



国家高端智库主办刊物
国际经济贸易实务和理论综合性杂志

国际经济合作

Journal of International Economic Cooperation

国际经济合作杂志社出版

- 逆全球化：金砖国家经济风险与应对策略
- 金砖国家环境议题的合作与发展
- 从新开发银行看金砖合作与国际制度改革
- 金砖国家可持续发展合作优先领域与政策选择

8

2017年

总第380期

ISSN 1002-1515



9 771002 151007

08>

本刊国内定价 18元

国际经济合作

2017年第8期
(总第380期)

国际经济贸易
实务和理论综合性杂志

主管:商务部
主办:商务部国际贸易经济合作研究院
协办:中国国际经济合作学会
中国对外承包工程商会
中国国际工程咨询协会
中国外商投资企业协会
出版:国际经济合作杂志社
社长:齐国强
主编:齐国强(兼)
副主编:许娜
法律顾问:李道然
刊名题字:范曾
本期执行编辑:许娜

社址:北京安外东后巷28号
邮编:100710
电话:(010)64515174(发行部)
(010)64515175(广告部)
(010)64249223(编辑部)
(010)64515173
传真:(010)64211078、64212175
E-mail: iciec@263.net

目 录

专 辑

- 4 逆全球化:金砖国家经济风险与应对策略 李天国
12 金砖国家环境议题的合作与发展 李凯杰 葛顺奇
17 金砖国家可持续发展合作的优先领域与政策选择 田慧芳
22 从新开发银行看金砖合作与国际制度改革 朱杰进
27 金砖银行的发展及其对非洲的影响 查晓刚 叶玉

双多边合作

- 31 BITs与海外投资利益保护
——基于中国与“一带一路”国家BITs的分析 韩冰
37 RCEP谈判进程及挑战:从区域视角的评估 刘均胜
45 中新FTA对中国自贸区建设的启示 尹政平

研究与探讨

- 49 新常态下中国自贸试验区扩区发展趋势与对策选择
李秀婷 杨炜苗

54 美国矿山环境治理恢复保证金制度及其借鉴 胡方 陈安国

58 贸易便利化实践进展:国际比较及经验借鉴

史耀波 赵欣欣 薛伟贤

国际市场

63 本土化政策对津巴布韦投资环境的影响

吴传华

天津大学国际工程管理学院·全球工程经营论坛

69 FIDIC红皮书下的雇主索赔与资金安排

吕文学 杨志东 王瑀韬

经贸实务

73 境外BOT项目风险分类研究

翟蓓

“一带一路”·投资合作国别研究系列

77 以自贸协定升级深化中新产业合作

课题组

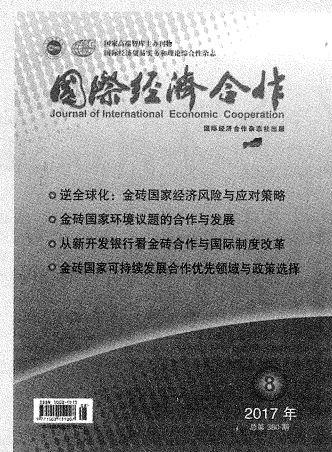
84 非洲国有企业发展与“一带一路”背景下的中非产业合作

杨宝荣

金融

91 从理性到心理:传统金融学与行为金融学的发展渊源与内在逻辑

张云亭 张伟强



本刊所载署名文章为作者的看法,不一定代表本刊主管单位和主办单位以及《国际经济合作》杂志的观点。

本刊全文收录于《中国学术期刊(光盘版)》,如作者不同意文章转用,请在来稿中声明。本刊文章版权属国际经济合作杂志社所有,翻译、转载、摘发或以其他方式复制出版务请注明出处。

广告经营:本社广告发行部

许可证:京东工商广字0191号

商标注册证:第595661号

印刷:北京博图彩色印刷有限公司

出版日期:每月20日

ISSN1002-1515

刊号: CN11-1583/F

国外总发行:中国国际图书贸易

总公司(北京399信箱)

国外代号:M984

国内订购处:全国各地邮局

国内代号:82-788

国内定价:18.00元

从理性到心理：传统金融学与行为金融学的发展渊源与内在逻辑

张云亭 张伟强

内容提要 传统金融理论的本原可以直接追溯到新古典主义经济学。有效市场假说以理性预期和套利为重要前提,被视为传统金融理论最为核心的部分,具有持久的影响力。当有效市场理论越发受到来自理论和实证检验的双重挑战时,金融学的发展终于又从理性回归到心理,重新引入了“人”的因素,将心理学、行为理论与金融学有机地结合起来,提出了“市场并不是有效的”这一宏阔主题。本文尝试对传统金融学与行为金融学二者之间的发展渊源和内在逻辑进行辨析,以帮助研究者们更清晰地理解现代金融学的发展脉络。

关键词 传统金融学 有效市场假说 行为金融学

从金融学理论的发展脉络来看,作为传统金融学的代表性理论,有效市场假说(EMH)在理论和实证上遇到了双重挑战,由此催生了行为金融学。行为金融学重新将“人”的因素作为主宰市场的关键因素纳入研究视野,是心理学与金融学相结合的发展成果,也是一种行为科学理论与金融分析框架相结合的研究方法和理论体系。

行为金融学兴起于上个世纪80年代,发展历程并不长,在理论逻辑和框架体系上还存在着不少瑕疵甚至缺陷,有待进一步探索、发展和完善。在检索、阅读和整理国内外相关文献的基础上,

本文尝试着对传统金融学与行为金融学二者之间的发展渊源和内在逻辑进行辨析,更清晰地理解现代金融学的发展脉络。

一、新古典主义经济学与传统金融理论

传统金融理论以理性决策为重要前提,根植于现代经济学的深厚土壤之中,其本原可以直接追溯到新古典主义经济学。新古典主义经济学的最突出特点就是,将缜密的数学工具运用于经济学分析,以一种严谨的数学思维,建立起众多精致的经济学模型,试图精微地分析个体和组织行为及相应的经济学问题。

“理性人假设”是新古典主义经济学最为突出的一个主张。它包括这样三层涵义:其一,人们对于各种可能的结果和状态,始终是有着理性偏好的。所谓理性偏好,是指同时满足完备性和传递性这两种性质偏好关系。偏好是完备的,是指消费者可以对所有的商品进行比较和排序;偏好是可传递的,则是指如果消费者在商品A和B中更偏好A,在商品B和C中更偏好B,那么他在商品A和C中就会更偏好A。可传递性是消费者保持一致性的必要条件。其二,人们总是希望获得最大效用,企业也总是希望获得最大利润。其三,人们总是基于全

部相关信息独立地进行决策。简而言之,个人和企业都是自私的、利己的,他们根据自己的偏好和获得的信息,在各种资源约束条件下,为获得最大的效用或者说使自身利益最大化而进行决策。

L. Walras(1874)大胆突破了局部均衡法的藩篱,雄心勃勃地提出了一般均衡理论,也即瓦尔拉斯市场理论,旨在确定完全竞争市场系统的均衡价格和产量。瓦尔拉斯市场理论将经济看成一个封闭和相互关联的系统,并将外生变量的个数减少到最低程度,试图用经济的基本面(一组商品、技术状态、偏好和禀赋)、制度假设(每种商品都有价格,包括那些在市场均衡时不进行交易的商品)和行为假设(消费者和企业都是价格接受者)这些条件来预测经济的最终消费和生产的全部向量。L. Walras的一般均衡理论问世后,即成为处理不确定性决策问题的分析范式,代表着新古典主义经济学达到了一个后来者难以逾越的高度。

上世纪50年代, Von Neumann和Morgenstern将风险和不确定性引入个人决策,提出了期望效用理论。我们可以将期望效用理论下的决策过程简单地概括为这样的“三步曲”:第一,决策者求得不同财富水平所对应的效用;第二,决策者根据自己所掌握的信息,赋予未来的不确定性以特定的概率(称之为“信念”),形成财富水平的概率分布,据此计算出不同方案的期望效用;第三,决策者作出期望效用最大化的选择(称之为“偏好”)。期望效用理

论的第一个优点体现在技术上,它在决策分析上非常易于应用。第二个优点则是它的规范性,也就是说,期望效用理论认为个人在不确定条件下进行决策时,“应该”按照满足期望效用最大化的公理基础(尤其是独立性公理)来指导自身的决策行为。它是一种典型的规范性理论,描述了人们应有的理性行为。与此相对应的则是实证性理论,它描述的则是人们的真实行为。

随着新古典主义经济学的兴起,其思想和理论体系对金融学的发展逐渐产生了深刻的影响。金融学亦毫不例外地开始采用自然科学的框架,将自身的理论体系逐步建立在逻辑推理和数学运算之上,体现出明显的数学化特征。传统金融理论源于理性预期和套利,以“理性经济人”为基本假设和前提,利用一般均衡分析和无套利分析,逐渐衍生出一套相当严谨甚至完美的经典金融学理论体系。基于理性预期和套利所发展起来的有效市场假说(EMH)、资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型(APT)和期权定价模型(OPT)等一系列传统金融理论和模型,均延用了新古典经济学的“理性范式”的研究思维。这些理论把金融投资过程视为一个动态均衡过程,在理性预期和有效市场的基础上,推导并建立了证券市场的均衡模型。这些理论的共同点在于,它们都认为个人在不确定条件下进行决策时,应该按照某一规范性的方式行事,它定义了“理性经济人”应有的理性行为,是一种典型

的规范性理论。

二、有效市场假说及其面临的挑战

在传统金融理论中,居于核心地位的是Fama于上个世纪70年代提出有效市场假说(the efficient markets hypothesis, EMH)。EMH一经问世,无论在理论方面还是在实证检验方面,都获得了空前的成功。Jenson(1978)这样评价:“迄今为止,没有任何一个经济学命题能像EMH那样获得如此坚实的实证检验的支持”。EMH也因而迅速成为传统金融理论领域的主流观点,被视为传统金融理论最为核心的部分,具有持久的影响力。

Fama首先阐明了EMH三个渐次放松的假设前提:(1)投资者是理性的,他们应该能够合理地判断证券价值;(2)即便有些投资者并非完全理性,但由于他们之间的交易行为是随机发生的,这些非理性行为对证券价格的影响在客观上会相互抵消,证券价格最终还是不会受到影响;(3)再进一步,在更为极端的情况下,即便这些非理性的投资者会犯同样的错误,但由于市场上存在理性的套利者,他们的套利行为最终会消除那些非理性投资者对证券价格的影响。

Fama给出了这样的经典定义:“有效金融市场是指这样的市场,其中的证券价格总是可以充分体现可获得信息变化的影响。”更进一步的结论是:第一,价格反映了所有的信息。第二,如果价格可以完全反映全部信息,那么

这样的证券市场即是一个“有效”市场。第三,资本市场的主要职能是对经济体资本储备的所有权进行分配。在这样一个“有效”的市场上,证券价格总是“充分反映”了一切可能获得的信息,价格因而就能为资源分配提供准确信号。

按照市场价格所反映信息的范围和深度的不同,EMH又可以区分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。简单地说,如果市场价格只反映公司经营的历史信息,这是弱式有效市场假说;如果市场价格反映了所有已公开的公司经营前景的信息,则是半强式有效市场假说;进而言之,如果市场价格充分地反映了公司经营的全部信息,包括那些公开信息和未公开的内部信息,这就变成了强式有效市场。

然而差不多与EMH问世的同时,它也一直面临着来自理论与实证的双重挑战。理性预期和套利是传统金融理论和EMH的两个重要前提,因而也成为了EMH在理论上所遇到挑战的两个焦点所在。第一个争论焦点在于“完全理性”假设。EMH关于“理性经济人”的假定,本来在直观上就难以令人信服。Kahneman和Riepe(1998)更是发现,投资者决策行为在绝大多数情况下,并不符合理性最大化的假定。在风险态度和非贝叶斯预期的形成等多个方面,投资者行为体现了明显有悖于理性预期效用的特征。另外一个争论焦点即是套利。Shleifer和Vishny(1997)提出了“套利限制”观点,认为现实中套利充满了风险,因而它的

作用非常有限。

EMH所受到的更严峻挑战来自于实证研究。在市场总体特征方面,Shiller(1981)发现了“波动率之谜”,即股票价格的波动幅度远远高于传统贴现模型所能解释的程度。这也是早期具有历史标点意义的、直接对EMH提出挑战的重要发现。在个人投资者行为方面,也存在许多令EMH无法解释的谜团。为什么人们总是认为好企业就是好投资,从而混淆了二者的本质区别?为什么人们总是不情愿地从自己的投资组合中剔除表现差的股票?为什么很多人都喜欢无助于提高投资收益的频繁交易?为什么人们总倾向于投资国内企业和本地企业?诸如此类的谜团不一而足。更为甚者,金融市场的交易者对理性决策的偏离并不是个别现象,而是系统性的、群体性的,而且这种偏离是不能靠统计平均来予以消除的。在股票市场的历史可预测性方面,诸多的实证检验结果也同样让EMH难以自圆其说。

三、金融学的回归:从理性到心理

在传统金融理论的数学思维框架中,投资者心理因素总是遭到无视的,经济个体的决策行为和决策过程就好比是一个“黑匣子”,人们很难窥得究竟。反观金融学的发展历史,我们惊讶地发现,早期的金融学实际上曾经关注过心理因素的作用。当EMH受到来自理论和实证检验的双重挑战,其坚实基础和稳固地位产

生动摇时,一些学者开始思考人类的心理活动如何影响了金融决策。金融学的发展在绕了很大一个圈子后,终于又从理性回归到心理,尝试从实验心理的角度,重新审视投资者个体真实的行为特征,并试图以此来修正传统金融理论的假设和缺陷。

Keynes(1936)在早期就已关注到投资者自身的心理影响,并承认心理学在金融决策中的重要性。Keynes的“空中楼阁理论”,提出了与传统金融理论截然不同的观点。他认为,“心理因素是决定个人投资者行为的主要因素。投资者总是非理性的,他们的交易行为充满了‘动物精神’,并且建立在所谓的‘空中楼阁’之上。投资者心理预期的作用是巨大的,证券价格取决于投资者心理预期所形成的合力。”Shiller(2009)在其代表作《动物精神》中也深刻指出,我们要想理解经济运行的规律,懂得如何管理经济并促进经济繁荣,就必须真正抓住那些能够真实地反映人们的思想和情感的某些思维模式,这些思维模式概括起来就是人们通常所讲的“动物精神”。前景理论的奠基人之一Kahneman在2002年度荣获了诺贝尔经济学奖,表明行为金融学在未来学科发展中已取得了不容忽视的地位。Shiller在2013年也荣获该奖项,诺贝尔委员会对他的工作评价中提到:“行为金融学已成为行为经济学的发展前沿,对投资者非理性行为的假设也对当代金融理论的核心——传统的效率市场理论提出了新的挑战。”

四、行为金融学的主旨： 市场并不是有效的

行为金融理论重新将“人”的因素作为主宰金融市场的关键因素,从投资者行为穿透到投资者心理和情绪,有效地解释了众多的异常行为和市场异象。行为金融理论揭示了投资者心理因素在投资决策及市场定价中的作用和地位,认为证券的市场价格在很大程度上受各参与主体行为的影响,而不仅仅由证券自身包含的一些内在因素所决定的。有鉴于此,行为金融学的研究主题可以概括为这样一句话:市场并不是有效的。

Shleifer(2003)提出,行为金融学基于两个理论主旨而构建:“基于个人认知和决策相关的心理学研究的投资者心态与行为分析”以及“有限套利和市场非有效性”。前者主要研究投资者在证券交易时如何形成投资理念并对证券价值进行判断;而后者则主要探讨套利机制为何不能在市场中充分发挥作用,并进一步解释了为什么价格对信息的反应总是不恰当,为什么在噪音交易者的干扰下,市场总是不能保持传统金融理论所说的那种“有效”状态。这两个理论主旨实质上就是针对传统金融理论的两个重要前提——理性预期和套利而提出的,二者之间是紧密结合、缺一不可的关系。

依据 Shleifer(2003)所提出的两个理论基础,李心丹(2005)将行为金融学的研究体系梳理归纳为这样由微观到宏观、依次渐

进的三个层次:第一个层次是投资者个体行为。侧重于分析带有普遍性的投资者个体行为偏差,以及这种偏差可能给市场造成的中长期影响。第二个层次是投资者群体行为。聚焦分析投资者行为相互影响条件下的群体行为,以及这些群体行为又是如何形成富有逻辑且又前后连贯的市场行为的。投资者互动是普遍存在的,投资者行为也是互相依存、互相影响的。从这个意义上讲,与其说交易是发生在投资者与市场之间,倒不如说交易是发生在投资者之间的。第三个层次则是市场异象和非有效市场研究。侧重于市场异象的挖掘及其成因分析,它回答的是“市场是否有效”这个宏阔命题。受现实中的诸多因素影响,套利者总是面临着各种各样的风险和限制,“有效”市场所赖以生存的套利机制总是难以发挥作用或者发挥的作用极为有限。这些因素导致了市场对信息的反应,在客观上存在着系统性偏离。因而,市场总是处于理性投资者和非理性投资者相互交易、相互影响的状态之下,非理性行为事实上取代了传统金融理论所主张的理性行为而成为一种市场常态,对证券价格产生了实质性的、持久的深刻影响。

五、行为金融学与传统金融学的内在联系

行为金融学所要解析的,正是经济个体决策行为和决策过程的这个“黑匣子”。这也是行为金融理论与传统金融理论最为明显的一个区别。Van Raaij(1981)精

准诠释了这一差异。通常而言,经济状况的改变往往反映在经济环境之中,但不同的经济个体在个人因素上的差异也是显而易见的,不同个体对经济状况所产生的认知和感受也是迥然相异的;更为甚者,考虑到更为主观的个人价值判断因素,经济个体的行为表现与经济环境之间所产生的互动关系就显得更为错综复杂,这种复杂性又对经济本身产生了广泛而深刻的影响。进一步说,不同经济个体对市场或经济状况的相同或者迥异的认知,通过个体行为以及群体之间的交互作用,最终又会反馈到市场和经济中去,从而产生了远非传统金融理论所能刻画的复杂关系。行为金融学大大提升了“人”的作用,试图以“人”为中心,采用一种生命范式去替代传统金融理论所主张的机械式的力学范式,这是一个重大的理论突破,甚至可以说是一种理论革命。

然而,我们不能忽视,二者又采用了基本相同的研究方法。它们都是先提出某种假设,在此基础上建立研究模型,以此按照各自不同的理论逻辑和范式,来对金融市场的各种现象作出解释。鉴于此,Statman(1999)在总结行为金融学时指出,“行为金融学与传统金融学本质上并无太大差异,它们的主要目的都试图在一个统一的框架下,利用尽可能少的工具构建统一的理论,解决金融市场中的现象和问题。惟一的差别就是行为金融学利用了与投资者信念、偏好以及决策相关的情感心理学、认知心理学和社会

心理学的研究成果。”在分析方法上,行为金融学不仅依靠经济学和金融学的主流方法,综合运用了数学、实验经济学、心理学等多种方法或工具,它所涉及的其他学科或领域还包括心理学、生物学、社会学甚至系统动力学等方面。行为金融学用于建模的数据可能是自然得到的,也可能是在实验室的各种实验中得到的,还可能通过调查问卷得到的。

如果从兼容的角度看,行为金融学研究更多的是在收集投资者在实际决策过程中的行为准则,而不是像传统金融理论那样为投资者决策或金融现象构建一个形式完美、逻辑谨严的解释框架。从这个意义上说,行为金融学无意去替代传统金融理论,并不试图推翻以往的那些理论和模型;相反,行为金融学是传统金融理论的一个很必要、极有益也非常重要的补充。行为金融学把“人”的因素和实验的方法放入研究视野,同时对传统经济学的基础假设作出了颠覆式的检讨和反思,开拓出一种新的金融学研究思路和方法。这等于打开了另外一扇全新的窗户,启发了研究者们继续砥砺前行去质疑探讨,并不断修正和完善那些传统金融理论。对于研究者们来说,接下来要做的更有价值的事情,或许是如何将行为金融学与传统金融理论有机嫁接,从而实现二者更无缝、更生动的融合。Barberis和Thaler(2003)也因此认为,“一种可以两者兼容并蓄的新理论才能结束‘理性范式’与‘行为范式’之间的争论。”Hirshleifer(2001)更

是指出,“随着时间的推移,我相信纯粹的理性范式将被范围广泛得多的心理范式所取代。在新范式中,完全理性只是一个特例。”

从行为金融学的发展历程来看,它的发展时间较短,其研究尚处于初期阶段。特别是,行为金融理论所涉及的人的心理、情绪、行为等研究内容,天然具有较高的难度和复杂性,而这些相关学科本身也还处于不断探索、发展和完善之中,因而客观地看来,行为金融理论存在一些瑕疵、缺陷甚至硬伤也是在所难免的。行为金融学传入我国的时间不长,其研究的广度和深度都存在显而易见的局限性。就行为金融理论而言,我国尚处于引进、学习和介绍阶段。近年来,我国学者对这一领域的关注明显增多,他们将国外的研究方法与中国证券市场的数据相结合,侧重于验证国外研究结论在中国的适用性,作了不少有益的探索和独到的研究,也显示了这一新兴学科在我国方兴未艾的未来。

[作者单位:张云亭,清华大学五道口金融学院。本文得到国家自然科学基金(71232003,71573147)和中国博士后科学基金(2016T90073)的资助]

主要参考文献:

安德瑞·史莱佛:《并非有效的市场——行为金融学导论》,赵英军译,中国人民大学出版社,2003年。

露西·阿科特、理查德·迪弗斯:《行为金融——心理、决策和市场》,戴国强等译,机械工业出版社,2012年。

赫什·舍夫林:《超越恐惧和贪婪

——行为金融学与投资心理诠释》贺学会等译,上海财经大学出版社,2005年。

李心丹:行为金融理论:研究体系及展望,《金融研究》,2005年第1期。

Barberis N, Thaler R. A Survey of Behavioral Finance. Handbook of Financial Economics, Elsevier Science, 2003:1053-1121.

Fama E. Efficient capital market: A review of theory and empirical work. Journal of Finance, 1970, 25:383-417.

Hirshleifer J. Competition, cooperation, and conflict in economics and biology. American Economic Review, 2001, 68(2):238-243.

Kahneman D, Riepe M W. Aspects of investor psychology. Journal of Portfolio Management, 1998, 24(4):52-65.

Keynes JM. General theory of employment, interest, and money. Limnology & Oceanography, 1936, 48(4):1624-1632.

Shiller R J. The use of volatility measures in assessing market efficiency. Journal of Finance, 1981, 36(2):291-304.

Shiller R J. Irrational Exuberance. Princeton University Press, 2009.

Shleifer A, Vishny R W. The limits of arbitrage. Journal of Finance, 1997, 52(1):35-55.

Statman M. Behavioral finance: Past battles and future engagements. Financial Analysts Journal, 1999, 55(6):18-27.

Tversky A, Kahneman D. The Framing of decisions and the psychology of choice. Science, 1981, 211(4481):453.

Van Raaij WF. Economic Psychology. Journal of Economic Psychology, 1981, 1(1):1-24.