

希勒教授对行为经济学的探究

陈志武 /文*

发表于《经济观察报》2003年2月24日

耶鲁大学著名经济学家希勒教授本周来华讲学，这对于国内经济学、金融学与经济和证券业界的同仁们是一件大好事。无论从学术研究、学术思想，还是从实务、从人生哲理、为人处世方面讲，希勒教授都是世上少有的突出。早在 80 年代末笔者在耶鲁大学作学生时，本人有幸认希勒教授作老师，今天又与他共事，多年的接触和学术上的交流，无不使笔者敬佩希勒教授的治学风格与敏锐思想。

自 1972 年开始他的学术生涯至今，希勒教授三十几年的研究基本上可归纳为致力于回答下面这一问题：到底是强劲的基本面使股票价位极高，还是因为人的固有行为偏差、往往对未来抱有非理性、超现实的高预期所致呢？——希勒教授几十年要证明的命题是：之所以股价时而猛涨、时而猛跌，是因为股市参与者的非理性行为所致。当然，看到中国股市的非理性程度，我们可能觉得这一命题似乎显而易见、不值得花功夫去证明。但是，对于钻研人类与社会现象的社会科学家来讲，回答上述问题、证明这一命题却并非那么一目了然。

到 80 年代初期，主流经济学家(新古典经济理论)模型普遍认定，之所以股市有涨有跌、有高有低，主要是由公司基本面、由投资者重调自己的投资组合以更好地规避未来收入和消费风险所引发的。比如说，如果张三发现他五年后的个人收入会从今天的每年 50 万降至 10 万，那么他应该理性地重新调整其股票和债券投资组合，使他在五年后的投资所得尽可能的高，使其在五年内的投资所得尽可能的低，这样作的目的是为了张三一一生中的消费水平尽可能的平稳，而不是时多时少、一时过饱别时消费不足。正因为如此，一旦张三、李四发现自己的未来收入或所投公司的基本面发生变化时，他们就有重新调整自己投资组合的必要。于是，每天股市上的交易、股价的波动都是由于成千上万的张三李四们对自己的投资组合作调整所致。

这类“理性”经济模型在过去几十年里始终是主流经济学、金融学的核心架构，多数研究结论和政策建议都是基于此类模型。因此，为了证明他的命题，希勒教授必须作的第一件事是从经验数据上证明此类“理性”模型与现实不符。1984 年发表的《股票价值与社会潮流》以及 1981 年的《相对公司红利的稳定性而言，股价是否波动太多？》是他的两篇代表性经典著作，其中他从实证角度说明了：在新古典经济模型下，美国股价的实际波动程度难以跟平稳的公司红利这一普遍事实相一致。这些实证结果说明现存的主流经济理论与实际经济现象是不相符的。

*作者为美国耶鲁大学管理学院金融经济学教授，清华大学经济管理学院特聘教授。

那么，为什么这些“理性”模型存在实证缺陷呢？是什么因素导致这些模型的失败呢？希勒教授在其 1984 年和随后的许多论文中从人们乐于赶时髦、赶社会潮流、爱攀比、股票赚钱就卖而赔钱时则死死地持着不放、等行为偏差角度来寻求答案。他的许多研究结果和由此提出的问题使经济学、金融学界甚受启发，并因此开辟了一个全新的研究领域，也推出了理解市场经济的新视角。正是由于他的这些研究结果，使希勒成为经济学界的新明星。

他的研究结果也引发一些学术争论和挑战。在反驳希勒的结论的人当中有当年提出“效率市场理论”（efficient market hypothesis）、在芝加哥大学的法马(Eugene Fama)教授。简单讲，法马教授反驳的理由大致可以这样理解：每个人都会犯错误、也时常表现出经济决策和投资行为上的偏差；但是，不同的人会在不同的时候犯错误，只要任意时间里只是一些市场参与者表现出非理性、甚至犯错，而其他人大基本呈理性，那么按照大数定理的原理，这些少数市场参与者的非理性就不足以对整个股市有实质性的影响，可以忽略不计。此外，在市场上只要有少数资金雄厚、行为理性、谋求自己利益最大化的机构投资者或个人，他们会尽最大限度地寻求任何由非理性市场参与者带来的套利机会、去买卖那些价格偏离应有价值的证券，故这些理性参与者会足以“纠正”那些非理性者的行为。

像法马教授这些“理性”学派的反击进而激发了新一轮研究辩论。于是，从 80 年代末到 90 年代早期，希勒教授与行为学派的盟友们(如，哈佛大学的 Shleifer 教授、Summers 教授等)开始从更严紧的数学理论模型上试着证明：在某些状态下哪怕是部份人的非理性则也可以最终给市场带来不可忽略的价格后果，这些非理性价格后果会进而影响到整个经济中资本的有效配置问题。这也是为什么恰恰是在此期间推出了“噪音交易者”(noise trader)模型、“羊群效应”(herding)模型等等。这些模型从不同的理论角度证明了“星星之火可以燎原”：少数人的非理性甚至可造成市场系统性的偏差。

当然，在学术界正在进行这些激烈的辩论的同时，一场有史以来最大的股市泡沫却同时在一天天地涨大。从 1982 年开始以高科技股领头的美国股市在不断上涨，尽管在 1987 年 10 月出现过短暂的停顿，但培植股市泡沫的原材料却源源不断地到来，让美国社会、甚至许多其他国家的老百姓以前所未有的规模卷入这场持续多年的“全民买股”运动，唯恐自己被排在运动之外。为什么一场明显的非理性泡沫会持续这么久？为什么广大老百姓、华尔街精英、政治家、媒体从业者、政府官员、医生、律师、年长者、年幼者、甚至众多经济学家都富有激情地参与这场股市运动？这场泡沫跟历史上出现的众多股市泡沫有何差别呢？其后果会如何呢？其破坏性程度又会怎么样呢？——带着这些疑问，并面对着一片欣欣向荣的美国股市，希勒教授于 1998、1999 年开始着手写作《非理性繁荣》一书，在书中他以最为系统的角度分析股市泡沫的起因、发展规律、以及破灭后的后果。其中，他指出在历史上每次股市泡沫中，都会有许多推崇者鼓吹这是“新经济”，并称这次的“新经济”跟以前的不一样、“这次不是泡沫”，云云。可每次泡沫还是破了。

当《非理性繁荣》在 2000 年 4 月出版时，又恰逢高科技泡沫破裂的起始点，一出版便立即成为持续数月的畅销书。许多业界人士认为希勒教授的这本书事实上加快了这次泡沫的破灭速度和程度。也正因为此，一时间希勒教授被各类部门、组织、公司和媒体邀请讲座。

《非理性繁荣》也理所当然地成为行为经济学、行为金融学的经典著作。在相当程度上，如果不是希勒教授在过去三十年的工作，行为经济学被主流经济学接受的程度肯定不会像今天看到的这么高，甚至去年的经济学诺贝尔奖也不会给两位行为经济学的研究者。由此可见希勒教授对现代经济学的贡献。

行为经济学、行为金融学面对的新挑战是什么呢？——该学科还必须从目前的“批评者”角色转变成经济学的“建设者”角色。就好像一个民主政府中反对派的角色总是好当、而执政党的角色总是难作一样，行为经济学一直是主流经济学的“另类”，其角色一直是指出“理性”经济理论中的不足。今天，虽然学界对行为经济学的接受程度已大大上升，但它必须推出一套建设性的、有利于解决实际问题的、经得起实证检验的、系统完整的理论架构，因为尽管“理性”金融模型有欠缺，可它们毕竟为华尔街和企业界解决了许多问题。否则，行为经济学无法在经济学领域中“执政”。即将出版的《金融新秩序》一书是希勒教授朝这个方向迈出的第一步，我们祝他再次成功！