

南开大学金融学硕士核心课程

投资学

南开大学金融学院

李学峰

2020

第五章 有效市场假说与行为金融

- 有效市场假说与应用
- 行为金融理论与实践

第一节 有效市场假说与应用

什么样的市场才是有效的？市场有效性程度的划分及其相应特征是什么？这就是有效市场假说（effective market hypothesis）要回答的核心问题。有效市场假设既是现代微观金融学的又一理论支柱，又是判断资本市场效率的理论依据，并决定着实际投资中的投资策略。

- 有效市场理论
- 有效市场理论的应用
- 对有效市场理论的实证检验

一、有效市场理论

在运转良好的金融市场中，价格反映了所有相关信息，这样的市场就被称为有效市场或效率市场（efficient market）。效率市场理论（EMT）认为，如果市场是有效的，证券价格即反映了所有相关信息，或者说，证券的真实价值即是其现行的市场价格。

（一）有效市场理论的假设前提

投资者都是预期财富最大化的

投资者能够理性地处理信息

套利可以无限制地进行，从而消除定价错误

（二）有效市场需具备的条件

根据上述有效证券市场的含义，一个有效的证券市场需要同时具备4个条件，即：

1，信息公开的有效性。即证券的全部信息都能真实、及时地在市场上得到公开。

2，信息获得的有效性。即所有公开有效的信息都能被投资者全面、准确地获得。

3，信息判断的有效性。即所有投资者都能根据所得到的有效信息作出一致的价值判断。

4，投资行为的有效性。即所有投资者能够根据获得的信息，作出准确、及时的行动。

（三）有效市场的分类

根据以上有效市场需要具备的条件，总体而言我们可以将市场有效的程度分为三类，即强有效市场、半强有效市场和弱有效市场。

1，强有效市场

如果在一个市场中，信息完全公开、信息完全传递、信息被投资者完全解读，且无任何信息及依据此信息采取行动的时滞，也即有效市场的4个条件同时具备，这样的市场即是强有效市场。强有效市场理论（strong form of EMT）认为，在这样一个市场中，无论对什么信息进行分析，都无法获得超额利润。在一个强有效市场中将不存在任何内幕信息。

2, 半强有效市场

如果一个市场中信息不完全公开，但只要是公开的信息就能够完全传递、被投资者完全解读，且不存在信息时滞。也就是说，有效市场的后三个条件都具备，但信息公开的有效性不具备，即存在着内幕信息。这样的资本市场即属于半强有效市场（semi-strong form of EM）。

3, 弱有效市场

如果一个证券市场中存在信息不完全公开和信息不完全解读，前者比如只公开历史信息，但对现在和未来的信息没有公开，即存在强烈的内幕信息；后者如机构投资者对信息的解读能力和水平大于个人投资者，或者掌握内幕信息者的信息能力大于只掌握公开信息者的信息能力。

也就是说，不满足有效市场的1、3两个条件，这一市场即属于弱有效市场（weak form of EM）。



有效含义的方向是：

强有效市场假定——> 半强有效市场假定——>
弱有效市场假定

二、有效市场理论的应用

(一) 有效市场理论的推论

有效市场中的投资者不能战胜市场，但仍可得到市场的公平回报；

只有当足够多的投资者相信市场无效时，它才有可能在竞争压力下变得有效；

公开的投资策略不可能获得超额回报；

专业投资者在选股方面不应该比普通投资者表现得更好；

投资者过往的业绩不代表其未来的业绩；

竞争是市场效率的根源。这包含两层含义，一是一旦市场偏离均衡，出现了某种获利机会，对收益的竞争会使投资者在极短的时间内去填补这一空隙，使市场恢复均衡；二是市场上存在着许多训练有素、知识和技术能力、分析能力都很强的投资者，这些投资者之间的竞争使得要战胜市场（其他投资者）成为不可能，从而要预测证券价格的未来变化，寻找获利机会是相当困难的。

（二）有效市场假说的政策含义

在强有效、半强有效、弱有效市场中，技术分析、基本分析都失效，但组合管理即便强有效市场中也有效，原因在于：

分散化 Diversification。通用汽车公司的经理通常不应实行被动投资策略（Passive Investment Strategy），如买入-持有或者指数化投资而在汽车股上进行额外的投资。而应进行积极的组合管理。

适度风险水平 Appropriate Risk Level。比如对于年龄不同的投资者，应考虑其对风险的承受能力而提供不同的资产组合政策。

赋税考虑 Tax Considerations。选择不同的证券会带来不同的纳税状态。高税阶层的投资者通常不应与低税阶层持有相同的证券。

（三）有效市场假说的其他应用

- 1，正式区别开了消极策略与积极策略
- 2，消极策略的操作：指数化投资
- 3，与组合理论、资产定价理论一道，确立了现代金融学的产生
- 4，激发了行为金融的产生

阅读资料8：李学峰，文茜，2012：《资本市场对外开放提升了市场有效性吗？》，《国际金融研究》第10期。

- 本文利用ANP方法建立了资本市场对外开放的评价模型，对15个国家2010年的资本市场开放度进行了测度，同时借助状态空间模型，对相应时期样本市场的有效性程度进行了度量。之后，本文对一国资本市场对外开放与市场渐进有效性之间的关系进行研究发现：对发达国家而言，两者无明显相关关系，对新兴市场而言，两者负向相关；我国保持了较低的开放程度与较高的市场有效性。最后，本文对实证结果的成因进行了分析，并给出了相应的启示。

第二节 行为金融学简介

- 行为金融学
- 行为金融学的主要内容
- 行为金融学在市场中的应用

一、行为金融学

(一) 行为金融学的产生

20世纪80年代对金融市场的大量实证研究发现了许多现代金融学无法解释的异象（anomalies）。

为了解释这些异象，一些金融学家将认知心理学的研究成果应用于对投资者的行为分析，至90年代这个领域涌现了大量高质量的理论和实证文献，形成最具活力的行为金融学派。

(二) 对有效市场假说的挑战

市场有效性的成立依赖如下三个假设：

投资者是理性的，因此能理性评估证券价格；

即使有些投资者是非理性的，但由于他们的交易是随机的，所以能抵消彼此对价格的影响；

若部分投资者有相同的非理性行为，市场仍可利用“套利”机制使价格恢复理性价格。

行为金融学针锋相对地提出：

投资人具有非理性行为，表现在：人在不确定条件下的决策过程中并不是完全理性的，会受到过度自信、代表性偏差、框架依赖、锚定和调整、损失规避等信念影响，出现系统性认知偏差。

投资人的非理性行为并非随机发生的；
套利会受一些条件限制，使其不能发挥预期效果。

二、行为金融学的主要内容

（一）投资者的非理性行为

1, 直觉驱动偏差

直觉驱动偏差由以下四个陈述进行定义：人们在自己发现事物的时候发展出一般性原则；他们依赖直觉推断法（即拇指法则）从他们可以处理的信息中进行推断；因为所用的直觉推断法不是完美的，他们倾向于犯一些特定的错误；人们在特定场合的确犯错误（Shefrin, 2004）。比如：

在美国买一台打印机，原价是80美元。商家给消费者两个选择：可以当场打折，折扣率是5%，也就是说80美元的打印机可以用76美元购得；消费者也可以选择邮购返券的方式（mail-in-rebate），现在以80美元购买打印机，只要在购买后3个月内将相关凭证寄回给公司，就可以得到25%的折扣，也就是可以得到20美元的现金返还，这20美元会以支票的形式寄回给消费者，这样相当于花60美元买了这个打印机。如果你有这样两个选择，你会选哪种折扣方式呢？

大多数人都会选择第二种，这种方式可以得到更大的折扣，自然吸引力更大——这就是直觉驱动的偏差，因为：

对于商家而言，哪种方式可以让他们赚更多的钱呢？其实也是第二种！

数据显示，面对这类20元上下的优惠，真的会在购买以后把凭证寄回给商家的顾客大概只有7%左右。这里还有一个有趣的现象，如果给出的期限是3天而不是3个月，寄的人反而会更多。因为给出的期限短，大家都会一回去就把这件事情做好；给出的期限长，反而让人们觉得有的是时间做这事，不妨先放一下，然后就再也想不起来了。

不要凭直觉——那会导致你连5%的优惠都没有得到，而应计算概率并立即行动！

阅读资料9:李学峰,曹晨旭,2010:《个人和机构投资者情绪及其与市场收益的互动影响研究》,《河北经贸大学学报》第8期。

- 本文分别使用散户和机构新增开户数构建个人和机构投资者情绪指标,研究短期和中期内二者之间的关联性及其与市场收益率之间的互动影响,并从看跌和看涨两个角度检验了个人和机构投资者情绪对市场收益率的影响。结果发现,短期内个人投资情绪是机构投资者情绪的格兰杰原因,中期内个人和机构投资者情绪之间,二者与市场收益率之间均存在互动关系,据此提出了本研究的理论和现实启示。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/758046106020006024>