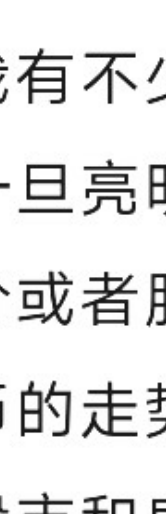


效市场假说遭遇行为金融学

1



不过，经济学

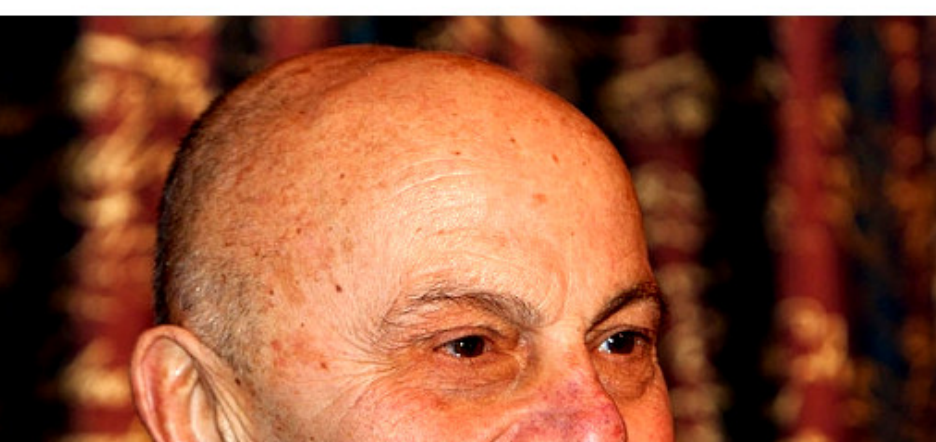
这一讲 我

听到这个问题，你第一反应可能会说，当然有效啊。我们学过亚当·斯密的理论。

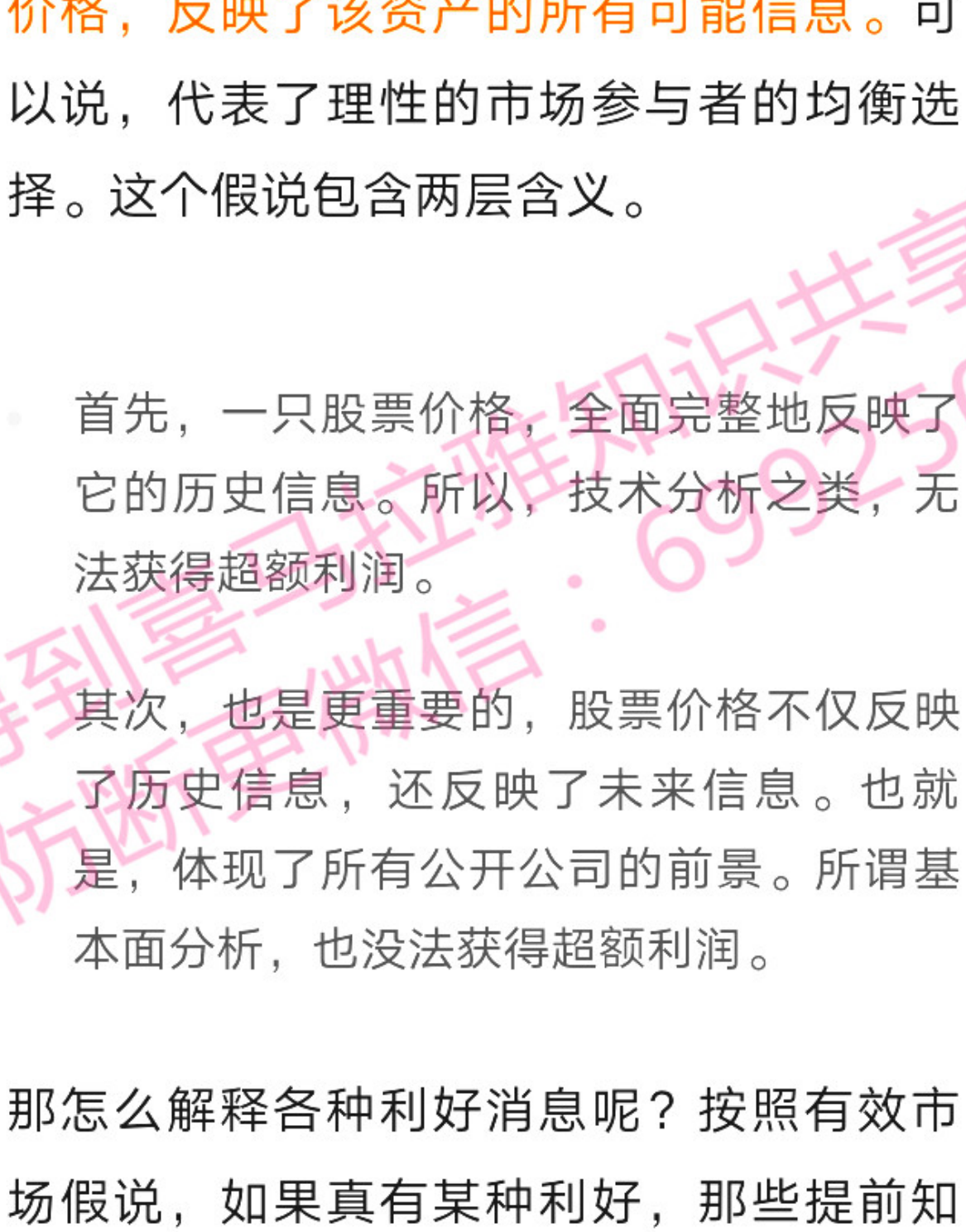
经济学哈耶克理论，在古典主义经济学定义下的市场，表面上人来人往，追逐自利，也有危机和周期。但最终，这个市场是有效的，会自我修正。现在，我们刚学了行为经济学，你可能长个心眼，认为有没有效结论是不一定。如果你是个有经验的投资者，无论你炒房、炒股还是炒币，面对金融市场的问题，看法就更不同了。

这个问题，确实很复杂。学术界争论了几

夺。2013年的经济学奖，就同时颁给两位观点完全不同的经济学家。他们，就是今天我们介绍的尤金·法玛（Eugene Francis Fama, 1939.2.14 - 至今）和罗伯特·席勒（Robert James Shiller, 1946.3.29 - 至今）。哪一派更正确呢？先来听听各自看法。

A close-up portrait of Eugene Francis Fama, an older man with a balding head and a friendly expression, looking slightly to the right. He is wearing a dark suit jacket. The background is blurred, showing warm, golden light.A close-up photograph of a man's neck and upper chest. He is wearing a dark suit jacket, a white dress shirt, and a dark tie with thin, light-colored diagonal stripes. The background is blurred, showing warm, golden light and indistinct shapes, suggesting an indoor event or ceremony.

尤金·法玛 (图片自网络)



入。股价呢，
好。这样，价格

大家都想多赚超额利润。所以，很自然的，有很多人，有动力去挖掘没被注意到的信息。最后呢，信息与反映这些信息的股价，差距会很快消失。而且会越来越快。

事后看，市场几乎总是有效的。股价，总能反映已经发生的所有信息与猜测。未来波动，只取决于还没预料到的新信息。

在实践中，确实如此。所谓小道消息，总是不够快。任你多聪明、收集再多信息、动用了多强电脑。能够持续战胜市场的人，少之又少。这理论还很有学术生产力。在它基础上，学术界创造了期权定价模型、市场有效前沿理论、最优组合模型

- 等等一堆理论。
- 市场有效性，也符合主流经济学家的偏好。市场是经济学首要研究对象。市场的有效性，几乎成为信仰。法玛身后，并不只有他一个人。他的理论，是在主流经济学家巴舍利耶、萨缪尔森等基础上完成的。
- ## 有效市场假说遭遇行为金融学
- 不过，有人的地方，就有竞争。金融市场的特点是，市场程度最高，数据量丰富。

因此，对市场有效性的争论，也最激烈。最主要的反对方，来自以罗伯·席勒为代表的行为金融学。

有效市场假说遭遇行为金融学，有点类似主流遭遇异端。前者前提是理性人。后者

金融学，怎么看市场？

首先，人的理性程度不高。因此，就算有正确的信息，也很难做出正确的反应。

其次，人的注意力有限。所以，很难保证在任何时刻，都能收集到所有重要信息。

第三，人会受到别人决策的影响。所以，人并不能确定，自己是完全正确的。假如，你获得一个内幕消息。如果不完全确定，你就不会不顾一切地行动。

所以，有效市场假说认为，人在获得正确

于，能让股价迅速反映这一信息，在行为金融学看来，是不可能做到的。

性的，是会受到非理性支配。比如感情、激情、直觉甚至本能。这些感受，也就是动物精神。这概念来自凯恩斯。人既然是理性动物，就有动物精神。如果你觉得太过抽象，那么回味一下。当亲戚朋友告诉你，他买的房子一年涨30%时。你内心翻腾的各种冲动吧。

凯恩斯也是投资大师。难得的是，一生有过几次严重亏损，还能成功翻盘。他打过

你怎么让自己选择的美女，就是最后获胜的美女呢？挑你觉得好看的？肯定不行。因为别的评委未必觉得好看。所以，正确的做法是，挑选你觉得别人觉得好看的。对，这和股市里的操作一样。你觉得什么股票好，不重要。其他人觉得什么股票好，才重要。很明显，他对市场的理解，更接近行为金融学。人会受到别人的影

史上，才有了那么多资产泡沫。

最伟大的投资者巴菲特，曾嘲笑有效市场假说。说相信这一理论的人越多，自己越容易赚钱。确实，按照有效市场假说，完全不存在价值投资的机会。而对于巴菲特的成功，在有效市场假说眼里，他不过是一个幸运儿而已。

本是正确的。但平均结果仅仅是平均结果，完全信奉有效市场假说极端的人，是精神错乱。他认为，有效市场假说那么流行，是因为这理论与人的智力有交叉点。有些人可以利用它玩弄数学本领。所以啊，就吸引了富有数学才能的人。

- 他们说的都有些道理。有效市场假说确实争议不少，有人甚至称它为经济学上“最惊人的错误”。但为什么这个理论，还有那么多粉丝？因为，有效市场假说，是对经济世界干净明了的简化。他的前提假设，也许不合乎现实。但它的结论，却很难被证伪。这道理，与一般均衡理论有点儿类似。

风险定价的要求，也更加精益求精。大多数研究者仍旧延续法玛的路线。也取得很多进展。反过来看，动物精神就没那么多粉丝。因为，它对经济世界的现实假设，很难模型化。所以，没多少理论生产力。

大的感召力。2008年的金融危机，更让突然让大家意识到：原来，现实中，真有一批“不信鬼神”“不信命”“不信风水”的人。