

# 从理想主义者到 改革家

Paolo Mauro对罗伯特·席勒的介绍

罗伯特·席勒通常被描述为一个理想主义者。在他的一些畅销书，比如《宏观市场》和《金融新秩序》中，他提出创造一种新的金融市场，在其中个体能够通过多样化摆脱影响他们的最主要的风险，如收入或房价。他称这为金融民主化，或者使金融市场造福大众。

席勒拥有两项属于自己的金融创新专利，近年来，他已经着手把其理想变为现实：2006年，美国10个大都市房价期货和全国平均房价期货都开始在美国芝加哥商品交易所交易。席勒被公认为金融和宏观经济的理想主义者，这可能更多是因为他对金融市场上非理性行为的研究上为公众称道——特别是他很早就识别出股价和房价存在“非理性繁荣”和投机泡沫，使人们对他的这一能力深表钦佩。

当然，席勒仍然首先是一位受到高度尊敬的学者（他是耶鲁大学奥肯经济学教授和耶鲁大学管理学院金融学教授）。随着名流这个词进入经济学界，他已经越来越接近这个称呼：他的关于金融市场和次贷危机的著作已经使他的名字家喻户晓，而且他还出现在美国流行报刊一系列全版退休计划广告上。

## 非理性繁荣

首先，看一下席勒确定资产价格存在泡沫的能力。1996年，他指出股票市场价格收益比率正处于一个历史高位，并认为（诚然，提前了4年，太早了）股市被高估而且有可能崩溃。他在2000年3月第一版的《非理性繁荣》中阐述了这一观点，恰逢其时的赶上互联网泡沫的破灭：特别是，他对心理因素是投机泡沫形成基础因素给出了令人信服的分析。

在2003年他与Karl Case合作研究的《布鲁金斯论文集》中，以及第二版的《非理性繁荣》（2005年）中，席勒表明，房价已经开始看起来像一个“起飞的火箭”，尽管解释起飞的基本因素，例如建筑成本、人口，或利率没有新的发展。的确，席勒首次收集了跨度为一个世纪的房价的数据系列后发现，与房屋租金或者个人收入相比，房价上涨速度比以往任何时候都快。

席勒关于泡沫产生的看法很大程度上受到心理学的影响。他将此归功于同他结婚30年的妻子Virginia，一个临床心理学博士，在其职业生涯的早期阶段把他引导到心理学领域，并补充说：“一个健康的婚姻，往往需要达成共同的世界观”。因此，在席勒看来，金融泡沫的根源来自于这样的事实，即“人是社会动物，我们相互影响”，结果导致“社会传染”。在资产价格泡沫膨胀时，“新时代”的故事导致股票价格上升；类似的，房价持续上涨，加强了大家对房价只能上涨的认识，从而形成一个房价看似总是上涨的趋势。正如席勒所强调的那样，这并不是说基本面不起作用。相反，他认为，在重要的基本面变化会最终导致资产价格变化的情况下，有效市场假说是有效的。但是，这取决于人们的侧重点，资产价格对基本面变化做出反应可能需要很长的时间。

众所周知，从2006年以来，美国的房价急剧下跌，在这方面，席勒已经被称作卡珊德拉（译者注：凶事预言家）——他认为这是不公平的，因为虽然房价最近的下跌给金融机构以及更广泛的经济带来了重

大损失，但是在较正常的情况下，当买得起房子时，大多数人通常会非常高兴。

席勒的新作《终结次贷危机》，讲述的就是关于肇始于房地产市场和抵押贷款市场的问题，一些评论家批评这本书是一个草稿，为了吸引眼球就急着出版。然而《终结次贷危机》就房价泡沫出现的成因做了大量分析，就美国政府在20世纪30年代为了让房地产市场和经济摆脱大萧条的影响而成立主要的、新的金融机构进行认真回顾，并且就未来减少类似泡沫出现的可能性提出建设性建议。

席勒从一开始就强调主要的紧急救助的关键作用——救助是一个必要的（即使是令人遗憾的）、让市场恢复的战略组成部分。但他为未来提出的建议特别富有想象力：对所有的人接受津贴的金融建议；建立标准抵押贷款合同，设想在事先商定条件下的违约情况，比如由于借款人的职业类别而使得收入快速下降；新的金融产品，比如根据国内生产总值或房价把证券指数化；建立房屋净值保险和职业伤害保险的新金融市场。他还赞成法学学者Elizabeth Warren建立一个金融产品安全委员会的提议。

的确，在其职业生涯中，席勒一直认为金融市场是非理性的，同样还是席勒提出增加而不是减少金融作为解决金融市场非理性方案的一部分。他声称，未来需要“更多的金融，更多的金融创新，更加多的民主金融（全民都能参与），与制度得以完善的环境下的金融”。

## 不付出努力，就不会有远见

席勒的远见来源于大量的学术研究，通常包括理论、实证分析以及大量的仔细的数据收集与设计适当的方法的综合，抓住经济现象进行深入研究。

席勒早期的研究无疑是学术性的和技术性的。他发表的第一篇论文是在《经济计量学杂志》上，这篇论文的标题是《来自平滑先验的分布滞后估计》。他说，由于自己对物理学有所研究，因此他对非参数和贝叶斯统计非常感兴趣。他的第一个重大突破《股票价格变动太大而不等于后来股利的变化？》（《美国经济评论》，1981）受到同仁的广泛关注。这是一篇影响极大的论文（根据GOOGLE学术文章搜索，该文仍然是席勒被引用最多的论文）。根据标准的金融理论，一个公司的股票价格应该等于预期公司未来支付的股利（净现值）总和。但是，正如席勒的论文标题所表明的那样，股票价格波动太大以至于不能对未来可能的股利做出合理预期。用该领域的术语来说，股票价格的波动远远超过了所有未来预期股利净现值的

### 专栏1

#### “非理性繁荣”这个词的真正起源

并不是席勒发明了“非理性繁荣”——这是他的这本畅销书的书名——这个词，但是被他随后使用了。这个词首先是美联储主席格林斯潘1996年12月5日在华盛顿的一场半正式晚宴发表演讲时使用的。格林斯潘问：

“当非理性繁荣已经使资产价值过分升级时，然后就很容易遭受意想不到的、持续的缩水，就像过去十年中的日本，但是我们如何知道呢？”他补充说，“如果崩溃的金融资产泡沫不会损害实体经济以及生产、就业和价格的稳定，我们中央银行就不必担心”。他刚说完这些，东京的股市暴跌3%。世界各地的股票市场受挫。席勒（与其同事John Campbell）已经在美联储表明观点，并就在两天前与格林斯潘共进午餐。他证明市场是非理性的，但不记得使用了“繁荣”。对这一部分，格林斯潘在其自传中写道，“非理性繁荣这个概念是一天早上，我在浴缸里写发言稿时想起的。”



变化。这篇论文一个重要的部分就是搜集股利长期的历史数据，用长达一个世纪的数据进行分析，他可以计算足够长时期内股票价格的基本价值。为了搜集到可靠的资产价格历史数据，席勒往往追溯到一个世纪之前的数据，这会贯穿于其整个职业生涯。

这篇论文让人很感兴趣，偶尔也会有人心怀敌意，因为它触动了敏感神经——对投资者是理性的这一早已普遍接受的观点提出了挑战。鉴于席勒最先强调指出心理因素在金融中的作用，他被视为“行为金融学之父”（从更广泛的社会科学的角度看金融，包括心理学和社会学），而行为金融现在在学术界很流行吗？是也不是。虽然他明确指出市场波动太大以至于不能完全由基本面因素驱动，但是他并没有集中解释或预测资产价格从基本面偏离的方向。

这就是说，从职业生涯的早期，席勒就指出心理因素的重要性，回忆起组织两个重要国家经济研究局专题讨论会的作用他现在显然很高兴：一个关于行为金融，是与Richard Thaler从1991年开始合作的；另一个关于宏观经济和个人决策，是与George Akerlof从1994年开始合作的。他说他的一个遗憾是，虽然行为金融方兴未艾，但是很少有研究生愿意冒着偏离宏观经济学标准效用理论的风险，投身到行为金融的研究之中。

## 新指数，新市场

作为真正从事学术研究与注重实证研究的标志，在他对房价认真测算和数据采集的研究中得到了最好的诠释。真正学术研究，注重实证研究使得席勒更富有远见。虽然美国房地产的总价值与公司股票总价值是统一量级，但是一直到现在，房价的历史数据还是无法使用。席勒（与其同事Karl Case）分析了价格指数的属性，然后又收集了美国和10个美国大都市地区的一系列历史房价。

席勒和Case开发的价格指数是按价值权重计算的，是记录同一房子销售的重复销售价格，以避免房子大小和质量随时间总体呈上升趋势，从而导致均价的变化。价格指数的目的是为标准、同一的房子提供估价，因此价格指数代表投资房子的收益——这就如同记录投资于股票的收益的股票市场指数，该指数是基于在不同时间买卖同一、不变的股份。获取几千所买卖相隔多年的房价，这确实存在现实挑战——包括设计方案以查出准确的街道地址，由于业主建造大房子而找不到被抽样的房屋地址等等。

用可靠、高质量的房价衡量方法，席勒与其同事说服芝加哥商品交易所，在2006年5月启动房价远期市

场。贸易额迅速增长了一年，后来随着房价的下跌，房价远期交易萎靡。从规模上来看，从成立房价远期市场以来，累计交易额达到数亿美元，这远远不能与金融市场相提并论。席勒承认，写畅销书比启动新的金融市场更有利可图。但他补充说，他的公司也收集住房价格数据和计算标准普尔Case—Shiller指数，并且经营得非常好。然而，新的金融市场已经存在，房价最终停止下跌，看它们能否恢复，这将很有意思。

另一个由席勒首创的市场为“macro-shares”，“macro-shares”是场内交易的证券，它使得投资者对资产类别和经济利益（由指数衡量的东西）表示乐观或悲观看法。Macro-shares完全是由美国短期国债和现金来抵押的。它们的持续期长达20年，并且是成对发行的：例如，根据现货市场的石油价格，假设“石油价格上涨”与“石油价格下跌”，最初设定的价格都是100美元。刚开始，交易商将同时购买这两种证券，然后分别抛出。看涨石油价格的交易商购买“石油价格上涨”，看跌石油价格的交易商购买“石油价格下跌”。当油价上升到120美元，“石油价格上涨”的价值是120美元和“石油价格下跌”的价值是80美元。该交易商完全是对冲风险，没有投资者面临交易对手风险。这个市场的累计交易额已经远远超过10亿美元，而且席勒希望，房价、国内生产总值，以及其他宏观经济变量也可以在macro-shares市场上交易。

### 专栏2

#### 调查和通货膨胀指数化

弄清楚为什么有些创新受大众欢迎而另一些创新不受大众欢迎的一种方式，是很简单的，即问人们对提议的创新的态度的态度。席勒在不同的国家，对大众关于通货膨胀指数化的普遍态度进行了一系列调查。早在1997年之前，这项工作的目的是了解为什么通货膨胀指数化并没有在美国更加流行。运用调查——而不是运用更复杂的理论或数学模型——可能没有给席勒的学术界同仁留下深刻印象。但他认为，“这是一个终身教授要做的：我不是必须与其他人做同样的事情”，为了了解什么激励了人们的行为，有时最简单的办法可能是问他们为什么这样做这个事情。即使在调查过程中，不能得到直接回答，人们做出选择时关注的焦点仍然提供了很多的信息。多年来，席勒不仅将调查应用到指数化和金融创新上，而且应用到影响资产价格重大变化的因素，比如1987年10月的股市崩盘。

## 金融创新的秘密

为什么有些金融创新取得成功，而其他的金融创新失败了？这仍然有点神秘色彩。正如席勒所指出的那样，当在新的金融市场上引入住房期货时，不幸的是房价开始下跌。的确，房价远期是现货溢价（低于现价）——从而表明房价预期下降——在新金融市场的开始阶段。大量的参与者在该部门经历金融困难对此并没有给予帮助，价格自身下跌也没有用。有人说，与房子相关的新闻太少，特别是，房价指数的数据每月才公布一次，这意味着刺激房价指数市场交易的行为太少。席勒持有不同观点：他指出有很多新闻刺激房价指数市场交易，这些新闻既包括个人购买和出售房屋，也包括最终影响房屋需求（比如收入和基础设施的可得性）和供给（比如利率和建筑成本）的很多因素。

**“这是一个终身教授要做的：我不是必须与其他人做同样的事情”**

但是，除特殊情况和运气的成分之外，人们越来越认识到，很快实现大规模或者关键规模的交易是新的金融产品或金融市场取得成功与否的一个关键因素。席勒观察到，有时市场参与者有意占有房价远期市场很大份额，但是由于缺少其他大的市场参与者而搁浅。事实上，席勒把新金融市场比作聚会：“只有知道其他人也会参加聚会，人们才想着去参加聚会，这样的话，聚会气氛才会活跃。”因此，要么是每个人都参加聚会而取得成功，要么是没人参加聚会，很难预期哪一种情况会出现（在学术文献中，这种截然不同情况的可能性被称为多重均衡，像这样由多方相互加强的行动导致的不确定性被称作战略互补。）。

席勒还认为，决策者在引进金融创新中起着很大的作用。例如，很多著名的经济学家（包括席勒）在过去一个世纪里多次表示支持发行通货膨胀指数债券。但是，直到1997年，财政部通货膨胀保护证券市场才建立，根据席勒（和其他经济学家）的观点，财政部副部长Larry Summers在这次金融创新中发挥着关键作用。此外，测量标的资产或者标的数量的能力，也是市场出现的一个必要条件：如果没有标准普尔Case—Shiller房价指数，房价远期市场可能还不能建立。这表明，好的测量方法是必要条件，而不是充分

条件：尽管绝大多数国家的国内生产总值数据长期以来都可以得到，但是席勒倡议的基于国内生产总值的证券至今还没有应用。

## 理想主义者的未来

席勒对自己未来的职业有何远见？当然，他正在与George Akerlof合著一本关于行为宏观经济学的新书。在这本著作中，他们强调“动物精神”和信心在决定宏观经济产出中的作用。这听起来更像一个学术作品：席勒是否觉得他最近的畅销书已导致其偏离于学术论文？他是否不能更多地运用其学术生涯之初用的经济计量方法？席勒再次保证，他“仍然可以运用经济计量方法，仍然运用数学。”

事实上，他并不认为他的书是畅销书，它们之所以流行，是因为“我把书中的数学部分给剔除了”。不过席勒说，现在“其他的事情需要我做”。特别是，他打算继续从事金融创新的倡导者和促进者。他指出金融本应该为人类服务，但是现有的许多金融工具仍是“非常带有19世纪的特征”。

个人如今面临的经济风险不再是已经被承保的风险。我们有火灾险，但是随着建筑规则的改进和更好的消防，现在越来越少的房屋被烧毁。很多人买了寿险，但是死亡年龄的中位数不再是45；越来越少的父母在他们子女尚不能工作时而逝世。席勒认为，需要出现新的金融工具和市场，以保护人们应对收入减少和房价下跌。希望这一理性继续变为现实。

Paolo Mauro, IMF财政事务部副处长。

### 参考文献：

- Case, Karl E., and Robert J. Shiller, 2003, “Is There a Bubble in the Housing Market?” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 299–342.
- Shiller, Robert J., 1981, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 421–36.
- , 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society’s Largest Economic Risks* (Oxford: Oxford University Press).
- , 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2008, *The Subprime Solution: How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).