



金融学前沿译丛

BEHAVIOURAL FINANCE

Insights into Irrational Minds
and Markets

行为金融：

洞察非理性心理和市场

詹姆斯·蒙蒂尔 (James Montier) / 著

赵英军 / 译

 中国人民大学出版社



金融学前沿译丛

BEHAVIOURAL FINANCE

Insights into Irrational Minds
and Markets

行为金融：

洞察非理性心理和市场

詹姆斯·蒙蒂尔 (James Montier) / 著
赵英军 / 译

 中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

行为金融：洞察非理性心理和市场/蒙蒂尔著；赵英军译.

北京：中国人民大学出版社，2007

(金融学前沿译丛)

ISBN 978-7-300-07831-1

I. 行…

II. ①蒙…②赵…

III. ①金融市场-投资-分析②金融市场-融资-分析

IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 005282 号

金融学前沿译丛

行为金融：洞察非理性心理和市场

詹姆斯·蒙蒂尔 (James Montier) / 著

赵英军/译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010—62511242 (总编室)

010—62511398 (质管部)

010—82501766 (邮购部)

010—62514148 (门市部)

010—62515195 (发行公司)

010—62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.net> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京新丰印刷厂

版 次 2007 年 5 月第 1 版

规 格 150 mm×230 mm 16 开本

印 张 17.75 插页 2

印 次 2007 年 5 月第 1 次印刷

字 数 250 000

定 价 35.00 元

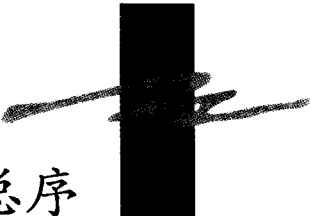
版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets/by
James Montier

ISBN: 0-470-84487-6

Copyright © 2002 John Wiley & Sons, Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England.

All Rights Reserved. Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Ltd. .



“金融学前沿译丛”总序

无论是对研究者还是对实践者，金融领域都是一处最值得冒险的乐园。诺贝尔经济学奖不断眷顾着这个领域的佼佼者；政府、企业和居民都已经认识到，金融系统构成了整个经济体系的中心。穷国的百姓们逐渐接受着超出传统的储蓄思维以外的投资知识，股票、债券不再是发达资本主义国家的专利，跟随经济全球化的步伐，不发达国家的居民开始和发达国家的居民一同选择明星公司的金融产品，并成为这些公司的所有者。不过，金融产品的复杂性和金融市场固有的投机性并不仅仅带来刺激，当自己的财富在较短时间内像水蒸气一样蒸发

时，金融就仿佛和撒旦紧密结合在一起了。直到今天人们还在议论着密西西比事件、郁金香事件、南海泡沫等，20世纪30年代的大危机更是很多人心头挥之不去的阴影。

如果在这样一个世界里，各种金融产品的收益可以通过概率估计出来，同时，通过历史数据的收集和处理，可以推断一种金融产品的收益方差和标准差，那么投资者就可以通过精确的数学工具来计算满足自己要求的投资组合，实现同等风险下的收益最大化或同等收益下的风险最小化。果真如此，投资者就可以在不确定的世界里从事类似确定条件下的决策，这样，就可以避免金融市场上的泡沫和金融系统的危机。20世纪50年代，一些代表性的学者从理论上和经验实证上分别注意到了投资者理性决策的重要性。首先，阿罗（Arrow）通过对保险和风险的研究，特别是通过对一般均衡框架中或有证券的研究发现：只要针对未来的每一种潜在的可能性设计出相应的应对条款，那么就能构造出一种“阿罗证券”来确保总体经济的一般均衡。不过，阿罗也注意到，投资者理性决策依赖一定的信息条件，如果该条件得不到满足，金融产品的合同安排就可能不完全，比如，在保险业会出现“道德风险”问题。这些观点对后来的金融理论的发展产生了巨大影响。

其次，哈里·马克威茨（H. Markowitz）在20世纪50年代借助于统计技术发展出了均值方差模型，并被广泛用于实际的资产组合决策。马克威茨的思路可以追溯到伯努里（Bernoulli, 1738）和费雪（Fisher, 1930）等人，前者考察了概率与博彩问题，也就是不确定下的决策，后者考察了利息理论。这些早期的理论为后来的金融产品估价技术及金融工程学科的开拓打下了坚实的基础。不过，正是马克威茨第一次系统地用数理统计的语言描述了金融市场上投资者的可能行为。尽管当时他的研究并没有成为金融经济学的模型基础，但在华尔街却广为流行，成为众多投资者投资决策的技术依据。

最后，莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）也在20世纪50年代开始关注金融市场上的证券供给问题，他们采取了标准的微观经济学的均衡分析方法，在假定金融市场完全竞争的前提下，试

图通过公司的融资成本—收益决策来推导出证券供给曲线，不过，现在人们已经很少关心这个目的，主要原因是他们的结论因为“MM定理”闻名于世，其背后的证券供给曲线反而被忽视了。MM定理说明：在给定若干假定条件下，公司的资本结构选择并不能给公司创造价值。这一结论奠定了现代公司金融理论的框架，因为该定理为复杂的公司金融活动分析创造了一个基本构架，相当于经济学中完全竞争市场的作用。

继承前面诸人的成果，夏普 (Sharpe)、林特纳 (Lintner) 等人于 20 世纪 60 年代在马克威茨工作的基础上发展出了资本资产定价模型，罗斯 (Ross) 等人又进一步发展出了套利定价模型，奠定了研究资本市场价格的理论框架。法马 (Fama) 等人在 20 世纪 70 年代提出了有效资本市场假说，并给出了金融市场价格运动规律的经验实证研究思路。布莱克 (Black)、斯科尔斯 (Scholes) 和莫顿 (Merton) 等人于 20 世纪 70 年代在 MM 定理和资本资产定价模型的基础上发展出了金融产品的定价模型，并被广泛应用于实务，从而导致了金融产品的大量创新。

另一方面，阿罗早期的研究重新受到重视，20 世纪 70—80 年代，大量的博弈论和信息经济学模型被用于分析金融市场，如罗斯 (S. Ross)、格罗斯曼 (S. Grossman)、普雷思克特 (E. Prescott)、斯蒂格利茨 (J. Stiglitz)、利兰 (H. Leland)、布雷纳 (M. Brennan)、杰森 (M. Jensen)、哈特 (O. Hart)、哈里森 (M. Harrison)、克瑞普斯 (D. Kreps)、布哈塔期瑞 (S. Bhattacharya) 等人。这些学者把金融产品看作是契约，如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，从而出现逆向选择和道德风险问题，此即金融市场资源配置的低效率。如果要提高资源配置效率，就必须采取有效的治理机制、恰当的证券设计及充分的信息披露，而这些正成为金融系统中日益重要的制度架构。

经过近 40 年的开拓，现代金融理论才真正成型，它不仅形成了以契约为基础的金融经济学，而且在公司和各种金融中介的金融活动、金融市场的价格运动、市场微观结构、金融系统的演变及金融监管等诸多方面都有专门的理论，从而构成了一个较完善的理论体

系和研究方法体系。

不过，随着金融产品的多元化和金融系统的复杂化，学者们逐步发现，20世纪80年代以前的金融理论仅仅考虑定价、套利、均衡、合同等问题，这是不够的。比如，有效资本市场假说的核心是完美套利，但现实世界中套利是不完美的，这就预示着作为理论基础的完全资本市场假定缺乏理论预见力；资本资产定价模型、代理理论模型等虽然比较精致，但缺乏足够的数据支持；以现值为基础的证券估价模型缺乏理论意义，扩展到不确定条件和多个时期也是如此；当事人的风险偏好假定不现实，越来越多的实验经济学研究结果证明了这一点；股权溢价之谜、市场效率异常等得不到合理解释，期限结构、波动理论等也是如此；金融市场的制度基础没有得到充分的重视，制度如何影响价格还不清楚等等。

正因为过去的理论有诸多局限，从20世纪80年代开始，金融学家进行了广泛的新探索，这一探索分两条线索展开：一方面，在过去的金融理论模型中嵌入制度等因素，着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。另一方面，一些金融学家基于卡尼曼（D. Kahneman）等人发展的非线性效用理论，开始引入心理学关于人的行为的一些观点，来解释金融产品交易的异常现象，比如有限套利、噪音交易、从众心理、泡沫等，这些理论形成了现代金融理论中的行为学派，又称为“行为金融”。

从目前的理论发展看，两条线索互相竞争，互相促进，共同发展，基于信息不完全、不对称和一般均衡理论的模型在解释金融市场异常方面有明显不足；但行为金融还不能有效地应用于金融产品定价，并且现有理论模型本身缺乏更广泛的经验证据支持。双方正处于争论阶段，构成现代金融理论发展过程的主旋律。

很明显，现代金融理论从20世纪50年代开始逐步摆脱了过去那种纯货币理论的状态，确立了资产定价在金融学中的核心地位，如同一般均衡理论在经济学中的地位一样，它像一顶皇冠，吸引着无数的追求者。所谓现代金融理论其实就是用标准的主流经济学的原理和方法精确刻画金融活动的产物。而20世纪80年代以后，经

过经济学家的不懈努力，金融产品和金融系统的复杂性日益受到关注，金融理论开始走出资产定价技术这一狭窄范畴，越来越多的人开始从金融活动参与者的行为本身来解释纷繁复杂的金融现象。行为的多元化导致金融产品和金融系统的多元化，也导致金融理论的多元化。现代金融理论的核心从资产定价转向参与者行为，这可以看作是向经济学本来面目的复归。

当现代金融理论日新月异的时候，国内的金融学研究尚处于启蒙阶段，几个明显的特征可以支持这一判断：首先，从教学上看，货币银行学仍是金融专业最核心的课程，而且还是经济类专业的基础课程，如果按照课程体系的逻辑去理解，这有点本末倒置、不伦不类。从国际化角度看，金融工程学开始试点，但很多人仅仅把金融工程学理解为纯技术的科学，忽视了它背后的经济学理论，这种把金融学等同于数学的看法实际上是对现代金融理论新发展的片面理解。其次，从研究层次看，对国外研究成果模仿者居多，对现存问题描述性讨论较多，缺乏自身对现象背后的内在逻辑的理解。实际上，金融问题和任何经济问题一样，都有其社会制度背景，如果忽略这种背景知识，盲目地和国际接轨，只能给人以隔靴搔痒的感觉。最后，从出版物看，金融读物的出版可能是经济类读物的出版中最繁荣的一块，但这些金融读物大多是对金融现象的描述分析，缺乏强有力的理论逻辑和科学的研究方法。国内著作的现状与国外译著引进的落后局面有关。迄今为止，很多出版社相继推出了各种金融学名著译丛，但所选名著大多代表 20 世纪 80 年代前的理论成果，并且这些著作大多是针对本科生的教科书，对于最新的理论名著和探索性的著作则介绍得很少。

金融活动没有国界，但对金融活动的理解一定是有文化和制度内涵的。中国的金融市场要得以繁荣，仅仅依靠一些缺乏理论和经验证据的政策辩论是毫无意义的，并且还可能误导决策者和普通投资者。如果要形成正确的金融活动决策，就需要掌握科学的研究方法，这就要求中国的学者必须对国外研究成果有较全面的掌握，而不能各取所需，一叶障目。也只有全面了解现代金融理论前沿的进展情况，才能真正实现学者之教书育人和传播知识的功能。正是对

中国金融研究现状的担忧，使得我们下决心把国外一些最新的研究成果介绍进来，一方面能够使国内的研究者，特别是青年研究者较全面地了解现代金融学的进展；另一方面，也可借此机会和众多同仁切磋心得，共同提高国内的金融研究水平。

基于以上的想法，中国人民大学经济学院西方经济学教研室、北京奥尔多投资研究中心和中国人民大学出版社共同组织翻译了这套“金融学前沿译丛”。这套译丛不仅包括《不确定条件下的投资》、《资产定价》这类纯技术著作，也包括比较制度分析在金融领域中的运用，如《比较金融系统》；还包括最新的行为金融著作《并非有效的市场——行为金融学导论》。同时，我们也关注到金融中的传统课题——货币，不过新的研究更加重视政治对货币政策和经济周期的影响，所以我们选译了《货币制度理论》。这些译著中，有些未必是经典著作，但它们至少能够从研究层次上拓宽我们的视野，比如《金融创新》一书，该书运用熊彼特（Schumpeter）的理论系统研究了金融创新活动，这也是迄今理论界对金融创新活动的一个较好的理论解释。当然，我们将继续从国外现有的研究成果中遴选出比较独到的作品呈献给读者，也希望得到同仁们更多的批评指正。

执行主编 周业安 唐寿宁 马学亮

2003年4月

序 言



说经济学是一门没有行为假设的科学对这门忧郁的科学（dismal science）并不公平。我从 14 岁开始学习经济学，首先接受的概念是经济人（Homo Economicus (HE)）或者如果你愿意也可称之为理性人。经济人概念能够使我们明白大量复杂的未解之谜，并做出无止境的最优选择行为。

当经济学家们谈到社会科学中的其他学科时，一般都采取屈尊的态度，因为他们认为研究人是在浪费时间。作为一名年轻的经济学毕业生，我学到的就是这种理念。当毕业离开大学时，我是一名坚定不移甚至达到狂热程度的理性



信赖者。

这并非说我的老师们也是如此，他们中许多人对我如此迷恋经济人感到失望。理性假设中的雅致、美妙和数字美感确实吸引人。曾有一名演说者努力劝说我考虑准理性（quasi-rationality）的可能性，并且及时寄给我理查德·塞勒（Richard Thaler）发表在《经济展望杂志》上的文章。

当时，我的父亲是一名融资顾问，他满怀激情地指出，在股票市场中，主动积极理财的作用不可忽视。我作为一名年轻的经济学者，年轻气盛，对金融高度发达世界中的有效市场理论深信不疑。现在想来，不知道该对谁表示歉意：我父亲不得不听我大放厥词，说一些毫无价值的东西，而可怜的母亲不得不忍受我与老爸之间无休止的争论。

可是当我在金融市场上度过 10 年中最好的一段时间后，我得到了一个确定无疑的结论：金融市场并非是有有效的。回头审视，我作为一名年轻气盛、天不怕地不怕的经济学子刚刚受雇于克莱因沃特·本松证券公司（Kleinwort Benson Securities）时写的第一篇评论，其实就为我此后 10 年所受的教育定下基调。我怀疑是否有人读过我的那篇评论，我不是想就此谴责谁，它一定是金融领域评论中少有的几篇包含矩阵代数的评论之一。评论的主题是关于检验利率期限结构的预期理论，该理论认为政府长期债券的收益率只是未来多个短期预期利率的理性现值的和。我的文章指出预期假说作为一种期限结构理论模型有很大的缺陷，因为长期债券收益率波动非常剧烈。

在金融领域中，一个久经沙场的老手（old hands），常常会聪明果断地把握左右市场投资者的心态变化。应该感谢经济学家们和心理学家们的努力，仅仅举出几位，如已经去世的阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）、丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）、理查德·塞勒（Richard Thaler）、梅尔·斯塔特曼（Meir Statman）、赫什·谢弗林（Hersh Shefrin）、罗伯特·希勒（Robert Shiller）和安德瑞·史莱弗（Andrei Shleifer）等，他们把从其他社会科学领域转得到的见解引入到经济学领域之中，引导我们从另一个角度来看待有

效市场假说。在这些先行者激发下，新一代行为金融经济学家付出极大的努力，使得我们终于能够对心态变化如何影响市场运行进行量化分析。正像牛顿曾经说过的那样：“如果说我比其他人能看得更远，只是因为我站到了巨人的肩上。”

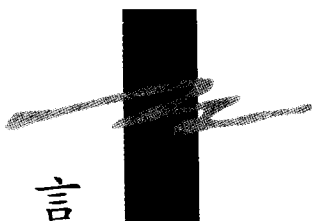
本书出版的目的是写给机构投资者的。本研究成果基于我自己在行为金融理论指导下对市场进行分析的经验。我要感谢我与许多同事——包括过去和现在——进行过的具有启迪意义的讨论。特别要提到的是：埃德蒙德·沃纳（Edmond Warner）（经常要我记住一个商业观点并教给我如何写作）、阿尔伯特·埃德华兹（Albert Edwards）（他最早引导我从战略研究转向经济学研究）、利奥·多乐（Leo Doyle）和戴维德·欧文（David Owen），他们对经济学研究的热情总是让人感到莫大的享受。

如果不是我的许多朋友对这一主题特别感兴趣，该书也可能无法最终刊行。本书许多内容是在过去2年中我对投资机构和学术机构所做的系列讲座的基础上写成的。感谢他们提出的生动而有见地的问题，这为本书增色不少。特别值得指出的是：亨德森（Hendersons）公司的鲁珀特·卡格尼（Rupert Cargnie），卡蒂·皮伯斯（Katie Pybus）、斯蒂夫·丹比（Steve Danby）和阿贡（Aegon）公司的阿里斯泰尔（Alistair）和丹姆（DAM）公司的斯蒂芬·巴罗（Stephen Barrow），感谢大家。

特别的谢意也要献给克里斯廷·艾尔斯马克（Christian Elsmark）和理查德·塔夫勒（Richard Taffler），他们对本书的初稿提出许多有价值的评论意见。我不仅要感谢安妮（Anne），在我写作期间给予的帮助，还要感谢她的耐心和宽容。

最后，我还要感谢威利出版公司的萨曼撒·韦塔克（Samantha Whittaker）（出版编辑）和卡罗勒·米里特（Carole Millett），因为有他们的帮助才使这一成果得以完成。当然如果没有无数其他人付出的努力，本书也不可能与读者见面。错误和失误自该由作者负责。作者和约翰·威利出版公司尽了最大努力，对该书所引用的所有材料都得到了版权和著作权所有人的允许。

引言



人之所以为人是因为有信仰。

——安腾·契可夫

未来属于大众。

——德·德里洛 (Don Delille)

还记得史波克 (Spock) 吗？那个星舰企业号 (Enterprise) 上的半地球人半瓦肯人的科学官员人物的形象。回忆一下电影中的情景，史波克无论怎样都无法理解他情感丰富的同事的行为。对于这位只知逻辑的第一位官员来说，同一星舰的其他地球人同事在非理性情感支配下表现出的违背逻辑的行为简直是不可救药的。

经典金融学世界中生存的就是史波克和他的同类。市场参与人被假定为完

全理性。他们有在一眨眼工夫就能解决复杂的动态最优化问题的本领。你还记得舰长科克（Kirk）、鲍尼斯（Bones）和斯科蒂（Scotty）并没有花多少时间做出的轻率决定，而对有一半瓦肯人血统的逻辑大师史波克却非常困惑不解的多种情景吗？

这是一个行为金融的世界，其中遵循的是人类的情感规则，逻辑在其中发挥作用，但市场在很大程度上是由公司资产负债表包含的信息所引发的心理活动因素来左右的。

那些接受传统经典金融理论的人对这一说法的反应是：这与支撑他们钟爱模型的假设前提并不相关。这样的话，他们模型预测的准确性就该认真考虑了。

即使是像我这样提出疑问，也似乎是合理的姿态，毕竟如果没有问题也就不需要修正。如果传统的经典金融学模型能作为一种对市场功能的实用性描述方法来发挥作用，并且可被作为一种预测工具来使用，那么就不需要其他方法了。

可是，传统金融模型有致命缺陷。它们甚至无法对我们观察到的金融市场运行结果做出大致的预测。我们在第2章将会看到，即使是传统金融理论中最基本的规则——套利规则——也并非总是成立，而这是传统金融理论中最常用的假设。因为正是依靠这种机制迫使市场实现均衡，如果缺少这种机制，市场和其“基本面”（fundamentals）可能会在很长时间内不一致。

当然，我们目前需要对什么引起市场价格背离基本价值的原因有些了解。答案很简单就是人类的行为。心理学家的研究已表明：人类决策过程包含几种特征（traits），这会引致我们考虑问题时偏离纯粹理性的方式。这些特征存在于我们每个人身上，它们会引起市场出现可预见性的情感波动现象。在第1章，我们要深入探讨这些特征。

这就引出了两个重要课题：第一，为什么有效市场方法在大学教学中占有如此绝对的地位（特别是在英国）；第二，如果行为方法在解释现实方面如此成功，为什么没有很多人从中获得巨额利润？

根据最好的课程内容安排，有效市场观点是被作为一种标准来教授的，藉此我们可以衡量市场不完善的程度。可是，最为常见的

是正统的观点会变得根深蒂固，一旦一种理念变成一种学术信条就很难冲破其束缚。持不同见解被看作是离经叛道，而非另一种考虑问题的方法，因此会受到传统观点捍卫者的攻击，而不是对这种新见解的优点做出公正的评价。

以有效市场观点看待世界还有一个好处，就是它特别适合经济学家们使用的工具。理性行为人和最优化问题就像是经济学家们的黄油和面包。伴随有效市场方法的简洁、优雅甚至有些性感的数学工具确实会使经济学家们感到兴奋。就像罗纳德·里根曾经评论过的那样：经济学家们是那些观察现实并考虑它们是否与理论相符合的人。

可是，当宏观经济学理论领域围绕新凯恩斯主义方法已经开始形成一些一致的观点时，而金融学领域仍有许多有很大分歧的论题。^① 如果考虑到金融学是经济学中一个特别需要进行实证研究的分支，未解之谜会更多。可是，有效市场方法和行为方法之间的方法差异太大，争论甚至溢出到通常争论不大（dry area）的计量经济方法领域（见第7章）。

在过去10~15年的行为金融理论研究中，一批信仰者已经成长起来了。在20世纪90年代后期，许多年轻而聪明的学界学子积极探讨心理学、有限套利和金融市场之间的关系。他们的研究逐渐地集中于现实世界中的投资者所关注的问题和话题上。

我的朋友和同事阿尔伯特·埃德华兹，创造性地用“冰川时代”（The Ice Age）来形容股权收益并没有大幅度高于债券收益的现象（见第6章）。如果这个假说是正确的（我坚信它是正确的），那么基金管理者将不得不寻求其他方法来增加收益。大量的行为金融文献的目的是解释横向而非时间序列收益的变化，也就是说，在一个时

^① 值得指出的是，在宏观经济学中，粘性价格的假设通常会被用来解释一些扭曲现象。约翰·罗伯茨（John Roberts，联邦储备理事会成员之一）指出，数据表明粘性预期（sticky expectation）（回溯预期，大概与定位相关）而非粘性价格更符合经济运行的情形（Roberts, 1998）。现代宏观经济学的领军人物之一——戈里格·曼昆，最近与人合写的一篇文章（Mankiw and Riess, 2001）建议采用有限理性方法，这在一些理论和实证研究中很有意义。

间段内，而不是在几个不同时间段如何取得超常业绩（增加收益）。本书引用大量的学术文献进行检验时是基于投资证券组合净值为零或多头和空头头寸相同（如果你愿意也可称之为对冲基金）基础上。在低通胀环境中，绝对收益相对于相对收益来说更重要，转向对部门间横向增加值业绩的分析似乎更有可能。行为金融有助于说明这种分析方法。

这就引出了第二个问题，如果说行为金融作为一种分析范式，对理解市场有强大的作用，为什么没有更多的人去使用它？有效市场拥护者喜欢引用积极活跃的基金管理行业一些骇人听闻的数据，平均 75%~90% 的基金管理者的表现要逊于市场的标准指数。

当然，有眼光的读者将会很自然地看出，这种逊于市场的业绩（underperformance）也并非支持有效市场的证据。它表明（我们相信事实如此）而不是反映了这样的事实：投资者并不能轻松学到行为金融总结出的经验教训。以我自身的经验，我可以说（说轶事趣闻），从一般情形看，金融领域中的基金管理者对行为金融看问题的方式越来越感兴趣。

本书结构

本书的结构安排如下：第 1 章和第 2 章提出了理解后续内容必备的基本理论。第 1 章对心理学中关于人们如何判断和做出决策的内容做了简洁的介绍。它突出了与心理学家们研究成果高度一致的实证内容。该章也试图提出这些成果在金融方面的应用，所以对于关注实务操作的读者来说，马上就能从这种方法中获益。

第 2 章讨论了金融市场中套利机制的失灵。即使是在最明显的情形下，我们发现一价律（不考虑信息和交易成本时，同样的资产不可能卖出不同的价格）经常会被明显地违背。套利的有限性使得非理性行为可在市场中存在很长时间。在一些模型中，一些人微言轻的非理性行为人实际上支配着市场。

如果读者完全弄明白了上面二章，那么本书余下部分大多就无需做太多说明了。第 3 章讨论了风格投资（style investing），讨论的话题主要围绕投资价值类股票组合和成长类股票组合以及它们与价