

“现代金融之父”尤金·法玛是怎样炼成的？

曹素

66 法玛的研究兴趣非常广泛，在经济学科的若干领域都做出了重大贡献。其中最知名的成就包括有效市场假说（Efficient Market Hypothesis, EMH）和三因素模型（Fama–French three–factor model）。有意思的是，行为金融学创始人之一，把 EMH 当作靶子批判的罗伯特·席勒（Robert Shiller）和法玛在 2013 年一起获得诺贝尔经济学奖（同年获奖的还有拉尔斯·汉森（Lars Hansen）），按照诺奖委员会的说法：“他们三位发展出了资产定价研究新方法并将其用于对股票、债券和其他资产价格细节的研究之中。他们的方法已经成为学术研究的标准。他们的成果不仅给理论研究提供指导，更有助于专业投资应用。”

不想当老师的运动员不是好的经济学家

1939 年 2 月 14 日（没错，就是情人节那天），法玛出生在美国波士顿一个意大利移民家庭。作为一个热爱运动的小伙，高中阶段的法玛玩过篮球，棒球和美式足球，并取得不俗的成绩，还因此进入学校的体育名人堂。17 岁，法玛进入塔夫茨大学学习法语，计划在毕业后做一名中学教师兼体育教练。不过两年后，他因为腻了伏尔泰的陈词滥调，转而将学



习的重心放在经济学课程上，并在当时的教授的建议下，在毕业后进入芝加哥商学院攻读经济学博士学位，师从默顿·米勒（Merton Miller），诺贝尔经济学奖得主，MM 定理的提出者之一。

法玛的研究兴趣非常广泛，在经济学科的若干领域都做出了重大贡献。其中最知名的成就包括有效市场假说（Efficient Market Hypothesis, EMH）和三因素模型（Fama–French three–factor model）。有意思的是，行为金融学创始人之一，把 EMH 当作靶子批判的罗伯特·席勒（Robert Shiller）和法玛在 2013 年一起获得诺贝尔经济学奖（同年获奖的还有拉尔斯·汉森（Lars Hansen）），按照诺奖委员会的说法：“他们三位发展出了资产定价研究新方法并将其用于对股票、债券和其他资产价格细节的研究之中。他们的方法已经成为学术研究的标准。他们的成果不仅给理论研究提供指导，更有助于专业投资应用。”而和肯尼斯·佛伦奇（Kenneth French）共同研究发表的三因素模型基于资本资产定价模型（CAPM），解释股票市场的平均回报率，

推动了以经验为依据的资产定价的发展。

有效市场假说(EMH)

1965 年，法玛在 Financial Analysts Journal 上发表文章 The Behavior of Stock Market Prices。在这篇文章中第一次提到了 Efficient Market 的概念；1970 年，法玛提出了有效市场假说，其对有效市场的定义是：如果在一个证券市场中，价格完全反映了所有可以获得的信息，那么就称这样的市场为有效市场。

市场有效的外部标志：

一是价格是否能自由地根据有关信息而变动，而不是没有反应或反应迟钝。
二是证券的有关信息能否充分地披露和均匀地分布，使每个投资者在同一时间内得到等量等质的信息。

市场有效的主要条件：

（1）理性的投资人：假设所有投资人都都是理性的，当市场发布新的信息时所有投资者都会以理性的方式调整自己对股价的估计。
（2）独立的理性偏差：市场有效性并不要求所有投资者都是理性的，总有一些非理性

的人存在。如果假设乐观的投资者和悲观的投资者人数大体相同，他们的非理性行为就可以相互抵消，使得股价变动与理性预期一致，市场仍然是有效的。

（3）套利：市场有效性并不要求所有的非理性预期都会相互抵消，有时他们的人数并不相当，市场会高估或低估股价。非理性投资者的偏差不能相互抵消时，专业的投资者会理性地重新配置资产组合，进行套利交易。专业投资者的套利活动，能够控制业余投资者的投机，使市场保持有效。

法玛将与证券价格有关的信息分为三类：**历史信息、公开信息和内部信息**。如果股价反映了所有这三类信息，则市场强式有效。对于投资者来说，不能从公开的和非公开的信息分析中获得超额利润，所以内幕消息无用。如果股价反应了证券价格、交易量等与证券交易有关的历史消息和财务报表等公开信息，则市场半强式有效，投资者无法通过对公开信息的分析获得超额利润；如果股价反映了历史信息，则市场弱式有效，有关证券的历史信息对证券的现在和将来价格变动没有任何影响。

当然，围绕“有效市场假说”的辩论在理论界和实务界都没有停过。据说价值投资大师巴菲特就曾说过“如果市场总是有效的，我只能沿街乞讨”；索罗斯也曾认为，“现行的有效市场假说理论——所谓的理性选择理论实际上已经破产，就和全球金融系统在雷曼兄弟倒闭之后的破产方式很像。我们需要一个从根本上的，对经济理论所植根的假设以及公理的重新思考。因为经济上一直试图提出一种相当于牛顿物理学理论那样的普世有效法则，我想这是不太可能的，我们需要用不同的方式提出新的方法，对什么是可以接受的也有不同的标准。”但是不管后来的声音对 EMH 是赞同还是反对，对于 EMH 是现代金融研究的基石这一点是毋庸置疑的。

Fama–French 三因素模型

说起法玛就不得不提另外一个人，他就是前文提到的肯尼斯·佛伦奇（Kenneth French）。佛伦奇出生于 1954 年，比法玛小 15 岁。他本科学机械工程，研究生阶段转入金融学专业（好吧，又一个跨专业的大神）。French

目前供职于长春藤盟校达特茅斯学院。

Fama 和 French 1992 年研究美国股票市场决定不同股票回报率差异的因素时发现，市场风险不能完全解释个股的超额收益，而上市公司的市值、账面市值比、市盈率可以解释股票回报率的差异。Fama 和 French 认为，上述超额收益是对 CAPM 中 β 未能反映的风险因素的补偿。

1993 年，两人提出了三因素模型（Fama–French three–factor model），他们认为，一个投资组合（包括单个股票的超额回报率可由它对三个因子的敞口来解释，这三个因子是：市场资产组合（ R_m R_t ），市值因子（SMB），账面市值比因子（HML）。Fama French 三因素模型是金融学中一个重要的实证模型，在实务中获得广泛的支持和应用。事实上，相比于 EMH，三因素模型更是广受华尔街欢迎的法宝。

缘定芝加哥

除去在比利时授课的两年，法玛已经在芝加哥大学度过了 57 年的时间。当年法玛一通电话打到芝加哥大学商学院才被告知学校没有他的申请记录，也是在这通电话里法玛和当时的教导主任一拍即合，不仅被成功录取还拿到了奖学金。在此后的多年里，法玛一直担任芝加哥大学的教授。

正所谓“名师出高徒”。法玛的学生戴维·布斯（David Booth）用老师的三因素模型作为投资策略基础，成立 Dimensional Fund Advisors 量化基金，随后在 2008 年给芝加哥大学商学院捐款 3 亿美金，商学院随之更名为布斯商学院。

另一位法玛的学生克里夫·阿斯内斯（Cliff Asness）与其高盛同事于 1998 年联合成立 AQR（Applied Quantitative Research）资本管理公司，年纪轻轻便成为了风云华尔街的量化神童，AQR 亦被认为是华尔街表现最突出的量化对冲基金之一，是 Style Premia 风格溢价、因子投资和 Smart Beta 的鼻祖。截至目前，AQR 管理资产规模约为 1950 亿美元，成为全球第二大对冲基金。虽然，对数量模型的高度依赖成就了阿斯内斯，但他也曾因此遭遇滑铁卢。如今，经历过大起大落的阿斯内斯仍然坚信模型的力量，模型也帮助他东山再起。

“影响中国发展的经济学家”之七

影响中国国防建设的经济学家

白卫星 《经济学家周报》副主编



新中国的国防建设经过近 70 年的发展，人民解放军已经由单一军种的军队发展成为诸军兵种合成的强大军队，建立起完整的国防科技和国防工业体系。经济建设是解决包括国防和军队建设问题在内国家建设所有问题的基础，国防和军队建设是经济发展和国家安全的保障。但加强国防和军队建设，必须首先加强国家经济建设。从这个意义上说，中国的国防建设与发展，与部分经济学家的学术贡献密不可分。比如，注重国防建设与经济建设的协调发展、在国防经济建设中逐步引入市场机制、实施军民融合发展战略等等，这些具有中国特色的国防建设经验，其背后都有经济学家的学术主张和学术智慧。当然，他们对国防建设的影响，有的是直接，有的是间接的，而且主要是在改革开放以后。

姜鲁鸣（1955—）在军民融合发展、国防费经济学、中国国防经济史、现代国防经济理论等研究领域不断探索，取得的学术成果都是对国防建设有重大指导意义的。姜鲁鸣最先把西方国防经济学说引入研究，带领团队翻译了《国防经济学手册》第一、二卷，为国内第一部系统介绍当代西方国防经济学原理以及前沿问题的译著。他主编的《现代国防经济学导论》是国内第一本运用现代经济学方法和工具阐释国防经济原理的专著，并在学界引发了一场“中国国防经济学转型”问题的大讨论。他从史学视角研究国防经济，撰写的《中国国防经济历史形态》成为中国国防经济史学产生的标志性著作。姜鲁鸣还在国防和军队建设尤其是军民融合发展上，深入进行调查研究，若干咨询报告得到高层批示。

樊恭嵩（1955—）的主要研究方向是国防经济、军事后勤和宏观财务管理。他以宽阔的学术视野和战略眼光，撰写的《国防费概论》、《大国防》、《军人消费经济学》、《国防人口论》等著作具有填补学科空白的价值。《空军作战经济保障概论》是樊恭嵩主编的一部代表性著作，该书针对空军作战需要，提出了战区经济建设与经济保障的构想及作战财力保障的对策性措施。这部著作的影响在于，根据我国未来空军作战的使命探索作战的经济保障问题，贴近实战，突出针对性，对指导战区经济建设意义重大。

陈炳福（1964—）最主要的学术贡献是军费经济理论。他在国内首次提出适度防务负担理论，提倡国防支出适度滞后的原则，普遍被决策层和研究者接受；在我国较早介绍和运用现代国防经济理论和方法，推动中国国防经济研究框架和方法的创新；运用现代国防经济学研究方法，对中国国防支出的经济效应进行了系统研究。陈炳福的这些理论研究成果先后被美国国防部、兰德公司等著名机构，美国、英国、日本等国家或地区学者，以及国内学者广泛引用或转载。

杜人淮（1964—）对国防建设的影响主要体现在国防工业和军民融合两个方面。他在国内最早系统研究并发表了民营企业进入国防工业领域参与装备科研生产和维修的研究成果，国内最早对国防工业运行中的政府与市场问题进行了系统研究，系统总结了我国国防工业在促进中国区域协调发展的历史进程中扮演的极其重要角色，研究分析了如何进一步发挥国防工业助力区域发展战略，以及发挥国防工业促进区域经济协调发展功能需把握的关键点。杜人淮还围绕军民融合发展的许多重大理论问题开展了系统研究，推出了大量的精品力作。他认为，中国特色军民融合式发展既具有军民融合的一般特征，也具有鲜明的中国特色；中国特色军民融合式发展需借助一定的形式来实现，概括起来讲主要有军民共用共享、军民相互转化、军民功能互嵌和军民优化组合等形式。

陈波（1971—）长期致力于国防经济理论与现实问题的研究，在国防经济学基本理论、前沿方法、国防经费、国防工业等传统研究领域和经济与安全、冲突经济、战略资源、投资安全审查等前沿研究领域都取得了突出的研究成果，提出的一系列有价值的理论观点，对国防建设产生很大学术影响。特别是他面向国防和军队重大战略需求，积极提供重大决策咨询建议，努力为国防建设和军民融合国家战略服务。

陈波主持研究的《关于统筹经济建设和国防军工建设》研究报告所提出的关于通过投、融资促进军民融合深度发展的有关措施被写入国家“十二五”统筹经济建设和国防建设规划；他承担的《国民经济动员经费保障问题研究》，对国防经费中国民经济动员经费的特点、事权划分、转移支付、支出责任等问题进行了深入的理论与实践研究，所提建议和意见被国家经济动员办公室、财政部国防司写入《中央财政补助地方国民经济战备动员经费支出管理暂行办法》。

宦乡（1909—1989）是“文革”结束后十多年里国内外公认的国际问题专家，也是新中国对外学术交流的开拓者和领军人物。在推动改革开放，特别是对判断世界形势和调整外交政策的拨乱反正上，宦乡和以他为首的国际问题研究团队曾经作出了一定的贡献，对中央领导起到了一定智囊的作用。

宦乡作为外交家，也是一位著名的经济学家。他深谙国防、外交、经济的内在关系，以经济学家的学术智慧和外交家的视野，对国防建设提出了不少有重大意义的政策建议。1986 年 3 月，宦乡在谈到未来国际环境和我国的国防建设时指出，我国国防建设的总目标是，“到下个世纪初期，也就是用 25—35 年的时间，把我们的国防实力、经济实力，发展到能够支持我国对世界大三角真正起作用，对亚洲事务有一定的行动自由和决定性发言权的水平。……从而使我国成为具有抑制战争、维护世界和平的综合国力的全球性强国。”宦乡还就国防建设的任务、国防力量的特征、发展道路的选择提出自己的看法。宦乡的这些学术思想，对推动当时的国防建设，其影响是突出的。

吕政（1945—）的研究领域主要集中在工业发展理论和企业经济理论方面，在工业经济发展、工业结构调整、工业对外开放、国企改革及国防工业等领域取得了一系列有独到见解的成果。吕政在解放军总后勤部系统从事军需工业生产技术管理和企业技术革新方面的调查研究工作达八年，对国防工业经济有了较深认识——“军事工业是我国工业体系的重要组成部分，高度发达的军事工业是国防现代化的物质技术基础。历史告诉我们，落后就要挨打。经济上去了，国防现代化自然就能实现的观点是不全面的。国防现代化的前提是经济的发展，但有了钱仍然买不来国防现代化，因为先进的武器装备人家不卖给你。因此在发展经济的同时，丝毫也不能放松国防科技工业的发展。”因此，吕政的重要职

责是关注和研究军事工业，发表的《对我国军事工业管理体制改革的初步探讨》《国防工业的发展及其现代化》《论国防工业向市场经济的转变》等文章都是有影响的。

库桂生（1946—）长期从事国防经济学教研工作，是新中国国防经济理论开拓者之一。在国防经济学基本理论、国防经济学说史、中国国防经济史等方面均有建树，并始终站在学科发展的前沿。库桂生主编或合作的专著多部，为国家机关和军委总部撰写大量咨询报告。他和宋振铎著的《国防经济学概论》（湖南人民出版社 1986 年版）作为新中国第一部正式出版的国防经济学专著，在国防经济学界产生重大影响。他主编的《国民经济动员》是新中国第一部专门研究经济动员的理论著作，对我国国防建设有重要的指导意义。

顾建一（1953—）作为国防经济学科带头人，他的学术成果丰富。他对国防建设的影响主要体现在曾先后参加了军队资源战略统筹、军费预算制度改革、军队预算改革、军队保障社会化改革、军队联合保障制度改革等重大专题研究，同时参与了不少涉及国防建设的重要立法研究工作。

武希志（1953—）主要从事国防经济和国防动员研究，多次承担国家和军队重大课题研究，在学术及实践上做出了突出贡献。他主持的《经济结构调整与国防经济发展》、《国防和军队建设走军民结合寓军于民道路研究》等重点课题，对军民结合进行理论创新，提出了国防和军队建设要实行军民融合式发展。他主编的《国防建设资源配置制度研究》是从制度方面研究国防建设资源配置的力作，提出国防建设资源配置是国防和军队建设的重要抓手，必须以国防和军队科学发展牵引资源的科学配置发展、统筹国防建设资源与民用资源，调整国防建设资源配置结构，促进新的国防产业形成和发展，将国防建设资源配置在效能最大的战略能力、关键领域和战略方向。