

李颖

●这本书其实两三年前就看过一小部分，不过没能静下心来阅读完全书，无疾而终了。这次借助读书会再次翻开这本书，有了很多不用思考。第一、二章是关于历史的回顾，也是对于“非理性繁荣”的背景介绍，第三章开始介绍诱发市场泡沫的因素。在这里有很多挑战传统观念的部分，比如以互联网为代表的新科技的发现与公司利润增长并没有实质上的联系、财经报道反而会导致股票需求的增长等。其实仔细想来也很容易理解，市场的泡沫产生无非是由于人们的预期偏离了实际。所谓预期，也就是我们对市场的主观判断，这种判断很容易受到影响甚至是误导，从而偏离了实际。这在我看来有两个主要的原因：一方面，我们的心理作用，《无价》中我们便已经看到心理因素对于人们决策的影响；另一方面，市场信号的滞后性，这点在本书中也有提及，我们做出判断的“最新依据”其实已经存在了一段时间，根据这些或许已经过时的信息得出的结论自然会有偏离实际的可能。

●《非理性繁荣》我们都知道股票市场反应的是投资者对于未来的预期，会使得股价提升。但股价进一步提升后是否会重复上一个过程？我曾在初学相关知识时问过老师这个问题，而书中第四章开始部分提到的“蓬齐过程”真正解释了这个教科书鲜少提及的部分：过去的价格提升了投资者的信心，投资者的信心又进一步提高了股价使得更多投资者被吸引，从而产生了一个周而复始的循环。我始终认为，比起复杂的数据分析和冗杂的理论解释，人们间的情绪和信念的传导更有影响力：我们总会觉得实际操作中得来的消息总会比那些看上去假大空的报道更加可信，大家都买或都抛总是有道理的，即使是牵强附会或是捕风捉影的解释也会被热炒一番。在这里我们要学会判断消息之余，更要知道所谓的时机很重要，作为最先捕捉机会甚至是最先引领趋势的投资者总会得到回报，而人云亦云尾盘入市恐怕会成为泡沫破裂的受害者。第四章后半部分介绍的“蓬齐骗局”也证明了这一点：骗局制造者总是会先给第一轮投资者预期的收益的，而被发现或是无力偿还时的最后一批投资者承担了全部的损失。

●《非理性繁荣》书中第五章重点描述了新闻媒体在股市震荡中扮演的作用。在这里，我发现了自己以前的一个误区：曾经以为新闻媒体的种种不利消息的报道是人们抛售股票的重要原因。而经过作者这一系列的分析，我才认识到自己看法太过片面。真正的对投资者决策起到作用的，往往是投资者的心理，所谓媒体负

面新闻的报道也不过是整合全球消息，对投资者带来未来抛售的心理暗示、对之前抛售预期的佐证或是对市场敏感度低的投资者抛售的催促。而在这样的过程中，我认为媒体信息的滞后性加上投资者的反映时间成为了获利的关键。媒体信息方面，报纸电视上信息严重滞后，基于互联网的网络媒体和社交网络成为了提供和更新信息的平台。但我们的媒体在之前的大事件中的反映速度比外媒还是慢了很多，比如马航失联这种与中国关系十分紧密的事件，我们却没有一家媒体有第一手的消息，只是在社交媒体上转发国外报道。这或许是市场滞后的一个原因。而在投资者反映时间方面，个人的因素便格外重要了。今天课堂上提到的双汇案例，有经验、有敏锐眼光的投资者在大众没有反映的半个小时成功获利便是一个成功的例子。我们作为投资者或是未来的投资者，学习知识，熟悉操作，保持敏锐就成为我们在无法改变媒体反映速度的情况下，缩短自己的反映速度从而先人一步的方法了。

●书中第三篇具体讲述了一些基本的心理因素如何使得人们产生非理性的心理从而最终决定股票价格水平。这让我想起了上一本读物《无价》中展现的价格背后的心理游戏，这两者有着相近的观点：即价格背后是人的心理在起作用，第九章中的“从众心理和思想传染”更明显地体现了这一作用：当信息在人们之间传递，总会产生集体一致的效应，无论这个信息从根本上是否正确，无论这个信息的传递者是否给出了正确的解读：我们总认为，跟着大多数人总不会有错。类似于“大众点评、豆瓣”这类交流分享的网站应运而生，当我们不知道哪家餐厅好吃、哪部电影好看时会习惯性地看一下评分和评论决定。而所谓“专家选股”和市场上各种捕风捉影的解读被疯狂转载从而引起普通投资者追涨杀跌的行为也是这种非理性行为的一种表现，这些是教科书中数学模型所不能解释的，也是行为金融学研究的重点所在，更是我们需要理性学习批判思考的现象。

●读完了这一本书，在知识内容之外，最让我感到敬佩的便是希勒这位诺奖得主、经济学大家对学术的严谨，文中不仅涵括了丰富的数据和逻辑的论证，更有着详实的注释和 20 页的参考文献，在每一个细节之处都体现了作者为这本著作所投入的心血。而回归本书内容，作者通过对美国股市、楼市的梳理，系统论述了导致 20 世纪 90 年代市场泡沫的心理因素：无论机构投资者还是个体投资者都难以摆脱各种“非理性”因素的影响，即在决定股价的因素中，股票价值很重要，但人们的信心和非理性或许对宏观的股价波动有更大的影响。在中国的市场，非理性繁荣大抵更为明显，无论是新闻媒体的过量报道还是社会中、市场中比比皆是

的蓬齐现象，都证明了我国市场中非理性因素的存在。这也正告诉了我们，在学习金融时不断地了解书本中各种基于人们理性假设基础上理论是远远不够的，毕竟就连金融领域不可或缺的学者凯恩斯也曾经说：“市场处于非理性状态比财政状况稳健的时间还长”。

邹磊

● 股票价格并不是完全由其基本面来决定的，换言之，即便知晓股票的价值和其价值是否被高估或者低估，甚至知晓宏观经济和证券市场的运行状况，企业前景以及公司经营状况等等，也不能知晓该股票价格的走向，况且现在的人们甚至对股市的“正常”水平一无所知，并且没有多少人花时间考虑它应该达到什么水平或者今天的股市是否被高估或者低估了。那么，人们是通过什么来决定是否买一只股票或者卖出一只股票的呢？一开始，股民们需要一定的信息，这个信息可以是大众媒体呈现给他们的，也可以是这些人周围的人们传递给他们的。然后通过这些信息，比如某财经报道一资深专家预测某板块大涨(回想今年人民日报发文4000点为牛市起点)，或某新闻频道报道对某一产品的消费激增，甚至就是该股民周围一个人恰好提到了某只股票自己收益多少等等。一些股民便会自认为某只股票会带来收益，于是购买。而这样导致这只股票的股价上涨，从而会行成一种反馈机制——过去的价格上涨增强了投资者的信心及期望，这些投资者进一步抬升股价以吸引更多的投资者，这种循环不断进行下去，因此造成对原始诱发因素的过激反应。一个微小的事件经过媒体的报道，或者股民之间的口头传播就可以导致股市的大起大落。在中国，散户们热衷于小道消息，这种情况更为严重。

● 在第四章作者讲述了他经历过的一个例子：公司创业者在前面说了一大堆关于公司如何有效经营，但是投资者根本听不进去；但是，当创业者说到互联网的时候，投资人立刻振奋起来，替该创业者出谋划策：让公司与互联网沾边。这个例子让我一下子与之前读的互联网加那本书起来。互联网加在中国正在如火如荼的开展，小米、滴滴等互联网新晋品牌的成功让人振奋，这形成了反馈环的开端：我们可以看到，目前关于互联网的各种会议层出不穷，上市公司也纷纷打出互联网这张牌以吸引市场眼球。在这个过程中，蓬齐骗局也大量出现。典型的例子如深圳的“钱海创投”，它通过虚构借款项目疯狂融资，然后通过借信贷还旧贷的方式维持运营，公司负责人利用这一方式诈骗了8个亿的资金。互联网加的反馈环未来暂不得知，但目前的“大众创业，万众创新”给它无疑又加了一把力。

●作者在第五章列举的例子阐明了新闻媒体在股市中的扮演的角色，那么在今年中国股市得动荡中，有两个关于新闻媒体的例子格外引人关注。第一件是人民网股票频道上半年发文“4000点是牛市的开端”，这篇文章立刻被国内各大媒体转发成：“人民日报评”。一时间，微博和微信朋友圈里各种转发，股评家和各路券商相继分析人民日报抛出这一观点的深刻内涵。但人民网和人民日报并不是一回事：：人民网是人民日报旗下的上市公司，人民网可以转载人民日报的评论也可以自发文章，但其自发观点并不是人民日报观点。大部分人因为对人民日报社的体系认识不全面，自动过滤人民二字的后缀，又因为对官方媒体的极其信任，急急忙忙带着大笔资金进入股市。第二件是《财经》杂志社王晓璐伙同他人涉嫌编造并制造传播证券、期货交易虚假信息，被公安部门要求协助调查。财经杂志也是国内的权威媒体，王晓璐发布“证金公司研究维稳方案退出”配合唱空，引发市场异常波动。对于看多和看空，投资者本应该有自己的综合判断，但是在媒体的渲染和对权威信息的过分期望和解读，投资秘诀成了三个字：“跟党走”。另外，在人人都有麦克风的年代，自媒体如雨后春笋，谣言也会疯传，传播者应当坚守底线，围观者应当保持清醒，让造谣者过去接盘。

●第八章和第九章分析了从心理层面分析了投资者在股市里行为背后的动机。种种动机都反映了投资者（在中国主要是散户）是非理性的，这也是行为金融的重要结论。那么如果散户投资者既然知道自己这么不理性，为何还要做出如此多的错误的决定呢，中国股市中两个比较有名的词语“追涨”和“割肉”形象的解释这一现象产生的原因。对于追涨，是因为投资者产生了行为偏差。行为偏差除了过度自信以外就是代表性偏差。如果有一枚硬币让大家猜是正面还是反面，大家说一半一半。那么要是还是丢硬币丢了十次都是正面，然后让大家猜是正面还是反面，大家说很可能是正面。实际上概率不变，但是当出现反复的事实之后很多人都会受这个事实的影响，这就是代表性偏差（觉得与上本书读的锚定也有类似之处）。我们买股票赚了钱以后就会产生这种代表性偏差，越有人赚钱了越有人觉得这只股票应该赚钱，就越去买。在牛市最开始上涨的时候是没有多少投资者介入的，也没有多少资金介入，当牛市涨到顶端的时候，也是A股开户数最高涨的时候，往往就是是市场见顶的时候。很多投资者完全无视市场基本面，完全无视市场上累积的风险，认为凡是股票上涨了今后还会继续上涨，追涨出现了。另外割肉两个看起来血淋淋的字也非常形象地说明了心理学里面人类对于损失的强烈规避心理。股市上涨百分之五十再下跌百分之三十，虽然股市指数本身没有什么变化，但是投资者的心理确更加不高兴了，因此人们会痛恨做空，今年中信

高管被调查有一个罪名是恶意做空，那么如果善意做空去戳破泡沫能否招来散户们的欢迎呢？显然也不能。进一步，用大白话说，“追涨”就是贪，而“舍不得割肉”则是不肯认赔。

●席勒教授的非理性繁荣是为我们详细的展示了行为金融的全貌，他在书中引用的大量数据和文献让人印象深刻，也是我们以后在学术方面的榜样。全书主要围绕泡沫展开，那么到底什么导致泡沫？总结一下主要有四个方面。首先，对于任何一个泡沫能够形成泡沫必须要有一个新事物，要有一个新寄托，要有一个新经济。郁金香是一个整个欧洲都没有见过的花，蒸汽机是一个改变人类经济社会进程的一个重大发明，互联网带领了人类整个生产方式生活方式的改变。只有新概念新理念新产品，才有不确定性，才有炒作的空间。第二，任何一次泡沫都离不开天量的流动性。中国的货币供应量是美国的百分之一百三十，是全球货币供应量最大的国家。第三，政府的支持，这点关乎政治无需多言。第四，缺乏经验的投资者，无论是荷兰，英国，美国，日本，任何一个新兴市场，在取代旧经济成为世界金融霸主的时候往往会经历一次或者几次金融或者经济泡沫，很大程度上是因为在这个经济体上存在很多年轻有财富又有很强的创富心理的投资者。那么这本书对我们有何借鉴意义呢？第一从社会层面，可以帮助广大的散户投资者，不要成为整天被大灰狼吃的小肥羊，提升投资者的素养，加强他们的风险意识，让他们明确自己的投资目标。第二点，如果投资者不愿意改变他们原来错误的做法，就要通过自己的交易，让他们不得不承受损失，从而意识到自己并不是一个很成功的投资者。所以基于行为金融的投资哲学，基于行为金融的风险管控模型，和基于行为金融的策略和因子分析，作为金融专业的学生，未来在这一行业可以推动投资者建立这种投资理念。

何薇

●当前美联储主席格林斯潘第一次在公开场合提出“非理性繁荣”以后，这个词就经常出现在我们的生活中。非理性繁荣经常与泡沫一起出现，指的是投资者对经济或者投资过度乐观导致一种盲目的投资冲动，进而进一步抬高了资产的价格。不论是股票价格还是房地产价格，不过不是内在的真实价格，那么一定就是投资者心理造成了对价格的影响。然而影响投资者心理的因素又是多种多样的，书中提到了12个因素，多数听起来还是很有道理的。比如市场经济的发展，让人们越来越没有安全感，因此只能转而投向股市为自己寻求“庇护”；再比如政

治和文化的变迁，如犯罪率下降、实用主义价值观等等；再或者如新的信息技术产生，让人们对于商业持乐观态度。这些因素能影响投资者的心理是毋庸置疑的，然而能否影响到股价进而产生“非理性繁荣”还有待商榷。

●关于泡沫的诱发因素，作者又向我们介绍了分析师愈益乐观的预测、固定缴费养老金计划的推广、共同基金的增长、通货膨胀回落及货币幻觉的影响、交易额的增加以及赌博机会的增加。我们发现，在这个市场上，有太多因素诱使我们对于股票过度乐观以致股价产生泡沫。就拿分析师乐观预测这个因素来说。分析师们本职的工作应该是客观、专业以及冷静地预测股市行情，而我们看到一开始的分析师们也是这样做的。然而，有时候负面的预测激起了上市公司的愤怒进而进行报复。为了糊口，分析师们不得不保留卖出意见。这背后折射出了信息不对称以及监管的漏洞。而这样做的结果可能就是使广大投资者的血汗钱流入了少数资本家的口袋中。虽然美国已经开始出台法律以限制这些损害市场的行为，但这种预测偏差是否真的有所减少还有待时间的检验。相比于人类的历史，金融市场还是一个年轻的事物，有各种问题也是正常的。但是最重要的是积极地做出一些努力以促进金融市场健康有序地发展。

●继续了看这本书的进程，作者进一步给我们阐释了影响泡沫的文化因素，包括新闻媒体以及新时代的思想。在新闻媒体这一部分，我们在作者的讲述中深刻地体会了新闻媒体对于股市泡沫的产生的推波助澜的作用。新闻工作者为了吸引观众，通常会把一些并非重要的新闻作为热点播报出来引起大众的关注，而这其中的财经新闻起到了很重要的作用。通常为了吸引眼球，记者们会夸大其词，而绝大多数并不专业的民众的情绪会被深深影响并因此为投资圣经，在股市繁荣时候，各种歌颂看多这种繁荣的氛围甚嚣尘上，人们的繁荣预期愈发强烈，使得最初实际的繁荣演变为非理性的繁荣，也即是泡沫。当泡沫越吹越大，它就会破灭。而在破灭的过程中，新闻媒体再一次起到了推波助澜的作用，羊群效应使得投资者们的看空情绪一步步扩大，最后演变为股市大跌。股市的涨跌很大程度依赖于人们的情绪，而外力因素通常会多倍数扩大这种情绪。

●与其说股票是在考验公司的营运能力，倒不如说股票是在考验投资者的心理。如果投资者市场的投资者都看好股票，那么无疑这只股票一定会升；如果投资者整体的情绪是乐观的，那么可以想象大盘的走势一定是上升的。反之，则可能带来股市指数的下跌甚至崩盘。所以，繁荣可能是实体经济的走强带来的，但是，

请注意，也有可能只是因为市场的过度自信带来的非理性繁荣。如果是后者，那么泡沫越吹越大，没有实体经济的支撑，泡沫最终会破。

●终于看完了这本书。对于导致股价变动的因素，希勒试图把潜在因素拓展到更多领域，讨论更多人类行为和事件：从1929年的金融危机，到生育高峰，从通货膨胀因素到社会中的赌博文化，从贸易结构到媒体如何影响政治，几乎可以涵盖我们所想到的可能以及不可能影响到股价的因素。这是一个庞大的模型，变量集合可能是无底洞。他指出，在决定股价因素中，股票价值很重要，但是人们的信心和理性或许对宏观性的股份波动有更大的影响。希勒的《非理性繁荣》一书成书于二十世纪末，其所讨论的事件及文化都只涵盖了美国，最多加上欧洲。对于我们中文的读者来讲，与讨论理性是否应该成为金融学的前提等深奥问题相比，与中国有关的思考或许会使我们更感兴趣。看我们的赌博文化，媒体与政治，投资工具等与希勒所讨论的美国有什么不同，而我们又应该如何去看待今日的中国，为我们的情绪去定价，更重要的是，思考如何避免这种情绪化的投资给我们带来的不良的影响。

张宏志

●真正开始看这本书的时候，才发现这本书被这么多人推荐是有原因的，首先是，看书的过程脑子要转得很快，有一些名词不懂，边百度边猜想边理解，没辜负诺奖得主的苦心，自己也收获了很多；另外，对于作者严谨缜密的研究调查负有深深的敬意，牛哥在之前的见面会中提到“攒”这个字，如今国内的畅销书大多是“攒”出来的，读书像是吃快餐，营养和味道不敢恭维，这本书有一种当初读《红楼梦》的感觉“批阅十载，增删五次”，读者能够从中汲取养分，不论是作者对于股市的讨论还是对于房地产市场的讨论，我们会看到支持性的数据和分析性的阐述都非常充分，从历史回顾再到对于结构因素的分析，条理清晰，说服力非常强。读这样的书，收获颇丰。

●人们的投资行为一直受着自身心理活动的支配，作者在这一部分给出了对这一观点的充分说明和佐证。比如美国共同基金的出现和增长，大萧条后人们对基金的价值无法再认同，对信托投资及不信任，此时，亟待重建公众的投资信心，所以共同基金应运而生，此后共同基金开始崛起，人们在这样的繁荣中看到了希望，进而将更多的资金投入其中，这些资金的投入又反过来促进共同基金的增长，这

样一个循环过程无非是围绕着投资者的心理活动展开的，公众的信心时刻影响着股市，也随时受股市影响，建立一个稳固、安全的市场环境，不仅要考虑政策等因素，最重要的是把握住投资者的信心。

●本科的时候选过“大众传媒与文化传播”，印象最深的专题是讲《TIMES》对于新闻事件进行的深度挖掘和广度拓展，不仅对美国本土的事件有详细的报道，它也将信息范围扩展到世界各地，比如 200X 年，中国四川出现某种蔬菜大量滞销的状况，并且对这一报道将会对中国蔬菜供应和中国股市的影响做了进一步的解读，因为涉及到进出口问题，报道中也对该状况可能引起的东南亚国家的股市做了分析。就是这样一件发生在大洋彼岸的一个发展中国家的西南部城市的小事件，却能引发《TIMES》如此深入细致地报道，在对经济的解读中又如此专业，这给予读者很强的导向作用，当越来越多的读者开始关注这样一件事情时，连锁反应就来了——中国股市的确会有所变化，于是关注者越来越多，股市进一步变化，所以书中作者罗伯特·J·席勒利用连锁反应解释经济危机，让我想到约翰·沃尔特这位同样有远见并且非常睿智的人。新闻只是反映危机的一小部分，但是经济学和投资者心理学会对媒体的导向作用产生反应确实危机的主要原因。

●似乎每一个研究心理学的人都会谈到从众行为，古斯塔夫·勒庞更是专门写了《乌合之众-大众心理研究》一书，这本书已成为很多传媒专业的教科书。席勒也不例外的谈到经济现象中的大众心理，他并不否认人的理性，消费者在进行消费或是投资者在进行投资决策时大部分是理性的，但是理性人并不是绝对独立于他人之外的个体，人与人之间的信息交流总会发生，六度空间理论又使得信息交流扩展到更广阔的区域，所以当一些人得到相同的信息，并且有了行为上的参照之后，从众现象就发生了，当然人们会将这些信息先进行内化，考量自己和权威者的可信度，最终做出选择。

●整本书都是建立在充分的问卷调查，历史数据分析，验证性实验等方法的基础上的，这一点非常值得称道，严谨的逻辑框架从整体上保证了本书的可读性。其次，作者从“非理性繁荣”这一词汇的提出开始便将金融学与心理学进行融合，分析了参与到经济事件中的人的心理对经济事件的影响以及这一现象的逆过程，我的解读是“非理性”是指人的心理状态，“繁荣”是客观的市场和经济社会的状态，主客观这两个层面，恰恰就是市场经济最核心的要素。分别剖析了非理性和繁荣后，作者也在书末阐述了投资者们理性的尝试，如何去理性的创造繁荣，

或者在繁荣时摆正心态，可能需要人们更多的发掘学习潜力，经济学家们更多地发现投资者们的心理，画好“学习曲线”。

梁伟超

●很有趣，类似于《无价》，拿起这本书，我们再次触碰“理性人假设”这一话题。似乎是由于理论和现实的差距，经济学的这些假设总会受到敲打。而这次，经济学大师将繁荣中的非理性描述的淋漓尽致。开篇作者就从美国的科技股泡沫说起。类似地，回顾 A 股市场，从 01 年的 2245.42 点到 05 年的 998.23 只有短短的 4 年，而从 2500 点以下到 5178 点也不过短短几个月。剧烈的市场波动中，群体的疯狂和非理性尽情渲染，我们也是当局者迷旁观者清。

●这本书虽然不是学术著作，但作者的严谨不亚于任何一本学术专著。书中没有高深的数理模型，但其严密的论证和启发性的观点却显得更加吸引人。例如书中所提到的联邦储备模型，单从实证的角度看，无疑市盈率和利率有显著的相关关系。但作者却敏锐的指出，这种相关关系仅仅是一定时期内由于人们的情绪性因素导致的。我们在学术研究中有时会盲目推崇某些计量的手段，但这可能是对自身思维的框限，站在更高的角度看问题也许会豁然开朗。

●书中对“繁荣”来临的景象描绘的非常生动。联想本轮 A 股走势，当股市极速飙高，其实人们或多或少的都感到一些不正常，甚至某些理性的声音已经发出警告。但股市“繁荣”来临时，人们似乎选择性地忘记了自己的理性判断。媒体的声音，周围人的行动，都使我们失去理性争相进入股市。回首当时，好多行为和现象都显得非常荒诞，但身处迷局之中却将一切看得那么合理，真正保持独立思考的人才是真的强者。

●人类生活中的偏见到处都有，我们往往身处其中而不自知。然而在资本市场上，偏见又常常被放大，让我们为之付出真金白银的代价。领略了切肤之痛后，方知偏见的威力。令人惊奇，我们总能发现千千万万个支撑上涨的理由，但崩盘的线索却让我们百思不得其解。也许，只是我们选择了我们想看到的，忽略了那些“微不足道”的坏消息。

●有效市场理论的信奉者否认泡沫的存在，认为如果资产价格与内在价值不一

致，理性投资者会通过无风险套利行为驱动资产价格回落到其内在价值。现实中，由于人的认知存在局限，市场会出现过度乐观、过度自信与羊群效应，产生偏离基本面的非理性繁荣。联系到中国的实际，经济转型期更容易产生泡沫。一个经济体之所以发生转型，是因为在既有的资源禀赋、技术范式和社会制度下，生产效率提升受阻，需求达到峰值，经济增长动力减弱。在转型期，非理性繁荣更应该引起我们的警惕。

吴铭

●今天第一次交非理性繁荣读书报告的日记。记得知道这次读书会的主题是希勒的这本名著时，自己觉得这本书非常适合这个中国股市暴跌又企稳的日子。自己以前在图书馆读过这本书，但是很遗憾没看完。这几天重新开始看了前几章，希勒主要是对世界范围内的古诗泡沫进行了一个回顾，包括房地产市场的历史回顾。众所周知，非理性繁荣出版时正好是纳斯达克科技股泡沫的破灭，所以书中举的例子也主要是世界各国范围内 2000 年前后的泡沫，通过市盈率上升的高峰点以及国债利率在泡沫时期的低点，作者从现象着手，谈到在股市攀升时，每个人不论什么职业都在讨论股市，这和几个月前的中国股市非常相像，记得之前每次自己路过证券营业部时里面熙熙攘攘，大爷大妈以及出租车司机都在讨论股市如何。在我看来这也是一种股市狂热现象，格林斯潘提出的这个名词非理性繁荣正好反映了人们在面临股市造福神话时“羊群效应”的非理性从众行为，股市上涨时每个人都笃定价格还可以更高，这也反映了中国的股票市场目前是个弱有效市场。一般在进行金融假设时，我们都会认定人是理性的，即使人非理性的，我们也趋向于相信人的非理性是存在独立偏差的，整个市场还是理性的，但股市或虚拟经济并不是依靠实体经济的增长而繁荣的，在某种程度上也可以理解为非理性经济行为。希勒还回顾了房地产市场经济泡沫，包括 08 年次贷危机等房地产泡沫，我们也在刚经历了场股灾，对书中所阐述的现象也有着更为切身和深刻的体会。

●今天是读到非理性繁荣的第四章，第四章的标题是“放大机制：自然形成的蓬齐过程”，真心觉得这个标题翻译的非常精妙，首先放大，就好比是某个人在吹一个泡沫，虚虚实实，像泡沫的膨胀过程，而自然一词更是突出金融泡沫以及房地产泡沫增长的自发性，蓬齐一词则恰当地描述出了金融泡沫形成过程中经济人作出的非理性选择的群体效应。那么股市的泡沫以及其他金融现象的一些泡沫是

如何形成呢？在形成过程中又有哪些特征呢？也许很明显的就是公众对金融市场关注度。第四章中也提到了投机性泡沫的反馈环理论，反馈环理论上很少有人用这一词来描述股市的反省性。它是一个科学术语，通常又被称作恶性循环、自我实现预言、从众效应等。而中国的股票市场实际上也是有这个特征，记得在 4000 点至 5000 点的过程中，中国股市创业板不乏出现一些神话股，比如飞天诚信等，实际上中国那是的股票市场参与散户有点像博傻行为，每一个市场参与者都坚信股市还会攀升的更高，只不过相信自己不是这个最高价格的接盘者，这也是对股票上涨的预期的自我实现。

●这几天读了这本书的第五章和第六章，第五章主要讲的是新闻媒体在股市或金融泡沫中所起到的作用。作者是通过查询或阅读美国历史上的几次著名大股灾当日或后几日的新闻上的主要新闻事件，并且在 87 年股市崩盘时通过设计调查问卷询问个人投资者和机构投资者对于新闻对股市影响的看法。这同样也让我联想到中国 15 年的牛市中新闻媒体所起的作用，记得每次打开电视或者是报纸都在述说今天的股市成交量过万亿或者是菜市场的大爷大妈也在议论中国的股市等等，正是因为新闻媒体所津津乐道的炒股英雄的造福神话使得中国沪深股市的新开户量每日创新高，所以中国的股市在一定基本面的支撑下可能依靠的更多的是依据中国投资者心理学。第六章讲的是新时代经济，2014 年下半年许多专业投资者一直断言中国股市是结构性牛市，完全具有与以往不同的新特征，会上升的更高，当时一直券商打出口号“牛市不言顶！”以及今年的股市会远超 07 年的高度 5000 点，6000 点不是梦。其实这也反映了许多人的心理，但一轮新的增长启动时，很多人都过于自信的笃定认为这是全新的事物，会达到全新的高度。实际上技术分析理论认为历史总会是重演的，也许正是因为技术流派的存在才会觉得 K 线的某些点位会具有阻力的。

●前几天任老师的金融理论与政策课上有提到《大而不倒》这部电影，里面讲的主要是美国 2008 年次贷危机中的监管不足这一问题。而本书的第 7 章新时代与全球泡沫也讲到金融危机与非理性泡沫之间的关系。从定义上看，非理性形成的全球泡沫也是金融危机的一种，可以看成股市危机或房地产危机的前奏。当我们回顾 08 年的次贷危机时，诚然，这是近些年来我们经历的影响最为深远的一次金融危机了。金融危机发生时既可以是在非理性繁荣形成的泡沫之后也可能是经济持续萎缩时形成的。书中提到了 97 年的亚洲金融危机，很明显亚洲金融危机是东南亚国家经济持续高速增长后，而国家内部的金融体制不够健全形成的，但

是，在亚洲金融危机形成之前，东南亚国家的股市已经出现了许多大幅度的 5 年内股价上涨，并且这些股市上涨大大早于汇率和银行系统的危机。突然借用一个成语来形容这种情况，就是“表里如一”，股市的持续上涨的假象是表面，而国家内部金融体制的稳健程度才是内部，而亚洲金融危机的发生或许就是这种“表里不如一”。

●读这本书的第九章，提到了羊群效应。发现金融学中的许多理论都是与动物有关，用动物的行为去讨论金融市场上的非理性行为。昨天任老师的课上也讲到了羊群效应，是金融监管体制下的银行破产征兆前大家争相去提款的从众行为。任老师课堂上也生动的描述到了羊群效应是一个怎么样的场景？当一只羊稍微动了一下，所有的羊便会集体的动起来，整个大牧场的画面突然由静止变到活泼了。记得凯恩斯在通论中也提到货币需求函数中一个名词就是动物血性，对这个词比较印象深刻是因为当凯恩斯谈到动物血性时，是用来描述货币需求函数的。这也让我联想到企业家精神，正如今天晚上范老师所说的，现实社会中的许多并购案例也是由企业家精神可能造成的非理性行为，可能企业单纯为了做大做强，这也是一种血性精神。觉得看非理性繁荣挺好的，结合上课所学的名词，让你对金融体系中的一些概念有一些更为具体的了解。

陆语嫣

●刚拿到《非理性繁荣》这本书时，我先大概翻看了一下，看到文章开头的目录以及文章最后的参考文献和索引，不禁感叹，获得诺奖的大家写一本经典之作出来尚且需要看这么多参考文献，现在的我们更需要看更多的书来丰富充实自己，瞬间又有了足够的动力。这几天看的主要是 1-3 章，前两章对股票价格水平和房地产市场做了历史回顾。中国股市跟国外的股票市场还是有差别的。在今年的上半年，我国迎来了大牛市，也有很多新股民涌入股票市场。在股价持续上涨期间，很多股票的股价出现明显高估，但人们很少抛售股票，更多的是选择继续跟进，生怕自己落后，错过这个可以大赚一笔的机会。很显然，这也是非理性繁荣。而今年 6 月开始的大跳水，又使多少股民血本无归。股民们听着新闻，期待着国家队的一次次救市，在等待的过程中，股价仍在持续下跌。其实有很多股民原本是准备抛股票的，然而在看到新的政策或新消息时，又犹豫了一下，这一犹豫，可能又是更多的损失。其实如果他们能分析清楚当时的状况，发现大多股价实际已经高估，就应适时止损。这和股票作手回忆录里面的建议不谋而合，投资者有自

己清晰的判断时，要坚持自己的判断。

●在文章的第一篇中，作者从诱发因素和放大机制两个层面分析了结构因素对非理性繁荣的影响。其中，诱发因素包括资本主义的发展、对商业成功的日益强调、信息技术革命、生育高峰结构、通过膨胀率下降、货币幻觉、嗜赌成风和乐于冒险 12 项。放大机制主要从蓬齐过程入手分析反馈环以及投机性泡沫。看完这两章后，我首先得到的启发是要善于发现问题。我觉得在第三章十二个因素中跟非理性繁荣、投机性泡沫看似最不相关的因素是生育高峰及其对市场的显著影响。生育高峰看起来好像会和人口构成、宏观经济有更多的联系，但是它真的能影响股票市场么？作者向我们提供了他的解释。看完作者的分析后，感觉确实是那么回事，以前自己觉得毫不相干的两件事也彼此影响着。在我国，农村城市化的进程也说不定正影响着股票市场呢。其实，在我们的日程生活和学习中，我们也需要善于发现问题，通过观察身边的事情，也许我们就能找到好的论题，一些原本我们觉得理所应当或毫无关联的论题。还有第四章提到了人们心理、情绪状态对股票市场也有很大的影响。反观目前中国 A 股市场，股市的上涨和下跌大概也正反应着投资者们的情绪状态吧。最后的最后，想吐槽下翻译，听习惯了庞氏骗局这种叫法，看到“蓬齐”两个字时完全没反应过来，微微有点不习惯。

●本篇讲了非理性繁荣出现的文化因素，主要分为新闻媒体、新时代的经济思想和新时代与全球泡沫。文中的例子充分表明，媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时，也成了投机性价格变动的主要宣传者。读到这里，不禁想到了上周看到的反馈环。新闻媒体信息的发布会带来读者心理上的变化，而读者，同时作为投资者，他们的的心理变化又会带来行为上的改变，进而导致市场上的变化。而研究表明，投资者更多地关注那些不利于股市的悲观因素，因此会引起市场一连串的负面反应，就像蝴蝶效应一样。在金融、贸易日益全球化的今天，世界各国都存在着千丝万缕的经济联系，处于一个相互关联的极其复杂的系统中。一个微小的初始事件，就很有可能引起系统性的整体灾难。作为世界金融中心的美国，当其内部发生次贷危机时，这种影响便不断地借助蝴蝶效应加以放大，通过与世界的种种复杂经济关系传递给各个国家，最后，亚洲经济也不可避免地遭受了重大损失。因此，新闻媒体报道对市场产生的影响是复杂而不可预见的。

●本书的第三篇（心理因素）从股市的心理定位、从众行为和思想传染几个角度分析了心理因素对非理性繁荣的影响。作者主要从数量定位和道德定位两方面来讲述心理因素。其中，数量定位下，人们对股价的判断可能会受到自身因素的影

响，就如同《无价》中的锚定作用一样，人们对股价并没有清晰的定位，只是通过常识、自我认知和与其他相似物的比较来确定一个“合适”的价格。这一点感觉在大多数地方都适用，因为虽然经济学假设投资者是理性经济人，但往往股市中的投资者并不是完全理性的。而对于股市的道德定位方面，文中说人们在保持投资和消费之间做取舍。但是我觉得这一条用起来可能会需要一些前提假设。因为不同的国家，不同的环境下，道德定位对投资者的影响想必是不同的。比如，在我国，一本类似《邻家的百万富翁》的书能带来多大的影响？在这一点上，我个人持怀疑态度，不过之后文章提到的过度自信和直觉判断确实是绝大多数投资者的通病。因此，心理因素对投资者的影响也是不容小觑的。

●本文第四篇从有效市场、随机游走和泡沫以及投资者学习和忘却两方面讲述了对理性繁荣的尝试和探索。在对市场泡沫做出理性解释后，第五篇从自由市场中的投机风险出发，探索如何采取行动来应对非理性繁荣，比如投资多元化、制定有效的计划以增加储蓄等。在投资者学习和忘却一章，作者提到了几个问题。首先，人们习以为常的“事实”可能并不正确。当一件事被人们广泛流传后，人们对事情本身的判断可能会出现偏差，就像三人成虎一样。其次，人们对于金融市场是否有效的判断以及人们在现实生活中做的选择可能出现偏差。因此，对于投资者来说，他们确实学习到了很多关于投资、风险的知识，然而并没有完全运用于实践中。以后要从事金融行业的我们也需要认识到知道领悟与现实操作之间的差别。我们也需将知识应用于实践，那个时候才知道我们是否真的学进去了。

王宇航

●第一章中关于股市周期性疯涨和狂跌的图表让我觉得广大投资者的投资心理是盲目的，除了其自身的原因（例如从众心理等），更多的责任在于外界对于投资者的影响。在现实社会中，并不是每个人都是经济学家，也不是每个人都懂得经济学知识，政府、公司、媒体、社会环境对于人的影响是不可估量的。政府希望看到一个繁荣的社会和一个蓬勃发展的经济，上市公司希望看到自己公司的经营业绩良好，投资者希望有良好的投资机会能使得资本增值，而媒体就应着我们希望看到“经济繁荣”这种现象的心理应运而生。很多时候，媒体的影响看似微乎，实则深远，一些夸大其词的媒体宣传很可能是导致股票市场无法风平浪静的主要原因之一，而这种夸大的后果就是经济不断的恶性循环。在今晚的课上，范德胜老师还提到了我国的股票市场结构，即“20%的机构投资者，80%的个人投资

者（散户）”，这和发达经济体股市的结构恰好相反，既然股市投资者结构具备大量的不专业性，那么外在的信息传播（例如公众媒体等）就更有可能影响绝大多数人的判断，因为毕竟，多数人都不是专业经济学家（但可能某些经济学家还不及百姓）。不过究其根本，大众文化确有其不完善之处，但是投资者的判断只能由其自己来决定。媒体起到了传播的作用，但是它不能在很大程度上影响投资者的思考方式，也就是说，全面理性地思考分析问题并提出自己的看法，对于我国大多数投资者来说并不适用。

●这本书阅读进度比较慢，不过倒是对其中关于房地产市场价格走势的刻画印象深刻。对于房地产，Shiller 说，鼓励居者有其屋是一个意义深远而且令人肃然起敬的目标，它传达出来的是一种公民参与意识以及国家认同感，而且较高住房自有率对一个健康的社会也有着相当多的益处。从这个角度上来看，美国人和中国人的思考角度还是蛮相近的，“安得房屋一间”，不论是茅屋还是广厦，都象征着归属感和存在感。但美国在房地产市场上的创新无疑是有利于经济的发展和，比如书中提出的 1944 年颁布的《士兵权利法案》，它为 1700 万退伍士兵提供购房补贴，不仅维护了政府关注士兵福利的美好形象，又维持了高房价以避免投机性房地产的投资。但是在实施的角度上，却没有一个相应完善的风险管理机制去控制这个逻辑的运转，所以说造成了所谓“非理性繁荣”。给我印象很深的观点是在这次严重的住房泡沫过程中正在经历的“新纪元”故事，新纪元的到来提升了人们对于经济繁荣的预期，相应的，土地利用率也高企，这自然而然地带来了土地价格的上涨，可人们犯下的错误就是在某种程度上把土地的价值和住房的价值捆绑到了一起。从福利经济学的角度来说，不动产投资价格的增加应该在某方面表现出投资者财富的增加（转自百度，我并不懂福利经济学），而现有城市区域的价值增加根本就没有表现出任何让投资者变得富有的趋势。如果住房的真实价格在刚过去的那个世纪中能够保持每年增长一定的比率，那么通常情况下，我们不大可能买得起现在这种比过去更好而且更大的房子，这是简单的复利问题就可以解释的。但是我们都知，现在的房子与以前的房子比起来，事实上是越来越大，而且也越来越好了。这让我对房价有了一个新的认识。从直观感受上来讲，房子确实是越来越大，越来越好，区域的增值只是土地的增值而已，其真实价格并没有增加。但是就中国的现实看，我自己还是觉得不太现实。房子对于国人有着非凡的意义，这是我们“小农经济”民族留下的传统，这种对于房屋的重视程度是美国人这种“海上民族”无法想象的，因此这不是简简单单可以用价值的增值来衡量的。后来作者又提到区域性房地产市场的波动，让我印象最深

的是波士顿的房价，在 1992 年以后呈现出巨大幅度的增长。对于此，即使 Shiller 称其存在巨大的房地产泡沫、投资者不理性云云，可在我看来，这不就是五道口的学区房吗？只不过，美国的泡沫可能是肥皂泡，而我们的是铁泡沫。

●这几天的任务比较繁重，因此书并没有读几页，不过当我读到庞氏骗局作为一种市场的放大机制时，想到了一个问题，那就是“非理性繁荣”一定是“非理性”的吗？如果这个说法听起来没有逻辑，那么换一种说法就是，“非理性繁荣”一定都是不好的吗？

现在我倒觉得不然，“非理性”可能是一种冲动，但我换一种角度考虑，它可能就是一种疯狂的热情，它像兴奋剂一样，让原本被生活琐事烦恼而迷茫失措的人们重新找回了努力工作的动力和热情。可能正是这类“非理性”的梦想推动着人类文明的进步，推动着经济的繁荣，正是这些“疯狂的哥伦布的坚持”，将人类带向一个个的未知的世界，带来一次次意外惊喜，创造出一个个新的境界！普罗米修斯在我们常人来看一定是“非理性”的，但他却带来了火种，给人类送来温暖。有了火种，人类开始生产，开始一步步走向繁荣。你说诺贝尔是不是很疯狂，反正我没有那个胆量把自己关在实验室里测试炸药威力，但他确实功勋卓著。梦想之所以成为梦想，是因为起初大家都觉得你是在天马行空，你的想法只能是个“梦”。只要人类还有梦想，人类的探索就不会停止，人类进步就不会停止。繁荣就是梦想和为实现梦想而奋斗，繁荣本身就是非理性的产物。所有的理性目的就是为了情感和本能。有些人欲之所以被压抑，是为了另一些更强的人欲，所谓情感战胜理性，人天生就是这样的，永远都会这样。无论是因为自负、狭隘、愚昧、偏见、贪婪、恐惧或者其他原因，人很难全面正确的认识客观实际，所谓贪婪恐惧只是人们常常体会到的两种情感，而人们常常无视其他一些情感因素对证券投资的影响，非理性是正常状态，完全理性才是奇怪的。要不那些无欲无求、看破红尘的人们怎么会被大家广泛讨论，就是因为他们是“异类”，他们太奇怪了，奇怪到我们凡人无法理解。

我们平时在思考问题时，都试图用理性的方式去得出可靠的结论，但是由于欲望的非理性和知识的局限性，这种理性的方式实际上在绝大部分问题上是不通的，我们当时觉得理性的行为，从事后看常常是非理性的，实际上是事后获得了更多的信息和知识。对于未来，无数的因缘让你无法做出完全准确的预测，你所依靠的直觉正是非理性的。因此从这一点来看，很多事情所谓的“理性”也许存在着滞后性，因为在事前绝大多数人都很难准确分析与预测。可正是这样的“非理性”，让我觉得世界富于惊喜，否则，当大家都千里眼般地看透未来时，那还

有什么意思呢？

言归正传，“非理性”的繁荣的确对经济发展有不利影响，可就像之前所说，正是有了人们的“非理性”，人们对于未来才充满信心和希望，这种信心和希望就是一种感性，一种非理性，我们需要这种非理性来时刻督促和监督自己，因为毕竟，人们都是懒惰的，我们从理性那里得不到动力，也得不到希望。

●新闻媒体作为市场的一部分，他们一直为了生存而相互竞争，他们传播的内容早已失去了处女般的纯真，而是以吸引公众注意力为最高目的的，因此他们将注意力集中在具有口头传播潜力的新闻上，以使公众成为稳定的客户群体，因此金融市场必然吸引媒体，媒体因此也就成了金融市场的走狗与渲染者。

但是，新闻媒体的讨论类似于“众声喧哗”，什么观点和情况都可能出现，基本不做充分、深入的讨论，只是为了迎合公众趣味；同时公众也不关心理论和深刻的分析，在新闻媒体提供的泛滥的数据和信息面前，公众往往关注权威或者名人的观点。

从历史数据看，重大新闻日与重大股价变化之间，没有必然联系；大多数重大价格变化日没有重大新闻。反映危机的新闻事件可能伴随重大的股市价格变化，但并不显著。但这主要是因为媒体是一种事后行为吧，而且媒体报道内容总是具有选择性的，他只会选择那些对自己有利得新闻。

希勒认为，新闻报道不可能是最初股价重大变化的原因，尽管它对市场股价变化十分重要，新闻报道导致了股价的进一步反馈，使反馈效果比其他情况下持续的时间更长。新闻报道最多只是连锁事件的引发者，他吸引了投资者的注意力，并产生了累计效应，使投资者更多关注，引起连锁反应。

其中值得注意的是，希勒论证了新闻媒体的报道不是反转（崩盘）的原因，但是与里根总统时代的布兰迪委员会关于 1987 年崩盘的调查报告有些不同。布兰迪报告认为新闻媒体对某些事件的报道可能引发了最初的下落，而希勒根据其调查结果认为，没有证据显示这一点。有严肃的研究指出，新闻媒体对某些事件的报道通过促使最初的价格下降而点燃大崩溃的导火线是有可能的。

一个充满泡沫的市场崩盘是必然的，这个结论大概没有争论。问题是什么导致了最初的下落？这也许不可能确定，也就是说非常偶然，很可能是一次蝴蝶翅膀的振动；即使现在来看过去的几次反转，包括 2007 年 6124 点的反转，都很难搞得清楚。市场存在理性的力量，也存在非理性的力量，而且总是在此消彼长的变动之中。只要有非理性的力量，整个市场就是非理性的，或者说非理性的力量总是叠加在理性力量的基础上。理性的力量在某些阶段能够使市场正确反映市场事件

和信息意义，带动非理性的力量，但并不总是如此，在某个时刻，反馈放大机制会起决定性的作用，媒体推波助澜，最终导致理性的力量失去控制。

●读这本书时最大的感受就是，作者在试图告诉我们股票市场的价格并不是完全靠基本面来决定的，但这么说并不是要否定学术派的技术分析理论，而是在强调另一种很重要但又无法量化的指标——信息。在中国，这可能是再值钱不过的东西了，很多人在股市上赚的盆满钵满，有时并非因为他们卓越的投资才能，而是靠内幕消息发家致富了。

于是，我们可能会得出这样一个结论：股市并不是一个非常靠谱的值得的投资市场。因为在这里价值规律不起作用，股价主要取决于飘忽不定的预期，可以说完全是股民的心理偏差形成了股市的非理性繁荣。要想摸清股市并从中赚钱，这好像就是一个适合在白天做的梦一样。当然，你可以说张三在股市赚了10万，李四在股市赚了100万等等，但你怎么不说王五在股市赔了50万，赵六在股市赔了200万呢？当人们在想这赚钱的事情时，满脑子都是别人赚了好多钱的事迹，进而脑子发热投身于股市。事实证明，新手入市“九赔一赚”，就算专门投资股票的机构或个人都不能保证稳赚不赔。这更加证明了人类心理上的缺陷，而这种缺陷恰恰与股票市场不谋而合

事实证明，在数十年的时间里，股票并不比其他投资优越，也没有理由相信它将来也会这样。同时，选择业绩良好的共同基金所获得的收益比投资者想象的要少。所以《非理性繁荣》的作者希勒劝大家分散投资，倡导投资多元化，制定有效计划增加储蓄，理性对待股市。对于这些做法，我是十分赞同的。”

卢桢妮

●日光之下，并无新事。非理性繁荣的景象在不同的历史时期更替重现。著名的可以追溯到17世纪荷兰郁金香泡沫，以及数次全球经济危机，而股市更是一次次经历过山车般跌宕起伏，繁荣至极而后急转见证历史。事实上，真正决定因素来自我们头脑中的“浮躁情绪”，它驱动了这种经济现象，而非理性并不是如一些作家描述的20世纪20年代股市投机过剩时期投资者的疯狂状态，而是一种我们一生中某个热情高涨的时候都可能做出的错误判断以及在基础上沿袭的超出正常运行规律的状态。其走向是在市场上各种心理矢量共同合力作用之下逼进的方向，那么当真理掌握在少数人手中的情况下，而非理性的声音过于庞大掩盖了理性的声音时，股市就不幸地被人们这样的市场心理洪流的影响下被炒到一

个不正常、难以维系的高度，所谓的“非理性繁荣”就出现了。

●那么为什么历史总是重演？理性无法压制非理性繁荣呢？记得在商业银行经营与管理的学习课程中一个理论，讲的是银行在经济危机中惜贷，在经济好转时加大贷款力度，而由于银行经理人的遗忘性导致银行好了伤疤忘了疼，再下一次经济危机来临时，风控不严、过度贷款的银行再一次陷入困境，而在经济大热的大环境下依然保持谨慎的银行则可安然无恙。此外，群体具有盲目易感性，大众情绪只需微微扇风便可以星火燎原之势蔓延，而诸如 Twitter 大佬们的情绪又决定股价走势的风口，再经过大众媒介以及所谓大 V 们吹至一大波易受影响的人群，最终风作用于灶台下的火便沸腾了一锅水。

●“我们相信，欺骗是由需求决定的……在繁荣时期，财富被创造出来，人们是贪婪的，骗子就会出来利用人们对财富的渴望。”蓬齐骗局中，骗局制造者向投资者许诺，投资便能赚的大量收益，但是投资者付出的投资款几乎没有或者根本没有被投向任何真正的资产。骗子将第二轮投资者支付的投资款付给最初的投资者，将第三轮投资者的投资款付给第二轮投资者，依此类推，策划者可能希望不付钱给最后的，同时也是最大规模的一轮投资者，然后逃离法律的制裁。而最初的投资者对这些骗局是持非常怀疑态度，因此只进行了少量投资，直到投资者看到他人获得大量回报才会对这一骗局真正充满信心。这也表明别人赚得巨额钞票的现象会对自己的思维方式产生影响，对于多数人来讲，别人赚了钱是很有力的证据，这些证据的重要性甚至超过了最有理性的质疑。然而，同样的轮空的一笔巨款，如若投入到因债务而停滞无法运转的产业链条中，便可漂亮地解决三角债难题。

王红燕

●第一章是对美国股票市场的历史回顾，作为一本经济金融学方面的图书，有大量的数据作支撑是值得我在以后的写作中学习的（如果有可能的话），但是要真正读懂这些数据，就不能不去了解美国当时的经济社会，股市的大起大落还是离不开实体经济支撑的。这只是开头，希望可以在作者的带领下进行一次深度学习。

●房地产市场或许比其他任何一个行业都令人感兴趣的，有着切肤之痛的市场。说到中国的房地产市场近十年来的一路高歌猛进，应该解释为需求导致的长

期上涨趋势，还是个别诱导因素导致的短期繁荣呢？若解释为长期趋势，那么房价为什么会在 08 年左右爆发式上涨。若解释为短期繁荣，为什么这个上涨的趋势虽然在 2014 年有所逆转，但在 2015 年又重启上涨模式。一些人将十年左右的上涨解释为之前受束缚的住房消费的释放以及土地管理政策的改革。而现在，既然房地产市场发展已经出现区域性分化，一些地区如北上广继续上涨，一些二三线城市房价保持平稳，有些甚至有所下跌。那么令人好奇的是，前期的消费需求释放在多大程度上带动了这一轮上涨，消费需求释放到了什么程度，以及在不考虑宏观政策的情况下，未来的消费需求将会使各个区域的房地产市场发展呈现什么样的发展趋势和特点。

●第五章探讨了新闻媒体对股票市场的影响。仅就新闻媒体与民众对股市的关注度而言，可以大致发现两者相互增强的效应：一方面民众越关注股市，会刺激更多财经媒体和财经报道，而更多的财经媒体和财经报道会吸引更多人去关注股市，参与股市。同时注意到中国的财经媒体，财经类报道日益繁多，一方面反映了中国老百姓日益注重股票类资产的配置，另一方面也在激发人们炒股的热情。当然，由于股票市场状况会对这一类新闻媒体的发展和盈利产生明显的影响以及其他原因，此类报道也往往偏于乐观。

●第六章讲述了新时代思想在股票价格泡沫形成中的助推作用。联系到我国实际情况，随着 2013 年 11 月十八届三中全会提出深化国企改革，国企改革概念逐步成为潮流，并成为这一轮牛市的动力之一。尤其是 2015 年上半年国企改革经常出现在财经报道中，成为各路媒体持续看涨的依据。在我看来，国企改革对于股市是利好消息，改革可能在未来提高企业效益乃至价值，市场作为对这一消息的前瞻性反应，上涨合乎情理。但是作为一项决策，尤其是一项在中国多年来都没有取得重大突破和进展的决策，市场做出如此过度的反应堪称疯牛。仿佛国企改革一蹴而就，并已经转化成了真实的经济效益。就像书中所说的，国企改革一出，我们便进入了一个新时代一样。

●本书的重点是分析各种社会因素如何推动投机市场的变化，推动股票价格的变化。这些因素包括股票价值的变化和新闻媒体的言论，人们的心理预期等。遗憾的是我们很难预测哪一种因素会在未来的价格变化中起主导作用。在股市向好的 5 月份，实习所在银行的一些投资股市的员工认为政府倾向于鼓励通过借助股市资金来支持一些融资难的企业，换言之，即使大家不认为当时的股价在合理水平，

但是这一推测使他们预期股市突然整体大幅下跌的风险会小，因而即使价格处在高位也值得买入。这样的说法在当时似乎有存在的合理性，难以完全反驳。如果暴跌没有发生，持续上涨或保持在 5000 点，那么现在这些人就化身成了我眼中的索罗斯，投资有理有据有收获。所以预测这一工作有些类似于成者为王败者寇，言中了即成经典案例，否则大伤元气。但是如果真有那些员工所说的“人生难得几回搏”的心态，也似乎值得一试，毕竟繁荣常产生于非理性。

谢龙

●自上世纪 90 年代格林斯潘提出“非理性繁荣”这个概念以来，短短五个字在这个世界上流传之广之深，也许早已超出了提出者本人的预料。

不过换个角度来看，这种广泛而深刻的传播其背后隐藏的原因并不是什么形而上学的东西。我总认为，越是能引起受众共鸣的东西越有益于传播，就好比流行乐听了的大多数人都会觉得悦耳，畅销书尽管未必深刻但是读了的人总会觉得对书中的某些观点深以为然，真正恐怖片至少对于大多数观众而言总是有些惊悚。

“非理性繁荣”之所以“繁荣”大概正是很好的描述了许多人想说又一直未能准确表达的概念，这种共鸣一旦被引起，就很容易被扩散开来，尤其是“非理性繁荣”所描述的现象原本就并不仅限于经济现象而是放在许多领域皆准且一直如此，这种影响力随着时间推移愈发广泛而深远就不足为奇了。

尽管人类历史不长，真正意义上的人类社会更是短的可怜，但是这里有太多的“繁荣”，而每一次繁荣几乎都被非理性所贯穿，从这个意义上来说，每一次繁荣固然有其客观原因，也有着诸多非理性因素的推动。而换个角度来说，如果每个人都是理性的，还会有“繁荣”么？也许会有，但是应该不会有什么起伏涨落。个体意义上的非理性早已经为很多人所承认，但是很多人仍旧将群体视作理性，尤其是当这个群体所包含的人数越多，层次越丰富，其体现在外就应该越表现为理性，原因挺简单：有人向左，有人向右，在没有特殊锚定的情况下，做出各种选择的人数应该是一样的，从而在群体层面的表现上来看，一切都被“中和”了。

但事实并非如此。便如 Robert · Shiller 在书中所述一般。为什么经济发展会有周期，为什么股市会牛熊之分，为什么房地产价格走势也会呈现出类似的状况？更有趣的是，这些现象体现在了许许多多相对孤立的群里之中。古人说：“盛极而衰”、“阴阳相生”，也有人在谈论天下大势时说：“合久必分，分久必合。”这其间道理又何尝不是相通的呢？

事实上，从物理化学的角度来看，自然界也是存在类似的现象的，最典型的就

是微观粒子，当它获得外来能量而跃迁到更高的能级轨道上，最终总会回归到低能级的稳定轨道上来，好似昙花。所以“非理性繁荣”也意味着短暂，大多数时间，我们都运行在低能级的轨道上。

“华枝春满，天心月圆，灿烂之极，归于平淡。”

繁荣之美，总是由非理性所点燃，而非理性所带来的代价，又往往高的有些让人难以承受。我们重复于类似的循环之中，任由哲学家心理学家经济学家提出种种理论，千百年来也并没有真正解决这个问题。

然而，这种现象尽管为事物的发展添了许多曲折，但或许也正是由于此，也让我们在发展过程中多了许多领悟和精彩。

●1982年至2000年间全球股市的大幅上涨以及之后房地产市场出现的繁荣原因何在？再算上近几年股票市场史无前例的大繁荣，这种被认为是“戏剧性”一般的表现背后有怎样深刻的原因？要回答此类问题无疑是非常困难的。唯物史观认为个人并无法改变历史的趋势，所谓重要人物也不过是加速或是延缓了历史前进的脚步而已。但“蝴蝶效应”之类的说法也不绝于耳。个人对于历史究竟有多重要，其实这是个很难证伪的事情。因为我们尚未开发出时光机器或者是别的能够穿越到平行宇宙的飞船，使我们能够通过影响某一个时点某一个人物的决策进而观察这种影响是否真的会改变历史的进程。

似乎扯的有点远。但我是相信存在“势”这个东西的，什么是“势”，就是种种因素交织在一起，构成了事物所处的环境与推动其向前或者向后的动力。但是因素之多，无疑常常是要超出我们想象的，于是单个因素在这里面究竟会有多大作用，确实不好说。

Robert · Shiller 在第三章探讨了诱发股市和房地产某种意义上“非理性繁荣”的十二个因素，这些因素对于解释此前的一些现象无疑是说得通的，但是这里面有个先入为主的问题：你已经明了了自己是要解释某一个现象，那么提出来的因素自然就会将其套到解释这个现象的框架里去。很多时候解释也好，预测也好，原就无关对错，只要说的通有人信服，这个说法也就会得到认同，而被认同的多了，往往也就成了专家，也就能反过来对市场造成一些影响。这就好像书里提到的分析师，国外的分析师好歹还会发些维持以下评价的报告，而国内如此良莠不齐的股票市场，对于种种标的却清一色是买入评级。这样一想，卖方分析师确乎往往扮演了发声筒或者说的难听一些——“忽悠”的角色。有句话说的好：“股票市场里所有人都是你的对手。”所以你也不好责怪卖方分析师是故意忽悠人接盘，报告就在那里，看不看取决于你，为什么要相信呢？

书中提到了一点：安全感，或许能稍稍解释一下这个问题。

缺乏安全感是人类的通病，并非仅限于某一类人群。人总是在抓稻草，譬如因为害怕未知的恐惧而去求知，因为害怕黑暗便想要有光，因为害怕无处可依便会想要有地有房，因为害怕孤独而选择抱团取暖，因为害怕通胀便想要取得收益来与之对抗，因为害怕损失而一再的在卖方分析师的指引下将荷包打开买入股票。有理由相信，大多数进入市场的人群对这个市场并不了解，也缺乏足够的可以分析市场的能力，面对未知总是会感到恐惧，但是高额的利润又难以让人轻易放弃，于是发自本能的，人们开始将视线转向诸如“贤者”、“先知”一类的人物，分析师正好扮演了这样的一个角色。

不过，溺水的时候抓稻草真的会有多大用处吗？

至少我没有听说谁依靠分析师的报告就获得了非常丰厚的利润。

但是可以肯定的是，卖方分析师这个职业还会继续存在下去，只要还股市、只要还有人们需要稻草。

如果将这类现象放大，或许就可以试着解释更广泛而深刻一些的问题，譬如前文提到的历史发展一类的问题，因为未来是未知的，所以人总是会对未来有着那样那样的危机感，这时候，人总是会拼命想办法降低这种不安全的体验，而历史人物之所以可以成为历史人物，并不在于其先知，更多或许是因为他们看起来并不是那么慌张、似乎有那么些主意，久而久之，在人眼里也就成了稻草。只不过，大概稻草们本身也没有想到事情会发展如斯，而稻草们后来有些被证明是扬帆巨舰，也有些成了沉底石。

所以，选择稻草需谨慎。

●在我看来，投资大师们常会有两个共同点：第一，对市场形势的熟知；第二，对人性的把控。如果有人并不是因为这两点而在投资上取得了很好的成绩，那一来可能是我孤陋寡闻，二来大概这种成绩也许会是“盈不可久”的那一类。所以 Shiller 在书中批判《道琼斯 40000 点》的时候说 Joe 的故事之所以会吸引人，原因之一是“将成功的投资看做掌握自己内在冲动的过程。”

当然，投资做的好的的人并不一定精神和道德上都是优越的，即便是华尔街大佬也总有这样那样的尴尬事。雷曼兄弟的前总裁 Dick • Fuld 到现在出门的时候还要注意面朝人少的地方以免被人认出招致鸡蛋菜叶扔脸上。尽管将金融危机归咎于某一些人的身上是不理智的，但这至少说明 Fuld 在精神和道德上甚至不如常人。不过不可否认的是，精神和道德境界的提升与人本身层次的提高是有着正相关的关系的。

公众对于耐心赚钱不为市场波动影响的人产生强烈的崇拜归根到底还是对于金钱的崇拜，他们认为见识到美玉在先，大概自己也能做出类似的业绩。不过这种时候人对于自身的预期往往是过高的，事实上，市场上大多数人仍然在赔钱，至少 A 股市场是这样的。

不过人也并非总是对自己预期过高，有句话叫“得意忘形”，得意时，人往往容易产生过于乐观的情绪，而失意时则容易过度悲观。周遭事物对于人常常会是情绪的放大器，指望人走出某种情绪，最主要也只能依靠其本身的认识。

所以“执念”这个词非常有意思，一种观念一旦形成，多多少少都会有执念在里面，只是程度不同，境遇对于执念的程度会起到加深或者是缓解的作用。这样来理解反馈环机制，以股价上涨为例，最初的股价上涨带来的小规模的赚钱效应使得投资者有了投资于其中的执念，进而推动了需求，需求的上升，股价的提高，赚钱效应的凸显则进一步加深了这种执念。执念的在这种循环之中被扩大，就如同泡泡一般，等膨胀到一定程度难以为继，便会如同高企的股价泡沫“啪”地一声便破碎了，人大概也就走出了执念，尽管有时候这样的代价会有点大。但是正如书中所言，投机性泡沫不可能永远持续下去。当然，执念的建立有时候很难让人察觉到，若可以轻易察觉，传销之类的庞氏骗局大概也就不会将太多人卷进来。所以这种心理过程是否放在其他地方也是有道理的呢？至少在很多地方看起来似乎是那么回事，回到之前提到的“得意忘形”，“忘形”之后大概离灾祸也就不远了。

故而变成一个成熟的投资者的过程确乎是一个修炼自身的过程。须知道，投资做的越深入，掌控的资金越多，杠杆越大，风险也就越大，稍有不慎，出现诸如“得意忘形”之类的心态，其实是非常危险的。

市场已经投资者带来了无数教训，成功者毕竟只是少数，只是我们总是将目光聚焦于他们身上，而忽视了光鲜亮丽的演员背后是巨大的幕布，那才是市场的绝大多数。

●有人说，A 股市场是一个政策市，是一个消息市，大盘行情总是随着政策新闻因风而动。事情是这么简单么？显然不是。

如果真有这么简单，那么只需要按照消息买卖就好了，大多数人都会赚钱，又怎么会出现十炒九输的惨状呢？

我想，这里我们需要理清一件事情：股票的涨跌到底纯是因为消息，还是消息不过是一个引子。另外，你所认为的会影响股价的事件到底对于股价会有怎样的影响呢？

我听过这样的一种说法：如果将消息的影响力分为强、中、弱三个等级，那么对于强消息市场大概需要两小时来消化，中等强度消息大概是一小时，弱消息也就半小时左右。这样看起来市场似乎挺有效，因为消息及时的被消化了啊。但是这样又会有一个问题：消息被消化之后，影响股价的是什么呢？很多人认去年底的降准降息拉开了最近这一轮牛市的序幕，确实，之后大盘向上的势头非常强，足足涨了一倍有余。但是，如果降准降息可以带来这等利好，为什么之后多次进行的降准降息市场对其反应都是褒贬不一呢？更有甚者，股灾期间利好频出，也并没有阻挡大盘跳水的势头。

所以，“消息市”真是“消息市”吗？

再举一个例子，前一阵子证监会公布了对某几家操纵股市的机构及个人的处罚，相应被操纵的股票代码也公布了出来，但是处罚措施被公布之后的第二天，几只股票非但没有下跌，反倒一路上涨，甚至股价翻了不止一倍。

事情在这里似乎显得有点奇怪。

就我个人对于消息的理解，大概有这么几点：

首先，有些消息与股市并不一定就是联系如此紧密的，某些政策的公布、新闻的发生原本就并非冲着资本市场而来，只不过是恰逢股价发生了较大的变动。而股市新闻的编纂者又总爱为股价的变动找一些消息面上的原因，于是这些东西就被联系到了一起。但是，被联系的多了，亦或是由比较有影响力的媒体反复强调这种联系，久而久之之类的消息或许真的会对股价变动产生影响也未可知。但就我看来，在 A 股市场未必，还是以降准降息这件事情为例，如果观察历次降准降息之后股价的变动，事实上涨跌大概是参半，甚至跌的时候会多一些。

其次，消息也许确实对于股价变动产生了影响，但是消息的作用可能常常被高估了。为什么这么说？有时候我们会看到在并没有多重大的消息发布的情况下，股价出现大幅的变动，尽管事后有些人会将这种变动归因于股价，但实际上从更深次来探究，往往不过是阶段性行情见底，以此为契机罢了，至于这个契机是什么，其实关系不大。上涨，最重要的事情是开始有赚钱效应了，于是资金蜂拥而至；下跌，最重要的事情是赔钱效应显现了，所以资金纷纷撤离。

第三，消息的发布也许是刻意的，在 A 股市场上，并不少见利好公布之后股价随机下跌，或者利空之后股价反涨的例子，事实上，许多事件已经发生，只是公布的时点被有意的做了某些调整，而正是由于这样的调整，造成的结果却非常的不同。

诚如此言：“每一个消息背后都传递着远超这个消息本身的东西。”

●今天最后一次写这本书的读后感，好像每一本书最后一篇读后感大多都会变成自己对于书中的一些道理于自身行事上的一些感慨和领悟，这本书同样如此。Shiller 虽然主要是以股票市场为研究对象，探讨了种种“非理性繁荣”可能的成因，但是这些因素应用到许多领域上又何尝不可呢？

非理性并非绝对意义上的感性，从某种意义上来看，这更像是一个贬义词。我们谈及感性的时候在不少情况下都是予之赞誉的，事实上，感性所包含的范畴要比理性更加宽广，而人所处的状态大部分也应该是感性状态。这也许会给人带来很多困扰，但是也是奇迹和精彩之所在。实际上，某些看起来理性的东西，其深层次又何尝不是被感性驱使呢？就好比你用理性的方式去贬损一些人、吹捧一些人，看似理性，实际上其背后驱使的力量终究不过是诸如猜疑、嫉妒之类的因素在作怪，自然这也是感性决定的。当感性沦为不智，我想基本上也就可以和“非理性”划上等号。但很可悲的是，人被这种“非理性”左右的时刻太多了，西方常说“七宗罪”，便是其中最主要的几个代表，只是圣人从来太少，道貌岸然者太多。有人说这是原罪，大概如此，当感性被根植于基因深处，在给你带来光彩的同时，也不可避免的带来了阴影。

很多时候对于许多事情我们都难以理解，譬如为什么上瘾者会沉溺于种种怪癖，精神病患者会做出许多匪夷所思的举动，精神病学家试图从神经反应、基因序列等一系列自然科学角度来阐释这样的现象之所以会发生的原因，而从表观上来看，其实大抵是“非理性”的疆界被突破了，底线一旦缺乏，大约也就成了脱缰的野马，没有拘束，行事便脱离了正轨。

不过疯子并不可怕，可怕的是前文提到的被“非理性”驱使的“理性”的疯子，这就好比流氓学会了武术，恶徒拿到了核物理博士，其造成的危害远远要大于普通的疯子。历史上已经有太多例子，每一次这种例子出现所带来的代价往往都是递增的，下一次会如何呢？我并非是悲观主义者，只是有些感慨。很多时候我们过于看重物质、财富并以此作为评判人的标准，过于短视、肤浅而忽视长远的东西，是否有一天我们要为自己曾经的这类行为买单？经济意义上的非理性繁荣所带来恶果已经说明了一切，而这种恶果甚至给许多原本并非为此担责者带来了负的外部性。

所以，在探讨心理学对于股价的影响的同时，是否也应将此作为一个警示呢？对于人的评判而言，究竟是财富重要还是道德重要；选拔用人，应该以才能为主还是道德为主？也许大多数人都会给出相同的看似崇高的答案，但是短视和侥幸又会让觉得自己可以一开始就两者兼得，尤其是对于后面一个问题。而这类错误，我们却一直在犯，尤其是现今这个时代。

牛爱军

●这本书描述了导致20世纪90年代股票市场泡沫的心理因素。该书序言中指出，20世纪90年代末的股市呈现出一个典型特点，即投机性泡沫：暂时的高价得以维持主要是由于投资者的热情而不是与实际价值相一致的预测。在这种情况下，尽管市场可能维持高位甚至大幅攀升，但在未来十年或二十年里，股市的总体前景将会是非常惨淡，甚至十分危险。这是值得深思的一个结论。

对于股市，“什么是利好消息”是每个人都想知道的，只要掌握利好消息，人们就可以通过投资来获利。而希勒的《非理性繁荣》却告诉投资者，这样的方式不完全可行。作者告诫投资者不要过于相信自己已经掌握金融资产价格波动的规律。目前的金融学不足以提供确定的结论，而且不能完全理性地预测和理解股价的波动规律，作者指出“非理性”心理使得我们的对未来的预测很不可靠。

对于导致股价变动的的原因，作者试图把潜在因素拓展到更多领域，讨论更多人类行为和事件：从1929年的金融危机，到生育高峰，从通货膨胀到社会中的赌博文化，从贸易结构到媒体如何影响政治，几乎涵盖了我们能够想到的所有影响到股价的因素。犹如一个庞大的模型，变量集合可能是个无底洞。他指出，在决定股价因素中，股票价值很重要，但是人们的信心和非理性或许对宏观性的股价波动有更大的影响。

在作者看来，无论是机构投资者还是个体投资者，都难以摆脱各种“非理性”因素的影响。即使投资者是在追求一种理性的目标，结果往往也难以实现。我们当然不能说投资者是赌徒，可是谁敢说自己没有赌心？亏了的想翻本，赚了的还想赚的更多，市场就这样被自我放大、自我增强起来了。开始的时候大家都比较自信，觉得自己肯定能赚钱，也就是作者所说的信心过度，可是几次波动下来，大家又觉得还是随大流走最保险。于是，“社会传染病”也就由此而产生了。这本书中总结了社会心理学对这种现象的分析，使人颇受启发。

●处理投机风险的策略有点像应付不稳定政治的策略。我们担心诉诸不正当手段或是草率下定论的政党会赢得控制权，但我们并不想通过在动荡中取缔某些政党或对他们的活动征税的方法来避免这种危险；相反，我们允许各个政党自由地发表意见，期望公众最终会做出正确的选择。这一令人欣慰的结果是通过计划和不断完善竞选和选举规则而得以实现的。相比较而言，我们国家应对投机性泡沫的首要办法是采取鼓励交易的政策，同时给人们更多的机会...

人们往往注意到其推理的最后一步是否正确，全然不顾推理中其他部分可能存在

错误。人们是通过寻找其他已知事物的相似性来判断概率的，但他们忘记了每个事物都有自身的特点。过度自信的原因还可能与事后聪明有关，即人们常常以为如果他们当时在场并注意到某事的话，他们在实际情况发生之前就能得知有关情况。事后聪明使人们认为世界实际上很容易预测。

过度自信与投机市场有关的另一因素是异想天开。当谈及人们对投机情况的好坏和自己作投资决定的直觉时，往往是他们内心深处的想法——也就是无须向别人解释的想法。人们偶尔会感到某些行动会让他们交好运，即使这些行动实际上对运气并无任何帮助。

●在泡沫的产生过程中，价格不断上涨，人们的想法也在不断地改变。随着价格的上升，那些原来认为经济中存在泡沫的人，会对自己先前的判断产生怀疑，并开始思考是否真的是那些基本的经济因素推动了价格的上涨。如果价格持续上涨了若干年，那么许多人就会认为那些把价格上涨视为泡沫的专家可能错了。并且，他们会义无反顾地相信确实是基本的经济因素推动了价格的上涨。

●那些相信股市会下滑和连续减速的人由于年复一年不断地出现判断错误，对自己的坏情绪很敏感。那些不断预测下滑的人由于总是在错，会痛苦地感觉到丢面子。由于对认识世界的满意程度是自尊和个人身份的一部分，很自然地，以前悲观的人想建立一个不同的世界观，或至少会在公众面前呈现出不同的态度。也正因为如此，“空翻多”的能量有时会很强大，甚至很多人在高位也奋不顾身地涌入市场。尤其是当股票投资已经成为一种大众文化，投资人更是害怕“踏空”。对于人们为什么不能做出独立的判断和选择，一般的解释是迫于社会压力的屈从，人们害怕被看成是另类或是傻瓜，他们的判断受到了动摇。但社会心理学家早在五十年代就通过实验表明，人们未必是害怕在一群人之前表达一个相反的观点，而是“传统理性”告诉他们，当大部分人都做出相同判断时，那么差不多可以肯定，大部分人是正确的。所谓顺势而为。人们对股评家、分析师和经济学的所谓“权威”的依赖感。尤其是在社会分工日益明显的今天，人们信赖专家成为一种习惯。还有一点也颇值得关注，就是投资者经常对价位高估习以为常，只有等到股价跌了个 50%甚至 100%，才恍然大悟。心理学家已经证明，人们在模棱两可的情况下做出的决定往往会受到身边因素的影响。在股市中，暴涨和暴跌适合喜欢刺激的投资者与大牛市的热潮。但一般而言，阴跌和缓涨则容易让人轻信，或者说有时更能把一般投资者套住。其中的原理就是利用了价格的持续性能给害怕风险的人以心理依托。在市场和日常生活中，我们也会发现有些向来谨慎的人

会突然做出一些意想不到的危险举动，这往往是和信心过度有关。过度自信有许多表现形式，最典型的事是“事后聪明”，它使人们认为世界实际上很容易预测。

● 投机市场偶尔会产生泡沫经济的趋势对于决策者们来说是很难察觉的。在试图解决这些高风险投资所造成的问题时，他们将不得不考虑提高对于高风险投资特性的认识。遗憾的是，高风险投资的特性复杂多变，我们不可能指望在制定长期目标时，以文件的形式规定任何既定决策的特殊作用。用关闭和限制的方法来干预市场，虽然在特定的情况下很有效，但是在解决由投机性泡沫造成的问题时，这种方法显然不是首选之举。

邵兴宇

● 追求繁荣是人类坚定的梦想，即使孔孟苦口婆心的教诲“不汲汲于富贵，不戚戚于贫贱”也不能使这种梦想破灭。还是尧舜说的直截了当：四海困穷，天禄永终。如果人类自己不争气而穷困，那么上天也不会垂青于你。

但是我们怎么样才能盼来繁荣呢？这是自古以来、无论中外都可以让人产生困惑的问题，中国有本末之争，而西方为了重农学派还是重商学派也曾争吵不休。社会发展到今天，随着证券市场的空前膨胀，不少人欢呼着“虚拟经济”带来的繁荣，甚至有些政府也站出来将网络经济当做扭转乾坤的神兵利器（某大国总理在中关村喝了一杯互联网泡沫），偏偏有人与大众过不去，希勒大概就是其中的代表了。

● 《非理性繁荣》对股价高低的衡量，是判断股市是否健康、是否理性的一个重要标准。但是，对价格高低的衡量往往非常困难。西红柿的价格在早晨与晚上之间就可能发生了波动，但谁也不能说哪一个价格更加理性，更何况是流动性更强的股市。从格雷厄姆开始，大家往往习惯于用股市的市盈率来衡量市场价格的高低，显然希勒教授也采用了这一方法，市盈率实际上就是讲股票价格同收益率挂钩，收益率应该是顾家的基础但是，市盈率又常常受到质疑，因为市盈率一般是使用过去的盈利指标，而理论上讲，股价是对未来预期的反应，所包含的是未来的盈利，这之间有着明显的矛盾。所以，即使过去的盈利指标较低，但只要未来预期收益率较高，股价仍可能维持在一个相对较高的水平。

● 即使我们心悦诚服的接受市盈率指标，那么市盈率多高才算是理性呢？是 30 倍、40 倍还是更高。我认为，孤立地看待市盈率的绝对值似乎是无法解决我们

的问题的，只有在比较中市盈率的指标才有意义。我们一方面可以借助历史上的市盈率来做纵向比较，另一方面可以利用其他国家的市盈率来做横向比较，同时还可以参考其他相关金融产品的市盈率来做出较为合理的判断。

●与任何市场一样，供求关系决定价格，股票市场也不例外。希勒教授指出，美国证券市场资金的充裕助长力量泡沫的出现。近几十年来，养老基金、共同基金的急剧膨胀，大量资金涌入市，使得美国的股票市场波澜壮阔。其实，除了美国国内的资金以外，国际上许多游资也涌向美国。结合我们中国的股市，大概也能看出资金供给股价波动的关系。但是，这只是问题的表象。如果经济的总体资金供给过多，应该引发包括实体经济在内的总体通胀。通货膨胀的出现，就会反过来提高投资者所期望的收益率，投资者救护要求更多的风险升水，这将会是市盈率下调。吐过只是故事的资金供给过多，从而引发股市的“通货膨胀”，我们不禁要问，为什么资金要在股市扎堆而不流向其他地方呢？这可能有两种情况，一是股市比别的更有吸引力，二是热钱除了股市之外无处可去。

●传销式的股票市场终究是要崩溃的，稍有数学知识和没有数学知识但有健全直觉的人都知道，希勒就毫不犹豫的指出，这一骗局注定是要终结的，因为投资者不可能永远增长下去，尽管我们可以自豪的说，中国人口要比美国多，要比阿尔巴尼亚多得多，难道我们要坐视更多的人卷入吗？难道中国股市变成资金无限供给下的“通货膨胀”吗？其实，尽管中国人口众多，但不是无限多，资金更不是无限供给。而且，中国根本比不了美国，美国股市才真正更靠近于“资金无限供给”。即使它的基本面差一些，国际上的资金仍然要往华尔街涌，就像美国的外贸赤字那么大、财政赤字那么高，别的国家仍然要储备美元，仍然大规模的持有美国国债一样。

黄悦

●前两章梳理了股票市场和房地产市场的价格波动及其可能的原因和启示。我比较有感于房地产市场。长期以来，我已习惯于把房地产看做一项投资，房地产市场考虑为衡量经济的重要一块，从未考虑过为什么与是否应该这样做。房地产市场似乎不是简单的能与经济相联系的那么简单，其内在的，可能受到它作为商品本身的属性及供求关系对价格的影响，可是这似乎不是我们关注它的原因，因为我们总是希望得到一些和经济有关的启示，那么除去这些因素还有多少是其他影

响的？也许考完本书会有一个更好的了解，也从而解释房地产市场这样一个特殊的存在，绝不是因为大家都去关注它所以我们应该去关注这样简单的设定。

●第三章总结了促使市场泡沫产生的 12 个因素。在总结这些因素前，作者说到观察家认为，职业投资经理更具有判断能力，会努力消除非职业性投资大众带来的“非理性繁荣”，而作者认为，职业投资者和个体投资者一样也会受到来自流行投资文化的冲击。这 12 个因素产生的泡沫是否会有破裂的一天？如果每个因素对泡沫都有一些贡献，那是都同时破灭还是会有一些如人们已经形成业主社会哥私有财产的观念所导致的市场价格偏高会继续保留？也许，职业投资人或许做得比消除非理性泡沫还应更多。这 12 个因素很有意思，从社会的发展如业主社会，到个别措施的影响如养老金计划，甚至互联网的发展和媒体，真的都是实实在在在每天人们的投资生活中影响投资认知的多种信息。甚至于，某一因素并不见得真正对经济、对企业有利，但只要人们一拍脑袋认为它有利，就能带来股市的上涨，甚至这些人还认为自己比别人聪明，跑在了大多数人前面。

●第三章讲了非理性繁荣的可能诱导因素，第四章讲人们的心理对这些因素的反馈和放大作用。深有同感的是别人的收益会对自己的判断产生影响，而这种影响是情绪的影响。且，情绪的影响比理性的判断更容易，更容易体现在两个方面，一方面是实施的成本更小，两个小时做的分析得到的判断可能别人有否盈利就让你乱了阵脚，另一方面是效果更显著，感情上的掌控给人亲身体会般挥之不去的印象。因而，周遭环境的影响对大多数投资者的投资心理和决策起了很大的作用，而这也是蓬齐骗局的基础。第二，抛初周围的人的影响，股市上涨本身也导致投资者产生更好的心理预期，在股市表现良好的时候人们更多地相信股市会更好。第三，股市与房地产市场的交叉反馈，文中既提到了股市上升几年后房地产市场价格上扬，其可能因素是股市上升赚的钱经几年滞后后反应到房市，也提到了股市下跌导致对股市信心不足转向房地产市场导致其价格上升，两种矛盾的传导机制真的存在吗，正的反的状况都有那为何不能说它们之间就根本没关系？这是我的疑惑，也许还需要更深层的挖掘才能找到它们之间有无强内在联系。第五章对媒体的新闻报导对股市影响进行了探讨，一些暴跌似乎能找到被媒体报道的事件可以被认为是诱导因素，一些则很勉强。有趣的是 1987 年关于大跌作者做的调查中，很多人认为当天的股市反应与作者提炼出的当天主要新闻都有关联，而即便如此，更多的人还是认为是心理因素而非经济基本面更好地解释了自己对于股市的看法。也许，当投资者看到一些信息时，本身还并不认为股市会跌，而一旦

出现下跌情形，就会联想到所看到的信息，以此引起恐慌情绪导致更多下跌，或许更甚，投资者自己并不认为会跌，只是猜测别人会认为跌，并做出抛售的决定，从而促使下跌出现，即使可能根本没有人认为真的会跌。

●作为一个声称热爱金融而考金融的人，我一直对股市缺乏兴趣。收第六章启发，我一直觉得，股市的涨跌不是能说出来的几个理由能解释的。正如书中所说，股市的变化被一些市场先驱者给出解释，然后这些解释被赋予权威的外衣。但是真实原因真的是如他们所解释的吗，那可非常不一定。此外，对公众而言，复杂的经济学解释远没有华丽而夸张的消息在公众中造成的轰动大。大多数散户都是业务股票研究者，最多看看公司基本状况，只要没有大问题，就跟着形势走跟着题材走，不一定自己真的看好，但没有关系，只要我估计别人会看好股票就能上涨。新经济思想，好像能给人以正能量和创新般的颠覆，带动对整个经济形势看好的预期，而或许根本不存在这样的预期或者不如那么巨大。这就像是人们在追求一种仪式感，无论事实怎么样，新年或新世纪总是给人无穷的遐想和希望。

●反馈环理论告诉我们，价格上涨激励了投资者，使得投资者推动价格进一步上涨。公众或许更多地是对这个趋势的追逐而不那么了解这一规律。了解这一规律可能会为市场带来多少理性，多大程度上减少泡沫，多少人了解能起到这样的作用？我觉得也许可以随着股票市场的完善和红火，更多的人了解股票与投资，可以对这一问题进行研究。我很好奇，如果推到一种极端的情况，股票走势可以预期，股票价格反应的都是其内在的价值，那这个市场会变成什么样？那或许很多东西都变成了只是记录，只是在一切应该怎么走之内的一环。人们购买股票只是钱的一个去处，股票跟任何投资的回报都一样。这样经济就按照一个固定的比率发展，没有违规与动荡。这是不可能实现的，但是似乎是所谓的泡沫潜在的一个与之对比的标准，为什么要跟这样一个标准进行对比？此外，公众人物在股票走势良好时候的反应也很有意思，似乎是历史规律，当股市高走后衰落就会有问题的集中爆发。而在股票良好时，观察者对市场的反应保持沉默，真话不说全究竟说的是不是真话呢？

雷达

●投机是市场经济永恒的话题，在不同的时间段人们对它会赋予不同的褒贬评价。从经济学的角度，投机是发现市场机会、矫正市场扭曲和达到市场均衡的重要力量，因而是一个中性的评价，不做道德判断。当一个社会当中投机的机会俯

首可拾，通过投机获取利益的速度和数量远远超过日常见效缓慢的生产活动、服务或者价值投资时，往往是一个市场中大量的投资者，甚至是全民都被裹挟着，慌忙加入到投机的大军中来。人的心理就是，多少并不是关键，关键是天上掉下的馅饼，大家都在捡，自己也绝不能落后。这就是投机性泡沫。而作者深刻的意识到，这种投机性的泡沫，并不是投资者的集体疯狂，而是人性在热情高涨时都有可能做出的误判。也就是说，任何的集体投机性泡沫的产生，往往是每个参与对象深层次心理因素对于当下此情此前的反映；事后看似非理性，但身处当时却无法自拔。正如饮鸩止渴一样，明知有毒但是口渴难忍，不得不饮。当一个社会处于这种投机性泡沫时，市场往往呈现一片繁荣景象：每个人津津乐道各种快速积累财富或者掘金的机会，股市和房市的繁荣带来的财富效应更加促进了人们对未来社会的美好憧憬，仿佛未来的社会将会一直欣欣向荣，当前的各种新概念、新创新都是对未来生活的可靠保障。非理性繁荣就这样在人们的期许中产生、延续、破灭、复始；而作者以经济学的角度，带着心理和行为学的分析，为我们开启了奇妙的历史之旅。

●克林顿总统执政期间是资本主义十分成功的8年：从国内看，美国经济保持长期稳定的增长，通胀率低，政府甚至实现了财政盈余；从国际看，苏联解体后东欧相继实行市场经济，经济开始起飞。就连中国也在邓小平同志的带领下建立起社会主义市场经济，实现了经济两位数以上的增长。市场经济的威力使得世界格局焕然一新，商业的成功也让全球民众产生了对于财富积累的炽热追求。一个成功企业家对的影响力，往往超过了政治家、艺术家和作家，企业家精神也被认可为市场经济的核心要素之一。作者提到，非理性繁荣便是在这样的土壤中产生，受到当时当地多种因素的共同促进作用。反观当时和现在的共同点之一，就是互联网的巨大进步。互联网从20世纪90年代兴起，到21世纪初期形成了巨大的互联网泡沫。当时各种各样的互联网企业纷纷上市融得巨资，而实际上这些企业当时根本不具备盈利能力。许多企业在泡沫破灭后随即破产，即便残存的企业许多到现在也不具备足够的盈利能力。如果历史能给我们对来教训的话，我们也需要仔细反思目前的互联网是否存在同样的非理性繁荣。许多互联网企业仅仅是有一个好的点子，便可以估值几千万美金，产生了很高的市梦率；但是他们最终怎么把资金转化为价值创造，怎么给投资者真正带来实实在在的回报，投资者应该在投资时谨慎的进行分析。尽管互联网经济对于社会结构产生了重要影响，但是作为整个社会而言有必要吸取过去的教训，防止风险过度积累产生泡沫。

●什么是文化？文化是指群体之间代际传承的信念、风俗、习惯、价值观、行为、机制和沟通方式等各种特性的积累和汇总。文化是经过长时间的沉淀慢慢形成和变迁的。而一旦某种特定文化特性形成就会对整个群体产生深刻而潜移默化的影响；无论是有意识的还是无意识的，它都会指导我们的个体选择和集体行为。在第二篇作者谈到文化因素对非理性繁荣的影响方式，一是指通过新闻媒体等信息传递工具加剧泡沫反馈环的效应，形成连锁反应；二是所谓新时代的思想占据每一代人的脑海，坚定相信未来的美好前景和本次 New Era 的独特性，从而义务反顾地投入泡沫之中。新闻媒体在现代社会中越来越不可或缺，每个人生活的很大一部分就是在获取新闻以及讨论、传播新闻，进而认识世界和做出自己每天的决策。而在股市高涨的时候，媒体关于股市涨跌的讨论、分析师对于未来获利的预判、业界对于未来经济向好的期许，无疑对每个投资者都有深刻的影响。此时反馈环的机制得以在一个更大的范围内进行运转，并通过一波又一波的行情自我实现，形成投机性泡沫水涨船高的连锁反应，进而吸引大量以前观望不定投资者慌忙进入牛市进一步推高行情。加之新时代思想存在于每个人的心理，人们总倾向于相信这次不一样，这次真的是新时代来临了，技术的进步如此之大给了人们过度的自信。尽管最后的结果是历史不断重演，可是当时当下却让人无法自拔。

●正如作者所言，长期以来有效市场假设是科班出身金融学人所必学必知的基础理论知识，它是如此重要以至于有时可以作为划分是否科班出身的一个指标：通常来讲科班出身者对于战胜市场并没有太多兴趣，而非科班出身者却对战胜市场有难以撼动的信心。市场有效的一个原理是，每个理性参与者通过交易行为将自己所获取的独特信息反映到股价当中，因而股票的价格最终会反映所有影响其价格的信息；也就是说一个投资者很难通过他所掌握的独特信息获得超额收益，因为通过市场力量的作用所有的相关信息都已经得到充分的反映了。股价无法预测，就像波动的花粉一样，满足布朗运动。可是作者的一个重要论点，也是现实社会的事实是，人经常是非理性的、从众的。对于个别投资者而言，即便他的理性和信息告诉他应该卖出，可是当周围多数人都建议买入之时，保持己见几乎是难以完成的任务。如果市场出现从众行为，原先信息对冲的其他各方此时往往放弃自己的立场，加入市场的洪流之中，听从旁人的建议。前述有效市场的基础此时就失效了，市场价格无法反应所有互相对冲抵消的信息，而只是反映了主流的信息，结果是要么出现泡沫，要么出现股灾。理论上进行假设和分析，只是在理性的范畴寻求方向；而实际进行社会考量时需要将现实世界的因素重新纳入变量体系，因而心理因素是进行实证研究所无法规避的问题。人类作为社会化的生物，

思想渲染和心理锚定等因素时而为善、时而为恶，一如硬币的两面不可分离。人类的进步和灾难也往往与它们相关。因而一个更相关的问题是，正如好的社会制度可以扬善惩恶一般，怎样的金融制度可以让心理因素为善而不为恶呢？

●股神巴菲特的价值投资理念风靡甚广，可是如果价值投资真的有效的話，股神称号应该早就被他人褫夺了。从这个角度看，股市中的成功者往往并不知道自己为什么成功，虽然他总结了一整套投资理念。股市是一个神奇的地方，或是运气或是聪明才智让某些人快速致富，其成功的理念随之传播开来，但其成功又多数无可复制，如此又更增添其妙趣和吸引力。然而股票是否真的具有价值？为什么在一个企业基本面没有太多变化情况下，股价可以大幅波动；又为什么一个没有盈利、甚至在可预见的未来也很难盈利的高科技企业的市值，可以大大超过稳定盈利的传统企业。从创业板来看，由于审核制度的存在，使得板块的市盈率均值超过 100 倍，也就是按照目前的盈利能力至少需要百年以上才能收回成本，理性的投资人市场竟然可以认可这样的价值观念而毫不以为意。又以中美的高科技企业为比较，美国的高科技企业平均市盈率远不及中国高科技企业的市盈率，而这更多的应该是制度因素而非市场因素的影响，那么价值在制度等其他因素面前又处于何种地位。凡此种种令人困惑。我们的股票二级市场到底应该承载怎样的功能；从沪深两市创立之初他们便先天不足，承担着为国有企业输血的政策任务。上市企业没有回馈股东的能力，那股票的价值只能体现在交易之上，短线操作、高抛低吸，其名虽为资本市场，其实然为赌徒之场。又兼有庄家操纵、内幕交易、利益输送、制度腐败，就是在这样的市场我们成千上万的散户们仍然抱着必胜的信念、侃侃可谈的理论、日复一日的耐力在拼搏着，这究竟是市场在战胜制度之魂，还是制度在吸食市场之魂？从理论上说，二级市场虽然有其自身的发展规律，但是根本上是为了一级市场服务：通过二级市场的价值发现功能，使得资源能在一级市场流向最有效率的地方。资本市场的魅力也在于，以货币为基础建立起联接资金供给方和资金需求方的桥梁，使得资源有效的流动到最具财富创造力的地方，也只是从这个角度讲，资本市场也是在创造财富。如果像目前的 A 股一样，投资者根本无法区分到底是靠价值发现创造价值，还是靠制度漏洞和内幕交易创造价值，那剩下的除了赌一把还有什么。

王佐玉

●本书前两章对股市价格水平和房地产价格水平做了一个简单的历史回顾。书中

介绍了一个模型：联邦储备模型——随着利率的下降股票市场不断攀升。二十世纪六十年代中期到八十年代初股票市场的价格波动正是遵循这一规律。而在两千年股市达到价格顶峰时很多观察家们预测随着基本面的变化股票市场将进入一个更高的增长轨道，但大多数人忽略了经济周期的波动，没有理智地预测到公司收益增长趋势的逆转。那么如果我们完全根据模型和对基本面还有周期的准确预测就能完美地判断市场走势吗？事实并不是这样。凯恩斯曾经说过市场持续非理性行为的时间可能长过你持续不破产的时间

浮躁情绪会驱动经济的发展。但是泡沫总会有破裂的那一天。相比证券市场股票房地产市场更显得难以预测。战争、人口变化、土地政策等等因素都会影响房地产市场的变化。其实和书中所介绍的美国市场相比，能够影响中国房地产市场走势的因素更加多变。地方政府的土地政策、小区周边的教学环境、交通运输都会对某一地产价格有较大影响。此外不得不提到的一点就是我们书中所介绍的心理预期，人们对于房产是看衰还是看强都会影响价格。但同证券市场一样，真实的价值才能决定这个市场有没有泡沫。泡沫终究会破。前些年随着超级城市房产价格的普遍攀升很多三四线城市也出现了盖楼热，开发商盖楼，人们买楼。可是在很多人口呈现负增长的地区盖那么多楼盘到底有什么用呢？除了买地皮的钱流进了一些人的口袋外，没什么用，大片的鬼城由此产生。

●第三章介绍了促使市场产生泡沫的十二个诱发因素：政治和文化的变迁，新的信息技术，货币政策，生育高峰等等都会对市场的走势产生一定的影响。在我看来与其说他们是泡沫的诱发因素，还不如将他们归类为影响市场内在环境的因素。以文化的变迁为例。在古代人们的观念中，商业是最低等的行业，随着社会的变迁和结构的变化，人们对成功的商业人士的尊重更甚于对杰出科学家或是革命家的尊重，因此产生了实用主义者将股票投资视为迅速致富的途径。这种趋势是必然要发生的，是不可避免的。文化如此，其他方面也是一样。因此我认为将其作为一个大的环境中的内在因素更为合适，更有助于我们理解泡沫。

●第四章讲的反馈机制不禁让我想起了着三年我周围的人们对于股市的看法。2013年初工作任务：拉八个客户开三方存管账户。找遍了身边的人自愿开户的人极少，我们当地的股票交易大厅冷冷清清。今年六月初大盘指数冲上最高峰的时候，每天需要排队才能办理业务。大盘的走势和人们的心理预期总是相互作用的，指数越好人们越关注，越愿意入市，指数越弱，人们对于市场的关注度越低，交易也就越发得不活跃。在相互作用之下大盘走强或走弱。

●投机性泡沫与新闻媒体几乎是同一时间产生的。可是到底是鸡生蛋还是蛋生鸡呢？根据文中所述，重大的价格变化并不是由新闻媒体所引起的，但新闻是注意力连锁反映的诱因。以今年上半年的牛市为例，他来的悄无声息，在五六月份达到高潮，众多新闻媒体争相报道，大盘达到一万点指日可待，众多新股民应声入市又进一步推动了大盘的上涨既是这样。

●股票的价格不仅收到公司内在价值的影响，还受到人们心里定位的影响，人们对于将多少资产分配到资本市场中的观念和对于以往股票价格的观察都会影响人们的内心定位，从而对股票的走势产生一定的影响。此外从众行为和思想传染同样会影响股价。譬如说羊群效应，一件完全不相关的事情如果影响到资本市场中某一部分人的决策，从而很多其他的人竞相模仿，从而对市场走势产生影响。我们所处于市场并不是强有效市场，由于信息的不对称和时滞，产生了很大的套利空间，作为资本市场中的一份子，也许只有做到了遵从其内在规律和适应新世界新冲击给市场带来的变化，才能在其中生存下来。

徐菁

●读这本书之前，我打算先通过回想一下我印象中的“经济泡沫”来做个预热。房价无疑是非常显著的一例，在北上广的普通白领十年工资只够买下一个卫生间，而在这房地产泡沫迅速积累的十几年间，许多“先知先觉”或者运气好的人通过投资房地产获得了巨大的资本利得，不动产的快速增值也使得其称为银行最愿意接受的抵押品，利润巨大的房地产公司也成为了银行的贷款大户。但随着房地产供给过剩和房价上涨的放缓，一些房地产公司现金流出现问题，银行的不良贷款比率上升，这个泡沫在众多政府机构和部门的重重保护下，危险地支撑着，但我们都知道，它的破灭只是时间问题。

●书中提到观察家认为投资经理的专业投资操作可以在一定程度上有效平抑市场的非理性繁荣。这种观察结果，并不符合我对中国资本市场波动的观察，反之，我甚至怀疑，我国的专业投资经理们在推动和助长市场对风险资产的非理性追逐，概念热炒，板块轮动，新高之后还有新高，证监会老大一张作出飞翔姿势的照片都会被市场解读为股市即将腾飞，捕风捉影、小道消息和高层的意思充斥资本市场，踏踏实实做基本面分析和价值投资的人也无可避免被热浪冲昏头脑，而当最理性又固执的一批投资者也忍不住追逐疯狂时，市场便会立即换了一副嘴

脸，张开血盆大口把所有人吞的骨渣子都不剩。也许市场的非理性本就是常态，像“理性繁荣”这种概念是不符合人性的贪婪本质的，人的贪婪造就泡沫，也是贪婪让我们在泡沫破碎时，永远无法及时抽身而退，只能麻木地抹掉脸上的血，再呼朋唤友，转身去吹下一个泡沫。

●第四章主要讲解了股市中的放大效应促进泡沫形成的现象。投资者倾向于在股市欣欣向荣时看多，在股市持续下跌时纷纷逃离，这种随风走的做法，美其名曰顺势而动，其实是一种从众心理，致使羊群效应产生。放大效应也可以说是一种加速器，比如从去年年底到今年6月，国内股市的两融额度增长速度非常快，就是由于投资者信心高涨，对未来市场表现坚定看好，所以利用杠杆提高自己的收益，大量资金入市促使大盘疯狂加速上涨，有一种不冲到一万点不回头的态势，群情高昂，股神遍地。但事实证明，股民的信心扭转只需要短短的一个月，当初的言辞凿凿的预测都成了笑话，央行双降、国家队出手救市都难以扭转颓势，一些人丢盔弃甲跑出来了，还有一些人缺胳膊少腿爬出来了。但似乎这场大屠杀并没有让投资者们吸取教训，近一段时间股市向好，大盘连日走高，券商保险又出现神之走势，投资者信心回升，两融余额再次升高，仿佛昨日重现。

●媒体在制造泡沫的过程中起着强大的推动作用，也要承担不可推卸的责任。在去年年末到今年年中的盛大牛市中，几次官媒发声都严重误导了投资者，误信官媒有政府背书，代表上层意愿，“政策市”的说法甚嚣尘上，指数迅速抬升，泡沫快速积累，盲目相信媒体声音的我们广大投资者不得不为自己的愚蠢买单。

●经济学成为一门科学，其原因就是因为确定了“人是理性的”这一基本假设，但金融学的发展及对现实世界的研究使我们再次回归为怀疑者：这一假设可信吗？在二十世纪末，金融学开始成为一门正式的科学，不再从属于经济学。但是，希勒在这个时候警告投资者不要过于相信自己已经可以掌握金融资产价格波动的规律。目前的金融学不足以提供什么确定的结论，而且不能可以理性地预测和理解股价的波动。希勒指出“非理性”心理使得我们的对未来的预测很不可靠。对于导致股价变动的因素，希勒试图把潜在因素拓展到更多领域，几乎可以涵盖我们所想到的可能以及不可能影响到股价的因素。这是一个庞大的模型，变量集合可能是无底洞。他指出，在决定股价因素中，股票价值很重要，但是人们的信心和理性或许对宏观性的股份波动有更大的影响。

杨小雅

●阿里巴巴登陆纽交所，开盘报 92.7 美元，之后直线拉升，最高价达 99.7 美元，收盘报 38.07%，成为中国最大的互联网上市公司，市值赶超腾讯及百度之和。由此互联网在中国的价值几乎达到了顶点，从一开始生活方式的改变，到如今千亿美元的数字摆在眼前，让中国乃至世界着实见识到了互联网的技术变革所带来的经济效益。而在刚刚过去的双十一，一天更是达到了超过 900 亿的成交量。身边的人打趣说：淘宝一开始不是用来省钱的吗？淘宝网对于价格的不断压低，评价的声音有褒有贬，不可置否的是它降低了消费水平并且丰富了全国的消费产品，以前只是跨越地区，现在甚至跨越了国界，这样一来，人们的实际收入是上升的，另一方面，也富了一批白手起家的网店店主，还带动了全国快递业的发展，而这些都只是一些显性的表现。然而今年销售额增速比去年有所下降，任何一个企业都会有一个商业周期，互联网所推动的经济发展同样有其周期性，未雨绸缪中，中国的互联网大企业已经开始有所行动了。

●暑假在家的時候，一连听见了两个房地产商跳楼的消息，都是由于无法偿还高额负债，而选择了结束生命。家乡是一个小城镇，然而却在中国的经济热潮中盖起了一栋栋根本没有需求市场的大楼，地厂商们也许考虑过市场的供求，但房地产的暴利冲昏了头脑，正如这本书所写的“非理性繁荣”一样，不幸的是，他们没有觉察到全球经济的逐渐下滑，还沉浸在中国 7% 的经济增速的美梦之中。晚上经过新开发区时，会看到一栋栋黑乎乎的楼盘，没有一盏灯亮着，隐匿在黑暗之中，而他们的所有者也许早已不在人世。然而疯狂的利益追逐者并未注意到这个小小的黑暗的角落，直到大数据出现，直到政府开始采取宽松政策，直到全球开始经历真正的衰退。

●很显然，股市的价格并不是完全展现一个公司的基本面状况，尤其是在新兴的资本市场，参与者们在不健全的法律条规下游走着，在这个市场里，信息不对称更严重。在弱有效市场条件下，技术分析无用，基本面分析有用，美国股市勉强达到若有效市场，而中国的股市则是连弱有效市场都还未能达到。中国的股市里，情绪都是被放大化的表现在股价之中。15 年的上半年，大家都还在满怀信心的“跑步入市”，连人民日报都能登出“五千点是牛市的开始”这样的话。然而股灾就这样“突然”的发生了，一下子牛市中赚得的利润化作泡沫，要不是国家队的出场，大部分人保了个本。有一句话说，错误的赚钱方式比亏钱更加可怕。

在美国，个人投资者早就在之前的股灾中被吞噬的骨头都不剩。机构投资者具有更加成熟的交易模式和理性的情绪。在中国的股市中又有多少人能够被称之为“投资者”呢，更多的不过是投机罢了。赶上了牛市，赚了一笔，熊市来了，有政府接盘，这不是一个健康的发展模式。每年股市都会刷去 90% 的投资者，只有 10% 的投资者会被剩下，选择继续操作。这次股灾之后，中国股民似乎并没有被吓怕，牛市高额回报率的余温还在，摩拳擦掌，跃跃欲试。中国股市达到理性交易的水平还是一条漫漫长路

● “人类的行为最终推动着金融市场的运行”。金融学科发展至今，许多伟大的理论都是建立在“理性人”的基础上，只有在人是理性的前提下，金融和经济才能谈的上是一门“科学”。然而这一个假设却在一次次的风波中备受质疑，难以佐证。尽管现在金融学科越来越多的倚重技术和数学，因为数字是不会骗人的，然而在“非理性”的心理面前，技术分析仍然无法完全预测准确。人们的行为常常有迹可循，却又出乎预料。股票的价格由于非理性的行为，许多时候都是偏离其真实价值的，学到现在，股票价格在我眼里，与其说是由公司的实力决定，倒不如说是由人们的预期决定的。在你眼前的数字，早就消化了过去的信息，而预示着未来的走向。至于这个数字是理性的还是非理性的，市场永远比我们想象的要明确，错的人得到市场的惩罚，正确的人也将得到市场的嘉赏。我始终相信，价值投资在长期来看是会赢过短期投机者的，就算是在中国这样的新兴市场，因为人生是长期的，投机的盈亏不过是一时的。

伍琼

●收到这本书的时候心里有很大的期望，因为是一本与经济金融密切相关的书。作者在写书过程中参考了大量的学术文献，并用各个时期的数据来支撑自己的观点。前两章主要是过去的股市泡沫和房地产泡沫的回顾。作者得出了，不同于股市泡沫，对于个人来讲，房地产的价格是不容易被连续的追踪到的，并且剔除了物价上涨的因素，在更大的时间维度上来看，房地产价格的增长率并不是人们想象的那么惊人。房地产投机对于大多数人来说，只是为自身住房需求，为避免未来价格持续上升而进行的投资。这与股市的情况不尽相同，但是往往会在股市繁荣之后也出现繁荣的景象，这正是需要继续研究的地方。关于股市泡沫，最近由 IPO 重启，券商板块大涨带动的股市上扬又被很多人预测为牛市的回归。但其实任何缺乏实体经济基础的股市暴涨都是短期的，含有泡沫的。由于投资者的非理

性，这点经常在股市的波动中被人们忽略。

●今天看完了第三章，这本书是我很想认真读的，坦诚说明自己进度慢也没有什么不可以吧。第三章中作者分析了引起股市和房地产过度繁荣的一些原因。我非常赞同作者所说的，股市繁荣不是单纯由一两个因素决定的，而是在众多因素作用下发生的，我们只能尽可能地给出可能的理由。所有的经济学模型都是在许多假设的前提下提出的，所以理论和实际永远都会有差距。其次，我发觉当时出现在美国市场上的许多现象与现在的中国非常吻合，比如“业主社会”和现在的“消费主义”非常类似，人们把生活的安全感都寄托在钱上，面临就业的我们考虑最多的问题不过是哪里最赚钱（户口问题今天不提，假设大家都没有）。还有媒体和分析师的乐观情绪，当一个新闻发生的时候，无论是政治，经济还是军事新闻，马上就会有文章分析其对股市的影响。以及对投资活动的偏好，固定缴费养老金计划的推出，都能在今天的中国市场上找到相似的影子，所以“历史都是相似的”是那么真实。

●对于中国股市的资深投资者而言，股市存在非理性繁荣，是显而易见的。从学术的角度看，则我们要讨论的是一种现象。希勒的概念是，“非理性繁荣是投机性泡沫的心理基础，投机性泡沫是这样一种情况：价格上涨的信息刺激了投资者的热情，并且这种热情通过心理的相互影响在人与人之间逐步扩散，在此过程中，越来越多的投资者加入到推动价格上涨的投机行列，完全不考虑资产的实际价值，而一味地沉浸在对其他投资者发迹的羡慕与赌徒般的兴奋中。”一方面，这是一种社会性的、群体性的非理性状态（虽然其中有个别或者部分冷静理性的人或者反向赌徒），另一方面，投资者对于资产的实际价值完全不顾，其后果就是价格远远偏离实际价值。这里所谓实际价值，尽管也有很大的主观性，不过若我们如罗伯特希勒那样考察历史数据，因为历史数据是已经发生的，故主观性即可消除。因为我们要证明的，不过是否是否存在非理性繁荣，若历史上曾经存在，那就是存在。至于未来是否还会发生，这就是另一个问题了，希勒并不做预测，他只是研究这一现象。

●这本书偏于叙述性，但是很多内容和评论并不是作者臆想的，而是基于作者多年对市场的观察和实际的调查发现的。许多人认为是新闻的扩散导致了危机的绵延，只要消息已公开，在这个所谓的有效的金融市场上就会发生价格变化，甚至不必等到这些消息在媒体上正式报道。然而作者却发现事实并非如此，人们并没

有对新闻内容抱以过多的关注。但是新闻确实也是有一定效果的，比如神户地震发生后，在第一时间市场并没有给予太多关注，而在接下来的一周后，才迟钝的给予反映。作者的解释是，有关地震及其伴随的股市下跌的新闻报道吸引了投资者的注意力，投资者更多地关注那些不利于股市的悲观因素，并引起了连锁反映。同时因为对每一个问题的回答并不是非此即彼的答案，所以作者在一章内容中可能出现仿佛相反的观点，因为中文翻译的原因，看起来总是有些迷茫。希望译者提高翻译水平。

●对整个美国股市和楼市的梳理，论据充分、有条有理，不愧是大学问家的作品。而我越发觉得“地球上没有新事物”。一个对美国经济了解深刻的人对于世界其他地方的类似现象应该很容易把握，当然也越容易利用机会赚取财富。反推之，如果了解当今中国的经济现象，先学别人的理论经验，看到本质，添加入中国所特有的影响因素，会相对容易理解些。忽然想起巴菲特的投资名言“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”，不知道到时候清醒的能有几个美国金融学教授罗伯特·J·希勒的新作《非理性繁荣》出版后，引起了人们广泛关注。在此书中，希勒用了较多的金融行为学理论来解释九十年代后期美国股市的泡沫成因。人们对股评家、分析师和经济学的所谓“权威”的依赖感。尤其是在社会分工日益明显的今天，人们信赖专家成为一种习惯，总以为专家推荐的股票或走势的看法是经过深思熟虑的，跟他们走没错。

徐景明

●本书开篇一二章首先回顾了美国的股市以及房地产市场。无论是股市还是房地产都出现过非理性繁荣的现象，在看过之后再来看待去年六月起的股市大涨，在人们市场心理预期一片大好的影响下，在这样的全民炒股大背景下，人民日报甚至刊发了四千点是牛市起点的新闻，如我们所见到今年六月开始大幅下跌。而我国的房地产市场，在2000年以后房价出现大幅急速上涨，一线城市的房价成为天价，而房地产市场的过度开发则更是造成了一些城市出现“鬼城”的现象。而刚刚过去的双十一，一天超过900亿的成交额会不会也是电商行业的非理性繁荣。

●说到非理性繁荣，似乎中国更有代表性。前些年过度开发的房地产行业，无论是北上广一线城市还是二三线城市更甚至不知名的十八线城市，都掀起了一股房

地产开发浪潮，进入了一个过度繁荣时期，很多新开发的小区住宅成为鬼城，但是房地产厂商们在暴利的驱使下并没有停止开发的脚步，于是我们见到了更多的鬼城也见到了许多跳楼身亡的房地产开发商，房地产开发速度开始下降。再来说说中国今年来政府大力支持的互联网行业，比如电商互联网金融平台等，似乎人人都觉得这是个发展的好机会好平台，有政府支持有发展空间，bat 发展那么好做得那么成功于是我们都投入其中，这，会不会又成为一次非理性繁荣。

●读到第二篇文化因素，作者开始试图论述新闻媒体对市场可能产生的影响，书中引用了大量的数据分析，比如媒体在股市变化中是否有作用，这倒是让我想起了人民日报 4 月 21 日午间发表的文章《4000 点才是 A 股牛市的开端》，当日沪深股市大涨，创业板涨幅超过 6%，这应该是新闻媒体对股市影响的一个典型例子，当然，在后来的股市大跳水中，这篇文章也成为无数人攻击人民日报的把柄，作为我国如此具有公信力的媒体，在发表这种可能会带来巨大市场反应的文章时，的确，人民日报应该更加谨慎。在如今信息爆炸的时代，媒体传播着各种各样的信息，媒体开始影响人们的注意力，同时在传播信息的过程中，媒体也成为投机性价格变动的主要宣传者，媒体使信息更快地传播也导致了更强烈的反馈。

●与书中提到的多伊奇和杰勒德实验相似的是，在日常学习生活中，我们经常会在得到一个与大多数人不同的结论时，会怀揣犹疑反复验证自己的结论，甚至可能会放弃自己的结论。人们总是乐于信任多数人持有的或者权威的观点，甚至是这些观点明显地与理所当然的判断相矛盾时也会相信这种观点。而这种从众行为下，人们不去自己下功夫对市场做出判断，也就不存在对市场施加独立影响，那么对于理性人的假设也就不复存在。

●当媒体开始发展，新闻媒体形成规模要进行竞争时，开始越发注重标题是否足够吸引人的眼光，而不注重内容是否能向读者提供正确的价值观以及分析方法，只是热衷于介绍故事性强的内容来吸引观众。因此，除去投资者本身对于市场的非理性分析外，新闻媒体也是推动投资者非理性投资的重要因素。人们在一个人的时候或许能够做出理性的判断，但是在集体之中却很容易失掉自己理性判断的能力。当他们忽略了自己独立获得的信息，反而把行动建立在自己感知到的大众信息的基础上时，他们就压制了自己的信息，因而这些信息就不会被贡献到集体里，也就不可能对下一步的集体判断发挥任何作用。

张冰

● “浮躁情绪”驱动股票市场，还驱动着其他市场，比如房地产市场。即使人们能够远离投机活动所导致的市场波动，那些由人性的本质特征所引起的市场的不稳定性仍然存在。这种由于自发的乐观主义精神常常主导着人们的行为，对于收益和风险因素往往忽略。产生这种反常现象的原因，期待着后面系统详细的分析。

● 401(k)计划中由于股票投资类型更多，更多的注意力就被吸引到股票上来了；共同基金的迅速发展由于其是共同基金组成部分和广告大肆宣传；公众对市场的兴趣和注意力主要取决于引发事件的吸引程度；利用公众对投资的关注，从中找到获利途径；对于自己加入庞氏骗局，证据的重要性甚至超过理性的质疑等。这让我联想到了之前的徐翔事件，“宁波涨停板敢死队”成功的一部分原因也在于投资者的关注。高收益率、高交易量和被新闻报道的涨停事件吸引了投资者的注意力。涨停日一般投资者净卖出，而敢死队大量快速买入并在次日卖出给受关注驱动而买入的投资者。

● 书中提到的新时代、互联网总让我联想到现今中国的新常态和互联网+，确实自己也符合行为金融学和心理学所讲，对于未知的未来，人们总是喜欢找一些前例或喜欢找参照系和对比物。新闻媒体对“网络”和“股票”联系在一起进行了大量报道，人们对互联网认识的乐观情绪推动了2000年美国股市的大涨。我国新闻媒体同样也在对互联网+和其他的概念进行炒作，2014年迎来了中国新一轮牛市。从中美两国这样的事情来看，确实是讲故事容易骗钱啊。不过，中美市场环境、监管方式和参与者等有很多不同，在前提条件不一样的情况下，不能直接推断出2001年美国股市的暴跌和美国民众的悲观情绪也会发生在我们身上。

● 8、9章分析了市场行为背后的心理因素。人们的数量定位使股价日复一日地趋同，不同的股票会一起涨跌，不同行业但总部同地企业股价变动趋势相似。人们的道德定位导致了人们的行为，为人们的决策找原因和故事。并且人们过度自信，推理时往往忽略中间步骤而只关注结果，此外寻找其他已知相似事物比较时忽略了每个事物自身特点。同样的思想进入许多人头脑，这种定位才会在整体上对股票市场价格产生作用。人们盲目信任多数人和权威的观点而不去自己下功夫判断市场，此外，口头传播和可述性强的故事对市场价值产生更大的影响。人们的注意力也在变化并且无法解释注意力转变的原因，导致了人们非理性的行为。

自己也存在着作者所述的一系列问题，了解了我们普遍的心理因素和行为模式，对我们自身既是一种警示也是一种指引。

10 章作者用论据证明股市违反有效市场理论，认为收益增长和价格上涨没有紧密联系，初始市盈率和长期收益率负相关，收益和股息的变动及其未来信息不能决定股价等。数学计量工具的运用使金融理论逐步从理想化的推理变得更贴合实际，虽然不确定作者得出的上述结论是否符合中国股市，但作者的质疑和实践精神很值得学习。

●第五篇采取行动，市场中存在投机风险，价格并不是理性需求和供给真实作用的结果，影响供求的因素还包括社会因素、情感因素和公众自身相信价格持续上涨的倾向等，但是行动篇没有读出对自己有帮助、具体可操作的方案，比较遗憾。整本书对于我来说，价值所在还是在文化因素和心理因素篇，算是对这方面知识的入门了解，可是，在现实生活中，我还是要看新闻，避免不了地要受到夸张的新闻标题和权威人士评价的影响，也会受到国家领导人倡导地各种“新”的影响，虽然我承认善意的谎言让我积极乐观地面对总要比消极悲观活着舒服。我的理性是有限的，这是改变不了的，所以，听索爷爷的话，决策时以个体是非理性人为基本假设前提；听巴爷爷的话，投资时要控制住自己的情绪。

马慧芸

●继《无价》从微观角度尤其是人的心理对定价进行分析后，《非理性繁荣》的一二章又从宏观角度介绍了股价和房价的变化并简要分析了一些影响因素。20 世纪 90 年代房价在许多世界著名城市都出现了普遍上涨。作者对人口压力，建筑成本的上升，利率的降低这些因素进行了分析与排除，又指出了住房市场波峰平均比股票市场迟两年的规律。此外，高速公路，运河和铁路的大规模修建等因素也被纳入考虑范围，各种因素促成了买房者的非理性，这又成为房价的一个重要影响因素。对于其中错综复杂的关系期待作者后文中的详细解析。

●第 3 章从对全球股票市场上涨和许多城市房地产价格上涨诱发因素的分析中指出，分析师愈益乐观的预测是推动股市膨胀发展的因素之一，对长期增长趋势的过高预期导致了市场市盈率的显著增长。这让我联想到了“信心比黄金更重要”以及“我们面临最大的恐惧就是恐惧本身”，一个具体的表现就是股市上散户们普遍的“追涨杀跌”心理。股价的变化影响投资者心理，投资者心理的变化又反

过来影响股价，再加上政策的变更，经济的波动，金融创新的发展，股价的决定因素错综复杂，投资者的心理又将怎样地被作用与反作用，实在是一门学问。

●第五章“新闻媒体”从全球媒体文化角度解释了第一章中提出的各国股市之间存在惊人相似性的问题。各国的媒体撰稿人会彼此关注，找到国外的好新闻之后再根据本地人的阅读习惯做些小调整后发表。新闻和观点在各国间的共享带来了股市波动的同步与近似。本章还提出了一个解释美国的广泛全球股市影响力的新角度，即语言角度。由于美国人所使用的英语是一种世界性的语言，这使得其他国家的记者能够对美国的信息迅速做出反应，这种反应速度与内容明显高过其他小语种。

●本书前面几章提出了住房市场波峰平均比股票市场迟两年的规律，在后边部分也分析了股市与房市波动不一致性的原因。文章提到了2001年股市的衰退部分原因在于石油价格引起的冲击，而这个因素却不会过多影响到房市。同时，网络股的下跌也是造成股市衰退的原因之一，它同样没有对房市产生太大影响。此外，对工作不确定性以及股市衰退的担忧促使投资者们将注意力更多地放在房市上，从而造成了股市与房市此消彼长的局面。

●投资者的过度自信被视为对股市走向的影响因素之一。当人们执着于自己的想法时，他们往往对自己总结出的思路和结论深深信服。他们可能因为对某个环节的自信而自动忽略对其他环节的不了解，可能仅仅根据以往的普遍经验进行判断而忽略了根据现实特征进行调整，又或许仅仅是按照自然而然的直觉行事，或者从事后的时点回顾后发现从前面面临的难题都小菜一碟。过度自信驱使人们尝试高风险的，从客观角度看超出他们能力的事情，也推动了投机市场的繁荣。

李宁宁

●读诺贝尔经济学奖得主的书，尤其是因“资产价格实证分析方面的贡献”获诺奖的罗伯特·希勒的书，我全程以膜拜的心态在读。看完前两章，第一个感慨就是作者的学术态度非常严谨，至少每发现一个问题，他总是能自古及今地考虑，从历史上总结经验，吸取教训。没有理论基础的结论是不可靠的，援引实例，有的放矢，结合实证，这是我一直认可的学术道路。我的选择中有个矛盾，如果有资产定价和金融理论在我面前，我会选择定价。我喜欢实证，喜欢模型多于喜欢

传统的金融学理论，但是我却不太相信金融方向的诸多模型的可靠性，比如股价的形成，一只股票的价格肯定不等于我们课本上的模型的计算结果，股价是买卖双方交易的结果，这可能就涉及到行为金融方面的理论。我喜欢我内心深处其实不太相信的，这也算是一个纠结者悖论了。希勒作为行为经济学研究的大家，我很期待日后从书中汲取的智慧。最后，我敬佩且欣赏学者，尊重政客，看了部分的《非理性繁荣》，更是想为一直默默学术的学者们唱赞歌，有自己坚持的学者难能可贵，希勒和格林斯潘对比，也让我清晰了自己更欣赏什么样的人，希望时间的积淀让我成为自己欣赏的样子。

●非理性繁荣是滚雪球滚出来的。我们在课堂上的学习经常离不开理性人的假设，不感情用事，不盲从，精于判断和计算，如果社会真的主要是由这样的人构成的，怎么会有蓬齐过程，又哪里会出现蓬齐骗局呢。预期能自我实现，反馈会形成反馈环，羊群效应，一窝蜂效应……我突然非常想细致地了解一下行为金融了，读懂别人的心也是一门很难的学问。当然，处于意气风发的年纪，想学行为金融的目的，除了想更加了解这个市场以外，还想利用这个市场的非理性。蓬齐骗局的出现，投资者的贪婪真是功不可没，金德伯格也说，欺骗是由需求决定的。我的道德操守要求我，这种想要利用不是走歪门邪道，去造一个一个的骗局，相反，我知道，出来混的迟早是要还的，现在公司操纵一下报表，日后总得扳回来，或者现在做个假账，日后总会被发现。我还不清楚到底如何在非理性的市场中大展拳脚，踏踏实实，远离浮躁，至少先保证自己不要成为非理性的牺牲品。

●看到作者分析的新闻媒体在股市中的作用，更加佩服徐翔等在慢慢累积的市场感觉中逐渐抓住市场节奏的人。在我国炒股，我曾经看到有专家说，七八成股民都是不看报表的。报表是很重要，你如果仔细看一看是能看出一家公司有没有操纵掩盖行为的，从而能帮你摆脱一个行将就木的空壳子。但是我更加觉得，报表在我国的重要性并没有那么重要，我一直认为消息面重于技术面，重于基本面。与其下载能让人看花眼的股票的年报季报，还不如天天收看新闻联播，把握市场行情。然而希勒分析说新闻媒体的作用并不是简单的带动股市或者滞后于股市，他的作用机理之复杂，让人看完这部分直感叹人心叵测。新闻媒体的表述跟股市的表现有关系，新闻媒体的受众是如何对此给出反应的也是一门学问，所以能在这样变幻莫测的股市中占据高盈利地位的人真的是将自己融入其中了。另外，作者表现出的对新闻人的态度也让人忧伤，有声媒体的本质是肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎，这肯定让大多数还处在校园中的比较质朴的学生感到灰暗，果然

是认真你就输了么。

●终于看到了股民的心理在股市行情中的影响力。作为一个基本面的中立者，我一边听老师讲各种数据在中国不适用，一边发愁该如何在中国看基本面，也是哀伤，毕竟集聚了诺贝尔经济学奖得主默顿和斯科尔斯的美国长期资本管理公司并没有因为其成员强大的理论储备而长存。在股票的未来走势中，有些数学模型可能能够比较准确地进行预测，但是我觉得比之更重要，更接近实际，更困难的是了解一下股民的心理。前段时间网上流传美女用斐波那契数列预测股票大赚一笔的新闻，我是觉得更多的大赚的股民是通过研究其他股民的心理来操作的。只是后者看着不高大上，缺乏噱头，娱乐至上的社会哪里容得下一个老油条正确猜测股民心理，身价倍涨的新闻。当然，我是个不合格的批判者，等我真正的去研究一下斐波那契数列在股市中发挥多大的作用再来立论。又或者，因为我脆弱的定位，这项作业久而久之就不了了之了。这本书也是深挖人“墙头草”的一面啊

●1970年 Fama 提出有效市场假说，不过市场好像并没有为此提供有力的支持，一月现象，小公司现象等等，都成为了理论者拿来抨击有效市场的武器。而有效市场又是一个国家资本市场发展的 top level，是资源配置达到最优化的前提条件。一个成熟的资本市场肯定要满足有效，其中的价格才能为资产配置提供指示。曼昆说，“有效市场假说作为一种对世界的描述，比你认为的要好得多。”我很赞同这个理论的伟大，却没有富有经验的实践家的深刻体会，我只知道现在我们炒股还在看 K 线，这是连弱式有效都没有达到的状态。我们还停留在这种层面，确实很难畅想美好的有效的未来。我觉得我们国家应该切实改变一下证券价格形成过程中在信息披露、信息传输、信息解读以及信息反馈各个环节所出现的问题了。

梁潇

●近期学业和工作忙的不可开交，没能按时按量地完成书评工作。今天早些时候曾想草草阅读了事，但是很多老师和同学都一再地反复这本书观点锋锐的内含价值，所以认真地阅读了一部分，打算在接下来一段时间加班加点的吧落下的内容再仔细地补完。希勒曾经多次预言过西方国家存在的经济泡沫，而这种预测的秘诀就包含于这本著作中，他从经济体结构、影响投机性的文化因素、个人心理因素等方面出发，做出了系统而详尽的阐释，当然，他两次预测中国市场泡沫均未成功，人们却没有因此看低这位伟大的经济学家，反而调侃起中国的“钢铁泡

沫”来。所以，我们在做学问研究的时候，对象之间的差异特征是需要重视的。中国经济的宏观背景具有西方国家所没有的独有特点，怎样结合西方理论与中国实际？这个问题将始终贯穿在我阅读此书的过程中。

●这几天趁着闲暇恶补了书中内容，其中第三、第四章的论述引起了我的兴趣。作为一个在中国股票市场失败的投资者，即使不知道钱是怎么来的，也应该通过阅读此书明白钱是怎么没的。

该书为我们归类了多个股票市场过分繁荣的诱发因素，其中我尤为关注的是业主社会导向、媒体对财经新闻的大量报道、分析师的乐观预测。业主社会是强调了每个人的私有财产应该扩大成为社会产权的一部分，这是由于普通人与资本家雇主之间的忠诚协定变得不牢靠所导致的。工作岗位流动性增强，人们对雇主的依赖减少，需要将自身转变为独立的经济实体，因此资本市场的投机性投资大大增强了。在这一过程中，财经新闻的报道频率激增、专业分析师为了迎合承销发行等工作又对公司前景过分看好。多种综合因素共同导致了第四章描述的反馈环现象。

我们对庞氏骗局并不陌生，但是从未意识到金融市场泡沫的催生过程就是一种自发性的“庞氏骗局”——以当前的现金流或收益促使人们产生乐观预期，并且在循环过程中，资金规模与预期不断地扩大，终有一日，轰然坍塌。也许如果我在六月份之前熟读此书，就能免于中国的股灾了。

●有效市场假说成立的条件按强弱分为：一、理性投资人；二、非理性投资者的随机性差异能够相互抵消；三、套利者存在。

《非理性繁荣》对第二个条件提出了严重的质疑。我们难以否认人是一种拥有从众心理或者说是羊群效应的生物，并且，锚定效应与消费投资权衡的存在使得人们盲目的追高股价。

事实上，我们可以观察到身边许许多多的人并不是真正关注一个商品的价格定价是不是真正处在供需均衡的价位上，而是感觉“别人”都这么相信这个标出的价格，所以这个价格应该是合理的，或者至少是相差不远的。如此一来，股票价格的操纵可能确实并非难事，偏离均衡价格的程度甚至超乎常人的想象，甚至久而久之，人们就不觉得这种偏离是“所谓的偏离”了。

●第六章描述了不同时期下人们对投资的非理性乐观情绪以及媒体对这种乐观情绪带来的传播与发酵的作用。

“新千年”总是为人们带来前景繁荣的心理预期，不论是 20 世纪初还是 21 世纪初，乐观主义都切实地反映在了资本市场上，各类媒体报纸又以高频新闻的方式将这种情绪四处传播，形成了之前阐释过的反馈环效应

联系到今天读书会讨论的话题，即经济学的社会科学本质，我们不得不承认经济学的研究越来越需要向个体行为、心理活动方面发展，所谓理性经济人的假设恐怕难以站稳脚跟。

●合上这本书，困惑与迷茫随之而来——“投资者的出路是什么？”

顶着 38 度的脑袋去思考“投资多元化”“投资与储蓄计划”“退休计划”“社会保障制度改进”等等解决方案，我却感到完全找不到与它们的链接点。

中国现今的社会发展程度、社会制度、金融市场的成熟度，完全不足以满足希勒提出的外部环境要求，而我本人又缺乏多元化的投资手段。回想 10 月份到现在的股市反弹，由于前期套牢导致的流动资金缺乏，在上证指数收复 3600 的大背景下我竟然仅仅赚了不到 4000 元——不过是上半年一个月收益的零头。

主观上的彷徨与自我怀疑、客观上对大量知识信息摄入的辨别困难，都让我饱尝疲惫。

调整得并不好。

丁称

●这是一本我读过的除了《古文观止》等文言文书籍以外注释最多的著作，也是一本参考文献很多的书，可以看出作者严谨治学的态度。相较于前一本《无价》，这本书的话题更严肃。研究投机性市场、人类易犯的的错误以及资本主义体系的不稳定性，对于我们理解我们所处的世界，思考我们的处境，做出理性的选择具有现实意义。

第一章的股市涨跌起落以及第二章的房地产市场的盛衰沉浮，其实都印证了《无价》中的观点：价格是一场集体的幻觉，对于某一样东西的实际价值，人们并没有非常清晰的认识。我们对于各种市场现象其实是困惑的，我们不知道当前的价格水平是否合理，不知道现在是否是所谓的“非理性繁荣”，不知道某些盲目的乐观又或者一些无根据的担忧是够已经渗透了我们的思想，影响着我们的重大决定，不知道市场是否会又何时会发生反转，有什么样的后果……还记得大四毕业季的时候帮一个老师做一个金融网站编辑，“5000 点是牛市的起点”“股市 10000 点不是梦”等等的言辞充斥市场，犹记那时候那个老师也信心满满的说“你看人

家道琼斯指数什么的早就到了万点，中国才到哪儿呢”。当然后来股市震荡，这个老师的情绪与股市起伏严重相关，在我这个没有置身于股市中的人看来真的不是很理性。

或许就像《乌合之众》之中说到的那样：人们在一个人的时候或许能够做出理性的判断，但是在集体之中却很容易失掉自己理性判断的能力。当他们忽略了自己独立获得的信息，反而把行动建立在自己感知到的大众信息的基础上时，他们就压制了自己的信息，因而这些信息就不会被贡献到团体里，也就不可能对下一步的集体判断发挥任何作用。久而久之，团体信息的质量就下降了。集体的非理性由此产生。

●第三章和第四章主要是探究导致市场泡沫的结构因素。希勒列举了 12 条主要原因用以说明 1982-2000 全球股市的上涨和 20 世纪 90 年代后期许多城市房地产的上涨，向我们揭示了社会力量如何形成了一个天然的放大机制以推动牛市不断走高，新闻媒体和新经济思想是如何扮演关键性角色，以及投资者群体又是如何一起在人性的作用下与泡沫共舞狂欢。很多时候，对市场影响最大的倒不是事件本身，而是公众的反映，公众对事件影响的预期，投资的情绪以及因此采取的行为才是决定因素。数据分析告诉我们股市和房地产市场上涨行情并不同步，而是交替展开的，2000 年股市泡沫破灭之后，许多投资者将资金投向房地产市场，这使得美国乃至世界各地的房地产价格均出现了不同程度的上涨。非理性繁荣非没有消失，只是在另一个市场中再次出现。

其实，无论是机构投资者还是个体投资者，都难以摆脱各种“非理性”因素的影响。即使投资者是在追求一种理性的目标，往往也是难以实现的。感性的影响总是存在的，甚至影响是巨大的：没有入市抓住近期获利机会的悔恨感带来的负效用远超可能的投资失败；人们总是存在一种感觉，认为价格总是会不断上涨，对这一判断的信心会随着时间的推移和不同的市场发生变化，但总的来说投资者存在过度自信。

我们所熟知的理性假设，一般均衡理论都不为市场表现所支持，股票的“随机游走”也是“有偏的随机游走”，对市场价格的确定的我们并未形成完美的科学，对市场的解读我们的能力太有限。或许像书中所说的“我们研究的是社会科学，而不是自然科学，我们并不能完全解释为什么市场间的反馈机制是这样形成的，或者它又为什么会随着时间的推移而发生变化，不过起码我们已经对它有所了解”了。

●继三四章分析了导致市场泡沫的结构性因素后，第五、六、七章探讨了强化投机性泡沫的文化因素。新闻报道对于市场的影响其实是复杂而不可预见的，但可以肯定的是，它在为股市的变动做铺垫以及煽动这种变动中发挥着重要的作用。金融市场无疑对于新闻媒体具有吸引力，由于媒体之间存在相互竞争，为了稳定自己的客户群体，媒体必然寻找一种每日都会产生的新闻，并给这种新闻加入感情色彩，而股市可以以每日价格变化的形式持续提供报导的素材。然而，大量有关市场的新闻并没有让我们对市场的判断更为精准。为了博取眼球，媒体常常为报道扣上“最”，“空前”这种字眼，新纪录过量反而让读者常常不能正确的区分所谓的普通新闻和重大新闻，加大人们对经济的困惑。媒体是还会是个蹩脚的文章写手，当他们引用“名人”观点和结论的时候，往往选取只选取结论性的文字而忽视重要的前提条件和背景，在他们看来“肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎”。对于普通的读者而言，他们确实不关心各种令他们困惑的经济指标分析，他们的终极关怀就是投资的收益，有了这样的锚定，当新闻事件挑起他们的一连串公共注意力，注意的焦点可能会从一个移到下一个然后再到后面的一个，最终影响市场行为。

除了新闻媒体的影响外，有时公众意见中也存在强大的无形力量。半个世纪以来最主要的几次牛市，都与新时代理论密切相关。新时代理论产生于对股市繁荣的事后诠释的过程中，是对未来比现在更好的一种乐观预期。当这种对市场过度自信的情绪具有压倒性优势时，市场的表现自然一片繁荣。当新时代终结之际，人们普遍悲观，“整个世界都联合起来降低价格，当整个世界都下定决心，并且每个人都抱着同样的想法决定降价时，就没有什么能阻挡这种趋势了”，市场也就发生了反转。这也就是为什么人们常说炒股其实是炒的投资者的预期和心态，投资者的情绪才是市场走向的直接影响因素。我们可能很难超脱自己所在的环境，但我们可以尝试着看的更清楚一点。

●第8章和第9章分析了市场行为背后的心理因素。作为一门社会科学，对人的心理的研究怎可或缺？事实上，投资者不是在繁荣中欣喜若狂在萧条中诚惶诚恐的简单的盲目的“羊群”，在重大金融事件发生时，很多人都在忙于个人事物而无暇顾及。但不可否认的是，心理定位模式确实存在。当投资者无法把握自己行为的准确性时（现实中人们对自己的判断信任并不足，这也是为什么人们乐于信任大多数人所持有的或者权威的观点），有限的能力和特定的行为方式就会决定人们的行为，也就是说投资者不知道怎么办而又必须做出反应时，特定的行为模式会成为首选。在股市中，人们有数量定位和道德定位。数量定位给出股市应达

到的水平，其实也就是锚定，人们倾向于锚定记忆中距离现在最近的价格。对过去的股价的记忆，是股价可能会被逆转的原因。这也不难理解，在今年早些时候的牛市，人们会参照以往牛市的情况，来判断指数是不是涨到了可能的转折点。单只股票也会参照其他的股票价格变化为基准，于是已考虑在指数中的股票均值并不能有效的消除波动性。股市的道德定位让人们在投资和消费之间有一个平衡，除非有充分的理由让投资者持有股票而不消费新近获得的财富股市无法涨到一个太高的水平。道德定位的思想根源在于人们往往想要找一些简单的原因来作为决策的理由，即使不需要向别人解释，而这种倾向可能会导致决策的偏差。定位的存在或许能够解释部分市场现象，但定位也会偶尔松弛。因为我们在做决策时没有办法确定自己将来的感觉，决策变得复杂而困难。

过度自信是大众共有的特征，同时，它也反映了人心理的最深处的想法。然而矛盾的是，人们在过度自信的同时，又存在着心理因素不稳定和从众的倾向。不稳定的因素，或者说具有跳跃性心理特征，可能会在一夜之间对事物产生完全不同的看法（一直对于效用函数等等与人相关的抽象的模型存疑，因为人的效用很多时候不是连续的，无法函数化）而从众心理可能会使跳跃性心理的影响扩大。其实人们何尝不知道自己的做法是一种从众行为呢？但就个人来说，这种行为可能就是合理的，只是产生了集体不理性。信息层叠的理论告诉我们，从众的行为并不能表明投资者对于市场真实价值的投票，相反他们只是理性的选择不在这些表决上浪费时间。价值几何本就不可知，价格也不过是个集体的幻觉罢了。

●又到了一本书的最后一部分，又到了可以盘点收获的时节。然而近来事情繁多，最后三章只能粗略的读了读，待过些时日，必定重新拜读。照常总结每章内容，第十章介绍了有效市场理论相关的内容，十一章探讨了学术界对市场泡沫产生的一些理性解释，第十二章探讨了投机性泡沫对投资者个人，机构及政府的影响，并针对性的提出了一些建议。

还记得刚进入数理经济与数理金融专业的学习的时候，其实很困惑，也有一种偏见，觉得只有引入了数学才可称之为科学。再后来接触了理性假设，有效市场假设等等假设，有了很多高大上的模型，虽然学的很纠结，却也很有意思。然而，现实并不像简单的模型推导，推翻了理性假设，太多模型也随之不可用了。现实也没有为有效市场假说提供有力的支持，这一点我们在这部书中可以看得很清楚了。在很多时候，股票价格会陷入跌荡起伏的失控状态，这意味着，股票市场并不是，至少并不总是一个一般均衡的有效市场。这样，就产生了解释资本市场的第二种理论，即分形市场理论。这个理论认为，股票价格的变化具有记忆以往历

史的特征，因此不是完全的随机游走，而是一种“有偏的随机游走”，这个过程高度依赖于初始时的条件，其变化的方向是不确定的，最终形成的价格并不是某个惟一的一般均衡状态的价格，而是在由很多个“吸引子”所决定的多态均衡价格中随机地产生一个。

虽然分形市场理论目前还很很不成熟，但是它对资本市场中的某些明显的现象，比如自增强（自我放大）特征、泡沫经济现象等，显然要比有效市场假说具有更大的潜在解释力。理论总是在不断发展的，课本上的理论通常是经典的，也可能是过时的，要想更好的理解，关注学科的前沿理论是必要的。

回到这本书上，其实这本书所讨论的事件及文化大多为美国，最多加上欧洲，中国涉及非常少。对于普通的中国读者来讲，与讨论行为金融、大众心理学等深奥问题相比，与中国有关的思考或许会使我们更感兴趣。我们中国的赌博文化，媒体与政治，投资工具等与希勒所讨论的美国有什么不同？而我们又应该如何去看待今日的中国？如何为我们的情绪去定价？更重要的是，思考如何避免这种情绪化的投资给我们带来的不良的影响，理智的规划好自己的财务。

胡劭颜

●20 世纪开始，金融市场发生了快速而巨大的变革。政治、文化、科技的进步，与金融体系本身的发展一道，共同促进了这一结果的产生。更有看点是其中最具有可变性的因素——人。人与物的不同在于，投资者，无论是个体还是机构，都难以避免非理性因素的影响。即便在剔除通胀影响的情况下，股市、楼市价格在过去数十年间的上涨幅度也远远超过了“理性”的水平。人们往往相信自己比别人更加出色，更能准确地把握市场的动态。当绝大多数投资者都抱有这种看法时，市场就进入了更加复杂的博弈过程。实证经验也印证了这一点。集体的非理性可以与经济发展、社会进步相融共生。

格林斯潘的一席发言，让“非理性繁荣”成为了金融领域的热词。这个概念本身究竟是侧重于非理性还是繁荣，在不同的人心中有着不同的答案。有人说，非理性繁荣是泡沫，难以长久。然而，非理性繁荣已成为现代经济社会的常态，我们很难否认它存在的合理性。既然如此，就有必要深入地探讨这种非理性与繁荣的内在联系。

●投资者往往认为，从长期收益的角度来看，股票是最具优势的投资工具。这一点在股市巅峰时刻尤为突出。如文中所述，人们的心理因素是重要源头，人们的

过度自信部分解释了泡沫的膨胀。除此之外，经济社会的背景以及个人所处的境况的锚定作用同样不容忽视。

投资是有动机的，其中最主要的一项就是获取利润，而这也是人类欲望的一部分。一个人投资的情绪，或多或少地受到偏好与得失心的影响。人们仍然往往假定盈利是理所应当的，是符合自己投资能力的合理预期。人类最大的弱点就在于此：贪婪而自大。这毫无疑问是理性的敌人。当然，手法老道而经验丰富的投资者能够有意识地尽力避免这种影响，但谁都难以彻底否认感性因素的干扰是客观存在的。

随着时代和环境的发展，人们的标准在不断改变。经济向好时，人们乐于扩大投资规模，从而推高了股市和楼市的市值，增加了资者持有的财富，进而促进经济增长。经济增长反过来正向地作用于金融市场，从而形成一个反馈环。另一方面，从个体来说，一个人的对于投资收益的预期，很大程度上取决于其近期投资的经历——满仓踏空的失落感，几乎每一位投资者就感受过。想要尽可能避免被锚定，就要以更大的格局和更专业的姿态来看待事物，当然也包括投资。

●随着信息技术的发展，媒体的中介作用对于金融市场有着越来越突出的意义，给整个经济社会带来了重要的变化。考虑到互联网对信息技术的革命性意义，当今社会的绝大部分投资者都直接或间接地受到舆论环境的影响。尽管我们常常对此予以否认，但很少有人可以彻底屏蔽媒体的干扰。当然，由于个体经历和生活环境的差异，每一个体所受到的影响是不尽相同的，这也就以一种多元化、分散化地方式作用于金融市场。因此，重大新闻对股市价格的影响并不十分迅速，其作用方式也相对温和。

时代和文化对投资也有着相当显著的影响。切中人性要害的经济学思想可以促使非理性的出现，当非理性变为集体选择的时候，市场趋势的转变也就顺利成章了。当趋势改变之后，大环境将锚定人们的预期，进一步强化了这种趋势。然而，无论股市还是楼市泡沫有多大，实体因素仍然是根本的驱动力量。随着时间的延展，人们总会意识到现实存在的种种问题，空方情绪逐渐占据主流。讽刺的是，此时个体的理性却造成了集体的非理性——人们合力终结了自己造就的繁荣。理性与非理性，繁荣与萧条，界限或许并非那样清晰。没有人可以做到绝对理性，但成功的投资者较大众而言往往是更理性的。而这种相对优势的存在，必然少不了知识和经验的积累。

●很多情况下，人们的投资活动并不是理性的。股票市场中的投资者往往不会细

致地计算资产是否处于合理水平，从而发现可能存在的高估或低估现象。数量定位解释了其中一部分原因，它与《无价》中的锚定理论在本质上是一致的。参考系的数量变动会产生强烈的锚定作用，使人们的认知和预期发生转变。因为股票买卖总会以其他股票为对比项，所以股票总是同时涨或者同时跌。这其中固然存在锚定的影子，但是这一现象本身并不能说明人们是非理性的。事实上，就是由于认识到“非理性”的股价集体变动已经成为常态，成熟的投资者才会由此做出理性的选择，进行追涨杀跌的操作。

与数量定位不同，道德定位则是定性的。这种选择与人们的偏好密切相关，从而就显得更加主观。就投资活动而言，不同个体具有差异化的风险偏好程度，在面临不确定性的情况下做出的选择也不尽相同。道德层面上，锚定也发挥着作用——从众行为和思想传染，尤其是舆论中的权威力量，影响着人们的投资决策。信息技术的发展和媒体作用的延伸，进一步加深了这种作用的广度和深度。个人的收入水平、教育经历和成长环境也都会对道德定位产生一定的影响。另一方面，诸如过度自信和直觉判断的这类现象固然存在，但有经验的投资者会尽可能去避免它们。

人类具备一项区别于其他动物的特征：不断调整对自我的认知。人们不可能是完全理性的，没有人能够彻底抛弃非理性的干扰。然而，整个人类这种集体的、反复的认识和实践过程，造就了经济社会乃至整个世界的发展和进步。

● 长时间以来，市场的有效性受到了投资者和学术界的质疑。尽管实证研究中很难严格地控制变量，但确有证据表明，专业投资者能够部分地控制业余投资者的套利行为。仅专业性一点就对自由市场理论产生了挑战。另外，投资者也普遍认同信息不对称是现实存在的。有效市场或许仅仅是一种过于理想的理论，在实务操作中并不具备充分的实践意义。

股票市场价值和效益之间的关系常常为人所关注。当市盈率大大偏离稳定水平的时候，个股的价格就显著偏高。而当个股价格短期内集体飙升的时候，股市的平均市盈率就会变得难以置信的高，并通过金融体系传递到实体当中。集体非理性所造成的泡沫足以使整个经济环境处于“非理性繁荣”之中。

投机是存在风险的，但多数投资者却固执地认为自己比其他人更聪明，更有投资才能。调查表明，绝对多数的人认同“股票优于债券”的理论。然而，专业投资者对业余投资者套利的控制，加之专业人员的远远更大平均投资规模，使得业余股民难以实现显著盈利。在当前我国国债较高收益的背景下，有多少投资者在长期中能取得超过无风险利率的收益？

投机行为难以避免，但其幅度和潜在危害可以得到控制。温和的货币政策、权威舆论的引导、更健全的机制设计都有助于降低投机行为所带来的过度膨胀。归根结底，是金子总会发光，真正的价值才是支撑资产价格上升的无可替代的基础。

邓嘉天

●刚看到新书的书名“非理性繁荣”时，感觉应该和上本《无价》一样，是探讨行为金融的书籍。不过翻开之后，发现二者虽然都是研究人们的心理对经济活动的影响，《无价》偏向微观层面，研究锚定效应对人们的影响，进而为商家给单个商品的定价提供参考，证明也多是采取心理学实验的方法，更像是本面向无经济基础人士的科普畅销书；《非理性繁荣》则是更宏观层面的研究，研究所有人的心理因素对市场，尤其是股票市场和房地产市场的影响，引用的也多是现实的经济数据和理论，专业性更强。

本书前两章带我们回顾了从 19 世纪以来的股价和房价走势，分析了其中一些表现异常的时期和背后可能的原因，引发了我们对投机活动的关注，非常期待后文对此更深入的研究。

●书的第三章讲到了一些诱发市场繁荣的因素，包括市场经济的繁荣、实用主义价值观的高涨、信息技术革命、支持性的货币政策、生育高峰的影响、媒体的大量报道、分析师的乐观预测、固定缴费养老金计划的推广、共同基金的发展、货币幻觉的影响、交易额的增加以及赌博机会的增加等。

关于实用主义价值观，导师之前问过我们一个问题，怎么给一个人的成功定义一种可以量化的标准，能让绝大多数的人都接受？我当时的第一想法就是有钱，具体是一千万或者多少数目不是重点，可这种观点明显是受了现在社会中对商业成功吹捧的影响。老师最后给出的答案是，如果一个人能在死后 200 年之内都能被人记住，那么他就是一个成功的人。我深以为然。其实一个人的成功远不是他个人的成功所能概括的，更多地是取决于他对这个社会、这个世界的贡献。但就如书中所说，“现在，人们对成功商业人士的尊重相当或更甚于对杰出科学家、艺术家或革命家的尊重。”实用主义价值观已成为社会价值观的主流。（感觉又写偏题了……）

而关于新的信息技术和生育高峰，我们一直认为信息技术是第一生产力，新的技术能促进企业收益的增长，但书中又给我们提供了一种新的观点，新技术对当今企业的影响其实是双向的，可能增加或减少现有企业的利润，但收益增长和新技

术的面世同时发生给大众一个它们之间是有联系的错觉，这种公众反应使得新技术成为一种股市将表现积极的信号。

对于生育高峰的影响也是如此，普遍的观点是出生率的提高将引发对后续商品和服务的消费，进而促进股市繁荣，而事实是，两者之间或许确实有一些因果关系但关联性很小，真正使得股市上涨的原因是公众认为生育高峰会正面影响股市这一预期。

这种人们认为股票将上涨股市便会繁荣的预期让人惊喜而不安，初听起来似乎很不错，股市的上涨可以由人们的预期来决定，精明的机构投资者甚至能通过操纵人们的预期来获取收益，但令人不安的是，这种没有实体支撑的上涨就像是无根之萍，我们不知道这种上涨能维持多久，泡沫什么时候会破灭，可能一念之间一切就会化为虚有。

●第二篇讲的是影响股市和房市的文化因素，作者试图分析新闻对股市涨跌的影响，但结果证明，许多特定的世界大事对股市影响不大。

这让我想到了最近的巴黎暴乱，上周五在法国巴黎发生了一系列恐怖袭击事件，周末各家媒体纷纷发文，猜测这是否会影响之后的股价走势。但之后周一首个交易日，全球市场安然度过，并未受此影响而大幅下跌。

历史上类似的恐怖袭击事件也层出不穷，有 2001 年美国 911 事件、2004 年西班牙恐怖主义炸弹袭击、2005 年伦敦地铁爆炸案等，从以往看来，恐怖袭击发生后，金融市场仍然能显示出相当的抵抗能力，即使短期内有所下跌，之后也能很快反弹。

这一方面可能是因为政府采取了一些措施，希望股市的平稳表现能一定程度上提升民众的信心和安全感，防止民众的恐慌情绪蔓延；另一方面可能也说明具体某个特定事件对市场的影响终究是有限的，市场的表现更多还是取决于对经济的中长期前景。

关于其他的文化因素，作者还讲到了新时代的经济思想，公众容易对流行的“新时代故事”反应过度，比如二十世纪二十年代，汽车、电气化和无线电广播等技术创新得到广泛传播，公众对股市的热情和兴趣日益增长，而在五六十年代，电视开始普及，生育高峰和消费信用推动着市场的繁荣……类似的故事也在房地产市场上演，佛罗里达是人们度假和退休的好去处，波士顿将是高技术的中心……而这样的故事在中国也屡见不鲜，比如现在流行的“互联网加”推动股市繁荣、学区房带动房产销售等等，事实是人们容易受到这些“新时代故事”的影响，对市场的表现过度乐观预期太高，导致之后的泡沫。

●本书第三篇分析的是影响市场行为背后的心理因素，在个人层面，数量和道德定位会影响投资者的买卖决策；而在市场层面，人们有从众心理，会受到社会传播的影响。这部分和上一本书《无价》讲的锚定效应类似，人们对于股票的价值没有绝对的了解，甚至存在着过度自信和盲目自信，注意力容易受到外界环境的干扰，一些看似无关的提示也会改变人们对于股价的心理定位，这些心理上的非理性因素造成了股票价格过高的一部分原因。

第四篇则是学术界对市场泡沫的一些理性解释，包括有效市场理论和投资者对风险的学习。前者认为能力的差别不会导致不同的收益，但有实证数据表明，聪明而努力的人在长期是能有更好业绩的，而同时市场上对于卖空的限制，会使得股票不能被正确定价。关于后者，作者同样引用了很多研究的结果，证明人们所了解的一些事实其实并非是正确的，比如股票下跌之后总会反弹、长期看股票是优于其他投资的、共同基金是明智的选择等，因此这些事实也就不能称之为知识了。所以目前为止，这些已有的理论其实都无法很好的解释市场中存在的泡沫，侧面论证了市场的繁荣是一种非理性的状态。作者通过引用大量实证检验的结果来支持自己的观点，非常令人信服。

●本书第五篇是关于采取行动，在了解完非理性繁荣是如何产生的之后，希勒给投资者们的建议是进行多元化的投资和增加储蓄，而政策制定者们应该去完善现有的社会保障制度、采取温和的货币政策以及建立必要的新制度和市场。

希勒在最后的结论中说到，“投机市场的资源配置功能是决定性的。”当股市的繁荣是来源于基本面的增长时，投资股市是收益最高的方式，高额的收益率吸引着人们蜂拥而往，投资者对股市的情绪高涨，新闻媒体也讲述着一个个激动人心的故事，非理性因素开始影响人们的决策，股价被人为推高，然后更多的投资者开始从事股票交易，循环不断进行下去，泡沫越来越大，而在此过程中，人们的想法也在不断变化，当人们开始怀疑自己先前的判断时，不断增加的消极情绪开始酝酿泡沫的破灭。

虽然作者也提出了以上那些预防非理性繁荣的措施，但在利益的驱动下，这些行动是否能让人们保持理性，真正防止泡沫的产生呢？而如果这些措施不能防止泡沫产生，只是阻碍泡沫产生的速度时，非理性繁荣依然会发生，泡沫升起又破灭，当市场回归理性增长，那么新的一波非理性繁荣是否又在酝酿之中呢？股票市场本身似乎就包含着非理性繁荣的可能，如果机制没有改变，或许历史将不断重演。

赵博

●每读一本新书的时候，我总是会带有一份忐忑和期望，我想这可能是急切盼望成长的心境吧。其实这本书我之前就听别人讲过，是一本很不错的书，它对于经济、股市和楼市的分析是有独到之处的。事实上我也是从去年才开始关注股市的，在此之前我对股市是一点概念都没有。今天我想从股市的“多头”和“空头”破题，其实很简单，买入股票为多头，卖出则为空头，人们在这一买一卖之间获取价差、赚取利润。这好像是一个很简单的游戏，规则也不那么复杂，但是为什么输家永远比赢家要多得多呢？排除个人学识、专业技能以及人脉资源等要素的差异，我想最直接的原因可能是心理。非理性的繁荣，我是否可以理解为心理因素所导致的繁荣呢？纵观历史，股市每一次走向繁荣都离不开人们心理的变化。我们从乐观到盲目乐观再到过度乐观，一次又一次用资本将股市抬高，最终在泡沫的破裂声中结束幻想。也许这本书并不会给我们带来太多知识上的积累，但是只要记住一点，读这本书就是有价值的，那就是时刻拷问自己的内心，避免非理性带来的灾难。

●“用数据分析说话”是我今天读书报告的主题，通常情况下，我们都会提出自己对一些问题的看法并希望通过严谨的论证使他人信服。排除语言表达能力的强弱和其他因素，我认为论证的方法是至关重要的。现在我开始理解为何本书的作者希勒可以获得诺贝尔经济学奖了，可能很大一部分原因是由于他分析问题时所使用的方法。本书开篇通过构建历史数据变化图和进行严谨的数据分析为我们学习非理性繁荣提供了“鲜活”的资料，这让很多对于房地产市场和股票市场不了解的人有了一个大致的认识，并且作者在数据分析之后提出了本书中有待解决的各种问题，可谓逻辑严谨、环环相扣。这不禁让我感慨，作为一个日后以分析信息和数据、提供专业金融服务的人来讲，数据分析是不得不上的一课，也是我们日后安身立命的根本。我们凭什么让客户相信我们呢？我们凭什么给予广大投资者理财建议呢？我们凭什么在这个行业拥有一席之地呢？凭的就是专业过硬、逻辑够强，我们的决策经得住市场的检验，那么我想数据分析就是达到这个目的不得不去掌握的“Hard Skill”，与大家一起共勉。

●金融是现代经济的核心。随着中国经济的日益繁荣，储蓄、股票、房贷、基金、债券等金融理财产品，已深入千家万户，与百姓生活息息相关。能够说，当今社会几乎人人离不开金融，学金融，懂金融，是社会发展的必然，是时代进步的需

要。作为一名金融专业的研究生，了解金融、熟悉金融更是迫在眉睫的任务。最近对股票市场有了新的认识，所以忍不住又想来谈谈股市。对于股市，“什么是利好消息”是每个人都想知道的，只要掌握利好消息，人们就能够通过投资来获利。而希勒的《非理性繁荣》却告诉投资者，这样的方式不完全可行。作者告诫投资者不要过于坚信自己已经掌握了金融资产价格波动的规律。目前的金融学不足以带给确定的结论，而且不能完全理性地预测和明白股价的波动规律，作者指出“非理性”心理使得人们对未来的预测很不可靠。对于导致股价变动的原因，作者试图把潜在因素拓展到更多领域，讨论更多人类行为和事件：从1929年的金融危机，到生育高峰，从通货膨胀到社会中的赌博文化，从贸易结构到媒体如何影响政治，几乎涵盖了所有我能想到的对股价的影响因素。犹如一个庞大的模型，变量集合可能是个无底洞。那么面对如此不可测的股市，我想拥有一个好心态可能是克敌制胜的法宝吧。

●每当我向身边的朋友表达价值投资概念的时候，他们多数表示了深深的怀疑。被他们问及最多的话题就是，当前中国的股市，适合做长期投资吗？我认为这个问题需要纠正一下。如果是炒股票、做波段，可以问在当下；但如果是对价值投资这样一个长周期的投资活动而言，这个问题就应该改正成这样：从现在到未来的十年或者二十年间，适合做长期投资吗？这样时间范围和标的才对得上。对于这个问题，一开始我是用对中国经济长期看好来进行解释的。回答的多了，自己也发现这个解释存在着不尽合理的问题。因为经济和股市虽然存在着相关性，但是是否一定是强相关，他们的增长步调是否一定是一致，这却是不能够下一个定论的。因为后者比前者具有更多的随机性。其实说到底，有些东西不能说只能做，羊群效应和少数人掌握话语权才是这场游戏最深层的本质。

●也许对于中国股市的资深投资者而言，股市存在非理性繁荣，是显而易见的。从学术的角度看，我们要讨论的是一种现象。希勒的概念是，“非理性繁荣是投机性泡沫的心理基础，投机性泡沫是这样一种情况：价格上涨的信息刺激了投资者的热情，并且这种热情通过心理的相互影响在人与人之间逐步扩散，在此过程中，越来越多的投资者加入到推动价格上涨的投机行列，完全不考虑资产的实际价值，而一味地沉浸在对其他投资者发髻的羡慕与赌徒般的兴奋中。”一方面，这是一种社会性的、群体性的非理性状态（虽然其中有个别或者部分冷静理性的人或者反向赌徒），另一方面，投资者对于资产的实际价值完全不顾，其后果就是价格远远偏离实际价值。这里所谓实际价值，尽管也有很大的主观性，不过若

我们如罗伯特希勒那样考察历史数据，因为历史数据是已经发生的，故主观性即可消除。因为我们要证明的，不过是否是否存在非理性繁荣，若历史上曾经存在，那就是存在。至于未来是否还会发生，这就是另一个问题了，希勒并不做预测，他只是研究这一现象。对于我们来说，将来还会出现这种情况，几乎是必然的。我们虽然没有严谨地论证，但是仍然相信这一点，我想这就够了。

刁佳权

●在正文开始之前，先回顾了美国近期内的股市和房价问题，使我们了解到了历史上的一些规律和特征，全面的看待市场发展的趋势。而美国作为世界二战后的超级大国，无疑是本书的焦点，本书也旨在通过美国股市和房市的诸多现象提供一个较为合理的解释。通过前 2 章的介绍，引出后面本书的重点讨论的内容。进而在第三章，重点论述了其中可能的 12 点促使市场泡沫产生的因素。总体来说，都是人类的一些活动或多或少的影响了市场走向。而市场又是由炒股者组成的，因此也具有人类的共性，比如投机热潮，心理膨胀等等。而新的信息技术也使得股市和房市得到了更加深入的分析，提供了更多的保障，使得更多的投机者参与进来，一个简单的利好的消息就可以传播到各个角落，效应就会不断扩大，反映出泡沫的生成的发展。正是由于了周围人们的间接性影响，导致投机者的心理趋于一致，对价格的变化反映迟钝，过于乐观，导致泡沫的产生。

●从第三章的结尾开始说起，书中列举了后 6 个导致市场经济的极速发展的诱发因素。总体来说，这 6 个因素是由于投资者，经纪人的投资心理所导致的。而他们作为市场的组成部分，导致整个股票，房地产市场也呈现出人类的心理趋势，再加上事实上并没有理论可以解释投资者人们的心理，因此整个市场的复杂现象更加无法用科学和理论所概括。人们自身具有反馈和放大机制，同样，由各行各业的人们心理做组成的市场也具有此类性质。因此在第四章介绍了反馈环以及蓬齐骗局。反馈环类似循环上升的螺旋式结构，它表示通过市场和与市场密切相关的人员的不断直接反馈而形成的叠加预期，相互影响并且是递进影响，这样会导致泡沫的产生。蓬齐骗局有点类似如今的传销一样，利用大众的心理，即他们认为投资股市是最好的投资选择，然后鼓吹自己的收益率多高，诱使投资者陷入他们的圈套。另外，更厉害的是不受法律管制的骗局，类似索罗斯发起的等等。这些使得投资者对市场的乐观情绪蔓延，泡沫逐渐形成。

●这一部分主要包括 567 这三个章节。第五章主要阐述媒体对于股市的影响。历史证明媒体的新闻对股市波动是存在强烈的影响的。当一条利好消息被播出时，股市往往呈现良好的态势；相反如果新闻报道恐慌，股市往往就会趋于下降。有的时候有点搞不清，媒体到底是股市的因还是果。并不清楚和了解股市的变化到底是受到了新闻媒体的影响，还是纵然媒体不报道，股市依旧会发生理论上该发生的趋势。但是不管怎么说，媒体的反映就像一个信号的一样直接或者间接的影响股市的走势。第八章和第九章总体来说说明了 90 年代以后的人们对于股市更加抱有乐观的心态，这导致了泡沫的产生和危机频率加快。至于为什么人们会对股市抱有乐观的情绪，这是由多方面决定的，比如政府政策，经济条件，环境变化，房地产变化等等。不仅仅局限于美国，在世界各个地方都有这样的股市波动，如果以时间为轴，可以发现变动是有一定的规律所在的。

●非理性繁荣的第六章整章感觉都在讲述我们所读的上一本书无价里面的核心内容，锚定作用，这也是消费者们心里作用。人们在应对一件事的时候很难直接给出一个标准，而会习惯性地借鉴前人或者周围人的评价标准，自此之上加上自己的分析，然后给出自己认为相对准确的答案标准。而很多的实验结果表明，这样所谓的标准由于每个人的锚定点不同而会反差巨大。同样一件事，同样的条件，不用的人根绝他们不用的身边资源得到的锚定会有所差距，以至于对同一件事的判断上会有不用的答案。对于股市行情，当周围人都会乐观的情况下，就会有根据的乐观情绪在人群中蔓延。第七章也是分析了人们的心理变化。当今传媒除了媒体之外，最重要的就是大众传媒，大众传媒就是指通过每个消费者的口中得到好的或者不好的消息，以此来对事情进行分析和判断。这也就是为什么商家都在从消费者的角度出发，努力做到服务每个消费者。因为一旦没有服务好一个消费者，带来的潜在损失可能就是 100 个，1000 个消费者的离去，这就是大众媒体的效应。相反，如果认真的服务了每一个消费者，那么声望就会一致上升。这种观点的传播是无意识的，人们的一个小动作，一句话，都会在潜意识里影响着周围其他人。然而这种行为，连他们自己都解释不了，何况一种理论或者是模型呢

舒靖东

●每个人都想知道，对于股市，什么是利好消息？只要抓住利好消息，人们就可以通过投资来赚钱。希勒的《非理性繁荣》却告诉投资者，这样的方式不完全可

行。

通货膨胀高是利好消息？不是。低通胀是利好？不是。

人口生育高峰利好？不是。人口增长减速利好？不是。

有战争是利好？不是。和平年代是利好？也不是。

新闻影响政治和立法是利好？不是。新闻失去对政治的影响力是利好？也不是。

在最近二十多年来，全球的金融学家通过他们对于现实世界的研究，发现了以上这些答案。而这些答案本身所暗示的可能的规律，则足以让任何一个认为，或者曾经认为经济学是一门“科学”的人惊心。经济学成为一门科学，其原因就是因为确定了“人是理性的”这一基本假设。尽管在经济学的发展过程之中一在有人试图以实证的研究去证伪这一基本假设，但他们持续的失败一度使人们坚信，我们如果发现有任何事情可以动摇“理性人”这一基本假设，那只能说明我们的研究不够深入。但金融学的发展及对现实世界的研究使我们再次回归为怀疑者：这一假设可信吗？

在二十世纪末，金融学开始成为一门正式的科学，不再从属于经济学。但是，希勒在这个时候警告投资者不要过于相信自己已经可以掌握金融资产价格波动的规律。目前的金融学不足以提供什么确定的结论，而且不能可以理性地预测和理解股价的波动。希勒指出“非理性”心理使得我们的对未来的预测很不可靠。

●投资者真正可以做到理性么？

不断追逐利润是资本的本质，人类对于财富或者权利的欲望永无止境，因此，任何促成这种“非理性繁荣”的因素都是可以理解的。富人希望利用自己已有的资产使自己更为富有或者保持富有的状态而不是坐吃山空，他们进行投资；穷人希望改变贫穷的状态走向富裕之列而进行投资。

而许许多多的机构都在这场“非理性繁荣”中扮演了举足轻重的角色，从政府到上市公司，从众多媒体到投资银行：在作者所谓的“新时代”中，许多投资试图让广大投资者相信，许多的百万富翁是由不断的稳定储蓄积累而成，而不是将积蓄用于投资股市房市或者其他市场中来；上市公司为吸引更多的投资和媒体合作大肆炒作致使公司股票的上漲；就算是名人的分析或者预测，媒体的报道总是使“肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎”……在这个全民都“非理性”的时代，为了顺应时代的潮流，广大投资者都积极投入到了促进繁荣的运动中，而不是理性地思考和分析。

从某种意义上讲，对普遍的投资者来说，理性分析市场并作出自己的判断不是件

轻而易举的事情。首先，“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”，分散投资规避风险的道理相信大多数投资者都懂，但是由于许多人资金有限而又抱着孤注一掷的赌徒心态，为股市和楼市的繁荣积聚了力量；其次，就是羊群效应的结果。假设当一个投资者作出理性判断的时候，他会发现他得到的结论与其他的人都不一样，这种非专业的不自信导致他放弃了自己原有的判断力而选择追随大众的脚步，因为必定会有合理而且好看的原因拿出来解释全民的亏损；而对于大多数投资者来说，他们不屑于进行分析，因为他们宁愿追随操纵大盘的庄家来使个人的利益达到最大化。

●作者总结了导致 2000 年科技泡沫的十二大诱因：

1. 互联网的兴起，以及稳健的营收增长：然而此增长并非基于新兴技术，而是自 92 年低谷中的反弹。
2. 共产主义阵营瓦解后美国国内一片志得意满，伴随着他国的经济衰退（尤其是日本）：那谁谁不是还以为历史已经终结了嘛！
3. 文化与政治变革助力商业成功：物质/享乐主义流行，对成功商人疯狂崇拜。
4. 共和党主导国会后大幅削减资本利得税。
5. 婴儿潮一代对市场的影响。然则如作者所说，与其说是“婴儿潮一代”导致了牛市，不如说是“大家都认为婴儿潮一代将导致牛市”导致了牛市。
6. 媒体增加了对经济新闻的报道。
7. 分析师日趋乐观的预期（尤其是卖方分析师导致的偏差）。
8. 约定提存金式养老计划逐渐替代定额给付式退休计划，导致大批资金投向股市。
9. 共同基金的成长（同上）。
10. 通胀放缓后仍维持对高收益的错误预期。
11. 交易日趋便利导致价量齐升。
12. 各种或非法、或合法、甚至是政府怂恿的投机行为（彩票）导致赌博文化盛行。

至于 2008 年的泡沫，作者补充了以下几条：

1. 布什任内金融监管废弛，推动房市股市虚假繁荣，并助长了投机风气。
2. 宽松的货币政策。

2014 年第三版里作者继续补充：

1. 市场回归“新常态”后信心逐渐恢复并巩固。
2. “极度宽松”的货币政策。

3. 经济危机以及技术进步导致大批人永久性失业。对于失业风险的担忧可能导致投资品价格上升。

4. 贫富差距扩大可能推高市场（存疑）。

5. 民族主义抬头，甚至受战争威胁时，市场也可能走高。

大家不妨对号入座。

●如何评价当前和未来的股市关系到主要经济和社会政策的制定？

总的来说，当今股市显示出一个典型特点，即投机性泡沫，暂时的高价得以维持主要是由于投资者的热情而不是与实际价值相一致的预测。在这种情况下，尽管市场可能维持高位甚至大幅攀升，但在未来十年或者二十年里，股市的总体前景将会非常惨淡，甚至十分危险。

从认为人人都是理性又精明的观点得出的金融理论如今已经成为指导我们认识股市最有影响力的分析工具。可是，过多地依赖原始的模型并把它们作为政策讨论的基础是十分冒险的行为，因为这些模型只适用于那么能用精确的科学方法解决的问题。他们还没有完全意识到，投资者作为一个整体才是决定股市水平的因素，他们不了解其他投资者的想法和自己的想法何其相似，当前的股价水平在某种程度上是由自我满足的市场预测引起的，这种自我满足的预测是以大小投资者相似的预感为基础的。

●我个人觉得这本书最有价值的地方就是里面收录的一些数据，比如美国1890~2004的住房价格指数，有意思的是，去除通货膨胀的影响，114年间，实际住房价格仅上涨66%，相当于年均0.4%。同样，阿姆斯特丹海伦运河两岸的住房，在1628~1973年间年均涨幅仅为0.2%，实际住房价格经历了350年才翻了一番。不知道这些对国内如火如荼的房地产市场，勇猛冲杀的炒房军团会不会有一点借鉴意义？

至于本书花了绝大部分笔墨讲述的市场泡沫形成的机制，过程以及原因分析，客观地说也就适合做做理论研究，没什么实用价值。那些论证基本都停留在假说阶段，既无法证实，也无法量化，更无法以之为投资实践的依据。

写到这里，我想起一位投资大家的话来：我很尊敬那些经济学家，但是对成功的投资来说，他们并没有什么作用。就以这个作为结尾吧。

王茜

●1、书中提到很多表明市场不确定性，理论难以预测现实的例子，如利率和市盈率之间的相关关系与联邦储备模型的判断并不相符，住房价格也不一定与土地价格，利率等变量存在确定的关系等。对于职业预测选手，判断效果显然会大打折扣。投机、泡沫盛行，该如何准确预测市场并进行投资决策？

2、本书所说股票市场的泡沫让我想到经典案例美国次贷危机。20年代后半期，美国市场日益盛行分期付款，以此来刺激消费，造成市场的虚假繁荣。然而这种繁荣不是社会实际消费能力的增长，是一种提前消费的形式，必然会带来消费的疲软。当时美国的股票投机活动非常猖獗，全民陷入投机浪潮。人们不但把自己的储蓄全部投入，并且向银行贷款购买股票，结果造成当时的股票价格被大幅度哄抬。

3、投机心理是可以相互传染的，从众心理让人们就连职业选手也会做出即使是错误的判断。

●1、股市相对那些每月获得稳定的收入水平的人来说显然是个有利可图且具有强大吸引力的地方。”即使炒股亏本也比连股市的大门不敢跨进要强”。炒股成了流行，正是出于心理冲击和投资者的热情而不是任何理性决策过程抬高股市价格。有意思的是赌博让人们兴奋并过度自信从而刺激股市投资。

2、反馈环解释了为什么牛市和熊市会超出人们预期并持续一段时间。诱发因素引起的价格上涨带来投资者需求增加从而又带来新一轮更高的价格。是一种放大机制。正反馈环对应的是解释了牛市，而负反馈环则涉及到熊市的因素分析。

3、市场繁荣不一定是经济健康发展的表征，很可能是泡沫一样的浮在表面等到了某一时点将会炸裂。市场总是不乏那些耍小聪明来精心设计骗局的人想要操纵市场并陷入自我圆谎的循环中。

4、利用人们的需求与关注点来造势。房地产市场在股票市场下跌之后还能繁荣或许可以用人们把对股票的信心转移到了房地产上，需求关注点得以变化的交叉反馈机制这一点来解释。也反映了公众注意力的变化是投资定价的关键因素。

●1、新闻媒体的宗旨就是抓住人们的眼球，报道无关真假只要足够有料即可。股市以其每日价格波动毫无疑问地成为媒体追逐的对象。然而历史证明，新闻媒体总是夸大某一投资事件以及人物充当的作用，与实际股市的变动并无直接联系。真正起作用的还是前面所述反馈环性质的变化。

2、新时代理论贯穿于美国资本主义发展的始终。当然最经典的还属 1929 - 1933 年的经济大萧条。乐观主义盛行，公众的情绪对股市的繁荣起到一定的正向作用，但还是不可避免地带来投机性泡沫。

3、关于通胀，失业率等似乎永远是资本主义社会存在的议题。通胀有害论一直被一些人所推崇。然而高通货膨胀与低失业率的替代关系还是有经济学依据的。短期菲利普斯曲线就可以解释这一问题。但是当加入通货膨胀预期时，它两就不再存在任何关系。

●1、由基本面水平决定的股价相关金融理论由于不够完善，而大多投资者并不会按照那一套来进行购买决策。就算是数量定位，人们也是模糊的根据最近一次的市场表现来预期。抽象话题的传播不尽如人意，情感因素让那些生活化的信息被筛选下来。

2、个人的过度自信与后面一篇社会同化影响结合在一起看似有些矛盾。异想天开让人们做出大胆的决策，也是促成投机市场交易额的根本因素。然而这种过度自信又会被从众行为和社会传染所击败。权威毕竟是权威，人们在关键时刻还是会与自己妥协而选择相信大家。面对同侪压力，谁也不知道自己的自信与独立判断的能力能撑多久。结果这种行为合力会影响价格走势。感觉心理学处理的就是一个矛盾的不断有冲突的过程。

3、法玛“有效市场假说”实际上意味着“天下没有免费的午餐”，你费劲心思去研究股票似乎没有什么价值，发家致富也似乎无迹可循。

曾临楚

●很早就听闻过诺奖得主罗伯特希勒大名鼎鼎的《非理性繁荣》。初读过后最大的体会是：罗马不是一天就建成的，也绝不会毁于某一突发的厄运。而我们只能排列出尽可能全面的信息来描述事实的轮廓。

资本的本质是不断追逐利润，人类对于财富或者权利的欲望永无止境：富人希望利用自己已有的资产使自己更为富有或者保持富有的状态而不是坐吃山空，他们进行投资；穷人希望改变贫穷的状态走向富裕之列而进行投资，因此，任何促成这种“非理性繁荣”的因素都是可以被理解的。而许许多多的机构都在这场“非理性繁荣”中扮演了举足轻重的角色，从政府到上市公司，从众多媒体到投资银行。从某种意义上讲，对普遍的投资者来说，理性分析市场并做出自己的判断不是件轻而易举的事情。

●今天读到金融市场的放大机制是自然而然形成的旁氏骗局，感觉深有体会。每天在我们身边都可能出现各种各样的旁氏骗局，你也许懂得所有的理论工具，也知道所有的知识，可是出于非理性的因素，你或许已经不知不觉地处在骗局之中了，传销组织如此，股市套牢亦如此。人面对面的影响太过强大，所以有的时候看书、看报纸也没有听真人面对面讲话来的有影响力，很可能忍了半天终因别人一番话所动摇。所以人呀，只要你不幻想一夜暴富，脚踏实地认真做事，多看书不贪心，旁氏骗局也许会远离你。

●牛顿曾说过自己算得出天体的轨迹，却算不出人性的疯狂。数百年过去，市场和监管机制不断的成熟，可 2000 年的网科泡沫还有 2008 年的次贷危机仍旧不可避免的发生了。究其原因，我想书中“新时代的经济思想”是最能够回答这个问题的。

每当新兴事物产生的时候，比如上个世纪 20 年代的电气化、50 年代的电视机、90 年代的互联网，人们每次都觉得“这一次不一样”。新科技势必颠覆人类的某种行为方式，伴随而来的是股价短期数倍的涨幅。不禁让我联想为何东方财富上涨 10 倍而券商股在上涨 3 倍左右就停滞不前？互联网+会彻底改变某个行业吗？…我们常常说小盘股股性更活跃，是因为推动大盘股上涨会消耗巨大的资金量。也许从非理性繁荣来说，小盘股更容易跟“新的”沾边，会让众多的市场参与者产生“颠覆性”的主观感受，哄抢股票从而将股价一个高原推向更高的高原。然而暴利的机会不仅仅在“小规模”中产生，更重要的驱动因素使得人们认为这将是一个“颠覆性”的变化。了解泡沫形成的过程，愈发让我审视其间巨大的机会；既然“市场中没有一种力量能够阻止投资者过高定价”，我们要充分利用“市场无效”的机会。然而大多数时候，最快拉伸阶段是疯狂而又短暂的，因为“思想传染”是快速的，而在这个通信极为便捷的时代，更加促进了市场合力快速形成，从而迸发惊人的涨幅，而在这个时候一定不能只是一个旁观者。

●读过本书的心理因素部分后觉得，从某种意义上对普遍的投资者来说，理性分析市场并作出自己的判断并不是件轻而易举的事情。首先，“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”，分散投资规避风险的道理相信大多数投资者都懂，但是由于许多人资金有限而又抱着孤注一掷的赌徒心态，为股市和楼市的繁荣积聚了力量；其次，就是羊群效应的结果。假设当一个投资者作出理性判断的时候，他会发现他得到的结论与其他的人都不一样，这种非专业的不自信导致他放弃了自己原有的判断力而选择追随大众的脚步，因为必定会有合理而且好看的原因拿出来解释全

民的亏损；而对于大多数投资者来说，他们不屑于进行分析，因为他们宁愿追随操纵大盘的庄家来使个人的利益达到最大化。在这个全民都“非理性”的时代，广大投资者都积极投入到了促进繁荣的运动中，却并没有理性地思考和分析。从过度自信、异想天开到从众行为、信息感染，这些都不禁让人开始质疑经济学中的理性经济人假设。

洪淼波

●记得有位哲人说过，这个世界都是小人倒也好管理，最难办的是既有君子又有小人。我想，这句话放到我们每个人身上也都一样，我们既有君子的一面然而很多时候也被各种小人的欲望所支配。按希勒的说法，也就是理性和非理性的一面。首先一个问题，何为理性？英文“rational”来源于拉丁词根“ratio”，原意是计算金钱的，演绎为“有逻辑的”。造词者本意大概是，既然有关金钱的计算，其必然是小心谨慎，一步步推演得到的。然而讽刺的是，今天人们计算金钱却不是这样：关于我们身边最近的就是今年上半年中国股市的泡沫，那时人们似乎以为把钱丢进去过几天就能翻翻，显然，这是“irrational”。再推一步，那为什么会演变成非理性呢？我想，大概是人们的贪欲，卖的时候总希望价格更高，而买的时候总希望价格更低。继续推而广之，不仅仅是人们的贪欲，其他情绪，即凯恩斯所说的“动物精神”也可能导致非理性行为，譬如心情愉悦，同时也往往会对利空消息选择视而不见等等。

然而不管理性和非理性，都是人们的判断，市场的运行虽然是人在主导，却似乎又有其自己的一套规律，譬如房地产泡沫终将破裂，譬如被低估的券商股最近还是涨了起来，就好像原上之草一般，总有枯荣的时候。关键在于经济什么时候繁荣，什么时候萧条，也许在这些问题面前，整个人类社会面对规律并无太多选择，但我们每个人却能做出自己的判断。当2008年金融危机前，在大多数人非理性的时候，美国联邦存款保险委员会却开始为即将到来的风暴着手准备。我想，这大概也就是作者做这些研究的意义之所在，当剔清故事、货币幻觉等等动物精神的影响之后，总需要有一些人能在多数人非理性的时候，来做出理性的选择。

●通货膨胀之所以存在，是因为人们相信它存在。而人们相信它存在，是因为它曾经发生过。这是一个关于信心对通胀影响的一个著名的论断，同样，回到本书，那就是“股市的泡沫是因为人们相信股市会上涨，而人们之所以相信股市会上涨是因为股市在上涨”。

这似乎是一个鸡生蛋、蛋生鸡的问题，然而不是：股市之所以开始上涨，是因为企业家们在兢兢业业的在做实业。而当人们有闲钱并认为这些钱能帮到企业家的時候，就会通过股市将这部分资金借给企业家。然而，货币，作为一种符号，代表的是可购买的劳动力价值：短期来看，一个社会可分配的劳动力总存在一个极大值，换句话说，货币作为企业发展的激励是有限制的。当人们过度热情，将超出激励能力的货币投入到企业当中去时，就产生了泡沫。

投资，从经济学的定义来看，似乎是一个纵向行为：人们把今天的钱放到明天。然而，明天虚无缥缈，放到现实社会中来看，投资其实是一种横向行为，只是生产力的再分配而已。在这些再分配过程中保持不变的，是劳动力的数量。讽刺的是，那么多人希望呆在家，仅仅通过研究股票就能赚到钱。

资本主义社会，金钱代表了太多的东西，所以人人都想有钱，并非仅仅为物质享受而已。不可否认，有些人凭借造假、欺骗等等迅速积累的大量财富。然而见过更多的企业家们，都是白天谈业务，晚上陪喝酒，当别人对企业家的财富投来羡慕的眼光时，又有几人想到他们为自己的事业牺牲了多少。“一分耕耘，一份收获”人人都会讲的话，真正做到又有几人呢。

●美洲大陆自发现那天起就被烙上“新时代”的印记。1492年，带着西班牙女王给印度君主和中国皇帝的国书，哥伦布从西班牙巴罗斯港踏上旅程，去寻找《马可波罗行纪》中那个“黄金遍地，香料盈野”国度。七十多个在海上的日日夜夜，10月12日凌晨，他终于踏上陆地。“圣萨尔瓦多”，他这样称呼这个地方，意为“救世主”。之后一百五十年的时间里，数千万欧洲移民来到这里，屠杀、掠夺、征服，在血与火中，新大陆，这个“救世主”的确确将欧洲带出中世纪的黑暗时代。东临太平洋，西临大西洋，两道“天险”加上数千年未被开发所积累的丰富物产，美国，自成立以来，便以前所未有的速度发展：“新大陆”、“新思潮”、“新国家”带来的当然应该是一个新时代。“Man born to equal”然而，资本主义的私有制却注定人们的地位由财产而决定，当财产成为指导社会生产的风向标，必然引起人们想要掠夺财富的欲望。数百年的发展中，资本主义的形式一再变迁，不变的是人们对财富的渴望——人们今天“新时代”仍是“新大陆”思想的延续。

思想并非一蹴而就，而是伴随着生产力的发展而渐渐定型的。往往社会结构和思想之间能够发现相似之处：譬如在天主教占主流的欧洲中世纪，封建阶级反映的是天主教的圣统制。相比来说，今天的资本主义反映的就是“物竞天择，适者生存”的进化论思想。这个思想的精髓之一就是“竞争”，所以当今经济学基础教

科书，都是从完全竞争模型开始讲起。然而，社会是这样么？毫无疑问，不是。在和大自然对抗的时代，人们就是通过相互合作而得以生存下来，得以繁衍至今。那为什么今天的社会何其强调竞争？我想，如今物质相当丰富的社会，当人人已经能从大自然撷取所需，合作对抗大自然再无动力。这时，实现自身利益最大化的竞争便成为主流地位。伴随竞争的思想而出现的，是人与人之间的矛盾，经济的波动以及社会的动荡。

大航海时代所开启的，是一个西方文明的时代：“无洋不是学，有外才称尊”。我们的国学，随着机器的轰鸣声，早已在一拨一拨的运动中沉寂下去。当“君君、臣臣”的和谐秩序被打成吃人的礼教，又有谁会记得，我们的文化是从合作的角度出发的呢。从邓的韬光养晦，到如今的国强不霸，但愿下一个中国的时代，是“旧时代”思想中那个睦共赢的时代。

● “别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”这是巴菲特为人津津乐道的投资格言，然而股市起起落落，股神还是只有一个。

恐惧和贪婪，是大多是投资者在股票市场心态的写照：在股票上涨时希望涨的更多，而股票下跌时却希望尽快脱手。而巴菲特的意思是要人们逆其道而行么？我想也

股市作为一个二级市场，本身并不创造价值，其存在的意义是为优质的企业提供资金支持。健康的盈利模式是通过企业的成长给投资人带来红利。

● 自从凯恩斯从“动物精神”角度阐述非理性因素对经济的影响之后，对非理性因素的考察就有越来越多的趋势。其实本来理性经济人的假设就是不该成立的，只是用以研究其他方面的对经济的影响。然而毕竟，经济学还是应用性学科，人的非理性因素不可避免。多角度的分析经济问题，大概是读这本书的收获所在

王晨

● 在拿到书之前，并没有想到繁荣会翻译成 Exuberance。本来以为会是 booming 一类，然而似乎目前看来，作者想表述的繁荣并不是一种社会状态，而更多的是一种感情状态，而且“它并不是 20C20s 故事投机过剩时期投资者疯狂的状态，而是一种我们在一生中某个热情高涨的时候都可能做出的错误判断。”当然，刚刚接触这本书，不由自主的还带着对上一本《无价》的一些感悟。我们无法摆脱身为人的天生的弱点，如之前讲的无处不在的锚定。市场的不稳定性很多由人性

的本质特征引起。对于作者在第二章所讲述的实际住房价格并没有强劲的迅速上升，而且作者列举了通货膨胀住房质量提高等一系列原因，也是由于有了锚定，人们对于之前的房屋价格记忆深刻，所以觉得现在的房价高到离谱。不过我猜测，这个表述大概只能部分适用于中国市场，看看中国现在的房价，还是更多的感觉人艰不拆。

●人的关注点很奇怪，会不由自主的被与自己相关性大的事物带走。正如文中提到的，人们坚信股市下滑后会重新反弹，而不愿意相信长期均衡价格的存在。许多人认为股市在暴跌之后，会回到原来的水平……人在控制自己的冲动时会考虑很多，或许这种内心的自控本身就是一个纠结的过程，所以印象更加深刻。因此要求克制的论述比历史分析的文章更能引起人们的共鸣。于是人们的投资很多不是出于分析而是情感。就好像关于股市预测回收的问卷，也许大多数人认为自己的答案与他人的一样可信。世界那么大，别只看自己，多看看外面吧。在说下蓬齐骗局。曾因为有人陷入传销组织，而一度关注过此类事情，据说洗脑的周期是5天，据说非常坚定的人，在5天之后基本也会对这些骗局深信不疑。贪婪是失控的欲望，罪恶是无理欲望的补充。自食苦果的原因，或许都是因为内心的缝隙。

●人的关注点很奇怪，会不由自主的被与自己相关性大的事物带走。正如文中提到的，人们坚信股市下滑后会重新反弹，而不愿意相信长期均衡价格的存在。许多人认为股市在暴跌之后，会回到原来的水平……人在控制自己的冲动时会考虑很多，或许这种内心的自控本身就是一个纠结的过程，所以印象更加深刻。因此要求克制的论述比历史分析的文章更能引起人们的共鸣。于是人们的投资很多不是出于分析而是情感。就好像关于股市预测回收的问卷，也许大多数人认为自己的答案与他人的一样可信。世界那么大，别只看自己，多看看外面吧。在说下蓬齐骗局。曾因为有人陷入传销组织，而一度关注过此类事情，据说洗脑的周期是5天，据说非常坚定的人，在5天之后基本也会对这些骗局深信不疑。贪婪是失控的欲望，罪恶是无理欲望的补充。自食苦果的原因，或许都是因为内心的缝隙。

●人的关注点很奇怪，会不由自主的被与自己相关性大的事物带走。正如文中提到的，人们坚信股市下滑后会重新反弹，而不愿意相信长期均衡价格的存在。许多人认为股市在暴跌之后，会回到原来的水平……人在控制自己的冲动时会考虑很多，或许这种内心的自控本身就是一个纠结的过程，所以印象更加深刻。因此要求克制的论述比历史分析的文章更能引起人们的共鸣。于是人们的投资很多不

是出于分析而是情感。就好像关于股市预测回收的问卷，也许大多数人认为自己的答案与他人的一样可信。世界那么大，别只看自己，多看看外面吧。在说下蓬齐骗局。曾因为有人陷入传销组织，而一度关注过此类事情，据说洗脑的周期是 5 天，据说非常坚定的人，在 5 天之后基本也会对这些骗局深信不疑。贪婪是失控的欲望，罪恶是无理欲望的补充。自食苦果的原因，或许都是因为内心的缝隙。

●终于读完了这本书。说实话，我对股票市并不了解，这本大师之作看起来有一些费解的地方。但是也得到了很多启发，算是打开了一个新窗户吧。就我个人而言，我也是个特定地域和时代的产物，我小时候接受的教育是股票是所有投资中风险最大的，不同于美国人根植于心的“股票优于一切债券”，这本书就心理和楼市等一系列的论述很有针对性，但是也有助于反思自己的思维；作者在谈到自由市场的缺陷的时候，提到经济的繁荣会伴随着道德标准的衰退，比如一些机构的管理者会因为注重一段时间的业务量而不注重长期的发展，为风险埋下了隐患，长久事业 VS 一时得失的权衡，希望自己能不犯这样的错误；最后，作者再次有力的回归现实，诚然，在自由社会中我们无法规避某些损失，而且如萧条危机这样的事情似乎在不断循环，然而只有参与其中，才能在参与中不断改进漏洞。

刘承琳

●几年前曾经听过耶鲁公开课上希勒的金融市场课程，后来也阅读了他的一部分作品。《非理性繁荣》在 2000 年出了第一版，当时就警告了股票市场的过高风险。后来在 2005 年第二版出版，作者再次对市场进行了分析。在本书的前部分中，作者列出了详尽的金融历史知识，尤其是对美国在整个 20 世纪的股票市场的发展有一个既理性又感性的认识。理性认识来自于作者对大量真实数据和图表的引用，感性认识则来自于对很多历史事件的再现、对新闻媒体报导的引用以及大量涉及投资者心理的讨论。这本书从某个程度上说，更像是一本专业的学术教材，大量的学术成果引用其中。股票市场就是有着千万投资者参与的一个市场，要能预言市场的走势并从中稳定的赚钱，归根结底唯一真正有效的方法就是准确把握每个投资者在想什么，而这恰是最深不可测的。

●赌博场所的增多和频率的增加使得人们认为自己的好运气是无穷尽的，同时也助长了与他人进行攀比的强烈兴趣，寻求到了一条从无聊单调的感觉中兴奋起来的新途径。

通常情况下，人们会认为“股票在下跌后总会反弹”是个基本常识，而书中却提到一股票可以下跌，而且可以下跌很多年；股票市场可以被高估，同样也可以低迷许多年。而且在数十年的时间里，股票并不比其他投资优越，也没有理由相信它将来也会这样。

无论是机构投资者还是个体投资者，都难以摆脱各种“非理性”因素的影响，即使投资者是在追求一种理性的目标，结果往往也难以实现，但赌心许多人都有，亏了的想翻本，赚了的还想赚更多，市场就这样被自我放大、自我增强起来了。时刻都能保持理性的心态是很难做到的。

●新闻媒体是市场的一部分，传播着一些人的想法，而这些想法可能推动一些重大的市场事件发生。金融和房地产作为新闻媒体的关注重点，在吸引公众的注意力上卓有成效。但是媒体的讨论不乏“众声喧哗”，什么观点都可能出现，更多时候只是在迎合公众趣味；现今我们处于一个信息和数据都泛滥的时代，大多数人们关注的不是理论和深刻的分析，而是一些权威或者名人的观点。

每一次大牛市总是伴随着一种流行的观念，社会中普遍弥漫着乐观主义，像“新时代”的来临。不断发生的变革引起经济显著的进步以及人们生活水平的提高。而且人们总是更偏向于每隔一段时间就忘记了前面股市崩盘以及相应的经济萧条的教训，丧失警惕，又一次沉浸在新时代的想法之中。

●在谈到心理时，又一次提到了 anchors。《无价》中提到过的幸运轮实验也出现在了这本书中，人们在模棱两可的情况下做出的决定往往还是会受到身边因素的影响。

关于过度自信的普遍存在，我了解的一些中国传统中的大智慧，都像是以一种神秘的方式摆脱了个体的心理倾向，“空明澄碧”、“宁静致远”，这样也许能做出更好的选择。

对于从众行为，在组织行为学中我们学到过群体思维和群体转移。少数人可能并不是赞同，但是为了不打破整个群体的规范，或者被大多数人看作异类，选择了跟从大家的行为。书中也提到就个人而言，原本的行为可能是合理的，但是由此产生的跟从却是非理性的，因为其中存在着信息的层叠。在股市中，每一个人的判断都构成其他人的判断参考，但事实上很少有人对市场产生了独立的影响，非理性的选择就不可避免的出现。

●这本书读到了最后，回顾前文，有美国证券市场上机构和普通投资者如何狂热

的追逐财富梦想，也谈到人类社会的贪婪和由此带来的恶果。

最后的这一部分中，作者在一定程度上反驳了有效市场理论。有效市场理论总是能对市场定价做出合理的解释，市场之所以波动是因为经济及其预期发生波动，而这恰好是和作者在书中提出的很多观点是冲突的。作为一个学者，希勒也在最后提示、警醒市场的复杂，每次决策前腰更加深入地思考和检视自己的想法。全书所讨论的事件及文化都只涵盖了美国，最多加上欧洲，如果书中有一些与中国有关的思考也许会更有意思。书中提到过的媒体作用、赌博文化、投资工具等，从这些问题出发，又该如何看待今日的中国。

章毓敏

●非理性繁荣一书在开篇两章就直入主题，回顾了美国两大市场泡沫的发源地：股票市场和房地产市场的发展历程，而市盈率和房价就是作者分析市场泡沫的主要工具。从1996年时任美联储主席的格林斯潘提出“非理性繁荣”一词起，时光流逝，这一经典表述在无数次市场沉浮中被人们重复地引用。尽管利率确实对股票市场有影响，但是股票市场对于利率所做出的反应却是不可预知的，行为金融学家正试图从人们的“浮躁情绪”入手，了解市场行为的成因。在过去的几年中，那些对股票市场产生影响的心理因素同样潜在影响着房价市场，而预测投机性住房价格如同猜测股价走势一样困难。

●从前人们的生活非常简单，将购买住房视为正常生活的一部分，并不想去担心房价会发生什么问题，而曾经只是房地产市场的局部波动已经成为全国性甚至是国际性的事件，成为新经济时代广为流传的故事。住房价格的变化是公共财产价值观念的转变，也是人们对投机活动更为关注的一个体现。很多导致近期股市和房地产高涨的因素是难以预测的。但是，互联网热、资本利得税的削减是全球性趋势，同样潜移默化受到改变的还有社会文化。市场本身具有反馈和放大机制，随着价格的继续上涨，繁荣程度也被价格上涨带来的投机性泡沫提升。诱发因素包括正反馈和负反馈机制，社会科学为研究股票市场和房地产市场之间的交叉反馈作用提供了有效方法。

●媒体能积极地影响公众的注意力和思考方式，同时也形成股市事件发生时的环境。媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时，也形成了投机性价格变动的主要宣传者。媒体的参与能够导致放大效应，大众文化观念的转变与股市中不断变化的投

机情况存在联系。大幅股价上涨带来的往往是大反转，除了引人注目的金融危机作为崩盘的技术原因，公众信心作为心理和社会因素通过负反馈机制也不应被金融分析家所忽视。随着资本流动更加自由，市场可能变得更加稳定，然而人们不能忽视大范围投机性泡沫出现的可能性。

●心理因素涵盖的两大章节，股市的心理定位和从众行为、思想感染可以说是《非理性繁荣》一书的精华部分，从股市中如何设定锚定价格到人们的信息处理、口头传播过程，精确揭示了前文提到市场经济中的诱发因素和放大机制，为后续理性繁荣的尝试作出铺垫。值得注意的是，要解释人们决定采取某一特定行为的动机是非常困难的，这也许为解释投机资产价格的变化通常是发生在人们的注意力之后，同时符合随机游走假设的形态作出了合理推论。

●第十章向我们介绍了有效市场和价格随机游走的基本论证，并评价了理论的实际效果，作者认为现实中个体投资者的差异、互联网股票泡沫和市场卖空的限制提供了驳斥证据，然而，后文谨慎地指出，即使价值对股票收益的影响消失了，也不意味着价值对整个市场长期收益的影响会消失，价值投资者就是低买高卖战略的坚定支持者。在接下来的分析作者中进一步排除了收益或股息的变动是股价变动的决定因素，列举了近期金融市场发生异常波动的实例，留下了市场到底理性与否的悬念。第十一章陈述现实情况：公众根据历史数据得出的有限经验往往错误，因此，在最后一章，作者根据分析得到的结论房地产的水平并不是理性需求和房屋供给真实作用的结果，鼓励投资者进行适当的风险管理，如套期保值和分散化投资。作者相信投机市场的资源配置功能是决定性的，然而，参照通过计划和不断完善竞选和选举规则来提高公众做出正确选择的能力，国家建设更加广泛自由的市场和社会保险制度能有效控制真正的风险。

李琳

●非理性繁荣是什么？非理性繁荣是投机性泡沫的心理基础。价格上涨刺激了消费者的热情并逐渐扩散，越来越多的投资者加入推动上涨的投机行业，沉浸在对其他投资者发迹的羡慕与赌徒般的兴奋中。

2007年我还在读中学，一心只读圣贤书加上国内对民众的那套“中国不受金融危机影响”的说辞，让我对于那一场大危机没有任何直接的感触，反而是之后对80后群体的社会关注才让我知道了房地产行业的疯狂。而对于2015年的我来说，

毋庸置疑房肯定还是买不起的，它早已高高在上，难以望其项背，对于资本市场也仅能说道一二。记得今年5月，我看了银河证券潘向东博士的一篇演讲稿，他提到当时的“A股已经开始偏离价值中枢，在向非理性繁荣迈”，股市的涨跌需要围绕价值中枢波动，任何的非理性偏离最终也会向价值中枢回归，印象颇深。当时我在一家券商实习，楼下营业部里每天都是退休了的大爷大妈们，衣容邋遢，但资产却不小，到的比我早，走得比我晚，涨了集体吆喝，跌了拍桌唏嘘，更别提VIP室的大户们，简直把那里当成了家，相当疯狂。其实，现在想想，当所有人跑步进入资本市场时，那里便不可能是所有人想象中的满地黄金。参与的投资者越来越多，也就意味着风险的越来越大，市场早已不是价值投资而是跟风投机，中国神车便是典型的例证。在那时，面对中国市场的高市盈率，可能所有的技术分析和基本面分析都无甚大用，唯有非理性繁荣才是正解。在这样的市场氛围中，我想任何人都不可能做到理性，机构投资者们即使知道泡沫即将破灭也不可能因此改变自己的投资策略，而鉴于此，我们只能做到以史为鉴。繁荣，衰退，再繁荣，这是经济的周期波动，也是历史的必然。对于我们来说，总结过去的市场的经验，深刻理解非理性繁荣，才能尽量避免在繁荣中随波逐流，在衰退中被冲击。

●市场是非常复杂的，除了企业自身价值和竞争力的提高以及生产成本的增加会导致股市和房地产市场的高涨以外，其他的市场因素、社会因素或是突发的大事件都可能导致市场的变化，如第三章剩下章节提到的养老金计划的推广和共同基金的发展都会增加人们对股票市场的关注且由此刺激了股市的繁荣发展。这些可能会导致非利息繁荣的因素不仅对美国市场有效，对世界范围内大多数市场都会产生影响。

在反馈理论中，最初的价格上涨导致更高价格水平的出现。通过投资者需求的增加，上涨的结果会反映到一个更高的价格水平，而由此产生循环往复，最初的诱因所导致的结果被放大，产生了远比其本身所能形成的更大程度的价格上涨。第三章提到有很多因素都会导致股市或房地产市场繁荣，而反馈理论中所提到的放大机制或是反馈环使得这些因素的作用被进一步放大。公众看到价格上涨会增大需求并调高预期，这为新一轮的价格上涨提供了基础，而渐渐地整个市场的投资氛围都会发生质的变化，产生投机性泡沫。这为非理性繁荣的形成提供了一定的理论基础。

●新闻报道对市场产生的影响是复杂而不可预见的。巴特拉对于2年后股市暴跌的预测所造成的紧张氛围造成了1987年的股灾。然而1971年维克托对于世界大

事日是否与股市价格重大变化日一致做了相关研究，表明新闻所报道的世界大事几乎不可能对股市的基本价值产生太大影响。这似乎产生了一定的矛盾，然后生活中却处处不在。2015年2月晚柴静发布《穹顶之下》导致隔夜之后中国股市的数十支股票在没有其他重大利好消息的情况下直接涨停，甚至一度出现“柴静概念股”这个名词；而前几天巴黎恐怖袭击事件对世界的影响显然比《穹顶之下》大，却并没有对全球股市造成显著影响。总体来说，新闻媒体是投机性变动的宣传者，提高公众对市场变动的关注度，但这并不意味着这媒体可以左右公众的思想，媒体只是为传播和解释大众文化提供了一个渠道。

接下来作者阐述了多个时代关于股市的经济思想以及房地产市场繁荣中阐述的经济思想，认为投机性泡沫或许会导致股市的暴涨的结束暴跌的开始，但与之相伴的经济思想却不会因此而终结。股票上涨会导致很多种结果，随之而来的往往是大反转，人们总是倾向于去分析股票暴跌或是金融危机的根源，而往往忽略心理和社会因素对危机爆发的推动作用。

●股票市场的价格并不完全由其基本面决定，还受到心理因素的影响。作者将股市投资者的心理定位分为数量定位和道德定位两种。在数量定位时，投资者通过记忆中最最近的价格或者股票过去的价格趋势来判断股票的价格水平，这与《无价》中的锚定效应不谋而合。而在道德定位中，人们也不根据任何数字定位价格，仅是根据故事和可用于消费的财富来决定。这些心理定位模式对股市价格产生一定的影响，它们使得人人往往都过度自信，过于相信自己的直觉。第九章是关于从众行为倾向和思想传染。只有当同样的思想进入许多人头脑中时，某种心理定位才会在整体上对股票市场价格产生作用。每个时代都有着自己的时代精神，并且它的影响无处不在，处于相同时期的人总会倾向于作出相似的判断。人们在思维方式中的相似性影响了市场的发展趋势。从众行为不一定是由于压力发生，但在权威的影响更容易发生，它更可能是一种理性的选择。公众思想的退出或者转变有其相应地心理基础。在大部分情况下，相互矛盾的观点总是同时存在于我们的头脑中，当支持相反观点的事实发生变化或者公众注意力发生转移时，我们心中的原有的观点就会得到确认。

●本科时曾经花过一段时间琢磨有效市场理论，但是因为自身的经验对于资本市场的体会，非常主观地认为股市存在长期错误定价的现象，因此始终都未能很好地理解有效市场理论。本书作者在描述有效市场理论时，说在任何时候，在给定公共信息的条件下，金融资产都能被准确定价。价格的高估或者低估只是一种幻

觉。根据有效市场理论，股价的变动是随即游走，价格总是随新的情况而定，并且很难预测。在这种环境下，应该不存在所谓低买高卖的机会，因为每天每时的价格都准确反映了公共信息及其对股票价格的影响，那些成千上万的投资者的价值判断形成了股票当时的价格。通过反证法也可以论证，如果存在错误定价，那精明的投资者就会通过买卖消除错误定价，那么，错误定价也就不会存在的。但是作者也提出了对于有效市场理论的几点反对意见：首先股票市场通常很长时间内保持错误的定价状态，精明的投资者长期能获得更好地收益；其次股价有其自身的变动规律，它不是简单地随着收益或股息的变动而变动，也不是由未来收益或股息的信息所决定；最后作者认为多年股价的大幅变动并没有反映企业的重要变化信息。这些都是与传统的有效市场理论相违背的，但给我们提供了很多的不一样思考角度。

本书很快读完，但我们还需要继续思考。从这本书第一次出版至今已然 15 年，专业读者颇多，加上作者获得诺贝尔奖之后，在普通民众中也广为流传。现如今，分析金融危机、泡沫、萧条之类的书籍多如牛毛，然而历史却一直在重演。虽然作者在最后也对可能发生的风险提出了相对的建议和对策，但有些东西，我们往往只是有了一个模糊的概念，还远远没有达到学会的程度。

王红娇

● 无论是股市还是房地产抑或其他市场，其盛衰的决定因素很多时候来自公众的头脑，“浮躁情绪”、非理性心理足以扭转局势。说到人的心理，一个人发达时，自信和欲望便开始膨胀，落魄时，则转而感觉自己一无是处。股市由这样的人构成的，自然也有这样的性格。同时，投资者心理对经济理解总是延迟和放大的，这种非理性极大地引导着市场的发展。然而人的感受又是捉摸不定的，它最终取决于不同人的体会和环境因素，没有一个人能够确保自己在房屋或股票投资中始终保持良好的状态。

文中提到引发非理性繁荣的公众信息直到 20 世纪末才开始发挥作用，此前公众对房地产价格走势是缺乏兴趣的。住房以及股票价格的变化是公众财产价值观念的改变，以及人们对投机活动更为关注的一个体现。

针对前述的观念变化，第三章承接，具体讲述了诱发因素，自由市场的建立和发展、政治和文化的变迁、支持性货币政策、技术革命的来临、生育高峰期以及媒体报道等的诱发作用在此都更多的体现在公众生活态度及观念的转变上，比如生活安全感的降低、独立意识的增强、名人文化的升温、实用主义的兴起、公众

对生育高峰期的注意以及态度等等都使得股价评估不断呈现出螺旋式上升运动最终共同促使了股价的抬升，公众心理的主要诱发作用在本部分得到了极大强调。

●第四章主要讲述了投资者情绪驱动下的投资行为对股市的引导作用。投资做得好的人精神上和道德上也是优越的，同时，任何领域获得成功，人们便会有一种自然倾向，采取新的行动以求获得更大的成功。股市中，投资者决定投资时的情绪状态是造成牛市最重要的因素之一，市场不断增强的上升趋势会引发新的心理冲击，这又会加剧这种状态。

“蓬齐博弈”是说如果有些人通过不断借新债还旧债的形式，可以使其终生的消费现值超过其终生资源。骗子利用了人们的心理，最初的投资者是持怀疑态度，但当他们看到别人已获得大量回报时便会充满信心，这是对自身思维方式的影响下所做出的，我觉得有时也可以看作是一种从众心理的表现。

●第五六章讲述了文化因素中新闻媒体及新时代经济思想的影响。在现实生活中，社会大众主要通过各种媒体获取相关信息，新闻媒体为了提升竞争力水平将注意力放在有口头传播潜力的新闻上，并且为了迎合人们的兴趣，吸引公众注意力，总是会给新闻加上感情的色彩。媒体在使大众对新闻更感兴趣的同时，也成了投机性价格变动的主要宣传者。

然而，很多时候，媒体报道缺乏相关事实与对这些实事进行深思熟虑的解释，众多新闻媒体的狂轰滥炸总是在夸大信息本身的影响，尽管如此，在社会民众中，肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎，新闻事件它具备引起一连串公众注意力的作用，其巨大的口头传输能力可以对国民注意力产生累积效应，最终使自身成为投资性泡沫的放大器。

“新时代、新经济理论”这些字眼是媒体的最爱，它们的出现及乐观主义、信心过度的倾向为非理性投机下炒作至高的股价做出了合理化的解释，使投资者放心的看涨，最终刺激了泡沫的形成。

●第八章讲述了心理定位如何影响股票市场的价格水平。人们在模棱两可的情况下做出的决定往往会受到身边因素的影响。文章主要重点解释了股市中的数量定位和道德定位。金融市场中出现的许多异常现象实际上都是由于人们倾向于把参考的数字作为数量定位，比如判断股票的价格水平时，数量定位在最近的价格上最终导致了股价日复一日的趋同，定位在过去的股价最终促成了股价发展势头的

逆转。考虑道德定位，它根源于心理因素，人们有着偏爱叙述故事的思维，同时往往试图寻找一些简单的原因来作为决策的理由并也最终因而导致了决策的偏差。

第九章分析了市场中人们的从众行为及思想传染的作用。人们往往对于许多观点都没有自己明确的认识，这是从众与传染的根源之一。尽管人人心中了解从众有悖理性，但却不能避免权威对人们的想法造成的巨大的影响。同时，口头交流是投机性泡沫蔓延的一个中心组成部分，更容易通过随意谈话方式传播的新闻，更可能对思想和观点的传播发挥作用。

●在一个证券市场中，价格完全反映了所有可以获得的信息，那么就称这样的市场为有效市场。它实际上意味着“天下没有免费的午餐”。在强势有效市场，股价随机游走，很难通过低价买入高价卖出来赚大钱。然而到现实中，正如聪明和努力的人长期能够获得更好的投资业绩所证明的，这与有效市场理论的观点便是恰恰相反。

虽然股价有着自身的规律，不会简单随着收益或股息变动，也不会由未来收益及股息的信息决定，但现实中，总会出现价格变动与收益与股息间存在的正的相关性。长期股票投资者应该在股价处于较高水平时减持，而在较低水平时候机进场。而对于股息，当股息相对于股票价格低时，往往伴随着长时期的股价下跌，因此股息低时不是购买股票的好时机。但这并不代表它们之间的紧密联系，只是通常它们对相同的因素做出了反应，正如投资经理也会受乐观或悲观态度的影响，从而影响股息政策。

当然，无论是股市还是房地产或是其他行业，除去经济相关因素，影响供求的因素还有很多，社会、情感因素、新闻媒体及许多随机因素都推动力市场的繁荣或衰退，这些都是影响股价房价的重要因素。

侯琳

●在本书里，首先第一章讲到股票价格水平的历史回顾，“信心比黄金更重要”，利率是与股票价格相关的重要经济变量。房价问题充分体现了“预期自我实现”。首先应该将房地产需求方分为刚性需求方，即只是为了一个居所，和房地产投机者，追逐投资收益。不同的购买意图对于房价的影响不一样。在购刚性需求者预期价格上涨，就会匆忙买房，导致房价上涨预期成为现实；而投机者则会更审慎地应对市场消息。房价是中国一个很热门的话题，北上广深一线城市的高房价是

多少无房者的梦魇。中国房价普遍大涨应该是从 2007 年开始，到近两年市场上出现看衰房地产市场，投资也从房地产转向了大热的互联网。然而整体房价并未真的下跌太多。当然前些年房地产就像一个金矿，过多的投资涌入，带来的就是各种“鬼城”和“空城”，与之相反的尤其是一线城市房价仍然远远高于收入水平，各种“地王”也是层出不现。如果从成本定价角度来考虑，新材料新建筑技术的出现会使建造房子的成本降低，房价应该是下降的趋势。事实却不是这样，因为房子还有其他的附加价值。比如，在北京买了房，意味着你可以享受到北京丰富的经济政治文化等资源（当然也是人肉吸霾器），人们一旦被这种附加价值深深吸引，城市的房价就会上涨，直到出现泡沫。无论是央行多次下调利率还有各地简化住房公积金手续，都看做是政府对“夕阳产业”——房地产的拯救。股票和房地产是两种投资选择，书中通过数据说到购买住房相对于股票市场来说是一项收益较低的长期投资，进入和退出这个市场都比股票要困难。在第三章里面关于促使市场泡沫产生的 12 个因素里，比较关注生育高峰问题。上个月刚公布的“二胎”政策，是中国政府对于 GDP 增速放缓开出的一项药方。股票市场对这个消息反应很快，婴儿类产品股价上涨，市场对于“即将到来”的高峰充满希望，期待 baby booming 拉动消费促进繁荣。但是我们也要考虑预期的再一次生育可能会带来消费的提前，对以后的经济不利。还有就是符合政策的人有没有这个生育二胎的意愿。这次生育政策的放宽对于经济的影响有待检验。

● 分析师在对投资者做出投资建议时面临着道德选择问题，是选择客观公正还是顺从上市公司和自己的薪水，他们面临着更大的道德挑战；

似乎每本书都会讲到货币幻觉，人们也确实比较关注名义变量而不是实际变量。因为辨别实际值需要成本需要能力。且不论经济学领域大众关于剔除通货膨胀来考虑投资决策，我们在生活中也似乎更倾向于用名义上和表面上的来衡量我们的偏好，我想这个可能就是“表面幻觉”吧。永远都不要停下对内在的追求～

放大机制用在股市里，通过反馈环来实现。过去价格上涨会增强投资者信心及期望，进一步吸引投资者入市抬高了一个股价，不断循环。股市从来不缺胆大的，投资者总是会更加乐观的看待每一次投资，然后希望大赚一把。当然我们也可以认为这个投资者在股市还没有吃够亏。这个机制也让我联想到如果你对一个人做的事情总是持有鼓励支持的态度，这个人会越来越有信心，也会做的越来越好，所以不要吝惜对别人的赞扬与支持。

关于投资者信心我觉得这个跟投资者的性格有很大关系。有的人属于见好就收型，小赚一笔就走了，有的属于放手一搏型，不赚到大钱就不走，当然后者肯定

对股市的信心更强。现在这个社会越来越偏向实用主义，而不是关注于一种情怀。公众似乎对挣钱结果更加关注，从而对挣钱的方式也寄予厚望，股市沉浮往往短期内能造出“金融新贵”，而安心做实业赚每年百分之几的利润率，则不是那么受追捧了。之前业界导师说过他们金融内部人士都会去看《易经》，因为投资行为与决策说到底是人性和心境的表达。现在又有多少人能坚守自己的内心，真实地表达自己的想法，追求一种情怀？这些似乎都在现实面前屈服了。当然我们也不能空谈理想的空中楼阁，踏实地做好自己的本分，就不会像一个盲目生活的投机者了，既要能看到美好前景，也要做好应对逆境的准备。

●第八章主要讲到股市的两种心理定位：数量定位和道德定位。关于数量定位，也就是我们常说的锚定效应；道德定位，人们需要在投资和消费之间做出取舍。书中讲到“如果市场涨幅过大，人们会降低持有股票”。这点与我的理解不太相符。没看本书之前我会觉得股价上涨，我会增持股票来期盼获得更多的财富。而书里面则解释为股价上涨使得持有人成为账面上的富翁，财富幻觉会刺激投资者低价卖掉股票来消费。于是只有在人们认为有充分理由不去消费新近获得的财富时，股市才会达到非常高的水平。越来越多的经济学家将股市变化瞄向了心理学原因，当正面问问题时，人们主要找优点，当负面问问题时，人们主要找缺点，这说明同样的选择不论什么问法，人的心理都是在为自己的选择找理由。

第九章过度自信和事后马后炮，究其原因结果是结果导向型和锚定效应。说到“异想天开”，人们偶尔会感到某些行动会让他们感到好运。关于这点，我深有感受。由于高考考号是以7结尾，内心自我暗示是一定能有好结果，高考的意外惊喜更加让我对7这个数字有好感，只要有这个数字我都会自我暗示会有好结果。但实际上好结果都是来源于自己努力的过程。然而我们往往过度关注于结果而忽略过程，或者归因于运气。对于掷硬币，有一种说法“当你不知道做什么选择时，就抛一枚硬币，当你在抛硬币时，你就已经知道自己内心的答案了”。在第九章，作者从对个体心理的讨论拓展到社会基础心理上：从众行为倾向和思想传染。在股票市场，只有当同样的思想进入许多人的头脑中，个人定位才能对市场形成影响。在这一章又看到了熟悉的心理学判断线条长度实验。这里解释为从众行为和思想传染，之前则称之为 group pressure. 相信权威很大程度上是明智和理性化的，权威的影响之大，所以那些专家和权威应该有所道德原则，不能信口开河误导大众。对于个人，要有信息甄别能力，尤其是在大数据时代，各种信息叠加，更加考验我们的信息提取能力。在谈到“口头传播方式”，作者提到为什么蒙娜丽莎这幅画的价值比其他的要高？这幅画背后的故事起到了强大的口头流传功

能，这让我想到现在一些街边小吃比如手抓饼烤冷面都会写这个小吃的起源，且不论这个故事真假，但它们确实利用了“编造一个可述性强的故事有助于维持较高的信息传播率”。

第十章第十章里有效市场假说告诉我们当购买一种证券时，我们无法从中获得高于均衡收益的异常收益，投资顾问的建议并不能使我们有更出色的市场表现。从股灾我们可以得到一个教训：市场基本面之外的因素也会对股票价格产生影响，市场心理学和市场组织结构起到了重要作用，“精明的”市场参与者消除了未被利用的获利机会。当股价异常升高时，精明的投资者应该出售股票，实现价格回归必须能够进行卖空，但是“损失厌恶”的存在，使得卖空行为实际很少发生，各种规章制度也对卖空行为进行限制，在这种操作中，有些人会因他人的不幸而获得利益，让人无法容忍。

●根据 CAPM 资本资产定价模型，期望收益率等于无风险收益率加上风险报酬率。在第十一章，作者阐述了随着投资者不断学习获取新知识，他们对股票风险所要求的额外补偿下降了，于是投资者的收益比以前是降低的。书中还说到，公众学习后会带来投资者对债券和股票的看法的改变。传统观点会认为债券比股票风险更小，而许多作家却认为债券的风险也很大。这样的观点会有助于公众消除市场不稳定而产生的恐惧，有利于普通股合理定价。但是实际基本事实却被投资者忽视了：债券优先于股权，股票非常具有风险性。分散化投资共同基金的出现，也会给投资者一种股票风险下降的假象，使他们更愿意投资股票，但他们忽视了这样所带来收益也相应少了。这些都促使了股市的非理性繁荣。

投机市场上的波动，很大部分归因于人们的想象和社会心理学因素的推动。随着价格的不断上涨，原先认为经济有泡沫的人会怀疑自己以前的判断，一旦价格上涨持续多年，这种强化意识会不断增强直到出现真的市场投机泡沫。然而有很多金融机构和从业者却放松了自己的职业道德，不断利用金融衍生品，打包各种金融产品，放松金融监管，在非理性繁荣时期，这些得到了很好的放大，于是一场金融危机正在酝酿。最后一章从政策制定者和投资角度来讨论应当如何预防投机泡沫。作者鼓励更广泛更自由的市场，建立完善的社会保障制度和金融机构来控制危险。

叶存辉

●本书开篇两章直切主题，借由股市和房地产两个行业的泡沫与投机下人们的心

理与反映引出了非理性繁荣的概念，进而由第三章开始了对地产行业的结构因素分析。在这其中人的复杂性得到了充分的体现，个体以及群体的相互作用，不断挑战了传统经济学里对于经济人的假设。曾经有人说钱流通的越快就是经济学，而现在信用货币下人的资金需求与货币消费的在时间上的不等，以及货币数字化下心理的满足，都为追逐数字增长而不顾不易察觉的实际提供了动力。

●在阐述了股市和房地产繁荣高涨的潜在诱发因素之后，作者开始探讨这些因素如何在市场的反馈以及放大的机制下而产生的蓬齐过程，在这个循环里，人群更多的将关注的焦点放在当前投资收益上，并且不自觉的而产生对未来投资收益正向反馈机制，倘若再加之一些人为的信息和故事的渲染作用，就会很容易带来非理性的繁荣。而这里所提及的古老的庞氏骗局的思想，在当今投资理财盛行的环境下，并未销声匿迹，诸如 MMM 金融互助社区，百川币等等，打着惊人的高收益的旗子，本质上也摆脱不了拆东墙补西墙的老把戏。但是就是因为本质作为等价物与价值符号的货币，被直接跳过了物的环节，而变为符号与符号之间作用和数字的增长，并且只要实体产业没有崩溃这些数字是总可以转换为可得的物的。并且这种数字上增长的比物的积累来的更为快捷迅速，高的诱人的数字总会刺激个体的投入，虽然可能是谨慎的，但是一旦聚集就会形成蓬齐的可能，直到没有新的注入，链条整体崩。

●第二篇焦点在强化股市和其他投机泡沫的文化因素。新闻媒体往往追求及时性和关注度，往往夸大或过度消费投资者关注和反响强烈的事件，而忽略真实可靠性。因而普通投资者从媒体的信息获得而做出的相应分析，就变的基于报道者的选择和对于可获得信息的选择依赖。把信息传达给人的过程变的把人束缚在某一信息空间变的一样，人与信息的主客地位不再那么明显了。随后三章介绍了在股市和房地产十分流行新时代理论，以及同近半个世纪以来主要几次牛市的密切关系，这一理论基于市场本身活动而非客观分析的，这一理论让人很容易联想到中国某一些经济概念的流行，并且由于是一种自上而下的推广，很容易成为出版学术的重点和中心，并通过前面的新闻媒体传播的扩大影响，会在公众意见中形成影响，并且通过反馈机制形成非常寻常的繁荣。

●希勒本人就是一位对行为金融很感兴趣的学者，在第三章他开始着重分析了市场行为背后的心理因素，在第八章他指出，由于现有的经济金融理论本身就不能够很好地定义资产的内在价值，公众更是难以估值，往往只能主观的从心理上进

行衡量，有了数量定位与道德定位，而这些心理因素会在人们过度自信与直觉判断的情况下对市场产生影响，并且由于心理定位的脆弱性，具有与意识相关的不稳定性，会受到前面章节提到的新闻媒体等外部影响而做出难以推断的决策。而在第九章当这些心理因素经过思想传染变为同样思想进入个体时，产生从众行为，多人的同时改变判断，从而整体上对市场价格产生作用。这里借鉴了许多社会学和社会心理学的研究结果，但正是这些难以琢磨的心理因素使得文化等因素得以发挥作用，并且这些因素往往难以察觉。

●希勒本人就是一位对行为金融很感兴趣的学者，在第三章他开始着重分析了市场行为背后的心理因素，在第八章他指出，由于现有的经济金融理论本身就不能够很好地定义资产的内在价值，公众更是难以估值，往往只能主观的从心理上进行衡量，有了数量定位与道德定位，而这些心理因素会在人们过度自信与直觉判断的情况下对市场产生影响，并且由于心理定位的脆弱性，具有与意识相关的不稳定性，会受到前面章节提到的新闻媒体等外部影响而做出难以推断的决策。而在第九章当这些心理因素经过思想传染变为同样思想进入个体时，产生从众行为，多人的同时改变判断，从而整体上对市场价格产生作用。这里借鉴了许多社会学和社会心理学的研究结果，但正是这些难以琢磨的心理因素使得文化等因素得以发挥作用，并且这些因素往往难以察觉。

王丹华

●“非理性繁荣”最早由格林斯潘提出用来解释股票市场的非理性行为，并通过市盈率和利率做出进一步阐述。对于房地产泡沫化，曾有多种解释，包括土地资源枯竭，住房需求增加导致建筑成本增长，低利率等等，但都不足以完全解释。现实情况是由众多因素综合作用的结果，尽管通过住房价格预测模型能进行相关预测，但也仅仅 50%而已。居住在核心地段的人会为自己所拥有的地域资源、商业资源而骄傲，从而更多的人便宁愿削尖脑袋挤进来，需求过剩情况下，非理性繁荣又一次开始了。非常有意思的事情是精神收益与投资住房数量没有直接联系，住房越多，精神负担越重，所以那些名下几十套房子的“房爷”们得多累啊。

●分析师愈益乐观的预测，由于受雇于公司，出于为公司利益的考虑，可能预测的结果会相对利好，所以尽管分析师有较严格的职业要求，但是在弹性范围内还是会有所偏向。尤其当发现同行们都在显示长期的乐观态度时，更是自信与笃定，

毕竟人多势众嘛。

成功的投资就是掌握自己内在冲动的过程，而不是在历史环境中分析我们现在所处的情形。有些时候真的是这样，成功就是凭借当时的头脑一热，想做，就去做了，然后刚好事成了，所以带给我们的启发就是不要思前想后，犹豫不决，不经意的小举动可能就会产生很不一样的效果！

自我实现预言，首先想到的就是组织行为学，预期会被实现，由于人们头脑中对某一事件存在一定的预期，并会按照这一预期进行决策选择，最终现实就会印证当初的想法。从这个角度说，对孩子教育采用夸奖的方式还是很有道理的。

●勉强睁着眼睛翻了翻书，感觉印象较深的是“新时代”概念，“每次故事的不断上涨都伴随着一种流行的观念”就想到了本科时候老师在课上讲到的股票玩的是概念，虽然具体内容早已经还给老师了，但是遇到关键字眼还是能联想到。用新时代来描述经济状况反映了人们对于经济的乐观状态，而预期又存在自我实现机制，所以看起来并没有什么不好。

新闻是注意力连锁反应的诱因，媒体的适度宣传一定程度上可以纠正甚至重塑人们的价值观，可是媒体的放大效应又会引发人们的过度关注，从而一系列连锁反应。

●感觉好多东西和最近看到的书有重叠，锚定，阿什实验，轮盘实验。更多的从心理学的角度来分析对股市的影响。书中有一句话叫“过度自信的一些基本趋势似乎是人类根深蒂固的特征：人们总是倾向于过度自信而不是信心不足”，尽管有多种理论解释过度自信的来源，但无论如何，最直观的结果就是它提高了投机市场的交易额。其次，人们对于未来的投资决定是不确定的，即非连贯推理过程，用凯恩斯理论来说就是 animal spirit 驱动了投资决定。

之后又讲到从众行为，一部分原因是社会压力迫使当事人避免自己特殊化而招来异样目光，另一部分原因则是信息不对称，而不能做出正确选择，即由于信息层叠而产生盲从。

●看到有效市场假说就想到去年这个时候复习曼昆宏观时候的场景，即信息完全有效，人们又完全理性时，所有信息都会显示在股价上，此时的绞尽脑汁分析股票都是一种徒劳，能力差别不会导致不同的投资行为。但这也仅仅是理想化的模型，现实中个人聪明和努力却是能获得更好的投资业绩，盆钵体满和倾家荡产的案例也总是会出现的。

正如分析房地产市场一样，价格并不是单纯的供求交叉点，还有很多无形的，不易衡量的因素左右着人们的决策，而这些因素往往又是非常重要的，甚至推动了投机市场的变化，所以越来越多的经济学家们在不断努力沿着这个方向向前探索。

于思洋

●区别于前两本探究市场变化背后的心理因素，这本书的逻辑更易于中国人接受。中国人的逻辑结构与诺奖得主的逻辑结构相似，听起来挺好的，至少在学术上是这样。前两篇主要回顾股市和房地产市场过去 100 多年的变化趋势，总结了各自的变化特点，并进行比较。接下来描述了导致几次股市和房市非理性繁荣，即价格脱离其实际价值的高涨的非理性或者说是心理原因。1. 市场发展导致个人独立意识增强，而在除薪金之外寻求其他致富方式，股市可以迅速赚钱，房子减轻不安全感。2. 文化上对商人的认可表明了对财富的追求。政府税收降低拉高股市需求。3. 互联网信息技术使人们信心增强。4. 政府公开言论巩固信息。5. 人口爆炸带来强烈需求。6. 媒体强化信息流通，放大消费者行为影响。

●第三章的剩余部分继续描述了几个导致股市繁荣的“非理性”因素，包括分析师的不客观预测，固定缴费养老金的推广，共同基金的增长，人们的货币幻觉，交易成本的降低及交易额的增加和赌博机会的增加。接下来第四章中主要围绕投机性泡沫的反馈环理论在讲，终于，在学了五年经济后知道所谓的泡沫到底是个什么东西了。过去股市的高价格增强了人们对股市的信心，大量买进再进一步推动股市价格上涨至偏离其实际价值的程度。这种机制把一章的分析结果-即各种非理性因素导致的房价上涨-进一步放大，造成股市看起来更加繁荣。作者认为无限制的上涨和下跌都是不可能的，所以股市会有一个上下限。当然我一直有这个疑问，短期来看，持续很久的上涨是不可能的，但长期来看，回到第一章的图上，至少现在的股市价格要高于 19 世纪，所以会不会长期来讲其实这种需求或者期望是会一直上涨的。而也正是这种上涨，激励各种各样的商家为消费者提供更优质的产品和服务。所以这样看来，反馈环怎么能说是不好的呢。只不过在有限的一个人的生里，波动确实大了点罢了。而这也是比较悲催的一点，因为一个人在一生的欲望是无穷尽的，想在这么短的时间里满足无限需求是很难的，所以才有了经济学。才有了人们不辞辛苦的想把握中力所能及范围内的东西。经

济学家费尽心力研究预测人类心理行为，其实很可能它们都隐藏在哲学家的著作中。

●五，六，七三章分别讲了新闻媒体对于股市房市非理性变动的贡献，“新时代”作为影响人们对未来态度的重要因素提高了人们的风险可接受程度以及具体的新时代理论在股市当中的具体应用。这三张总体上归纳了影响股市非理性繁荣的文化因素。这三章里并没有什么意外之喜，但新闻媒体的那一章突然让我怀疑，我到底是在学经济学还是在学经济新闻学。跟学新闻的比，我哪比他们强呢。大概也就是模型比他们会的多一点，算术比他们好一点。甚至逻辑思维能力，表达能力，语言影响力还真不一定比得上人家。

●数量定位与道德定位共同决定了股票投资者的投资行为。道德定位即人们需要保持投资和消费的需要二者之间作出取舍。大概由于先入为主的原因，考虑股票投资的时候通常都自动假定投资者有投资欲望，并没认真考虑过消费者需要在股市与消费之间做权衡，好像大部分投资者都是自然而然的就准备拿钱做理财一样。事实上，人们是需要有一个简单且符合逻辑的理由来做出投资决策的。更多的时候，人们在寻找这种理由，来验证可能早已存在于内心的想法。第八章的很多类似的心理作用刚刚在无价中看过。总结起来就是，共同的心理因素发生在大多数投资者脑子里的时候，股市的变化就发生了。所谓一个人不大可能疯狂，群体多数都是疯狂的。第九章更详细的描述了一些社会群体的心理作用。媒体，口头的故事性传播使一些事物价值大大增加。虽然最后作者说人们并没法对注意力变化做出解释，也就是导致的股市的大波动，但值得肯定的是，人是无常的，简单点想，大概可能因为人实在太无聊了。我还是又想起来忘记哪看来的劝解，不要总是试图寻找规律，尤其是当你一遍遍找还是找不到的情况下。

●接下来的章节中，作者从有效市场讲起，将金融学的很多经典理论成果拿来与现实市场状况做比较，分析出很多惊人的反差。这其中包括聪明人并不能比不聪明的人赚更多的钱，机构投资者总体上代表了市场走向等，但令人欣慰的是，至少作者还是肯定了长期来看，聪明和努力的人长期能获得更好的投资业绩。接着作者将股票与债券，共同基金等其他投资方式做了比较，结果也是令人吃惊的，股票并没有像公众想的那样好。最后一章，作者给出了可能的政策建议以及投资建议，包括增强道德规范，建立职业标准，承担共同责任，多元投资等。作者的总体态度是，虽然股市长期存在并未来可能继续存在泡沫，但我们应该清楚，情

绪本身就是我们生活的一部分，我们不能因为情绪的干扰而失去了对最重要东西的关注力。要允许并且鼓励自由参与股市交易，就像每个父母都想保护孩子一样，能做的只能是尽最大能力去创造最好的环境让孩子自己去经历失败，总结经验，然后教会他们如何生活。

林付蕾

●印象最深的一句话——非理性的本质，并不是投机过剩时期投资者的疯狂状态，而是在我们一生中任何时候都可能做出的错误判断！之前看过时寒冰的书，描述海南房地产泡沫的时候，言辞之绚烂，数据之丰富，能让你完全感受到那个时代的“疯狂”。我一直理解的泡沫就是这样的，”疯狂“！！可是看到上面这句话，才突然感觉到，其实非理性可能是一种集体亢奋，它并不需要那么直观和震撼，也有很多人存在理性思维，意识到了这可能不对，但是他没有办法摆脱羊群效应，它也许是一种温水煮青蛙式渐进地不理性，所以再明白的人跳出来看也不那么肯定。想到李大霄在今年股灾前就说，学生大妈闲余时间都不唠嗑了，周末不休息盼望工作日开市，这些信号还不是地球顶吗？——不足疯狂，亢奋有余。

●第三章总结了诱发非理性繁荣的十二大因素，其中因实用主义盛行的文化，战后和平成长的一代人对风险的不厌恶性，赌博的流行对追逐风险的暗示，媒体中对金融的报道导致的公众注意力的提升，这些归因寻找的都是大众心理因素。第四章谈及的反馈环和庞氏骗局说白了也是心理和人性问题。有点像博傻理论，哪怕你明知道是一个庞氏骗局，仍有很多人为了可能的高回报率而愿意天真地相信自己不会是最后那一个。而能玩庞氏骗局的人，实在是深谙人性。最近这两本书，《无价》无处不在谈消费者心理，这本讲股市楼市的，前两章概述美国股市房市情况后，归纳原因，竟然也还是心理因素。又想到《互联网+》里对人的强调，还有最近组织行为学考试的各种心理概念，人心本身就是无穷奥秘，知识需要无限外拓，同时也需要向内挖掘求索。“商业世界，还是懂人性的人才能玩的转。”

●文化这部分印象最深刻的是对媒体的分析，摘抄一句话，“肤浅的观点比深刻的分析更受欢迎，这就是有声媒体的本质。”这是为什么媒体往往偏好极端的标题或消息，确实只有极端和肤浅的消息才能被头脑最简单的处理，易接受性永远是公众传播适用的重要指标。而公众的注意力，即使对投资这么需要理性的东西，也不可能如半强有效市场的假设那么完美，公众的注意力仍然是自觉不自觉地被

“随意”吸引。此外，我一直感觉现代社会，媒体对各种观点和信息有很强烈的放大作用，一个视频的转发量，在观点制造和加强上甚至都有货币制造乘数效应。这应该也是很有意思的研究领域。

●是不是有一个定律，你最近看过的东西总是会反复出现在你面前。比如说猜线条长短的那个实验，比如非洲国家占联合国国家的比例，在无价刚看过，然后组织行为学上老师就放了实验视频，接着又在这本书上，这么快又见面了。无价中的锚定是一种数量定位，而这本书还拓展了另外一种定位——道德定位，数量定位强调人们对绝对数目迟钝而对相对数目敏感，道德定位则指出了人脑的另一种弊端，对数目的迟钝而对故事的敏感。

●终于读完，掩卷回想，也许是因为这本书的分析太植根于美国背景，所以对书里描述的房市股市也好，历史数据和事件也好，印象其实并不是很深。感受比较深的是文化差距，这本书开篇和最后一章都是从非常宏观的角度分析市场，在中国，如果一本写房地产泡沫的书在开篇就跟你谈文化，谈道德，谈社会责任，谈环境保护，那么这本书要么就是东拼西凑凑字数，要么就是扯太远即使有真货也难以卖出去。但是从这本书来看，可以感受到作者的思维的高度，而且前后呼应并不突兀，有坚实的研究做基石，宽而泛的东西其实是一种更高层次的回归。

陈茜

●经济周期四阶段中繁荣相比于衰退，萧条，复苏来说会让消费者做出一些不理性的判断。市场中参与经济的消费者大多都不符合经济人的假定，非理性繁荣产生的原因受到多因素的左右。对于房地产市场来说，在过去购买房子的行为并不是出于投机动机，当人们发现房地产可以作为投资的产品时，一度出现了炒房热，开发商修建大量的房子，有的占用农业用地来修建高楼，然而结果却是参与炒房的消费者并没有如此大的需求量，盲目在看似有前途可以发展的地区成片的建楼最后得到了一座座“鬼城”。同时人们是注意到了房子价格的成倍增长，可往往忽略了通货膨胀的作用，我们认为现在房子几万一平太贵，可是十年前几千块一平的货币购买力也与现在有很大差别，这一现象确实驱使了房地产市场的过热现象，但现在房地产市场低迷也是这一前期非理性投资造成的。股市的非理性繁荣一般是许多刺激因素刺激消费盲目消费，需求增大导致的繁荣。而我国股市这么多年一直被认为是政策市，所有的影响因素估计都没政府影响力大吧。

●市场的投资者会收到自己情绪的影响而进行投资决策，投资者自身的情绪能够加剧市场现有状态，人们在专家一片利好的建议声中总会经不住也去进行投资活动，然而他们并不是真正能够认识到市场的状态，得到信息是不全面的，能够获得的专家的消息也是基于某种目的才被放出的消息，正是这种信息不对称的状态决定了股市的风险。然而专家在不断对市场作出评价的过程中，也是一种筛选，让我想起了周六见得 BOSS，在大浪淘沙的过场中，能保持一直在经济领域的尖端除了初心不变还有对市场全面的把握。

●媒体的报道也是引起非理性繁荣的因素之一，他们能够决定投机者对于市场的态度，影响到资金供给和需求的变化，使得市场波动加剧。媒体总是喜欢用那些能够刺激到投资者的字眼来作为标题，投机者在报道的鼓动中参与市场，同时也成为了形成这种消息的贡献者不停地推动着繁荣的产生。自我膨胀的反馈机制在各个具有投机性质的市场中都有体现，不论是房地产市场还是股票市场，刺激性的因素不断的推动者繁荣的产生。即使在今后市场更加趋于稳定，也不能够忽略人们的投机所造成的虚假的繁荣。

●根据数量定位故事的变动会收到之前价格的影响，因此，许多股市的逆转和波动都可以得到解释，这是类似于锚定作用的一种机制。对于过度自信在股市中的表现经常会被投资者忽略，投资者在决定买进股票时，总是倾向于相信自己的逻辑而不愿意相信自己在某过程中存在存在，过度自信导致了武断的购买股票。同时也可能根据曾经出现的模型进行判断，比如相似的走势图，而忽略了宏观基本面上的变化，因比盲目的相信自己的判断。投资者通过各种渠道收获到信息，信息的扩散方式和投资者的注意力的着重点都影响他们的决策，他们的决策又进一步推高了繁荣的景象。

●卖空行为在有的国家受到限制，因为卖空行为会对股价造成很大影响，今年股市波动中，也是受到了市场上恶意做空的影响，导致政府开始禁止股指裸卖空。股票和债券的风险谁更高的问题，一般人都会选择股票，然而债券虽然收益固定，也会受到总体价格水平的影响。然后书中所说股票优于债券的理论，仅是少数情况。股票的风险和收益应该结合的考虑，大多数情况下，股票带来的高收益会刺激其他投资者进行投资，然后能够获得高收益的毕竟是少数。共同基金的发展让投资看上去更具有保障性，因为机构投资者更具有丰富的经验，能够降低投资的

风险性，然而共同基金的选择也是具有风险的，不停的根据表现选择投资基金是更加明智的决定。

叶楠

●1996年，艾伦·格林斯潘第一次使用了“非理性繁荣”这样的形容。股市在人们市场心理的影响下被炒到了一个不正常的难以维系的高度时，所谓的非理性繁荣就出现了。那么什么被定义成非理性呢？价格上涨的信息刺激了投资者的热情，并且这种热情通过心理的互相影响在人与人之间逐步扩散，在此过程中，越来越多的投资者加入到推动价格上涨的投机行列，完全不考虑资产的实际价值，而一味地沉浸在对别人的羡慕和对赌博的兴奋中。不能实现的即是永远追求的，因为人永远不可能理性，所以经济学才有这样优化的终极假设吧。不论是房产，股市，还是现在的互联网经济，都会有非理性推动的过热现象，而市场价格又会调整这样的不均衡，盛极必衰也是一种规律。

●这次读完了促使市场泡沫的12个因素，最近计量和研究做得比较多，看到independent variable就有点莫名兴奋。透过现象，看到因果，检验因果，形式简约，内涵却并不简单，能找到合适的解释，让各种原因各安其位，各得其乐，没有那么多恰好。第一个因素是市场经济的急速发展与业主社会，私有财产是个人的财产，政治和文化的变迁促进了商业的成功，新的信息技术，支持性货币政策与格林斯潘对策，生育高峰对及其对市场的显著影响，媒体对财经新闻的大量报道，分析师越来越乐观的预测，固定缴费养老金计划的推广，共同基金的增长，通货膨胀回落及货币幻觉的影响，以及交易额的增加。然而每一个诱发因素如何衡量，如何合理的解释，又是另外的问题。

●第五章中，比较认同的作者对新闻报道的分析。铺垫、煽动、因为覆盖面和公众信度，媒体对市场的影响复杂而不可预见。首先，是媒体信息的来源和最终报道的构成，个人觉得这也是造成信息爆炸而有用信息较少筛选过程复杂的原因。在一些话题上，新闻媒体总是尽量避免发表极端鲜明的观点，而多方引用专家观点，温和正确而无用。回答有关市场问题的媒体报道不少，但是缺少的是与这些为相关的事实和深思熟虑的解释。过量的纪录，程度的不准，也会加大人们对经济的困惑。其次，新闻是注意力连锁反应的诱因。新闻媒体在股市中的作用与人们想象的不一样，媒体在使得大众对新闻更感兴趣同时，也成为了投资性价格变

动的主要宣传者，参与了大众文化的转变过程。所以，对信息的鉴别和甄别也许是更加重要的能力。

●投资者总是努力去做正确的事情，但是当无法把握自己行为的准确性时，有限的能力和特定的行为模式就会决定他们的行为，也就是说心理定位模式的存在，限制的投资者的完全理性，这些行为模式并不是人们无知的结果，而是人类智慧的产物，反应了人类智慧的长处和局限。股市的数量定位就是记忆中离现在最近的价格，因为它便于参考；道德定位是说人们在投资和消费的需要二者之间作出取舍，这会对股市产生重要影响。过度自信和直觉判断都是影响我们作出理性判断的障碍。从众行为和思想传染，更是没有经过独立思考之后产生的毒瘤。如何解决？既然无法避免直觉和非理性的思考，那么，在平时多注意理性的思维过程，对事实有更多的观察，让脑回路走更多对的方向，在某一天我们不自主地用直觉判断的时候，经过训练的大脑是不是可以引导直觉偏向真理的方向。

●读完这部分，对有效市场假说比较感兴趣，又去看了一些完整的解释。有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis, EMH）是由尤金·法玛（Eugene Fama）于1970年深化并提出的。“有效市场假说”起源于20世纪初，这个假说的奠基人是一位名叫路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier）的法国数学家，他把统计分析的方法应用于股票收益率的分析，发现其波动的数学期望值总是为零。如果在一个证券市场中，价格完全反映了所有可以获得的信息，那么就称这样的市场为有效市场。根据这一假设，投资者在买卖股票时会迅速有效地利用可能的信息，所有已知的影响一种股票价格的因素都已经反映在股票的价格中，因此根据这一理论，股票的技术分析是无效的。如何提高证券市场的有效性，如何理性繁荣？根本问题就是要解决证券价格形成过程中在信息披露、信息传输、信息解读以及信息反馈各个环节所出现的问题，其中最关键的一个问题就是建立上市公司强制性信息披露制度。从这个角度来看地，公开信息披露制度是建立有效资本市场的基础，也是资本市场有效性得以不断提高的起点。

肖玥

●非理性繁荣是一种我们一生中某个热情高涨的时候都可能做出的错误判断，寻找繁荣正确的诱发因素有助于我们正确认清现实，避免卷入不理性的纷争。第三章细节分析了促使市场泡沫产生的12个因素，他们是市场经济、政治文化变

迁、信息技术发展、支持性货币政策、生育高峰、媒体新闻报道、分析师乐观的预测、固定缴费养老金计划的推广、共同基金的增长等。这些诱发因素有些是我之前没有想到过的，例如生育高峰，仿佛打开了新世界的大门。也是这些因素，是的各种价格预测变得更加困难，期待后面的进一步讲解。

●此次阅读中了解到，投机性泡沫最终将非理性繁荣放大。那么这个过程是如何发生的呢？过去价格的上涨，个人投资者会进行数学计算来调整自己的信心和期望。思考方式的变化方式将影响整个文化，进而影响到人们对未来行情的判断，再影响整个股市。然而具体的分析过程有待进一步揭示。

●亚当斯密在《国富论》中提出过看不见的手的隐喻，意思是于个人行为非故意结果。新闻媒体是否也是一只“看不见的手”呢？它于无形中引导着人们的行为动作、思考想法…尤其是正在社会大众中，从众心理很难避免，一旦新闻媒体大量传播某则消息，人们很容易受到影响，向着新闻导向的方向做事。在股市，这种价格分分钟都在变化的地方，人们更加关注消息的灵通性，更加关注大众媒体消息的发布。的确，媒体微传播和解释大众文化提供了一个渠道，也因此体现了大众文化有其固有的逻辑，参与了大众文化的转变过程。

●股市的心理定位——股市的投资者总是努力去做着正确的事情，但是他们总是无法把握自己行为的准确性，有限的行为模式会决定他们的行为。因此，从众多信息层叠中，找到有用的并且能为之所用的信息十分重要，尽量避免从众行为。

●之前尚未尝试过去了解股票市场的大众心理。记得在上海人民广场，有著名的相亲角，另外还有同样一块总是聚集着老人的地方，我给它取名“老年团经济角”。在这个角，经常会有一些机构拉着易拉宝宣传某只股票，同时一众爷爷奶奶们，爷爷居多，或激烈，或深思后缓缓说出自己对股票市场的看法。虽然不清楚爷爷奶奶们的金融知识基础，但是也许他们也有着这样的大众心理，即，股票下跌后总会反弹，长期来看股票投资优于其他投资，所以，他们选择放弃较稳妥些的理财产品，转而投入股票市场。然而，如何真正认识这两点，并且学会规避其中的风险才是炒股中比较理性的做法。