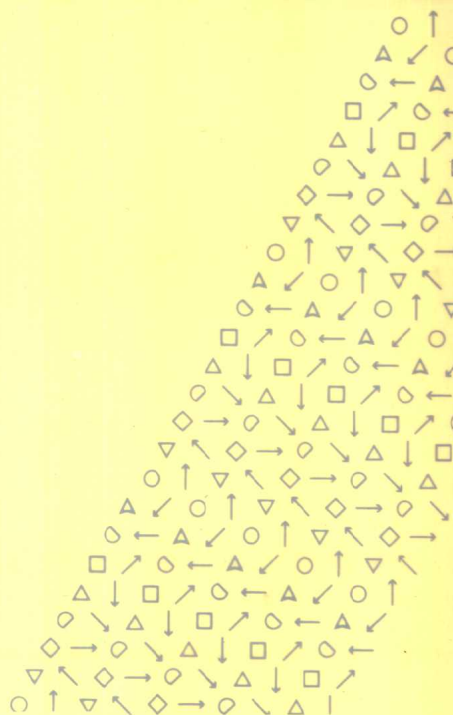


当代经济学系列丛书

Contemporary Economics Series

主编 陈昕



偏好、信念、信息 与证券价格

当代
经济学
文库

张圣平 著



上海三联书店
上海人民出版社

当代经济学系列丛书

Contemporary Economics Series

主编 陈昕

上海三联书店
上海人民出版社



张圣平 著

偏好、信念、信息 与证券价格

张圣平 著



图书在版编目(CIP)数据

偏好、信念、信息与证券价格/张圣平著.

—上海:上海人民出版社,2002

(当代经济学系列丛书.当代经济学文库/陈昕主编)

ISBN 7-208-04244-6

I. 偏... II. 张... III. 证券交易—研究

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 050394 号

责任编辑 李 娜

装帧设计 敬人设计工作室

吕敬人

偏好、信念、信息与证券价格

张圣平 著

生活·读书·新知 三联书店上海分店 上海绍兴路5号 世纪出版集团 上海人民出版社 200001 www.ewen.cc 上海福建中路193号	新华书店 上海发行所经销 上海三联读者服务公司排版 商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷 2002年11月第1版 2002年11月第1次印刷 开本:850×1168 1/32 印张:9.75 插页:6 字数:203,000 印数:1-4,100
ISBN 7-208-04244-6/F·896	定价:20.00 元

作者近照



作者简介

张圣平, 1965 年生于山东高青, 1981—1987 年就读于山东大学数学系并获理学硕士学位, 2000 年于南开大学国际经济研究所获经济学博士学位。1987—2000 年在山东大学经济学院教书, 现为北京大学光华管理学院博士后。曾从事消费结构、产业结构关联分析的研究, 目前的研究兴趣主要在金融经济学、非对称信息条件下的金融市场等领域。

参加编写和合作出版的著作有《居民资产与消费选择行为分析》,《消费经济学大辞典》,《中国消费结构与产业结构关联研究》,《良性循环的枢纽》等, 在《北京大学学报》、《南开学报》、《管理世界》等学术刊物上发表论文十余篇。

出版前言

为了全面地、系统地反映当代经济学的全貌及其进程,总结与挖掘当代经济学已有的和潜在的成果,展示当代经济学新的发展方向,我们决定出版“当代经济学系列丛书”。

“当代经济学系列丛书”是大型的、高层次的、综合性的经济学术理论丛书。它包括四个子系列:(1)当代经济学文库;(2)当代经济学译库;(3)当代经济学教学参考书系;(4)当代经济学新知文丛。该丛书在学科领域方面,不仅着眼于各传统经济学科的新成果,更注重经济前沿学科、边缘学科和综合学科的新成就;在选题的采择上,广泛联系海内外学者,努力开掘学术功力深厚、思想新颖独到、作品水平拔尖的“高、新、尖”著作。“文库”力求达到中国经济学界当前的最高水平;“译库”翻译当代经济学的名人名著;“教学参考书系”主要出版国外著名高等院校的通用教材;“新知文丛”则运用通俗易懂的语言,介绍国际上当代经济学的最新发展。

本丛书致力于推动中国经济学的现代化和国际标准化,力图在一个不太长的时期内,从研究范围、研究内容、研究方法、分析技术等方面逐步完成中国经济学从传统向现代的转轨。我们渴望经济学家们支持我们的追求,向这套丛书提供高质量的标准经济学著作,进而为提高中国经济学的水平,使之立足于世界经济之林而共同努力。

我们和经济学家一起瞻望着中国经济学的未来。

上海三联书店
上海人民出版社

序

圣平的力作《偏好、信念、信息与证券价格》即将正式出版。这部专著是在他的博士论文基础上撰写的。作为他的博士导师之一，他请我为书作序，我感到高兴，也感到荣幸。

尽管我是他的指导教师，但是当圣平把他的博士论文写作提纲交给我时，还真使我大为吃惊。题目的重要性是显而易见的。人们对此普遍关注，却又莫衷一是。无论在报章媒体，还是在街头巷尾，我们经常可听到“投资者信心受挫，股市大幅下跌”，“股市人气大旺，股指又攀新高”，或者“投资者心态有待调整，股市前景莫测”之类的说法。许多人都认为，人们的“主观”偏好和信念以及市场的“客观”信息的传递，都会对证券市场的价格起举足轻重的作用。投资者更是会根据自己掌握的信息和对市场“人气”的感受，对证券市场的走向作出判断。这似乎是一种人人都能领悟到的“常识”。然而，要对这种“常识”给出一套严格的理论体系和数学模型，并

准备写出一篇博士论文来深入研究,那真是要有相当大的气魄和胆识。一般人,尤其是我本人,都会感到其中相互关系太复杂,局部也许还能描绘,整体则简直无法想象。

我原本只希望圣平能对金融经济学的某些成熟课题作些研究工作。但是他却偏偏冲破“经典”金融经济学的框架,抓起那些“不成熟”的课题。现代“经典”金融经济学到上世纪90年代已经成为一门基础扎实、系统完整、理论鲜明、应用广泛的学科。它既有作为科学理论标志的公理化体系,又有对金融业无孔不入的应用模型和公式。最近由上海远东出版社翻译出版的彼得·伯恩斯坦(P. L. Bernstein)于1992年发表的《投资革命》(*Capital Ideas*)一书极为生动地描述了这一学科的发展进程。书的副题是“源自象牙塔的华尔街理论”(The Improbable Origins of Modern Wall Street)。中译者没有把题目直译(直译应为《资本理念:当代华尔街的难以置信的起因》),但抓住了伯恩斯坦原书的精神。

这一精神正如中译本的扉页上所说：“这是一场投资革命！它并非源自曼哈顿下城区的高楼大厦之间，而是根植于学术象牙塔中以抽象方式进行财务分析研究的一小群英雄……”具体地说，这场革命是以1952年马可维兹(H. Markowitz, 1990年诺贝尔经济学奖得主)的投资组合选择理论开始的，然后是1958年托宾(J. Tobin, 1986年诺贝尔经济学奖得主)发展和提出二基金分离定理，以及1964年夏普(W. Sharpe, 1990年诺贝尔经济学奖得主)和另一些经济学家提出“资本资产定价模型(CAPM)”，使得金融市场上的任何资产都开始有一个均衡条件下的定价公式。与此同时，1958年起，莫迪格里亚尼(F. Modigliani, 1985年诺贝尔经济学奖得主)和米勒(M. Miller, 1990年诺贝尔经济学奖得主)提出作为公司理财理论基础的一系列莫迪格里亚尼-米勒定理(最主要的是：公司市场价值与其资本结构无关)，并从中开创用无套利条件来为资产定价的论证方法。这一论

证方法最终促使 1973 年布莱克 (F. Black, 1997 年诺贝尔经济学奖事实上的得主,但他于 1995 年去世) - 斯科尔斯 (M. Scholes, 1997 年诺贝尔经济学奖得主) - 默顿 (R. Merton, 1997 年诺贝尔经济学奖得主) 的期权定价理论的出现。另一方面,也促使法马 (E. Fama) 于 1970 年前后提出市场有效性假设,并用实际数据来检验金融经济学的可靠性。这些工作又在 1976 年被罗斯 (S. Ross) 上升为“套利定价理论”(APT),它不但为整个金融经济学提供了统一的基础,也在资产定价的实证分析上为 CAPM 作出有力的补充。至此,金融经济学大厦已经耸立,并且迫使华尔街发生革命。整个发展的理念渊源,人们都能看到萨缪尔森 (P. Samuelson, 1970 年诺贝尔经济学奖得主) 的影响。无论是市场有效性假设,还是期权定价理论,都与他的倡导不可分割。而追根溯源,人们还发现在上一世纪之交的 1900 年,大数学家庞加莱 (H. Poincaré) 的一位不得志的学生巴契里耶 (L. Bachelier)

的学位论文《投机理论》，已经点燃金融理论之火。

上世纪的八九十年代是金融经济学的黄金时代。学科已经形成完整体系，而它在华尔街所掀起的投资革命，也根本改变了华尔街的面貌。这里的改变并非只指由于计算机和通讯的发展，使得群情喧嚣、人头攒动的证券交易场所，变成堆满形形色色的电脑显示器和功能奇特的电话的场所，更是指一大批数学、理论物理、计算机博士加盟金融机构，成了其中的主力。他们当然不是来发展金融投资理念的，而都是一些玩弄各种投资策略和计算技巧的高手。金融创新理论已经成熟，金融市场变为操纵各种金融衍生工具、比试各种投资组合策略的竞技场。在这种情况下，无论是学者，还是业界人士，都开始金融经济学大厦中安居乐业，而大厦本身的基础和缺陷，似乎已经被人漠视。像我这样的一名投身经济学和金融学多年的数学工作者，尽管向来都在努力钻研经济学家的没有

数学符号的论述,骨子里则仍然像国内外许多数学家一样,以为一切都已经凝固在一个久经考验的公理化体系中,余下的工作只是驱赶一些数学拦路虎而已。至于大厦外面发生的研究,虽然也略有所闻,却从不认为是金融经济学的正道。

圣平与我一样,出身于数学系。但是当他取得运筹学与控制论专业的硕士学位以后,他在山东大学经济学院工作了整整十年。先是在经济数学教研室,后来又到了消费与发展研究所。这十年也许使他不再拘泥于精细的数学技巧,而思路 and 见解则大为开阔。1996年他到南开大学攻读由熊性美教授和我共同指导的博士学位,横跨南开大学国际经济研究所和南开数学研究所,在两个几乎完全不同的学术环境下听课和结交同门师兄弟。他豪爽仗义的山东好汉性格和略为年长几岁,使他经常成为同学们的天然中心。生活上如此,学业上也如此。再加上天性好学,善于思考,几年来阅读了数不清的文献,最后

就形成这个涉及许多学科领域的研究课题《偏好、信念、信息与证券价格》。这一题目不但贯穿金融经济学和信息经济学,还不可避免地要触及哲学、认知科学、心理学等许多学科。

当我首次读到这本书的原稿时,心中的第一个问题就是:这是金融经济学吗?或者说,这是金融经济学的发展方向吗?但读了几页以后,疑团就渐渐解开,并且也激起我的反思。金融经济学大厦果真已经完美无缺了吗?当然不是。金融学界和金融业界永远是一个吵吵嚷嚷的世界。由于经常会涉及巨额资产和财富的转移,它比起其他任何学科的争论来都要激烈得多。即使金融经济学的研究成就已经在学术界被肯定为整个上一世纪学者们的心血结晶,对神灵、命运、权威、教条、呼风唤雨、推波逐浪、阴谋诡计、人际关系等等的各种程度的盲信,仍然会使人们对这些成就提出疑问和责难。不过这倒无损于学问本身。问题在于学无止境,人们对于世界的认识永远要不断深化下去。

仔细考察现代“经典”金融经济学的基础,不难发现,它确实还停留在“宏观”和“稳态”阶段。以资本资产定价模型为例,它给出了资产收益与市场收益之间的关系,出发点是所有投资者都掌握同样的信息,都有同样的预期,都用同样的判断准则(即所谓“同质性先验信念”)。这实际上是排除了投资者对市场的作用。其实,整个现代“经典”金融经济学几乎都是这样做的。它的绝大多数结论都建立在一个“稳态”的无套利的市场上,由此就能用一些基本资产的价格导出其他资产以至衍生资产的价格。至于投资者对市场的“微观”作用完全被排除在外,余下的只有“宏观”的市场变量。这是现代“经典”金融经济学的根本弱点。它尤其是不能回答前面提到的人们领悟到的“常识”问题:人们的“主观”偏好和信念以及市场的“客观”信息的传递,怎样影响证券市场的价格?

圣平的论述就是以此作为出发点。正是他的论著使我认识到格罗斯曼(S. J. Gros-

sman) - 斯蒂格里兹(J. E. Stiglitz, 刚刚颁布的 2001 年诺贝尔经济学奖得主)悖论的重要性。这一悖论确实击中了“经典”金融经济学的要害:如果市场价格已经反映了市场的所有信息,那么投资者为什么还要去搜集信息?但是如果所有投资者都不去搜集信息,那么市场价格怎么会反映市场的所有信息?对这一悖论的研究出现在 1978 年间,它刚好是“经典”金融经济学开始大红大紫的时候。这就是说,正当以“宏观”、“稳态”为基本特征的“经典”金融经济学大厦矗立起来的时候,另一座以“微观”、“交互作用”为特征的“新型”金融经济学大厦已经开始动工。它离成形、矗立的时候可能还早,而正因为如此,这将是年轻学者大显身手的好机会。圣平著作的意义首先也就在于他以自己的思考,搜集了大量有关的文献,向人们展示了这一广阔的研究领域。

原来我觉得难以想象的理论框架在本书中被理出了一条思路。这条思路被概括为:

“以揭示偏好、信念、信息在证券价格决定中所扮演的重要角色为主线索,在不同市场结构(完全竞争、不完全竞争)及特定条件下,研究证券均衡(瓦尔拉斯均衡、理性预期均衡、博弈均衡)价格的某些特征(信息有效性,与偏好、信念、信息的关系等)。对投机、操纵、从众行为以及金融泡沫产生的条件和影响进行比较深入、系统的探讨。”应该说,作者沿着这样的思路进行写作是相当成功的。

全书共分四章。第一章是导论。首先对一些主要概念:偏好、信念、信息、预期、理性等作出概述。其中尤其强调“共同知识”概念的至关重要性。这一章的论述被至交中山大学王则柯教授评述为“可以扩充成金融方向经济学研究生必读的概论文字”。第二章考察竞争性证券市场的信息有效性问题。其中首先根据格罗斯曼的思想,论证传统的瓦尔拉斯均衡价格不能使证券市场结清。同时讨论了在同质性先验信念下的竞争性理性预期证券市场均衡价格的存在性。对此,作者又