

# “非理性繁荣”背后的市场失灵



研究项目：2015 年国家自然科学基金青年项目  
项目负责人：张佳音

在后金融危机时代，如何提升金融市场的稳定性是各国决策者与市场参与者所共同关注的话题。2013 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·席勒（Robert Shiller）所著的《非理性繁荣》一书已

成为理解金融市场泡沫的经典著作之一。席勒及其他行为经济学家认为投资者的心理因素会产生认知偏差，而陷入“集体错觉”，即过高地预估了资产的价值，从而推动了价格上涨。由此推断，除非我们有办法显著地提高投资者的学习能力，否则难以避免资产泡沫的产生。然而，这部著作中一个关于“估值自信度<sup>1</sup>”的发现引发了深思。通过美国股市调查得出的估值自信度自上世纪 80 年代末就开始下降，历经十年下跌，至 2000 年互联网泡沫破灭前到达谷底。令人费解的是，这一趋势和同时期股价的走势却恰恰相反。为何会出现这种估值信心不断下降，而股票价格却不断上涨的现象？

在经典的经济学模型中，市场中认为估值过高的“悲观”投资者会通过卖空<sup>2</sup>套利。套利推动价格回归价值，从而稳定市场价格。然而，卖空在现实中常常受到制度与交易设计的限制，实施起来困难重重。一种“制度主义”的研究路径强调，当卖空机制受限时，虽然市场中悲观投资者占据绝大多数，但一小部分认为估值过低的“乐观”投资者仍能推动价格上涨，一旦资产泡沫产生，对于无法通过卖空获利的悲观投资者来说，投机成为了具有诱惑力的选项，明知道价格过高的情况下依然买进，并计划在价格更高时卖出。这种投机无疑会进一步推高价格。

因此，理论上说，市场参与者的“集体错觉”不是产生资产泡沫的必要条件。“制度主义”的研究隐含了一个重要的论断：价格并不一定包含市场参与者个体的估值或判断。在套利受限的市场中，有两种可能会持续推高资产价格被，一是市场中存在很多非理性的投资者，即出现了“非理性的狂热”；另外，也可能是市场中存在很多试图投机的悲观投资者。他们的存在会大大提高投机的风险，因为当价格走势一旦出现逆转，流动性很可能会戛然而止。起到市场信号作用的价格无法帮助投资者区分这两种可能。

如何在现实中区分上述两种可能性呢？一般来说，我们只能观察到交易数据，而无法获知投资者个人真实的估值。带着这些思考，清华大学经济管理学院领导力与组织管理系张佳音教授选择北京市房地产市场为主要研究场景，通过原创的调查设计，对卖空受限市场中的参与者

<sup>1</sup>估值自信度指受访者中认为股票价格没有被高估，即认为正常或者被低估，的人数比例。

<sup>2</sup>当套利者认为某种资产价格过高时，便向他人借到资产并卖出，等待价格下跌后再买入该资产并还给出借人并从中获得价差收益。这一方式被称为“卖空”。



的心理及行为进行了研究。由于房地产市场普遍缺乏卖空机制，并且参与者多数为普通购房者，“集体错觉”的现象相对于机构投资者主导的市场更有可能发生，选择房地产市场为研究场景为一次检验两种论预设提供了难得的机会。

研究发现，绝大多数市场参与者认为合理的价格显著低于市场价格。那么，什么是他们的购买行为的驱动因素？研究首先确认了每个参与者的类型，包括首次置业者、改善型需求者、投资者与投机者等，并询问他们认为哪种类型的参与者对房地产价格走势影响最大，进而又询问他们认为在该类型中对于房地产价格的主流观点，以及他们认为在自己所属的类型中，对于房地产价格的主流观点。结果显示，虽然绝大多数的受访者持“悲观”观点，但认为上述两个类型中的主流观点均高于市场价格。在这一情形下，市场参与者会认为持续买入是较好的投资方式，因为他们认为其他人比自己更乐观。尽管调查发生在限购政策推出以后，多数市场参与者仍认为在该市居住并计划购买一套以上住房的投资者是对本市短期（5年）及长期（10年）房价走势影响最大的群体。有趣的是，投资者都认为其他投资者比自己更加乐观。这种对他人估值并不准确的认识可能会让投资者显著低估投资中所包含的风险。

上述结果验证了在北京房地产市场中，市场对价格调整的有效性不足是驱动市场行为的首要因素，而不是非理性的狂热。市场有效性的缺乏会进一步造成投资者认知上的困难，形成新的认知偏差，并对市场稳定性产生影响。类似的情况可能也会发生在很多多空机制不协调的金融市场当中。设计较为平衡的多空市场机制，提升市场自我调节的能力，是减轻市场中风险积累的有效作法。

该研究于2015年获得了国家自然科学基金青年科学基金项目的支持。在后续的研究中，张教授会进一步探索不同的机制设计是如何通过改变参与者的认知而对市场稳定性产生影响的。

供稿：张佳音

编辑：高晨卉

责编：孙荣玲