

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

實字智慧投資

Irrational Exuberance
Revised and Expanded Third Edition

第三篇 心理因素		第三卷	
第 9 章	市場的心理定價 (辛 500S) 和銀二葉	198	
第 10 章	群聚行爲與流行病 (辛 000S) 和銀一葉	208	
110			阿羅
獻給 Ben & Derek			
第四篇 透過繁榮的合理化解釋			
第 11 章	啟示/市場、經濟進步與泡沫經濟	讓回支整的銀市羅維	第 1 卷
第 12 章	投資人的學習，以及忘卻	讓回支整的銀市卷第	第 2 卷
120		讓回支整的銀市卷第第	第 3 卷
第五篇 行動呼籲			
第 13 章	自由社會中的選擇性活動	原因對辭	第 1 卷
130	升專助其以以，登款本實，標贈贈贈：葉因若華漫來代		第 1 卷
[附錄]	議員府察調度：標贈贈贈贈贈	標贈九讓內取取然白：除贈大贈	第 2 卷
	註釋		448
	參考書目	原因外文	第 2 卷
138		標贈贈贈	第 3 卷
143		標贈贈贈贈贈	第 7 卷
148		標贈贈贈贈贈贈贈贈贈	第 8 卷

Contents

	第三版序	007
	第二版序（2005年）	019
	第一版序（2000年）	027
	謝詞	033
第1章	股票市場的歷史回顧	039
第2章	債券市場的歷史回顧	055
第3章	房地產市場的歷史回顧	067
第 I 篇 結構性因素		
第4章	外來衝擊性因素：網際網路、資本爆發，以及其他事件	099
第5章	擴大機制：自然形成的龐氏騙局	147
第 II 篇 文化因素		
第6章	新聞媒體	193
第7章	新時代經濟思維	225
第8章	全球各地的新時代與泡沫行情	269

第三版序

第 III 篇 心理因素

- 第 9 章 市場的心理定錨 289
- 第 10 章 群眾行為與流行病 305

第 IV 篇 過度繁榮的合理化解釋

- 第 11 章 效率市場、隨機漫步與泡沫理論 333
- 第 12 章 投資人的學習，以及忘卻 361

第 V 篇 行動呼籲

- 第 13 章 自由社會中的投機性波動 377
- 【附錄】 諾貝爾獎講座：投機性資產價格 397
- 註釋 448
- 參考書目 504

Contents

第三版序

人們可能會想，導致 2007-2009 年世界金融危機的投機性泡沫，自從崩解以來已經過了好幾年，想必大家都已處在截然不同的後泡沫化世界。人們可能認為，我們已經「學到教訓」，再也不會爭先恐後盲目追價——正如同危機爆發前的情況，使得萌芽之中的泡沫得以持續膨脹。可是，自從前述危機發生以來，泡沫的跡象顯然仍加速發展。不論是美國或其他國家，股票與債券價格都飆升到偏高水準，很多國家的房價漲勢也銳不可擋。這一切並沒有因為各種負面發展而減緩，如全球經濟由前一波金融危機之中復甦的遲緩步調，以及緊張的國際政治局勢——加薩、伊拉克、以色列、敘利亞與烏克蘭等地區爆發傷亡慘重的戰爭——還有美國、歐洲與亞洲等地區可能造成嚴重威脅的民族主義運動和政治極端化發展。

本書撰寫當時，國際貨幣基金（IMF）已經針對亞洲、歐洲、拉丁美洲、澳洲、加拿大與以色列等地的房地產提出景氣過熱的警告¹。國際清算銀行也提出類似警訊²。

顯然不穩定的泡沫化局面頗值得關心，雖然整體情況的嚴重程度，還不至於像本書第一版針對股票市場呈現的價格高

估和脆弱結構所提出的警告（請參考後頁的 2000 年重印版本序言），也不像本書第二版針對房地產市場呈現的價格高估和脆弱結構所提出的警告（請參考後頁的 2005 年重印版本的序言）。

等到本書到達各位手中，金融市場的情況可能又全然不同了。市況變動快速，本文撰寫當時（2014 年 10 月）存在的樂觀行情，其後續發展很難預測。目前行情延續的時間或許會不夠久，因為書籍出版會有時間落後，以及問題的嚴重性如果要引發讀者關心，也需要時間醞釀。可是，我是針對未來讀者而寫這本書，可能是幾年之後，他們可能是閱讀有關 21 世紀第二個十年中期的市場，而這只是本書描述的諸多案例之一，我們關心的是意義更廣泛、更不確定的案例。

因此，本書第一版論述的主題，只要內容稍做更新，目前仍然適用，將來可能也會永遠都具有意義。本書第一版在 2000 年問世時，我沉痛地強調，當時的股票市場泡沫雖然相當嚴重，但本質上並不是什麼新東西。本版第 8 章「全球各地的新時代與泡沫行情」詳述我們曾經有過幾次類似的股票市場繁榮與崩解，雖然規模較小，涵蓋區域較有限。它們當時確實相對新穎：我們現在所知道在 2000 年初期創高峰的股票市場繁榮，規模屬於全球性質。本書第一版稱此為「千禧年繁榮」（Millennium Boom），因為這剛好發生在千禧年前夕。現在，我們也可以稱其為「千禧年泡沫」，畢竟事情已經結束了。可是，這波繁榮或泡沫崩解的規模，並沒有超過 1929 年案例的顛峰程度。規模真正龐大的泡沫誠屬罕見，但千禧年泡沫並非

歷史獨特事件。

本書第二版（2005年）曾經強調，對於美國整個國家來說，始自1990年代末期的全國性住宅價格繁榮，是規模最大的，至少是1890年以來——也就是我的資料涵蓋範圍內——規模最大者。可是，該版新添加的一章也詳述以前發生的住宅泡沫，以及幾世紀以來的土地價格泡沫。幾個世紀之前，不動產投機的對象大多是土地投資，即農場或城鎮的整塊建地。20世紀下半葉的另一項重大變化，是住宅抵押放款採納的標準顯著下降。貸款標準下降，以及全球各地住宅繁榮的規模程度，兩者都是獨特的（自從2006年以來，很多地區的房價已經崩盤，所以現在可以理所當然地稱其為泡沫）。我們或許可以稱此為「所有權社會的繁榮」（Ownership-Society Boom），這是取自喬治·布希（George W. Bush）於2004年競選美國總統時高舉的口號，用以描述他將廣泛提升住宅、股票與其他投資等所有權的計畫。（我將稱呼目前正在發生的股票市場繁榮——由2009年直到本文撰寫當時的2014年——為「新常態繁榮」〔New-Normal Boom〕，這是引用投資管理機構PIMCO創辦人比爾·葛洛斯〔Bill Gross〕於2009年提出而隨後趨於普及的用語。）

可是，這些泡沫實在沒什麼新奇之處，本質上並不新穎。它們大體上都是重複發生的相同現象，都是經過口耳相傳渲染的新時代故事，都是對於某種投資產生特殊感受的集體狂熱。

資訊科技進步可能加速其動態發展程序。投資型態的改變

可能也是個影響因素。單戶住宅市場的國際投資人與投資機構的興起，及其造成的衝擊，近年來也特別明顯。可是，泡沫現象的基本性質仍然相同。將來我們勢必還會看到這類更大的泡沫，每個泡沫都是建構在不同的新時代敘述上，我們也會發明新名詞來稱呼它們。

我在 2013 年年中造訪哥倫比亞時，並沒有預期會聽到有關住宅泡沫的事情。可是，我實際上卻不斷聽說當地房地產榮景的神奇故事。當我搭車行經海濱度假小鎮卡塔赫納（Cartagena），司機指著幾間外表看不出有何特別的房子說，最近的賣價已超過好幾百萬美元。

哥倫比亞中央銀行（Banco de la República）的網頁刊載了三大都市，即波哥大（Bogotá）、麥德林（Medellín）與卡利（Cali）的住宅房價指數。該指數顯示，住宅實質價格（經過通貨膨脹調整）從 2004 年以來上漲 69%。這種上漲速度勾起我們對美國過去經驗的回憶——美國 S&P / 凱斯—席勒十大都市房價指數（S&P Case-Shiller Ten-City Home Price Index）由 1997 年底部衡量到 2006 年峰位，實質價格漲幅為 131%。

哥倫比亞與全球各地泡沫所展現的脆弱性質，顯示我們對於這些現象仍然缺乏理解。「投機性泡沫」究竟是什麼？《牛津英文字典》對於「泡沫」的定義為「任何脆弱、不具實質內涵、空洞或沒有價值的東西；騙人的伎倆。17 世紀以來，這個名詞經常泛指騙人的商業或財務詭計。」問題是：「伎倆」（show）與「詭計」（scheme）蘊含著故意創造的意思，不

是那種非人為蓄意設計的普遍社會現象。

泡沫這個名詞的使用，或許有些浮濫。尤金·法馬（Eugene Fama）顯然這麼認為。法馬是「效率市場理論」（efficient markets hypothesis）的最主要倡導者，他否認有所謂的泡沫存在。根據 2014 年諾貝爾獎演講，他表示泡沫這個字眼指的是「非理性的價格劇烈上漲，其中蘊含著可預測的劇烈下跌³。」如果這就是泡沫的定義，而且「可預測」是說我們可以指定泡沫將破裂的日期，那麼我同意沒有明確證據顯示泡沫存在。可是，這並不是我對泡沫的定義，因為投機市場完全缺乏這種可預測性質。

本書第二版嘗試提供更符合現代人用法的「泡沫」定義。在這個定義（請參考第 1 章）所描述的情況下，與價格相關的新聞愈來愈容易鼓舞投資人的熱忱，就像某種流行性心理傳染病一樣。這似乎最能呼應這個字眼一般使用上的最重要意涵。

這個定義還蘊含著另一種言外之意，說明「精明資金」為何難以針對泡沫逆向操作而賺錢：泡沫產生的心理感染，讓人們普遍認為價格上漲是有根據的，所以參與泡沫的投機活動幾乎可以視為理性。可是，這並不理性。

每個國家的故事都不同，各自反映其本身的狀況，未必與其他國家的故事相互一致。舉例來說，哥倫比亞目前適用的故事，顯示這個國家在胡安·曼紐爾·桑托斯總統（Juan Manuel Santos Calderón）領導之下，已經把通貨膨脹與利率控制到已開發國家的水準，而且幾乎已經完全排除了哥倫比亞革

命武裝力量（FARC）的威脅，因此為哥倫比亞經濟注入新生命力。這是個很好的故事，足以驅動一波住宅泡沫行情。

「新時代」敘述讓人們對投資報酬的期待變高，但這些人的信心未必也跟著提高。泡沫膨脹期間的期待變高，通常屬於一廂情願的想法，而不是信心的象徵。泡沫期間，似乎會瀰漫一種滿足感，成為社會心理的一種層面，雖然這一切就個人的立場來看未必認為沒有風險。

事實上，泡沫擴展期間，一旦談到風險，人們未必懷有足夠信心。請參考圖 5.4，這份圖表顯示 2004 年美國股市創歷史新高時，投資人對股價的信心實際上極低。人們感受到某種程度的風險。另外，這些年來，卡爾·凱斯（Karl Case）和我針對住宅購買者所做的統計調查，我們詢問最近購買住宅的受訪者：「目前在這個地區購買房子涉及：（一）很高風險；（二）某種程度的風險；（三）沒有或很低風險？」答案頗令人困惑。2004 年，當房屋市場價格上漲速度最快時，只有 19% 的人選擇「沒有或很低風險」。所以，泡沫行情中並不是每個人都認為「房屋價格永遠不會下跌」，雖然他們總是被認為抱著這種信念。2009 年，美國景氣歷經 1930 年代經濟大恐慌以來的最嚴重衰退，我們的調查顯示，選擇「沒有或很低風險」的回應者反而更少，只有 17.2%⁴。

處在泡沫行情發展期間的心理氛圍裡，群眾只是不太在意價格可能下跌的想法，而不是確信價格絕對不會下跌。流行的「新時代」敘述並不是某種蘊含著堅定信念的新思維——對多

數人來說，這只是用以合理化他人或自己行為的藉口。

泡沫基本上是一種微妙的社會心理現象，因此很難控制。自從前次金融危機發生以來而實行的法規措施，或許有助於減緩未來的泡沫，但這些措施是否足夠，則還有待觀察。

住宅價格缺乏高流動性的公開市場，無法讓那些對住宅泡沫心存懷疑的人建立空頭部位；如果有這樣的機制，則市場價格就會反映這些人的懷疑。如同第 11 章將討論的，如果很難放空市場，則無法符合效率市場理論的基本前提之一。所謂的「精明資金」雖然可以停止投資住宅市場，但除此之外，就沒有其他辦法採取行動阻止其他人持續推升價格。舉例來說，不論來自世界任何地方，一大群投資人只要找到適當的理由，就可以推升地區性住宅價格到達瘋狂的水準；或任何大型機構投資人，只要耍些適當手段，也同樣可以辦到這點。一旦缺少放空市場的管道，沒有任何值得信賴的理論敢說這些人辦不到。很多人試圖建立單一家庭住宅的放空方法，但截至目前為止似乎沒有具體結果。

過去幾年來，像黑石集團（Blackstone Group）之類的高技術法人玩家開始投資單一家庭住宅，這些玩家的出現可能改變住宅價格泡沫的動態性質，減少這些市場每個月份的動能。可是，住宅價格偏高的短期動能，以及長期性房地產泡沫，顯然還會繼續存在。

泡沫這個字眼很容易讓人們聯想到不斷擴大的肥皂泡沫，它們最終都注定會突然破裂。可是，投機性泡沫並不容易結束；

事實上，它們可能稍微縮小，然後隨著故事變動，又開始重新膨脹。

把這一系列插曲視為投機性傳染病，或許更為精確。我們知道原來的傳染病逐漸消失之後，由於新病毒出現，或某種環境因素造成傳染速度加快，可能又會爆發新的傳染病。同樣的，如果出現有關經濟的新敘述，或這些新故事足夠聳動而得以點燃新一波投資構想，則新的投機泡沫隨時可能捲土重來。

美國發生在 1920 年代的多頭市場（高點落在 1929 年 10 月），情況就是如此。我們經常扭曲了這段歷史發展，誤以為泡沫是一段期間的價格飆漲，然後行情突然逆轉，出現重大而斷然的崩盤。事實上，「黑色星期二之後」曾經發生一波主要多頭走勢，帶動股票實質價格反彈，1930 年甚至曾經收復先前崩跌的半數失土。然後再出現第二次崩盤，但 1932 年到 1937 年之間又出現另一波多頭行情，接著又發生第三次崩盤。

自從本書第二版問世以來，本書第一版介紹的本益比概念引起相當廣泛的討論，這是由哈佛大學約翰·康貝爾教授（John Campbell）和我共同發展的分析工具：實質價格除以 10 年期平均實質盈餘。媒體似乎採納了我過去曾經使用的名稱，CAPE（Cyclically Adjusted Price-Earnings ratio，景氣循環調整本益比），我現在也就這麼稱呼它了。不論本書的哪個版本，這個本益比的走勢圖，一律都安排在第 1 章的第 3 個圖表，雖然稍早版本沒有採用 CAPE 一詞。這個數據可以視為傳統本益比針對經濟循環進行調整之後的版本；傳統本益比是採用一年

期盈餘計算。根據經濟循環做調整，也就是採用長期平均盈餘計算本益比，如此可以避免傳統本益比因為景氣由衰退谷底回升而產生的突兀跳升。

本書之所以做第三次改版，一方面是受到我和喬治·艾克羅夫（George Akerlof）合作出版《動物本能》（*Animal Spirits*）的影響。《動物本能》書名意味著該書討論的主題，和《非理性繁榮》之間有所重疊，確實如此。「animal spirits」（拉丁文為 *spiritus animalis*）這個古老的名詞，指的是人類行為基本驅動力量的波動；經濟學家約翰·梅納·凱恩斯（John Maynard Keynes）重新使用這個名詞，代表某些缺乏基本心理穩定性的經濟觀點。不論是非理性繁榮或動物本能的波動，兩者都是我們生命的重要成分。我們仍然要召喚社會科學的整體力量，嘗試瞭解它們。

| 本書內容結構

本書重複刊載 2005 年和 2000 年版本的序言，讓讀者多少得以感受本書如何隨著金融行情起伏而演變。2005 年的序言完成於「所有權社會泡沫」剛要發展到顛峰之前。2000 年版本，也就是本書第一版的序言，則完成於「千禧年泡沫」剛發展到顛峰之時。

本書正文最初三章向讀者介紹三個主要市場行情起伏的歷史背景：股票市場、債券市場，以及房地產市場。第 2 章是本版新增添的部分，藉以回應人們擔心債券市場可能趨於泡沫化的普遍疑慮。這三章內容將帶領讀者瀏覽三大市場曾經發生的