於《商業周刊》的文章，因為在1997年6月的《波士頓環球報》（*Boston Globe*）上有兩篇文章使用了“新時代命題”、“新時代理論家”和“新時代學派”等提法，還將培基證券公司（Prudential Securities）的技術研究主任拉爾夫·阿坎波拉（Ralph Acampora）視為該學派中的一員。1997年8月，保羅·克魯格曼（Paul Krugman）在《哈佛商業評論》（*Harvard Business Review*）上撰文批評了新近出現的新時代理論，這卻使“新時代”這個詞得到更廣泛的傳播。^[2]在1997年以前的10年中，對Nexis資料庫的檢索顯示，“新時代”只是偶爾被用來指代樂觀的經濟前景，顯然，那段時期這種提法並不怎麼流行。

一個值得關注的事實是，1997年前後，“新時代”故事的形成時期與美國和其他國家房地產市場的繁榮狀況相當一致。在波士頓、洛杉磯、巴黎和雪梨表現得尤為突出（見圖2—3），而倫敦的繁榮似乎比這些地區還要早一年。

在20世紀90年代股市取得驚人發展之後，用“新時代”來描述經濟狀況的流行說法逐漸得以確定，並且所有關於新時代的說法都帶有股市色彩。^[3]事實上，新時代的到來是經濟學家在分析了國民收入或其他與實體經濟有關的數據後提出的。新時代理論主要是在對股市繁榮的事後詮釋的過程中形成的，這一點也不足為奇。股市的迅速繁榮帶有很強的戲劇性，因而需要同樣戲劇性的詮釋。相反，GDP增長率的上升——比如說，從2%升至3%——雖然會讓經濟學家興奮不已，但並不會給公眾造成同樣的印象。因為相對而言，它並不實用，在日常生活中顯得深奧而遙遠，當然不如其他一些華麗而誇張的消息在公眾中造成的轟動效應大。

每當股市創下新高，演講家、作家及其他顯赫人士會馬上站出來，為股市中漸趨明朗的樂觀主義情緒辯解。記者們也許不能總是掐準時間，但他們可以說，正是這些大人物的言論造成了市場的轉變。雖然顯赫人士可能對股市轉變產生影響，但他們的智慧通常都只是在步市場の後塵。不過，他們所推崇的新時代思想是延續和擴大繁榮過程中的一部分——正如我們所看到的，這些新時代思想是能夠產生投機性泡沫的回饋機制的一部分。

為市場理性辯護的人可能會指出，即使有關新時代的討論真的是造成繁榮的原因，這也並不意味著對這些討論的新聞報導必然出現在繁榮之前。他們的觀點是有一定道理的：從技術上說，儘管對新時代理論的媒體討論往往與股市上揚同時發生或甚至更晚，但“口頭上的”談論事實上同樣也可能導致股市上揚，只是新聞媒體可能沒有來得及報導這些討論。

表面看來，大多數人對宏觀經濟增長的長期預測不大感興趣。經濟學理論表明，投資者如果真是理性的話，就應該對此加以關注。但事實上這一宏觀經濟論題太抽象、太枯燥、太專業了。公眾感興趣的是對未來技術的大膽描述——例如電腦將會很快具有哪些功能——而不是衡量未來幾年中美國企業的盈利水平。事實上，很少一部分人能夠（在一個相當大的數量級上）較為準確地估計美國企業的總收益，大部分人對預測這些收益的變化基本上不感興趣。

歷史表明，有時公眾意見中存在著強大的無形力量，這種力量只有到某些關鍵性事件發生後才會凸顯在媒體或公共討論中。這種力量

一般都與基於個人觀察的幼稚想法或對少數民族和外國的無端歧視有關。相對來說，公眾對於經濟增長率的高低卻顯得有些漠不關心。^[4]傳統智慧將股市解釋為是對新時代理論的反應。事實上，由於記者們爭先恐後地對股價變動作出判斷，看起來更像是股市創造了新時代理論。這讓人想起“靈應板”（ouija），參與者要解釋他們手晃動軌跡的含義，並由此預言未來。或者股市被看成一種神諭，能發出神秘而無意義的“聲音”，我們會要求市場的先驅者對此作出解釋，然後錯誤地賦予這些解釋以權威的外衣。

在本章中，我試圖分析隨著美國股市和房地產業最近幾個高峰而出現的新時代思想。我提出了一些看法，對這一時期新時代思想進入大眾生活及其影響進行了闡述。我引用了當前許多人的論證，因為它們能直接向我們提供當時人們的觀點和想法。

1901年的樂觀主義：20世紀的頂峰

觀察家們這樣描述1901年中期的投機熱潮：“1901年4月爆發的投機風潮在投機狂熱的歷史上幾乎是無與倫比的……報紙上充斥著飯店侍應生、辦公室職員甚至看門人和裁縫通過投機一夜暴富的故事，可以想見這些宣傳對公眾觀念的影響。”^[5]

當新世紀在1901年1月到來時，人們廣泛談論著即將到來的技術進步：“火車將會以每小時150英里的速度飛馳……報紙出版商只需按下電鈕，自動化設備就會完成其餘的工作……在大商店裡賣東西的是售貨員的照片，機械手將會為顧客找零。”^[6]古列爾莫·馬爾科尼（Guglielmo Marconi）於1901年進行了首次越洋無線電傳輸，人們紛紛預測不久後就可以同火星進行無線通信了。

1901年5月1日—11月1日，在紐約州水牛城舉行的泛美博覽會（Pan-American Exposition）將高科技作為一個重點。其中，占據中央位置的是一座高375英尺的電塔，為它照明的是44000個電燈泡，它們的電力來自遠在尼亞加拉大瀑布的發電機。這座塔“美得無法形容”，讓參觀者如醉如痴。^[7]這次博覽會的電氣部分展示的是電產生的種種奇觀。例如電傳機，即通過線路傳輸圖片的機器（傳真機的前身），又如電子簽名機，即能讓人將簽名傳輸到遠處的機器（信用卡簽名認證設備的前身）。這次博覽會還提供了乘坐太空船“路娜”號到月球進行模擬旅行的機會：參觀者們在回到地球之前可以行走於月球的街道和商店之間。

從某種意義上說，高科技時代、計算機時代和太空時代在1901年實際上已經到來，只是這些概念都是用不同的詞語來表達的。人們心情振奮。因此，20世紀隨後的10年被稱為樂觀時代、信心時代或者自信時代。雖然已經相隔了一個世紀，我們也剛剛度過21世紀的黎明，這種情緒也與今天的情形相類似。由於現代媒體充分利用了周年紀念或劃時代的事件，加之人們也往往將這類事件視為新起點的標誌，並對它們賦予過高的期望和企盼，因此世紀之交往往是樂觀主義盛行的時期。1901年的例子告訴我們，新世紀樂觀主義情緒事實上可能持續數年（至少一些媒體認為，它將不會受到不幸的世界事件的影響）。

但是還有其他原因解釋為什麼人們在1901年認為股價應該抬高。那幾年，報紙上最突出的商業新聞莫過於廣闊的商業領域中關於技術的聯合、托拉斯和併購的消息，例如在許多家較小的鋼鐵企業基礎上聯合形成了美國鋼鐵公司。1901年，許多股市預測家都把這些變化看成是舉足輕重的，“利益共同體”這個提法通常被用來描述這種新的經濟現象。1901年4月，《紐約日評》（*New York Daily Tribune*）上的一篇社論這樣寫道：

新時代到來了，這是“利益共同體”的時代，人們希望它能避免以前在經濟蕭條時常常發生的毀滅性的削價和破壞性的打擊，這種關於“利益共同體”的想法在許多行業裡都壓倒了對競爭的關注。例如，大型鋼鐵企業時而高度繁榮時而極度蕭條，曾被安德魯·卡內基（Andrew Carnegie）稱為工業的王子和貧兒。人們曾一度想將眾多分散的鋼鐵企業合併為若干大企業，然而在過去兩年裡巨型企業真的建立了起來。如果設計者的初衷都能實現的話，將會避免建立因競爭原因而產生的工廠。這種合併會消除競爭，從而避免重複建設，節約大量的經濟資源；它還會消除重複的職位並建立統一的價目表，使經濟變得更加靈活有效。出於同樣的原因，聯合在鐵路部門也成了占統治地位的思想。相互競爭的鐵路正在通過合併或租賃的形式，低成本運行並避免惡性價格競爭，強勢鐵路公司的代表加入了從前熱衷於壓價的公司董事會中，儘管他們以前勢不兩立，但現在大鐵路公司的代表開始在這些董事會中發揮控制力，更準確的說是影響力。^[8]

用這些原因來解釋股市的樂觀主義情緒無疑是讓人信服的。人們很容易相信，消除競爭會為企業創造潛在壟斷收益，並進而提高其股價，但這篇社論並沒有提及反托拉斯法可能會結束“利益共同體”時代。1901年9月，重視商業的總統威廉·麥金利（William McKinley）在參觀泛美博覽會時被暗殺；他的繼任者是“牛仔”副總統泰迪·羅斯福（Teddy Roosevelt）。僅僅6個月之後，也就是1902年3月，羅斯福就動用了塵封已久的1890年《謝爾曼反托拉斯法案》（Sherman Antitrust Act，簡稱《謝爾曼法案》），以反對北方證券公司。在接下來的7年裡，他嚴格執行了反托拉斯政策。當《謝爾曼法案》的缺陷日益彰顯時，1914年通過的《克萊頓反托拉斯法案》（Clayton Antitrust Act）又推進了政府對企業聯合的打擊。

這樣，（解釋）股價的“利益共同體”理論的前提後來被證明是錯誤的，那些以此理論為基礎，並對股市表現出高度樂觀情緒的人，當時並沒有想到所有人都會犯錯誤。他們沒有考慮到社會可能無法忍受財富急劇向股東手中轉移。他們之所以未考慮到這一點，很可能是因為此前沒有任何具體的反托拉斯措施。然而，在認識股價水平時，你必須考慮市場能夠在未來幾十年裡提供的長期收益，以及社會是否會作出積極或消極的調整以控制這種收益流。

對股價水平的討論很少涉及政府對企業利潤水平的反應，即使政府對企業的政策發生了實質性的劇烈變化。從1901年的0，到1911年的1%，1921年的10%，1931年的14%，1941年的31%，1951年的50.75%（含30%的超額利潤稅），再到今天的35%，單是企業的所得稅就經歷了多次大幅度調整。儘管美國政府過去將企業所得稅從0提高至50.75%，相當於把股市收益的一半多收歸國有，未來對所得稅可能進行的調整在討論股市前景時仍然很少被提及。

1901年的事件體現了一種新時代思想犯錯誤的方式：這種思想關注當前新聞中重大事件的效果，它很少關注“如果……怎樣……”，即使這種假設很可能會成為現實。

1901年還存在著另一種重要的說法：股票正被“強有力的手”把持著。“股票所有權已經易手，但它並沒有被個人投機者所掌握，而是掌握在能在任何情況下為它提供保護的人手中，如標準石油公司（Standard Oil）、摩根（Morgan）、庫恩·洛布（Kuhn Loeb）、古爾德（Gould）和哈里曼·英特里斯茲（Harriman Interests）。作為國家最主要的金融巨頭，他們顯然知道，何時提出建議能夠最大化預期收益。”^[9]同其他股市高峰期出現的理論一樣，這種理論認為出現拋售恐慌是難以想像的。這種理論在短時期內也許是正確的，但是這些強有力的手並沒能阻止股市1907年的狂跌，也沒能阻止1907—1920年間股票市值的銳減。

20世紀20年代的樂觀主義

20世紀20年代的牛市顯然與大多數公眾對股市日益增長的熱情和興趣有很大關係，這種熱情在1929年達到了巔峰。弗雷德里克·路易斯·艾倫在1929年寫作、1931年出版的《恍然如昨》一書中，這樣描寫1929年的情景：

有錢人的司機一邊開車，一邊收聽關於貝斯雷姆鋼鐵公司動向的新聞，因為他自己通過20%的保證金帳戶購買了50股這個公司的股票。經紀人辦公室的窗戶清潔工不時停下來看報價牌，因為他正在考慮將辛苦勞動攢得的一點積蓄換成西蒙公司的股票。愛德溫·萊富勒（在當時可稱得上是一位經驗豐富的股市評論員）描寫了一位在股市中賺了近25萬美元的經紀人的侍者，利用從慷慨的病人那裡得到的小費從股市上淨賺3萬美元的見習護士，以及懷俄明州的牧牛人。他的住處離最近的鐵路足足有30英里，卻在股市上一天買賣了1000股。^[10]

雖然這些描述可能會對公眾關注股市的程度造成一種誇張的印象，但毫無疑問，20世紀20年代的這種關注程度要超過任何其他時期，並且到處不乏狂熱的投資者。

20世紀20年代是一個經濟快速增長的時代，尤為顯著的是，此前只能為富有階層享用的一些技術創新得到了廣泛傳播，汽車大致就是在此時開始廣泛使用的。1914年，美國擁有牌照的汽車僅有170萬輛，1920年就有了810萬輛，1929年達到了2310萬輛。汽車給人們帶來對自由的新感受和可能性，人們也越來越多地認識到新技術能夠促進個人價值觀的實現。

20世紀20年代也是電氣化從大城市向全國擴展的時代。到1929年時，2000萬美國家庭實現了電氣化，煤油燈被淘汰了，白熾燈泡進入了家庭，大約一半的家庭擁有了吸塵器，1/3的家庭有了洗衣機。不僅如此，20世紀20年代還是無線電廣播覆蓋面不斷擴展，並發展成為一種成熟的全國性娛樂媒體的時期。1920年，全美只有3家廣播台，到1923年就有500多家。享譽全國的廣播明星如魯迪·瓦利（Rudy Vallee）和流行節目主持人如阿莫斯·N·安迪（Amos . N . Andy）都出現在20年代。全國廣播公司（National Broadcasting Company，NBC）

於1926年建立了首家全國廣播電台網，定期播出的節目創造了一種前所未有的民族文化意識。李·德·福里斯特（Lee De Forest）於1923年發明了電影聲音系統，聲音開始進入電影中；到20年代末，有聲電影就完全取代了無聲電影。由於這些變革深刻地影響了人們的日常生活，影響了人們的家居和休閒方式，所以20年代成為巨大的技術進步時代，即使對最謹慎的觀察家來說也是如此。

有許多聲稱經濟新時代已經到來的言論出現在20年代股市繁榮時期。例如，早在1925年就可以聽到：“現在看不出有任何東西可以阻礙美國享受貿易史上無與倫比的繁榮。”^[11]

約翰·穆迪（John Moody）是一家叫做穆迪投資者服務公司的評級機構的負責人，他在一篇文章中這樣描繪1928年的股市：“事實上，新時代的形成貫穿於整個文明世界的始終，文明在新的領域開始呈現。我們只在現在才開始發覺，自己所處的這個現代工業文明正處於自我完善的過程中。”^[12]

考慮到公眾對股票的熱情和股市的暴漲，對解釋和說明股市繁榮的書籍的需求應運而生。1929年，查爾斯·阿莫斯·戴斯（Charles Amos Dice）在《股市創新高》（*New Levels in the Stock Market*）一書中，提出了預計股市還會繼續上漲的大量理由。與“新時代”相比，他更喜歡“新世界”這個提法，儘管這兩者表達的意思是一致的。他寫到了“工業的新世界”，談到批次生產技術、大型研究部門、電氣時代的開始、南方的工業化、大規模生產的出現以及農業的機械化。此外，戴斯還寫到了“分配的新世界”，預測了分期付款的擴展、連鎖店的擴張、刺激需求的廣告藝術和新的市場研究方法。他同時也談到了“金融的新世界”，內容涉及為企業提供更多資金來源的投資銀行的業務擴張，融資方式更加靈活的控股公司的大量出現，以及聯邦儲備系統在穩定經濟方面的進步。戴斯將聯準會比喻為蒸汽機的調速器，負責調節經濟發展的速度。^[13]

令人驚奇的是，戴斯的這本書於1929年8月出版，正好比大蕭條以前的股市上揚早一個月。當你發現書中第69頁附有一張名為“勘誤表”的小紙條時，這本書出現的時機就顯得更引人注目了。這張紙條顯然是在書籍印刷之後、裝訂之前加上去的，1929年9月3日的道瓊工業平均指數比書中提到的還要高出20點。這張紙條提醒讀者將書中對道

瓊指數的預測調高15～20點。戴斯滿以為這樣能讓自己的預測更加準確，然而卻因此犯下了市場預測中可能最具災難性的錯誤。

耶魯大學的歐文·費雪教授（Irving Fisher）是公認的美國最傑出的經濟學家之一，他認為美國股市在當時並非被完全高估。在股市即將達到1929年的高峰時，他曾說過：“股價看來是達到了永恆的高原。”他寫過一本名為《股市危機及其影響》（*The Stock Market Crash—and After*）的書，前言是在距黑色星期四發生之後不到兩個月寫作的。

費雪一定是在戴斯寫作的同時寫作這本書的，只不過選擇的時機還不算太壞。在1929年股災到來的時候，他還在寫作過程中。不過費雪在股市狂跌之後仍然表示樂觀，因為與1932年的市場低谷相比，這時僅僅只下跌了很小的比例，並且這次股價下跌也沒有顯示出任何新時代就此終結的跡象。

費雪根據許多理由論證說，將會呈現出收益迅速增長的前景，其中一些原因與戴斯所列舉的相同。他首先指出，經歷了20世紀20年代的兼併運動後，企業能夠容納大規模經濟生產。“合併後的經濟需要時間贏得發展，但它們的形成對股市的影響卻是立竿見影的。”

科學研究與發明創造正以前所未有的速度向前推進。隨著公路網的迅速鋪開，汽車的優勢正在開始得到利用；廢棄物品的有效利用也變得越來越廣為人知；農業方面又出現了許多最新的發明，包括翻土深耕、優質的化肥、改良的家畜品種以及新的改良型莊稼。由於所有這些發明創造都在被逐漸投入使用，可以預計它們產生的收益也會不斷增長。費雪還宣稱，由於科學管理方法的應用、製造設施布局的改進和管理手段的精細化，美國企業的管理水平正在不斷提高。他聲稱，企業能夠更好地制定規劃，這部分應歸功於他發明的“管理巨人圖表”（master charting），即企業執行者作重點規劃時使用的草圖法。勞工聯盟開始為解決工業問題承擔共同責任，這進一步堅定了費雪的認識。^[14]

其他人則認為，20年代的股市定價是合理的，因為我們已處於一個更加清醒的時代——這不僅僅是象徵性的。人們認為，對含酒精飲料的禁止給社會帶來了更高的穩定性，給人們帶來了更多的理智：“許

多不同的事件導致了這樣一個幸福的結果.....包括從我們的生活中消除酒吧及其破壞性因素，隨之而來的是全體人民的清醒和鎮定。以前花在酒吧裡的錢現在大都被用於不斷提高生活水準、投資和儲蓄。”^[15]

當然，市場的樂觀主義氣氛也不是當時的唯一情緒，1929年的市場價格（相對於基本價值的）過分偏高並非沒有引起注意。《紐約時報》和《商業和財經新聞》（*Commercial and Financial Chronicle*）一直在指出，過度投機確實存在。國際承兌銀行（International Acceptance Bank）的保羅·M·沃伯格（Paul M. Warburg）譴責了“不加限制的投機”。^[16]然而，從股市自身的水準就可以知道，在20年代的公眾情緒中，對股市的積極評價具有壓倒性優勢。

20世紀50年代和60年代的新時代思想

從媒體的報導來看，新時代思想在50年代中期又經歷了一次突然爆發，從1953年9月到1955年12月，股價實際上漲了94.3%（扣除通貨膨脹因素）。股票市場在50年代初的大部分時間裡受到了抑制，人們普遍擔心隨著第二次世界大戰對經濟增長刺激作用的消失，經濟又會滑入蕭條的低谷。然而，企業利潤的穩定增長成了股市上漲的堅實基礎，股市價格由此增長了一倍，這顯然使公眾忘記了此前對經濟的擔心，並開始再次置身於真正的新時代想法中。1955年5月，《美國新聞及世界報導》（*U.S. News and World Report*）寫道：

“新時代”的感覺又一次瀰漫在空氣中。人們信心高漲，普遍樂觀，毫無顧慮。

戰爭的威脅正在消除，和平的前景正在展現。工作機會充足，報酬空前之高。（政府承諾）稅收將會下降。萬事萬物都在茁壯成長。

對蕭條的恐慌在10年中反覆了三次，不過並沒有造成太大影響。第一次恐慌發生於1946年，在第二次世界大戰剛剛結束之後，政府開始悄悄地大幅削減軍事開支。第二次恐慌發生在1949年，公眾對商人們的擔心視而不見，照常買賣，這次恐慌不攻自破。第三次始於1953年年中，它現在只存在於人們的記憶中。^[17]

公眾對市場的極度樂觀和過度自信部分源於新時代思想，並且本身也構成新時代思想的一部分。1955年12月，《新聞周刊》（*Newsweek*）寫道：“（股市）飆升的基礎在於，投資者對強大經濟力量的信賴，以及企業正在將這種繁榮兌現。”^[18]

與廣播在20世紀20年代發展成為大眾文化的載體相類似，電視在50年代早期得到了普及。1948年，只有3%的美國家庭擁有電視機，到1955年就達到了76%。與網際網路一樣，電視是一種逼真的技術創新產品，幾乎能夠激發每個人的想像力，它是技術進步不容忽視的明顯證據。在短短幾年時間裡，大多數美國人就開始每天有規律地花幾個小時看電視了。

當時的通貨膨脹率非常低，人們將這一點歸功於新制定的聯邦政策。財政部長喬治·漢弗萊（George Humphrey）在1955年宣稱：

在過去2年零9個月裡，美元的價值只變化了半美分，政府已經完全消除了通貨膨脹對儲蓄的影響。

政府將通貨膨脹看成是最壞的公敵，但在必要時，我們會毫不猶豫地放鬆或緊縮銀根。貨幣政策的力量比以往任何時候都能更有效、迅捷地對自然需求作出反應。這是透過恰到好處地使用貨幣政策和信用政策實現的，是通過國家歷史上最大幅度的減稅，將購買力歸還公眾實現的，也是削減不合理的政府開支的結果，更是適時地鼓勵基礎設施建設、住宅建設和必要的修繕的結果。^[19]

與20世紀頭10年“強有力的手”這一理論相似的看法——認為對股票的需求相當穩定，足以防止任何下跌——在50年代也同樣存在。《新聞周刊》在1955年這樣寫道：

許多金融界人士都樂於認為，美國已經發展出了一種具有廣闊基礎的“新資本主義”。目前大約750萬人持有公眾控股公司的股票，而三年前只有650萬。共同基金的資產從1946年的13億美元猛增到72億美元，為小額投資者提供了分散風險的機會。成千上萬的工人通過員工持股計劃成為了自己工作的企業的所有者。

以上這些事實加起來也許還不能確保阻止又一個1929年的出現，但是許多專家確信，下次危機為時尚早。^[20]

歐文·費雪在20年代提出了支持樂觀主義思想的理由，即企業能夠更好地規劃未來。這一論據在50年代又一次作為新思想浮現：“企業自己具備了防止出現大蕭條的新態度。今天的公司能夠作出長遠的規劃，似乎比以前更少受到短期波動的影響”。^[21]

“生育高峰”被視為推動市場繁榮的又一重要因素，因為人們需要在孩子身上花錢（在今天，那一代孩子早已成年，他們的孩子相對減少，但是仍然有人認為他們的存在有助於抬高股價，因為他們為退休生活進行了儲蓄）：“正是‘生育高峰’將最近這次‘新時代’與上一次區別開來，家庭正在變得越來越大，良好的公路和性能優良的汽車正在

走進農村。城市居民傾向於選擇居住在郊區，有三四間臥室的大住宅正在成為搶手貨。”^[22]

同20世紀20年代一樣，消費信用的日益增長也是導致繁榮的一個原因：“花錢的欲望，在一個有身份的華盛頓人眼中，就相當於一次‘消費革命’……在花錢的過程中，一個人的欲望逐漸膨脹起來。”^[23]

約翰·甘迺迪在1960年當選為總統後，他所採取的刺激經濟的措施使人們普遍認為經濟將會有更好的表現。甘迺迪在1961年發表的第一份國情諮文激發了公眾的信心。人們認為，這份諮文顯示出了樂觀的憧憬。他在1961年5月的國會特別陳述中也作出了美好的承諾，即美國將在1970年前將人類送上月球，美國人期待這一成就能夠被長久銘記，它標誌著人類首次離開它起源的星球。甘迺迪被認為是美國樂觀主義和股市力量的化身。“華爾街對股價的強勁走勢有一種簡潔的描述，即‘甘迺迪市場’。”甘迺迪經濟計劃激發出的信心使一些人得出國家正在進入“新經濟”時代的結論，在這種“新經濟”裡，“生意人能夠永遠享受到合理的持續繁榮”，並且比以前“更有理由”對貨幣政策充滿信心。^[24]甘迺迪的計劃在其繼任者林登·約翰遜1964年的“大社會”計劃中得到了延續，約翰遜的計劃把消滅貧窮和防止城市衰退作為首要目標。

在20世紀60年代，“股市是最佳投資場所”的理論曾盛行一時：“投資者們感到股票是最佳投資工具，因為它可以減弱通貨膨脹的影響，是分享未來經濟增長的手段。”“投資者們似乎確信，通貨膨脹將伴隨經濟復甦出現，所以普通股即使在目前的價位上，也是真正的保值工具”。^[25]當時，投資者們都相信，如果通貨膨脹爆發，股市將會上漲，而不是像現在普遍認為的那樣會下跌，其結果是可能發生的通貨膨脹成為持有股票的原因。60年代早期，人們還關注這樣一個問題：即使沒有通貨膨脹，甘迺迪-約翰遜經濟計劃也會引起通貨膨脹。

在20世紀60年代市場高峰背後的一個比較重要的因素是，道瓊指數逼近1000點。那種認為新的里程碑的臨近會對公眾的想像力產生巨大衝擊的觀點看起來挺滑稽，但是，由於無法為市場估值提供其他牢固的基礎，這種武斷的看法也為人們的預期提供了一個可靠的解釋。

在道瓊指數接近1000點以前，新聞界就已經開始計算里程碑了。1965年《商業周刊》的一篇文章寫道：“就像四分鐘跑一英里一樣，心理障礙必須加以克服。華爾街又何嘗不是如此。道瓊工業平均指數的900點大關（就像此前的600、700和800點一樣）遲早會被突破。”《商業周刊》寫道，900點大關“在許多觀察家眼中已經具有了一種神秘的重要性”。1966年，正當1000點近在眼前時，《時代》雜誌寫道：“上週末平均指數達到了986.13點，距離被整條華爾街看成神秘數字的1000點大關只剩下了不到14點。即使那個數字可能更多地只是神秘的（而非有真實含義的），突破的日期也會在歷史教科書中保留幾十年，甚至幾百年——這一天已經不遠了。”^[26]

市場像賽跑一樣就要接近1000點了，但它在很長時間內不會超過這一魔力般的數字。儘管道指當時並不是以分鐘計算的，它最終還是在1966年1月超過了1000點（如果用當天的最高值來計算的話）。直到1972年股市狂跌的前夜，它才在1000點以上收盤，即使在那時候它也只在1000點上停留了很短的時間。

道指直到1982年才實實在在地超過了1000點，如果用實際股價計算，股價超過1966年的最高點——並從此保持下去是在1992年1月，此時距1966年已整整26年。^[27]從1966年1月到1992年1月之間是低投資回報率的時期，股市的年平均回報率僅為4.1%。在這一期間持有股票，收入基本上僅限於股息（基本上沒有什麼資本利得）。^[28]這些現象與那種認為股市在1966年只是“勉強”攀升到1000點，並且定價相對過高的觀點是一致的。

20世紀90年代牛市中的新時代思想

第3章中已經描述了20世紀90年代特有的一些新時代思想。在這裡，我將再作出另外一些評論，然後對當前的新時代思想與其他幾個時期中的新時代思想進行比較。

與以往主要的股市繁榮期一樣，20世紀90年代同樣也有用新時代理論解釋市場狀況的學者。麥可·曼德爾（Michael Mandel）在1996年《商業周刊》上一篇名為《新經濟的勝利》（The Triumph of the New Economy）的文章中列舉了股票市場並未瘋狂的五條理由：全球化的發展、高新技術產業的繁榮、低通貨膨脹率、利率的降低和企業收益的提高。^[29]

在這個繁榮期內，一種流行的理論認為，低通貨膨脹率有助於產生好的經濟前景。在90年代，有關通貨膨脹的理論主導了對股票市場前景的討論，60年代也發生了同樣的事情，只是那時候的觀點與現在的正好相反。90年代的人們認為，如果發生通貨膨脹的話，股票市場將會下跌而不是上漲，60年代的那種認為投資股票可以有效對沖通脹風險的觀點（發生通貨膨脹時，股市就會上漲）已經過時了。

為什麼90年代人們會認為通貨膨脹將造成黯淡的市場前景，而在60年代卻認為通貨膨脹會促進市場發展呢？在90年代，投資者的看法很可能吸收了公開出版的文獻的觀點，即經濟學家們認為突然爆發的高通貨膨脹會損害經濟發展。事實上，這種研究並未證明，一定程度或長期的通貨膨脹與實際經濟表現之間存在密切關係。它在某種程度上還表明60年代的理論是正確的——股市的實際價值對通貨膨脹消息具有免疫力，股市與物價應該是同向而不是反向運動。^[30]更為真實的情況是，90年代的人們正在接受這樣一個事實：股市在近年裡總是逆通貨膨脹而動，而不是與之同向運動。

在20年代、50年代和60年代的股市繁榮後出現的命題在90年代又重複出現。

羅傑·布特爾（Roger Bootle）在1998年出版的《通貨膨脹的終結》（The Death of Inflation）一書中認為，“有計劃的資本主義”和強

大的工會所引起的螺旋式的“通貨膨脹時代”將要走向終結。在“有計劃的資本主義”中，“價格不是由個體之間的供求關係決定的，而是人為制定的”。布特爾宣稱，我們現在正在進入“零通脹時代”，這是由資本主義全球化、私有化和工會的衰退促成的，所有這些都使價格不可能再由某個委員會來制定。^[31]

史蒂文·韋伯（Steven Weber）於1997年在公共政策刊物《外交》（*Foreign Affairs*）上發表《商業循環的終結》（*The End of the Business Cycle*）一文，該文指出：現在的宏觀經濟風險是比較低的，“技術變革、意識形態、就業和金融方面的挑戰，同生產和消費的全球化一道，減少了工業化世界中經濟活動的易變性。由於實證和理論兩方面的原因，發達工業經濟體中商業循環的浪潮也許正在縮減成漣漪”。韋伯提出了大量有理有據的論證。例如，他注意到經濟正日益為服務業所主導，這與30年前有了很大區別；他也指出，服務業的就業狀況總是比工業生產部門更穩定。^[32]

併購和重組——用於描述80年代所謂管理革命的術語——在當時被認為是1982年之後利潤增長的重要原因。關於它們現在仍然是經濟增長重要推動力的觀點，在許多人心目中揮之不去。不過也有對管理革命持懷疑態度的，這一點在一部連環漫畫《呆伯特》（*Dilbert*）中得到了反映，它主要刻畫了新時代經濟中微妙的勞資矛盾。

勞動生產率統計數據的增長在20世紀90年代末的美國造成了一種收益增加的深刻印象。在許多人看來，這實際上證實了網際網路和其他高技術產業對經濟發展的作用，並可以由此作出股市走強的判斷。然而，20世紀90年代末生產力的高增長部分歸結為統計數據錯誤。勞工統計局修正了1998—2000年的增長數字，因為就在股市繁榮後的2001年數據明顯變小了。^[33]而且，即使生產力增長的數據在某種程度上是對的，人們從中解讀出了太多的含義。這些數據成了歌頌網際網路的依據，事實上，生產力的增長與初出茅廬的網際網路毫不相關，而且它也不是影響總體經濟的重要因素。即使撇開這些不談，人們也沒有意識到生產力增長和股市真實收益之間的聯繫有多麼微弱。^[34]生產力增長並不能作為股市會有更好表現的理由，但是20世紀90年代報導的生產力增長卻被作為評判和解釋引人入勝的股市上揚的基礎，這值得股市投資者和新聞媒體深思。

應該注意的是，與以前股價高漲的時期相比，90年代的媒體並不總是傾向於強調新時代。1901年和1929年都曾出現過的那種滔滔不絕、令人窒息的樂觀主義情緒，沒有在90年代找到。儘管90年代也有大量媒體表現出樂觀，但那更多的是一種背景推測，而不是大膽斷言。媒體似乎發生了轉變，樂觀主義的誇張報導已經沒有了。許多作家似乎比以前更加關注股票市場定價過高以及過度投機。事實上，90年代中後期的許多媒體報導集中在投資者對於股市的瘋狂追逐上。例如，1996年4月《財富》（*Fortune*）上的一篇文章寫道：記者們在街上隨機地攔截採訪過往行人，詢問他們對股市的看法，包括警察、律師、廣告欄木工和健康俱樂部的身份證件檢查員，所有這些人都興高采烈地推薦了股票。他們找不到擦皮鞋的男孩，否則，經濟發展就會成為伯納德·巴魯克（Bernard Baruch）在1929年大危機之前經歷的再現。巴魯克說，他曾經從擦皮鞋的男孩那裡得到了對股票的建議，並且以此作為市場過度投機的信號。^[35]同時，以《賭博者太多：這是一個老規則不再適用的市場嗎？》（*Gamblers High: Is This a Market Where Yesterday's Yardsticks Don't Apply?*）、《華爾街的鬱金香瘋狂時代》（*It is Tulip Time on Wall Street*）或者《對最後的熊市說再見吧》（*Say Goodbye to the Last Bear*）等為題的文章比比皆是。股市繁榮可能是投機性泡沫無疑在90年代被刻在讀者的腦海裡。但市場證據表明，公眾在90年代對這種可能性只表現出平和的關注，新時代思想仍然占據主導地位。

房地產市場繁榮中的新時代思想

房地產市場在新時代思想的推動下走向繁榮，它同股票市場的繁榮幾乎如出一轍。在某種意義上，股價自我膨脹的回饋機制可能是房地產市場繁榮的原動力，但是新時代思想也起到了同樣的作用，至少表面看來構成了回饋機制的一部分。正如我們前面所提到的，出現在大國中的全國性繁榮似乎還是一個新生事物，但是以往已經存在許多地區性房地產市場繁榮的例子，它們也是自身地區性新時代的事件。

一個覆蓋了加州整個區域的房地產繁榮發生在19世紀80年代，並於1887年達到頂峰。這一繁榮最初發生在洛杉磯、聖地牙哥和聖巴巴拉，但那時那裡的人口還比較稀少，對整個美國而言無足輕重。這一繁榮似乎與同時期鐵路的迅速拓展相關，鐵路使得到達這片土地變得容易得多。這一繁榮的形成很顯然受到了聖達菲（Santa Fe）與太平洋聯合（Union Pacific）鐵路公司之間價格戰的影響，它使得到達或離開南加州變得非常便宜。鐵路公司也希望能夠收回它們在軌道上的投資，因此招募了大批移民開發商，透過宣傳南加州地區宜人的氣候和美好的未來吸引人們移民到該地區。他們最終成功了。“洛杉磯已經成為一個充斥著移民、業餘藝術家和自由職業者的擁擠而熱鬧的城市，旅館擠滿了旅客，價格飛漲到天文數字，這片南加州的土地上到處——街道上、出版社、住宅區和俱樂部——都是忙忙碌碌的。”^[36]繁榮之後便是1888—1889年房地產價格的崩潰：一直談論土地和氣候的人們開始強烈地抱怨南加州的經濟缺乏堅實的工業基礎。當人們回想起原先瘋狂的購買行為時，才意識到應該更加理性地分析土地的真實價值^[37]即使在100多年後，20世紀80年代的繁榮事件仍在提醒我們，人們有理由為正在逐漸減少的可利用土地而擔憂。唯一的區別就在於，那時的故事還沒有蔓延到整個美國。加州在那時已經有預留土地的考慮了，然而，顯然沒有一個人會想到這一繁榮會擴展到全國範圍內。

20世紀初，另一次顯著的地區性住宅價格泡沫發生在佛羅里達州，尤其是在邁阿密地區，那裡的房價在1925年達到頂峰。這似乎是受到了新時代故事的推動，人們在第一次世界大戰後擁有了新的財富和飛馳的汽車，於是他們發現可以去佛羅里達度過冬季，那裡的土地銷售開始加速，因為相信這一故事的人們開始意識到購買的緊迫性。

另一個刺激泡沫膨脹的因素是佛羅里達州修正法案取消了收入和遺產稅，鼓勵富有的退休人員遷移到佛羅里達。對於愛好娛樂的人來說，有如此多地下酒吧和賭博場所的佛羅里達式生活也構成了強大的吸引力。許多名人甚至包括一些海盜頭目正在該地區建造他們的家園，這些事給房地產市場的繁榮增添了一些新聞報導的價值，當然還有可信度。這一故事以“臨時契約男孩”而聞名，他們說服遍布全國的房屋購買者支付一筆契約費去購買佛羅里達的土地，然後他們設法賣掉這些契約。這個泡沫在1926年一場颶風後突然終結了，因為颶風提醒人們注意佛羅里達的風險。就在全國性的報紙轉向這一泡沫並且複述易受騙的人們購買土地的故事時，記者們自己也不知道這些土地毫無用處，有些甚至在水下。^[38]

同19世紀80年代南加州地區的土地繁榮一樣，1925年佛羅里達的繁榮本質上也是地區性的。二者都有真誠而瘋狂的人們，但它們沒有，也不可能擴展到整個國家。

在20世紀接下來的10年裡，我們在美國和其他一些國家看到了房地產市場更為繁榮的景象，這些繁榮都覆蓋了相應國家相當大的一部分區域，開始影響國家的房地產價格指數。這種變化的原因很難觀察到。在20世紀最後的10年裡，這種繁榮似乎已經擴展到了更為廣泛的地理範圍，並且涉及更多的心理因素、政治問題，以及該地區的經濟基礎。

在美國，有兩次重要的區域性房地產價格繁榮，它們的影響達到足以影響國家房地產價格指數的程度，這一關係繪製在圖2—1中。其中的一次是1975—1980年加州的房地產繁榮，另一次是1984—1988年美國東北部地區的房地產繁榮，後一次繁榮一直延續到1986—1989年加州的又一次繁榮。

在20世紀80年代中期房地產價格下降之前，整個加州地區經過通脹調整的實際住宅價格在1975—1980年間上升了60%。^[39]驅動繁榮的一個因素是對加州地區環境保護給予超前關注的政治運動的出現，它創造了更為嚴格的區域法和建房約束條件，但是，大致從20世紀60年代開始，加州居民決定集體解決這一問題。實施的效果是加大了建造新房屋的難度，使加州地區在20世紀70年代前後成為最難建造房屋的地區之一。^[40]這一政治變動限制了新房的供給，使得曾經用以阻止價

格上漲的安全閥變得不再有效。這一點被一些批評家視為富人對窮人、有房者對無房者的勝利。這一勝利受到廣泛讚譽，直接推動了已有房屋價值的上升。

另一個刺激泡沫產生的因素是所謂的第13條減稅建議，1978年6月，財產稅被削減了一半多，而且法院還保證該稅收將維持在較低的水準。這是又一場通過削減稅收增加財產價值的政治運動。儘管存在著對於建立在政治目標基礎上的減稅後果的嚴厲警告，選民們仍然採納了第13條建議；這一事實被看做新經濟時代的先兆。

當現有的個人財產權受到更加有力的保護，以及一個人認為自己的房地產投資將變得更有價值時，放大的分區制標準和第13條建議都被視為新時代的信號。

至今仍有人疑惑20世紀70年代加州地區的地產繁榮為什麼會發生，要知道抵押貸款利率那時達到創紀錄的新高，比房屋價格迅速增長的1978年還要高10%。如此高的抵押貸款利率看起來似乎抑制了泡沫的膨脹，因為這意味著，如果要購買高檔住宅，將不得不承擔非常高昂的貸款支出。如果一個人在1978年購買一座相當於其4年收入的住宅，在上述利率下單利息支出就將占到其收入的40%，這對於大多數家庭來說都是一個難以承受的開支。然而這一繁榮最終反駁了房地產繁榮會被高利率打斷的觀點。

關於這一切何以會發生，在20世紀70年代的解釋之一是，為高利率所困擾的房屋產權所有者透過政治運動來挑戰低利率情形下房屋貸款的“銷售終止”條款，他們因此能免於支付高額的利率。^[41]在整個20世紀70年代的繁榮以及最後的數年中，有保障的貸款保護了房地產市場免受高利率的影響。而且，20世紀70年代末是一個被很多新的金融機構稱為“創新性融資”出現並繁榮的時期。^[42]

結果是美國第一次產生了足以影響全國房地產價格的地區性房地產繁榮，直至20世紀80年代初的經濟衰退。

另一次房屋價格膨脹於20世紀80年代中期出現在美國東北部地區，尤其是波士頓地區。僅僅在1985年，波士頓大區的房屋價格就上漲了38%，很難解釋其原因。在1986年的研究中，卡爾·凱斯回顧了可

能推動波士頓房地產價格的所有基本面因素，得出的結論是，波士頓近年來並沒有重大變動因素：“當經濟比較健康而收入正在持續增長時，市場‘基本面’似乎並不能對1983年以來波士頓地區房地產價格極為迅速的增長提供充分的解釋。”^[43]

低利率通常被媒體列舉為對已經形成的繁榮的回應。的確，利率在20世紀80年代晚期比初期要低。但是低利率並不能直接解釋波士頓地區的繁榮，因為金融市場上的低利率是全國性的，而此時的房地產價格飛漲主要在波士頓地區；90年代中期波士頓房地產價格下降時，抵押貸款利率比80年代飛漲期還低。因此，利率不是很好的解釋因素。

20世紀80年代中期波士頓地區房地產市場的顯著繁榮也同樣與一個新時代故事相關，但這一次並不是一個突然出現的故事。20世紀80年代中期的波士頓的確已成為高技術企業的採集地，但是它顯然不能一直充當這樣的角色達數十年。

表面看來，波士頓作為高技術中心的“故事”，似乎是口口相傳的。但在個人電腦已成為每個辦公桌的必備用品的時代，電腦革命也加速了任何與電腦相關的故事的傳播。王安實驗室（Wang Laboratories）、數位設備公司（Digital Equipment Company）、通用數據公司（Data General Corporation）和蓮花公司（Lotus Corporation）使波士頓成為一個世界級的計算機中心。^[44]

1985年，當地人看到了位於東劍橋（East Cambridge）的龐大的新蓮花公司總部的建造，以及128國道沿線的房屋建造的一派繁榮。波士頓將成為位於加州的矽谷的競爭對手的說法開始傳播，而且波士頓甚至有可能擊敗矽谷。一位波士頓觀察家在1985年寫道：“波士頓有悠久的歷史和能夠塑造人們世界觀的文化積澱。然而矽谷成其為矽谷之前除了果園外一無所有。”^[45]在當地，外地人經濟上的成功開始被稱為“麻薩諸塞奇蹟”，這一故事引起了廣泛的共鳴。麻薩諸塞州州長麥克爾·杜卡奇思（Michael Dukakis）試圖為此繁榮作出貢獻，並在1988年被民主黨提名為總統候選人。

20世紀過去數十年一直是擁有高技能和良好教育背景人口的城市迅速增加的時代。^[46]20世紀80年代造就波士頓地區繁榮的因素確實對

城市的基本價值產生了持續的影響，但對這次繁榮產生的回饋明顯抬高了基本價值，導致了90年代房屋價格的回落。

20世紀80年代波士頓地區的繁榮並不僅僅局限於波士頓，而且涵蓋了整個美國東北部地區，事實上，它已遠遠超越了美國的邊界，因為類似的繁榮還出現在遠離波士頓的倫敦，以及整個世界的其他城市。推動波士頓的新時代故事與一種觀點相聯繫，這種觀點認為，一個擁有受過良好教育和深厚文化積澱的人口和城市在當今的世界會擁有一個美好的未來。

我們已經在第3章中提到，許多因素促成了20世紀90年代房地產市場的繁榮，其中的一些可以被歸為“新時代”理論一類。我們也注意到了另一種新時代理論，它與當前人們對旅遊和第二家園的特別偏好密切相關，這可以解釋從2000年開始的世界許多地區房屋價格的迅速上升。

人們普遍認為，網際網路、無線電話、移動辦公的出現使正在工作的人到偏遠、美麗的地方旅行變得更為容易，且能同時繼續他們的工作。人們也普遍認為，當“生育高峰”時出生的一代人在2008年左右開始退休時，他們將會從目前所在城市遷往一些美麗的地方。有時還出現這樣的說法，隨著生活水準的持續提高，越來越多的新生富人將會選擇購買那些天然稀缺的優美居所，如海洋沿岸和大山之巔。但是這些財產的供給不會增加。透過建造越來越高的建築來炫耀自己的財富正變得日益落伍，自然，美麗的住宅在未來將比那些龐然大物顯得更有吸引力。

對於這些與第二家園有關的新時代故事來說，似乎還存在某種真實的成因。但是回顧20世紀20年代佛羅里達土地泡沫的故事，這些故事現在可能流傳得更為廣泛，因為正在推動房屋價格上漲的回饋增加了這些故事的感染力。在今天與旅遊和第二家園有關的新時代故事和20世紀20年代佛羅里達泡沫之間存在一些令人不安的相似性。例如，在1925年的佛羅里達，繁榮被認為是由汽車的出現推動的，而現在第二家園的繁榮被認為是網際網路的出現推動的。在這兩個事件中，退休人員的激增都成了推動市場的支撐力量。

這種擔心是合理的，今天的市場對這些故事反應過度，在某些方面我們正處在第二次房地產泡沫的邊緣，房地產價格的再一次下降將在未來到來，就像1925年後發生在佛羅里達的那樣，數十年的攀升將就此中斷。

新時代的終結

儘管投機性泡沫往往意味著股市最終可能暴跌，但是與之相伴的新時代思想並不會突然終結。因為股價基本上是在買賣股票的投資者的頭腦中形成的，這麼多的投資者不可能同時對長期判斷作出突發性的改變。

今天的人們只記得1929年的股市狂跌是在一兩天之內發生的。事實上，在停止下跌之後，市場於1930年初就收復了全部失地。1929年的重要性不僅在於10月份中有一天股市下跌了，而在於那一年代表了終結的開始：在接下來的三年中，股市喪失了在整個20年代中價格持續上漲所取得的所有收益。其他的股市下跌也是如此，一天的事件並不占據顯著的地位，它只是作為股市內部弊病的一種標誌。

第1章中提到，1901年股市上漲，緊隨其後並未發生劇烈的價格下跌，而是價格緩慢上漲；並且大約20年之後，市場才失去了在1901年時所擁有的大部分實際價值。這種變化經歷的時間如此之長，以至於具有了整個時代的特徵，因此，在各種媒體中都很難發現與之有關的評論。

如果我們看看1920—1921年的情況，就會發現這時股市的實際價值下降到了1901年以來的最低點。這一時期的多數評論都將注意力集中在1920—1921年的經濟衰退上，這次衰退異常嚴重。新聞報導集中於商人們新近蒙受的損失和消失的財富。利益共同體有利於穩定股價的觀念被農民和承運人對鐵路的敵視，以及消費者要求降價的呼聲所取代。戰爭結束之後，政府訂單的減少暴露了當時商業發展中的諸多問題。戰後緊張的國際形勢也是美國經濟發展的不利因素之一。同時，做空者（short seller）和獵熊者（bear raider）的行為都對股票市場產生了不利影響。

有證據表明，1921年的投資者已經學會了不再受誇張的宣傳和論斷的影響。在1921年的《星期六晚郵報》（*Saturday Evening Post*）上，艾伯特·阿特伍德（Albert Atwood）的一篇文章將高度投機的價格描述成過去的事物，並援引一位股票經紀人的話說：“過去幾年的增長既不像1900年和1901年時的繁榮那麼離奇，也不令人吃驚。”

貫穿這一時期報導的另一主題是，市場心理發生了一些奇妙的變化，變得非常消極。阿特伍德援引了一位銀行家在1921年的講話：“整個世界都聯合起來降低價格，當整個世界都下定了決心，並且每個人都抱著同樣的想法決定降價時，就沒有什麼能阻擋這種趨勢了。”^[47]

1929年新時代思想迅速終結，並且與隨後發生的大蕭條直接相連。美國進入了前所未有的最嚴重的衰退，到1932年時已經有充分的證據表明新時代已經結束了。曾經為美好的經濟前景大唱讚歌的樂觀主義者啞口無言了，因為事實與預測大相徑庭，僅靠原有理論的簡單調整是難以解釋這種現象的。經濟預測家也表現出對未來的極度不確定性，消費者行為觀察家則聲稱，消費者需求的不確定性阻礙了需求增長。^[48]

在20世紀30年代的大蕭條中，經濟學家對經濟制度是否正在衰亡給予了廣泛的關注。1939年，芝加哥大學經濟學教授奧斯卡·蘭格（Oscar Lange）在《美國經濟評論》（*American Economic Review*）上撰文說道：“人們普遍認為美國經濟已經失去了擴張勢頭，並或多或少地進入了長期停滯的階段。”^[49]

資本主義的失敗迎來了共產主義在美國的鼎盛時期。共產主義在許多人看來成為了未來的發展主流，甚至是必然趨勢。20世紀30年代許多最優秀的學者都表現出對共產主義的公開同情，包括肯尼思·伯克（Kenneth Burke）、埃思肯·考德威爾（Erskine Caldwell）、羅伯特·坎特韋爾（Robert Cantwell）、傑克·康羅伊（Jack Conroy）、愛德華·達爾伯格（Edward Dahlberg）、約翰·多斯·帕索斯（John Dos Passos）、詹姆斯·法雷爾（James Farrell）、蘭斯頓·休斯（Langston Hughes）和威廉·薩羅揚（William Saroyan）。^[50]

另外一個關於毫無控制的資本主義失敗的例子是國外風起雲湧的極端政治運動。納粹的出現表明的是1929年資本主義大蕭條之後人們心中的絕望，德國公民思想的急速變化也證明了公眾意願是多麼容易改變。

新時代思想在1965年年底突然與一種誇大了的恐懼聯繫在一起，包括世界人口增長的後果、自然資源的枯竭、高通貨膨脹率的出現。這些恐懼抑制了股價的進一步上揚，刺激了商品價格上漲。

此外，整個60年代，通貨膨脹的恐懼又被重新點燃。甘迺迪政府曾經宣稱，他們能夠在不引起通貨膨脹的同時，透過高壓經濟政策來降低失業率，但是他們並沒有做到。事實上，美國進入了高通貨膨脹和高失業率的“滯脹”狀態。1974年，曾經擔任甘迺迪總統經濟顧問委員會成員並且後來成為主席的亞瑟·奧肯（Arthur Okun）將高壓經濟政策的嘗試稱為“現代經濟分析中最慘重的失敗之一”。通貨膨脹被認為是阻礙經濟增長的重要因素。聯邦儲備委員會主席亞瑟·伯恩斯（Arthur Burns）說：“據我所知，沒有哪個國家能在通貨膨脹失控時維持經濟繁榮。”^[51]雖然這一論斷沒有經濟理論分析的支持，但卻被公眾廣泛接受。^[52]

人口數量的恐慌在20世紀60年代早期突然出現。有學者以“人口爆炸”等為關鍵字，基於《洛杉磯時報》（*Los Angeles Times*）、《紐約時報》和《華盛頓郵報》的歷史資料庫，對這一歷史時期的文章進行了檢索。研究表明，1945—1949年沒有相關文章，1950—1954年有1篇文章，1955—1959年有169篇文章，1960—1964年有1 319篇。保羅·厄里斯（Paul Ehrlich）在其1968年的《人口爆炸》（*The Population Bomb*）一書中預測，涉及關鍵字“人口爆炸”的文章在20世紀60年代初達到頂峰後，隨後將逐步下降。果然，1985—1986年，相關的文章數量下降到了177篇。

到80年代早期，人們普遍感到美國正在將其經濟霸主地位拱手讓與日本。《今日美國》（*USA Today*）上一篇名為《日本正在怎樣接管我們的市場》（*How Japan Is Taking Over Our Markets*）的文章，引用了一位專家的話：“唯一的問題在於，歷史上沒有哪種工業——不管是汽車、鋼鐵、滾珠軸承、電視，還是摩托車——能夠抵擋來自日本的猛烈攻勢。”在當時看來，日本在高技術領域特別強大。

20世紀70年代，一場自30年代以來最為嚴重的經濟衰退曾經中斷了加利福尼亞房地產市場的繁榮。1980年和1981—1982年美國接連發生了兩次嚴重的經濟衰退，這兩次衰退導致了加州住宅實際價格的小幅下挫，並且導致市場轉向一個相對低迷的時期，直到20世紀80年代後期市場才重新走向繁榮。這是一個投機性繁榮經歷短暫調整，在幾年後以更大的勢頭持續的實例。80年代早期的這兩次極其相似的衰退以及由此引起的房地產價格的下跌在總體上並沒用阻礙情勢的發展和第一次房地產泡沫的形成。事實上，在20世紀80年代自由市場和減稅

政策的推動者，加利福尼亞州州長隆納·雷根當選美國總統，並且很多加利福尼亞人確信加州是世界經濟的領頭羊。

另一場經濟衰退發生在1990—1991年，它宣告20世紀80年代房地產市場的繁榮走到盡頭。這一時期的價格下降是非常嚴重的，在1989年末達到頂峰後，洛杉磯的實際住宅價格大幅下降。到1997年住宅價格已經下降了41%。不過，沒有明顯的證據表明這次衰退中斷了房地產市場的繁榮。波士頓的價格早在1988年就開始下降了，比經濟衰退的到來要早兩年；洛杉磯的價格下降始於衰退開始前的1990年，並且在經濟衰退結束後還持續了很長時間才停止。

為什麼股市的表現與房地產市場不盡相同，這是任何解釋2000年股市泡沫結束的人都不得不面對的問題，後者在股市大幅下挫了後仍繁榮了好幾年。

2001年經濟的衰退部分歸因於石油價格衝擊以及由此引起的衰退，這當然會影響股票市場，但卻不會波及到房地產市場。2000—2001年間，美國唯一出現房屋價格回落的大城市倒是那些臨近高新技術中心——矽谷的城市，如聖荷西和舊金山。

作為一個歷史問題，2000年後的績優股是網路概念或者入口網站的股票。它們的股價在2000年3月的急轉直下非常突然。道瓊指數在2000年3月9日達到前所未有的高峰；到4月14日為止，僅僅一個月多一點的時間內卻損失了一半的市值。^[53]在那一個月的時間裡究竟發生了什麼事？除了價格本身的持續下跌之外，沒有任何重大的事件發生，也沒有任何有說服力的理由能夠在如此短的時間裡將人們對股票的未來預期降低一半。

2000年4月29日《金融時報》（*Financial Times*）上的一篇文章給出了一種解釋：“人們開始意識到基本面分析仍然是對的，追加對於網路股的投資只是一個空洞的暗示。”^[54]這篇文章本身只是一種共識，而非一個具體的新故事。對於網路股的強烈偏好突然顯得非常愚蠢，事實上成了令人痛苦的狂熱，這基本上反映了公眾心理的變化。

伴隨著公眾觀念轉變的是大量的評論。來自Lexis-Nexis資料庫的大量新證據顯示，報紙上網路股的故事數量到1999年底已經開始急速

增加了。它們通常報導公眾初始投資的巨大成功，但報導中也有懷疑的觀點。到2000年年初，含有關鍵字“網路”和“股票”的大量故事增加到每週1000條，這一數量在2000年4月16日的那一週達到頂峰，高達1400條之多。經過這段媒體關注的擴散期之後，含有這兩個關鍵字的故事數量開始逐漸衰減，其半衰期大致為一年。

這些發生在股市轉折點的故事在當時顯得尤為重要。傑瑞米·J·西格爾（Jeremy J. Siegel）2000年3月14日在《華爾街日報》上發表了一篇題為《大盤股是一個越陷越深的賭博》（Big-cap Tech Stocks Are a Sucker Bet）的文章，這篇文章表明大盤股的市盈率已超過100。西格爾在這篇文章中宣稱，歷史表明，“任何大盤股的失敗都曾經發生在市盈率接近100的時候”。這一判斷後來被經常引用。

當時的另一篇文章包括一個網路公司的排名，這些公司在未來的幾個月裡逐漸失去了財富，直到最後燒掉所有的鈔票，這一現象被維拉夫拜（Willoughby）稱為“燃燒的市場”。^[55]維拉夫拜關於網路公司排名的文章會使這些公司的問題馬上變得生動而清晰起來，並且具有非比尋常的引用價值。他的文章是一個炸彈，使得那些原先持有懷疑論的投資者轉向清算出場。

我們考察了出現在市場巔峰時期的報紙文章和其他媒體關於股市的預警文章。比如，在2000年2月底到2000年4月初的一段時間裡，市場達到巔峰時出現了大量的報導，如保羅·克魯格曼在《紐約時報》、戴維·亨利在《今日美國》、約翰·卡西迪在《紐約客》（*New Yorker*）撰寫的文章，以及《經濟學家》、《新聞周刊》和《商業周刊》上的一些文章。

但是這些出版物產生的影響，並不足以中斷股市的上升趨勢。它們中有影響的一些文章很可能曾經促使公眾轉變觀念，不過，更多的時候它們扮演著漢斯·克里斯汀·安德森小說《皇帝的新裝》中無辜孩子的角色。小說中，孩子所說的“皇帝沒有穿衣服”只是每個人都交頭接耳議論的話題，直到他們注意到別人的反應，才意識到其他所有的人也都有同樣的懷疑。^[56]在那種情形下，公眾對這些出版物的興趣很可能成為回饋機制向下運轉的先兆。

此後，股票市場的大幅下跌與公眾信心的喪失存在顯著的相關性。網路股的整體下挫影響了投資者的信心，也成為市場反轉的標誌。不過，2000年以後股票市場的衰落並沒有影響到房地產市場，這也許是因為對於網路股下跌的回饋機制沒有影響到房地產市場。

股票市場的下跌既與2001年的經濟衰退相關，也與2000—2001年度公司利潤的下降有關。但是這些並不能看做市場衰落的外因，因為人們並沒有將它們視為導致股價回落的回饋機制的一部分。市場的整體性衰退更多地應該被歸結為人們心理的自然回饋和糾正過程，而不是某些完全從外部作用於市場的事件。

正如我們在市場跨越頂峰之後的這幾年裡所看到的，公眾對股市和經濟的預期逐漸變得悲觀。消費信心在2000年達到最高點後急劇下降，甚至降到了10年前的水準。媒體對於股票投資的相關訊息和報導也在減少。雖然從一個較長的歷史時期來看，目前市場仍然在高位運行，但是20世紀90年代的狂熱似乎已經非常遙遠了。

不過，2000年以來，公眾對股票投資信心的回落卻刺激了對房地產需求的增長。在本書的第3章、第4章中曾經提到，有證據表明，對工作不確定性的擔憂激勵了人們對不動產的投資，股市的衰退使得人們提高了對不動產投資的預期。多種因素在回饋機制下的共同作用，使得房地產市場仍然可以保持繁榮。但是，這也許並不是一個穩定的狀態，當促使房地產市場走向繁榮的回饋機制走到盡頭時，我們將面臨股票市場和房地產市場泡沫雙雙破滅的局面。

新時代終結之際，人們普遍沉浸在悲觀的氣氛中。此時，如果一個公眾演講者仍然認為在演講中讚美美國經濟的美好前景是一件好事，那麼他的做法將難以令人信服。如果談論有關經濟復甦的例子也許會更加吸引人，畢竟歷史上的股市的蕭條總會有復甦的時候。不過，即使是作出這種論述的演講者也無法獲得公眾廣泛的關注，因為市場中瀰漫的悲觀氣氛使得聽眾無法接受樂觀的表述。

【注釋】

[1] Dean Foust, "Alan Greenspan's Brave New World," *Business Week*, July 14, 1997, pp. 44-50.

[2] Aaron Zitner , “Shhhh , Listen : Could That Be the Ghosts of 29 ? ” ; Peter Gosselin , “Dow at 10000 : Don't Laugh Yet , ” *Boston Globe* , June 22 , 1997 , p . E1 ; and Paul Krugman , “How Fast Can the U . S . Economy Grow ? ” *Harvard Business Review* , 75 (1997) : 123-129 .

[3] 關於《新時代經濟》的研究產生了48篇文章，每篇都含有“股票市場”這個詞。

[4] 參見George Katona , *Psychological Economics* (New York : Elsevier , 1975) 。

[5] Alexander Dana Noyes , *Forty Years of American Finance* (New York : G . P . Putnam's Sons , 1909) , pp . 300-301 .

[6] *Boston Post* , January 1 , 1901 , p . 3 .

[7] Thomas Fleming , *Around the Pan with Uncle Hank : His Trip through the Pan American Exposition* (New York : Nutshell , 1901) , p . 50 .

[8] “A Booming Stock Market : Strength of the Underlying Conditions , ” *New York Daily Tribune* , April 6 , 1901 , p . 3 .

[9] A . A . Housman , “Reasons for Confidence , ” *New York Times* , May 26 , 1901 , p . v .

[10] Allen , *Only Yesterday* , p . 315 .

[11] Tracy J . Sutliff , “Revival in All Industries Exceeds Most Sanguine Hopes , ” *New York Herald Tribune* , January 2 , 1925 , p . 1 .

[12] John Moody , “The New Era in Wall Street , ” *Atlantic Monthly* , August 1928 , p . 260 .

[13] Charles Amos Dice , *New Levels in the Stock Market* (New York : McGraw-Hill , 1929) , pp . 75-183 .

[14] Irving Fisher , *The Stock Market Crash—and After* (New York : Macmillan , 1930) , pp . 101-174 .

[15] Craig B . Hazelwood , “Buying Power Termed Basis for Prosperity , ” *New York Herald Tribune* , January 2 , 1929 , p . 31 .

[16] 引自 *Commercial and Financial Chronicle* , March 9 , 1929 , p . 1444.

[17] “Is ‘New Era’ Really Here ? ” *U . S . News and World Report* , May 20 , 1955 , p . 21 .

[18] “The Stock Market : Onward and Upward ? ” *Newsweek* , December 12 , 1955 , p . 59 .

[19] “The U . S . Prosperity Today , ” *Time* , November 28 , 1955 , p . 15 .

[20] “The Stock Market : Onward and Upward ? ” p . 59 .

[21] “Why Businessmen Are Optimistic , ” *U . S . News and World Report* , December 23 , 1955 , p . 18 .

[22] “Is ‘New Era’ Really Here ? ” p . 21 .

[23] “The New America , ” *Newsweek* , December 12 , 1955 , p . 58 .

[24] “Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn , ” *Business Week* , February 4 , 1961 , p . 84 ; Dean S . Ammer , “Entering the New Economy , ” *Harvard Business Review* (1967) , pp . 3-4 .

[25] “Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn , ”p . 84 ; “The Bull Market , ” *Business Week* , March 18 , 1961 , p . 142 .

[26] “Batting Toward 900 , ”*Business Week* , January 23 , 1965 , p . 26 ; “Year of the White Chips ? ”*Newsweek* , February 1 , 1965 , p . 57 ; “On Toward 1000 , ”*Time* , January 14 , 1966 , p . 78 .

[27] E . S . Browning and Danielle Sessa , “Stocks Pass 10000 before Slipping Back , ”*Wall Street Journal* , March 17 , 1999 , p . C1 .

[28] 這是標準普爾綜合綜合指數的幾何平均實際收益。

[29] Michael Mandel , “The Triumph of the New Economy , ”*Business Week* , December 30 , 1996 , pp . 68-70 .

[30] 參見 Michael Bruno and William Easterly , “Inflation Crises and Long-Run Growth , ”*Journal of Monetary Economics* , 41 (1) (1998) : 2-26。當然要考慮許多有關選擇時機的複雜問題：股票市場可能會因一則預測通貨膨脹將來可能會更高的新聞而下跌，接著又會隨著消費價格指數的上升而逐漸復升。對這類時機問題的思考對大多數公眾來說過於專業，因此這一問題可能在公眾心中永遠都解決不了（或者說，正因為如此，單靠經濟學家無疑是不夠的）。

[31] Roger Bootle , *The Death of Inflation : Surviving and Thriving in the Zero Era* (London : Nicholas Brealey , 1998) , pp . 27 , 31 .

[32] Steven Weber , “The End of the Business Cycle ? ”*Foreign Affairs* , 76 (4) (1997) : 65-82 .

[33] 參見 George Hager , “Productivity Rise Not So Stunning After All ? ”*USA Today* , August 7 , 2001。

[34] 參見 Robert J . Gordon , “U . S . Productivity Growth Since 1879 : One Big Wave ? ”*American Economic Review* , 89 (2) (1999) : 123-128。自1871年以來，剔除與經濟衰退相關的短期生產力改變後的美國生產力似乎已經歷了一個大的波動。生產力增長率從19世紀末開始逐漸上升，在20世紀50和60年代達到頂峰，然後開始逐漸回落。但股市顯然沒有經歷這種長週期的波動。

[35] “When the Shoeshine Boys Talk Stocks , ” *Fortune* , April 15 , 1996 , p . 99 ; *U . S . News and World Report* , July 14 , 1997 , p . 57 ; *Forbes* , May 18 , 1998 , p . 325 ; *Fortune* , June 22 , 1998 , p . 197 .

[36] 參見 Glenn S . Dumke , *The Boom of the Eighties in Southern California* (San Marino , Calif . : Huntington Library , 1994) , p . 49。

[37] Dumke (*ibid* . , p . 260) , who is in turn quoting Cleland , *History of Occidental College* , p . 4 .

[38] 參見Kenneth Ballinger , *Miami Millions : The Dance of the Dollars in the Great Florida Land Boom of 1925* (Miami , Fla . : Franklin Press , 1936) 。

[39] 此為扣除消費物價因素的房地產價格。

[40] 參見 William A . Fischel , *Regulatory Takings : Law , Economics and Politics* (Cambridge , Mass . : Harvard University Press , 1995) 。

[41] “銷售終止”條款是一種當房屋出售時，以該房屋為抵押的貸款需要重新清償的規定，是為了防止購買者單純以獲取原有的低利率抵押貸款為目的。當加州儲蓄貸款協會在1969年試圖執行這一條款，強制要求兩對加州夫婦重新清償低利率抵押貸款時，遭到了他們

的起訴。加州高等法院判決，只有當借款人的信用基礎明顯削弱時，抵押貸款的“銷售終止”條款才具有強制力。（參見 *Tucker v. Lassen Savings & Loan Association*，1974。）其他州的法院也支持類似的決定。這使得購買房屋變得非常容易，但另一方面也給抵押貸款的借款人造成了巨大壓力，他們開始為推翻這一決定展開鬥爭。它最終出現在美國高等法院的決定上。（參見 *Fidelity Federal Saving and Loan Association v. de la Cuesta et. al*，1982。）

[42] 私有房主幾年來一直享受到能夠減少部分房屋購買價格的“抵用券”的優惠，然而大多數人更希望能夠降低抵押貸款利率。以房產作抵押的二手或三手高利率抵押貸款被房產經紀人賣給了富有的投資者，他們中的許多人顯然希望通過投資於高收益抵押貸款的方式，在房地產市場繁榮時獲利。當房地產市場在20世紀80年代早期在低迷附近徘徊時，許多私有房主在這些抵押貸款上違約了。

[43] Karl E. Case， “The Market for Single-Family Homes in the Boston Area，” *New England Economic Review*， May-June 1986， p. 47.

[44] 經濟學家愛德華·格萊賽（Edward Glaeser）在他的文章《重生的波士頓：1640—2003年》（*Reinventing Boston：1640—2003*， National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10166， 2004）中宣稱，經濟生活中已經有一些非常重要的革新取代了原有的東西。他指出，波士頓經歷著長期、持續的衰落：20世紀20—80年代，波士頓的人口從占美國總人口的0.7%下降到0.25%，它的製造業也被競爭者奪取了。與如此規模的人口下降相伴而來的是老住宅的大量剩餘，其中一些住宅的出售價格已經低於當初的建造成本。正如格萊賽所說，當現有的出售價格顯著低於其建造成本時，供給幾乎對需求的增加沒有反應，因此，價格有可能迅速上升，直到住宅價格與建造成本持平為止。對新的住宅建設的有力回應直到20世紀80年代才在波士頓出現，隨後出現了住宅建設過度和住宅價格回落。也可參見Karl E. Case and Robert J. Shiller， “A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes： Boston and Los Angeles 1983—1993，” *New England Economic Review*， March-April 1994， pp. 40-51。

[45] 引自Jonathan Rotenberg， in Steven B. Kaufman， “Boston Mixes High Technology with Its Traditional Economy，” *Washington Post*， June 30， 1985， p. G3， col. 4。

[46] 參見Edward Glaeser and Albert Saiz， “The Rise of the Skilled City，” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10191， 2004。

[47] Albert W. Atwood， “Vanished Millions： The Aftermath of a Great Bull Market，” *Saturday Evening Post*， September 1921， p. 51.

[48] Christina Romer， “The Great Crash and the Onset of the Great Depression，” *Quarterly Journal of Economics*， 105（1990）： 597-624.

[49] Oscar Lange， “Is the American Economy Contracting？” *American Economic Review*， 29（3）（1939）： 503.

[50] 參見 Harvey Klehr， *The Heyday of American Communism： The Depression Decade*（New York： Basic Books， 1984）。

[51] Okun quoted in *Time*， January 14， 1974， p. 61； Burns quoted in *U. S. News and World Report*， June 10， 1974， p. 20.

[52] 參見Bruno and Easterly， “Inflation Crises.”

[53] 參見John Cassidy， *Dot. con： How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era*（New York： Perennial Currents， 2003）。

[54] 引自Martyn Straw， in Andrew Hill， “Dotcom Fever Fades as Invertors Seek Profits，” *Financial Times*， April 29， 2000， p. 11。

[55] 參見Jack Willoughby , “Burning Up : Warning : Internet Companies Are Running Out of Cash-Fast , ”*Barrons* , March 20 , 2004 , pp . 29-32。

[56] 參見 Michael Suk-Young Chwe , *Rational Ritual : Culture , Coordination , and Common Knowledge* (Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2003) 。從更廣的角度來看，我們社會中例行的很多儀式都具有使每個人意識到某些東西的終極目的；很多儀式透過這種方式表達了深層次的社會心理暗示。

第7章 新時代與全球泡沫

事實上，許多其他國家和地區也發生過類似於美國股市的大幅波動，這為我們提供了觀察的機會，來說明與“新時代”理論相聯繫的投機性泡沫，事實上是普遍存在的。

在本章中，我考察了近期全球範圍內最大的股市波動。這當然需要依賴於新聞媒介提供的資料。雖然媒體報導並不總是可靠的，但是這些資料還是能夠在一定程度上表明，對美國股市的波動產生重要作用的因素在其他國家和地區也同樣重要。正如人們在泡沫存在時所作出的預期一樣，這些國家和地區裡最大的股價波動均呈現出反轉趨勢。

近期內最重大的股市事件

表7—1是截至1999年，36個國家和地區單年度實際股價漲幅的前25位，表7—2是跌幅的前25位；表7—3是5年內實際股價上漲的前25位，表7—4是下跌的前25位。這些表格是在不同國家和地區不同時期的月度數據的基礎上製成的，在這36個國家和地區中，一半以上的數據起始於1960年或更早。^[1]

表7—1 近期1年內漲幅最大的股票實際價格指數

國家和地區	漲 幅 (%)	期 間 (1年)	其後1年內的價格變化 (%)
1 菲律賓	683.4	1985年12月—1986年12月	28.4
2 中國台灣	400.1	1986年10月—1987年10月	65.7
3 委內瑞拉	384.6	1990年1月—1991年1月	33.1
4 秘魯	360.9	1992年8月—1993年8月	15.8
5 哥倫比亞	271.3	1991年1月—1992年1月	-19.9
6 牙買加	224.5	1992年4月—1993年4月	-59.2
7 智利	199.8	1979年1月—1980年1月	38.9
8 義大利	166.4	1985年5月—1986年5月	-15.7
9 牙買加	163.4	1985年8月—1986年8月	8.7
10 泰國	161.9	1986年10月—1987年10月	-2.6

		年10月	
11 印度	155.5	1991年4月—1992年	-50.3
		4月	
12 義大	147.3	1980年4月—1981年	-32.1
利		4月	
13 奧地	145.4	1989年2月—1990年	-19.8
利		2月	
14 芬蘭	128.3	1992年9月—1993年	46.3
		9月	
15 丹麥	122.9	1971年4月—1972年	-12.4
		4月	
16 西班	119.8	1985年12月—1986	4.2
牙		年12月	
17 盧森	113.4	1992年12月—1993	-10.8
堡		年12月	
18 瑞典	111.5	1982年8月—1983年	-9.6
		8月	
19 葡萄	103.8	1997年4月—1998年	-34.1
牙		4月	
20 盧森	103.6	1985年1月—1986年	2.6
堡		1月	
21 中國香	101.0	1993年1月—1994年	-38.5
港		1月	
22 中國香	99.1	1975年2月—1976年	-3.4
港		2月	
23 韓國	98.8	1975年2月—1976年	31.9
		2月	
24 中國香	98.6	1979年11月—1980	-22.4
港		年11月	
25 瑞典	96.6	1977年8月—1978年	-50.8

8月

從世界範圍來看，股價的重大變動十分平常，其中許多國家股市的變動幅度甚至比最近美國股價的變動幅度還要大，以至於在這些表格中竟然沒有一個來自美國市場的例子。（美國股市是世界上最大的，並且在百分比的計算中存在近似誤差。例如，1994年4月—1999年4月間，美國股市184.8%的實際漲幅幾乎可以進入5年內最大價格上漲的行列。此外，1973年10月—1974年10月，美國股市44.1%的實際跌幅也幾乎可以進入最大單年度下跌的行列。1932年6月—1933年6月，113.9%的漲幅本應使它有資格列入最大單年度上漲的名單，只不過從大蕭條的谷底到開始復甦的這一轉變要遠早於這些表格包含的時期。）

表7—2 近期1年內跌幅最大的股票實際價格指數

國家和地區	跌 幅 (%)	期 間 (1年)	其後1年內的價格變化 (%)
1 中國台灣	-74.9	1989年10月—1990年10月	85.1
2 牙買加	-73.8	1993年1月—1994年1月	69.6
3 瑞典	-63.6	1976年8月—1977年8月	96.6
4 英國	-63.3	1973年11月—1974年11月	72.7
5 泰國	-62.8	1997年8月—1998年8月	71.9
6 南非	-62.1	1985年7月—1986年7月	48.9
7 菲律賓	-61.9	1973年10月—1974年10月	-14.1
8 韓國	-61.9	1997年6月—1998年6月	167.0

9 巴基斯坦	-59.5	1990年10月—1991年10月	9.0
10 印度	-58.4	1963年11月—1964年11月	-18.8
11 丹麥	-56.0	1969年7月—1970年7月	-15.3
12 中國香港	-55.5	1997年8月—1998年8月	90.0
13 中國香港	-55.1	1981年12月—1982年12月	7.7
14 挪威	-54.2	1974年1月—1975年1月	39.9
15 西班牙	-54.1	1976年10月—1977年10月	-15.6
16 挪威	-53.6	1974年1月—1975年1月	-2.1
17 澳洲	-53.0	1973年10月—1974年10月	33.6
18 法國	-49.0	1973年9月—1974年9月	25.3
19 印度尼西亞	-48.1	1997年3月—1998年3月	-45.1
20 加拿大	-47.9	1981年6月—1982年6月	69.4
21 芬蘭	-47.5	1990年2月—1991年2月	6.3
22 哥倫比亞	-47.1	1980年1月—1981年1月	74.2
23 義大利	-46.1	1974年4月—1975年4月	-31.3
	-46.1		68.6

24 挪威		1989年12月—1990 年12月	
25 丹麥	-45.8	1973年9月—1974年 9月	14.7

每一份表格最右邊的一欄儘可能地顯示出了在股價劇烈變化之後的12個月或5年中所發生的事情。^[2]正如我們所看到的，在接下來的一段時期，各國（地區）的股市是沿著原有方向變化還是發生逆轉，各國（地區）的表現並不一致。在本章的最後，我將說明從這些巨大的股價波動中能夠知道些什麼。

表7—3 近期5年內漲幅最大的股票實際價格指數

國家和地 區	漲 幅 (%)	期 間 (5年)	其後5年內的價格變化 (%)
1 菲律賓	1 253.2	1984年11月—1989 年11月	43.5
2 秘魯	743.1	1991年9月—1996年 9月	-47.5
3 智利	689.7	1985年3月—1990年 3月	104.2
4 牙買加	573.9	1980年12月—1985 年12月	38.7
5 韓國	518.3	1984年3月—1989年 3月	-36.6
6 墨西哥	501.7	1989年1月—1994年 1月	-50.9
7 中國台 灣	468.1	1986年5月—1991年 5月	-12.7
8 泰國	430.7	1986年5月—1991年 5月	17.0
9 哥倫比	390.7	1989年4月—1994年	-52.0

亞			4月
10 西班牙	381.9	1982年10月—1987年10月	-33.7
11 印度	346.1	1987年4月—1992年4月	58.4
12 芬蘭	336.3	1992年9月—1997年9月	40.3
13 奧地利	331.3	1985年1月—1990年1月	-39.7
14 葡萄牙	329.1	1993年4月—1998年4月	-64.9
15 芬蘭	291.0	1982年9月—1987年9月	-55.5
16 牙買加	280.2	1984年7月—1989年7月	10.9
17 日本	275.6	1982年8月—1987年8月	-48.5
18 法國	262.6	1982年3月—1987年3月	10.2
19 芬蘭	262.5	1968年2月—1973年2月	-68.2
20 中國香港	261.6	1975年1月—1980年1月	-17.2
21 荷蘭	256.6	1993年7月—1998年7月	-54.0
22 挪威	253.1	1982年9月—1987年9月	-18.9
23 挪威	248.4	1992年10月—1997年10月	-38.7
24 瑞典	247.1	1982年8月—1987年	-36.9

25	中國香	230.9	8月	1982年10月—1987	-14.6
港			年10月		

與最大的價格變動相關的事件

與單年度價格變動有關的情況相比，5年內的相關情況更容易說明問題。5年時間足以使導致股市漲跌的因素遠離公眾的視線，這些因素往往已經被當做一種潛在的發展趨勢而不是重大事件。表7—3中顯示的25個5年內價格上漲中，有14個包含了表7—1中顯示出的單年度價格上漲期，而表7—4中顯示的25個5年內價格下跌中，有11個包含了表7—2中顯示出的單年度價格下跌期。

表7—4 近期5年內跌幅最大的股票實際價格指數

國家和地區	跌幅 (%)	期間 (5年)	其後5年內的價格變化 (%)
1 西班牙	-86.6	1974年12月—1979年12月	0.1
2 牙買加	-85.5	1973年1月—1978年7月	185.2
3 委內瑞拉	-84.9	1977年5月—1982年5月	138.9
4 泰國	-84.0	1994年1月—1999年1月	87.2
5 菲律賓	-83.1	1980年2月—1985年2月	1000.0
6 義大利	-80.7	1973年6月—1978年6月	72.6
7 巴基斯坦	-78.3	1994年2月—1999年2月	18.2
8 挪威	-77.1	1973年7月—1978年7月	74.1
9 牙買加	-76.9	1993年1月—1998年1月	61.6

10 菲律賓	-76.6	1969年9月—1974年	-40.7
賓		9月	
11 印度	-74.6	1962年8月—1967年	0.7
		8月	
12 英國	-73.5	1969年12月—1974	81.5
		年12月	
13 南非	-73.4	1981年4月—1986年	16.6
		4月	
14 哥倫比亞	-73.3	1971年7月—1976年	-24.8
亞		7月	
15 哥倫比亞	-72.7	1979年7月—1984年	36.9
亞		7月	
16 智利	-72.6	1980年6月—1985年	587.9
		6月	
17 菲律賓	-72.2	1976年4月—1981年	24.4
賓		4月	
18 芬蘭	-71.3	1973年10月—1978	99.0
		年10月	
19 韓國	-68.3	1993年6月—1998年	85.6
		6月	
20 葡萄牙	-67.9	1988年1月—1993年	222.6
牙		1月	
21 牙買加	-64.2	1969年11月—1974	-68.9
		年11月	
22 韓國	-63.6	1978年8月—1983年	375.0
		8月	
23 義大利	-62.6	1970年1月—1975年	-46.1
		1月	
24 法國	-62.5	1973年1月—1978年	5.7
		1月	
	-62.3		-0.5

25 義大 利

1960年9月—1965年
9月

有理由證明，其中一些單年度價格上漲看來是正常的價格變化。對變化最大的那些年份來說更是如此：在那些年份中一般都發生了不同尋常的事件。但即使這樣，市場同樣呈現出反應過度的跡象。

表中最大的單年度股價上漲發生在1985年12月—1986年12月間的菲律賓，其上漲幅度達到了驚人的683.4%，5年內最大上漲幅度高達1253.2%。1984年11月—1989年11月，這5年正好包括了單年度漲幅最大的年份。

1985年12月—1986年12月的一年時間裡，費迪南德·馬可仕（Ferdinand Marcos）的政權倒台了，馬科斯逃到國外，科拉松·阿基諾（Corazon Aquino）領導的新政府接管了政權。在股價上漲之前的一段時間裡，政治動盪差點讓這個國家變成了又一個越南。馬科斯政府謀殺了科拉松·阿基諾的丈夫，並在街頭製造示威遊行活動。總的來說，這是一段前途未卜的日子。隨著新政府的成立，整個國家出現了新的希望：“新時代”似乎就在眼前。並且，從表中也可以看出，這種價格變動在接下來的一年或多年裡都沒有發生逆轉。

你也許會認為，1985年12月，也就是股市高漲前夕，菲律賓股市如此之低的價值是一種負泡沫的結果。的確如此，表7—4中顯示的前25位5年內股價下跌的國家中，到1985年時已有3次發生在菲律賓。在令人嘆為觀止的上漲發生以前，菲律賓股市的確延續著令人沮喪的紀錄。1985年以前的報紙都在探討市盈率為什麼會低到只有4左右。從這一角度看，我們的表中顯示出的最大股價上漲幅度只不過是一系列下跌的反彈罷了。

第二大的單年度上漲（1986年10月—1987年10月）和最大的單年度下跌都發生在中國台灣（1989年10月—1990年10月），台灣也產生了第7大的5年內上漲，即1986年5月—1991年5月，和第27大的5年內下跌，即1988年10月—1993年10月。

1986年10月—1987年10月是台灣投機性增長最快的一年，當時的樂觀情緒是出於一些令人印象深刻的“新時代”因素。出口的增加使經

濟增長率躍升到兩位數，人們普遍認為，由於經濟進入了飛速發展的軌道，台灣很快就能生產出電腦晶片等高科技產品。全新的富足景象隨處可見：昂貴的進口轎車穿梭於台北的大街小巷，商人們在豪華飯店裡一擲千金。即使這樣，儲蓄率仍然非常高，人們都在準備為未來大量投資。

1987年秋天，在一系列示威遊行之後，台灣當局最終廢除了1949年以來一直實行的戒嚴法，並且首次允許成立反對黨。同年的晚些時候，即1987年9月，當局又頒布了兩項歷史性的宣言：允許外商在台灣建立公司和自1949年以來首次允許台灣人到大陸探親。

儘管這些因素可能促成台灣經濟“新時代”的到來，但在許多觀察家眼中，1986—1987年的台灣股市仍有著過度投機的氣氛，交易額急劇增長，1987年1—9月增長了7倍，超過了除日本以外其他亞洲市場的總和。^[3]市盈率達到了45，而年初時還僅僅為16。

當時台灣賭風盛行，不僅在股市如此，在其他方面也有所體現。一種叫做“百家樂”的非法數字遊戲在1986年還不為人知，但是突然之間就讓所有人都著迷了。它非常流行，以至於“在開獎的日子裡，工人曠工，農民也不種地”^[4]。

在耶魯的一名台灣學生後來向我透露，1987年他還是個孩子，當時他媽媽就經常讓他到股票交易所去看交易情況，並且回家報告有沒有發生重大事件。正是在執行這種使命的時候，他開始確信瘋狂投機的確存在。

台灣股市上漲之後並沒有立即發生逆轉，在上漲最快的那一年之後又繼續上漲了一年。但此後的一年，台灣股市的市值下跌了74.9%，這也就是表中最大的單年度下跌。

第三大的單年度股價上漲幅度是384.6%，發生於1990年1月—1991年1月間的委內瑞拉。這一次股價上漲是在1989年嚴重的經濟衰退的基礎上發生的，在衰退期間經濟增長率為-8%，失業率為10%，通貨膨脹率高達85%。^[5]當時伊拉克占領科威特（1990年8月—1991年2月），導致了波斯灣石油供應的中斷，國際市場上油價迅速上漲，對委內瑞拉石油的需求量也不斷上升。這使委內瑞拉出現了一個突然繁

榮期。科威特的經歷使投資者們認識到，委內瑞拉可以替代不穩定的海灣地區，成為重要的石油供應者。不過這似乎並不能合理地解釋委內瑞拉股市躡升的原因，因為海灣石油停止供應的可能性在侵略發生以前就已經被估計到了。卡洛斯·安德烈斯·佩雷斯總統（Carlos Andres Perez）警告說：“委內瑞拉人正生活在一個完全人為的經濟中”，它僅僅依靠油價上漲為支柱。^[6]儘管如此，股市還是躡升了。股價增長勢頭在第二年中並未發生改變，但是到1993年1月，委內瑞拉股市就已經失去了在1991年所擁有價值的60.3%，到1999年1月失去了82.0%。

第四大單年度價格上漲幅度為360.9%，發生在1992年8月—1993年8月的秘魯。在1992年4月股市下跌之後，當時阿爾貝托·藤森（Alberto Fujimori）在同“光明之路”（Shining Path）游擊隊的長期內戰中攫取了獨裁權力，解散了國會，中止了憲法。但是1992年9月“光明之路”領導人被捕，到1993年4月秘魯就恢復了民主，結束了長達14年導致2.7萬人喪生的游擊隊暴力。1990年通貨膨脹高達7000%，經濟增長率為負值，到1993年時通貨膨脹就得到了控制，經濟也開始出現正增長。一種奇妙的“新時代”感無疑已經出現。不過一年中股價上漲了4倍又讓許多人懷疑這種增長是否有些過熱。市場在次年中還略有上升，但隨後就出現了小幅下挫。到1999年1月，市場實際水準比1992—1993年間要低，但只低8%。在我們所有的例子中，秘魯的股市上漲看來最不像投機性泡沫：它是受到了真正正面的、基本面方面事件的影響。

1991年4月—1992年4月，印度股市的上漲在表7—1中排在第11位，當時拉吉夫·甘地（Rajiv Gandhi）遇刺，從而結束了尼赫魯（Nehru）家族38年的統治。甘地的繼任者立即任命德里經濟學院的一位教授曼莫漢·辛格（Manmohan Singh）為財政部長（後於2004年成為印度首相）。新政府宣布了一項被認為是脫離了社會主義的放鬆管制計劃，國外投資開始進入印度。辛格提出了一項對金融資產免徵財產稅的預算計劃。此前，公司經理們總是儘可能壓低股價以避免納稅，而現在他們開始鼓勵股價上漲。這份預算計劃還減少了對新股價格和上市時間方面的限制。這些改革措施無疑為股市上漲提供了充足的理由，但是許多人都認為這種增長過熱了，並且當時的政府也對過度投機提出了警告。這段時期也是許多人嘗試操縱股價的時期。在1992年股市達到峰值以後，孟買的一位股票經紀人哈沙德·梅赫塔（Harshad Mehta）製造了一起全國性醜聞。他創造了“旋渦效應”，即買入股票然

後壓低價格賣給關聯機構，再從已經縮小的股票總量中買入，因而推動價格上漲。^[7]1992年印度股價的上漲現在被稱為“梅赫塔高峰”。而在達到頂峰的第二年市場就下跌了50.3%。

在上述案例中，有一部分是由某個或一系列場外因素促成了真正的新時代的開始，從而導致了股市的大幅波動。即使有人認為市場對這些因素作出了過分的反應，但也很難找到確鑿的證據。而在另一部分案例中，股價大幅度的上漲則根本無法歸因於實際經濟變數的變化或重大歷史事件的發生，因此媒體對於這些現象的闡釋主要集中於對股市的長期趨勢或市場心理的解釋。

例如，在1985年5月—1986年5月的義大利股市上漲中，股市實際上升了166.4%。據報導，經濟穩定增長，通貨膨脹率低，貝蒂諾·克拉克西總理（Bettino Craxi）的政府十分穩定並受到擁戴。但是這些都不能算真正的新聞。一家義大利報紙援引一位分析家的話說：“沒有解釋……每個人都發了瘋，僅此而已。企圖理解、阻止或指導都是徒勞的。”^[8]倫敦《金融時報》說：“一股狂熱席捲了義大利，眾多初次投資的小股民們像買彩券一樣將錢拋入股市。”^[9]次年，義大利股市的實際價值下降了15.7%，到1992年9月，股市已失去了它在1986年時實際價值的68.0%。

與此同時，在法國，投資者無緣無故地對股票市場產生了熱愛。^[10]這使許多觀察家大吃一驚，因此，法國股市也憑藉1982年3月—1987年3月282.6%的實際上漲幅度而進入了我們的列表。有人認為弗朗索瓦·密特朗（Francois Mitterrand）統治下的法國政府正在偏離其社會主義原則，因此，我們也可以認為當時的情況具有某些“新時代”的特徵，然而這種說法似乎並不足以解釋此次股市暴漲的原因。相反，即使真有新時代存在的話，在許多觀察家看來也僅僅與市場心理有關。也就是說，法國投資者以嶄新的熱情擁抱自由的股市。在這一充滿熱情的時代之後到來的是1987年世界範圍內的股市暴跌，它也使法國股市受到了打擊，不過，其後5年，即1987年3月—1992年3月間股市仍取得了10.2%的增長。並且，法國股市從那時開始呈上升趨勢，1992—2000年間，法國實際股價的增長幾乎同美國一樣顯著，當然也一樣地令人難以捉摸。^[11]

新時代的終結和金融危機

前一節所描述的大幅股價上漲導致了各式各樣的結果，隨之而來的往往是大反轉。那麼究竟是增長本身為其毀滅埋下了種子，還是其他原因導致了增長的終結呢？

牛市的結束經常是由股市中的具體事件引起的，其中較為引人注目的是金融危機，例如銀行和匯率危機。因為這些事件通常比股市危機有著更加確定的原因，所以它們就很自然地成為了各方面市場人士和媒體分析的焦點。這使得“新時代”的終結看起來僅僅起源於技術原因，而不是心理或社會原因。

1994年墨西哥危機看起來像是表7—3中第六大的5年內股價顯著上漲的後果。這次危機的成因十分複雜。分析家們認為，這是投資者競相搶購，然後又拒絕接受墨西哥政府的美元短期債券的結果。投資者知道，如果很多人都拋售比索的話，墨西哥政府就沒有足夠的美元儲備來支持匯率。雖然這一認識本身不一定會導致貨幣貶值，但是如果公眾堅信貶值迫在眉睫，那麼它就在事實上導致了貶值。當然，貶值本身並不是一件壞事，事實上它還可能是墨西哥經濟所需要的推進劑。但是緊接著到來的是投資者不再信任並且拒絕投資新的美元債券。這樣由於墨西哥政府無法再出售新債券，也就不能兌付已到期的舊債券。幸運的是，墨西哥政府得到了一項國際貸款的援助，使它最終償付了債務，經濟危機也因此迎刃而解。

然而，請注意——儘管我們已經發現問題的根源與此有關，儘管墨西哥經濟危機的持續時間不長，儘管有國際貸款幫助墨西哥解決這一問題——到1999年中期，墨西哥股市的市值仍比1994年的峰值低50%。在這段時間，公眾對墨西哥股市的態度發生了根本性轉變。1994年危機之前，在薩利納斯（Salinas）政府的統治下，達成了《北美自由貿易協議》（North American Free Trade Agreement），墨西哥獲准加入了經濟合作與發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development），這本應該給人們帶來所謂的“新時代”感覺，使人們對墨西哥的未來充滿信心，但在危機之後，市場的悲觀氣氛使這些因素的影響都煙消雲散了。

1997—1998年的亞洲金融危機也不僅僅是股市的危機，它包含了匯率和銀行系統的危機，並且又一次吸引了分析家的注意力。但是，從表7—3中可以看出，在這次亞洲金融危機（Asia Financial Crisis）發生之前，出現了許多大幅度的5年內股價上漲，並且大大早於匯率和銀行系統的危機。日本股價從1982年8月到1987年8月上漲了275.6%，中國香港股價從1982年10月到1987年10月上漲了230.9%，韓國從1984年3月到1989年3月上漲了518.3%，中國台灣從1986年5月到1991年5月的漲幅為468.1%，泰國同期的數字為430.7%。這些價格上漲大多出現於1982—1987年間，因為當時世界經濟正從1981年的大蕭條中復甦。到1996年12月，所有這些國家和地區的股市已經從高峰降了下來，而那時還未出現亞洲金融危機的跡象。看起來，這些國家和地區中的投機性泡沫的破滅要早於危機的發生，並且也是產生危機的因素之一。然而當危機最終到來時，有關股市和公眾信心的情況都只被一帶而過，人們的注意力都集中在了匯率、外資突然撤走、銀行系統以及通貨膨脹和勞動力等問題上。

這些與金融危機有關的情況說明了吸引經濟和金融分析家注意力的一些複雜因素，其中每一個都似乎能對事件作出恰當的解釋。我們可以對這些因素加以討論，並將注意力不再放在公眾意志上，儘管這種公眾意志會反映在股票價格上。其結果是，我們常常忽略了投資者對新聞的過度反應，以及價格進一步上漲的回饋環機制。

上漲（下跌）的通常會下跌（上漲）

我們無法證明這些事件背後都存在有過度投機的觀點。有人認為，從市場上漲時所能獲得的證據來看，投資者對於自己的投資行為給出了合理的解釋，並且用新時代理論預測未來也並不是毫無道理。不過，我們可以這樣來考察這個問題，如果股票價格變動後沒有發生逆轉，那麼就說明確實是實際經濟因素的變動導致了股價的變動。相反，此後沒有發生新的影響股價的外生因素的變化，而價格上漲之後卻發生了逆轉，我們就可以證明投資者提出的那些原因都是站不住腳的。

我們表格中的數據確認了由沃納·德邦特（Werner De Bondt）和理查·塞勒（Richard H. Thaler）首先得出的結論：贏家股票——如果贏家的地位是由較長的時間段，例如5年來衡量的話——通常都在同樣長的下一個時間段中表現不好，輸家股票——如果輸家的地位是用同樣長的時間段來衡量的話——則通常會在同樣長的下一個時間段中表現良好。^[12]

從表中數據我們發現，表7—3中25個股價上漲的國家和地區中，有17個（68%）在經歷了5年大幅度股價上漲後出現了下落，並且所有17個國家和地區的平均股價下跌了3.9%。^[13]同樣，表7—4中25個股價下跌的國家和地區中，有20個（80%）在經歷了5年大幅度股價下跌後出現了上揚，並且平均上漲了119.7%。因此，我們發現了5年股價在另一個5年中發生逆轉的趨勢，這一趨勢雖然還不完美，但已經具有了重大的價值，對上漲和下跌都是如此。

當表7—1和表7—2中的單年度股價發生變化時，我們發現，這種逆轉的趨勢並不十分明顯，正如過去對單個股價的討論所預期的那樣。在表7—1中25個股價上漲的國家和地區裡，有15個（60%）在單年度大幅上漲之後又經歷了下跌，變化的方向是在漲跌之間平均分布的，總的平均變化趨勢為上漲4.2%。在表7—2中25個股價下跌的國家和地區中，有18個（72%）在單年度大幅下挫之後又經歷了上揚，平均股價上揚了36.3%。如果要觀察這些極端的股價變化發生逆轉的話，12個月的時間還不夠。

隨著資本流動更加自由，越來越多的跨國投資者透過買入價格偏低的股票或拋出價格偏高的股票來盈利，市場將會變得更加穩定。單個國家和地區的股價先是劇烈上漲而後又出現反轉的趨勢可能會逐漸減弱。即便如此，這些現象並不會消失。無論現在還是將來，我們都不能忽視大範圍投機性泡沫出現的可能性。

在這一部分中，我們探討了不同歷史時期人們對股價變動作出的解釋，也看到了證明這些文化因素存在的證據。最終，從這些證據中所能得出的結論還要取決於對人的本性的看法以及人們作出前後一致的獨立判斷的能力。為了鞏固對這一論證的理解，我們將在下一章中轉入對心理因素的研究，包括人類獨立行為或默許別人行為、同意或不同意、自信或自我懷疑以及專心與不專心的趨勢。了解這些趨勢將會加深我們對投機性泡沫的認識。

【注釋】

[1] 30個國家和地區的數據來自國際貨幣基金組織以及國際金融統計。以下國家的數據始於1957年1月：奧地利、比利時、加拿大、法國、德國、芬蘭、印度、義大利、日本、紐西蘭、挪威、菲律賓、南非、美國及委內瑞拉。其他數據來源相同的國家的數據起始時間如下：巴西，1991年8月；智利，1978年11月；哥倫比亞，1963年10月；丹麥，1969年2月；以色列，1982年11月；牙買加，1969年7月；韓國，1978年1月；盧森堡，1980年1月；墨西哥，1985年7月；巴基斯坦，1960年7月；秘魯，1989年9月；葡萄牙，1988年1月；西班牙，1961年1月；瑞典，1976年1月；英國，1957年12月。餘下六國和地區的數據來自Datastream公司，起始時間如下：澳洲，1973年3月；中國香港，1974年7月；印度尼西亞，1996年1月；新加坡，1986年2月；中國台灣，1986年1月；泰國，1984年1月。

每個國家或地區的股票月指數除以當月的消費價格指數，就得到實際股票價格指數。實際股票價格指數變化是所示時期內實際指數的最大月變化，其中不包括相隔三年以內的時期，也不包括消費價格指數月漲幅超過4%的時期，因為在高通貨膨脹時期，時間的控制以及消費價格指數的計算往往不準確，會導致股票價格指數虛假的上漲。

表的右邊還顯示相同時間長度（12個月或5年）內實際股票價格指數百分比的變化，其中每段時期的開始月份在表後註明。例如，從表7—1我們可以看出，菲律賓的股票市場自1985年12月至1986年12月扣除通貨膨脹因素後實際上漲了683.4%，自1986年12月至1987年12月又上漲了28.4%。又例如，從表7—4我們可以看出，西班牙股票市場自1974年12月至1979年12月扣除通貨膨脹因素後實際下跌了86.6%，自1979年12月至1984年12月又上漲了0.1%。

[2] 表7—2的最右列中，韓國在1999年股票價格漲幅很大，按前面的解釋，可以置於表7—1中，然而該國股價在其後1年卻一路下跌。

[3] “Casino Times : After 280 % Increase This Year , Taiwan's Stock Market May Be Poised for a Plunge , ” *Asian Wall Street Journal Weekly* , October 12 , 1987 .

[4] “Obsessed with Numbers , the Taiwanese Are Forsaking Work , Health and Sanity , ” *Asian Wall Street Journal Weekly* , September 14 , 1987 .

[5] James Brooke , “Venezuela Isn't Exactly Wild for Another Boom , ” *New York Times* , September 2 , 1990 , p . IV . 3 .

[6] Eugene Robinson , “As Venezuela Restructures , Even Gas Prices Must Rise , ” *Toronto Star* , May 21 , 1990 , p . C6 .

[7] “Bonanza for Bombay ? ” *Far Eastern Economic Review* , May 28 , 1992 , p . 48 .

[8] *La Repubblica* , quoted by Ruth Graber , “Milan Stock Market Has Gone to the Bulls , ” *Toronto Star* , May 25 , 1986 , p . F1 .

[9] Alan Friedman , “Milan's Bulls Run Wild : Italy's Stock Market Boom , ” *Financial Times* , March 25 , 1986 , p . I . 25 .

[10] David Marsh , “The New Appetite for Enterprise : The French Bourse , ” *Financial Times* , July 4 , 1984 , p . I . 14 .

[11] 儘管90年代末期法國牛市表現非凡，但人們對股市的興趣仍未衝擊法國文化，而在美國則不一樣。參見J . Mo , “Despite Exceptional Performance , the Stock Market Does Not Attract the French , ” *Le Monde* , November 25 , 1999 , electronic edition.

[12] Werner De Bondt and Richard H . Thaler , “Does the Stock Market Overreact ? ” *Journal of Finance* , 40 (3) (1985) : 793-805 . 參見John Y . Campbell , Andrew Lo , and Craig Mackinlay , *The Econometrics of Financial Markets* (Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1997) , pp . 27-82 , 253-289 , for a survey of literature on serial correlation of returns.

[13] 想要判斷價格大幅上漲（下跌）預示著未來的價格上漲還是下跌，我們不妨運用表格中的這些結果。然而，這些結果還不能證明市場的可預測性，因為我們是透過表中所列其後五年的數據來確定市場五年後的情況的。

第Ⅲ篇 心理因素

第8章 股市的心理定位

我們已經看到，股票市場的價格並不完全由基本面來決定。人們甚至對股市的“正常”水平一無所知，並沒有多少人花時間考慮它應該達到什麼水平或者今天的股市是否被高估或低估了。那麼，是什麼決定了每一天的股市水平？是什麼支撐著股市？是什麼決定道瓊工業平均指數是4000點還是14000點？是什麼最終限制了投機活動的回饋？為什麼當股市價格穩定在一個特定區域的時候，會突然發生逆轉？我們已經看到了部分答案，但是要理解股市價格運動的基礎，我們必須轉向心理學方面的研究。

在考慮來自心理學的啟示時，必須注意，關於投資心理的許多流行報導並不可信。這些報導將投資者們說成在股市繁榮時欣喜若狂，在股市暴跌時誠惶誠恐。總之，在繁榮和蕭條時，投資者們的行為被描述成盲目的從眾行為。

我們都知道，大多數人在發生金融波動期間要比上述這些報導所顯示的更為明智。對大多數投資者來說，金融繁榮或蕭條並不像戰鬥勝利或火山爆發那樣煽情。事實上，在最重大的金融事件發生時，多數人都在忙於個人事務而無暇顧及。所以，很難想像市場作為一個整體會反映出上述這些心理學理論所描述的情緒。

然而，嚴謹的心理學研究顯示，的確存在一些心理定位模式，這說明股市中的投資者並不是完全理性的。這些行為模式並不是人們無知的結果，而是人類智慧的產物，它反映了人類智慧的長處和局限。投資者總是努力去做正確的事情，但是當他們無法把握自己行為的準確性時，有限的能力和特定的行為模式就會決定他們的行為。^[1]

在此，我們將考慮兩種心理定位：數量定位（quantitative anchors），它給出股市應達到的水準，人們以此為標準來衡量股市是定價過高還是過低以及是否應該買進；道德定位（moral anchors），它是促成人們購買股票的原因，由此人們判斷購買股票還是將已投入（或能投入）股市的財富轉向其他用途。根據數量定位，人們判斷股票（或其他資產）定價是否正確。根據道德定位，投資者將投資於股市的情感或直覺力量與他們的財富和當前的消費需求相權衡。

股市的數量定位

調查問卷的設計者都知道，調查問卷本身總會產生某些暗示，而人們給出的答案往往會受到這些暗示的強烈影響。例如，當人們被問及收入屬於哪個數量範圍時，答案就受到了給定範圍的影響。這些範圍也就成為答案的定位。

心理學家已經證明，人們在模稜兩可的情況下作出的決定往往會受到身邊因素的影響。當你必須作出估計，而又不知道該說什麼好時，會選擇此時出現在你面前的任何數字。心理學家阿莫斯·特韋爾斯基（Amos Tversky）和丹尼爾·康納曼（Daniel Kahneman）在一次幸運輪實驗中清晰地證明了這一傾向：在一個很大的輪盤上面有從1到100的數字，與電視中的輪盤機相似，它轉動起來後會隨機地停在某一個數字。被測試者需要回答問題，答案是從1到100之間的一個數字，比較難的問題有“聯合國中有多少個非洲國家”等。他們首先要回答，答案是高於還是低於幸運輪剛才產生的數字，然後再說出確切的答案。這一實驗表明，答案受到了幸運輪產生的隨機數字的深刻影響。例如，如果幸運輪停在10處，被測試者回答的非洲國家數量的平均值為25，但是如果幸運輪停在65處，平均值就會變成45。這一實驗特別有趣的地方在於，所有被測試者都清楚地知道，輪盤產生的數字是隨機的，並且也不會對測試者產生任何情緒影響。^[2]

在判斷股票的價格水平時，最可能的數量定位就是記憶中離現在最近的價格，因此數量定位的影響會使得股價日復一日地趨同。其他數量定位還包括過去的股價，這一點也就成為股價發展勢頭會被逆轉的原因之一。另外還包括道瓊股指在最近達到的頂峰和最近的整體水平，投資者對這種數量定位的使用會有助於解釋市場中的一些異常行為。如果人們的注意力轉移到過去的某個時點，那麼當時的價格變化可能也會成為數量定位。回想一下，在第5章中我們曾經提到，1987年10月19日的股市在下跌的百分比上與1929年10月28—29日的下跌幾乎一致，而1929年下跌的情況在1987年常常被提及。

對單個股票來說，價格變化往往會以其他股票的價格變化為基準，市盈率也會以其他公司的市盈率為基準。這種聯繫有助於解釋為什麼不同的股票會一起漲跌，為什麼股票指數會如此多變——為什麼

已考慮在指數中的股票平均值並不能有效地消除其波動性。^[3]它可能也會解釋為什麼不同行業但總部設在同一國家的企業比同一行業但總部設在不同國家的企業有著更加相似的股價變動趨勢，這一點與人們通常認為的行業比總部位置更能影響企業基本面的觀點恰恰相反。^[4]它也許還能解釋，在股票交易所中交易的房地產信託投資基金為什麼表現得更像股票，而不遵從商業房地產的價值。^[5]金融市場中出現的許多異常現象實際上都是由於人們傾向於把便於參考的數字作為數量定位。

股市的道德定位

根據道德定位，人們需要在保持投資和消費的需要二者之間作出取捨，這會對股市產生重要影響。如果市場漲幅過大，人們在股市中擁有的財富數量與當前生活水準之間的差異就會使他們不再繼續持有股票。我們可以通過一個極端的例子理解這一現象的本質。假設股市水平上漲，使得大多數持股者都成為帳面上的百萬富翁。那麼，除非繼續持有每種股票的理由十分強烈，否則大多數人可能會賣掉一些股票來換錢花，使自己過上百萬富翁般的生活。當然，由於沒有買主，這種出售顯然會立即壓低股價。從這個例子中，我們可以得出結論，只有在人們認為有充分的理由不去消費新近獲得的財富時，股市才會達到非常高的水準。

這種道德定位的根源在於心理學原理，即導致人們行為的大部分想法並不是數量型的，而是以“講故事”和“找原因”的形式出現的。這就是為什麼在道德定位的例子中人們總是將毫無數量基礎的故事與所觀察到的可用於消費的金融財富數量相比較。這種推理在普通的經濟學理論中並未得到解釋，但是有大量證據表明，投資者的推理過程的確採取了這種形式。

心理學家南希·彭寧頓（Nancy Pennington）和里德·黑斯蒂（Reid Hastie）研究了陪審員對棘手案件作出裁決的過程，表明了“故事”在決策中的重要性。他們發現了陪審員審理複雜案件的推理方法：構建一個故事，將與案件有關的已知細節整理成連貫的一串事件。在陳述裁決時，他們往往不會談及數量或機率，也不會總結證據的重要性，而僅僅將案件當做故事來講述，通常是羅列事件的前後順序，並且努力證明故事如何嚴密，內容如何連貫一致。^[6]

類似地，那些向公眾出售股票的人通常也會講一個與股票有關的故事，生動地描述企業歷史、產品性質以及公眾如何使用這種產品。這種叫賣一般不會涉及對數量和機率的討論，也不從未來分紅和收益的角度來討論目前股價是否處於正常水平。數量因素與人們自然形成的基於敘述的決策過程顯得有些格格不入。

雖然不同文化背景的人有不同的表現形式，但是從根本上說，人們都對賭博感興趣。^[7]這種興趣在投機性市場中也是如此。儘管賭博有著這樣那樣的害處，但賭博還是能夠吸引人，這是因為那種偏愛敘述故事的思維在起作用。如果你聽見賭博者的談話，就會發現他們通常是在講故事，而不是評價事件發生的機率，而且這些故事中所包含的內容往往比數量概念有著更加實際的意義。賭博者使用的是與機率理論家完全不同的詞彙，他們樂於使用“運氣”或“幸運日”這些詞，而很少使用“機率”或“可能性”這些詞。他們認為，在賭博之前出現的一連串事件可能預示著好運氣或壞運氣，這會直接決定賭博的輸贏。他們還會講許多故事，以證明押上好注的直覺力。這些故事為實際上完全隨機的事件增加了特殊含義。^[8]

我們注意到，雇員們通常有投資於本企業股票的傾向，即使將投資分散化會更符合其利益。在大規模的退休儲蓄計劃中，約有1 / 3的財產投資於公司股票，在一些公司如可口可樂，這一比例達到了90%。^[9]這種投資於本公司股票的趨勢與投資者受到故事的影響是一致的：他們了解更多的是本公司的故事，因此投資於本公司的股票。

人們似乎也想為決策找到簡單的原因，好像他們感覺需要用簡單方式向別人或者自己解釋這些決策一樣。人們需要解釋決策的簡單原因，就如同人們需要在決策背後有一個故事一樣；故事和原因都是能夠口頭傳遞給別人的簡單推理。

心理學家埃爾德·沙菲爾（Eldar Shafir）、伊塔馬爾·西蒙森（Itamar Simonson）和阿莫斯·特韋爾斯基通過實驗證明了一種效應的存在，這種效應表明，人們往往試圖尋找一些簡單的原因來作為決策的理由並因而導致了決策的偏差。他們讓測試者在兩個選項中作出選擇，其中一項是“貧窮”，沒有明顯的正面或負面特徵。另一種選擇是“富有”，帶有鮮明的正面或負面特徵。在這項實驗中，要求測試者選擇他們要將孩子交給什麼樣的家長看管。家長A，也就是“貧窮”的選項，“收入一般，健康一般，工作時間適中，與孩子相處較融洽，社交生活相對穩定”。家長B，即“富有”的選項，“超過一般水平的收入，與孩子關係緊密，社會生活極其活躍，出差多，健康問題少”。實驗證明測試者的選擇取決於對他們提問的方式。當被問及願意選擇誰看管孩子時，64%的被試者選擇了B。當被問及不願意選擇誰看管孩子時，另一組測試者中又有55%的人選擇了B。這兩組給出的答案在邏

輯上是說不通的，但是都符合人們需要為決策尋找一個牢靠的理由這一現象。心理學家發現，即使在進行純屬個人的不用向別人解釋的決定時，這種趨勢也會發生作用。^[10]

持有股票或其他投資的原因不僅可以是實際的，也可以是道義的。我們的文化可能會從道德方面解釋為什麼要持有股票或其他儲蓄手段，持有股票的行為被看成是負責任的、聰明的或正常的表現。

《鄰家的百萬富翁：美國財富的驚人秘密》——1996年的一本暢銷書，那時正值90年代股市繁榮期，就宣稱美國大多數百萬富翁並不是特別能賺錢，只不過是非常善於存錢罷了。他們也是普通人，只不過他們不會把錢花在每年一輛新車、一幢洋房或其他金錢陷阱上。^[11]

這本書不僅僅是對百萬富翁的有趣的研究，它還潛移默化地暗示，那些在一生中擁有並不斷積累財富的人具有道德上的優越性，因而為節省和投資提供了極具說服力的理由。這本書沒有講到對市盈率的分析，也沒有談及任何具體的投資建議，似乎這些都無關緊要。相反，它談到了許多成功而又節儉的人的故事，其中許多人都是在最近的牛市中才發達起來的——這些故事細緻而生動，很能打動讀者的心。人們總是大肆宣揚那些百萬富翁不會將財富兌現並用於消費，這恰好為延續當前的牛市提供了不可或缺的道德定位。

過度自信和直覺判斷

在判斷這些心理因素對股市的影響時，我們發現人們往往具有走向過度自信的強烈趨勢。許多人會在別人認為他不該有信心的那些事情上採取行動。

人們認為他們知道的總是比實際的要多。他們喜歡對自己一無所知的事情表達觀點，並在這些觀點的指導下採取行動。我們不時能發現身邊的一些“萬事通”。心理學家仔細研究了這種過度自信的傾向及其普遍的內在含義。

心理學家巴魯克·菲施霍夫（Baruch Fischhoff）、保羅·斯洛維奇（Paul Slovic）和薩拉·利希滕施泰因（Sarah Lichtenstein）指出，如果讓人們回答一些簡單的事實性問題（例如兩本流行雜誌中哪一本發行量大，或者死亡的兩種常見原因中哪種更經常發生），然後再問他們的答案正確的機率，他們常常會高估答對問題的機率。當人們確定自己正確時，其正確率實際上只有80%左右。^[12]

這一結果成為心理學家們爭論的焦點，過度自信現象還沒有被證明是普遍存在的。在實驗條件下，人們有時可以通過訓練擺脫過度自信狀態。^[13]但是過度自信的一些基本趨勢似乎是人類根深蒂固的特徵：人們總是傾向於過度自信而不是信心不足。當我採訪投資者時，我發現他們存在著明顯的過度自信，他們似乎是在表達異常強烈的觀點並且匆匆作出總結判斷。

長期以來，心理學家們都在探究為什麼人們看起來總是過度自信。一種理論認為，在評價其結論的正確性時，人們往往注意到其推理的最後一步是否正確，全然不顧推理中其他部分可能存在錯誤。^[14]另一種理論認為，人們是透過尋找其他已知事物的相似性來判斷機率的，但他們忘記了每個事物都有自身的特點。^[15]過度自信的原因還可能與事後聰明有關，即人們常以為如果他們當時在場並注意到某事的話，他們在實際情況發生之前就能得知有關情況。^[16]事後聰明使人們認為世界實際上很容易預測。

過度自信與投機市場有關的另一因素是異想天開。當談及人們對投資情況的好壞和自己作投資決定的直覺時，往往是他們內心深處的想法——也就是無須向別人解釋的想法。這種被心理學家稱為“異想天開”（magical thinking）或“准異想天開”（quasi-magical thinking）的思維模式很可能會發揮作用。人們偶爾會感到某些行動會讓他們交好運，即使這些行動實際上對運氣並無任何幫助。

人們有時會以一些毫無邏輯的想法為基礎，作出一些嚴肅的決定。人們在一枚還未擲的硬幣上所下的賭注要大於在已經擲過但結果還未公布的硬幣上所下的賭注。在被問及人們願意以多少錢轉讓已持有的彩券時，如果是自己挑的數字，他們說出的價格會高出4倍以上。很明顯，人們認為在某種程度上他們能影響還未投擲的硬幣，也能通過選擇數字影響贏得彩券的可能性。^[17]

從這些實驗結果來看，人們往往會這樣想，至少在潛意識裡這樣想：“如果我買了一種股票，它不久就會上漲”；或者“如果我買了一種股票，別人可能也會買，因為他們的想法和我一樣”；或者“我最近手順，我運氣好”。這些想法就是導致投機性泡沫形成的過度自信。

過度自信的另一表現形式是，人們在不確定的情況下，假定將來的模式會與過去相似並尋找熟悉的模式來作出判斷，並且不考慮這種模式的原因或者模式重複的機率。人們判斷中的這一不正常現象稱為代表性啟發（representativeness heuristic），這在心理學家特弗斯基和卡尼曼的許多實驗中得到了驗證。

例如，這些研究者讓人們從一張寫有人名和個人特徵描述的列表中猜測這些人的職業。如果給出的特徵是藝術性和敏感，他們就會選擇指揮家或雕塑家，而不會猜工人和秘書，完全不考慮從事前兩種工作的人極少，因而成為答案的可能性也就很小。^[18]在回答這類問題時，永遠不猜指揮家或雕塑家這類職業會更為明智，因為其出現的機率太小。人們都將目光投向最符合特徵描述的職業，而全然不顧其出現的機率。^[19]

過度自信無論是怎麼產生的，都是提高投機市場交易額的根本因素。在沒有過度自信的情況下，你會認為金融市場中的交易會非常冷清。如果人們是完全理性的，那麼一半的投資者會認為其交易能力處

於平均線以下，並因此不願意同另一半人進行投機交易，因為他們認為，另一半人將會在交易中起支配作用。結果，平均線以上的一半投資者也就沒有人來進行交易了，從理想狀態上講，這時也就不會再有出於投機動機的交易了。^[20]

即使人們都理智地相信股價是不可預測的，過度自信有時還是會讓人以為，他們自己知道市場在什麼時候會發生變動。在1987年10月19日股市狂瀉之後，我隨機地對投資者進行了調查，我問他們：“你認為在1987年10月19日你知道什麼時候會發生反彈嗎？”在那天購買了股票的個人投資者中，47.1%的人回答說“是”；在機構投資者中，47.9%回答說“是”。也就是說，在那天進行了交易的投資者中，近半數的人知道股市當天會發生什麼事。我認為這是值得注意的。即使在當天沒有交易的所有個人投資者中，也有29.2%的人對這個問題回答說“是”；在當天沒有交易的所有機構投資者中，28.0%回答了“是”。

為什麼人們會認為他們知道股市在某一天會發生什麼事，特別是在這麼混亂的一天。傳統觀點認為，股市具有不可預測性，同時也很難確定準確的股市時間表。然而人們的這種自信同以上兩個傳統觀點是根本對立的，從而可以看出相當多的人並不總是堅信股市從來不可預測。

這次問卷調查的下一個問題是：“如果回答‘是’的話，是什麼讓你認為知道什麼時候會發生反彈的呢？”出人意料的是，這些回答都沒有牢固的根基。人們提到了“直覺”、“內心想法”、“歷史證據和常識”或者“股市心理學”，但很少提到具體的事實或明確的理論，即使在機構投資者中也是如此。

這些有關市場未來前景的直覺性認識對股市狂跌的過程有極其重要的影響，因為正是這些直覺判斷形成了阻止股價進一步下跌的基礎。要理解投機性泡沫，無論它是正向的還是負向的，我們都必須認識到，人們直覺判斷中的過度自信發揮了根本性的作用。

定位的脆弱性：考慮未來決定的困難

我們這裡討論的定位部分解釋了市場日復一日的穩定，但也必須注意到定位偶爾的鬆弛或突然鬆弛的可能性。這種鬆弛會導致股市發生急劇變化。市場不時讓人吃驚的原因在於，新聞事件會對人們的推理產生無法預期的作用。

心理學家沙弗和特韋爾斯基描述了一種他們稱為非連貫推理過程（nonconsequentialist reasoning）的現象，這種推理過程的特點是，人們不能透過得知假設前提事件的發生與否來作出自己的判斷。據沙弗和特韋爾斯基說，在事件實際發生之前，人們都無法決定。在玩邏輯遊戲（如西洋棋）的時候，我們必須思考未來應付對手時所應作出的決定。人們學會思考，“如果我走這裡，她就會走這裡或那裡，如果她走這裡我就沒事，但如果她走那裡我就會處境困難……”也就是說，人們學會透過某一決定的各種可能性來進行思考。在日常生活中，我們有時也會用在這類遊戲中所學到的方式來進行思考。但是現實世界中的決策往往因為情感因素和缺乏確定的目標受到影響，因此，人們並不總能像事先想好的那樣行事。

沙弗和特韋爾斯基選擇了一個例子來說明這一現象，學生們在知道一次重要考試通過與否之後，決定是否要去夏威夷度假。面臨這樣一個選擇時，學生們都努力尋求對這一選擇的感覺。通過了考試的學生會想，“我要把度假作為慶祝和回報”。沒有通過考試的學生則會想，“我會把這段假期作為安慰，在考試失敗之後恢復情緒”。一些學生無論考試是否透過都將去度假。如果做事有邏輯性的話，那些在兩種情況下都會去度假的人應該會在考試之前就安排好假期，因為他們知道考試結果與作出的決定無關。但是這些人有時在知道考試結果之前會很難作出選擇。在考試之前，他們並不能完全預料到度假的情感動因，因而不能心安理得地將自己與它聯繫起來。^[21]

雖然在這一例子中，人們面臨的困難在於確定他們自己將來的感覺，這與西洋棋中的決定問題是不同的，但在現實中有關投資的決定很可能與是否度假的決定一樣有諸多感情成分。

因此，新聞故事對股市的影響可能更多地取決於我們對新聞的感覺，而不是我們對它的理性反應。在很多情況下，我們只有在得知新聞之後才能作出決定。心理定位的崩潰之所以如此難以預料，部分原因就在於，人們只有在價格變化之後才能夠弄清楚他們自己的感情和意願。

股市的心理定位與我們意識的最深層次中最奇怪的東西相聯繫。這種定位時而跳躍，時而蹣跚，最後的結果往往讓我們吃驚不已。在本章，我們討論了解釋這種定位的一些心理因素。但是只有當同樣的思想進入許多人頭腦中時，這種定位才會在整體上對股票市場價格產生作用。在下一章，我們將轉而討論思想的社會基礎：從眾行為傾向和思想傳染。

【注釋】

[1] 要查找最近一次更為廣泛的針對心理學在金融領域作用的調查，請參見Hersh Shefrin, *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* (Boston : Harvard Business School Press , 2000) ; 或 Andrei Shleifer, *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance* (Oxford : Oxford University Press , 2000) 。

[2] 參見Amos Tversky and Daniel Kahneman, “Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases ,”*Science* , 185 (1974) : 1124-1131。

[3] 參見 Robert J . Shiller , “Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends ,”*Journal of Finance* , 44 (1989) : 719-729。

[4] 參見Steven L . Heston and K . Geert Rouwenhorst , “Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification ?”*Journal of Financial Economics* , 36 (1994) : 3-27 ; John M . Griffin and G . Andrew Karolyi , “Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies ,”*Journal of Financial Economics* , 50 (1998) : 351-373 ; 以及Kenneth Froot and Emil Dabora , “How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade ?” (Cambridge , Mass . : National Bureau of Economic Research Working Paper W6572 , May 1998) 。正如錨定理論說明的，投資者對有共同語言的國家更感興趣；參見Mark Grinblatt and Matti Keloharju , “Distance , Language , and Culture Bias : The Role of Investor Sophistication ,”*Journal of Finance* , 56 (3) (2001) : 1053-1073。

[5] 參見James D . Petersen and Cheng-Ho Hsieh , “Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs ?”*Real Estate Economics* , 25 (1997) : 321-345。

[6] Nancy Pennington and Reid Hastie , “Reasoning in Explanation-Based Decision Making ,”*Cognition* , 49 (1993) : 123-163 .

[7] 參見D . W . Bolen and W . H . Boyd , “Gambling and the Gambler : A Review of Preliminary Findings ,”*Archives of General Psychiatry* , 18 (5) (1968) : 617-629。賭博給人帶來刺激，使人興奮，被這種冒險遊戲所吸引的人常常是那些喜歡追求感官刺激的人。參見Marvin Zuckerman , Elizabeth Kolin , Leah Price , and Ina Zoob , “Development of a Sensation-

Seeking Scale , ” *Journal of Consulting Psychology* , 28 (6) (1964) : 477-482 ; William F . Straub , “ Sensation Seeking among High-and Low-Risk Male Athletes , ” *Journal of Sports Psychology* , 4 (3) (1982) : 243-253 ; and Helen Gilchrist , Robert Povey , Adrian Dickenson , and Rachel Povey , “ The Sensation- Seeking Scale : Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays , ” *Personality and Individual Differences* , 19 (4) (1995) : 513-516 .

[8] 參見 Gideon Keren , “ The Rationality of Gambling : Gamblers' Conceptions of Probability , Chance and Luck , ” in George Wright and Peter Ayton (eds) . , *Subjective Probability* (Chichester , England : John Wiley and Sons , 1994) , pp . 485-499 .

[9] 參見 Shlomo Benartzi , “ Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock ? ” unpublished paper , Anderson School , University of California , Los Angeles , 1999 . 本納茲發現，員工之所以投資公司股票，是因為被過去10年裡股票的收益深深吸引。他指出，公司很少為了鼓勵員工購買而降低公司股票價格，員工是自願選擇投資公司股票的。因為購買量水準不能預測將來股票的收益，所以投資公司股票並不一定說明員工掌握了有關公司的好消息。

[10] Eldar Shafir , Itamar Simonson , and Amos Tversky , “ Reason-Based Choice , ” *Cognition* , 49 (1993) : 11-36 .

[11] Thomas J . Stanley and William D . Danko , *The Millionaire Next Door : The Surprising Secrets of America's Wealthy* (New York : Pocket Books , 1996) .

[12] Baruch Fischhoff , Paul Slovic , and Sarah Lichtenstein , “ Knowing with Uncertainty : The Appropriateness of Extreme Confidence , ” *Journal of Experimental Psychology : Human Perception and Performance* , 3 (1977) : 522-564 .

[13] 參見 G . Gigerenzer , “ How to Make Cognitive Illusion Disappear : Beyond ‘ Heuristic and Biases ’ , ” *European Review of Social Psychology* , 2 (1991) : 83-115 .

[14] 參見 Gordon W . Pitz , “ Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities , ” in Lee W . Gregg (ed .) , *Knowledge and Cognition* (Potomac , Md . : Lawrence Erlbaum Associates , 1975) , pp . 29-41 .

[15] 參見 Allan Collins , Eleanor Warnock , Nelleke Acello , and Mark L . Miller , “ Reasoning from Incomplete Knowledge , ” in Daniel G . Bobrow and Allan Collins (eds .) , *Representation and Understanding : Studies in Cognitive Science* (New York : Academic Press , 1975) , pp . 383-415 .

[16] 參見 Dagmar Strahlberg and Anne Maas , “ Hindsight Bias : Impaired Memory or Biased Reconstruction , ” *European Review of Social Psychology* , 8 (1998) , 105-132 .

[17] 參見 E . J . Langer , “ The Illusion of Control , ” *Journal of Personality and Social Psychology* , 32 (1975) : 311-328 ; 也可參見 G . A . Quattrone and Amos Tversky , “ Causal Versus Diagnostic Contingencies : On Self-Deception and the Voter's Delusion , ” *Journal of Personality and Social Psychology* , 46 (2) (1984) : 237-248 .

[18] Tversky and Kahneman , “ Judgment under Uncertainty . ”

[19] 經濟學家尼可拉斯·巴伯瑞斯 (Nicholas Barberis)、安德里·施萊弗 (Andrei Shleifer) 和羅伯特·維什尼 (Robert Vishny) 將“代表性啟發”這種現象發展成為投資者選擇性過度自信理論和心理學上的期望回饋理論。作者認為，一旦投資者看到股票朝著相同的方向運動一段時間，他們就會漸漸認定這種趨勢代表了他們看到的其他經濟數據的發展趨勢。根據保守心理原則，人們改變觀點通常很慢，正因為如此，投資者作出這個趨勢將繼續的結論

需要花些時間。偏執性代表和保守心理之間的互相影響決定了投機回饋前進的速度，參見 Nicholas Barberis , Andrei Shleifer , and Robert Vishny , “A Model of Investor Sentiment ,” *Journal of Financial Economics* , 49 (1998) : 307-343。關於過度自信和股票市場的進一步探討，可參見 Nicholas Barberis , Ming Huang , and Tano Santos , “Prospect Theory and Asset Prices ,” *Quarterly Journal of Economics* 116 (2001) : 1-53 ; Kent Daniel , David Hirshleifer , and Avanidhar Subrahmanyam , “Investor Psychology and Security Market Over and Underreaction ,” *Journal of Finance* , 53 (6) (1998) : 1839-1886 ; and Harrison Hong and Jeremy C . Stein , “A Unified Theory of Underreaction , Momentum Trading , and Overreaction in Asset Markets ,” *Journal of Finance* , 54 (6) (1999) : 2143-2184。

[20] 參見 Paul Milgrom and Nancy Stokey , “Information , Trade , and Common Knowledge ,” *Econometrica* , 49 (1982) : 219-222 ; John Geanakoplos , “Common Knowledge ,” *Journal of Economic Perspectives* , 6 (4) (1992) : 53-82。

[21] Eldar Shafir and Amos Tversky , “Thinking through Uncertainty : Nonconsequential Reasoning and Choice ,” *Cognitive Psychology* , 24 (1992) : 449-474 .

第9章 從眾行為和思想傳染

一項關於人類社會的基本觀察是：那些定期進行溝通和交流的人，他們的想法往往會很相似；同樣地，每個時代都有著自己的時代精神，並且它的影響無處不在。在股票市場中，如果數以百萬計的投資者都真的彼此獨立，那麼任何錯誤想法所造成的後果就會相互抵消，也就不會對價格產生什麼影響，但是，如果大多數人的想法是非理性的，而且這些想法又都相似的話，那麼它們就足以成為股市興衰的原因了。因此，想要研究人們的心理因素和思維方式如何在市場中形成合力，進而影響價格的走勢，就必須考察人們的思考方式的相似性從何而來。

處於相同時期的人們會作出相似的判斷，部分原因是由於他們是在對相同的訊息（大家都能獲知這一訊息）作出反應。但是，我們將在這一章看到，人們的思維方式存在著相似性，這並不一定是由於他們對公共訊息作出了理性的反應。而且，公共訊息也總是得不到適當的運用或合理解釋。

社會影響與訊息

備受推崇的社會心理學家所羅門·阿什（Solomon Asch）在1952年公布過一個實驗。對於這個實驗，他的解釋（這個實驗還被其他許多人解釋過）是：它表明了社會壓力對個人判斷的影響十分強烈。當他的論文發表時，公眾正對一些問題普遍感到迷惑不解，比如德國納粹竟有能力讓人服服貼貼地去執行對猶太人和“其他不受歡迎”的人種進行大規模種族滅絕的命令。各媒體廣泛引用阿什的發現，把它作為人們不能作出完全獨立判斷的科學依據。直到今天，他的實驗結果還被人引用。

在他著名的實驗中，阿什讓實驗對象加入到一組人當中。除了實驗對象，這個小組中還有7～9個人與實驗對象都素不相識，但卻是阿什的“同黨”，並從阿什那裡得到了如何協助實驗的指示。整組人被要求按順序回答12個關於線段長度的問題。這些線段是畫在卡片上的。實驗對象在當眾給出自己的答案之前，會先聽其他大部分人的答案。問題的正確答案是顯而易見的，但那些協同實驗的人故意把12個問題中的7個答錯。看著大家無一例外地給出似乎是相當明顯的錯誤答案，有1/3的實驗對象會屈從並給出同樣的錯誤答案，而且常常會表現出焦慮或苦惱情緒。這說明因為害怕被看成是另類或傻瓜，他們的判斷受到了動搖。^[1]

阿什把實驗結果解釋為實驗對象是受社會壓力的影響才有如此舉動。這種解釋也許確有可信之處，可後來證明，這些實驗對象並不主要是因為壓力才給出了錯誤答案。在阿什宣布了他的發現的第三年，心理學家莫頓·多伊奇（Morton Deutsch）和哈羅德·傑勒德（Harold Gerard）公布了另一個實驗。它是阿什實驗的翻版，不同之處在於，實驗對象被告知，他們是被“匿名”安排到一組人中的。他們以前從未見過那些組員，以後也不會見到。那些組員的回答也只能通過電子信號間接得知（實際上根本沒有這麼一組人）。實驗對象不用在眾目睽睽之下回答問題，只要按按鈕就行了。這樣他們就不必面對來自隊組的壓力。除了這一點，實驗的其他部分還是按阿什曾做過的那樣進行，結果，實驗對象給出的錯誤答案幾乎和以前那個實驗一樣多。^[2]

多伊奇和傑勒德的結論是，之所以在阿什實驗中，實驗對象給出的答案大部分都是錯的，是因為他們簡單地認為，不可能其他所有人都是錯的，與其說他們只是害怕在一群人之前表達一個相反的觀點，倒不如說是在對一條訊息作出反應，即他們作出了和大部分人不同的判斷。他們在實驗中的行為是出於一種很理性化的考慮：在日常生活中，我們知道，在涉及一些簡單事實的問題上，當大部分人都作出相同判斷時，那麼幾乎可以肯定他們是正確的。阿什的實驗對象之所以產生了焦慮和苦惱情緒，部分原因可能是來自他們自己的結論，那就是自己的感覺多少有些不可靠了。

還有一系列與從眾行為密切相關的實驗也被廣泛引用，這就是史丹利·米爾格拉姆（Stanley Milgram, 1974）在權威的權力方面進行的研究。在米爾格拉姆的實驗中，實驗對象被要求對一個坐在旁邊的人施行電擊，這個受電擊的人仍是一個協同實驗者，與實驗對象素不相識。事實上，根本沒有什麼真正的電擊，但此人假裝做出正在遭受電擊而疼痛難忍、痛苦不堪的樣子，並表示他非常痛苦，要求停止實驗。但當主持實驗的人讓實驗對象接著施行電擊，並堅持說電擊不會對人體組織造成永久性傷害時，許多人都會按他們的話去做。^[3]

從這些現象可知，權威會對人的想法造成巨大影響。人們的確可以這樣理解，但還有另外一種解釋。大家都知道，當專家告訴他們某件事沒有什麼大不了的時候，儘管有時看起來不像他們說的那樣，但很可能情況的確如此。（事實上值得注意的是，在上述實驗中，主持實驗的人的確是對的：儘管多數實驗對象對所給的理由沒起疑心，繼續施行電擊確實也不會造成什麼傷害。）因此，米爾格拉姆的實驗結果也可以這樣解釋，實驗對象之所以那樣反應，是因為他們過去知道的權威是可靠的。^[4]

從對訊息的解釋角度看，阿什和米爾格拉姆的實驗表明，人們樂於信任多數人所持有的或者權威的觀點，甚至權威們明顯地與理所當然的判斷相矛盾時也無所謂。其實這種行為在很大程度上是明智且理性化的。大多數人先前都有過這種經歷，當他們的判斷和大多數人或某一權威人士的結論相悖時，犯錯的總是他們。現在他們已經從中汲取教訓了。因此，阿什和米爾格拉姆的實驗讓我們有了不同的視角去看待這種過度信任現象：人們很尊重權威們提出的看法，然後會對這

些看法產生近乎迷信的信任感，並把這種對權威的信心延續到自己的判斷中去（這些判斷也是在權威觀點的基礎上得出的）。

根據阿什和米爾格拉姆觀察到的現象，就不難理解為什麼許多人在評估股市時會接受他人的判斷了。實驗對象雖然親眼看見了卡片上的線段，以及他們身邊的人所遭受的痛苦，但還是不能完全相信自己的判斷。其實，在現實生活中，人們對自己判斷的信任程度甚至還不如實驗中實驗對象們對於自己親眼所見的那些現象的信任程度來得高。

從眾行為的經濟理論和訊息層疊

有時，即使人們知道其他人的做法是一種從眾行為，他們仍然會考慮他人的判斷，並且參與其中。雖然就個人而言，這種行為可能是合情合理的，但由此產生的從眾行為卻是非理性的。有學者研究認為，這種一窩蜂似的從眾行為是由訊息層疊（information cascade）產生的。^[5]

我們首先用一個簡單的案例來說明訊息層疊是如何開始的。假設兩家僅一牆之隔的飯館開業了，每個潛在顧客都要從中選一家就餐。這些顧客可能會透過飯館窗戶向內張望一番，然後決定哪一家比較好，但這樣判斷並不會太準確。第一位顧客在選飯館前，只是看了看這兩家空蕩蕩的飯館，然後根據他所看到的作出選擇。但下一位不但能以他所看到的飯館門臉（自己判斷而得出的訊息）為基礎作決定，還可以看到第一個顧客是在哪家吃飯來作選擇，這就是第一位顧客發出的有關如何選擇的訊息。如果第二位顧客選擇和第一位一樣的飯館，那麼第三位顧客就會看到那家飯館有兩個人在吃飯。最終的結果很可能就是所有顧客最後都在同一家飯館吃飯。但由於潛在顧客在對這兩家飯館進行觀察後，沒有真正仔細考慮過所得到的綜合訊息，所以最後選的很可能是那家比較差的飯館。如果所有人都能把他們的第一印象集中匯總，然後大家一起討論，也許就能推斷出哪家飯館比較好。但在我們假設的這種情形中，人們在跟隨他人的判斷時並沒有把自己的訊息透露給他們，因而無法對彼此獲取的訊息加以利用。

飯館的例子以及蘊涵其中的經濟理論本身並不是股市泡沫理論的組成部分。然而，它很明顯地與股市行為有關，並且它為經濟學家們研究那些理性的投資者如何作出錯誤決策提供了心理學的理论基礎。^[6]一直以來都有一個普遍的看法，認為所有投資者都透過某種方式對市場真實價值進行表決，並由此確定了價格水平。現在根據上述理論，這一看法很顯然是錯的。沒有人真正地進行什麼表決，相反他們很理性地選擇不在這些表決上浪費時間，不去自己一下功夫對市場作出判斷，因而這些個人也就沒有對市場施加任何獨立的影響。歸根結底，股市基本面價值的訊息之所以在傳播和評估過程中會產生失真，可以由訊息層疊理論來解釋。

由於訊息傳播和潛在的投機性泡沫密切相關，因此為了更好地理解金融市場錯誤定價的有關問題，我們應該了解人類行為的特徵，了解人們處理訊息的過程中受到的限制。

人類訊息的處理與口頭傳播

在幾乎完全沒有印刷品、電子郵件、網際網路或其他任何溝通方式的情況下，人的大腦逐步進化發展。依靠與生俱來的對訊息進行處理的能力，人類能夠征服這個地球上幾乎所有其他的居民。這種能力最為重要的部分就是，把重要事實有效地從一個人傳遞給另一個人。

在過去的幾百萬年時間裡，人的大腦不斷進化，最佳化了溝通的渠道，進而產生了一種有效溝通的情感驅動力，並培育了這種傳播知識的強大能力。正是因為這種情感驅動力，多數人最喜歡做的事就是談話。看看你的周圍，無論你走到哪裡，只要有兩個或更多的人待在一起，恰好他們又無所事事的話（有些時候，甚至是在幹其他事情的同時），他們肯定會聊天。人類這一物種最根本的特徵就是不間斷地進行訊息交流。多個世紀以來，傳播速度最快的訊息一般都是能對社會日常生活有所幫助的，比如關於食物來源、危險情況或社會其他成員的消息。

因此，在當今的社會中，熱門股票的買進機會、個人財產面對的直接威脅或者某家公司經營者的經歷這類話題就可能很快成為人人議論的對象。這些話題和我們的祖先所談論的如出一轍。但是關於一些抽象問題的話題傳播得就不那麼好了，比如金融數學、資產收益（asset returns）統計或者退休儲蓄的最佳水準等。自然而然，這種知識的傳播是費勁的、不經常的和不完美的。

面對面交流和媒體傳播

有研究表明，印刷媒體、電視與無線電廣播等傳統媒體在傳播思想時神通廣大，但在激發主動行為方面就有些束手無策。人與人之間形成互動的交流會對行為產生最重要的影響，特別是面對面或口頭交流。

在1986年對個人投資者的一項研究中，我和約翰·龐德（John Pound，1986）想研究人們的注意力一開始是如何轉向股票的。我們隨機地給一些個人投資者寄去了問卷並請他們仔細考慮自己最近剛購買股票的那家公司，我們問：“是什麼開始引起你對這家公司的注意？”只有6%的人確切地答出了幾份期刊和報紙的名字，絕大部分回答所說到的來源都涉及人與人之間的直接交流。^[7]即使人們讀了許多資料，最能引起他們的注意力並刺激他們採取行動的仍是人與人之間的交流。

交易所中市場監管部門和證券交易委員會的工作充分說明了人與人之間口頭交流的威力。他們的職責是監察內線交易活動，為了達到這個目的，他們會極為仔細地跟蹤個人投資者間相互交流時所留下的蛛絲馬跡。法院的文件中披露了這樣一件事。1995年5月，在IBM工作的一位秘書受人之託影印了一些文件，在這些文件中提到了IBM要兼併蓮花開發公司（Lotus Development Corporation）（這在當時還是機密，IBM計劃要到那年的6月5日才宣布這一筆交易），然後一連串的口頭交流就開始了。很顯然這個秘書只把這件事告訴了她的丈夫，一位尋呼機推銷員。6月2日，這位丈夫又告訴了另外兩個人：一個是他的同事，他在得知消息的18分鐘後就購買了IBM的股票；另一個是他的朋友，一個計算機技術人員，從他開始，一連串電話又打了出去。在6月5日兼併宣布的時候，與這幾個人有聯繫的25個人根據這條消息投資了50萬美元，這25個人中包括一個做披薩的廚師、一個電氣工程師、一個銀行經理、一個乳製品批發商、一個以前當過老師的人、一個婦科專家、一個律師和四個股票經紀人。^[8]很明顯，訊息的口頭交流速度可以非常快，並且能夠在迥然不同的人群之間暢通無阻。

儘管直接的口頭交流在全國範圍內的傳播不如股票市場變化那麼快，但它似乎對促成每天或每小時的股市波動起了重要作用。這次對

投資者進行調查的問卷是我在1987年股市發生崩盤後的一週時間內發出的（這次崩盤在第5章有詳細描述）。在這次調查中，我問了他們一些關於口頭交流訊息的問題。在所有進行答覆的個人投資者當中，有81.6%說在崩盤當天的下午5點之前，他們就已經得到消息了，因此他們的消息來源並不是當天的晚報或者第二天的晨報，這些投資人得知這一消息的平均時間是東部夏季時間（EDT）下午1：56。而機構投資者則平均在EDT上午10：32就已知道這件事了。個人投資者在股市崩盤當天每人平均向其他7.4個人講過市場情況，機構投資者則平均對另外19.7個人說過這件事。

面對面的口頭交流方式經過了幾百萬年的進化發展。遠古時代，它幾乎是人與人之間進行交流的唯一方式；在今天，我們所知道的各種溝通管道似乎都非常有利於進行這種面對面的口頭交流，在我們的頭腦中，特定的交流形式根深蒂固——聽到另一個人的聲音，看得到他的臉部表情，能感知其情感，還要處於一種與之相關的信任、忠誠與合作的氛圍內。因為在印刷品或電子讀物中並不包含這些要素，人們發現對這些訊息資源作出反應更困難，他們在感情上不能把這些訊息來源與面對面交流所得到的訊息置於同等地位，也無法對這些訊息記得那麼清晰，利用得那麼好。這就是我們為什麼還需要老師的重要理由，它解釋了為什麼不能只是讓孩子坐下來看書，或者靠計算機輔助教學來學習就行了。

也正是由於這個原因，電視才成了如此強大的傳媒工具，它可以模仿大部分的人與人之間直接對話的情景，看電視恰好能激發平時交談中所經歷過的行為——聽到聲音，看到臉部表情，體會到情感。在電視上做廣告的人在宣傳產品時，經常再現日常聊天的場景。但現在電視還不是互動式的，它所提供的交流方式只是單向的。因此，還不能像直接的人與人之間的交流那樣卓有成效。

電話誕生於100多年前，它也許至今仍是人與人之間進行交流的最為重要的傳媒，除了缺少視覺刺激外，電話所激發的交流行為與面對面交流極為相似。社會學家和交流方式研究人員發現，儘管電話談話不像面對面交流那樣能看到彼此，也不能在解決矛盾時那樣得心應手，但在訊息傳播與解決問題的功能方面，它與面對面交流非常相近。^[9]

20世紀20年代，電話似乎是起起落落、變化無常的股市背後的一種幕後影響力。雖然1876年就發明了電話，但它那時還不夠經濟實用，並沒有得到廣泛使用。克拉倫斯·戴（Clarence Day，1935）在他的《和父親一起生活》（*Life with Father*）一書中回憶了為什麼人們在19世紀90年代都沒有擁有一部電話時提到：“當時除了經紀人之外，幾乎沒有人有電話，因而也並沒有要通過電話交談的人。雖然人們隱約感覺到如果每人都有電話將會更方便些，但是大家都決定等每個人都有的時候再擁有它。”^[10]後來人們對它作了大量改進，比如在1915年發明了長途電話用的真空管擴大器等，這樣電話才開始流行起來。到了20世紀20年代中期，美國平均每人每年要打200多個電話。毫無疑問，電話的廣泛使用使得向公眾銷售股票也更加容易，結果也為欺詐行為提供了可乘之機。於是美國1933年制定了《證券法》（Securities Act），1934年制定了《證券交易法》（Securities Exchange Act），第二個法案的生效促成了證券交易委員會的成立。^[11]

今天我們目睹了另一場技術創新帶來的衝擊，這場以電子郵件、聊天室和互動式網站為主要內容的變革使人與人之間的交流更加便捷。與電話一樣，許多人起初總是需要很長一段時間才能接受它們，但是隨著時間的推移，它們已經越來越明顯地成為了每一個人日常生活的一部分。雖然不是面對面，但是這些互動式的、新型的、有效的交流平台也許會再次起到擴大人際間訊息傳播的作用。如果沒有它們，90年代人們對股票市場的狂熱也許就不會波及得如此廣泛。當然，與此同時，我們還需要研究如何為了公眾利益規範這些新媒體的使用。

雖然電子郵件與聊天室的出現是通訊技術中發生的意義重大的變化，但我們還不太清楚它們的出現是否比100多年前電話的問世更加重要，因為電話可以利用聲音的表現力來達到情感上的互通。比起一般的聊天室或者電子郵件，電話也許在激發有效交流方面更出色。

基於計算機的通訊媒體使得更接近面對面交流的交流方式成為可能。它的不斷進步將來毫無疑問會使思想的可傳遞性更強。比如，根據國際數據公司的報告，台式和小型電視會議系統（有了這種系統，使用者雖然相隔很遠，但在談話中可以看到彼此）現在變得經濟實惠，可以大範圍使用了。

用於口頭傳播方式的傳播模型

流行病學家利用疾病傳播的數學理論來預測傳染過程和死亡率。
[12] 這些模型也可被用於更好地理解各種訊息的傳播和投機性泡沫（speculative bubbles）的回饋環機制（feedback mechanism）。

在最簡單的流行病模型中，疾病被認定有一個假定的傳染率（infection rate，即感染人群以這個比率把疾病傳播給未受感染人群）和一個假定的退出率（removal rate，即感染人群以這個比率變為不再處於患病狀態，無論他們是痊癒還是死亡）。

如果退出率為零，那麼在標出第一個感染者之後，標明受感染人數的圖形就會出現一條數學曲線，稱為“邏輯曲線”（logistic curve）。
[13] 沿著這條邏輯曲線，受感染的人口百分比一開始是以感染率上升，雖然增長率一開始幾乎是不變的，但記錄在案的患病人群的絕對數字卻增長得越來越快：當越來越多的人患病時，越來越多的人就會被感染。但當未受感染的人群數量下降時，患病人數的增長率也會降低，儘管固有的疾病感染率並未改變，新受感染的人數增長速度卻下降了，因為已受感染的人接觸到未受感染的人的機率小了。最終，所有的人都受到感染，這條邏輯曲線也變得平緩了，受感染比率達到100%，當然就不會有新病例出現了。

如果退出率大於零，但小於感染率，那麼模型就會預測出疾病傳染過程的另一個狀態：一開始感染者數量會從零升至最高峰，然後再降回零點，在人群百分之百受感染之前，最高峰就會出現。

如果退出率大於感染率，那麼疾病就不會開始流行，也就觀測不到疾病傳染的狀況。

流行病學家建設性地利用這些模型去理解疾病爆發的模式。比如透過使用這些模型，他們可以推斷出，如果退出率只比傳染率高一點，那麼一個基本健康的人群就處於某種流行病爆發的危險之中，因為感染率稍有上升或退出率稍有下降，就會失去平衡，流行病就會爆發。由此，流行病學家得出推論，天氣變化可能造成傳染率上升至高於退出率，因為這種天氣變化讓人們留在家中，那麼他們受傳染的機

率也更大，疾病流行將由此開始，但開始時絕對受感染人數的增長將會很慢。如果在這一例子中，天氣變化很快，其結果使感染率又降回原處，染病人數沒有增加很多，那麼大家就根本不會注意到這一流行病。但如果壞天氣一直持續下去，感染率與退出率間的差距拉大，那麼流行病就將在所有人中傳播開來，變得引人注目。根據此例，流行病學家可利用這個模型預測壞天氣持續多長時間就會爆發一場嚴重的流行病。

相同類型的流行病模型已被用於其他生物學現象的研究，而這些現象也許與金融市場有著某種聯繫。經濟學家艾倫·克爾曼（Alan Kirman，1993）用這些模型描述出螞蟻的行為模式。他注意到，股票市場的價格變化似乎和那些行為模式不無關聯。^[14]他通過實驗發現，當給螞蟻的窩邊放上兩處一模一樣的食物時，螞蟻一般從兩處都拿，但從一處比另一處拿得多。一段時間後（在此期間，不斷對這兩處食物加以補充，使得它們總是一樣多），螞蟻的主要注意力就從一處食物轉向另一處了。為什麼它們不從兩處平均地取食物？又是什麼轉移了它們的注意力呢？克爾曼注意到，螞蟻都是各自徵募其他伙伴去尋找食物源的。在整體上，蟻巢沒有統一的指揮。它們透過接觸和跟隨或者留下一條化學蹤跡來完成徵募。這兩種過程便是“螞蟻版”的口頭交流過程了。克爾曼證明了如果徵募是隨意性的，那麼實驗觀察到的現象就可以用一個簡單的流行病模型來解釋。

我們研究股市泡沫時，疾病的擴散和螞蟻的行為具有一定的理論價值，有社會學家將流行病模型用於預測訊息的口頭傳播過程，使其與股市的實際操作有了最為緊密的聯繫。^[15]在他們的研究中，傳染率是訊息傳播的機率，而退出率是忘記訊息或者失去興趣的機率。訊息傳播的動態過程可能與疾病的傳播相似。然而，正規的數學理論在將社會過程模型化時，不如在將疾病傳播或螞蟻行為模型化時那麼精確。現在社會學家還沒有提供一套成功且具影響力的資料文獻。也許社會科學模型的基本參數不像在生物應用中那樣穩定，因此數學理論無法精確描述社會現象的演進過程。

許多人都會想起孩提時玩的傳話遊戲。在遊戲中，第一個人選擇一個簡單的故事並在第二個人的耳邊小聲講述，接著第二個人又講給第三個人聽，依次進行下去。當遊戲鏈條上的最後一個人向大家講述他所聽到的故事時，最初的故事已面目全非，甚至令人捧腹大笑。人

與人之間無論轉述多麼簡單的事都不會完全可靠。由於觀點的變更率較高，也就是說傳播過程中出現錯誤的可能性遠遠高於疾病傳染或其他生物學過程，因此事實上將傳染病模型套用於訊息傳播的研究並不成功。

因此，僅僅憑對訊息純粹的口頭交流是不可能使其影響擴展到整個國家的，即使借助於電話線也不行，因為遠在這種情形發生之前，傳播的精確性就已被破壞了。相反，計算機聯機傳送卻可以是準確無誤的。計算機病毒可以不斷複製並在國內以及國際間傳播。但是病毒沒有改變人們思想的能力，它們不能超越機器。而電子郵件使用者能夠發送他人的消息或是有效提供網頁連結，這些能力使口頭交流可以準確無誤地進行。並且一些新技術能夠將他人的訊息作為電話談話或者電視會議的一部分進行傳送，而這些新技術還會再次極大地推進入際間交流的精確性和持續性。

儘管當前所發生的人際間交流具有非精確性和易變動性，使正規的數學模型無法準確預測訊息的傳播，但是傳染病模型仍然有助於理解那些導致股票市場價格變動的因素。例如，疾病傳染率或退出率的任何變化都會改變新訊息的傳播率，對這一問題的思考是很有益處的。

舉例來說，一則未涉及金融市場的全國範圍的新聞可以通過分散對這些市場的注意力，從而降低與投機市場相關的訊息傳播率。這一現象可能有助於解釋在第5章中提出的問題，即為什麼當國家處於危機中時，儘管這樣的危機對於該國的商業來講具有潛在的重要性，但股價的波動並非明顯地反覆無常，以及為什麼在沒有任何新聞時，大多數股市反而發生大的波動。另一方面，當新聞鼓勵關於股市或與之密切聯繫內容的討論時，與股市相關的訊息傳播率也可能因此而提升，這一點也解釋了網際網路在股市上顯而易見的誇大性效果：對於網路的關注在總體上促進了人們對於科技股的關注，與這些股票相關的理論的傳播率也因此而提高。

當然，訊息的口頭交流並非一定會影響整個股市。確切地說，口頭交流可能會加強公眾對於新聞事件以及媒體對這些事件評價的反應。由於大多數人總是透過社會傳播才能了解到新觀點和新概念，那麼為了了解這些觀點對於人們的影響，我們有必要考慮社會傳播中傳

染率與退出率的比值。如果某一事件可以變成一個活靈活現的好故事，那麼它影響股票市場價格的可能性就會增加。

從許多新產品推廣的案例中我們可以看到，編造一個可述性強的故事是很重要的，它有助於維持較高的訊息傳播率，比如電影的宣傳。當故事被首次搬上銀幕時，推銷者就會發起一場廣告運動，來吸引觀眾的注意力，尤其是易於接受新思想和新事物的觀眾。然而，只有很少一部分人是直接針對最初的廣告作出反應的，電影的成功主要依賴於這些人對該部電影的反響——以及他們告訴給別人的觀點和看法。眾所周知，電影批評家的建議所具有的衝擊力不如口頭交流的大眾影響力。現在，製片商已認識到在電影中包含固定部分的重要性。這些固定的部分就是故事情節，它們在電影放映期間，或者作為電影預告片的一部分，已經具有了成為口頭交流內容的很大的潛力。這一點和流行的玩笑或一些難以置信的故事——或者是雄心勃勃的公司的故事很相像。

訊息傳播中的故事情節的效果的確會對市場價值產生影響。為什麼一些油畫的價值會如此之高呢？我帶著我的長子來到羅浮宮時，參觀了蒙娜麗莎這幅作品。他困惑了：為什麼這幅油畫要遠比其他的油畫更有價值呢？他認為，不可否認它確實很棒，但與其他所有很優秀、非凡的作品在一起，它表現得也並不是那樣突出。我們敢打賭，這幅作品前擠著參觀的許多人都會和同伴互相表達著相同的困惑。

為了理解蒙娜麗莎被誇大了的價值，我們必須考慮到有關蒙娜麗莎的微笑這個故事的強大的口頭流傳的潛能。這個故事最初源於喬治奧·瓦薩里（Giorgio Vasari）在李奧納多（Leonardo）去世後很短時間裡為他寫的一部傳記，後來又經過了口頭流傳的潤色修飾。這個如今已經有了很多版本的故事是說一個藝術家很難捕捉到她的微笑，並且花了四年的時間來做這件事，但仍覺得不是很成功。在瓦薩里為他寫的最初的傳記裡寫道：李奧納多試過了音樂家、歌手和小丑幾種不同的角色，來試圖模仿出最適當的表情。瓦薩里的書中寫道：畫中的微笑“神聖得有別於一般人，幾近一個奇蹟”。^[16]瓦薩里所描述的畫和我們今天所看到的並不太吻合，所以也許這裡面有某些誤會，故事中的畫也許是另一幅。但是，今天這個故事已經和羅浮宮裡的這幅畫緊密聯繫在一起了。

故事真的很流行，所以它沒有因質疑而被壓制。這個故事似乎還和很多其他的思潮有關。“蒙娜麗莎的微笑”曾經在幾個世紀裡都是詩人和評論家熱衷的主題。如果沒有一個關於李奧納多是如何費盡心思捕捉微笑的充滿了強大流傳潛力的口頭交流的故事，公眾的注意力也許不會這麼長久地聚集在這幅畫上。

蒙娜麗莎的微笑的故事因1910年發生的兩件事得到了更進一步的推廣流傳。這兩件事都強化了這個關於微笑的傳說，並且加大了它的流傳度。

第一件事情是在1910年西格蒙德·佛洛伊德（Sigmund Freud）所著的一本公開出版的研究李奧納多的潛意識的書中，詳細描述了“蒙娜麗莎的微笑”。佛洛伊德認為，對李奧納多來說，“蒙娜麗莎的微笑”是為了抑制自己對4歲時就和其分開的生母的想念，並且他的生母對自己的兒子有不正常的感情。

第二件事情是羅浮宮裡“蒙娜麗莎的微笑”1910年被盜，接著更為傳奇的是，當權威人士試圖重新恢復它原來的樣子時，傳來了畫已被送回和盜賊被審判的新聞。當然新聞的作者提到了那個微笑：作者出色地隱藏了畫失竊的事情，卻沒有忘記提到微笑。失竊事件整整延續了數年時間，這段時間極大地加強了微笑在公眾中的印象。這個微笑的故事充斥在各種新聞裡。即使在1914年盜竊事件最後的審判結果中包含了這樣荒謬的描述：“他帶著迷一般的蒙娜麗莎的微笑聽著最後的審判”^[17]，記者也僅僅是為讓故事裡包含微笑而已。

根據Proquest資料庫搜尋英文出版物得到的結果，1915—1925年間（盜竊事件結束之後）蒙娜麗莎被引用的次數是1910年前（也即1899—1909年間）的20倍。充斥著1910—1914年間的有關微笑的新聞今天仍存在於我們身邊，並且透過連續不斷的新聞報導和持續到現在的從未停止的對畫的臨摹，甚至還放大了媒體和口頭流傳的回饋。1910年的盜竊事件已經被今天的大多數人忘記了，但不斷加強的有關微笑的故事非但沒有被忘記，反而成了蒙娜麗莎這幅畫在今天價值傾城的重要原因。

依此類推，那些更易於透過隨意談話方式傳播的新聞事件，反過來更有可能對思想和觀點的傳播發揮重要作用。一位專家對一國經濟

乾巴巴的、純分析式的描述，很可能不會被口頭交流。相比較而言，市場發生突變的消息則更易於被廣泛傳播。可以肯定的是，專家的意見往往追隨價格變動的消息，但是很少能成為口頭交流的焦點。

對其肯定也好，否定也好，口頭交流都是投機性泡沫蔓延的一個中心組成部分，而任何事件被口頭交流的可能性都應以是否會引發投機性泡沫來衡量。舉例來說，被稱之為“Y2K”的千年蟲（Y2K bug）會引發普遍的電腦問題，這一廣泛傳播的預測之所以成為一個經典口頭交流的作品，是因為它既迎合了國民對電腦的痴迷，也反映了他們對新千年的迷惘。因此——儘管這種恐懼沒有任何理由——與那些缺乏生動性的消息相比，千年蟲問題對市場造成了超乎尋常的衝擊。

人們心中矛盾觀點的匯集

為什麼有時觀點的傳播會非常迅速？為什麼公眾思想有時又會突然發生180度的大轉彎？其中一個原因是，受質疑的觀點已預先存在於我們的頭腦中。即使是相互矛盾的觀點也可以同時共存於我們的頭腦中，而當支撐這些觀點的事實發生變化或公眾注意力發生轉移時，我們頭腦中也許就會突然萌生一種明確的信念，並且與先前的信念恰恰是相矛盾的。

比如，人們普遍認為股市不可預期，因此對市場的任何預期都是無效的。但是人們也相信（正如我們在第4章中所看到的），如果股市出現崩盤，它也必定會復甦。很明顯，這兩種觀點是矛盾的。

對於人們能在同一時間持有如此相互衝突的觀點的解釋是，人們認為他所聽到過的這兩種觀點都曾被專家認同。現實生活中，往往有大量假定的事實在同時傳播，這些事實又往往被歸因於“他們”或“他們說的……”當這些故事被想像成有一定的權威性而被接受時，矛盾就可能產生。

有時，即便沒有權威參與，故事也能被傳播。例如，一個人一次又一次地聽到“據說”大多數人的大腦只開發了10%——這個虛構的故事可以回溯到19世紀，那時神經科學很明顯對這樣一個說法既無法證實也無法證偽。“據說”1965年的那次電力中斷使得紐約市民一時無事可做，其後9個月紐約市的出生率驟增，而事實上並沒有這回事。^[18]而更神乎其神的一個說法是，“據說”在1929年經濟危機期間自殺率異乎尋常地高，但實際上這同樣也是子虛烏有。^[19]人們在聊天時經常談論，而且有時媒體也會鼎力推薦的一些故事，往往都和事實相去甚遠。

因為人們傾向於把各種觀點歸因於某些真正的或者是假想的專家，所以他們並不擔心所持觀點中存在的明顯矛盾，人們樂於搭便車式地認為那些專家們已經審慎考慮過了那些存在矛盾的觀點，並且知道事實上那些觀點根本不矛盾。確實，有時表面上矛盾的理論事實上並不矛盾。正是從這裡我們可以看到，專家要為極為明顯的矛盾進行辯護是一件多麼輕鬆的事。

一知半解的觀點（它們也許是相互矛盾的）絕對會使人們對於神秘的投資領域的思考變得更加撲朔迷離，或至少使其不能納入一致的分析框架內。推斷這些觀點在具體的投資決策中的意義是一個真正的挑戰。

人們同時持有相互矛盾觀點的重要意義在於，人們往往對許多觀點沒有自己明確的認識。因此，儘管投資者信誓旦旦地說，市場在崩盤後還會復甦，我們還是不能過分相信，因為市場崩盤的現實境況又會帶出其他相互矛盾的觀點，這些觀點會為市場缺乏彈性辯護。從他們先前表示的信心中根本就無法預先得知投資者將會如何反應。

基於社會的注意力變化

人腦的結構決定了在一個時點上，人的自覺注意力只能集中於一個焦點上，並且很快會從一個焦點轉移到另一個。我們周圍的環境所提供的感官訊息非常複雜，而大腦成功地過濾掉了幾乎所有的複雜性，只產生現實和現在的感覺——解釋目前什麼是最重要的——以及隨之產生的圍繞這一解釋的一連串想法。比如，當一個人坐在機場等候登機時，他的注意力會不時回到“等候登機”這個主題，並圍繞該主題組織了許多想法，進行了許多觀察，彷彿它就是目前現實中最重要的事。他往往不會去研究地毯上的花紋、玻璃上的汙點，或思考螢幕上字母的形狀，儘管在理論上他可以這樣做。儘管我們接收到了這些細節的感官訊息，並對它們進行了處理，但很顯然我們自己並未意識到它們。

將注意力集中於重要事物的能力是智慧的顯著特徵之一，而沒有人真正明白人腦是如何做到這一點的。不能將注意力集中於恰當的事物也是人類判斷的最大失誤。人類大腦在進化中形成了某個特定的部分專門用於集中注意力，這個部分構造雖然出色，但遠不夠完善。

如果一個人回顧他在過去所鑄成的一些最重大的錯誤，可能會發現，這些過錯往往是他未能關注細節問題而造成的。假若有人反覆要求某人集中注意力，並向他指出某些關鍵事實，那麼他會馬上作出反應並改變其行為。所以要理解過去犯下的錯誤，很重要的一點是要考慮你沒有給予關注的東西。

人腦進化形成了能夠正確引導注意力的一個機制，這使得我們能夠基於社會的選擇性，與周圍的其他人關注相同的事物。注意力具有一定的社會基礎，當某些個人認識到某些訊息的重要性時，通常能夠引發團體中其他成員的關注，並且能產生一致的世界觀和訊息集合，而這些又能保證團體行動的一致。然而，注意力的社會成分也並未充分完善地運作，它可能導致整個群體犯相同的錯誤，因為大家都將注意力集中於某一點，從而漏掉了個體可能注意到的細節。正像單個人的注意力一樣，社會注意力的現象是行為進化的一項偉大創造，對人類社會發揮功能非常關鍵，但它也並非完美無缺。

社會關注機制會突然間引發整個團體對好像緊急事件的關注，因此如果我們回顧傳染病模型，我們會發現傳染率可能會突然並且大幅度地激增。人們會議論某些事件而置其他談論於不顧，股市的突變便是其中之一。

注意力的社會基礎透過口頭交流來運作，並以媒體作為傳播觀點的載體，從而能在廣泛的範圍內激發集中的注意力，這種注意力的聚焦會迅速覆蓋世界上的大部分地區。所以，在這個星球上，有相當一部分人突然對股市大感興趣不足為奇，進而，世界各地的股市雖遠隔重洋卻也能同時同向變化。對於這種協同變化，各國的基本面因素無法解釋得通。

人們無法對注意力變化作出解釋

進一步來講，人們常常發現，要解釋是什麼使他們決定採取某一特定行動是非常困難的，引發最初注意力的導火線也許已被忘記了。這也許能解釋為什麼投機資產價格的變化通常發生在人們的注意力變化之後，但還是難以解釋每次投機資產價格變化的具體原因。

即使是職業投資者，價格變動本身也會吸引他們的注意力。在針對機構投資者的個股選擇進行的一項研究中，約翰·龐德和我製作了一個股票清單，這些股票在早些年中價格上漲得非常快，也具有很高的市盈率。然後我們又得到了一份機構投資者的名單，上面的投資者向證券交易委員會提交了一份報告，告知他們已經購買了其中的一隻股票（試驗組）。而另一張名單上的機構投資者隨意選擇了一隻股票（控制組）。我們進行了詢問，關於他們購買的股票（試驗組價格飆升的股票或控制組任選的股票），他們是否同意這樣的說法：“我最初的興趣是在一大堆股票中系統性地尋找某一特徵股票的結果（使用了計算機或相似的搜尋過程）。”^[20]既然他們是職業投資者，那麼67%選擇任意股票——即控制組——的投資者同意這種說法也並不足為奇。但是，在試驗組中，即選擇價格飆升股票的投資者只有25%同意該說法。實驗表明，價格上漲或相關事件在吸引他們的注意力方面扮演了重要的角色。重要的一點是，大多數購買價格飆升股票的投資者指出，他們在作決定時沒有什麼系統性。

當注意力的變動是行為變化的重要誘因時，我們並不指望人們告訴我們其行為改變的原因。人們常常不能解釋什麼使注意力集中在某些事物上，因此也就不能解釋他們自己的行為。1931年，心理學家梅爾（N. R. F. Maier）所做的一個試驗說明了這一點。梅爾給實驗對象提出的問題是：把兩條繩子繫在一起。這兩條繩索都掛在天花板上，且相距非常遠。一個人不可能同時夠到兩條繩索，除非它們相互靠近。實驗對象有大量的工具用來嘗試完成這一任務，同時要求他們指出能找到多少種方法將兩條繩索連在一起。一個方法是在一條繩索的一端系一個重物，使它像鐘擺一樣搖擺不停。用一隻手抓住另一條繩子的一端，然後用另一隻手抓住搖擺的繩子。當主持實驗者自己使一條繩索搖擺時，許多實驗對象馬上有了他們自己的主意。但是當問到他們是怎麼想到這些主意的時候，只有1/3的人提到是因為他們看到

了搖擺的繩索。搖擺的繩索只是轉移了他們的注意力，而大多數的實驗對象都沒有看到自己的行為與使之想到這個辦法的刺激因素之間的聯繫。[\[21\]](#)

依此類推，某些因素就像搖擺的繩索一樣，吸引了對股市的注意力，從而使股市開始繁榮起來。在目前的市場情況下，看到一則共同基金（mutual fund）的廣告或收到一位僱主401（k）計劃的登記表都會成為那條搖擺的繩索。但只通過詢問實驗對象，我們永遠無法得知這些刺激因素的重要性。即使人們回想起了它們，也無法告訴我們這些因素是如何影響他們的。

現在的情況

這一章對我論點的精髓部分進行了總結，即非理性繁榮正在造成近期股市和房地產市場價格水平的提升。我們在第一篇開始時，提出了12個誘發因素，通過回饋環和自然而然產生的蓬齊騙局，這些因素的作用得到了加強。作為市場繁榮的推動者，新聞媒體也起了推波助瀾的作用。在股市達到巔峰的2000年，我們仍看到投資者的信心高得出奇，對股票市場的期望也絲毫未減。在這之後投資者的信心才漸漸消退。

在第二篇中，我們考慮到了繁榮的文化因素，對新時代理論不同程度的社會關注，以及這些理論對於股票市場走勢的作用。在第三篇中，我們研究了一些基本的心理因素，正是這些因素使得前面所描述的變化能夠發揮作用。第8章的內容向我們展示了幾乎無法察覺的心理定位是如何最終決定股票市場價格水平的，以及投資者的過度信任是如何對這些心理定位產生拉動作用的。而本章則嘗試解決當前股票市場狀況中的中心難題，即如何結合公眾的理性思考來解釋股票市場定價過高的現象。

在本書餘下的部分中，我將非理性繁榮的相關理論置於一個更加廣闊的背景下來進行論述，同時考察一些反對非理性理論的觀點。在最後一章中，我們將轉向最根本的問題，即非理性繁榮帶給我們的關於政策問題的思考：這些問題既包括個人的，也包括機構和政府的。

【注釋】

[1]Solomon Asch , *Social Psychology* (Englewood Cliffs , N . J . : Prentice Hall , 1952) , pp . 450-501 .

[2]Morton Deutsch and Harold B . Gerard , “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment , ”*Journal of Abnormal and Social Psychology* , 51 (1955) : 629-636 .

[3]Stanley Milgram , *Obedience to Authority* (New York : Harper and Row , 1974) , pp . 13-54 .

[4]米爾格拉姆指出，人們總是認為實驗者是專家，比他們知道得多。當他改做另一個實驗且實驗者很明顯不是專家時，他發現人們服從的趨勢大大減小。然而，與阿什一樣，米爾格拉姆似乎沒有認識到訊息對其結果的影響，他認為他們揭示了一種“服從本能”，這種“服從本能”是從普通的進化原則“價值等級制度”發展來的（同上書，pp . 123-125）。

[5]參見S. D. Bikhchandani, David Hirshleifer, and Ivo Welch, "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change," *Journal of Political Economy*, 81 (1992): 637-654; Abhijit V. Banerjee, "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 107 (3) (1992): 797-817.

[6]參見Christopher Avery and Peter Zemsky, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets," *American Economic Review*, 88 (4) (1998): 724-748; In Ho Lee, "Market Crashes and Informational Avalanches," *Review of Economic Studies*, 65 (4) (1998): 741-760.

[7]答卷者是由調查抽樣公司在美國高收入人群中隨機抽取的。我們將他們的回答分為10類，131個答卷者所占百分比如下：(1)朋友或家人(13%)；(2)為公司工作(21%)；(3)與公司有關係的人(3%)；(4)經紀人(33%)；(5)成功公司的擠出者(2%)；(6)新股上市宣傳(2%)；(7)期刊、報紙(6%)；(8)公司顧客(2%)；(9)繼承的股票或作為禮物接受的股票(2%)；(10)有類似表現的公司(0)。其他回答無法歸入以上10類。參見Robert J. Shiller and John Pound, "Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12 (1989): 47-66。如果現在讓我們重複這項研究，電視(現在不乏商業報導)和網際網路肯定榜上有名。在《心理經濟學》(*Psychological Economics*)中，同是心理學家和經濟學家的喬治·卡托納提出並證明了人們不斷相互影響，從而形成一種“社會效仿”現象，刺激人們行動起來。羅賓·巴洛和他的同事發現了與我們相似的證據，個人投資者常常是在與別人商量後才作決定的。參見Robin Barlow, Harvey E. Brazer, and James N. Morgan, *Economic Behavior of the Affluent* (Washington, D. C.: Brookings Institution, 1966)。

[8]Amy Feldman and Bill Egbert, "Mess of an Invest: Little People in Big Trouble with 1.3 Million Scam," *New York Daily News*, May 27, 1999, p. 5.

[9]參見A. A. L. Reid, "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact," in Ithiel de Sola Poole (ed.), *The Social Impact of the Telephone* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1977), pp. 386-414.

[10]Clarence Day, "Father Lets in the Telephone," in *Life with Father* (New York: Alfred A. Knopf, 1935), p. 178.

[11]要查詢20世紀20年代的證券詐騙以及當時的限制立法，參見Emmanuel Stein, *Government and the Investor* (New York: Farrar and Reinhart, 1941)。

[12]參見Norman T. Bailey, *The Mathematical Theory of Epidemics* (London: C. Griffin, 1957)。

[13]計算曲線為 $P=1/(1+e^{-rt})$ ， P 表示受感染人群的比例， r 表示單位時間的受感染率， t 表示時間。該表達式是微分方程 $dP/P=r(1-P)dt$ 的解，式中， $(1-P)$ 為可能受感染人群的比例。

[14]Alan Kirman, "Ants, Rationality and Recruitment," *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1) (1993): 137-156.

[15]參見David J. Bartholomew, *Stochastic Models for Social Processes* (New York: John Wiley and Sons, 1967)。

[16]Giorgio Vasari, *The Life of Leonardo da Vinci* (New York: Longmans Green and Co. 1903), page 35.

[17]"Mona Lisa' Thief Gets a Year in Jail," *New York Times*, June 6, 1914, p. 3.

[18] 參見 Tom Burnam , *More Misinformation* (Philadelphia : Lippincott and Crowell , 1980) , pp . 20-21。

[19] 加爾布雷思解釋了自殺之謎。大蕭條之後的30年代，紐約的自殺率呈上升趨勢。參見 Galbraith , *The Great Crash* : 1929 , pp . 132-137。

[20] 取樣大小為 30 (控制組) 和 40 (試驗組) ；參見 Shiller and Pound , “Survey Evidence , ” p . 54。

[21] 參見 N . R . F . Maier , “Reasoning in Humans . II . The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness , ” *Journal of Comparative Psychology* , 12 (1931) : 181-194 ; 也可參見 Robert E . Nisbett and Timothy DeCamp Wilson , “Telling More than We Can Know : Verbal Reports on Mental Processes , ” *Psychological Review* , 84 (3) (1977) : 231-259。

第Ⅳ篇 理性繁榮的嘗試

第10章 有效市場、隨機遊走和泡沫

傳統觀點認為，市場容易受過度繁榮和泡沫經濟的影響，而有效市場理論以及對這一理論廣泛、細緻的實證研究都為不贊成這種傳統觀點的人提供了理論依據。有效市場理論斷言，在任何時候，所有的金融工具價格都能準確、及時地反映各種公共訊息。也就是說，在任何時候，在給定公共訊息的條件下，金融資產都能被準確地定價。有時價格似乎會過高或過低，但根據有效市場理論，這只是一種幻覺。

有效市場理論將股價描述為具有“隨機遊走”（random walk）的特點，因為價格是隨新的情況而定的，而新的情況又很難預測，因此價格的變動也是很難預測的。利用股票市場數據，有效市場理論和隨機遊走假設已經被檢驗了許多次，這些研究發表在金融和經濟學的學術期刊上。儘管這些出版物多次在統計上拒絕了這個理論，然而，還是有一些文章解釋說，這種描述是真實的。關於這一理論的某些論據顯得充分有力，並且包含了許多高品質的研究工作。因此，無論最終同意與否，至少應該嚴肅地對待這個理論。

有效市場和價格隨機遊走的基本論證

有效市場這個概念最初開始流行得益於20世紀60年代芝加哥大學尤金·法馬教授（Eugene Fama）及其同事的研究成果。不過，實際上有效市場的觀點已經存在了很長時間。^[1]早在1889年喬治·吉布森（George Gibson）出版的《倫敦、巴黎和紐約的股市》（*The Stock Markets of London, Paris and New York*）中就曾明確提到過這個概念。吉布森是這樣描述的：“當股票在一個開放市場公開發行時，其價值可以被看做市場最好的情報員。”^[2]進入20世紀以來，有效市場理論在大學經濟學系和金融系一直是必修課。這個理論通常被用來證明市場價值的上升是合理的。比如說，1929年股市的最高點就是合理的。普林斯頓的約瑟夫·勞倫斯教授（Joseph Lawrence）在1929年時得出這樣一個結論：“在有序的市場，即股票交易所中，對成千上萬股票的價值判斷都表明，在現階段並沒有定價過高。是否有人能夠否決明智的人們所作出的這一判斷呢？”^[3]

在股市上，似乎很難做到透過低價買入高價賣出來賺大錢，這是支持有效市場理論的最簡單也是最直接的證據。許多看起來非常能幹的人們嘗試這麼做，但都沒有取得持續的成功。不僅如此，要賺錢就必須與那些最有經驗的投資者競爭，因為他們也在金融市場上進行交易，尋求相同的機會。如果有人認為一份資產不是被低估就是被高估了，那麼他就應該想到：在那些有經驗的投資者竭力尋找賺錢機會的情況下，這種被低估或高估的現象為什麼還會存在呢？

如果能夠找到賤買貴賣有利可圖的方式，那麼根據有效市場理論，那些有經驗的投資者就會使資產的價格反映原來的價值。他們會低價買進某些股票，這會導致這些股票價格升高；或者大量賣出高價的股票，使得這些股票價格降低，而且如果股票被嚴重地錯誤定價，那麼將會使那些有經驗的投資者成為富人，由此也增加了他們對股市的影響力，從而有利於他們消除錯誤定價的現象。

不幸的是，股市往往不可能在幾年或幾十年時間內結束這種錯誤定價的現象。實際上精明的投資者經常不能抓住機會迅速賺錢，而且這種錯誤定價的情況何時結束也無法確定。如果今天真的有人知道市場將在下一個10年或者20年的時間裡變得疲軟，但是不清楚市場將具

體在何時變得疲軟，也不能向廣大的投資者證明這一說法，那麼投資者就無法從中獲得什麼大的好處。所以，事實上並沒有現實的證據來證明精明投資者一定能消除這種錯誤定價的現象。但是，有效市場理論的這一缺陷往往會被忽視。我們可以假設一個相同的有效市場理論：由於難以預測股市每天的變化，所以也將難以預測股市的任何變化。

關於精明投資者的思考

有效市場理論認為，能力的差別不會導致不同的投資行為。這個理論宣稱，在投資行為中，最聰明的人也不會比最笨的人做得更好。這是因為，他們對股市細微的理解已經完全反映在股價中了。

如果接受有效市場理論的前提，那麼就該知道，太聰明不是優點，而不太聰明也不是缺點。如果不太聰明的人在交易中不斷遭受損失，這就預示著精明投資者將有一個獲取收益的機會，因為他們與不太聰明的人做的事恰好相反。然而，根據有效市場理論，根本不存在這樣的獲利機會。

因此，根據這一理論，努力和智慧在投資中並不算什麼。即使考慮了預期投資回報率，人們也可能隨意選取股票，通常人們把這種投資方式比作在上市公司的清單上無目的地投擲飛鏢，然後投資於飛鏢投中的企業的股票。也正是因為這個原因，許多人認為不需要對上市股票定價是否過高太在意，並且可以完全忽視當天股票市場的不正常定價。

但是，為什麼最聰明的人要設定所有的價格呢？許多似乎不太聰明或者消息不太靈通的人們也在買進賣出，但為什麼他們對價格沒有影響呢？

正如前面提到的，其中一個原因是精明投資者已經通過盈利的交易控制了市場，從而可以正確地設定價格。而不太聰明的投資者所持的份額很小，不足以形成強大的力量。這個說法很容易引起爭論。首先，如果因為精明投資者操縱了市場，那麼就必須存在對他們有利的交易，否則他們就無法運用其智慧來操縱市場。不僅需要存在盈利的交易，而且這種交易應當能夠持續地進行下去，否則精明投資者就會從市場中退出，而新的投資者將會代替他們的位置。但是我們不能證明精明投資者在100年前就控制了股市，而且從那時起，他們就一直控制著金融市場，這是因為從前那些精明的交易商們早就不在人世了。

另一個支持有效市場理論的論據是專業投資者、機構資金管理者或者股票分析師都沒有能力操縱整個市場。事實上，如果我們將機構

基金帳戶中的交易成本和管理費用剔除之後，就會發現機構投資者的表現通常並不會超過股市的平均表現。這個結論或許很讓人費解，因為人們常常認為，專業投資者受過更多的投資訓練，應該比個人投資者更有系統性。事實上，這個結論並不那麼難以理解。因為個人投資者總是會向專業投資者諮詢意見，他們也可以觀察到（儘管已有時間差）專業投資者的行為。所以，即使專業投資者的分析對其他人來講非常寶貴，但在實際上專業投資者的表現就代表了整個市場的表現。擁有較多固定資產的個人投資者大都是受到良好教育和明智的人，而且最近的一些研究表明，只有將專業分析師的建議迅速付諸實施，它才具有一定的價值。^[4]

最終，對於“比較明智的人有可能賺更多的錢”這個論斷，在研究的時候沒有發現強有力的證據，是因為沒有適當的方法來衡量投資者的聰明程度。機構投資者並不一定比個人投資者聰明。我們沒有資料庫顯示投資者的智商，從而來將他們的表現與智商相比較。不過即使有這樣的資料庫，也不清楚是否現有的智商測試能夠正確衡量人的能力。

朱迪思·謝瓦利爾（Judith Chevalier）和格倫·埃利森（Glenn Ellison）曾經做過一個調查，他們把投資經理們的大學平均學術能力測試（SAT）成績列成一張表，得到了與投資經理的智商比較接近的數據。他們確實發現，SAT成績較高的經理，其公司運作得更好，甚至在控制其他因素方面也是如此。^[5]

另一種檢測是否“比較明智的人有可能賺更多的錢”的方法是看其能否持續成功地投資。如果我們有個體交易者的交易數據，並且其中一些人要比其他交易的人更聰明，那麼我們應該能夠通過交易數據發現一部分人帳戶上的錢持續減少，而另一部分則相反。事實上，我們能夠透過投資者過去的成功投資記錄來測量其投資的聰明度，然後再與其後續的成功記錄進行比較。

現有的研究表明，就長期而言共同基金是唯一能夠穩固持久地進行成功交易的投資者。^[6]不過，共同基金是機構投資者在操作，而非個人投資者。個體交易者廣泛的交易數據則幾乎無法獲得。

但是在最近的研究中，研究者獲准使用了台灣證券交易所的所有交易者的日交易數據，該交易市場保留了個體投資者持續5年的交易數據。在研究中，找到了大量持續的成功交易。^[7]同時還發現，大部分交易者在交易當天甚至沒有從他們的交易中賺足夠的錢來抵消他們的交易成本，而其他很少一部分交易者卻能夠持續做到。那些買進當日就被套的交易者會選擇等待，而買進當日就成功獲利的投資者其帳戶的交易量則會進一步增大。

雖然這些研究沒有解決聰明與投資成功關係的問題，但是，根據現有的證據，我認為聰明和努力的人長期能獲得更好的投資業績，這一點是不容置疑的。而這一結論恰恰與有效市場理論的觀點相悖。

“明顯”錯誤定價的例子

儘管有效市場理論在廣大公眾的心目中占據著權威地位，但是也常有人公然舉例提出反對意見。事實上，現實經濟生活中存在著許多錯誤定價的例子，媒體也常常報導此類案例。比如，從許多網際網路股票的價格判斷，公眾似乎曾經一度過高估計了它們的潛力。

1997年成立的E-Toys電子玩具公司在網際網路上銷售玩具。1999年該公司股票首次公開發行時價值80億美元，大大超過了老字號的積木玩具零售商R-Toys公司60億美元的市值。然而，E-Toys電子玩具公司1998財政年度的銷售額僅為3000萬美元，而R-Toys公司當年度的銷售額為112億美元，幾乎是E-Toys公司的400倍。該年度E-Toys公司虧損了2860萬美元，而R-Toys公司卻淨賺了3.76億美元。^[8]事實上，和其他玩具零售商一樣，R-Toys公司目前已經建立了自己的網站。雖然在發起網站的初期有些困難，但是R-Toys公司被認為比E-Toys公司更具有長期的競爭優勢，因為R-Toys公司規定，如果客戶對網路上購買的玩具不滿意，可以到任何一個零售商處退貨或諮詢。此外，在吸引回頭客方面，R-Toys公司的網站也做得非常好。儘管人們對E-Toys公司存在諸多懷疑，卻還是會投資它。不久，這些懷疑就被證實是正確的。E-Toys公司提出破產申請，在2001年從納斯達克摘牌，最終，在2001年5月E-Toys公司把網站賣給了KB-Toys公司，而這個公司最後在2004年1月也申請破產了。

在許多市場觀察家看來，在1999年和2000年整個市場處於頂峰時，像E-Toys公司這樣的股票，其極高的市場價格顯得很荒謬。但是，這些市場觀察家對市場的影響力並沒有使錯誤定價現象得以糾正。他們該採取什麼樣的行動來糾正價格的扭曲呢？那些懷疑股票價值的人會試圖賣空，一些人也許能成功，但是因為股價被熱情的投資者哄抬的可能性總是存在，因此他們賣空的做法會受到限制。我們將看到其他一些原因。荒謬的價格有時會持續較長一段時間。

很顯然，這些股票的投資者對投資的長遠潛力考慮得不是很清楚，而股票市場中也沒有一種力量能阻止投資者過高定價。這些證據是否有力地反駁了市場的有效性呢？還是至少對於一些股票是這樣

的？如果有些股票可以被過高定價，而那些股票又是市場的一部分，那麼這是否意味著股票市場作為整體可以被高估呢？

賣空限制和“明顯”錯誤定價的持續

如果市場中經常存在對於賣空活動的限制，那麼即便有大量資金在不斷尋找錯誤定價的資產，“明顯”的錯誤定價也還是會發生。1977年，紐奧良大學教授愛德華·米勒（Edward Miller）在《金融學雜誌》（*Journal of Finance*）上發表了一篇文章，在這篇文章中他首次提到了上述觀點，這使得那些支持有效市場理論的學者們感到驚奇。

米勒的觀點實際上很簡單。假設一隻股票或者鬱金香，或者其他別的什麼東西，被一小群狂熱者所搶購，他們會瘋狂地相互競價，並儘可能多地購買該項資產。有效市場理論並沒有提到市場中不存在狂熱者，它只是提出最終會由那些有經驗的投資者來決定市場的價格。但如果狂熱者失去理智不斷購買，並且最終成為該項資產的全部持有者，誰能夠說這些資產的價值不會被過分高估呢？當然，那些有經驗的投資者並不會那麼瘋狂，他們可能會賣空該項被高估的資產，從而在其下跌的過程中獲利。但是，如果他們無法借入這一資產，那麼唯一能夠參與該項資產的活動就只有購買了。因此，最終的結果是，他們將面臨被迫出局的境地。有賣空限制的市場會被大幅高估，那些有經驗的投資者了解這一情況，但卻無法以此來獲利。^[9]

賣空限制是真實存在的。一些國家的政府甚至根本不允許賣空行為。即便在允許賣空的國家裡，賣空行為也無法得到足夠的機構支持。其中部分原因是，在這些國家裡人們普遍對賣空者很反感，賣空者的各種行徑都受到指責。紐約證券交易所過去曾有一個有序的股票借貸市場，融券券商們在此進行交易。但在1929的股災後，這個市場就被關閉了，賣空者因此受到了廣泛的譴責。^[10]

難以進行賣空交易對證券的錯誤定價影響很大。3Com公司在2000年3月股市處於頂峰時出售其子公司Palm的案例就是一個很好的錯誤定價的例子。在首次公開發行中，3Com公司將其生產個人數碼工具的公司Palm公司5%的股票賣給了公眾投資者，同時聲稱不久後將賣掉其所持有的Palm公司的剩餘股份。於是最初Palm公司5%的股票漲到了相當高的價位，如果剩餘的95%的股票也值同樣的價錢，那麼其總市值將超過Palm公司所有者3Com公司的市值。這顯然是錯誤的。不過，2000年7月借入Palm公司股票的成本達到了一年35%，這使得那

些有經驗的投資者根本無法通過賣空Palm公司，以及買進3Com公司的股票來獲利。[\[11\]](#)

Palm公司的例子有些極端，但它說明了賣空限制的影響。其實，除了很明顯的利息成本，還有很多因素阻礙了賣空行為，比如政府的、人們心理上的以及一些社會性的因素。

錯誤定價的統計論證

單憑幾個所謂的資產錯誤定價的實例，很難得出任何實際可靠的關於市場有效性的結論。事實上，有系統性證據表明，用傳統衡量方法判定的“過高定價”的公司在此之後的表現不盡如人意。許多金融學術雜誌上的文章並不是用幾個例子，而是透過對許多公司大量數據的系統估計來證明這一點的。

史蒂芬·菲格萊斯基（Stephen Figlewski）在1981年指出，投資難以賣空的股票可能影響投資的收益。^[12]在股市中更普遍的情況是，被過高估值的股票會比被低估價值的股票表現得差。1992年，尤金·法馬和肯尼思·弗倫奇（Kenneth French）在市盈率高的股票中也發現了這一點。^[13]1985年，據沃納·德邦特和理察·塞勒爾的報導，公司股票的價格在五年之中大幅攀升，但在接下來的五年中，價格趨於下跌，而那些在前五年內價格大幅下跌的公司，在接下來的五年中價格持續上漲（在第7章中，我們看到全世界股市有相同的趨勢）。^[14]1991年傑伊·里特（Jay Ritter）發現，公司股票的首次公開發行總是出現在行業投資熱的高峰時期，然後在接下來的三年裡表現為緩慢和持續的價格下跌。^[15]所以，股價有回歸到平均值（或者長期的歷史價值）的趨勢，即漲幅大的股票有下跌的趨勢，跌幅大的有上漲的趨勢。

這些發現以及許多調查者的相似發現，促成了一個市場策略——價值投資（value investing），也就是挑選那些被傳統方法低估的股票。因為這些股票只是暫時被投資者忽略，最終還是會升值的。這個策略的另一個方面是將高估的股票賣空。也許有人認為，價值投資者對股市的影響會下降，甚至有可能在一段時間內消除股票價格與其回報率之間的聯繫，價值投資者追求的是買進定價過低的資產，這會拉高價格，並轉移對高價資產的需求。

當投資者一窩蜂地去投資時，許多價值投資策略有可能並不起作用，但是整體上說，價值投資並不是永遠不可取的。遠離那些被高估的股票，才是明智的戰略。

而且，即使價值對股票收益的影響消失了，也不意味著價值對整個市場長期收益的影響會消失。價值投資者的戰略特徵是，從定價過

高的個別股票中退出，但在整個市場出現定價過高時不退出市場。

收益變化和價格變化

另一個論點是，市場基本是有效的，然而從最廣泛的意義上來說，這個論點僅僅指股票的價格大致是隨收益變化的。不過，實證研究表明，儘管收益的波動很大，但是市盈率的變化卻始終維持在一個相對小的範圍內。

最近，投資分析師彼得·林奇（Peter Lynch）頻繁地出現在媒體上。富達投資集團（Fidelity Investment）的廣告中刊登了他的一張整版巨幅照片，並用紅色的大號字寫道：“儘管第二次世界大戰以來有9次經濟蕭條時期，但是因為收益增長了54倍，股市仍然上漲了63倍，收益水平推動著市場的發展。”這則廣告的目的在於，讓讀者相信價格的增長是取決於收益增長的。但事實上，這些數據都具有欺騙性。^[16]由於彼得·林奇作比較時選取的時間間隔較長，又沒有考慮通貨膨脹因素，而且第二次世界大戰結束時收益水平比較低，所以他可以找到這樣一種聯繫。但是如果選擇其他的例子，價格的變化就不再取決於收益的增長了。林奇的說法表明了一種普遍的看法：股價大致是取決於收益的變化的，這也證明了，股市的價格波動不是由於投資者的任何非理性行為造成的。

我們已經指出，在美國歷史上只有三個比較大的牛市，即三個股價持續飛速增長的時期：20世紀20年代的股票牛市，結束於1929年；20世紀50年代和60年代的牛市，緊接著就是1973—1974年的崩盤；第三次是1982年起至今的牛市。（也許有人會算上1901年達到最高點的那次牛市，但那次漲幅不大。）

第一次牛市——1920—1929年——是收益迅速增長的階段。在這個階段，實際標準普爾綜合股價指數的收益增長了兩倍，而股票的實際價格上漲了大約6倍，股市的變化也許被認為是對收益變化的反應，儘管這個反應大了些。

但是在第二個牛市的時候，這種價格上漲和收益增長之間的聯繫就不是很明顯了。大部分價格上漲發生在20世紀50年代，從1950年1月到1959年12月，實際標準普爾綜合股價指數大約增長了兩倍。但標準普爾的收益僅僅增長了16%，從歷史標準來看是低於平均水平的。從

整個經濟增長狀況來看，20世紀50年代的增長水平雖然不如40年代和60年代，但比平均水平要略高一些：1950—1960年實際國內生產總值年均增長率為3.3%。

第三次牛市時，股票實際價格從1982年到1999年一直持續上漲，但是收益水平卻沒有增長，實際標準普爾綜合股價指數在1991年蕭條時期的最低收益水平要低於1982年蕭條時期的最低收益水平，但是在1999年卻是1982年的2.5倍。所以，在這次牛市時期，價格就不能僅僅看做收益增長的結果了。

這些例子都表明，收益增長和價格上漲的聯繫並不緊密，認為它們之間聯繫緊密從而否定泡沫理論是不正確的。

市盈率和長期收益之間的歷史聯繫

實際上，價格的變動與收益具有很大的相關性。從歷史上看，相對於長期趨勢的收益，價格波動很容易向相反的方向發展。圖10—1是一幅散點圖，其橫軸是1881—1994年每年1月份的市盈率，縱軸是此後10年股市的實際（經通脹調整的）年收益率。這個散點圖使我們可以直觀地看出市盈率能夠很好地預測長期（10年）收益率。這裡只有1月份的數據，如果一年12個月的數據都被標出，這個散點圖就無法閱讀了。當然這種製圖方法的不足之處是：我們只能展示1月份的數據，從而忽視了市場的許多峰值和谷值。例如，我們缺少了1929年市場的峰值，也沒有緊隨其後的負收益。圖10—1所顯示的市盈率與圖1—3是一致的。每一年都以其年數的最後兩個數字表示，其中19世紀的年份用星號標出。^[17]

由於橫軸所示的市盈率在每10年開始的時候就已經知道了，故圖10—1展示了市盈率是如何預測收益率的。這幅散點圖是由我的同事、經濟學家約翰·坎貝爾（John Campbell）和我共同完成的。1996年12月3日，格林斯潘剛剛結束其非理性繁榮的演講，這張圖成為了擺在聯準會董事成員面前最強有力的證據。圖10—1與我們那次會議所給的圖略有不同，我們現在多給出了8年的數據，即1987—1994年，所以這8個新點被添加到了原來有106個點的圖上。

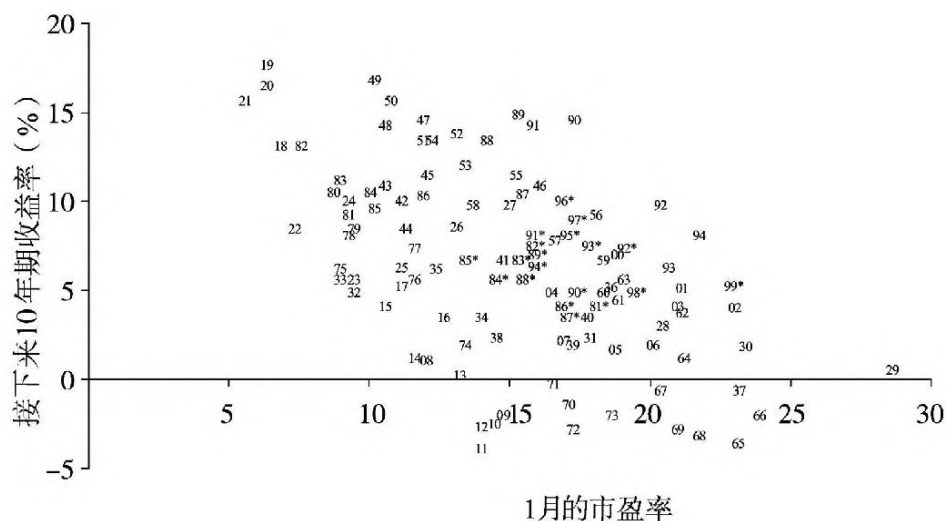


圖10—1 市盈率對10年收益率的預測

該圖是根據市盈率作出的10年期的收益率散點圖。橫軸是每年（1881—1994年）1月份的市盈率（同圖1—3），20世紀的年份前去掉了19，19世紀前的年份去掉了18，並且用星號標出。縱軸是在每年的1月份將標準普爾綜合指數用於投資的年均收益。

資料來源：作者計算時所使用的數據來源同圖1—2。也可參見第1章的注釋〔3〕。

這些點從左端最高處到右端最低處顯示了一定程度的傾斜。在諸如點1920年1月、1949年1月、1982年1月左邊時期的長期收益率是很高的。而在諸如點1929年1月、1937年1月、1966年1月右邊時期的長期收益率是很低的。這裡有一些很重要的例外，如1899年1月，儘管市盈率為22.9，其10年期收益率仍高達每年5.5%。另外如1922年1月，儘管市盈率只有7.4，其10年期收益率仍為每年8.7%。平均來看，這幅散點圖總的規律是：低市盈率的年份有著高的收益率，而高市盈率的年有著較低或者負的收益率。

儘管有人質疑其統計顯著性，因為這115年的數據事實上只有不到12個有效值，因為在圖中每10年的平均數據是同一個點，但市盈率與其同期收益率的相關性還是比較強的。事實上，類似統計顯著性的相關學術爭論始終存在，一些複雜問題的統計方法仍處於研究中。^[18]然而，我們相信以上得出的相關性是統計顯著的。圖10—1證實了對那些把資金投資於市場整整10年的長期投資者而言，若投資起始時股價相對於公司收益處於較低水準，則其長期的投資收益會相對較高。而若投資起始時股價相對於公司收益處於較高水準，那麼其長期投資的收益則不盡如人意。我個人建議長期股票投資者應該在股價處於較高水準時減持，比如目前的市場就是這樣，而在股價處於較低水準時俟機進場。^[19]

2000年市場達到頂峰時，股市的平均市盈率超過了45，遠遠超出了正常的歷史範圍。如果把這樣一個市盈率標記在橫軸上，就要畫在圖的外面了。在本書2000年的第一版中，我並沒有使用這個圖來作為預測股票市場的基礎。這個預測讓人們難以相信。如果有人想用直線或曲線來擬合這些散點，由於2000年的市盈率是在歷史範圍之外的，這個曲線的形狀將會受到很大影響。這個圖告訴我們，從2000年開始到2010年進行長期投資，預期的平均收益率將是負數。如果用20世紀中期的市盈率來計算，那麼2004—2014年其預期實際收益率為零，這個預測讓人覺得難以置信。

對於圖10—1所示關係的真實性產生質疑的原因是，正如圖中計算的數據（使用10年期的移動平均收益率），從歷史上看，當價格相對於收益率很高時，以股息表示的收益率是很低的；而價格相對於收益率很低的時候，以股息表示的收益率則是相對較高的。^[20]2000年市盈率創出新高，而股息收益率則刷新了最低紀錄。2000年1月，標準普爾的股息僅是價格的1.2%，遠遠低於4.7%的歷史平均水平。2004年，整個市場走低，股息有了一定的增長，達到了1.7%，但仍然處於較低水準。當一個人所獲得的股票股息如此之低，他將調低對於投資收益率的預期。畢竟股息是持有股票全部收益的一部分（其餘部分是資本利得），而且一直就是股票平均收益的重要組成部分。股息獲得的是可靠的收益，而資本利得的收益就不那麼好預測了。

當股息很低的時候，持有股票的收益率也很低，除非低的股息本身能夠預測股票價格的上升。所以，在股息低的時候人們期望股票價格比平時漲得更多，從而抵消低股息導致的收益率下降。不過歷史數據顯示，當股息相對於股票價格較低時，隨之而來的並不是未來5～10年內股票價格的上升。恰恰相反，當股息相對於股票價格低的時候，往往跟隨著很長時期的股價下跌（或者說增長率比平時下降）。因此，此時投資者的總收益將受到雙重打擊：一方面是低的股息，一方面是股價下跌。所以，一個簡單的道理是：當人們獲得的股息相對於購買股票的價格低時，不是購買股票的好時機，這一道理已經被歷史證明是正確的。

股息變動和價格變動

一些經濟學家指出，股票實際價格的變動與實際股息的變動有著緊密的聯繫。^[21]股息變動能被看做根本價值的顯示器，所以這些經濟學家們提出：有證據表明股價是由真實價值推動的而非投資者的態度推動的。

我覺得，這些經濟學家誇大了股息與價格變動之間的關係，事實上股價的波動並不是與股息的波動密切聯繫的。回顧一下1929年9月的股市高峰和1932年6月的低谷，根據標準普爾實際指數，股市下跌了81%，而實際股息只下跌了11%。在1973年1月股市高峰和1974年12月股市低谷期間，根據標準普爾實際指數，股市下跌了54%，而實際股息只下跌了6%。還有其他許多這樣的例子。

我們所看到的實際價格和實際股息的互動現象，很有可能緣於股息對相同的因素所作出的反應，這些因素可能包括投機性泡沫非理性地影響著價格。投資經理們設定股息，這樣做在一段時間內會使股息率，也就是分紅比率各不相同。投資經理屬於投資大眾文化的一部分，所以也和公眾一樣，常常受各種不同的樂觀或者悲觀態度的影響。他們也許會允許這種感覺影響股息政策的決策行為，所以價格和股息本質上有些相似，因而它們都易受潮流和時尚的影響。

總的來說，股價有其自身的規律：它不是簡單地隨著收益或股息的變動而變動，也不是由未來收益或股息的訊息所決定的。為了真正了解股價變動的原因，我們需要觀察一下其他方面。

過度波動和總體情況

在金融學術雜誌上，有許多有關市場有效性的論據，但是很難說這些論據是支持有效市場理論還是反對它的。近幾年來，在有效市場理論中發現了許多不規則現象。其中包括1月現象（January effect）（股價在12月到來年1月之間容易上漲）、小公司現象（small-firm effect）（許多小規模公司的股票容易有較高的回報率）、星期一現象（day-of-the-week effect）（股市在星期一表現較差）和其他許多現象。^[22]我們如何將這些現象解釋成支持有效市場理論的論據呢？

認為這些現象仍然支持有效市場理論的一種說法是，大多數現象所產生的影響較小，並不是股票牛市或者熊市的重要因素。另一個說法是，這些現象在被發現後很快就消失了。的確，1月現象和小公司現象好像已經消失了。但這種對此類研究結果的概括似乎難以令人信服。按照有效市場理論支持者的邏輯，一方面，這些不規則現象持續時間較長，顯示了金融市場的非有效性；另一方面，這些現象的消失則表明了有效市場理論的正確性。^[23]

市場有效理論的主要支持者默頓·米勒（Merton Miller）注意到確實有許多細小的不規則現象，但是他認為，它們是微不足道的：“我們將所有這些事實抽象並構造成模型，並不是因為這些事實不有趣，而是因為它們太有趣了，所以可能會分散我們的精力，使我們不再注意主要的問題——普遍的市場力量。”^[24]但是，他沒有解釋市場力量是不是理性的。

將星期一現象以及與此相似的各種現象的細節抽象化（就像米勒所做的那樣），我們能從整體上講股市是有效的嗎？多年的股市價格大幅變動是否真的反映了企業重要變化的訊息？

市場中不存在短期運動或者慣性——股價指數每日或每月的變化沒有多大的可預測性，這些證據都不能給予我們任何有關整體有效性的論證。我們已經從簡單的經濟原理中知道，股價每天的變化是無法預測的。因為如果能夠作出這樣的預測，就可能產生極高的收益，而這樣高收益的機會是不太可能存在的。

判斷是否有論據證明有效市場理論基本正確的方法之一是：在較長時間內，觀察股息的變化能否證明股票價格波動的合理性。這個方法我已經在1981年發表於《美國經濟評論》的一篇文章中進行了闡述 [同時，史蒂芬·勒羅伊（Stephen Leroy）和理查德·波特（Richard Porter）也寫了類似的文章]。如果股價的變動像有效市場理論最初所說的那樣，能夠用公司未來分配的股息來說明，那麼按照有效市場理論，我們就不可能只有波動的價格而沒有波動的股息。 [25]

事實上，我的文章得出的結論是，美國綜合股價超過了由股息變動決定的價格上漲趨勢，因為股息目前表現出了前所未有的平緩增長趨勢。得出這個結論時，金融界比現在要更相信有效市場理論。這個結論引起了非常大的反響，我因此受到了許多攻擊。股價比股息現值（dividend present value）更易波動。除了兩者之間的差別是否有統計上的重要意義以及我對這種差別的解釋是否切中要害這兩點還有待商榷以外，沒有人能對這一現象提出質疑。

我的文章中有一幅結論性的圖，它顯示了1871—1979年實際標準普爾綜合股價指數。同時在這幅圖上，還有一條股票股息現值的曲線。股票股息現值是這樣計算的：我們先算出在某一個年份之後，構成實際標準普爾綜合股價指數的股票每一年實際分發的股息是多少，然後將其折現至開始時的年份，這就得到了那個年份的股票股息現值。2003年，這幅圖有了更新的版本（見圖10—2），展示了股票價格和紅利現值。在這個版本的圖中，我展示了實際股票價值以及根據不同的貼現率所得的三種現值，一種是固定貼現率，一種是與固定貼現率和一年期利率有關的比率，第三種是基於實際人均消費支出的比率。 [26] 這三種不同的貼現率代表了三種不同的經濟理論，在此我不贅述，只是給出經濟學家廣泛使用的貼現率假設區間。

股息現值在當年並不十分確定，因為它完全由此後年份的股息決定，而此後的股息在當時還沒有支付。根據有效市場理論模型，未來股息的現值就是當年股票的真實價值。那麼當年股市的實際水準，也就是圖10—2所示的股價，應當被認為是股票真實價值的最優預測。因為這種預測是根據當年市場上有關股息現值的訊息作出的。

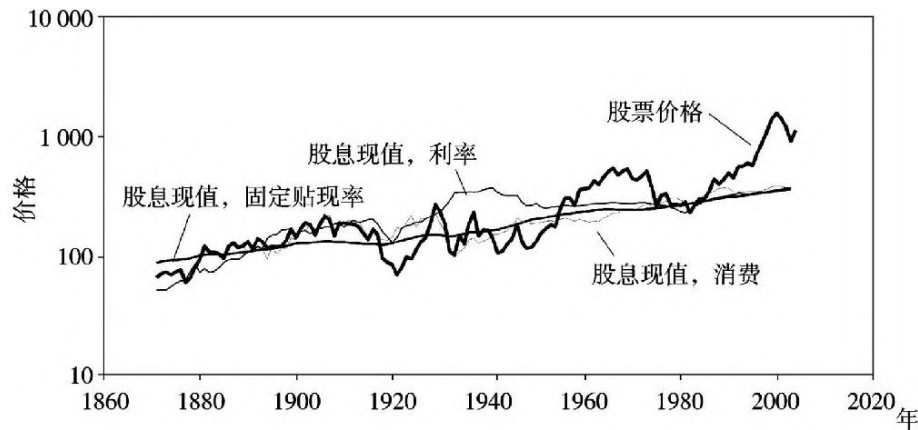


圖10—2 股票價格和股息現值

標準普爾綜合股價指數，一條線是1881—2004年的股價，其他三條線分別是：經過利率調整的股息現值；經過人均消費調整的股息現值，經過固定貼現率調整的股息現值。

對照這幅圖，我們可以看到整個市場的情況以及證明美國股市整體有效性的重要證據。如果股息現值隨時間起伏很大，或者如果實際股價能夠準確地預測股息現值的變化，從而顯示出與股息現值相同的變動趨勢，我們就可以認為，有證據表明股價的變動是符合有效市場理論的。但是我們沒有看到現值序列比價格序列本身波動更大，而且在最後的50年裡，所有的現值序列都比價格序列波動更小，因此沒有跡象表明股價能預測股息現值。^[27]

有固定貼現率的股息現值是非常穩固的並且呈現出一定的趨勢。一部分原因是，用來計算當前價值所使用的數據延伸到了未來一段時期內；另一部分原因則是股息本身沒有顯著的變化。因為能從很長的一個時間段來考察現值，在一些早已熟知該理論的人（那些研究它，並對它的數量有直觀把握的人）看來很明顯的是：歷史上這些大的股市價格波動事實上與股息後來的變動沒有什麼聯繫。也許有人會說，100多年的時間對於發現這種聯繫來說不夠長。但是事實仍然證明了股票價格和股息現值的這樣一種聯繫並不存在。

在20世紀的前50年裡，基於市場利率貼現計算的股息現值比基於固定貼現率計算的股息現值波動更大，以致現值根本無法反映股票的實際價格。正如我們從圖10—2所看到的，使用基於市場利率的股息現值在20世紀30年代的大蕭條時期是非常高的，當時的實際利率很低，股市就是在這種狀況之下經歷了若干週期。

在剛開始的時候，基於消費支出計算的股息現值與基於市場利率計算的股息現值差別不大。這個當前價值事實上是彌補了1929年股票市場的崩盤，在早些年顯示了與實際價格相同的變化率。^[28]但是這一當前價格的變化並未與有效市場理論保持一致，當然在近幾十年變化也不大。

我在1981年提出了股價變動過大而不能與有效市場保持一致的觀點。假設股票價格被認為是股息現值的最優預測值，那麼如果公司的價值呈現平緩的增長趨勢，股票價格則不應該不規則地變化。如果公眾能夠完美地預測未來，價格就有可能像現值一樣不穩定，在那種情況下，價格應當與現值完美吻合。如果公眾不能很好地預測未來，那麼預測的價格將會圍繞真實價值上下波動。但這不是我們在圖10—2中見到的情形。

從圖10—2中我們可以看出，媒體對企業因為短期前景看好而引起股市上漲的這種說法是具有誤導性的。如果有效市場理論是正確的，近期內暫時性的經濟蕭條實際上不會對股價產生什麼影響。歷史上的衰退一直以來都是短暫、微弱的，從而無法證實與它們相聯繫的股票市場的變動。相反，如果根據有效市場理論來解釋，股價的波動應當是對實際股息的長期預測作出的反應。但是在整個美國股市的歷史中，股息波動是沿平緩的趨勢上升的。

在1981年的論文中，我認為，使股價的波動性與有效市場模型相吻合的方法是，假定股息的歷史性波動並不代表潛在的波動。也就是說，人們可以這麼認為，雖然股息變動碰巧沒有發生在我們所觀察的這個世紀的數據中，但無論在什麼情況下，所觀察到的市場價格的波動都是人們出於對可能、主要和持久的股息變動的考慮。舉例來說，人們可以考慮到一個重大而很少發生的事件，比如政府對股市的國有化使得股息驟然減少，或者一個技術上的突破使現有公司能夠支付高達幾倍的股息。

我以前也提到過，我的發現受到了廣泛的批評。其中最顯著的批評來自羅伯特·默頓（Robert C. Merton），他是一位傑出的金融理論家，後來還獲得了諾貝爾經濟學獎。他作為美國長期資本管理公司（Long Term Capital Management）避險基金（hedge fund）的主要負責人也遭受了嚴重的經濟損失。默頓和特里·馬什（Terry Marsh）一起在

1986年的《美國經濟評論》中發表了一篇文章反駁我的觀點，並得出了一個具有諷刺意味的結論：投機市場並沒有太大的波動。^[29]

約翰·坎貝爾和我寫了許多論文，試圖為這種過度波動的說法尋找更有力的證據。我們建立了一個數據模型，來分析這個問題以及其他被許多批評家強調過的問題。^[30]我們認為有非常有力的論據證明股市違反了有效市場模型。

然而，我們的研究仍然沒有徹底解決這個問題，因為所能提出的數據問題太多，而且僅僅只提供一個多世紀的數據是不能得出任何結論性的東西的。

還應該指出的是，金融市場波動的一些基本矛盾也許可以由未來股息或收益的訊息來解釋。在過去的100年中，美國公司的股息非常有規律，也許這可以歸結為運氣，而不是股息走向存在固定的規律。坎貝爾和我將趨勢的不確定因素考慮在內，對數據研究的結果進行了解釋，我們預測美國股市年回報率波動的27%是未來股息的真實訊息造成的。^[31]坎貝爾和約翰·阿默爾（John Ammer）用同樣的方法以及一組更近的數據（戰後的數據）發現，只有15%的美國月度回報率的波動是由於有關未來股息的真實訊息引起的。^[32]

我發現長期利率水平過度波動的證據較少，沒有證據證明各股價指數之間的差額存在著過度波動。^[33]就單個股票而言，其未來股息的現價波動比整體市場的波動更加厲害，因此其顯示了比整體市場較少的過度波動。^[34]投機性泡沫引起的過度波動可能是推動投機市場發展的因素之一，這種因素的重要性隨市場的變化而不同。我們並不總是處於一個過度波動的情形中。

但是現在我們的股市、房地產市場甚至商品市場似乎都正處於這樣一個環境中。為這些市場近期價格水平過高而辯護的人們很難舉出鼓舞人心的事實，他們認為，在這些市場的價格激增應該被解釋為理性的有效市場對真正新訊息的反應。

另一些辯護者對這些突然增高的價格有著完全不同的解釋。為了證實市場上價格上升的合理性，這些辯護者放棄了市場總是有效的觀點，他們認為這些市場只是在逐漸變得有效，這是人們在經歷了許久

的無知之後，才明白的一個真理。這種說法與市場本質上就是有效的形成了鮮明的對比。考慮到很多人都在推進這一說法，我們還不能拒絕它。我們將在下一章評價這種觀點。

【注釋】

[1] 參見Eugene Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work,” *Journal of Finance*, 25 (1970): 383-417.

[2] George Gibson, *The Stock Markets of London, Paris and New York* (New York: G. P. Putnam's Sons, 1889), p. 11.

[3] Joseph Stagg Lawrence, *Wall Street and Washington* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1929), p. 179.

[4] 如果不算交易費用以及必須跟上職業分析家不斷改變的看法等原因，聽取他們的建議似乎確實有一定好處。參見Womack, “Brokerage Analysts' Recommendations”; Brad Barber, Reuven Lehavy, Maureen McNichols, and Brett Trueman, “Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns,” *Journal of Finance* 56 (1) (2001): 531-63. 第二篇文章認為除了交易費用，“一致的建議對投資者來說還是有價值的，否則他們不會考慮買或賣”(p. 562)。

[5] Judith Chevalier and Glenn Ellison, “Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance,” *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 875-899.

[6] 例如，William Goetzmann and Roger Ibbotson, “Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance,” *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9-17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, “Survivorship Bias and Mutual Fund Performance,” *Review of Financial Studies*, 9 (4) (1996): 1097-1120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, “The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance,” *Journal of Business*, 69 (1996): 133-137.

[7] 參見Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean, “Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan,” unpublished paper, University of California, Davis, 2004.

[8] Andrew Edgecliffe, “eToys Surges after Listing,” *Financial Times*, May 21, 1999, p. 29.

[9] 從理論上來說，即便沒有狂熱的購買者，賣空限制在資產價格超過了其實際內在價值的時候也可能出現。也就是說，當人們完全理性的時候，從眾所周知的經濟模型中，人們明白價格在未來的某一確切的日子會回落。數理經濟學家用資產估價過高的相關知識從理論角度給出了理性預期模型，但這一知識並不是眾所周知的。在這本書中，對賣空限制的陳述不是從一個普通的終值角度引出的。每一個人都知道價格會下跌，但人們還是希望能在價格下跌之前把資產賣個好價錢。參見Franklin Allen, Stephen Morris, and Andrew Postlewaite, “Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information,” *Journal of Economic Theory*, 61 (1993): 206-229.

[10] 參見Charles M. Jones and Owen A. Lamont, “Short Sale Constraints and Stock Returns,” *Journal of Finance* (November 2002)。

[11] 參見Owen A. Lamont and Richard H. Thaler, “Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Stock Market Carve-Outs,” *Journal of Political Economy*, 111 (2003): 227-268。

[12] 參見Stephen Figlewski, “The Informational Effects of Restrictions on Short Sales: Some Empirical Evidence,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (1981): 463-476。菲格萊斯基關於賣空的計算可能不是特別準確，還有其他一些更好的用於預測收益的方法。參見Joseph Chen, Harrison Hong, and Jeremy C. Stein, “Breadth of Ownership and Stock Returns,” *Journal of Financial Economics*, 66 (2002): 171-205; Anna Scherbina, “Stock Prices and Differences in Opinion: Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism,” working paper, Kellogg Graduate School of Management, April 2001。

[13] Sanjoy Basu, “The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets,” *Journal of Finance*, 32 (3) (1977): 663-682; Eugene Fama and Kenneth French, “The Cross Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, 47 (1992): 427-466。當股價過高的時候公司經理是知道的，於是會減少發行新的股票。因此，公司為發行股票融資對未來收益而言並不是件好事。參見Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns,” *Journal of Finance*, 55 (5) (2000): 2219-2257。

[14] Werner De Bondt and Richard H. Thaler, “Does the Stock Market Overreact?” *Journal of Finance*, 40 (3) (1985): 793-805; 也可參見James Poterba and Lawrence Summers, “Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications,” *Journal of Financial Economics*, 22 (1988): 26-59。

[15] Jay R. Ritter, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance*, 46 (1) (1991): 3-27。

[16] 引用美林證券公司的廣告隨處可見，《共同基金》(*Mutual Funds*, September 1999, p. 37)就是一例。廣告中說這些數據是標準普爾500指數，但卻沒有給出取樣日期。通過尋找收益增長幅度最大的時期，同時不考慮通貨膨脹因素，我可以大致重複引文的結果。為了使收益增長幅度最大，先在第二次世界大戰剛結束那段時期找一個起始數據，那時的收益受戰爭影響仍然很低，而且還處於1945年10月經濟蕭條的底部。滯後的全年標準普爾總收益從1946年第二季度到1997年第三季度共增長了48倍，1946年6月—1998年4月間，標準普爾綜合股價指數上漲了60倍。因此，多少可以確定美林證券公司的結果來自這段時間。但是如果選取另一些時期，結果會大不相同。從1947年第四季度到1998年第四季度，收益只增長了23倍，而價格從1947年12月到1999年4月上漲了83倍，這些略為不同的取樣時期給人的印象是，價格的上漲比收益的增長要快得多，這與那則廣告所表明的情況完全不同。

1946—1997年，生產者價格指數上漲了7倍，因此，事實上那段時間的實際收益只增長了7倍。這意味著實際收益年增長率約為4%。從1947年第四季度到1998年第四季度，實際收益的年增長率只有3%，整個這段時期扣除通貨膨脹因素的收益增長並不顯著，至多不會超過政府保值債券的現行利率。然而那則廣告由於選樣與眾不同，所顯示的變化相隔時期長且沒有扣除通貨膨脹因素，以致給人造成錯誤印象：巨大的收益增長必然帶來巨大的價格上漲。

[17] 參見Campbell and Shiller, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook,” pp. 11-26; John Y. Campbell and Robert J. Shiller, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update,” in Richard Thaler (ed.), *Advances in Behavioral Finance* (New York: Sage Foundation, 2005)。

[18] 一些人認為比率（市盈率、股息價格比，以及其他測量實際價值對價格的比率）是能夠預期收益的。約翰·科克倫在《資產定價》一書中曾提出，股息價格比能預期股票的超額

收益。參見 John Cochrane , *Asset Pricing* (Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2001) , p . 389。

然而，學術著作還沒有解決這個問題的統計顯著性。還存在著沒有解決的統計複雜性，尤其是與比率和價格中的變數和非變數相關性有關的問題。還有其他的統計問題：極端觀察值太少，漸近分布理論在小樣本中應用是否合適，制度變化產生的問題，潛在數據的測量問題以及解釋一些由某研究者有選擇性地給出的複雜數據。

喬納森·盧埃林 (Jonathan Lewellen) 使用美國的數據來說明這些比率中不存在單位根，並且得出了結論：市盈率、帳面市值比率和股息價格比在預測收益時都是統計顯著的。參見 Jonathan Lewellen , “Predicting Returns with Financial Ratios” (Cambridge Mass . : MIT Sloan Working Paper No . 4374 , August 2002 ; reprinted in *Journal of Financial Economics* , forthcoming)。

然而，沃爾特·托倫斯 (Walter Torous)、羅森·瓦爾卡洛夫 (Rossen Valkanov) 和嚴姝 (Shu Yan) 考慮了單位根存在的可能性，並且估計了自回歸參數的範圍，使用美國的數據得出結論：有跡象表明，基於短期而非長期的比率具有可預測性。參見 Walter Torous , Rossen Valkanov , and Shu Yan , “On Predicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables , ” *Journal of Business* , 78 (1) (2005)。

約翰·坎貝爾和莫托海羅·約格 (Motohiro Yogo) 使用美國股市1871年以來的數據，做了基於自回歸參數的估計邊界的更加有力的實驗，得出結論：股息價格比和市盈率在預測股市超額收益時都是顯著的。參見 John Y . Campbell and Motohiro Yogo , “Efficient Tests of Stock Return Predictability” (Cambridge , Mass . : National Bureau of Economic Research Working Paper No . w10026 , October 2003)。

阿米特·戈揚 (Amit Goyal) 和伊沃·韋爾奇 (Ivo Welch) 使用這些比率做了預期衰退的實驗，得出實驗中預期的相關性並不穩定。參見 Amit Goyal and Ivo Welch , “Predicting the Equity Premium with Dividend Ratios , ” *Management Science* , 49 (2003) : 639-654。

安德魯·安格 (Andrew Ang) 和吉爾特·貝克特 (Geert Bekaert) 研究了5個國家的數據得出結論：在這些國家中用股息價格比來預測收益的正確度不是很高。參見 Andrew Ang and Geert Bekaert , “Stock Return Predictability : Is It There ? ” unpublished paper , Columbia University , 2004。

關於重疊觀察和長期預期衰退，羅森·瓦爾坎諾夫 (Rossen Valkanov) 得出了一些新的結果，認為股息價格比在預測收益時並不是統計顯著的。參見 Rossen Valkanov , “Long-Horizon Regressions : Theoretical Results and Applications , ” *Journal of Financial Economics* , 68 (2003) : 201-232。

埃里克·耶爾馬森 (Erik Hjalmarsson) 是第一個研究了40個處於衰退中的國家股票市場的人，他的大致結論在大多數情況下是：運用比率預測收益不具有統計顯著性。參見 Erik Hjalmarsson , “Predicting Global Stock Returns with New Methods for Pooled and Long-Run Forecasting Regressions , ” unpublished paper , Yale University , 2004。

要完全解決這些難題可能要數年的時間，而相關的論文也是相當精妙的。

[19] 除此以外，長期趨勢將會相向相反的方向發展。短期股價有向同一個方向運動的微弱趨勢。參見 Campbell , Lo , and Mackinlay , *The Econometrics of Financial Markets* ; Jegadeesh and Titman , “Returns to Buying Winners and Selling Losers” ; Lehmann , “Fads , Martingales , and Market Efficiency”。

[20] 很早以前就已經知道，股息應該按照長期移動平均收益率那樣變化。參見 Lintner , “The Distribution of Incomes of Corporations . ”

[21] 經濟學家羅伯特·巴斯基 (Robert Barsky) 和布拉德·德朗 (Brad De Long) 提出，如果投資者對股息的變化有所反應，那麼股價的變動就不應該認為是由他們的投機性行為引發的。參見 Robert Barsky and J. Bradford De Long, “Why Have Stock Prices Fluctuated?” *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 291-311。他們提出也許人們理性地認為最近股息的增長將會無限期地持續到未來。即使是在歷史數據中，增長率也從未持續這麼長時間。

肯尼思·弗魯特 (Kenneth Froot) 和莫里斯·奧伯斯特費爾德 (Maurice Obstfeld) 對價格和股息之間的協動性作出了反應，假定了一個內在泡沫模型，在該模型中價格的反應是明顯誇張的，但股息的變動是很理性的。在他們的理論中，在某種意義上，股價對股息是反應過度的，但是並沒有機會利用這種過度反應來獲利。參見 Kenneth Froot and Maurice Obstfeld, “Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices,” *American Economic Review*, 81 (1991): 1189-1214。對實際價格而言，使用擔保價格並不比股息更合適，除非在他們的模型中，當股息更高的時候，股價的反應也更加敏銳，這樣才會使得1950年後的擔保價格更加貼近實際股價。

[22] 關於這些異常現象的評論，參見 Siegel, *Stocks for the Long Run*, pp. 254, 259, 91-104, 264-266。

[23] 市場有效性研究的反覆無常的異常現象也要歸因於計量經濟學所使用的不同的方法。參見 Tim Loughran and Jay R. Ritter, “Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, 55 (2000): 361-389。

[24] Merton Miller, “Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends,” in Robin M. Hogarth and Melvin W. Reder (eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology* (Chicago: University of Chicago Press, 1986), p. 283.

[25] Robert J. Shiller, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?” *American Economic Review*, 71 (3) (1981): 421-436; Stephen LeRoy and Richard Porter, “Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds,” *Econometrica*, 49 (1981): 97-113. 見 Sanford J. Grossman and Robert J. Shiller, “The Determinants of the Variability of Stock Market Prices,” *American Economic Review*, 71 (1981): 222-227.

[26] 為計算任意給定月的股息現值，我們要統計未來任何一年中支付的股息在給定年份的月貼現值。未來任一年中支付的股息在給定年份的貼現值是將該年的實際股息支付除以 $(1+r)^t$ ，這裡 r 是年實際貼現率， t 是未來年份與給定年份的間隔。圖10—2的第一個股息現值使用的是一個相同的折現率 r ， r 是與1871—2002年間的市場平均實際年收益率相等的值。認為 r 是常量的假設是根據有效市場預期中，從長期來看市場預期收益是常數。因此，從預期收益來看，不存在進入股市好的或壞的時機。圖10—2的第二個股息現值把一年期的利率當成了折現率（見 Shiller, *Market Volatility*, Chapter 26, and updated）加上一個風險溢價常數。所以市場的實際平均收益率應該與歷史平均折現率相等。在假設風險規避係數為3的基礎上，根據羅伯特·E·盧卡斯 (Robert E. Lucas) 描述的模型，圖10—2所示的第三種股息現值是從人均消費數據中得出的貼現率。見 Robert E. Lucas, “Asset Prices in an Exchange Economy,” *Econometrica*, 46 (1978): 1429-1445; Sanford J. Grossman and Robert J. Shiller, “The Determinants of the Variability of Stock Market Prices,” *American Economic Review*, 71 (1981): 222-227。同樣的三種不同的現值被給出並討論，見 Robert J. Shiller, “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance,” *Journal of Economic Perspectives*, 17 (2003): 83-104。

當然，我們仍然不知道股息將會跟隨已有的最後一年的數據。為了計算股息的現值，我認為實際的股息將會從2002年的1.25倍開始以1987年以來的歷史平均水平——每月0.1%——

增長。這個1.25倍對該事實進行了粗略的修正，即股息的支付速率在近幾年是其歷史平均水平的80%（股息是作為10年移動平均收益率的一部分）。需要對2002年以後的實際股息增長速度作一個假設，這意味著圖中更多近期的股息現值沒有實際股息現值那麼可信。然而，2002年的20或更多年以前的股息現值數據是相當可靠的，因為2002年以後的年份在計算現值時被折現了很多。

最近有人擔心，20世紀90年代的股息政策可能會掩飾從公司到投資者的現金流動。凱文·科爾（Kevin Cole）、簡·赫爾維格（Jean Helwege）和戴維·拉斯特（David Laster）（Kevin Cole, Jean Helwege, and David Laster, “Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different?” *Financial Analysts Journal*, 52 [1996]: 56-64）估計，總體說來股息形式的股票買賣會使20世紀90年代中期的股息價格率上升80個基本點。儘管經歷了這次調整，標準普爾綜合股息價格率至今仍遠遠低於其歷史最低點。梁和夏普（Liang and Sharpe, “Share Repurchases and Employee Stock Options”）指出，認為股票以市場價格發行的科勒假說是錯誤的，因為許多股票的發行要受員工股票期權的影響。對股票發行價低於市場價這一事實可理解為，由於股息現值低於圖10—2所示的數值，使得股息終值趨於降低。

[27] 需要強調的是，有效市場理論並不意味著股價曲線要比股息現值曲線平滑，而是從整體上看起伏波動較小。從某種意義上說，這一點需要嚴格定義，我在一篇關於過度波動性的文章中曾努力解釋過這一點，參見Robert J. Shiller, “The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure,” *Journal of Political Economy*, 87 (1979): 1062-1088。可是一些評論家卻無視這些解釋，當他們後來再次提出這一點時，還以為自己提出的觀點很新鮮，很有創意；特別參見Allan Kleidon, “Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models,” *Journal of Political Economy*, 94 (1986): 953-1001。單靠這幅圖無法得出任何有關有效市場的可靠結論，然而我認為這幅圖為有效市場提供了不少訊息，彌補了它在美國綜合股市數據方面缺乏整體證據的不足。這幅圖可以幫助我們糾正一些有關市場有效性證據的錯誤想法。

[28] 桑福德·格羅斯曼（Sanford Grossman）和我作了許多同方向的研究（in “The Determinants of the Variability of Stock Market Prices”），但仍然把整個市場描述成是過度波動的。

[29] 他們的論據是，公司依據價格確定股息，所以導致了股息的不穩定性；參見Terry A. Marsh and Robert C. Merton, “Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices,” *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 483-498。我對此的回答是，雖然他們的模型不存在技術錯誤，但它與美國20世紀的經歷不大相符；參見Robert J. Shiller, “The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends,” *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 499-503。整個爭論至今仍未有結束，因為衡量過度波動性的計量經濟學不再用假定不變的股息進行計算。例如，John Y. Campbell and John Ammer, “What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns,” *Journal of Finance*, 48 (1) (1993): 3-38。

[30] 坎貝爾和我開發了一個綜合對數線性向量回歸模型，它能夠代表有效市場模型的各種形式。參見John Y. Campbell and Robert J. Shiller, “The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors,” *Review of Financial Studies*, 1 (1988): 195-228; Shiller, *Market Volatility*; and Campbell et al., *Econometrics of Financial Markets*, pp. 253-337。

[31] 參見Campbell and Shiller, “The Dividend-Price Ratio.”

[32] 參見Campbell and Ammer, “What Moves Stock and Bond Markets?”

[33] 參見Shiller, *Market Volatility*, pp. 197-214。

[34] 保羅·薩繆爾森 (Paul A . Samuelson) 曾經說股票市場是“微觀有效的”和“宏觀無效的”。也就是說，有效市場假說相對於整體股票市場而言，更適用於個體股票。有一些證據證明了薩繆爾森的說法，參見Jeeman Jung and Robert J . Shiller , “Samuelson's Dictum for the Stock Market , ”*Economic Inquiry* (2005) 。 早期支持該結論的研究是Randolph Cohen , Christopher Polk , and Tuomo Vuolteenaho , “The Value Spread , ”*Journal of Finance* , 58 (2003) : 609-642 ; Tuomo Vuolteenaho , “What Drives Firm-Level Stock Returns ? ”*Journal of Finance* , 57 (2002) : 233-264。

第11章 投資者學習和忘卻

除了有效市場理論之外，另一個對於市場繁榮的合理解釋也為大多數公眾所熟知，這就是股票市場的長期價值要高於傳統分析家根據數據分析得到的結果，同時也高於人們的想像。根據這一論斷，股市目前比較繁榮是因為公眾了解到了股市的歷史平均回報率的高低與分散化投資帶來的好處。這種論證與有效市場論證的不同點在於，它假設由於公眾的無知，市場原先的定價太低。我們可以簡單地將這一論斷表述為：“市場幾年前不太有效，不太繁榮，但是目前是有效的。”

現在，公眾可能會認為股票市場比以前想像的更有價值。之所以公眾作為一個整體能夠形成這種共識，主要是因為現代社會與過去幾個世紀相比在科學技術上有了很大的進步。然而，對於股市的投資者而言，這樣一個問題仍然存在，即公眾是否真的了解股市中的一切重要訊息。如果這是真的，公眾又能從這些訊息中學到什麼呢？

對風險的“學習”

經常有這樣的說法，最近人們開始認為股市並不像以前想像的那樣具有風險性，股市投資往往優於其他投資形式。過去的幾年中，關於股票作為一種投資具有優勢的媒體報導廣為流傳，並且傑瑞米·西格爾於1994年出版了《股票的長期走勢》（*Stocks for the Long Run*）一書，這些都導致了以上說法的流行。這種說法使人們認識到，根據歷史數據，他們對股票的過分擔心是不必要的。這些新知識使得投資者現在將股價抬升到一個較高的、理性而真實的水準，如果股價一直維持這樣的水準，也不會引起投資者對股票的過分害怕。現在雖然股票的交易價格較高，但是投資者售出股票的收益卻相對較低。不過，投資者完全可以接受，因為他們知道股票的風險並沒有那麼高。換句話說，股權風險溢價——投資者對股票風險所要求的額外補償下降了。

[1]

的確，公眾還未能察覺他們正面臨著股市中如此之大的風險。在第4章中，我們的調查結果顯示，以前有一個流行的觀點，認為如果出現像1987年10月19日那樣的暴跌，那麼在一兩年左右的時間裡股市肯定還會再度回升。雖然在市場跨越了2000年的頂峰之後，這一觀點已經不再流行，但是大多數人仍然有這樣的想法。所以，股市暴跌的可能性不再使人們感到擔憂。但這是因為人們現在真的有了一些股市知識，還是其他一些短暫的因素使得人們有了新的觀點呢？

這種“新學習”理論的一個問題是，投資者都應該知道一個歷史事實，即股市基本上比其他投資運行更為良好，這不是最近的發現。事實上，埃德加·勞倫斯·史密斯（Edgar Lawrence Smith）在他的一本1924年最暢銷的書中曾經對股市和債券的投資作了大量歷史性的比較，他發現，無論是在價格上漲時期（通貨膨脹），還是在價格下跌時期（通貨緊縮），在長時間內，股票總是略勝一籌。[2]史密斯強調說，同一時期的另一位作家肯尼思·范·斯特魯姆（Kenneth Van Strum）也持相同的觀點：債券的風險性也較大，因為儘管債券支付的票面價值是固定的，但是它們的實際收益卻隨總體價格水平的變化而波動。

[3]

1929年歐文·費雪教授曾經撰文指出，20世紀20年代出現的牛市是因為公眾從這些書中學到了知識：“只有當大部分公眾通過閱讀埃德加·勞倫斯·史密斯的書，真正醒悟到在美元貶值時期，應該選擇股票而不是債券時，牛市才會真正做到對普通股正確而合理地定價。”^[4]

對於公眾學習的觀點，其他人與費雪的看法一樣。1929年查爾斯·阿莫斯·戴斯撰文寫道：“公眾接受股票和債券的教育，從而消除了認為市場不穩定而對市場產生恐懼的舊偏見。”^[5]《紐約先驅論壇報》（*New York Herald Tribune*）的一位作者在1929年寫道：“看到商業的繁榮真是件高興的事。但是人們對股市了解的增多更為重要，正是這種了解使商業繁榮成為可能。當越來越多的人對一種產業表示信任，成為該產業中的一員，並按時得到關於該產業的可靠訊息時，再也沒有什麼力量能阻止這種健全的產業茁壯成長。”^[6]

1929年，人們了解到股票在整個20年代裡的表現全面超過了債券。但是如果後來的人們還堅持這種觀點，那他們可能是忘記了1929年之後市場傳遞的訊息。現在擺在我們面前的問題是，在觀察了最近的股市以後，人們是否仍然認為股票總是優於債券，並繼續相信這一點呢？在美國，沒有一個30年期的債券比股票運行得要好，這一“事實”被廣泛引用。實際上這個假定的事實並不正確。因為就像傑瑞米·西格爾在《股票的長期走勢》一書中指出的，在1831—1861年這段時期內，債券比股票運行得更好。^[7]看起來在很長一段時間內人們都沒有認識到在美國股市歷史上沒有多少不相互重疊的“30年時期”。自1861年以來，也就只有5個完整的時期。有很多重疊的“30年時期”，然而，沒有獨立的證據表明股票比債券運行得更好。即使看一下比30年更短的歷史時期的股票回報率，我們也不能發現什麼證據。

如果以10年作為標準，我們可以發現，在最近的幾個10年期裡，股票的回報率略低於短期利率。最近的這個時間段之前，市盈率曾經三次達到頂峰：1901年6月、1929年9月和1966年1月。三個頂峰中後兩個頂峰（1929年和1966年）的10年期，股市回報率都低於短期利率。^[8]如果我們以20年作為標準，現實的情況是，在這三個時期中，只有1901—1921年這段時期中股票回報率超過了短期利率。^[9]但是，每一個頂峰之後的20年，股市的實際（考慮了通貨膨脹）行情都很差。1929年9月—1949年9月年回報率為0.4%，1966年1月—1986年1月為1.9%。儘管股市回報率很低，在1929—1949年以及1966—1986年這兩

個時期內，股市的回報率仍高於短期利率，因為通貨膨脹使實際短期利率降到一個非常低的水準。事實上，在1929—1949年實際短期利率曾達到過負值。第一次世界大戰、第二次世界大戰以及越南戰爭時通貨膨脹使實際利率為零。今天這個問題已經不存在了，目前我們擁有的經長期通貨膨脹指數調整的債券的回報率高於通貨膨脹率2個百分點。

而且，在股市實際回報率方面，美國本身就是一個例外。菲利普·若里翁（Philippe Jorion）和威廉·格茨曼（William Goetzmann）對1926—1996年間39個國家的股市市值實際增長率（不包括股息）進行了研究，發現這些國家的股市市值實際年均增長率僅為0.8%（美國的這一數字為4.3%）。^[10]因此，如果參考其他國家的經驗，我們也許會認為未來股市的表現將更加不盡如人意。

事實上，目前並沒有明顯的證據證明在較長時間內股票總是優於債券。而且，即使歷史紀錄支持這種論點，我們也必須認識到（從某種程度上來說，大部分人都應該認識到）未來並不一定會和過去一樣。舉例來說，投資者過去在股市中取得的成功，現在很有可能造成了廣泛的過度投資。各大公司由於策劃過多的宏偉計劃或在產品開發和廣告宣傳中投入太多，會使得業績不如以前那麼好。還有這樣的可能性，某些技術的革新被當做經濟前景樂觀的原因，而事實上，經濟前景有不確定因素。新技術也許會改變企業的優勢，使它們被新興企業代替。所以，這些變化會提高而不是降低未來30年中股票形勢不好的可能性。更重要的是，未來不會像過去那樣，即使有像以前那樣的高市盈率，股票市場也不會比以前的價格水準更高。

所以，股票優於債券的“事實”其實並不存在。實際上，公眾並不了解基本的事實。相反，他們的注意力從基本事實上轉移了，他們至少對於股票的一個重要基本原理不怎麼敏感：股票是對公司現金流的剩餘索取權，只有在兌付了其他所有債權之後，其剩餘部分才屬於股票持有人。換句話說，股票是非常具有風險性的。此外，另一個事實投資者也沒有注意到，這就是沒有人能夠保證股票一定能賺錢。並且，政府對在股市上虧損的人沒有任何福利措施。

“股票優於債券理論”在投資文化中的角色

20世紀90年代早期，我就對股票一貫優於債券這一廣為流傳的說法感到驚訝，所以，我決定調查一下這個說法到底有多流行。在1991年對美國機構投資者所作的問卷調查中，我提出了以下問題：

請看下面這個論點：

在過去的65年裡，投資股票取得的回報率要比投資債券的回報率高得多。自1926年以來，沒有一個20年期債券優於股票。所以任何人如果打算投資20年或者20年以上的時間，應該首先投資股票。（畫圈選擇一個）

- 1．我同意這種說法；
- 2．我不同意這種說法。

在172份答卷中，84%選擇了1，只有16%選擇了2——絕大多數人對這種廣為流傳的說法給予了強大的支持。

這樣的措辭還是沒有弄清楚回答者聽到股票優於債券這種說法有多少次了。為了弄清楚這一點，1993年秋天，我又向機構投資者提出了相似的問題，但提法不一樣。

請看下面這種說法：

“自從1860年以來，沒有一個30年期美國政府債券優於股票”，你是否聽到過大致這樣的說法（可以有一些細節上的不同，比如不是30年期）？

- 1．是的，常聽到；
- 2．是的，一次或兩次；
- 3．沒有。

在125個回答者中，52%選擇“是的，常聽到”，22%選擇“是的，一次或兩次”，26%選擇“沒有”。所以，74%的人說他們記得聽到過這種說法。像這樣清楚的說法已經成為投資文化的一部分了。

長期的歷史知識（其中有些至少可以追溯到1924年且在1991年或1993年還被普遍記得）並不能對90年代後期股價突然上漲到歷史最高水準作出合理的解釋。對於這些知識，投資者顯然一直都很清楚。公眾相信，股票市場的下降趨勢最終會被扭轉。這種信心在最近幾年裡確實成為了非常強大的力量。但是它並不是源於對歷史紀錄的簡短新聞報導，也不是因為投資者從長期歷史數據中突然發現了新知識。我認為，這種信心是因為過去價格上漲的回饋環機制（第4章討論過）在起作用，它最終與其他各種參與因素（第3章討論過）共同作用，形成了這種強大的信心。

對共同基金、分散化投資以及長期持有的了解

1998年和1999年，詹姆斯·格拉斯曼（James Glassman）和凱文·哈西特（Kevin Hassett）在極有影響力的《華爾街日報》上發表了兩篇文章說：“多虧了媒體和共同基金，投資者比以前更了解股票，他們學會了長期持有股票，並把價格下跌只看做短暫的行為，是買進的時機。”他們得出結論，投資者已經學會了透過各種股票組合來降低風險，股票比以前想像的有更高的價值。所以，他們現在願意更多地投資於股票。由於對股票的投資需求增長，未來的股市將會維持在一個較高水準。^[11]

在這些文章之後，格拉斯曼和哈西特又出版了一本名為《道瓊36000點：從股市上升機會中獲利的新策略》（*Dow 36000 : The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*）的書。在書中，他們強調，投資者還沒有完全了解分散化持有股票是沒有風險的，隨著對股市了解的不斷加深，投資者在未來幾年裡將會繼續抬升股價。他們宣稱：“道瓊達到36000點目標的日期可能會是2005年的前幾個月，也許會更早。”^[12]

如果這是真的，人們就可能有機會在2000—2005年間大賺一筆，或者投資得更早一點，比如當大部分投資者還在學習關於股票價值的知識時，了解上述情況的投資者就應該早點在股票上投資。儘管這本書表面上的主題是，因為股票的風險太大，所以不能把它看做政府債券的替代品，但這本書實際上所要闡述的是（我們可以從書名中看到），一些人可以通過現在購買股票而迅速致富，其他人則要過後才知道股票是沒有風險的。

在某些方面，格拉斯曼和哈西特是正確的，例如，他們指出人們對共同基金的優點了解得越來越深，投資者開始採用長期投資的策略，並且認識到股價下跌總是暫時性的。但是從這一點並不能推斷出人們已經學到，或者正在學習一些重要的事實。我們已經看到股價的下跌並不是暫時的，它有可能會持續幾十年，所以即使是長期投資者也應該認識到股票投資的風險性。這也正是為什麼對共同基金的熱情被認為是一種投資熱，而並不是源於對事實的了解。

投資者對選擇合適的共同基金顯示了極大的興趣，它表現在投資者不斷地從一種共同基金換到另一種。由於這種高度的投資興趣，共同基金行業形成了上千種新的基金，與之相對應出現的廣告和郵遞業務也迅速增長。然而對共同基金業績的研究發現，儘管共同基金發展很好，並且這種良好勢頭有可能繼續下去，但這種趨勢是很微弱而且很短暫的。人們似乎認為比較聰明的做法是，觀察各種共同基金的表現，然後經常性地在各種投資基金之間變換，將投資放在目前表現最好的那個共同基金上去，但事實上，這麼做賺得很少。^[13]

1996年，我對投資者認為他們能在股市中賺錢的想法進行了評估，對共同基金在整個過程中所扮演的角色作了分析。我對個別投資者作了問卷調查，並在問卷中加入了他們對投資整體以及共同基金投資的信任程度問題，這些問題以及每個答案被選擇的百分比羅列如下：

試圖看準股市的時機，在它下跌時入市，在它上漲時入市：

1．是件明智的事，我可以非常理智地預見到這樣做會成功。

——11%

2．是件不明智的事，我不能理智地預見到這樣做會成功。

——83%

3．沒有任何看法。

——5%

（回答提問者共131人。）

選擇個別股票進行預測，比如說，福特汽車股票何時將會上漲，或者IBM的股票何時將會上漲：

1．是件明智的事，我可以理智地預見到這樣做會成功。

——40%

2. 是件不明智的事，我不能理智地預見到這樣做會成功。

——51%

3. 沒有任何看法。

——8%

(回答提問者共131人。)

選擇某一共同基金進行分析，這家基金的專家能選擇上漲的股票：

1. 是件明智的事，我可以理智地預見到這樣做會成功。

——50%

2. 是件不明智的事，我不能理智地預見到這樣做會成功。

——27%

3. 沒有任何看法。

——23%

(回答提問者共132人。)

從這些結果中，我們可以看到，人們非常相信金融市場的有效性，以致認為不必選擇在股市中適當的入市或出市時機。但是他們同時認為，他們仍然能夠選出個別股票和共同基金。只有27%的人認為試圖選出業績好的共同基金是件不明智的事，與之相對應，51%的人認為選擇個別股票和83%的人認為試圖在股市中選擇適當時機是不明智的。

如果真的有人相信金融市場是有效的，那麼他會對所有的問題都回答：“是件不明智的事。”如果股價是隨機遊走的，那麼根本不可能

選擇適當的時機入市，也不可能選擇個別股票，更不可能選擇其他人選擇的股票。

由於能夠成功選擇共同基金的例子非常少，所以很難說明投資者到底學到了什麼，而且很難判斷選擇好的共同基金經理是否比選擇好的企業經理更容易。

經常有這樣一種說法，人們已經知道了分散投資的重要性，並且透過選擇共同基金來達到分散投資的目的。對於費用很低而管理較好的公司來說，這種說法有些道理。^[14]但是許多基金徵收的管理費用很高，所以投資者最好還是靠自己來實現這種分散化投資，而且當他們在一個非免稅的環境中投資時更要如此。因為共同基金賣出股票要被徵收資本利得稅，而通過直接持有股票，投資者可以避免這一點。對於交易量大的基金來說，這個問題尤為重要。投資者通過避稅，可以彌補因為股票下跌而造成的損失。而如果選擇共同基金，那麼在避稅方面就顯然不利。

已知的和未知的

公眾常被認為學會了股票在下跌之後總會反彈這個基本知識。我們已經看到，許多證據表明大部分人是這麼想的，但是他們想錯了。股票可以下跌，而且可以下跌許多年。股票市場可以被高估，同樣可以低迷許多年。

公眾常被認為了解到，從長期看股票總是優於其他投資，比如債券，所以長期投資者投資股票會更好。我們看到，有證據表明大部分人是這麼想的，但他們又想錯了。在數十年的時間裡，股票並不比其他投資優越，也沒有理由相信它將來也會這樣。

公眾也常被認為了解到，股票投資聰明的做法在於選擇共同基金，因為它們了解市場的變化。我們發現大部分人確實是這麼想的，但他們又一次錯了。選擇業績良好的共同基金所獲得的收益比投資者想像的要少。

當這些事實是錯誤的時，就不能稱其為知識。總有一天，投資者會推翻這些事實。但在這之前，我們必須考慮自己作為個人，作為社會的一員，應該做些什麼——這個重要的問題將把我們引入最後一章。

【注釋】

[1] 一直以來，經濟學家都為過去股票風險溢價為何如此之高而感到困惑。他們不明白，既然股票優於其他形式的投資，人們為何沒有更多地投資於股票呢？參見Raj Mehra and Edward C. Prescott, "The Equity Premium Puzzle," *Journal of Monetary Economics*, 15 (1988): 145-161。根據本章提到的學習理論，股票風險溢價之謎已是過去的事了，人們終於變聰明了。

[2] Edgar Lawrence Smith, *Common Stocks as Long-Term Investments* (New York: Macmillan, 1924)。

[3] Kenneth S. Van Strum, *Investing in Purchasing Power* (Boston: Barron's, 1925)。

[4] Fisher, *Stock Market Crash*, pp. 202, 99。雖然他在書中其他地方強調了20世紀20年代的價格格外穩定，而在這裡他卻寫道：“在那段美元貶值的時候”，這不免讓人有些費解，也許他想說“即使是在那段美元貶值的時候”，用來指20世紀20年代物價上漲的一段時期。可以肯定的是，他指的不是美元匯率，因為那時實行的是金本位制度。

[5] Dice, *New Levels in the Stock Market*, p. 126。

[6] Franklin L. Dame, "Public Interest in Business is Found Growing," *New York Herald Tribune*, January 2, 1929, p. 30.

[7] Siegel, *Stocks for the Long Run*, p. 15.

[8] 參見Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, Table 2-9, p. 46, 或在我的個人網站上查閱這些數據, <http://www.econ.yale.edu/~shiller>.

[9] 根據Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, Table 2-11, p. 50中的數據, 自1926年以來的20年中, 沒有一個短期利率是優於股票收益率的。他們沒有列出1901—1921年間的數據。事實上我的《市場波動性》一書中的數據(透過用消費價格指數測量1913年後的通貨膨脹來更新)顯示, 1966—1986年以及1901—1921年這兩段時期內短期利率略優於股票收益率。1966—1986年, 我和艾伯森公司的數據結果不同是由於所選的短期利率不同(一個是商業票據, 一個是國庫券), 而且所選的時間也有所不同。

[10] 參見Philippe Jorion and William N. Goetzmann, "Global Stock Markets in the Twentieth Century," *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 953-980; 也可參見Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, and Stephen A. Ross, "Survival," *Journal of Finance*, 50 (3) (1995): 853-873。傑瑞米·西格爾指出, 由於收益的原因, 中值逐漸下降並大大低於平均線, 因此所有國家和地區的平均增長率也不算低。

[11] James K. Glassman and Kevin A. Hassett, "Are Stocks Overvalued? Not a Chance," *Wall Street Journal*, March 30, 1998, p. 18, and "Stock Prices Are Still Far Too Low," March 17, 1999, p. 26; 此處引自後一篇即1999年發表的文章。

[12] James K. Glassman and Kevin Hassett, *Dow 36000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (New York: Times Business/Random House, 1999), p. 140.

[13] 例如, 參見William Goetzmann and Roger Ibbotson, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance," *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9-17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *Review of Financial Studies*, 9 (4) (1996): 1097-1120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, and Christopher R. Blake, "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 69 (1996): 133-137.

[14] 共同基金給個人投資者提供了更好的分散化投資形式, 就這一點而言, 它降低了股票的風險, 因此共同基金的增加將降低投資者要求的風險補償。約翰·希頓(John Heaton)和盧卡斯得出結論: 增加的分散化投資"至少已有證明美國目前高價格股息率合理性的趨勢"。希頓和盧卡斯提出了一個有效且具有深層意義的問題。然而他們的理論有一點美中不足, 他們所描繪的人時刻都很理智, 但沒有解釋為何人們直到最近才更多地投資於共同基金。參見John Heaton and Deborah Lucas, "Stock Prices and Fundamentals," unpublished paper, Northwestern University, 1999.

第V篇 採取行動

第12章 自由市場中的投機風險

和2000年達到頂峰時一樣，今天股票市場的價格仍處於一個較高的水準，並且這一水平並沒有合理的理由來加以支撐。在21世紀剛剛開始的幾年中，房地產市場也出現了同樣的情況。

股票市場的繁榮並不能代表把長期投資作為分析重點的專家們的共識。事實上，市場中很少有人認為有必要對長期投資價值進行仔細研究，人們受到自己的情緒、隨機的因素，以及自身對傳統學識的理解的影響，所有這些因素的綜合作用推動了股票市場繁榮的出現。另一方面，新聞媒體則並不關心如何向讀者和觀眾提供正確的基本價值觀以及定量分析的方法，而是熱衷於介紹具有較強的故事性或關於直接用途的內容以吸引觀眾和讀者，因此新聞媒體對人們過於情緒化的非理性投資行為產生了很大的影響。

正如許多人所認為的，房地產市場的水準並不是理性需求和房屋供給真實作用的結果。就像購房者經常說的一樣，房子的價格是由供給和需求決定的。但是影響供求的因素很多，也包括很多社會因素和人們的情感因素，比如對價格上漲本身的過分關注、專業人士留給公眾價格持續上漲的印象，以及公眾自身相信價格持續上漲的傾向等等。並且，隨著社會文化的變遷，這些因素也將會不斷變化。

本書的重點是分析各種社會因素如何推動投機市場的變化。當然，想要判斷在這些市場的變化中究竟哪一些是由合理的因素和專家意見推動的，哪一些是由人們的想像和社會的心理因素推動的，這對我們大多數人來說是非常困難的。不過，我想通過前面各章的論述，我們已經可以清楚地看到：在很大程度上，一些主要市場上的價格波動往往是由後者推動的。

在股票和房地產市場上，人們對於投資品的真正價值是多少，它們的價格應該處在怎樣的水準只有一個模糊的概念。他們也許只能判斷出和另一個股票相比，這個股票是不是高估了；或者，對於相關的另一所房子而言，這所房子是不是要價過高。人們對於價格的增長率非常重視，在價格高度波動的時期，人們會時常談論它。並且，價格的增長率對於投機資產的需求有微妙的影響。

在泡沫的產生過程中，價格不斷上漲，人們的想法也在不斷地改變。隨著價格的上漲，那些原來認為經濟中存在泡沫的人，會對自己先前的判斷產生懷疑，並開始思考是否真的是那些基本的經濟因素推動了價格的上漲。如果價格持續上漲了若干年，那麼許多人就會認為那些把價格上漲視為泡沫的專家可能是錯了。並且，他們會義無反顧地相信確實是基本的經濟因素推動了價格的上漲，而且這些因素將永遠繼續發展下去。這就是那些個體投資者看待市場變化時，其想法變化的過程，當然不同的人在不同的時期也會有所不同。

回饋環理論認為，價格上漲激勵了投資者，而且使得投資者推動價格進一步上漲，這一理論得到了一些人的支持，至少大多數人對此也有一個模糊的概念。但是總體而言，公眾對於這一理論的關注和認可還相當不夠。雖然也有一些正規的報刊文章介紹這一理論，但是對於大多數人來說這些文章不具有說服力。

很多人都知道這樣兩個事實：第一，如果以30年為一個週期來進行考察，那麼股價的表現一定會優於債券；第二，房地產的價格從未出現快速、大幅的調整。作為心理因素的組成部分，這種想法推動了泡沫的產生，或者至少在一定的時期推動了泡沫的產生。以前，這種心理因素曾經在我們的市場中引起了戲劇性、沒有實際經濟支撐的價格上漲，並且這種情況可能以後還會出現。

如果價格長時間停止上漲，人們就會逐漸產生不滿情緒。即使實際經濟指標有所增長，這種逐漸增長的不滿情緒也可能導致市場反應的遲滯甚至下跌。由於市場動力逐漸被消耗，市場可能在幾年甚至幾十年的時間裡處於低迷狀態。

現在，我們已經經歷了五年的股票市場的低迷。調查結果顯示，人們普遍認為不久這個低迷的階段將會結束。當然我們有理由相信，最終股票市場會比目前更有活力。總會有一些利好消息陸續出現，推動股票市場的發展。如果在未來的幾年中出現這種情況，那麼也許我們會擔心股票市場的泡沫再次出現。

但是未來可能出現另外一個情況，這就是即使公司的收益持續、穩定地增長，不斷增加的消極情緒仍然會抑制股市的發展。在2010年，或者甚至到2015年，股市將暴露在相當大的風險之中，到那時，

股市的實際（經通脹調整的）水平可能比2005年更低。這種情況的發生部分原因在於負的回饋環機制，另一部分原因在於股票投資收益的逐漸降低將導致投資者對股票需求的下降，以及投資者對於金融資產估值水平的降低，人們甚至可能會逐漸對股票感到厭倦。

在本書中，我們已經看到在世界上的許多城市，投資者對於房地產投資的興趣在不斷增長。目前，20世紀90年代末開始出現的房地產價格泡沫在一些城市中已經出現了減緩的跡象。但是這決不意味著泡沫的破滅。情況可能發生逆轉，價格也可能再次上升。從近期的房地產價格的走勢來看，仍然保持著強勁的動力。那些處於價格上升階段的地區，在未來的幾年中房地產價格將進一步上升，相反，那些處於房價下跌的地區，在未來的幾年中房地產價格還將持續走低。^[1]

當一些城市的房價過高，以至於達到了人們無法承受的程度時，價格的上漲就會變緩，甚至開始下跌。而與此同時，隨著人們將住房需求轉向其他一些城市的房地產市場，新的繁榮可能還會持續一段時間。因此，當一些較早存在泡沫的城市裡房價已經開始下跌的時候，至少在一段時間內它所帶來的滯後效應還在推動著另外一些城市房地產價格的上漲。

當我們發現這類泡沫事件發生時，我們應該為此做些什麼呢？每次我們看著泡沫在股票市場、房地產市場、石油市場或者任何投機市場裡產生，就像看著一件事故發生，並逐漸惡化。我們什麼都做不了嗎？事實上，我們有很多的事情要做。

公眾人物所犯的一個嚴重錯誤是：他們默認市場估值水平的上升與下降；他們對估值的含義保持沉默，而把所有的解釋工作都丟給了市場分析師來做。但是，這些市場分析師卻在專攻一些不可能完成的工作，比如預測短期內市場的動態，同時，他們還與投資銀行、經紀人、建築商和房地產經紀人共同分享收益。市場估值水平是一個國內和國際上都需要關注的重要問題。無論是個人計劃還是社會的規劃，我們對未來的種種安排都取決於我們所擁有的財富。試想如果明天大量的財富突然消失，那將必然使我們的這些計劃陷入混亂。投機泡沫的增長以及隨後出現的緊縮趨勢會導致社會財產分配的不均。甚至有時會使我們中的許多人對資本主義和自由市場制度的發展能力產生疑

問。基於以上原因，我們必須弄清楚緊縮的前景以及個人和國家應該如何應對。

不過，那些觀念的領導者往往同時也是市場的道德權威，這時他們會面臨這樣一種困境：作為專家，他們知道市場不是被高估，就是被低估，從經濟學的角度這是顯而易見的。但是這種觀點在市場中並不被廣泛接受。因此，如果公眾人物總是發表股票市場或者房地產市場的回報率在今後的幾年裡會降低或者市場存在泡沫之類的否定言論，這將會使他們面臨陷入困境的風險。在本書中我們看到，雖然當市場價格過高或過低時，市場似乎確實具有對長期走勢的預測能力，但是市場的前景總是存在較大的不確定性。但是，如果一個觀察家因為擔心自己對前景的估計可能錯誤而對於公眾對市場和未來回報的過分自信保持沉默，那他就無異於一個醫生，診斷出病人患了高血壓，卻什麼都不說，僅僅因為他認為病人可能會很幸運，不會發病。

道德規範和職業標準

自由市場體制的一個基本的缺陷是：經濟的繁榮總是會伴隨著道德標準的衰退，直到一些醜聞暴露出來或者有巨大震撼力的事件出現，公眾和政府才會採取行動，重新規範道德標準。在投機資產出現泡沫時，在價格上升的同時，幾乎沒有什麼力量可以阻止道德規範的下降。在20世紀90年代末的非理性繁榮時期，我們看到過這種問題就以各式各樣的形式表現出來，比如，人們在評價收益時越來越忽視誠信，管理者更少地因為要為公司創造真正的長期價值而承擔責任；房地產抵押貸款和消費類貸款的申請標準也在降低。如果公眾人物對這些現象保持沉默，那麼將會產生更加嚴重的問題。

如果利率在未來的幾年中逐步上升，那麼抵押貸款標準的降低將會產生很大的問題。抵押貸款人應該強制執行標準，不僅是為了保護銀行自身的利益，同時也為了防止購房者做出超過他們自身能力的事情。美國抵押銀行協會（Mortgage Bankers Association）很關心貸款的標準，而且政府資助的聯邦國民抵押貸款協會和聯邦住房貸款抵押公司也很關心這個標準。這些組織都不希望看到美國抵押危機的出現。然而，事實上，在非理性繁榮時期，來自諸多方面的壓力使得貸款的標準降低了，並且將在今後導致嚴重的問題。

當貸款人的無抵押貸款超過了其兩年半的收入，傳統上，就認為這個貸款人貸款過多。但是，近期住房抵押貸款普遍實行的標準是所謂的28/36規則（28/36 rule）。這個規則是指抵押借款不能超過貸款人總收入的28%。同時，貸款人的貸款總額不得超過其總收入的36%。這個規則在利率較低的情況下允許借款人借出更多的款項。然而，儘管現在許多抵押借款人儘可能堅持這個規則，拒絕貸款給那些不符合條件的購房者，但是隨著信貸市場競爭的日趨激烈，這個規則正在逐步放寬。借款人完全按照這個規則開展業務將會變得越來越困難，那些堅持規則的借款人甚至可能完全接不到業務。於是，他們根據自己所認為的特殊情況來設計規則的例外條款。他們曲解規則的精神，想著其他人同樣也會這麼做，以此來向自己證明例外條款的正確性。當然，至少到目前為止，這種做法的問題還沒有真正暴露出來。

值得注意的是，美國有這樣一個趨勢，許多放貸者甚至在可調利率抵押貸款（adjustable-rate mortgages, ARMs）下，實施和擴充28/36規則。他們的利率只是暫時比較低，在一年、三年或者五年後會有所增長。我們來看一個例子，2004年中期，如果一個人借入一年保護期的可調利率抵押貸款（one-year-protected ARM），那麼其當年的借款利率為3.25%。也就是說，如果這個人貸款10萬美元，那麼第一個月他將支付425美元。當利率很低時，在28/36規則下，這個人可以購買一幢價值相當於其五年收入的房屋。但是，由於利率很可能會大幅上升，這會對貸款人今後的順利還貸產生很大的影響。

美國抵押銀行協會撰文指出，2003年可調利率抵押貸款業務發生了急劇變化，這至少在一定程度上是由於諸如28/36規則等抵押規則的變化，使得有更多購房者符合抵押貸款的條件。而這些貸款人往往收入較少，有的是少數民族，受到的教育也很少，因此當利率上升時，他們就很容易陷入困境。^[2]目前的可調利率抵押貸款包括無本金（interest-only）抵押貸款，貸款人往往要到五年或者十年後才支付貸款的本金。這也就意味著，借款人在幾年後還款時，可能會感到非常驚訝，因為他們不僅要支付更高的利息，而且也要支付更高的本金。而放款機構以及從這些機構中購買放貸額的再貸款機構，幾年後將會面臨壞帳風險。但是現在這些機構的管理者們卻只注重自己任期內的業務量，似乎對可能產生的風險並不關心。

可能出現的因素

當然，我們的研究不應該總是局限於分析過去存在的誘發因素，在股市中還可能出現新的誘發因素引起股價估值水平的變化。儘管具體內容和性質很難預測，但是無論這些新的誘發因素是建設性的還是破壞性的，它們勢必會發展起來。目前市場之所以還未對這些可能出現的新因素展開深入的討論，是因為人們目前仍然無法對它們進行具體分析。大多數人認為，未來的發展至少會像媒體宣傳的那樣，在很大程度上有賴於高新技術的發展，媒體的新聞報導通常都較為樂觀。

在本書2000年的第一版中，給出了許多潛在的、可能妨礙市場發展的因素。當然，作為一系列的潛在問題，它們的風險不一定會立即顯現，包括：消費需求的突然下降、新發展機遇的缺乏、重大技術革新的失敗、日漸白熱化的國際競爭、勞工運動的復興、石油危機、公司稅的增加、新發現的由減員增效和對雇員實施刺激為主的酬金制度引發的長期問題、雇員士氣與生產率的降低、戰爭（即便是外國戰爭也會影響本國交易、破壞穩定的經濟運行環境）、阻礙經濟活動的恐怖主義威脅和暴力活動、降低技術安全係數的工業事故、過分的限制和反壟斷行為、提高外國關稅、進口配額限制、國際經濟蕭條、愈加嚴格的环境標準、矛頭指向企業的集體訴訟案、搖擺不定的貨幣政策、大型銀行或金融機構破產導致的系統故障、廣泛傳播的類似於千年蟲的電腦系統故障、一發不可收拾的電腦病毒或通信衛星故障、大範圍的惡劣氣候、自然災害、傳染病等等。到目前為止，其中的一些問題如戰爭、恐怖活動、自然災害，如印度洋上的大海嘯，已經出現了。

上述諸多因素留給我們一個令人費解的問題。那就是我們不僅要預測各種小規模、多數量的因素發生的可能性，而且還要估算它們共同起作用時更為嚴重的綜合效應。可以想像，一種因素會透過對社會和經濟的影響來引發其他因素的產生。20世紀90年代的亞洲金融危機就是由於許多獨立因素的共同作用所釀成的，比如國外投資者對亞洲經濟形勢信心下降、匯率危機、銀行危機、股市下跌、公務員腐敗曝光等等。這些因素相輔相成、綜合作用，並最終引發了金融危機。

公平與怨恨

從前面的分析來看，導致上市公司收益回落的許多潛在因素最終都與工作士氣、忠誠度和投資群體的公平感有關。現在，那些持有自己企業的股票的美國公眾的公開的怨恨情緒似乎處於歷史最低點。商人與社會名流的地位相當，工會的力量則陷入了歷史上最為脆弱的時期。然而，由於收入分配日漸懸殊，而交易者們又經常莫名其妙地大發橫財，因此美國的公眾輿論又開始唾棄親商主義思想。

經濟學家雷·費爾（Ray Fair）的估算表明，如果股市收益增長情況如預期的那樣，並且美國國內生產總值年增長率能保持在4%以上，那麼到了2010年，企業稅後利潤在國內生產總值中所占的比重就會超過12%，這個數字幾乎比1952年以來任何時期的同類指標都翻了一倍。^[3]設想一下，國內生產總值中竟會有這麼一大部分以企業利潤的形式流入了商人的腰包，公眾怎能容忍這種獨占行為而毫無怨言呢？這裡需要說明的是，儘管相對過去，美國人均擁有股票的比例有所提高，但是絕大部分公眾仍然只持有很少的股票。2001年，一半以上的美國人僅將0.8%的個人資產投入股市。因此，高額的公司利潤仍將流向富人的腰包。^[4]

早在1901年，這種商業怨恨就曾經導致了激進的反壟斷主義者制定出企業法律和條例，從而終結了“利益共同體”的大繁榮時代（見本書第6章）。也恰恰正是這種不平的怨恨在1929年以後促使社會主義和共產主義運動高漲，導致了30年代的經濟動盪。

親商的美國國會已經降低了公司利潤稅，同時親商的布希政府創造了一個感覺更為自由的避稅環境。但是這種情況不可能一直持續下去，公司所得稅的減免也不可能持續下去，否則政府和公眾發生衝突的風險將會增加。

同樣，企業成本的降低也不可能無限地持續下去。透過大量解僱工人來降低成本可能給企業帶來政治上的不良影響，例如政府會因此增加對公司的稅收；同時，也可能會影響企業未來的盈利能力。以犧牲長期收益為代價提高短期收益的最好方法是解僱那些有能力（價格

高)的人,以一些可以在短期內使工作進行下去的人來代替他們,當然,這些人工作能力的缺乏會在一個較長的時期內逐步顯現出來。

另一個限制美國利潤增長的潛在因素是來自國外的、對美國的怨恨和排斥感。美國在高科技發展方面的統治地位是有目共睹的。近幾年來,國際社會對許多關於美國企業成功實例的報導一直持藐視的態度。例如,網際網路象徵著當今高度發達的科學技術,然而這個領域卻一直是由美國的眾多軟體公司控制,無論在瀏覽器和搜尋引擎方面還是在線供應商等方面都一貫如此。像美國微軟公司這樣的名字早已享譽全球。無論人們何時啟動Windows系統進入網際網路,都能看到它的名字。難道這不會使其他國家對這種技術產生一種排斥感嗎?

把美國說成是高科技霸權主義者是極不公平的。微軟公司是如何占據今天這樣驚人的統治地位的呢?信不信由你,它常常被形容成為兇狠貪婪的殺手。網際網路憑什麼總被美國統治著呢?萬維網技術其實是由歐洲國家首先發明的,它的雛形也是由英國和比利時的科學家在瑞士的實驗室裡研製出來的。但是當我們啟動電腦時卻看不到這些人的名字。

反美情緒和美國的自由企業制度也隱含著一定的道德內涵;其他經濟不如美國發達的國家認為,它們的社會和個人比美國人更關心公正、公平和人類的價值,這或許與經濟的相對落後沒什麼關係。如果這一反美情緒就其道德根源來說在社會意識形態中具有很大勢力的話,它可能會導致人們更加奮發圖強,挑戰美國的知名企業或者乾脆排斥這些企業。

美國在1991年海灣戰爭、1999年科索沃戰爭、2002年阿富汗戰爭和2003年的伊拉克戰爭中運用高端軍事技術,這也從另一個方面體現了美國在高科技領域的優勢。這些技術的運用使得美軍能夠在自身犧牲很少的情況下,大量殺傷對方。同時也激起了國外的反美情緒,這種情緒從美國轟炸了中國駐南聯盟的使館之後中國民眾的激烈反應可見一斑。

在亞洲金融危機這一問題上,美國被說成了是令本已危如累卵的亞洲經濟進一步惡化的始作俑者。那些派往亞洲地區的經濟顧問大都

是在美國接受過培訓的經濟學家，儘管其初衷是幫助這些國家解決問題，但這些舉動也有負面的象徵意義。

日益高漲的國內與國際反美情緒可能會引發某些威脅利潤增長的事件爆發。大多數金融經濟學家的詞彙表裡沒有“怨恨”這個詞，然而它卻是歷史發展過程中的一股強大的力量。

承擔共同的責任

隨著世界經濟的發展，廢氣排放等環境汙染事件也在增加，其嚴重的負面作用令不少人憂心忡忡。1997年《京都議定書》（Kyoto Protocol）建議，38個世界工業發達國家在2008—2012年期間應相應減少二氧化碳和其他導致溫室效應的氣體排放量，平均排放量應比1990年減少5.2%。這個協議準備建立一個全球性的排放交易計劃。這個計劃將設置一個廢氣排放的市場價格，並幫助形成一個有序的氣體排放量的分配控制體系。儘管澳洲和美國沒有認可這個條約，但是俄羅斯在2004年認可了這個條約，從而達到了這個條約所要求的占全球溫室氣體排放量55%的國家數目，目前協議已經開始發揮作用。但是因為中國和印度沒有參加這個條約，美國也沒有參加，所以實際上主要問題依然明顯存在。

據經濟學家估測，如果不加任何修正，徹底貫徹這一條約將要花費經濟富裕國家1.5萬億美元的成本。^[5]而國際組織為控制廢氣排放所作出的努力還是會招來更多的不合作情緒。從某種意義上講，《京都議定書》所規定的廢氣排放限量措施遠遠不足以解決溫室效應廢氣排放的問題。1995年，聯合國政府間氣候變化專門小組（United Nations Intergovernmental Panel on Climate Change）號召立即減少50%～70%的溫室效應廢氣排放量。然而廢氣排放不僅沒有降低，反而急速劇增，而且這種情況大都出現在發展中國家。

看來，企業和個人努力減少廢氣排放量及進行全球性限制措施所需的成本是無法預測的。然而，當發展中國家試圖走發達國家曾經走過的發展路徑的時候，難以避免的衝突便產生了——發展中國家的經濟發展加劇了環境汙染問題。事實上，環境汙染作為全球性的問題，不論其所需的成本多麼高昂，都需要由各個國家、各個企業來共同承擔。而這必然導致大多數企業在未來不太可能出現利潤的快速增長，以支持今天的股市價格。

國際上仍存在的針對發達國家經濟成功的怨恨情緒，以及共同的責任對企業利潤增長的種種限制，都使我們加劇了對股市前景黯淡的猜測。

投資者現在該何去何從？

儘管2000年以來，美國和其他國家的股市已經出現了調整，但是正如我們所看到的，目前的股價仍然處於較高的水準。此外，在許多城市房地產市場過度繁榮。如果在接下來幾年中，股票市場繼續下跌，或者房地產市場的泡沫突然破滅，那麼個人投資者、基金、學校捐贈基金和其他市場的受益者將會因此損失數萬億美元。

在本書第一版中，我警告說股票市場中真實的損失可能相當於毀掉全美所有的大學或者所有的農場，甚至可能是全美所有的住宅。自從本書第一版出版以來，美國證券市場的損失已經超過6萬億美元，這幾乎相當於美國家庭持有的房地產價值的60%。^[6]幸運的是，由於房地產的增值，這個損失被彌補了。但是，更多的損失仍然可能出現，並且不一定能被其他資產的增值所彌補。

有人可能會說，這樣的股市下跌絕對不會有負面作用，因為股價下跌並未帶來任何實際損失，只不過是紙上和我們思想上的變化。有人會說，如果市場真要下跌一半的話，不過是在市值方面又把我們帶回到了幾年前的股市。然而，問題在於，不同人承受了不同程度的損失。一些駕馭股市的人將樂於持股，保持收益；而剛入市的人則只有承擔損失了。因此，股市暴跌只會讓新入市的人更窮，而股市老手們則更富。

有些人過分依靠股市投資，或者過分看好未來市場的投資前景。我們可以想像一下，如果股市發生變化，將對這類投資者的生活產生何種影響。有些人為供子女上大學而從股市投資中留下一小部分錢作為儲蓄，這是遠遠不夠的，他們會發現手中各種股票組合的真實價值無法支付不斷上漲的大學學費。所以，他們的子女只有靠貸款讀書或者打工來支付學費，或者他們乾脆決定不上大學而直接去工作，把當醫生、律師或者其他體面的職業的美夢統統拋在腦後。

另有一些年齡較大的人會發現他們的個人生涯以及雄心壯志全面受挫。儘管他們手中的開支越來越緊，但收入水平還要繼續維持，每天的工作也要照常去做，於是那些原本希望用於實現個人夢想的時間和精力全都耗費在這些煩心事上了。

人們由於過於相信用養老金投資股市會收益頗豐的說法，實際上到頭來並無任何儲蓄以供養老，這些人會發現，養老金繳納計劃和社會保障金未能讓他們过上舒適的退休生活。如果回報率根本不存在，那麼長久縈繞在腦海中的“驚人”複利回報的說法就不攻自破了。因此，在這個老人依靠年輕人的社會裡，積蓄少的人只有自力更生，他們或許只能過簡單樸素的日子，那就意味著整天悶在家裡。

高等院校和基金會將大量的捐贈款投入股市，它們會發現，獲利的能力越來越差。例如，福特基金會（Ford Fund）在1969年股市高峰期間出版的一份頗具影響力的報告表明，人們應該把大量的教育資金投資於股市，以期獲得高額的回報。該基金會自己就採取了這種投資舉措。1974年股市崩盤之後，該基金會損失巨大，從41億美元跌到17億美元。該基金會將年補助金從1973年的1.77億美元縮減到1979年的0.76億美元。儘管該基金會仍繼續開展扶貧項目，但在學術研究補助金、學術交流項目和藝術領域研究方面進行了大量削減。羅切斯特大學曾經在1969年年度報告中被盛讚為向股市進軍的投資者，它後來也遭受了類似的打擊，該校於1973—1974年間損失了超過一半的助學基金。^[7]有朝一日，其他在股市中大舉投資的基金會和院校也可能會遭受同樣的損失，甚至更糟。

那麼，如今的投資者該何去何從呢？

投資多元化

對很多人來說，面對目前的市場狀況，首先要做的是根據當前自身的財產和特定環境，減少股票持有量，併購買更好的投資組合。就像我們許多人所知道的，不要過於依賴任何一項投資，應當採取多元化的投資策略。

然而，勸說個人或社會機構脫離股市投資是相當困難的。如果多數人突然採納了這一建議而撤資，整個股票市場就會驟然下跌。事實上，我們不可能全都脫離股市，最多只能把股票拋售給其他的投資者。最後總有人持有股票。那些在股市上漲時購買股票的人都已經不幸地犯了錯誤，現在再來糾正為時已晚了。

但是我們的確可以更好地進行多元化的投資。那些容易對某一資產（比如股票）產生過度反應的投資者可以將股票賣給那些更為理性的投資者。我們可以將持有的過多的國內股票賣給國外的投資者，而國外的投資者也可以這樣做。同樣地，那些對房地產風險反應過度的投資者可以減少他們的房地產，或者採取其他措施降低其所承擔的房地產的相關風險。

制定有效的計劃以增加儲蓄

我們可以做的另外一件事情就是制定一個有效的計劃來提高儲蓄率。基金會和大學院校則應該考慮減少獎學金和助學金投資的支出比率。

在世界上許多地方，股市繁榮的樂觀景象往往與個人儲蓄降低同時出現。在過去的20年中，儲蓄率在大多數發達國家是下降的。^[8]因為政府在出現赤字時，往往會動用儲蓄，因此儲蓄率的下降事實上可能會引起經濟中的諸多問題。但是這一問題目前還沒有得到足夠的重視。^[9]

個人應該考慮更多地儲蓄。只要不是在短期內突然迅速增加，儲蓄的增長將不會干擾經濟的運行。相反，就長期而言，它將使得經濟更加具有活力。當今社會中，醫療水準的改善和醫療技術的進步使得人們的壽命不斷延長，而生育率的下降和社會競爭的日趨激烈又使得年輕人對老年人的照料越來越少。在未來的幾十年裡，對老年人的贍養將成為社會的巨大負擔。當今的人們期望依靠他們的儲蓄去度過退休後的20年、30年甚至更長的時間。假設這種情況已經到來，那麼將會有一個很大的困惑：為什麼儲蓄利率一直在下降，而不是上升？推測起來只能與非理性繁榮有關。

同樣，那些參與股市投資的大學院校和基金會應當在可能的情況下減少支出比率。這與股市處於頂峰時期時一些助學基金的做法剛好相反。例如，國家補助金網路是一個健全的基金會組織，它在1999年公布了一份報告，敦促所有的基金會將法定的占資產5%的支出比率提高到6%。^[10]一些大學的基金會受到了股市繁榮和校友慷慨捐助的鼓動，增加了它們的支出比率。事實上，這種建議正起著嚴重的誤導作用。^[11]幸運的是，隨著市場的低迷，這種增加支出的呼聲已經減弱。除非這些支出是作為投資，並能夠有效地在未來產生收益，否則降低支出的比率是一種明智的做法。

2000年以來，股票下跌的市值已經相當於美國一年國民收入的50%。彌補這個損失的個人儲蓄的數目是巨大的。若沒有高的收益率

以及高複利，那麼必須將每年稅前收入的5%轉為存款，並且需要花近十年的時間才能彌補這個損失。這顯然是不可能的。

此外，股市中巨額的損失對於人們心理的影響並不能在更多的儲蓄中得到平衡。絕大多數人看起來不會花大量的時間去思考或者討論他們收入的多少應該留出來作為儲蓄。而事實上，人們什麼時候為自己的後半生儲蓄多少是一個非常重要的決定，對於這一問題的忽視是人們判斷中的一個奇怪的失誤。我讓我的助手去尋找建議人們儲蓄的文章。令我非常驚訝的是，他告訴我這樣的文章很少。

什洛莫·本納茲和理察·泰勒（Richard Thaler）有一個關於增加儲蓄率的非常明智的計劃。這個計劃的設計考慮了人們心理上的弱點。伯納茲和泰勒認為，限制儲蓄增長的主要原因是人們的習慣和自控能力的缺乏。他們成功地讓一些美國公司為它們的雇員執行“明天儲存更多”（SMT）計劃。在這個計劃中，雇員被要求提前把未來增長薪水的少部分拿出來，把它們存入儲蓄帳戶中。這個計劃的核心不需要改變今天的花錢習慣，而是僅僅減慢了花費增長的速率。伯納茲和泰勒發現在執行SMT計劃以後，儲蓄有了大幅度的增加。^[12]

事實上，職員們不用等著他們的僱主採用SMT計劃。人們可以在自己未來的收入中設定一個數目，當工資超過了這個數目，就將超出的部分留在一邊，用於儲蓄。另一種做法同樣可行，就是人們在進行大額消費，比如買房或者買新車的時候，主動降低自己的期望，這樣就可以避免個人支票額中更高的部分自動轉化成消費。

退休方案

自1982年股市跌入谷底以來，由僱主發起的固定繳費養老金計劃得到了發展，這個計劃不同於另一個歷史更長的固定繳費計劃，即企業保證雇員退休後的基本養老金。這一發展標誌著從由社會共同承擔養老責任到由個人負責其社會保障的思想轉變。401(k)計劃和類似的固定繳費計劃旨在鼓勵普通工作人員效仿富人的投資策略，以便為自己提供經濟保障。然而很少有人注意到，富人由於資產的整體水平較高，即使在股市下跌時，其損失對他們的總體資產來說也是微不足道的，不用擔心。

新養老金計劃的出現在許多方面是一個好的轉變，因為以前的固定繳費計劃通常不考慮通貨膨脹的影響（這是一個難以解釋的錯誤判斷，它使人們開始懷疑專家替自己管理投資是否真的能夠致富）。^[13]在舊的繳費計劃下，退休人員通常會看到，自己大部分養老金的真正價值由於通貨膨脹而損失殆盡。

然而，即使新的固定繳費養老金計劃避免了這個問題，在過渡期內仍存在著某些不足，即它還不能有效地保證領取養老金者的生活水準。規劃良好的固定繳費計劃可謂是領取養老金者的一項風險管理制度，它有利於減少低收入領取者的投資風險。現在，加入養老金計劃的人實際上可以按規定選擇自己的投資計劃，從而把握住自己的機遇。正如我們所看到的，他們可以靈活地選擇多種股市投資計劃，因此（正如本書第3章所講的），沒有必要把所有的錢都投入股市。

儘管沒有風險，但投資於保值貼補政府債券（government's inflation-indexed bonds）的計劃很少。保值貼補政府債券實際上是計劃退休者一項很好的選擇。它比股市投資更具安全感，有利於廣大低收入者進行投資。僱主和政府只需鼓勵投資者用退休基金購買公債或者加入401(k)計劃即可。現有的制度不鼓勵僱主對雇員的投資計劃施加領導壓力，只是要他們提供標準的選擇計劃，而這些計劃通常都是涉及股市的。

此外，投資者選擇的計劃比較單一。在20世紀90年代早期，大多數的401(k)餘額都投資於擔保投資契約（GICs）和由保險公司提供

的、不計通脹指數的固定收入投資形式上。GICs在20世紀90年代早期的兩次違約行為說明，它無法為投資者提供可靠的保證，因而名譽掃地。同時，大量的宣傳資料顯示，專家們一致認為人們投放到股市的資金還遠遠不夠。從那時起直到2000年股市達到頂峰，養老基金投資於股市的比例大幅提高。2000年以後，這一比例有所下降，但是降幅不大。一項研究表明，在2003年超過2/3的401(k)年金計劃餘額留在了股票市場中。^[14]

由於401(k)的大部分投資都在股市中發揮著作用，因此股市的狂跌將會給許多退休的投資者帶來極為嚴重的影響，而跌到近期價值的一半絕不是沒有可能的。考慮到缺乏大量的社會保障基金，而且大多數退休者除了養老金、房屋和社會保障基金之外一無所有，這種股市下跌及其後果的確要受到社會的關注。^[15]

然而，這種投資風險卻得不到社會足夠的關注。現在幾乎無人對此提高警惕，反而充滿了指責投資者過於保守而錯過最佳投資機會的責備之聲。

401(k)計劃的管理者通常不對雇員如何進行投資提供任何忠告，直到勞工局於1996年頒布有關規定。他們由於擔心承擔潛在的責任，一直都不對該計劃提出任何投資忠告。^[16]現在，該計劃將在某些時候警告投資者注意投資分散化的重要性，然而我們都知道，這些提醒與警告其實沒有什麼說服力，因此即使說了也無濟於事。通常採取何種策略是完全尊重投資者自己的選擇，這也造成了一些假象，讓別人以為這些投資者完全有理由、有權利將大量的資金投入股市，而且投資者的判斷完全出於個人的喜好，與流行文化虛構的股票投資機會毫無關係。

目前只為投資者提供選擇而不給予忠告的策略導致了嚴重的錯誤。而且，目前的市場風氣在向養老金計劃施加壓力，委婉地要求養老金計劃將資金投入股市，我們最終還是要利用政府政策來鼓勵投資者利用指數調整法不斷完善養老金計劃。

負責執行該計劃的權力機構（企業中的贊助者或該計劃自身的發起者）應當出面採取強有力的措施，反對將全部或近乎全部方案的餘額都投資到股市中，應當提倡分散化投資，主張將大部分餘額用於低

風險投資，如保值貼補債券等。此外，還應當推出考慮通脹指數的年度退休保險金制度，建議退休者以這種形式獲取退休收入。如果這些計劃有利於正常的指數調整，並發揮適當的作用，這對於低收入者來說是一個很強的動力，對於企業養老金計劃重新回到以前的固定繳費計劃也有很好的推動作用。這種指數也可以是消費價格指數或人均國民收入，或者是兩者的組合。^[17]今後，風險管理產品的變化會越來越多，雇員們就需要獲得更多的忠告來更好地使用這些產品。

改進社會保障制度

提出這一內容，旨在建議在股市投資時應當設立一部分社會保障信託基金（social security pension trust funds）。美國人已經驚訝於股市的高回報率，因而對社會保障投資的回報率比養老金計劃投資的回報率低得多而感到十分不解，同時也不明白為什麼要限制他們在股市中投資。如果政府想徹底貫徹這一政策，就必須與另一個重要的國家風險承擔機構協調關係。

我們可以將社會保障制度看成是政府對家庭內部共擔風險制度的運用。年輕一代認為，自己有義務照顧年邁的父母，以報養育之恩。中年人也認為自己同時負有照顧老人和孩子的責任。這些義務是由個人的道德心和愛心決定的，與法律責任的關係不大。因此，舊的家庭制度鼓勵幾代人共同承擔風險。如果一個人上有老下有小的話，他就要兩者兼顧，這不是某種契約形式決定的，而是由血緣關係和自身需要決定的。如果年長的人體弱多病，更需要依靠家人的照顧，那麼他們活得越長，就會獲得更多的家庭福利。如果年輕的家庭成員這樣做了，他們也會獲得更多的家庭福利。這樣一來，家庭中的幾代人就可以共同承擔風險了。

家庭共擔經濟風險制度的問題在於，它具有不可靠性。家庭成員可能會過早地死亡，或者到了法定年齡不能或不願履行義務。所以，建立社會保障制度旨在透過用幾代人之間的契約性義務，來替代單個家庭成員與他人的契約關係，從而緩和共擔經濟風險制度存在的矛盾。

在美國（與許多其他國家的制度一樣），社會保障制度從根本上講是一種所得稅扣除制度，工薪階層的投資並沒有投入到實際的資產中去，而是支付給了那些需要資助的退休者們。這樣一來，社會保障制度效仿了傳統的、不依賴任何投資的家庭制度。的確，傳統家庭制度不依靠投資而為今後的生活積累財富，因為通常情況下在10年左右的時間內缺乏供積蓄進行可靠投資的方式。現在整個社會對股市的信心過高，人們似乎感到購買股票就是一種有助於積蓄的可靠投資方式。事實上，人們並未廣泛地意識到現在已經越來越接近於從前的狀態了。購買股票並不是一種安全的投資方式，儘管國內外的個人投資

者都投資於安全、可靠的保值貼補政府債券，但這些政府債券卻不是整個社會的投資，因為它的淨價值為零。這些政府債券之所以安全、可靠，是因為納稅人保證按規定納稅。從整個國家來看，並不存在安全的投資方式，因為許多因素都可以導致經濟不穩定。如果經濟運轉不靈，國民收入下降，那麼就業人口的稅率就會提高，而保證向受保障的退休人員支付的社會救濟金卻不能下降，這樣社會就可能經歷一次後果嚴重的經濟衰退。為保護社會中的一部分人不受經濟損失而犧牲另一部分人的利益，導致他們承受經濟衰退帶來的嚴重損失，這種方法是不可取的。

美國於20世紀30年代建立了社會保障制度，被稱之為使第一批受益人獲取意外財富的制度。按常理說，他們對福利基金的貢獻遠不如他們的受益多。然而，這筆意外之財並不是信手拈來的，因為當家庭成員看到政府在救濟這些親屬時，便會考慮減少他們應盡的家庭義務。第一批意外之財獲得者的財富可能會被子女贍養支出的減少所抵消。子女透過交納社會保障金來代替花費時間和精力照顧父母的義務，這樣，社會保障制度只負責承擔子女本應承擔的照顧父母的責任，並未發生實質性的變化，只不過比從前更具有統一性和可靠性。

然而抵消了社會保障制度的利益就等於損失了幾代人之間需求的平衡感。這些現在已經落入俗套的說法仍在國會中爭執不休，而且用詞越來越故弄玄虛，證明家庭中存在顯而易見的相對需求的證據也越來越乏力。政府辯論的能力是有限的，它無法緊扣家庭成員的需求和各代人的能力而展開討論，因此，家庭仍舊是幾代人之間最根本的風險管理機構。

如果政府真的採納了某些人的不合理建議，用固定繳費養老金計劃代替現有的社會保障制度，將計劃的餘額投資於股市，甚至允許個人投資者自由選擇投資種類，那麼將會造成嚴重的後果。這樣的計劃會設法利用人們對金融市場正常運作的希望，來代替現有的服務於老年人的社會制度。採納這種計劃無疑會成為歷史性的錯誤。幸好大多數建議都提倡在股市中建立社會保障信託基金，這還算是一種穩定的投資方式。^[18]

社會保障制度改革不僅應當以在股市中投入信託基金的形式進行，而且應當使這種制度面對經濟風險時反應更快。這樣，才能保證

金融機構能夠共擔風險。繳納率與收益率應根據員工和退休人員的相對需求變化而不斷調整。無論是繳納金還是收益金都應當按指數計算，計算時不按消費價格指數，而是按照人均國民收入值。如果社會保障制度在家庭內部貫徹執行，我們就必須進行改革使其不斷制度化，使其看起來更公正、更人道，成為一種能夠承擔風險、緩和過重經濟負擔的制度。 [19]

運用溫和貨幣政策抑制投機性泡沫

回首往昔，當股市如泡沫般膨脹時，政府曾經採取過緊縮貨幣的政策。例如，1929年2月14日，聯準會將再貼現率從5%提高到6%，表面上是為了控制投機買賣。20世紀30年代初期，它採取了緊縮的貨幣政策，使股市下降逐漸演變為有史以來最大的跌幅，結果經濟進一步惡化，導致嚴重的全國性經濟蕭條。

1989年5月到1990年期間，正值日本股市的高漲期，日本銀行將再貼現率從2.5%提高到6%，以穩定金融市場（有人認為金融市場價格過高是由於寬鬆的貨幣政策造成的）和日元，而銀行的這一舉措造成股市下跌和緊隨而來的嚴重蕭條。^[20]

儘管在風雲變幻的年代裡很難擺脫這種無形的聯繫，但有一點我們都知道：利率政策是影響整個經濟的基本因素。它可以用來糾正投機性泡沫現象，但卻不能糾正整個經濟運行，正如全身放射療法起調整全局的作用，與外科雷射療法有所不同。而且，投機性泡沫就好比現在的狀態，它隨著人們思想的變化長期而緩慢地發展。利率的微小變化對這種思想沒有可預測的效果，但利率的巨大變化則有，因為這種變化對整個經濟的運行會造成毀滅性的影響。

20世紀30年代的經濟大蕭條從根本上講是由於貨幣當局試圖通過利率政策穩定投機市場的失敗舉動造成的，儘管它針對的不是股市，而是自身的貨幣市場，但還是造成了整個股市的危機。許多國家試圖用金本位制（gold standard）抵抗經濟蕭條的襲擊，保持固定的匯率制度。但實際上那些最早放棄貨幣保護政策的國家最早擺脫了經濟蕭條。^[21]

當股市價格過高時，貨幣當局適當地提高利率是有的放矢的，只要能使公眾認為利率上升的目的在於抑制投機買賣就不會有太大問題。然而，貨幣當局通常不應透過採取激進的貨幣緊縮政策來使投機性泡沫破滅。

輿論領導者的穩定權威

長久以來，知識分子和道義領導者限制金融市場內投機活動的方式是：在價格偏低或過高時，用發表評論等方式試圖引起公眾對此予以必要的關注。這種方法在歷史上曾被反覆採用，只不過其成功與否尚無定論。

在1907年股市下跌期間，也引發了一場銀行恐慌，國家金融巨頭們公開聲稱對股市仍信心十足，並表示即使傾家蕩產也在所不惜。約翰·D·洛克菲勒（John D. Rockefeller）說：“我個人對股票未來價值信心十足，也相信經濟狀況會逐步好轉。”他與J. P. 摩根組建了銀行家集合資金，借錢幫助銀行。1929年10月24日的“黑色星期四”（Black Thursday），國內最有影響力的五家銀行領導人會見了摩根，發表聲明宣稱，他們相信“市場的基本面將會逐步健全完善”^[22]。儘管他們未曾公布購股的具體計劃，聲明卻被解釋為他們將這麼做。這次試圖穩定市場的行動並未成功。幾天以後，1929年10月28—29日的股市危機便爆發了。

聯邦儲備委員會（Federal Reserve）成立後出現了三次重大的股市高峰期，即20世紀20年代末、60年代中期和90年代。每次高峰期，聯邦儲備委員會主席就會警告說股市價格已經偏高。本書前面提到過的1929年提高利率的措施是直接針對投機行為的。1966年股市高峰與1965年聯儲主席威廉·麥克切斯尼·馬丁（William McChesney Martin）的聲明幾乎同步。他表示，已察覺到當時的經濟狀況與20年代經濟危機前夕很相似，令人憂心忡忡。他舉例說，其中一個相似的特點就是社會上瀰漫著“新時代”已經開始的堅定信念。^[23]以後聯準會主席再沒有對股市過度增長發表過警告聲明，直到格林斯潘在1996年12月（即下一個股市高漲期的開端）發表的“非理性繁榮”的演講中再度提起。看來聯儲主席似乎保留了價格定位過高時期對股票市場價格的公開聲明。只不過無法判斷這些很少發表的聲明能否有效地穩定股票市場，我們也無法得知如果沒有這些聲明，股市將會有多大的震盪。

輿論決策者的措施或許會起某種作用，但效果並不顯著。如果他們真的對這些聲明不感興趣，或者被公眾認為是真正的道德領袖，那麼他們的聲明或許還會對市場有小小的穩定作用。

鼓勵建設性的交易

另一種有利於減少股市風險的方法是：在股市價格急劇變化的時候關閉市場。目前採用的跌停板制度（circuit breakers）就是這種措施的典型代表。根據《紐約股票80B號交易規則》，無論何時，當道瓊工業平均指數比前一天下午兩點收盤時下降10%時（相當於近期1100點的絕對下降），整個股市將關閉一小時；比前一天下午一點以前下降20%（相當於2250點）時，關閉兩小時；一天中的任何時間下降30%（相當於3350點）時，關閉至當日結束。這種關閉市場的措施為投資者提供了一段冷靜思考的時間，好讓他們三思而後行，從而抑制股市下跌帶來的恐慌。然而，這種短暫的關閉能否有效地抑制一天內的價格巨變，我們還不得而知。畢竟，歷史上最大的兩次股市危機，即1929年10月和1987年10月的兩次危機都發生在星期一，並且都是在前一個交易日價格下降之後中斷了整周的交易。

又如，為預防泡沫經濟而進行交易限制的另一個典型是賣空的上揚規則。證券交易委員會長期以來一直規定只有在上揚時期才可以進行賣空，也就是說，只有在前一期的交易處於股價上漲時期才允許進行賣空。

雖然關閉股市的方法各式各樣，如關閉幾秒鐘、幾分鐘、幾小時甚至數日，但都不會直接影響長期（指數年內）的股價變化，即股價真正大的變化。通過在公眾面前掩蓋股價在短期內大幅變化的現象，我們可以阻止因股價變化而引起的過度的公眾反應，從而防止長期股價趨勢隨著一天之內的股價巨變而發生變化，這種做法其實是無可厚非的。當日的股價巨變會成為公眾注意的焦點、媒體的噱頭，也會被人們長久銘記在心，特別是當股價的變化已經創下某種歷史紀錄的時候更易令人記憶猶新。相反，我們卻並不清楚短期關閉股市的策略對長期的股價變動究竟有何影響。如果股價巨變經過市場的自行調節很快又恢復正常了呢？比如像1987年10月的股價變化就是這種情況。或許，社會公眾在市場自身調節後，親身經歷一次股市危機比通過關閉股市而掩蓋潛在的股市危機會更有利於穩定市場。

要維護經濟的長期穩定，影響股票市場並使之保持平穩的上策就是擴大市場，通過擴大市場交易的範圍，使儘可能多的人更頻繁地參

加交易活動，這一點與我們在上一節裡提出的建議顯然是針鋒相對的。

假設投機性泡沫極大地受到口頭傳播效果的影響，或者受到周圍的訊息以及愛國主義情感的影響，那麼國外投資者就不可能像當地投資者一樣助長投機性泡沫，他們甚至有可能會採取一種抵消泡沫經濟的方式進行交易。例如1989年，當日經指數（Japanese Nikkei index）達到最高點時，我們的問卷調查結果卻顯示，日本普通社會事業機構投資者期望來年日經指數再上升9.5個百分點，而美國的投資者則預期日經指數將下降7.7個百分點。人們對市場產生了迥然不同的感覺。如果美國或國外投資者在日本市場的勢力能更加突出的話，那麼日本股市就不可能出現股價過高現象。^[24]因此，從更廣泛的意義上來講，通過鼓勵參與國際交易而擴大市場，可以平衡客戶們的不同預期，並對形成更為穩定的股票市場價格產生積極的影響。

我們認為，每天都採取措施來穩定市場的政策不是良策。從穩定經濟的角度看，無論是長期的錯誤定價，還是導致經濟崩潰的投機性泡沫，驟然的價格變動都不會比它們強多少。

如果有跡象表明投機性泡沫即將產生，那麼從整體上講，它的最終破滅實際上是一件好事。1997—1998年亞洲爆發了金融危機，國際投資者紛紛從亞洲市場撤出資本，這使本已遭受嚴重打擊的亞洲金融市場雪上加霜。但從長遠意義考慮，這並不是一場危機，而是一場自我反省的檢查，其目的是阻止有可能進一步惡化、導致災難性後果的泡沫繼續發展下去。這場危機促使亞洲人民在國外各種批評的啟示下重新反思他們的商業和經濟。從這層意義上講，這場金融危機讓亞洲各國受益匪淺。

如果採取正確的方式擴大市場，那麼基本面就會變得格外顯著。也就是說，公眾的注意力會脫離短期投資而被吸引到長期基本面上來。麥可·布倫南（Michael Brennan）曾提出應為標準普爾500家公司建立新的市場，即一個包括標準普爾500家公司股息總額的市場。例如，2005年將建立起一個可包括2006年標準普爾股息總額的市場，2006年將建立起可包括2007年標準普爾股息總額的市場，而2007年又將建立起一個可包括2008年標準普爾股息總額的市場。當市場積累的股息總額達到一定程度，比方說20年，這個市場就成了最終指數市場

（2025年）。布倫南認為：“這樣的市場會給分析者提供一種動力，鼓勵他們集中全力分析預測基礎訊息（即未來股息）……而不是僅僅專注於預測市場本身的水準。另外，由於市場指數水平必須與未來紅利相一致，因此，它們之間的關係可以反映出一種暗含的假設，那就是達到一定價值水平才有可能形成市場。這種假設很快就會成為關注和討論的焦點。”^[25]值得注意的是，布倫南的觀點與托賓的觀點存在著根本的不同，布倫南建議將公眾的注意力從長久持股這一點轉移到基本面上來。

人們有必要建立新的制度或市場，以使個人更容易避免投資股市的危險。我們已經創立了一些制度，如賣空、股票價格指數遠期和期權交易等，但並不受投資者青睞，大多數投資者也並未從中獲益。現在，許多投資者覺得他們被所持的股票套住了，而且不得不在交易後支付資本利得稅，但他們也找不到其他降低風險的方法。

金融技術的進步看起來似乎非常緩慢。但事實上，歷史已經證明了，新的經濟制度正是從看起來非常緩慢的第一步逐漸發展起來的。一個關於新制度的嘗試，其推進必將遇到很多困難和挫折。但是我們最終將學會如何處理它們。對金融制度的研究在過去幾十年中不斷發展，並且新的訊息技術的使用降低了金融服務和金融研究的成本，從而使新的金融技術被更為廣泛地應用。

幫助公眾去對衝風險

為了鼓勵適當的風險管理，特別是當重要的新市場出現時，權威人士的意見應當更強調真正的分散化投資。我在本書中說過，人們最終深深地受到頗具慧眼的專家意見——那種“他們說……”的權威言論——的影響，除非有專家鼓勵他們進行分散化投資，否則他們是不會這樣做的。

今天，雖然金融專家們極力推崇分散化投資，但他們並不真正強調分散化投資的確切含義。許多人仍然認為，只要持有在美國股市上多家公司的股票或任何美國股權共同基金，他們就做到了分散化投資。其實為了真正做到分散化投資，應當進行更廣泛的投資，並且必須十分注意其他可能存在的風險。

專家應當鼓勵人們去了解，真正的分散化投資在很大程度上意味著可以抵減被套牢的風險。^[26]它意味著對保障勞動力收入的資產進行投資，對在勞動力收入下降時升值的資產投資，或是對至少不會朝著同一個方向發展的資產進行投資。要想有效實現這一目標，必須透過賣出對收入總額有影響的期貨契約來建立宏觀市場，或者透過在現有資產中佔有一定份額來實現，這些現有資產與特殊勞動力收入有逆向的關聯性（或者說正向相關不那麼強）。^[27]它也意味著對有助於保障單個家庭房屋產權的投資，對住房價格下降時還能夠增值的資產進行投資。這可以通過對房屋產權投保，或是在單個家庭住宅期貨市場上賣出期貨契約直接實現，或是在效率略低的情況下，透過對與當地產權成反方向變動的資產投資來實現。由於勞動力收入與房屋產權在人們的財產中佔有最大的份額，所以抵消風險便成為了風險管理的關鍵職能。

這樣的風險抵消性投資被稱為套期保值，是商業風險管理中由來已久的一種方法。但是套期保值對於大多數人來說還很陌生，到今天甚至都很少有非專業人士能給它下一個明確的定義。過去人們常談論與收入和房價有關的如何收回投資的話題，如今它已不在人們談論的範圍之內了。

由於今天人們已經在傳統方式下進行了大量的投資，並且已經相信通過股票投資便一定能夠發財致富，因此，要改變人們的傳統思維往往很困難。指導個人投資的媒體，通常推崇那些已經發財致富的人的觀點，再不然就是偏信那些暗示自己的建議有助於致富的說法。如果從這一不切實際的想法出發去談論普遍的個人投資的保值問題，顯然是不可行的。新聞媒體和投資群體裡的一些人總不願意冒險去打破這種致富神話，因為他們正是依靠這種神話才獲得了今天的成功。但是，如果公眾觀念的主導者能夠意識到這一點並且自覺地強調必須在思想上作出的變化，那麼公眾的態度就會隨之轉變。一旦它變成了“他們說……”這樣的俗話，人們就會例行公事般地依據正確步驟進行套期交易來保障現有財產，就好像今天習以為常地購買房屋所有權保險一樣。

結論：真實的價值和真實的未來

投機市場偶爾會產生泡沫經濟的趨勢對於決策者們來說是很難察覺的。在試圖解決這些高風險投資所造成的問題時，他們將不得不考慮提高對於高風險投資特性的認識。遺憾的是，高風險投資的特性複雜多變，我們不可能指望在制定長期經濟目標的同時，以文件的形式規定任何既定決策的特殊作用。

用關閉和限制的方法來干預市場，雖然在一些特定的情況下很有效，但是在我們解決由投機性泡沫造成的問題時，這種方法顯然不應是首選之舉。投機市場的資源配置功能是決定性的（這一點我認為是毫無疑問的，故沒有在本書中闡述），但任何為紓解泡沫經濟而對市場採取的干預都會阻礙這些功能發揮作用。

不幸的是，在自由社會中，我們不可能保護人們免受因自己的過錯而造成的損失，不可能在完全肯定其成功可能性的前提下保護他們，也不可能完全保護社會免受不合理的樂觀或悲觀情緒的影響，情緒的反應本身就是人類生活的一部分。

處理投機風險的策略有點像應付不穩定政治的策略。我們擔心訴諸不正當手段或是草率下定論的政黨會贏得控制權，但我們並不想透過在動盪中取締某些政黨或對他們的活動徵稅的方法來避免這種危險；相反，我們允許各個政黨自由地發表意見，期望公眾最終會作出正確的選擇。這一令人欣慰的結果是透過計劃和不斷完善競選和選舉規則而得以實現的。

相比較而言，我們國家應對投機性泡沫的首要辦法是採取鼓勵交易的政策，同時給人們更多的機會去參與更廣泛、更自由的市場，透過建立日臻完善的社會保險制度和金融機構來更有效地控制真正的危險，從而能夠獲得更佳的效果。當我們每天經歷著股市中投機性泡沫的時候，應牢記的最重要的一點是，我們不應當為了它而分散對上述重要事務的注意力。

【注釋】

[1] 參見Case and Shiller, “The Efficiency of the Market for Single Family Homes.”

[2] 美國消費者聯盟 (Consumer Federation of America) 在2004年的調查中發現：33%的年收入在25000美元以下的美國人首選可調整利率的抵押，與此同時，20%的年收入在50000美元以上的首選也一樣。調查還發現，37%的西班牙裔和31%的非洲裔美國人，但是只有23%的白種人，首選可調整利率的抵押。26%的僅有高中文憑，但是僅有21%的有大學文憑的人首選可調整利率的抵押。從而，研究發現，以上人群對抵押貸款應隨利率上升而增加方面的潛力理解得相對較少。參見Consumer Federation of America, “Lower-Income and Minority Consumers Most Likely to Prefer and Underestimate Risks of Adjustable Rate Mortgages,” http://www.consumerfed.org/072604_ARM_Survey_Release.pdf (Washington, D. C.)。

[3] 參見Ray C. Fair, “How Much Is the Stock Market Overvalued?” unpublished paper, Cowles Foundation, Yale University, 1999。文章的修訂版參見Ray C. Fair, “Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy: Is the Fed Tightening Too Little and Too Late?” *Business Economics*, April 2000, pp. 7-14。在費爾寫這篇文章的五年後，公司的稅後利潤從1999年第一季度占GDP的6.5%增長到2004年第一季度的8.5%。按照這種增長速度，如果推斷正確，那麼收入如果占不到GDP的12%，至少也是非常接近。那麼費爾對收入增長和公眾對收入增長的容忍並不持很樂觀的態度的觀點錯了嗎？我不這麼認為。首先，著眼於過去收入的上下浮動並不是為了鼓勵人們推斷出最近的收入增長。在經濟從緩慢增長的時期恢復之後不久，將會有作為GDP一小部分的收入達到許多頂點。其次，因為公司利潤稅的下降和公司成本的削減，而不是獲利能力的增加，收入已經有了很大增長。稅收削減對於推斷更好的時期不是很重要，且不可能一直持續。

[4] 參見Arthur B. Kennickell, “A Rolling Tide: Changes in the Distribution of Wealth in the U. S. , 1989-2001,” <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf> (Washington, D. C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2003), Table 11。

[5] 參見William D. Nordhaus and Joseph G. Boyer, “Requiem for Kyoto: An Economic Analysis of the Kyoto Protocol” (New Haven, Conn. : Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1201, November 1998)。

[6] 美國聯邦儲備委員會資金流動帳戶 (the U. S. Federal Reserve's Flow of Funds Accounts) 把非營利組織和家庭聯結在一起，但是相對而言非營利組織只占一小部分。根據表B100e，非營利組織和家庭持有的公司資產和共同基金從1999年的14.7萬億美元降到2002年的8.5萬億美元，損失了6.2萬億美元。根據表B100，在1999年非營利組織和家庭擁有的房地產價值是10.3萬億美元，從而股票市場的損失差不多是1999年房地產價值的60%。

[7] Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation* (Barker Report) (New York: Ford Foundation, 1969); Kathleen Teltsch, “Streamlining the Ford Foundation,” *New York Times*, October 10, 1982, p. 41。1973—1974年股市崩盤對哈佛大學、羅切斯特大學和耶魯大學所接受捐贈的影響，參見Andrew Tobias, “The Billion-Dollar Harvard-Yale Game,” *Esquire*, December 19, 1978, pp. 77-85。該文最先記載了耶魯大學對1969年福特基金會報告的反應是，將其大筆捐款投資股市，但正好趕上了1973—1974年的股市崩盤，因此損失慘重，此事後來經常被人提到。但是仔細閱讀該文會發現，他的數據並不支持這一結論。雖然耶魯大學在1973—1974年的股市崩盤中確實損失不小，但福特基金會報告發表後耶魯大學事實上並沒有增加對股市的投資。恰恰相反，在1973—1974年的崩盤之前，耶魯減少了其用於股市風險投資的捐款數額。

[8] 根據經濟合作與發展組織最近的一份研究，1984—2001年，在澳洲、奧地利、比利時、加拿大、芬蘭、義大利、日本、韓國、紐西蘭、葡萄牙、西班牙、英國和日本家庭儲蓄利率下降。不到上面半數的國家如法國、德國、荷蘭、挪威、瑞典和瑞士儲蓄利率上升。

[9] 參見 Laurence J . Kotlikoff and Scott Burns , *The Coming Generational Storm* (Cambridge , Mass . : MIT Press , 2004) 。

[10] Christine Triano , “Private Foundations and Public Charities : Is It Time to Increase Payout ? ”<http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutppr-table.htm1#fulltext> (National Network of Grantmakers , 1999) 。

[11] 耶魯大學從2000年開始限制自己深入股市，避免了很大的損失。參見David Swensen , *Pioneering Portfolio Management* (Glencoe , Ill . : Free Press , 2000) 。

[12] 參見Shlomo Benartzi and Richard Thaler , “Save More Tomorrow : Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving , ”*Journal of Political Economy* , 112 (1) (2004) : S164-S187。

[13] 我曾分析過為什麼公眾對將其合約編入索引不感興趣，原因有許多：他們為貨幣幻覺所束縛，把貨幣視為價值的最終代表物（見第3章）；他們沒有意識到價格波動的風險，並且對公式和價格指數持懷疑態度。參見Robert J . Shiller , “Public Resistance to Indexation : A Puzzle , ”*Brookings Papers on Economic Activity* , 1 (1997) : 159-211。

[14] 根據EBRI/ICI調查，平均起來，在2003年67%的參與者將他們的計劃餘額直接或間接投入風險補償股票基金，其中包括資本基金、公司股票和一部分美國互助信託投資基金。參見Sara Holden and Jack VanDerhei , “401 (k) Plan Asset Allocation , Account Balances , and Loan Activity in 2003 , ”*Investment Company Institute Perspective* , 10 (2) (2004) : 1-16。根據一項研究經理人退休金計劃的TIAA-CREF調查，投資風險補償股票的參與者從2000年頂點的64.1%下降到2003年的54.3%。自2000年以來，通貨膨脹指數一直在增長。但是在2003年只增長了1.6%。參見TIAA-CREF Institute , “Participant Asset Allocation Report , ”<http://www.tiaa-crefinstitute.org/Data/statistics/pdfs/AAdec2003.pdf> , Table 3。

[15] 為了分析退休人員的資產，可參見Alan L . Gustman and Thomas L . Steinmeier , “Effects of Pensions on Savings : Analysis with Data from the Health and Retirement Survey , ”*Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* , 50 (1999) : 271-324。

[16] 參見 U . S . Department of Labor , Pension and Welfare Benefits Administration , “Participant Investment Education : Final Rule , ”29 CFR Part 2509 , Interpretive Bulletin 96-101 , *Federal Register* , 61 (113) (1996) : 29 , 585-590 , <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96-14093.htm>。

[17] 參見Robert J . Shiller , “Social Security and Institutions for Intergenerational , Intragenerational and International Risk Sharing , ”*Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* , 50 (1999) : 165-204。

[18] 如果採用明確的社會保障計劃，我們肯定會遇到這樣一個問題：誰來支付當前退休人員的欠款？參見John Geanakoplos , Olivia S . Mitchell , and Stephen P . Zeldes , “Social Security Money's Worth , ”in Olivia S . Mitchell , Robert J . Myers , and Howard Young (eds .) , *Prospects for Social Security Reform* (Philadelphia : University of Pennsylvania Press , 1999) , pp . 79-151。

[19] 參見Shiller , “Social Security and Institutions . ”

[20] 野口悠紀雄 (Yukio Noguchi , *Baburu no Keizaigaku (Bubble Economics)* (Tokyo : Nihon KeiZai Shimbun Sha , 1992)) 認為，即使沒有這一貨幣政策，泡沫也不會破滅，這是有道理的。人們對投機買賣的期望有所改變說明日本股市下跌還有其他一些原因；參見Robert J . Shiller , Fumiko Kon-Ya , and Yoshiro Tsutsui , “Why Did the Nikkei Crash ?

Expanding the Scope of Expectations Data Collection , ”*Review of Economics and Statistics* , 78 (1) (1996) : 156-164。

[21] 參見 Barry Eichengreen , *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression : 1919-1939* (New York : Oxford University Press , 1992) , Table , 12 . 1 , p . 351。

[22] “Courtelyou Puts in \$ 25000000 , ”*New York Times* , October 24 , 1907 , p . 1 ; “Worst Stock Crash Stemmed by Banks , ”*New York Times* , October 25 , 1929 , p . 1 .

[23] “Will History Repeat the '29 Crash ? ”*Newsweek* , June 14 , 1965 , p . 78 .

[24] 參見Shiller , Kon-Ya , and Tsutsui , “Why Did the Nikkei Crash ? ”

[25] Michael Brennan , “Stripping the S&P 500 , ”*Financial Analysts' Journal* , 54 (1) (1998) : 14 .

[26] 參見Marianne Baxter and Urban Jermann , “The International Diversification Puzzle Is Worse than You Think , ”*American Economic Review* , 87 (1997) : 170-180。

[27] Athanasoulis和我認為，用理論金融模型模擬實際數據，可以得出對國民收入風險的管理對經濟福利有較大影響。參見Stefano Athanasoulis and Robert J . Shiller , “World Income Components : Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities , ”*American Economic Review* , 91 (4) (2001) : 1031-1054。

參考文獻

Abarbanell , Jeffrey , and Reuven Lehavy . “Biased Forecasts or Biased Earnings ? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast . ” *Journal of Accounting and Economics* , 35 (2003) .

Abbott , Max Wenden , and Rachel A . Volberg . *Gambling and Problem Gambling in the Community : An International Overview and Critique* . Report No . 1 of the New Zealand Gaming Survey , 1999 , p . 35 .

Advisory Committee on Endowment Management . *Managing Educational Endowments : Report to the Ford Foundation* (Barker Report) . New York : Ford Foundation , 1969 .

Allen , Franklin , Stephen Morris , and Andrew Postlewaite . “Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information . ” *Journal of Economic Theory* , 61 (1993) : 206-229 .

Allen , Frederick Lewis . *Only Yesterday* . New York : Harper and Brothers , 1931 .

Ammer , Dean S . “Entering the New Economy . ” *Harvard Business Review* , September-October 1967 , pp . 3-4 .

Ang , Andrew , and Geert Bekaert . “Stock Return Predictability : Is It There ? ” Unpublished paper , Columbia University , 2004 .

Arthur , Brian , John H . Holland , Blake LeBaron , Richard Palmer , and Paul Tayler . “Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market , ” in W . B . Arthur , S . Durlauf , and D . Lane (eds .) , *The Economy as an Evolving Complex System II* . Reading , Mass . : Addison-Wesley , 1997 .

Asch , Solomon . *Social Psychology* . Englewood Cliffs , N . J . : Prentice Hall , 1952 .

Athanasoulis , Stefano , and Robert J . Shiller . “The Significance of the Market Portfolio . ” *Review of Financial Studies* , 13 (2) (2000) : 301-329 .

——— . “World Income Components : Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities . ” *American Economic Review* , 91 (4) (2001) : 1031-1054 .

Avery , Christopher , and Peter Zemsky . “Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets . ” *American Economic Review* , 88 (4) (1998) : 724-748 .

Bailey , Norman T . *The Mathematical Theory of Epidemics* . London : C . Griffin , 1957 .

Baker , Malcolm , Joshua Coval , and Jeremy C . Stein . “Corporate Financing Decisions when Investors Take the Path of Least Resistance , ” Unpublished paper , Harvard Business School , 2004 .

Baker , Malcolm , and Jeffrey Wurgler . “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Return . ” *Journal of Finance* , 55 (5) (2000) : 2219-2257 .

Bakshi , Gurdip S . , and Zhiwu Chen . “Baby Boom , Population Aging and Capital Markets . ” *Journal of Business* , 67 (1994) : 165-202 .

Ballinger , Kenneth . *Miami Millions : The Dance of the Dollars in the Great Florida Land Boom of 1925* . Miami , Fla . : Franklin Press , 1936 .

Banerjee , Abhijit V . “A Simple Model of Herd Behavior . ” *Quarterly Journal of Economics* , 107 (3) (1992) : 797-817 .

Barber , Brad , Reuven Lehavy , Maureen McNichols , and Brett Trueman . “Can Investors Profit from the Prophets ? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns . ” *Journal of Finance* , 56 (1) (2001) : 531-563 .

Barber , Brad M . , Yi-Tsung Lee , Yu-Jane Liu , and Terrance Odean . “Do Individual Day Traders Make Money ? Evidence from Taiwan . ” Unpublished paper , University of California , Davis , 2004 .

Barber , Brad M . , and Terrance Odean . “Online Investors : Do the Slow Die First ? ” *Review of Financial Studies* , 15 (2) (2002) : 455-489 .

Barberis , Nicholas , Ming Huang , and Tano Santos . “Prospect Theory and Asset Prices . ” *Quarterly Journal of Economics* , 116 (2001) : 1-53 .

Barberis , Nicholas , Andrei Shleifer , and Robert Vishny . “A Model of Investor Sentiment . ” *Journal of Financial Economics* , 49 (1998) : 307-343 .

Barlow , Robin , Harvey E . Brazer , and James N . Morgan . *Economic Behavior of the Affluent* . Washington , D . C . : Brookings , 1966 .

Barro , Robert , and Xavier Sala-i-Martin . *Economic Growth* . New York : McGraw-Hill , 1995 .

Barsky , Robert , and J . Bradford De Long . “Why Have Stock Prices Fluctuated ? ” *Quarterly Journal of Economics* , 108 (1993) : 291-311 .

Barsky , Robert and Lutz Kilian . “Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation ? A Monetary Alternative . ” *NBER Macroeconomics Annual 2001* . Cambridge Mass . : National Bureau of Economic Research , 2001 , pp . 137-182 .

—— . “Oil and the Macroeconomy since the 70s . ”Unpublished paper , University of Michigan , 2004 , Reprinted in *Journal of Economic Perspectives* , forthcoming .

Bartholomew , David J . *Stochastic Models for Social Processes* . New York : John Wiley and Sons , 1967 .

Basu , Sanjoy . “The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios : A Test of the Efficient Markets”*Journal of Finance* , 32 (3) (1977) : 663-682 .

Batra , Ravi . *The Great Depression of 1990 : Why It's Got to Happen , How to Protect Yourself* , Rev . ed . New York : Simon and Schuster , 1987 .

Baxter , Marianne , and Urban Jermann . “The International Diversification Puzzle Is Worse than You Think . ”*American Economic Review* , 87 (1997) : 177-180 .

Bell , David E . “Regret in Decision Making under Uncertainty . ”*Operations Research* , 30 (5) (1982) : 961-981 .

Benartzi , Shlomo . “Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock ? ”Unpublished paper , Anderson School , University of California , Los Angeles , 1999 .

Benartzi , Shlomo , and Richard H . Thaler . “Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle . ”*Quarterly Journal of Economics* , 110 (1) (1995) : 73-92 .

—— . “Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans . ”*American Economic Review* , 91 (1) (2001) : 79-98 .

—— . “Save More Tomorrow : Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving . ”*Journal of Political Economy* , 112 (1) (2004) : S164-S187 .

Bergman , Nittai , and Dirk Jenter . “Employee Sentiment and Stock Option Compensation , ”Unpublished paper , Massachusetts Institute of Technology , 2004 .

Bikhchandani , S . D . , David Hirshleifer , and Ivo Welch . “A Theory of Fashion , Social Custom and Cultural Change . ”*Journal of Political Economy* , 81 (1992) : 637-654 .

Blanchard , Olivier , and Stanley Fischer . *Lectures on Macroeconomics* . Cambridge , Mass . : MIT Press , 1989 .

Boldrin , Michael , and Michael Woodford . “Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos : A Survey . ”*Journal of Monetary Economics* , 25 (2) (1990) : 189-222 .

Bolen , D . W . , and W . H . Boyd . “Gambling and the Gambler : A Review of Preliminary Findings . ”*Archives of General Psychiatry* , 18 (5) (1968) : 617-629 .

Bootle , Roger . *The Death of Inflation : Surviving and Thriving in the Zero Era* . London : Nicholas Brealey , 1998 .

Borio , Claudio , and Patrick McGuire . “Twin Peaks in Equity and Housing Prices ? ”*BIS Quarterly Review* , March 2004 , pp . 79-93 .

Bowman , Karlyn . “A Reaffirmation of Self-Reliance ? A New Ethic of Self-Sufficiency ? ”*The Public Perspective* , February-March 1996 , pp . 5-8 .

Brennan , Michael . “Stripping the S&P 500 . ”*Financial Analysts' Journal* , 54 (1) (1998) : 12-22 .

Brooks , Robin . “Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions . ”Unpublished Ph . D . dissertation , Yale University , 1998 .

Brown , Stephen J . , William Goetzmann , and Stephen Ross . “Survival .” *Journal of Finance* , 50 (1995) : 583-573 .

Bruno , Michael , and William Easterly . “Inflation Crises and Long-Run Growth .” *Journal of Monetary Economics* , 41 (1) (1998) : 2-26 .

Bulgatz , Joseph . *Ponzi Schemes , Invaders from Mars , and Other Extraordinary Popular Delusions , and the Madness of Crowds* . New York : Harmony , 1992 .

Bullock , Hugh . *The Story of Investment Companies* . New York : Columbia University Press , 1959 .

Burnam , Tom . *More Misinformation* . Philadelphia : Lippincott and Crowell , 1980 .

Campbell , John Y . , and John Ammer . “What Moves Stock and Bond Markets ? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns .” *Journal of Finance* , 48 (1) (1993) : 3-38 .

Campbell , John Y . , and John H . Cochrane . “By Force of Habit : A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior .” *Journal of Political Economy* , 107 (2) (1999) : 205-251 .

Campbell , John Y . , Andrew Lo , and Craig Mackinlay . *The Econometrics of Financial Markets* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1997 .

Campbell , John Y . , and Robert J . Shiller . “The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors .” *Review of Financial Studies* , 1 (1988) : 195-228 .

——— . “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook .” *Journal of Portfolio Management* , 24 (1998) : 11-26 .

—— . “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook : An Update . ”In Richard Thaler (ed .) , *Advances in Behavioral Finance II* . New York : Sage Foundation , 2005 .

Campbell , John Y . , and Motohiro Yogo . “Efficient Tests of Stock Return Predictability . ”National Bureau of Economic Research Working Paper No . w10026 , October 2003 .

Case , Karl E . “The Market for Single-Family Homes in the Boston Area . ”*New England Economic Review* , May-June 1986 , pp . 38-48 .

—— . “Measuring Urban Land Values . ”Unpublished paper , Wellesley College , October 26 , 1997 .

Case , Karl E . , John M . Quigley , and Robert J . Shiller . “Comparing Wealth Effects : The Stock Market vs . the Housing Market . ”National Bureau of Economic Research Working Paper No . 8606 , November 2001 .

Case , Karl E . , Jr . , and Robert J . Shiller . “The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets . ”*New England Economic Review* , November-December 1988 , pp . 29-46 .

—— . “The Efficiency of the Market for Single Family Homes . ”*American Economic Review* , 79 (1) (March 1989) : 125-137 .

—— . “A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes : Boston and Los Angeles 1983 to 1993 . ”*New England Economic Review* , March-April 1994 , pp . 40-51 .

—— . “Is There a Bubble in the Housing Market ? ”*Brookings Papers on Economic Activity* , 2003-II .

Cassidy , John . *Dot . con : How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era* . New York : Perennial Currents , 2003 .

Chen , Joseph , Harrison Hong , and Jeremy C . Stein . “Breadth of Ownership and Stock Returns . ” *Journal of Financial Economics* , 66 (2002) : 171-205 .

Chevalier , Judith , and Glenn Ellison . “Are Some Mutual Fund Managers Better than Others ? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance . ” *Journal of Finance* , 54 (3) (1999) : 875-899 .

Christiansen , Eugene Martin , and Sebastian Sinclair . *The Gross Annual Wager of the United States , 2000* . Christiansen Capital Advisors , 2000 .

Chwe , Michael Suk-Young . *Rational Ritual : Culture , Coordination , and Common Knowledge* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2003 .

Cochrane , John . *Asset Pricing* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2001 .

Cohen , Randolph . “Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions . ” Harvard Business School Working Paper Series , No . 03-112 , 2003 .

Cohen , Randolph , Christopher Polk , and Tuomo Vuolteenaho . “The Value Spread . ” *Journal of Finance* , 58 (2003) : 609-642 .

Cole , Kevin , Jean Helwege , and David Laster . “Stock Market Valuation Indicators : Is This Time Different ? ” *Financial Analysts Journal* , 52 (1996) : 56-64 .

Collins , Allan , Eleanor Warnock , Nelleke Acello , and Mark L . Miller . “Reasoning from Incomplete Knowledge , ” in Daniel G . Bobrow and Allan Collins (eds .) , *Representation and Understanding : Studies in Cognitive Science* . New York : Academic Press , 1975 , pp . 383-415 .

Consumer Federation of America . “Lower-Income and Minority Consumers Most Likely to Prefer and Underestimate Risks of Adjustable Rate

Mortgages . ”http://www.consumerfed.org/072604_ARM_Survey_Release.pdf . Washington , D . C .

Cooper , John C . B . “Price Elasticity of Demand for Crude Oil : Estimates for 23 Countries , ”*Opec Review* , 27 (1) (March 2003) : 1-8 .

Coronado , Julia Lynn , and Steven A . Sharpe . “Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble ? ”Washington D . C . : Board of Governors of the Federal Reserve System , Finance and Economics Discussion Series No . 2003-38 , 2003 .

Cowles , Alfred III , and associates . *Common Stock Indexes* , 2nd ed . Bloomington , Ind . : Principia Press , 1939 .

Cremer , Jacques and Djavad Salehi-Isfahani . “The Rise and Fall of Oil Prices : A Competitive View . ”*Annales d'Economi et de Statistique* , 3 (15-16) (December 1989) : 437-454 .

Cutler , David , James Poterba , and Lawrence Summers . “What Moves Stock Prices ? ”*Journal of Portfolio Management* , 15 (3) (1989) : 4-12 .

Daniel , Kent , David Hirshleifer , and Avanidhar Subrahmanyam . “Investor Psychology and Security Market Over-and Underreaction . ”*Journal of Finance* , 53 (6) (1998) : 1839-1886 .

Davis , Morris A . , and Jonathan Heathcote . “The Price and Quantity of Residential Land in the United States . ”Washington D . C . : Board of Governors of the Federal Reserve System , Finance and Economics Discussion Series No . 2004-37 , 2004 .

Day , Clarence . “Father Lets in the Telephone . ”In *Life with Father* . New York : Alfred A . Knopf , 1935 .

De Bondt , Werner , and Richard H . Thaler . “Does the Stock Market Overreact ? ” *Journal of Finance* , 40 (3) (1985) : 793-805 .

Dent , Harry S . *The Great Boom Ahead : Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity* . New York : Hyperion , 1993 .

——— . *The Roaring 2000s : Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History* . New York : Simon and Schuster , 1998 .

——— . *The Roaring 2000s Investor : Strategies for the Life You Want* . New York : Simon and Schuster , 1999 .

Desmond , Robert W . *The Information Process : World News Reporting to the Twentieth Century* . Iowa City : University of Iowa Press , 1978 .

Deutsch , Morton , and Harold B . Gerard . “A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment . ” *Journal of Abnormal and Social Psychology* , 51 (1955) : 629-636 .

Dice , Charles Amos . *New Levels in the Stock Market* . New York : McGraw-Hill , 1929 .

Diggins , John Patrick . *The Proud Decades : America in War and in Peace 1941-1960* . New York : W . W . Norton , 1988 .

Dimson , Elroy , Paul Marsh , and Mike Staunton . *Triumph of the Optimists : 101 Years of Global Investment History* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2002 .

Dornbusch , Rudiger , and Stanley Fischer . “The Open Economy : Implications for Monetary and Fiscal Policy , ” in Robert J . Gordon (ed .) , *The American Business Cycle : Continuity and Change* . Chicago : National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press , 1986 , pp . 459-501 .

Dumke , Glenn S . *The Boom of the Eighties in Southern California* . San Marino , Calif . : Huntington Library , 1944 .

Ehrlich , Paul R . *The Population Bomb* . New York : Ballantine Books , 1968 .

Eichengreen , Barry . *Golden Fetters : The Gold Standard and the Great Depression : 1919-1939* . New York : Oxford University Press , 1992 .

Eichengreen , Barry , James Tobin , and Charles Wyplosz . “Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance . ” *Economic Journal* , 105 (1995) : 162-172 .

Eichholtz , Piet A . “A Long Run House Price Index : The Herengracht Index , 1638-1973 . ” Unpublished paper , University of Limburg and University of Amsterdam , 1996 .

Elias , David . *Dow 40000 : Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History* . New York : McGraw-Hill , 1999 .

Elton , Edwin J . , Martin Gruber , and Christopher R . Blake . “The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance , ” *Journal of Business* , 69 (1996) : 133-137 .

——— . “Survivorship Bias and Mutual Fund Performance . ” *Review of Financial Studies* , 9 (4) (1996) : 1097-1120 .

Fair , Ray C . “How Much Is the Stock Market Overvalued ? ” Unpublished paper , Cowles Foundation , Yale University , 1999 . A revised version of this paper was published as part of Ray C . Fair , “Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy : Is the Fed Tightening Too Little and Too Late ? ” *Business Economics* , April 2000 , pp . 7-14 . Also available at <http://fairmodel.econ.yale.edu/rayfair/pdf/1999c.pdf> .

—— . “Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy : Is the Fed Tightening Too Little and Too Late ? ” *Business Economics* , April 2000 , pp . 7-14 . Also available at <http://fairmodel.econ.yale.edu/rayfair/pdf/1999c.pdf> .

Fama , Eugene . “Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work . ” *Journal of Finance* , 25 (1970) : 383-417 .

Fama , Eugene , and Kenneth French . “The Cross Section of Expected Stock Returns . ” *Journal of Finance* , 47 (1992) : 427-466 .

Federal Reserve Board . “Humphrey-Hawkins Report July 22 , 1997 , Section 2 : Economic and Financial Developments in 1997 . ” <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm> .

Figlewski , Stephen . “The Informational Effects of Restrictions on Short Sales : Some Empirical Evidence . ” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 16 (1981) : 463-476 .

Fischel , William A . *Regulatory Takings : Law , Economics and Politics* . Cambridge , Mass . : Harvard University Press , 1995 .

—— . *The Homevoter Hypothesis : How Home Values Influence Local Government Taxation , School Finance , and Land-Use Policies* . Cambridge , Mass . : Harvard University Press , 2001 .

Fischhoff , Baruch , Paul Slovic , and Sarah Lichtenstein . “Knowing with Uncertainty : The Appropriateness of Extreme Confidence . ” *Journal of Experimental Psychology : Human Perception and Performance* , 3 (1977) : 522-564 .

Fisher , E . M . *Urban Real Estate Markets : Characteristics and Financing* . New York : National Bureau of Economic Research , 1951 .

Fisher , Irving . *The Stock Market Crash—and After* . New York : Macmillan , 1930 .

Fleming , Thomas . *Around the Pan with Uncle Hank : His Trip through the Pan-American Exposition* . New York : Nutshell , 1901 .

Foot , David K . , and Daniel Stoffman . *Boom , Bust & Echo : How to Profit from the Coming Demographic Shift* . Toronto : McFarlane , Walter and Ross , 1996 .

Forrester , Jay W . *World Dynamics* . Cambridge Mass : Wright-Allen Press , 1971 .

Frankel , Jeffrey . *On Exchange Rates* . Cambridge , Mass . : MIT Press , 1993 .

——— . “How Well Do Foreign Exchange Markets Work : Might a Tobin Tax Help ? ”in Mahbub ul Haq , Inge Kaul , and Isabelle Grunberg (eds .) , *The Tobin Tax : Coping with Financial Volatility* . New York : Oxford University Press , 1996 , pp . 41-81 .

French , Kenneth R . , and Richard Roll . “Stock Return Variances : The Arrival of Information and the Reaction of Traders . ”*Journal of Financial Economics* , 17 (1986) : 5-26 .

Froot , Kenneth , and Emil Dabora . “How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade ? ”*Journal of Financial Economics* , 53 (2) (1999) : 189-216 .

Froot , Kenneth , and Maurice Obstfeld . “Intrinsic Bubbles : The Case of Stock Prices . ”*American Economic Review* , 81 (1991) : 1189-1214 .

Galbraith , John Kenneth . *The Great Crash : 1929* , 2nd ed . Boston : Houghton Mifflin , 1961 .

Gale , William G . , and John Sabelhaus . “Perspectives on the Household Saving Rate . ”*Brookings Papers on Economic Activity* , 1 (1999) : 181-224 .

Gallin , Joshua . “The Long-Run Relation between House Prices and Income : Evidence from Local Housing Markets . ”Washington D . C . : Board of Governors of the Federal Reserve System , Finance and Economics Discussion Paper Series No . 2003 . 17 , 2003 .

Geanakoplos , John . “Common Knowledge . ”*Journal of Economic Perspectives* , 6 (4) (1992) : 53-82 .

Geanakoplos , John , Olivia S . Mitchell , and Stephen P . Zeldes . “Social Security Money's Worth , ”in Olivia S . Mitchell , Robert J . Myers , and Howard Young (eds .) , *Prospects for Social Security Reform* . Philadelphia : University of Pennsylvania Press , 1999 , pp . 79-151 .

Ger , Gueliz , and Russell W . Belk . “Cross-Cultural Differences in Materialism . ”*Journal of Economic Psychology* , 17 (1996) : 55-77 .

Gibson , George . *The Stock Markets of London , Paris and New York* . New York : G . P . Putnam's Sons , 1889 .

Gigerenzer , G . “How to Make Cognitive Illusion Disappear : Beyond Heuristic and Biases . ”*European Review of Social Psychology* , 2 (1991) : 83-115 .

Gilchrist , Helen , Robert Povey , Adrian Dickenson , and Rachel Povey . “The Sensation-Seeking Scale : Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays . ”*Personality and Individual Differences* , 19 (4) (1995) : 513-516 .

Glaeser , Edward . “Reinventing Boston : 1640 to 2003 . ”National Bureau of Economic Research Working Paper No . 10166 , 2004 .

Glaeser , Edward , and Albert Saiz . “The Rise of the Skilled City . ”National Bureau of Economic Research Working Paper No . 10191 , 2004 .

Glassman , James K . , and Kevin A . Hassett . *Dow 36000 : The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* . New York : Times Business/Random House , 1999 .

Goetzmann , William , and Roger Ibbotson . “Do Winners Repeat ? Patterns in Mutual Fund Performance . ” *Journal of Portfolio Management* , 20 (1994) : 9-17 .

Goetzmann , William , and Massimo Massa . “Index Fund Investors . ” Unpublished paper , Yale University , 1999 .

Gordon , Robert J . “U . S . Productivity Growth since 1879 : One Big Wave ? ” *American Economic Review* , 89 (2) (1999) : 123-128 .

Goyal , Amit , and Ivo Welch . “Predicting the Equity Premium with Dividend Ratios . ” *Management Science* , 49 (2003) : 639-654 .

Graham , Benjamin , and David Dodd . *Securities Analysis* . New York : McGraw-Hill , 1934 .

Grant , James . *The Trouble with Prosperity : A Contrarian Tale of Boom , Bust , and Speculation* . New York : John Wiley and Sons , 1996 .

Grebler , Leo , David M . Blank , and Louis Winnick . *Capital Formation in Residential Real Estate* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1956 .

Greenlees , J . S . “An Empirical Evaluation of the CPI Home Purchase Index 1973-8 . ” *American Real Estate and Urban Economics Association Journal* (1982) .

Greenspan , Alan . “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society . ” Speech before the American Enterprise Institute for Public Policy , Washington , D . C . , December 5 , 1996 . <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>

.

Greetham , Trevor , Owain Evans , and Charles I . Clough , Jr . “Fund Manager Survey : November 1999 . ”London : Merrill Lynch & Co . , Global Securities Research and Economics Group , 1999 .

Griffin , John M . , and G . Andrew Karolyi . “Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies . ”*Journal of Financial Economics* , 50 (1998) : 351-373 .

Grinblatt , Mark , and Matti Keloharju . “Distance , Language , and Culture Bias : The Role of Investor Sophistication”*Journal of Finance* , 56 (3) (2001) : 1053-1073 .

Grossman , Sanford J . , and Robert J . Shiller . “The Determinants of the Variability of Stock Market Prices . ”*American Economic Review* , 71 (1981) : 222-227 .

Gustman , Alan L . , and Thomas L . Steinmeier . “Effects of Pensions on Savings : Analysis with Data from the Health and Retirement Survey , ”*Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* , 50 (1999) : 271-324 .

Hamilton , James T . *All the News That's Fit to Sell : How the Market Transforms Information into News* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2004 .

Heaton , John , and Deborah Lucas . “Stock Prices and Fundamentals . ”Unpublished paper , Northwestern University , 1999 .

Heston , Steven L . , and K . Geert Rouwenhorst . “Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification ? ”*Journal of Financial Economics* , 36 (1994) : 3-27 .

Hjalmarsson , Erik . “Predicting Global Stock Returns with New Methods for Pooled and Long-Run Forecasting Regressions . ”Unpublished paper , Yale University , 2004 .

Holden , Sara , and Jack VanDerhei . “401 (k) Plan Asset Allocation , Account Balances , and Loan Activity in 2003 .”*Investment Company Institute Perspective* , 10 (2) (2004) : 1-16 .

Homer , Sidney . *A History of Interest Rates* . New Brunswick , N . J . : Rutgers University Press , 1963 .

Hong , Harrison , and Jeremy Stein . “A Unified Theory of Underreaction , Momentum Trading , and Overreaction in Asset Markets .”*Journal of Finance* , 54 (6) (1999) : 2143-2184 .

Hoyt , Homer . *One Hundred Years of Land Values in Chicago : The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Its Land Values* . Chicago : University of Chicago Press , 1933 .

Huberman , Gur and Wei Jiang , “Offering versus Choice in 401 (k) plans : Equity Exposure and Number of Funds , ”Unpublished paper , Columbia University , 2004 .

Huberman , Gur , and Tomer Regev . “Speculating on a Cure for Cancer : A Non-Event That Made Stock Prices Soar .”*Journal of Finance* , 56 (1) (2001) : 387-396 .

Ibbotson Associates . *Stocks , Bonds , Bills and Inflation : 1999 Yearbook , Market Results for 1926-1998* . Chicago : Ibbotson Associates , 1999 .

Inglehart , Ronald . “Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems .”*American Political Science Review* , 79 (1) (1985) : 97-116 .

International Monetary Fund . *International Financial Statistics* . Washington , D . C . , 1999 .

Investment Company Institute . *Mutual Fund Fact Book* . Washington , D . C . , 1999 .

Jegadeesh , Narasimhan , and Sheridan Titman . “Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency .” *Journal of Finance* , 48 (1993) : 65-91 .

Jones , Charles M . , and Owen A . Lamont . “Short Sale Constraints and Stock Returns .” *Journal of Finance* , November 2002 .

Jorion , Philippe , and William N . Goetzmann . “Global Stock Markets in the Twentieth Century .” *Journal of Finance* , 54 (3) (1999) : 953-980 .

Jung , Jeeman , and Robert J . Shiller . “Samuelson's Dictum and the Stock Market .” *Economic Inquiry* , 2005 .

Katona , George . *Psychological Economics* . New York : Elsevier , 1975 .

Kennickell , Arthur B . “A Rolling Tide : Changes in the Distribution of Wealth in the U . S . , 1989-2001 .” <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf> . Washington , D . C . : Board of Governors of the Federal Reserve System , September 2003 .

Keren , Gideon . “The Rationality of Gambling : Gamblers' Conceptions of Probability , Chance and Luck ,” in George Wright and Peter Ayton (eds .) , *Subjective Probability* . Chichester , England : John Wiley and Sons , 1994 , pp . 485-499 .

Keynes , John Maynard . *The General Theory of Employment , Interest and Money* . New York : Harcourt Brace and World , 1961 .

Khurana , Rakesh . *Searching for a Corporate Savior : The Irrational Quest for Charismatic CEOs* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 2002 .

Kindleberger , Charles P . *Manias , Panics and Crashes : A History of Financial Crises* , 2nd ed . London : Macmillan , 1989 .

King , Robert G . , and Ross Levine . “Finance and Growth : Schumpeter May Be Right . ” *Quarterly Journal of Economics* , 108 (1993) : 717-737 .

Kirman , Alan . “Ants , Rationality and Recruitment . ” *Quarterly Journal of Economics* , 108 (1) (1993) : 137-156 .

Klehr , Harvey . *The Heyday of American Communism : The Depression Decade* . New York : Basic Books , 1984 .

Kleidon , Allan . “Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models . ” *Journal of Political Economy* , 94 (1986) : 953-1001 .

Kotlikoff , Laurence J . , and Scott Burns . *The Coming Generational Storm* . Cambridge , Mass . : MIT Press , 2004 .

Krugman , Paul . “How Fast Can the U . S . Economy Grow ? ” *Harvard Business Review* , 75 (1977) : 123-129 .

Lambert , Craig . “Trafficking in Chance . ” *Harvard Magazine* , 104 (6) (July-August 2002) : 32 .

Lambert , Richard A . , W . Lanen , and D . Larker . “Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy . ” *Journal of Finance and Quantitative Analysis* , 24 (1985) : 409-425 .

Lamont , Owen A . , and Richard H . Thaler . “Can the Market Add and Subtract ? Mispricing in Stock Market Carve-Outs . ” *Journal of Political Economy* , 111 (2003) : 227-268 .

Lange , Oscar . “Is the American Economy Contracting ? ” *American Economic Review* , 29 (3) (1939) : 503-513 .

Langer , E . J . “The Illusion of Control . ” *Journal of Personality and Social Psychology* , 32 (1975) : 311-328 .

LaPorta , Rafael , Florencio Lopez-de-Silanes , and Andrei Shleifer . “Corporate Ownership around the World . ”*Journal of Finance* , 54 (1999) : 471-518 .

Lawrence , Joseph Stagg . *Wall Street and Washington* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1929 .

Lee , In Ho . “Market Crashes and Informational Avalanches . ”*Review of Economic Studies* , 65 (4) (1998) : 741-760 .

Lehmann , Bruce N . “Fads , Martingales , and Market Efficiency . ”*Quarterly Journal of Economics* , 60 (1990) : 1-28 .

Leland , Hayne . “Who Should Buy Portfolio Insurance ? ”*Journal of Finance* , 35 (1980) : 581-594 .

LeRoy , Stephen , and Richard Porter . “Stock Price Volatility : A Test Based on Implied Variance Bounds . ”*Econometrica* , 49 (1981) : 97-113 .

Lewellen , Jonathan . “Predicting Returns with Financial Ratios . ”MIT Sloan Working Paper No . 4374-02 , August 2002 . Forthcoming , *Journal of Financial Economics* .

Liang , J . Nellie , and Steven A . Sharpe . “Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns . ”Finance and Economics Discussion Series 1999-59 . Washington , D . C : Board of Governors of the Federal Reserve System , 1999 .

Lin , Hsiou-Wei , and Maureen F . McNichols . “Underwriting Relationships , Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations . ”*Journal of Accounting and Economics* , 25 (1) (1998) : 101-127 .

Lintner , John . “The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends , Retained Earnings and Taxes , ”*American Economic Review* , 46 (1956) : 97- 113 .

Loomes , Graham , and Robert Sugden . “Regret Theory : An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty . ”*Economic Journal* , 92 (1982) : 805-824 .

Loughran , Tim , and Jay R . Ritter . “Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency . ”*Journal of Financial Economics* , 55 (2000) : 361-389 .

Lucas , Robert E . “Asset Prices in an Exchange Economy . ”*Econometrica* , 46 (1978) : 1429-1445 .

Mackay , Charles . *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* . London : Bentley , 1841 .

Maier , N . R . F . “Reasoning in Humans . II . The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness . ”*Journal of Comparative Psychology* , 12 (1931) : 181-194 .

Mandelbrot , Benoit . *Fractals and Scaling in Finance : Discontinuity , Concentration , Risk* . New York : Springer-Verlag , 1997 .

Marsh , Terry A . , and Robert C . Merton . “Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices . ”*American Economic Review* , 76 (3) (1986) : 483-498 .

McCarthy , Jonathan , and Richard W . Peach . “Are Home Prices the Next ‘Bubble’ ? ”*Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* , 2004 .

McGrattan , Ellen R . , and Edward C . Prescott . “Is the Stock Market Overvalued ? ”*Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* , 24 (2000) : 20-40 .

—— . “Taxes , Regulations , and the Value of U . S . Corporations : A General Equilibrium Analysis . ”Research Department Staff Report 309 , Federal Reserve Bank of Minneapolis , 2002 (revised 2004 , <http://research.mpls.frb.fed.us/research/sr/sr309.pdf>) .

Meadows , Donella H . , Dennis L . Meadows , Jürgen Randers , and William W . Behrens III . *The Limits to Growth : A Report of the Club of Rome's Project in the Predicament of Mankind* . New York : Universe Books , 1972 .

Mehra , Raj , and Edward C . Prescott . “The Equity Premium Puzzle . ”*Journal of Monetary Economics* , 15 (1988) : 145-161 .

Meltzer , Allan H . “Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression . ”*Journal of Monetary Economics* , 2 (1976) : 455-471 .

Merton , Robert K . *Social Theory and Social Structure* . Glencoe , Ill . : Free Press , 1957 .

Milgram , Stanley . *Obedience to Authority* . New York : Harper and Row , 1974 .

Milgrom , Paul , and Nancy Stokey . “Information , Trade , and Common Knowledge . ”*Econometrica* , 49 (1982) : 219-222 .

Miller , Edward M . “Risk , Uncertainty and Divergence of Opinion . ”*Journal of Finance* , 32 (1977) : 1151-1168 .

Miller , Merton . “Behavioral Rationality in Finance : The Case of Dividends , ”in Robin M . Hogarth and Melvin W . Reder (eds .) , *Rational Choice : The Contrast between Economics and Psychology* . Chicago : University of Chicago Press , 1986 , pp . 267-284 .

Mitchell , Mark L . , and Jeffrey M . Netter . “Triggering the 1987 Stock Market Crash : Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways

and Means Tax Bill . ” *Journal of Financial Economics* , 24 (1989) : 37-68 .

Modigliani , Franco , and Richard A . Cohn . “Inflation , Rational Valuation , and the Market . ” *Financial Analysts' Journal* , 35 (1979) : 22-44 . Reprinted in Simon Johnson (ed .) , *The Collected Papers of Franco Modigliani* , Vol . 5 . Cambridge , Mass . : MIT Press , 1989 .

Nelson , William R . “Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns . ” Unpublished Ph . D . dissertation , Yale University , 1999 .

—— . “Why Does the Change in Shares Predict Stock Returns ? ” Finance and Economics Discussion Series 1999-2007 . Washington : Board of Governors of the Federal Reserve System , 1999 .

New York Stock Exchange . *The Public Speaks to the Exchange Community* . New York , 1955 .

—— . *New York Stock Exchange Fact Book* . New York , 1998 .

Niederhoffer , Victor . “The Analysis of World News Events and Stock Prices . ” *Journal of Business* , 44 (2) (1971) : 193-219 .

Niquet , Bernd . *Keine Angst vorm nächsten Crash : Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind* . Frankfurt : Campus Verlag , 1999 .

Nisbett , Robert E . , and Timothy DeCamp Wilson . “Telling More than We Can Know : Verbal Reports on Mental Processes . ” *Psychological Review* , 84 (3) (1977) : 231-259 .

Noguchi , Yukio . *Baburu no Keizaigaku (Bubble Economics)* . Tokyo : Nihon Keizai Shimbun Sha , 1992 .

Nordhaus , William D . , and Joseph G . Boyer . “Requiem for Kyoto : An Economic Analysis of the Kyoto Protocol . ” Cowles

Foundation Discussion Paper 1201 . New Haven , Conn . : Yale University , November 1998 .

Noyes , Alexander Dana . *Forty Years of American Finance* . New York : G . P . Putnam's Sons , 1909 .

Orman , Suze . *The 9 Steps to Financial Freedom* . New York : Crown , 1997 .

—— . *The Courage to Be Rich : Creating a Life of Material and Spiritual Abundance* . Rutherford , N . J . : Putnam , 1999 .

Pennington , Nancy , and Reid Hastie . “Reasoning in Explanation-Based Decision Making . ” *Cognition* , 49 (1993) : 123-163 .

Petersen , James D . , and Cheng-Ho Hsieh . “Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs ? ” *Real Estate Economics* , 25 (1997) : 321-345 .

Pitz , Gordon W . “Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities , ” in Lee W . Gregg (ed .) , *Knowledge and Cognition* . Potomac , Md . : Lawrence Erlbaum Associates , 1975 , pp . 29-41 .

Pliny the Younger . *Letters and Panegyrics* , trans . Betty Radice . Cambridge , Mass . : Harvard University Press , 1969 .

Posen , Adam S . “It Takes More than a Bubble to Become Japan . ” Institute for International Economics Working Paper No . 03-9 , October 2003 .

Poterba , James , and Lawrence Summers . “Mean Reversion in Stock Prices : Evidence and Implications . ” *Journal of Financial Economics* , 22 (1988) : 26-59 .

Presidential Task Force on Market Mechanisms . *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Brady Commission

Report) . Washington , D . C . : U . S . government Printing Office , 1988 .

Pressman , Steven . “On Financial Frauds and Their Causes : Investor Overconfidence . ” *American Journal of Economics and Sociology* , 57 (1998) : 405-421 .

Quattrone , G . A . , and Amos Tversky . “Causal versus Diagnostic Contingencies : On Self-Deception and the Voter's Delusion . ” *Journal of Personality and Social Psychology* , 46 (2) (1984) : 237-248 .

Reid , A . A . L . “Comparing Telephone with Face-to-Face Contact , ” in Ithiel de Sola Poole (ed .) , *The Social Impact of the Telephone* . Cambridge , Mass . : MIT Press , 1977 , pp . 386-414 .

Ritter , Jay R . “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings . ” *Journal of Finance* , 46 (1) (1991) : 3-27 .

——— . “Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency , ” *Journal of Financial Economics* , 55 (2000) : 361-389 .

Ritter , Jay R . , and Richard S . Warr . “The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982-1997 . ” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 37 (1) (2002) : 29-61 .

Roll , Richard . “Orange Juice and Weather . ” *American Economic Review* , 74 (1984) : 861-880 .

——— . “Price Volatility , International Market Links , and Their Implication for Regulatory Policies . ” *Journal of Financial Services Research* , 2 (2-3) (1989) : 211-246 .

Romer , Christina . “The Great Crash and the Onset of the Great Depression . ” *Quarterly Journal of Economics* , 105 (1990) : 597-624 .

Romer , David . *Advanced Macroeconomics* . New York : McGraw-Hill , 1996 .

Schäfer , Bodo . *Der Weg zur finanziellen Freiheit : In sieben Jahren die erste Million* . Frankfurt : Campus Verlag , 1999 .

Scherbina , Anna . “Stock Prices and Differences in Opinion : Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism . ”Kellogg Graduate School of Management Working Paper , April 2001 .

Shafir , Eldar , Peter Diamond , and Amos Tversky . “Money Illusion . ”*Quarterly Journal of Economics* , 112 (2) (1997) : 341-374 .

Shafir , Eldar , Itamar Simonson , and Amos Tversky . “Reason-Based Choice . ”*Cognition* , 49 (1993) : 11-36 .

Shafir , Eldar , and Amos Tversky . “Thinking through Uncertainty : Nonconsequential Reasoning and Choice . ”*Cognitive Psychology* , 24 (1992) : 449-474 .

Sharpe , Steven A . “Re-examining Stock Valuation and Inflation : The Implications of Analysts' Earnings Forecasts , ”*Review of Economics and Statistics* , 84 (4) (2002) : 632-648 .

——— . “How Does the Market Interpret Analysts'Long-Term Growth Forecasts ? ”Finance and Economics Discussion Paper Series 2002-7 , Washington D . C . : Federal Reserve Board , 2002 .

Shefrin , Hersh . *Beyond Greed and Fear : Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* . Boston : Harvard Business School Press , 2000 .

Shiller , Robert J . “The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure . ”*Journal of Political Economy* , 87 (1979) : 1062-1088 .

—— . “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends ? ”*American Economic Review* , 71 (3) (1981) : 421-436 .

—— . “Consumption , Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations . ”*Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* , 17 (1982) : 203-238 .

—— . “The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends . ”*American Economic Review* , 76 (3) (1986) : 499-503 .

—— . “Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash , ”in *NBER Macroeconomics Annual* . Cambridge , Mass . : National Bureau of Economic Research , 1988 , pp . 287-295 .

—— . “Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends . ”*Journal of Finance* , 44 (1989) : 719-729 .

—— . *Market Volatility* . Cambridge , Mass . : MIT Press , 1989 .

—— . “Market Volatility and Investor Behavior . ”*American Economic Review* , 80 (1990) : 58-62 .

—— . “Public Resistance to Indexation : A Puzzle . ”*Brookings Papers on Economic Activity* , 1 (1997) : 159-211 .

—— . “Why Do People Dislike Inflation ? ”in Christina D . Romer and David H . Romer (eds .) , *Reducing Inflation : Motivation and Strategy* . Chicago : University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research , 1997 , pp . 13-65 .

Shiller Robert J . “Social Security and Institutions for Intergenerational , Intragenerational and International Risk Sharing . ”*Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* , 50 (1999) : 165-204 .

—— . “Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence , ” *Journal of Psychology and Markets* , 1 (1) (2000) : 49-60 .

—— . “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance . ” *Journal of Economic Perspectives* , 17 (2003) : 83-104 .

Shiller , Robert J . , and Andrea Beltratti . “Stock Prices and Bond Yields : Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models ? ” *Journal of Monetary Economics* , 30 (1992) : 25-46 .

Shiller , Robert J . , Fumiko Kon-Ya , and Yoshiro Tsutsui . “Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash : The Case of Japan . ” *Journal of the Japanese and International Economies* , 5 (1991) : 1-13 .

—— . “Why Did the Nikkei Crash ? Expanding the Scope of Expectations Data Collection . ” *Review of Economics and Statistics* , 78 (1) (1996) : 156-164 .

Shiller , Robert J . , and John Pound . “Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors . ” *Journal of Economic Behavior and Organization* , 12 (1989) : 47-66 .

Shleifer , Andrei . *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance* . Oxford , England : Oxford University Press , 2000 .

Siegel , Jeremy J . “The Real Rate of Interest from 1800-1990 : A Study of the U . S . and the U . K . ” *Journal of Monetary Economics* , 29 (1992) : 227-252 .

—— . *Stocks for the Long Run* , 2nd ed . New York : McGraw-Hill , 1998 .

—— . *Stocks for the Long Run* , 3rd ed . New York : McGraw-Hill , 2002 . Also available at <http://jeremysiegel.com> .

—— . *The Future for Investors* . New York : Crown Business , 2005 .

Smith , Edgar Lawrence . *Common Stocks as Long-Term Investments* . New York : Macmillan , 1924 .

Smith , Vernon L . , Gary L . Suchanek , and Arlington W . Williams . “Bubbles , Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets . ” *Econometrica* , 56 (1988) : 1119-1151 .

Spillman , Lyn . “Enriching Exchange : Cultural Dimensions of Markets . ” *American Journal of Economics and Sociology* , 58 (4) (1999) : 1047-1071 .

Stanley , Thomas J . , and William D . Danko . *The Millionaire Next Door : The Surprising Secrets of America's Wealthy* . New York : Pocket Books , 1996 .

Statman , Meir , and Steven Thorley . “Overconfidence , Disposition , and Trading Volume . ” Unpublished paper , Santa Clara University , 1999 .

Stein , Emmanuel . *Government and the Investor* . New York : Farrar and Reinhart , 1941 .

Sterling , William P . , and Stephen R . Waite . *Boomernomics : The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare* . Westminster , Md . : Ballantine , 1998 .

Strahlberg , Dagmar , and Anne Maass . “Hindsight Bias : Impaired Memory or Biased Reconstruction . ” *European Review of Social Psychology* , 8 (1998) : 105-132 .

Straub , William F . “Sensation Seeking among High-and Low-Risk Male Athletes . ” *Journal of Sports Psychology* , 4 (3) (1982) : 243-253 .

Summers , Lawrence H . , and Victoria P . Summers . “When Financial Markets Work Too Well : A Cautious Case for a Securities Transactions Tax . ” *Journal of Financial Services Research* , 3 (2-3) (1988) : 163-188 .

Sutton , Gregory D . “Explaining Changes in House Prices . ” *Bank of International Settlements Quarterly Review* , September 2002 , pp . 46-55 .

Swensen , David . *Pioneering Portfolio Management* . Glencoe , Ill . : Free Press , 2000 .

Taleb , Nassim N . *Fooled by Randomness : The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets* , 2nd ed . New York : Texere , 2004 .

Thaler , Richard H . , ed . *Advances in Behavioral Finance II* . New York : Sage Foundation , 2005 .

Thaler , Richard H . , and Eric J . Johnson . “Gambling with the House Money and Trying to Break Even : The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice . ” *Management Science* , 36 (1990) : 643-660 .

Thompson , William N . *Legalized Gambling : A Reference Handbook* . Santa Barbara , Calif . : ABC-CLIO , 1994 .

TIAA-CREF Institute . “Participant Asset Allocation Report . ” <http://www.tiaacrefinstitute.org/Data/statistics/pdfs/AAdec2003.pdf> .

Tobias , Andrew . “The Billion-Dollar Harvard-Yale Game . ” *Esquire* , December 19 , 1978 , pp . 77-85 .

Tobin , James . “The New Economics One Decade Older , ” in *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honor of Joseph Schumpeter* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1974 .

Torous , Walter , Rossen Valkanov , and Shu Yan . “On Predicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables . ” *Journal of*

Business , 78 (1) (2005) .

Triano , Christine . “Private Foundations and Public Charities : Is It Time to Increase Payout ? ”<http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutpprtable.html#fulltext> . Minneapolis : National Network of Grantmakers , 1999 .

Tsatsaronis , Kostas , and Haibin Zhu . “What Drives Housing Price Dynamics : Cross-Country Evidence . ”*Bank of International Settlements Quarterly Review* , March 2004 , pp . 65-78 .

Tversky , Amos , and Daniel Kahneman . “Judgment under Uncertainty : Heuristics and Biases . ”*Science* , 185 (1974) : 1124-1131 .

Ul Haq , Mahbub , Inge Kaul , and Isabelle Grunberg (eds .) . *The Tobin Tax : Coping with Financial Volatility* . New York : Oxford University Press , 1996 .

U . S . Department of Labor , Pension and Welfare Benefits Administration . “Participant Investment Education : Final Rule . ”29 CFR Part 2509 , Interpretive Bulletin 96-1 . *Federal Register* , 61 (113) (1996) : 29 , 585-590 . Also available at <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96-14093.htm> .

Valkanov , Rossen . “Long-Horizon Regressions : Theoretical Results and Applications . ”*Journal of Financial Economics* , 68 (2003) : 201-232 .

Van Strum , Kenneth S . *Investing in Purchasing Power* . Boston : Barron's , 1925 .

Vasari , Giorgio . *The Life of Leonardo da Vinci* . New York : Longmans Green and Co . , 1903 .

Vuolteenaho , Tumo . “What Drives Firm-Level Stock Returns ? ” *Journal of Finance* , 57 (2002) : 233-264 .

Wanniski , Jude . *The Way the World Works* , 2nd ed . New York : Simon and Schuster , 1983 .

Warren , George F . , and Frank A . Pearson . *Gold and Prices* . New York : John Wiley and Sons , 1935 .

Warther , Vincent A . “Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns . ” *Journal of Financial Economics* , 39 (1995) : 209-235 .

Weber , Steven . “The End of the Business Cycle ? ” *Foreign Affairs* , 76 (4) (1997) : 65-82 .

Weissman , Rudolph . *The Investment Company and the Investor* . New York : Harper and Brothers , 1951 .

Welte , John W . , Grace M . Barnes , William F . Wieczorek , Marie-Cecile Tidwell , and John Parker . “Gambling Participation in the U . S . —Results form a National Survey , ” *Journal of Gambling Studies* , 19 (4) (2002) : 313-337 .

Willoughby , Jack . “Burning Up : Warning : Internet Companies Are Running Out of Cash—Fast . ” *Barron's* , March 20 , 2004 , pp . 29-32 .

Womack , Kent . “Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value ? ” *Journal of Finance* , 51 (1) (1996) : 137-167 .

World Bank . *Averting the Old Age Crisis* . New York : Oxford University Press , 1994 .

Wurgler , Jeffrey . “Financial Markets and the Allocation of Capital . ” *Journal of Financial Economics* , 58 (2000) : 187-214 .

Zaret , David . *Origins of Democratic Culture : Printing , Petitions , and the Public Sphere in Early-Modern England* . Princeton , N . J . : Princeton University Press , 1999 .

Zuckerman , Marvin , Elizabeth Kolin , Leah Price , and Ina Zoob . “Development of a SensationSeeking Scale . ” *Journal of Consulting Psychology* , 28 (6) (1964) : 477-482 .

Table of Contents

[書名頁](#)

[版權頁](#)

[譯者序](#)

[序言](#)

[本書的結構安排](#)

[目錄](#)

[第1章 股市價格水平的歷史回顧](#)

[市盈率](#)

[其他高市盈率的時期](#)

[利率](#)

[對非理性繁榮的憂慮](#)

[第2章 房地產市場的歷史回顧](#)

[住房價格的長期走勢](#)

[實際住房價格長期上升趨勢的缺失](#)

[實際住房價格沒有強勁的迅速上升趨勢的原因](#)

[當時和現在的非理性繁榮](#)

[研究路徑](#)

[第I篇 結構因素](#)

[第3章 誘發因素：市場經濟的疾速發展、網際網路以及其他事件](#)

[促使市場泡沫產生的12個因素](#)

[市場經濟的疾速發展與業主社會](#)

[政治和文化的變遷促進了商業的成功](#)

[新的訊息技術](#)

[支持性貨幣政策與格林斯潘對策](#)

[生育高峰及其對市場的顯著影響](#)

[媒體對財經新聞的大量報導](#)

[分析師愈益樂觀的預測](#)

[固定繳費養老金計劃的推廣](#)

[共同基金的增長](#)

[通貨膨脹回落及貨幣幻覺的影響](#)

交易額的增加：貼現經紀人、當天交易者及24小時交易

賭博機會的增加

小結

第4章 放大機制：自然形成的蓬齊過程

投資者信心的變化

對投資者信心的反思

關於預期的例證

對投資者期望和情緒的反思

公眾對市場的關注

投機性泡沫的回饋環理論

投資者對回饋和泡沫的理解

作為回饋模式和投機性泡沫的蓬齊騙局

欺騙、操縱和善意的謊言

自然形成的蓬齊過程所引起的投機性泡沫

證券市場與房地產市場中的回饋與交叉回

饋

當今的非理性繁榮和回饋環

第II篇 文化因素

第5章 新聞媒體

媒體在股市變化中發揮的鋪墊作用

媒體討論的形成

對市場前景的報導

過量的紀錄

重大新聞日真的伴隨著重大的股價變化嗎？

尾隨新聞

重大價格變化日無新聞

新聞是注意力連鎖反應的誘因

1929年崩盤時的新聞

1987年崩盤時的新聞

全球的媒體文化

新聞媒體在宣傳投機性泡沫中所起的作用

第6章 新時代的經濟思想

1901年的樂觀主義：20世紀的頂峰

20世紀20年代的樂觀主義

20世紀50年代和60年代的新時代思想

20世紀90年代牛市中的新時代思想

房地產市場繁榮中的新時代思想

新時代的終結

第7章 新時代與全球泡沫

近期內最重大的股市事件

與最大的價格變動相關的事件

新時代的終結和金融危機

上漲（下跌）的通常會下跌（上漲）

第Ⅲ篇 心理因素

第8章 股市的心理定位

股市的數量定位

股市的道德定位

過度自信和直覺判斷

定位的脆弱性：考慮未來決定的困難

第9章 從眾行為和思想傳染

社會影響與訊息

從眾行為的經濟理論和訊息層疊

人類訊息的處理與口頭傳播

面對面交流和媒體傳播

用於口頭傳播方式的傳播模型

人們心中矛盾觀點的匯集

基於社會的注意力變化

人們無法對注意力變化作出解釋

現在的情況

第Ⅳ篇 理性繁榮的嘗試

第10章 有效市場、隨機遊走和泡沫

有效市場和價格隨機遊走的基本論證

關於精明投資者的思考

“明顯”錯誤定價的例子

賣空限制和“明顯”錯誤定價的持續

錯誤定價的統計論證

收益變化和價格變化

市盈率和長期收益之間的歷史聯繫

股息變動和價格變動

過度波動和總體情況

第11章 投資者學習和忘卻

對風險的“學習”

“股票優於債券理論”在投資文化中的角色

對共同基金、分散化投資以及長期持有的了解

已知的和未知的

第V篇 採取行動

第12章 自由市場中的投機風險

道德規範和職業標準

可能出現的因素

公平與怨恨

承擔共同的責任

投資者現在該何去何從？

投資多元化

制定有效的計劃以增加儲蓄

退休方案

改進社會保障制度

運用溫和貨幣政策抑制投機性泡沫

輿論領導者的穩定權威

鼓勵建設性的交易

幫助公眾去對衝風險

結論：真實的價值和真實的未來

參考文獻

Table of Contents

[書名頁](#)

[版權頁](#)

[譯者序](#)

[序言](#)

[本書的結構安排](#)

[目錄](#)

[第1章 股市價格水平的歷史回顧](#)

[市盈率](#)

[其他高市盈率的時期](#)

[利率](#)

[對非理性繁榮的憂慮](#)

[第2章 房地產市場的歷史回顧](#)

[住房價格的長期走勢](#)

[實際住房價格長期上升趨勢的缺失](#)

[實際住房價格沒有強勁的迅速上升趨勢的原因](#)

[當時和現在的非理性繁榮](#)

[研究路徑](#)

[第I篇 結構因素](#)

[第3章 誘發因素：市場經濟的疾速發展、網際網路以及其他事件](#)

[促使市場泡沫產生的12個因素](#)

[市場經濟的疾速發展與業主社會](#)

[政治和文化的變遷促進了商業的成功](#)

[新的訊息技術](#)

[支持性貨幣政策與格林斯潘對策](#)

[生育高峰及其對市場的顯著影響](#)

[媒體對財經新聞的大量報導](#)

[分析師愈益樂觀的預測](#)

[固定繳費養老金計劃的推廣](#)

[共同基金的增長](#)

[通貨膨脹回落及貨幣幻覺的影響](#)

[交易額的增加：貼現經紀人、當天交易者及24](#)

[小時交易](#)

賭博機會的增加

小結

第4章 放大機制：自然形成的蓬齊過程

投資者信心的變化

對投資者信心的反思

關於預期的例證

對投資者期望和情緒的反思

公眾對市場的關注

投機性泡沫的回饋環理論

投資者對回饋和泡沫的理解

作為回饋模式和投機性泡沫的蓬齊騙局

欺騙、操縱和善意的謊言

自然形成的蓬齊過程所引起的投機性泡沫

證券市場與房地產市場中的回饋與交叉回饋

當今的非理性繁榮和回饋環

第II篇 文化因素

第5章 新聞媒體

媒體在股市變化中發揮的鋪墊作用

媒體討論的形成

對市場前景的報導

過量的紀錄

重大新聞日真的伴隨著重大的股價變化嗎？

尾隨新聞

重大價格變化日無新聞

新聞是注意力連鎖反應的誘因

1929年崩盤時的新聞

1987年崩盤時的新聞

全球的媒體文化

新聞媒體在宣傳投機性泡沫中所起的作用

第6章 新時代的經濟思想

1901年的樂觀主義：20世紀的頂峰

20世紀20年代的樂觀主義

20世紀50年代和60年代的新時代思想

20世紀90年代牛市中的新時代思想

房地產市場繁榮中的新時代思想

新時代的終結

第7章 新時代與全球泡沫

近期內最重大的股市事件

與最大的價格變動相關的事件

新時代的終結和金融危機

上漲（下跌）的通常會下跌（上漲）

第Ⅲ篇 心理因素

第8章 股市的心理定位

股市的數量定位

股市的道德定位

過度自信和直覺判斷

定位的脆弱性：考慮未來決定的困難

第9章 從眾行為和思想傳染

社會影響與訊息

從眾行為的經濟理論和訊息層疊

人類訊息的處理與口頭傳播

面對面交流和媒體傳播

用於口頭傳播方式的傳播模型

人們心中矛盾觀點的匯集

基於社會的注意力變化

人們無法對注意力變化作出解釋

現在的情況

第Ⅳ篇 理性繁榮的嘗試

第10章 有效市場、隨機遊走和泡沫

有效市場和價格隨機遊走的基本論證

關於精明投資者的思考

“明顯”錯誤定價的例子

賣空限制和“明顯”錯誤定價的持續

錯誤定價的統計論證

收益變化和價格變化

市盈率和長期收益之間的歷史聯繫

股息變動和價格變動

過度波動和總體情況

第11章 投資者學習和忘卻

對風險的“學習”

“股票優於債券理論”在投資文化中的角色

對共同基金、分散化投資以及長期持有的了解

已知的和未知的

第V篇 採取行動

第12章 自由市場中的投機風險

道德規範和職業標準

可能出現的因素

公平與怨恨

承擔共同的責任

投資者現在該何去何從？

投資多元化

制定有效的計劃以增加儲蓄

退休方案

改進社會保障制度

運用溫和貨幣政策抑制投機性泡沫

輿論領導者的穩定權威

鼓勵建設性的交易

幫助公眾去對衝風險

結論：真實的價值和真實的未來

參考文獻