

■ 学人素描

# 坎贝尔：资产组合与金融计量经济学高手



坎贝尔现为哈佛大学应用经济学教授。曾三次荣获保罗·A·萨缪尔森奖。他在《美国经济评论》、《金融学杂志》和《政治经济学杂志》等国际顶级刊物上发表学术论文60余篇，相继被美国国家经济研究局、美国艺术与科学学会和计量经济学会等权威机构聘请为研究员，并于2005年当选美国金融学会主席。坎贝尔的理论贡献体现在创立了“金融计量经济学”以及对长期资产配置实证研究方面所做出的卓越贡献。

◎ 史晨昱

在国际经济学界中，保罗·A·萨缪尔森奖享有盛誉，这是美国教师保险和年金协会设立的以诺贝尔经济学奖得主保罗·A·萨缪尔森命名的奖项。在该奖的颁奖史上，哈佛大学约翰·Y·坎贝尔(John Y. Campbell)教授因于1997年、1999年和2002年三度摘冠而成为美谈。

坎贝尔于1979年获牛津大学圣体学院学士学位，1981年、1984年分别获耶鲁大学硕士和博士学位。1984年至1994年，任教于普林斯顿大学；1994年至今，为哈佛大学应用经济学教授。坎贝尔教授曾在《美国经济评论》、《金融学杂志》、《经济学季刊》、《政治经济学杂志》、《金融计量经济学杂志》、《计量经济学》、《金融经济学杂志》和《货币经济学杂志》等国际顶级刊物上发表学术论文60余篇。凭借上述的累累硕果，他先后被包括美国国家经济研究局、美国艺术与科学学会、计量经济学会和美国国家科学基金会等在内的一些权威机构聘为研究员。并于2005年当选美国金融学会主席。

## 创立金融计量经济学

作为实证经济学研究高手，坎贝尔做了令学界瞩目的很多研究工作，主要是针对金融市场的大量经验实证研究以检验一些重大的金融理论问题。其中，最重要的研究工作是检验“有效率市场假说”。这一假说最早是由芝加哥大学的尤金·法马博士提出的。根据“有效率市场假说”的含义可知：如果市场有效，那么任何可用于预测股票价格的信息一定能在股价中得到充分和及时的反映，股价只对新的信息做出上涨或下跌的反应。由于新信息是不可预测的，随不可预测的新信息变动的股价必然也是不可预测的，即股价应遵循一个随机游走规律。

“有效率市场假说”的提出，引起了坎贝尔等经济学家们的极大兴趣。他们从实证研究中发现了一些与此

一假说之间存在冲突的地方，并由此深入研究。例如，坎贝尔在1987年的研究中发现，我们可根据一系列股票市场和期间结构变量预测来股票和债券收益。

传统经济学家的基本信条是长期的变化趋势有其深刻的经济原因，而短期不规则涨落的原因则是外在的随机因素。结果与之相应的经济数学模型通常是线性(或对数线性)方程加上一个随机项。关于“有效市场假说”的大多数实证研究都建立在理性模型的基础上。

自20世纪60年代以来，人们对有序和随机的认识发生了革命性变化，长期以来关于自然界中确定性的作用和随机性起源的观念从根本上发生了动摇。有些系统，特别是非线性系统会表现出一种非常复杂、类似随机的行为，无法根据给定的初始条件确定系统将来的状态，于是就把这种行为称为混沌。如果证明经济现象的不规则波动是一种混沌现象，那么，传统经济学理论关于随机性来源的假定可能就不适用解释该类经济现象，也就要求从经济系统内部着手，来认识对这类经济现象，并寻求其内在原因。

坎贝尔在1997年指出：经济行为在许多方面可能并不是线性的，包括投资者对待风险和期望收益的态度和证券价格对信息的反应过程。因此，金融计量的前沿就是对非线性现象进行建模，但现在的问题是我们还不能检测出经济系统结构中的混沌，并且在相当长一段时间内出现这类检验的可能性也很小。

1998年，普林斯顿出版了坎贝尔同其他几位新锐金融学者(包括麻省理工金融工程实验室主任罗闻全和宾夕法尼亚大学沃顿商学院麦金雷博士)合著的《金融市场计量经济学》一书。该书最有效地结合了成熟的经济理论、大量纷繁的数据分析和引人入胜的实证结果，内容囊括了截至1997年时的当代金融经济学中的新计量方法、杰出的研究和发现，以及目前金融领域中正在进行的各种探索。

该书出版标志了一个新金融学

分支——“金融计量经济学”的诞生。在该书中，他们建立起了金融市场的计量分析框架，仅限于以金融市场作为研究对象，放弃有关宏观经济领域中金融研究的内容(如金融政策分析、金融中介分析等)，侧重于从交易者(或称金融市场上的消费者)角度研究各种信用市场(如股票市场、外汇市场等)的内部结构和运作规律。具体而言，这里的“计量分析”，不仅包括对金融市场各种交易变量(价格、交易量、波动率等)进行相应的统计分析和计量建模，还包括实证金融中大量的实证方案和基于随机分析框架下连续金融的主要成果。

## 拓展经典资产组合选择理论

如何有效地控制风险，这是投资者面临的一大难题。若是能通过适当地利用分散化投资形成最优资产组合，那么就可以有效地降低投资者面临的非系统性风险。因而，怎样选择资产组合就成为分散化投资成功的关键。

20世纪50年代，马柯维兹创立的均方差分析为资产组合选择提供了一个基本的分析框架。马柯维兹证明了如果投资者只关心在一个期间的资产组合收益的平均值和方差(或者与之等价的平均值或标准差)，他们怎样精选资产。几十年来，资产组合选择理论得到了进一步的丰富和发展，并且成为现代社会金融投资，特别是短期投资的重要理论指南之一。

均方差分析方法强调了通过多样化投资来降低风险，但它却忽略了一些重要因素，由此导致了一个惊人结论：只关心均值和方差的所有投资者将持有相同的风险资产组合；股票和债券按固定比率形成的最佳组合。保守的投资者和积极的投资者只需选择风险资产和无风险资产的不同比例，却没有必要改变唯一的最佳风险资产组合中风险资产的相对比率。这就是托宾的共同基金定律。特别是，其分析是静态的。它假定投资者只关心一个时期前的财富风险。然而，包括个人和机构(如慈善基金和大学)在内的许多投资者追求的是为覆盖一个较长生命周期的一系列消费融资。此外，均方差分析将金融财富视为与收入无关的资产。典型的长期投资者会接收一系列的收入并采取金融财富等方式运用它们，以支持其消费。

直到最近，关于长期资产组合选择的理论研究还相当滞后。其最大的困难在于：跨期模型中的最优资产组合问题难以求解。以坎贝尔为代表的批金融学家对长期资产配置问题进行了深入研究。

该研究始于坎贝尔在1995至1996年期间在哈佛大学讲授的研究生资产定价课程。该课程着重阐释了解决跨期资产定价问题的新方法。在此，非线性方程由能够反映该问题的大多数经济学性质的线性方程近似描述。此后，其他一些金融经济学家也意识到，资产组合选择理论已再次成为一个令人动心的

理论研究前沿。

1999年，坎贝尔在牛津大学做了三场克拉伦登演讲，对长期资产组合选择问题研究的大部分成果进行了总结。2002年，牛津大学出版了他和同事维瑟拉合著的《战略资产配置——长期投资者的资产组合选择》一书。该书第一次系统地并深入浅出地讨论了长期资产组合选择问题。

该书创立了一个可以与标准均方差分析相媲美的跨期实证分析方法，证明了长期通货膨胀指数化债券对于长期投资者而言是一种无风险资产，揭示了股票作为对长期投资者比短期投资者更为安全资产的条件，也证明了劳动收入是怎样影响资产组合选择的。这些研究结果为金融理财人员现已使用的主要规则提供了新的亮点。同时，该书还解释了在解析和数值模拟方法两方面的最新进展，并证明它们均可用于理解长期投资者的资产组合选择问题。

该书一经出版即好评如潮。正如斯坦福大学商学院研究生院教授达雷·杜非所言：坎贝尔和维瑟拉在《战

略资产配置》一书中，打破了资产定价和投资理论中被广泛使用的传统资本市场研究框架，转向对个人投资者在整个生命周期内资产类型深入挖掘和考察，即在年龄、风险偏好、变化的市场条件和不同保险的收入冲击等因素影响下，如何对财富进行最优化配置问题。在对该领域内一些最新研究成果(大部分为他们自己的)进行清晰的理论综述基础上，坎贝尔和维瑟拉取得了极大成功。

正是由于作者在本书中为长期资产配置问题的实证研究方面所做出的卓越贡献，使他们共同在2002年获得保罗·A·萨缪尔森奖桂冠。

值得一提的是，坎贝尔既是一位极度敬业和严谨的金融学家，同时也是一个金融市场的实践者，他曾担任过多家金融机构的合伙人，具有丰富的资产管理实践经验，他作为合伙人的基金公司设定的最低门槛是3000万美元。所以，著名经济学家曼昆有一次开玩笑说：我必须再多卖出多少教材，才能够得上让坎贝尔帮我打理资产。

## ■ 本期人物话语



史丽 资料图

## 我国农业保持平稳发展好势头

陈锡文(中央财经领导小组办公室副主任、中央农村工作领导小组办公室主任)在2月1日举行的国务院新闻办新闻发布会上说，2007年农业保持了连续几年来平稳发展的势头，但最突出的问题仍是农业基础比较薄弱，今年的一号文件既强调了生产和发展，点出了生产、发展的核心问题在于加强农业基础设施建设，又加强了农村各方面的基础工作，保证农村经济社会能够顺利地发展。

## ■ 多声道

### 上半年基本完成政策性破产

李荣融(国务院国资委主任)在日前召开的全国国有资产监督管理委员会工作会议上指出，今年是实施政策性破产总体规划的最后一年，6月底前要基本完成组织实施工作，下半年主要是做好收尾工作。2008年国资委将按照《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，结合各地国有经济发展规划，研究确定各地国有经济需要控制的行业和领域，进一步加大企业重组调整力度，发展壮大一批对当地经济发展有重大带动作用的大企业大集团，加快形成一批拥有自主知识产权和知名品牌的优势企业。同时，将继续探索以国有资产经营公司等多种形式，推进企业重组和国有资本有进有退、合理流动；继续做好政策性破产和主辅分离辅业改制工作，进一步加快劣势企业退出和关闭破产步伐。

### 从六方面继续深化外汇体制改革

胡晓炼(中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长)日前在北京召开的全国外汇管理工作会议上表示，今年外汇管理部门将继续按照“推改革、促流出、重监管、抓手段”的工作思路，进一步做好各项工作。一是创新贸易外汇管理方式。二是积极培育发展外汇市场。三是继续有序推进资本项目可兑换。四是加强金融机构外汇业务监管。五是严格外汇资金收结汇管理。六是加大跨境资金流动的外汇检查力度。同时，进一步改善外汇储备经营管理，推动外汇管理法规和行政能力建设。

### 次贷危机将延至2009年

Crocker H.Liu(美国房地产中心咨询委员、亚利桑那州立大学房地产金融首席教授)在日前上海国家会计学院和美国亚利桑那州立大学EMBA项目的内部论坛上表示，截至2007年10月的数据显示，违约的次贷抵押比率达到14.44%，次级贷款余额也达到了1.3万亿美元，持有次级抵押贷款的家庭因此可能造成的损失最大权益将会达到1640亿美元。另外，由于美国总统布什推出的限制提高次贷借款人利率等政策，会在短期内压制次贷危机的爆发，但这并没有改变次贷危机带来的深层次影响，原来预计到2008年第三季度会结束的次贷危机将可能因此延后到2009年。

### 民营企业劳动关系存在五大问题

黄孟复(全国工商联主席)1月31日在“2007年度中国民营企业发展分析会”上指出，民营企业劳动关系仍存在五大方面问题急需解决：包括中小企业劳动合同签订率不高，建立集体劳动合同制度的较少，合同执行情况不太好；部分企业仍然未真正执行最低工资标准，欠薪问题仍然困扰着一些农民工，尚未形成普通劳动者工资正常合理的增长机制；大约一半民营企业未建立工会；企业员工参保比例仍不高；劳动争议案件数量不断上升，部分劳动争议案件处理难度增大。

## ■ 西窗听风

# 雪灾启示：现代化与自然排异反应

◎ 梁雨霞

瑞雪兆丰年，春节前的雪，曾被当成吉祥的好东西。然而，今年却大不相同，南方暴雪，已然成灾。称之为“雪灾”，其祸害在多个方面：比如，阻滞春运客流，增加交通事故；会影响灾区居民的生产与生活物资和能源的供应，冻饿与房屋倒塌等也会导致直接伤亡上升。

即使是对于农业生产而言，降雪也未必总是好事。由常识而知，瑞雪是庄稼的棉被，冰却不是。大面积的冻害，有可能使农作物减产甚至绝收。

面对当前“雪灾”，稍微上点年纪的人可能会想起自己的童年。那时候，冬天也是冷的，但人心却是平和的。彼时，农村的用电极度匮乏，但靠着秸秆和芦苇等被今天的人们视为累赘的再生资源，人们照样平平安安地过冬。

那么，今番暴雪，到底是天灾还是人祸？其实，有一个简单而客观的

评判标准，这便是农作物的长势：假如农作物大幅减产，可归属为“天灾”一类；假如农业收成并没有受到不良影响，那么，所谓“雪灾”可能属为“人祸”。

因为，这可能是由生态环境失衡造成的。众所周知，低水平的高增长，需要过度依赖能源与资源的消耗，这种不尊重自然规律，不计后果的“开发”模式，已经造成了我国生态环境的失衡。

以水文生态为例，一旦水文生态失去了平衡，必然会带来新的气象格局。在新的平衡建立起来之前，人们需要不断地适应各种不稳定的异常状态。然而，千百年间所养成的习惯难改，各种设施建设又跟不上，出现气候的异常现象之所以会让我们感到措手不及，也就不难理解了。

君不见：一场透雨，城市的街区就可能一片汪洋；几天大雪，很多地区就成了灾区。凡此种种，很多人的神经已经变得麻木了。

“中国国情”这几个字，被一些人

当作道具，究竟何时重要，全看自己的需要。显然，这不是一种负责任的态度。

错误，为什么会一犯再犯？除了名利的驱动之外，手握决策权的一些官员还将“拿来主义”作为护身符。从“先污染，再治理”到“城市化”，懒惰地采用“拿来主义”，自以为聪明地走了捷径，却不料，歧义的理解和简单的嫁接，必然导致食洋不化的排异反应。

大到宏观经济，小到区域规划，我们需要补课的地方很多。

2008年的春运雪灾，向我们提出的课题有很多。比如：中国人过自己的传统节日，是否错了？工业化的程度还不足以保障人民的生活，为什么过去的生活方式却要抛弃了？寻常雨雪，本是等闲之物，为什么也一一成为灾难了？为什么不寻常的雨雪多起来了？

我们这些年，向西方引进了许多东西，却又漏了许多东西。在我们向西方取经的时候，是否要考虑符合大众的利益？

## ■ 经济学术思潮追踪

# 政府规制：国家干预主义不会消亡

◎ 梁恰

政府、国家和社会之间的互动关系决定了社会秩序的安定或混乱，尤其是决定了经济秩序的运转状况。在国家与社会之间，政府的力量偏向于哪一方，政府的核心价值就偏向于实现哪一方的利益。

人类社会自有政府以来，政府的核心价值和表现形式，会根据国家和社会的需要而不断变化。迄今为止，其核心价值包括三个方面：秩序、管理(即寻求效率与公平之间的平衡)和服务。市场经济的特质决定了现代政府必须正确履行政府规制(Regulation or Regulatory Constraint)，以期同时实现这三方面的价值。

日本现代著名经济法学家金泽良雄认为，在市场经济条件下，政府规制就是政府为了矫正或改善市场机制内在的问题而干预经济主体活动的行为。根据这一思想，市场经济条件下政府规制的调整对象是市场或产业等微观层次的问题，而现代规制经济学实质上是对微观经济学的一种细化和深化。

现代规制理论或规制经济学(Economics of regulation)是一门新兴的经济学分支，直到1982年诺贝尔经济学奖获得者乔治·施蒂格勒首次尝试用经济学的标准范畴和方法分析规制的产生问题，从而开创了规制经济学这一经济学新分支。在今天，学者们对规制理论的研究对象已达成共识，即研究“市场失灵”情况下政府的干预问题——为什么要干预，采取什么措施干预；干预是否有效以及在干预无效即规制失灵情况下通过对规制与不规制的成本—收益分析比较，从而找到次优选择。

市场经济发展至今，已经历了不同时期，但贯穿其中的是经济自由主义和国家干预主义两大经济思潮“此消彼长”的影响。现在，人们已普遍地把强调市场机制的有效作用、反对国家干预经济生活的理论和政策称为经济自由主义，把强调市场机制的缺陷、主张通过国家干预经济生活以弥补市场不足的理论称为国家干预主义。

近代以来直至世纪20年代末，西欧各国主要实行重商主义的国家干预政策。自1930年代开始，西欧各国基本上用自由竞争的经济自由主义来指导经济运行。从30年代中期起，由于面对严重的资本主义经济危机和国家垄断资本主义的发展，凯恩斯主义的国家干预论成为主流经济思想，并成为各国制定经济政策的主要理论依据。

采用国家干预主义，令西方发达国家在战后到上世纪60年代期间的经济发展取得了空前成就。但进入70年代后，凯恩斯主义的理论已无法解释或解决西方国家经济中出现的空前“滞胀”局面，由此导致了新自由主义的重新兴起，这一经济思想也成为70年代末至80年代初西方国家政策制定的依据。例如，美国前总统里根倡导的供应学派和英国前首相撒切尔夫人信奉的货币主义，都可归属于新自由主义流派。虽然这一理论和政策让西方经济暂时摆脱了滞胀局面，并进入了一个较长时期的低速增长期。但在90年代以后，由于西方国家经济再次面临严重衰退，新自由主义又面临了挑战，以凯恩斯主义为代表的国家干预理论再度复归。

在讨论政府管制问题时，有必要注意一下政府规制与政府宏观调控之间的关系。因为，政府规制与政府的宏观调控既有联系也有区别，宏观调控和规制都是政府的经济行为，目的都在于创造一个有利于经济发展的客观环境，既能矫正市场缺陷，又有利于提高效率；区别在于宏观调控是一种间接的、总量的调控，通常借助财政、货币政策等手段直接作用于市场，通过市场参数的改变，间接影响企业行为，故宏观调控属于宏观经济学的研究领域。相比之下，规制则是直接的、个量上的调控，借助有关法律和规章直接作用于企业，以此来规范、约束和限制企业行为。因而，与宏观调控的一般特性不同，规制是直接作用于市场主体的一个过程，属于微观经济学的研究领域。

当然，当代西方规制理论也是从国家干预主义理论中派生出来的，主要研究市场经济体制下政府或公共机构如何依据一定的法律、法规对市场微观主体的经济行为进行制约、干预或管理，并认为市场的局限性和市场失灵是政府或公共机构进行规制的必要条件；政府或公共机构针对市场失灵的现象，应设计出相应的规制制度来调控市场，约束和规范经济主体的行为，以保证整个社会经济规范有序的运行。

从西方经济发展及各国现行政策发展趋势来看，经济自由主义和国家干预主义二者的发展还呈日益融合的趋势，即综合运用这两种理论中有利于发展经济的一些政策主张，以推动经济的繁荣发展。这两大经济学思潮在西方经济发展史中“此消彼长”的发展规律也表明，国家干预主义，并非社会主义计划经济的“专利”，也不会在今后我国发展市场经济过程中消亡，政府规制理论在西方世界中受到重视足以说明这一点。