

从市场价格中提取外推性信念：一种扩展的现值方法

研究成果: Extracting extrapolative beliefs from market prices: An augmented present-value approach

作者: Stefano Cassella, Te-Feng Chen, Huseyin Gulen, 刘岩

发表期刊: Journal of Financial Economics 2025年2月第164卷

论文链接: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X24002095>

近日，清华经管学院金融系讲席教授、清华大学经济管理深圳研究院副院长、清华大学深圳国际研究生院创新管理研究院副院长刘岩与蒂尔堡大学的Stefano Cassella教授，香港理工大学的Te-Feng Chen教授，普渡大学的Huseyin Gulen教授在国际金融学顶刊《Journal of Financial Economics》上发表了合作论文，题目为“Extracting extrapolative beliefs from market prices: An augmented present-value approach”。

近期有学者的研究表明，对未来回报的调查预期会随着股市回报的良好而上升（即回报外推法），还有学者的研究表明，投资者对未来基本面的预期会随着近期基本面的强劲而上升（即现金流外推法）。虽然这些有关投资者信念的调查数据揭示了外推对投资者信念的影响，但使用调查数据来检验偏见信念理论仍有一定的局限性。



首先，研究人员需要进行全面的且最好是长期的调查，而目前这方面的调查仍然不足。其次，调查很少能够将受访者的预期与其持有或交易行为联系起来，且调查的覆盖范围仅限于市场的特定子群体，这使得很难对外推偏差对投资者行为的影响程度做出强有力的推断。第三，一些研究者批评使用调查来测试预期形成，因为调查数据噪声较大，且调查响应对问题的表述方式敏感。第四，除了测量方面的担忧，如果套利者迅速行动以从投资者的偏见中获利，外推现象可能普遍存在，但对资产价格的影响却很小。第五，迄今为止，收益外推和现金流外推在很大程度上是分开研究的，这可能是由于调查通常只引导收益或现金流预期。因此，现金流外推和收益外推对均衡资产价格的相对贡献尚不清楚。总体而言，外推偏差对资产价格的影响程度仍然是一个开放的实证问题。

基于此，本研究解决了先前研究中的难题，提出了一种基于潜在变量的方法，用于从资产价格中恢复外推信念。论文估计了一个市场价格-股息比率的现值模型，该模型内嵌了回报外推和现金流外推，以及折扣率和股息增长的理性预期。这种方法使作者能够在不依赖调查数据的情况下测量外



推偏差，并且它本质上保证了研究者关注对价格形成有影响的一组信念。论文展示了从价格中提取的外推信念与调查结果高度相关，并且基于调查和基于价格的外推信念对未来回报具有相似的预测特性，前者对后者有所改进。

总体来说，本研究在两个关键领域做出了贡献：首先，我们的方法论展示了如何扩展资产价格的标准现值模型以纳入行为因素。这一贡献与日益增长的文献相呼应，这些文献利用结构性估计在资产定价中提取潜在的关键变量。我们相信，我们的现值模型不仅能够扩展到检验其他信念形成理论，还有望激发新的学术探讨。其次，我们的研究对非理性信念在资产价格中作用的长期争论做出了贡献。我们通过提供一种新的结构性方法，直接从资产价格中提取信念偏差信息，从根本上揭示了偏差在市场均衡中的重要性。