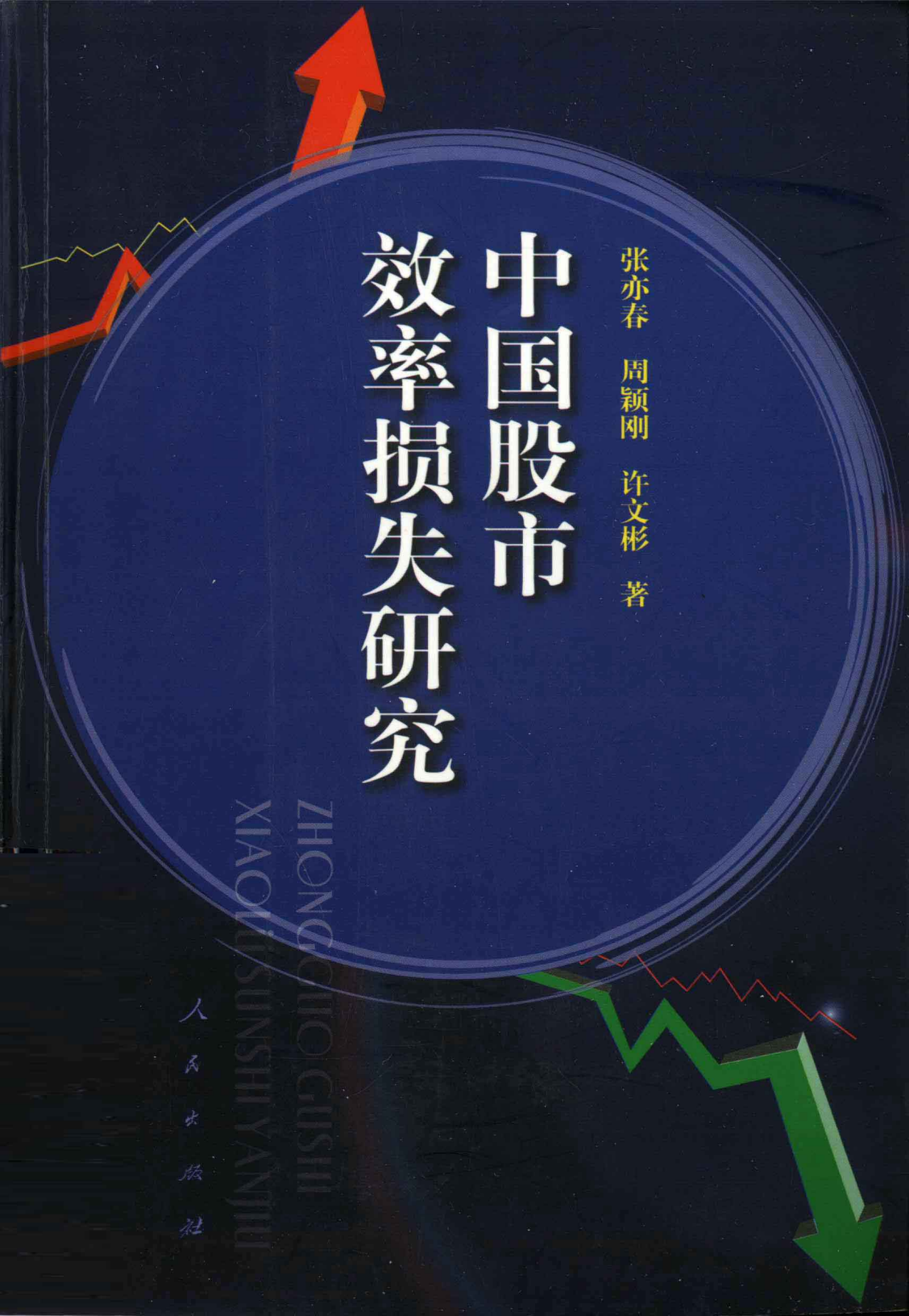




中国股市 效率损失研究

张亦春 周颖刚 许文彬 著

ZHONGGUO GUSHI
XIAOLUSUNSHI YANJIU

人民出版社

张亦春 周颖刚 许文彬 著

中国股市 效率损失研究

ZHONGGUO GUSHI
XIAOLU SUNSHI YANJIU

人民出版社

责任编辑:陈 登

装帧设计:曹 春

图书在版编目(CIP)数据

中国股市效率损失研究/张亦春等著.

-北京:人民出版社,2004.6

ISBN 7-01-004401-5

I. 中… II. ①张… ②周… ③许… III. 股票-资本市场
-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 054149 号

中国股市效率损失研究

ZHONGGUO GUSHI XIAOLV SUNSHI YANJIU

张亦春 周颖刚 许文彬 著

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2004 年 6 月第 1 版 2004 年 6 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:6.875

字数:164 千字 印数:1-5,000 册

ISBN 7-01-004401-5 定价:16.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

目 录

0 导论	1
0.1 关于选题:从股市大交锋说起	1
0.2 概念界定:效率的含义	2
0.3 理论依托和研究方法	4
0.4 研究思路与结构安排	5
1 中国经济改革研究的综述与思考	8
1.1 中国经济改革的原因和过程	8
1.2 中国经济改革的绩效	12
1.3 中国经济改革之谜	14
1.4 中国经济的前途	17
小结	19
参考文献	20
2 中国股市变迁三阶段论	24
2.1 自发、默示和试点阶段:1980 年到 1990 年	24
2.1.1 一级市场的萌芽	24
2.1.2 二级市场的萌芽	28
2.2 正式被承认、发展并全国化:	
1990 年 12 月到 1995 年	32

2.2.1 政府推动的发展	32
2.2.2 一级市场的发展	35
2.2.3 二级市场的发展	37
2.2.4 股市利益结构的变化	40
2.3 地位提升、成为延续经济改革的 主战场:1996 年至今	42
2.3.1 政府举措	43
2.3.2 一级市场的市场化	54
2.3.3 二级市场大交锋	59
2.3.4 规范化进程	63
2.4 中国股市展望	68
小结	70
参考文献	71
3 中国股市效率的经验评价	73
3.1 中国股市的制度建设状况	73
3.2 中国股市的经济贡献率	81
3.3 中国股市的运作效率	86
3.4 中国股市的定价效率	96
小结	102
参考文献	103
附录 1 中国股市制度建设与发展概况	105
附录 2 中国股市大盘及个股异常波动情况	111
4 效率市场假说:多角度的回顾	116
4.1 有关效率市场假说的经济学解释	117
4.1.1 预期悖论	117
4.1.2 Grossman-Stiglitz 悖论	118

4.1.3 理性悖论	119
4.2 有关效率市场假说的金融学解释	121
4.2.1 SDF 模型	121
4.2.2 在 SDF 框架下的 EMH	123
4.3 有关效率市场假说的金融工程学解释	125
4.3.1 鞅和定价求值	125
4.3.2 “停止”鞅和无套利	126
4.4 有关效率市场假说的金融时间序列学解释	128
4.4.1 从金融时间序列角度看效率市场假说	128
4.4.2 鞅、随机漫步和白噪声	130
小结	133
参考文献	134
5 中国股市弱式有效吗？	137
5.1 有效市场假说的检验	137
5.1.1 弱式检验	137
5.1.2 中强式检验	138
5.1.3 强式有效检验	139
5.2 中国股市有效研究综述	139
5.2.1 弱式有效研究综述	140
5.2.2 半强式有效性的实证分析	143
5.2.3 强式有效性的实证分析	144
5.3 对中国股市弱式有效的重新检验	145
5.4 进一步研究的方向	148
小结	150
参考文献	151
附录 中国股市弱式有效实证检验数据	154

6 国有股悖论:市场无效的一个案例	159
6.1 暴跌/危机:一个选择性回顾	159
6.1.1 股市暴跌	159
6.1.2 货币危机	162
6.1.3 金融危机	163
6.2 国有股悖论:理性恐慌、多重均衡与市场效率	167
6.2.1 国有股悖论简介	167
6.2.2 制度背景	168
6.2.3 理性恐慌假设:倒 S 形需求曲线	171
6.2.4 政府干预和市场无效	174
小结	176
参考文献	177
7 非标准理论与中国股市有效性	180
7.1 技术分析流派:预测模式	180
7.1.1 利用滞后收益和其他方法进行预测	181
7.1.2 利用价量指标进行预测	183
7.1.3 技术分析的再思考	187
7.2 基本分析流派:立足于混沌(分形) 等非线性特征的新范式	189
7.3 价格机制流派:噪声交易理论和微观市场 结构理论	196
7.4 心理分析流派:行为金融学	202
小结	209
参考文献	210
8 结论	214

0 导 论

0.1 关于选题：从股市大交锋说起

新世纪伊始，中国股票市场的大讨论不断升级，充满了浓重的火药味。经济学家之间的交锋构成了这次论争的主旋律，剑拔弩张之中透射出中国股市二十年来的巨大成就和沉重积弊——一种两极共生的矛盾，正如查尔斯·狄更斯在《双城记》中描绘的那样：“这是最好的时期，也是最坏的时期；这是智慧的年代，也是愚蠢的年代；这是信任的年代，也是怀疑的年代；这是光明的季节，也是黑暗的季节；这是希望的春天，也是失望的冬天；我们的前途无量，同时又感到希望渺茫；我们一齐奔向天堂，我们全都走向另一个方向……”

“斩名关、破利索，俯仰无愧怍，海阔天空我自飞”，如何客观、公正、理性地评价中国股市是大交锋的核心问题和终极关注，由此引发对中国股市深层次问题的研究更是经济学者自身所肩负的责任。笔者选择效率这一角度作为研究的切入点，将诸如“过度投机的中国股市是不是赌场”等争论纳入效率范畴进行讨论，这样本书的研究对象就转化为“中国股市是否具有效率？”、“为什么中国股市（不）具有效率？”。如何从经验上、实证上和理论上三位一体全面阐述中国股市的效率问题正是本书的选题意

义之所在。

有效市场是一种理想化的境界，即使是当今发达国家的股票市场也未必能够达到。对于中国股票市场这样一个新兴的市场，更加难言“有效”，但我们不能因此得出中国股市“无效论”，“无效”的中文含义很容易被等同于“无用”。回顾中国股市的变迁，它的巨大成就有目共睹，不容抹杀；另一方面，它与理想市场的差距更值得我们去探索。

0.2 概念界定：效率的含义

经济学家区别开两类效率形式：信息效率和配置效率。

配置效率侧重于如何实现稀缺资源在经济个体之间进行最优配置。一种配置机制，或更宽泛地说，一种决策机制，在以下情况下被视为具有了帕累托效率：不存在其他配置方式在不损害其他个体利益的前提下严格提升至少一个个体的利益。在不完全信息的背景下，配置效率还可做如下形式上的区分：事前、事中、事后配置效率。事前配置效率指无条件预期效用；事中配置效率指基于私人信息的条件预期效用；事后配置效率则是基于一切信息的条件预期效用。在金融市场模型中，事前效率大多针对个体接受到信息信号之前而言；事中效率针对接收信号之后而言；而事后效率则针对信息已完全通过价格机制得到体现以后而言。

信息效率指信息通过价格机制得以反映的程度。这一概念对信息在不同个体间分布不均的经济机体而言是十分重要的；价格若能完全、准确地反映相应的信息，则该价格被称为是信息有效的；反之，若价格不能正确、完全地反映公众信息，则必然产生组合投资套利空间。当然，这一规律是建立在经济个体是理性的、追求效用最大化的基本假设之上的。

在金融实证文献里，Fama (1970) 最先根据价格反映信息的程度区分了信息效率中的强势、半强势和弱势形式。若价格反映出所有公众和私人信息，则该价格是强势有效的；若价格只正确反映了公众信息，则该价格是半强势有效的；若价格仅反映了过去的价格和回报信息，则该价格是弱势有效的。

对比在实证文献领域里的定义，我们有信息效率不同形式的理论定义：若价格对经济体内的所有信息进行了充分的统计反映，则该价格是强势有效的；值得指出的是，即便价格完全反映了信息，也并不意味着每一个个体都能从这一价格中归纳出这些信息，如何发现价格信息里隐含着的信息成为金融市场理论领域广为人们关注的课题。Grossman (1978) 定义了一个统计量 S ，若该数据能导致与所有私人信息集共同作用导致的相同的事后配置结果，则称该统计量为充分统计量。若我们可将价格函数写为 $P: \{S^1, S^2, \dots, S^I\} \xrightarrow{g(\cdot)} \underline{S} \xrightarrow{f(\cdot)} P$ ，并且 $f(S)$ 是可逆的，则该价格是“充分信息反映的”，或者说是“强势信息有效的”。若价格只部分反映了一个相对充分的统计量而非所有私人信息，则该价格也是对经济机体中分散的信息进行了汇集；信息汇集使市场参与者得以通过简单观察几个价格捕捉经济机体中的许多信息；值得注意的是，在一个动态的背景下，一个价格可能充分反映了当前信息，但这一充分统计量却可能无法提供个体预测未来新信息的基础。

对信息效率的理性预期均衡 (Rational Expectation Equilibrium, REE) 而言，事后效率是第一福利定律的一个直接推论。部分实现的理性预期均衡一般来说并非即是事后效率；并且，即便是理性预期均衡的信息效率也不能保证该均衡配置就是事中有有效的。

0.3 理论依托和研究方法

中国股市是在中国经济改革的大背景下产生和发展起来的，从更广泛的意义上可以说是中国制度变迁的一个具体案例，其效率问题不可避免地带有制度化色彩，因此，本书将首先回顾中国经济改革的历程、绩效，并展望其前景，提供一个分析框架，客观地评价中国股市的变迁和效率，深刻理解中国股市在国民经济中和经济改革中的积极和消极作用；围绕效率这一问题，本书运用标准的有效市场假说及其检验方法对中国股市效率进行实证研究，中国股市不是弱式有效的结论明确而且肯定，通过具体案例剖析中国股市效率损失归源于体制转轨下的制度性缺陷，并寻求非标准理论流派对中国股市有效性的解释。

从研究方法来看，本书的社会化倾向和数理化倾向并重。数理化是当今经济学的主流，这是因为数理逻辑的严谨使概念可以严格定义、命题可以严格证明，即使有分歧，也容易找出歧义之所在，即使被证伪，也可以放宽或变更假设条件重新解释，这就产生知识加速积累的效果，使一个相同的知识主体在经济学者中共享、广为传播和接受，由此建立起一定的学术秩序，形成一个经济学主流学派。比较一下自然科学的发展，它之所以对人类历史，尤其是近代史产生巨大的影响，不是由于出现了像牛顿、爱因斯坦这样的天才，而是因为科学作为一种制度不止一个数量级地积累人类的智慧成果；事实上，经济学正是因为成功模仿了自然科学，才在社会、人文领域中确立了相对的优势地位，不断地越过边界向其他领域渗透，以至被称为“经济学帝国主义”。另一方面，经济学的复杂性又远远高于自然科学，兼有“人本”和“科学”两个方面，单纯用数理框架来组织经济思想的确抛弃了

许多精华，陷入一种缺乏人文精神的机械的抽象分析，这种病态特征引起许多经济学家的关注、反思和批判，主流经济学的理论框架受到极大的挑战并不断被突破，运用历史、制度、心理的方法来进行研究的社会化倾向逐渐回归。基于中国股市的一般性和特殊性，笔者认为对中国股市效率的研究必须将数理化倾向和社会化倾向有机结合起来。一般性要求我们用规范的经济学语言，主要是采用数理化分析对已有的经济学假说进行证实或证伪，特殊性又使我们不能无视或忽略具体的社会人文环境，对中国既有的经济现象提出新的解释或者建立新的假说，在分析过程中着力体现经济学的人文关怀。

0.4 研究思路与结构安排

本书的研究目标是对中国股市的效率进行深入研究，从经验、实证和理论上证明中国股市达不到弱式有效的结论。围绕这一目标，笔者首先进行一般概述，在回顾和思考中国经济改革的基础上，从制度变迁的角度梳理中国股市的发展历程；接着进行经验判断，在充分肯定中国股市取得巨大成就的同时认为其日渐滑入一种无效率的状态，这体现了制度变迁中的路径依赖；然后进行实证研究，认为中国股市弱式有效的结论不切合实际，与弱式有效相等价的是鞅过程，采用广义谱分析可以证明中国股市不是弱式有效；获得实证支持后，进一步从理论上反思，寻求非标准理论对中国股市有效性的解释。全书结构安排如下：

第一章：中国经济改革研究的综述与思考。本章全面综述和思考中国经济改革的特征、原因、过程、绩效、前途等方面，力图反映中外学者从经济学及其他学科领域对中国经济改革的研究成果，也反映笔者的思考轨迹。中国经济改革具有渐进性质和看

似一种演化的特征，从空间上看表现为一种增量改革和双轨制，是一个培育和发展中间结构的过程。中间结构的壮大有利于对中央政府的过度集权形成制约，却可能导致“软政权”和“分利集团化”两重陷阱，它们互为因果、相互依存，直接影响到中国改革的前途。

第二章：中国股市变迁三阶段论。本章将中国股票市场的兴起和发展作为中国经济改革的一个具体案例，并将其划分为三个阶段：20世纪80年代处于自发、默示和试点阶段；1990年沪深证交所和STAQ系统成立后，股份制和股票市场成为延续中国经济改革的正规制度。在中央政府的正式承认和直接推动下，中国股市迅速发展并完成全国化进程；1996年以来，中国股票市场在国民经济发展的地位陡然提升，接过历史的“接力棒”，成为延续中国经济改革的主战场。

第三章：中国股市效率的经验评价。本章充分肯定中国股市取得的巨大成就，在国民经济中发挥着越来越重要的作用和地位。但从经验上，中国股市在发展中仍未摆脱“高速度、低效率”的窠臼，制度变迁中的路径依赖性所造成的效率损失正在不断地自我强化。股票定价不能作为合理的价值尺度。中国股市日渐滑入一种无效率的状态。

第四章：效率市场假说：多角度的回顾。本章将回顾有效市场假说的发展，从经济学、金融学、金融工程和金融时间序列分析等角度正确理解有效市场的内涵，试图从理论上澄清几个基本概念，与有效市场相等价的是鞅过程，而不是随机漫步过程和白噪声。

第五章：中国股市弱式有效吗？本章将回顾有效市场假说的实证检验方法，中国股市有效性的检验主要集中在是否具有弱式有效，实证研究大多支持弱式有效。但采用一个新的方法——广

义谱域分析——可以克服自相关函数和标准的谱密度函数难以刻画非线性依赖关系的缺陷，结果可以得出一个总的结论：中国股市不是弱式有效。

第六章：国有股悖论：市场无效的一个案例。股票市场的暴涨暴跌与市场有效假设（EMH）显然并不吻合，因此使市场参与者和观察者都深为困惑。中国股票市场的暴涨暴跌现象相比其他成熟市场更为严重。本章首先对暴跌/危机文献进行了一个选择性的回顾；继而举出一个典型案例来说明过渡经济，特别是价格双轨制，是市场失效的根源；具体而言，政府减持国有企业（SOE）的国有股份的政策引发了中国股市的暴跌。在政策调整做出后依然持续的市场低迷构成了一个悖论：国有股悖论。在该章中作者构建的模型显示了价格双轨制及股票供给配额制给后续政策带来的持续影响。

第七章：非标准理论与中国股市有效性。本章全面系统地阐述与有效市场假说相对应的各种非标准理论流派，主要分成技术分析流派、基本分析流派、价格机制流派和心理分析流派，并以之寻求对中国股市有效性的解释。对技术分析指标的形式化检验表明在中国股市获得超额利润的可能性；混沌理论的运用研究表明股价波动不满足有效市场假说，具有一定的规律性；修正行为金融学模型，从效用基础探讨中国股市效率损失的体制根源，可能会有较大的突破和创新。

第八章：结论。本书对中国股市的效率进行深入研究，得出的结论是：在体制转轨的制度性缺陷下，中国股市经验、实证和理论上都达不到弱式有效；要增进中国股市的有效性，必须从根本上破除由路径依赖导入的制度无效率，推动制度进一步变迁。

1 中国经济改革研究的 综述与思考

中国股市是在中国经济改革的大背景下产生和发展起来的，从更广泛的意义上可以说是中国制度变迁的一个具体案例。因此，有必要从制度变迁的角度梳理中国经济改革的发展历程，并把握其内在逻辑，从而更深刻地研究和理解中国股市。

1.1 中国经济改革的原因和过程

近年来，中国学者对制度变迁的研究对象主要集中在 1978 年以来的中国经济改革，运用的主要是新制度经济学，形成了所谓的“中国过渡经济学”（盛洪等，1994；张军，1999），其基本结论是中国的改革道路具有渐进性质，“摸着石头过河”，从空间上看表现为一种增量改革和双轨制（张军，1997 和 1998），较前苏联、东欧的“大爆炸”的激进式改革相对成功。

一些学者试图从不同方面解释中国渐进转轨的原因。林毅夫等（1994）认为中国经济改革的最初动因是推行重工业发展战略而导致产业结构畸形和经济效率低下，而不是经济崩溃和政治危机，相对有利的改革初始条件使中国可以选择一条阵痛小的渐进改革之路。裴小林（1999）则认为集体土地制是计划体制和重工

业导向战略的制度基础，当集体土地的产权边界被承包制（而不是土地私有化）确认和保护时，农村集体单位在 20 世纪 80 年代初变成相对独立的经济组织，启动了中国乡村工业的发展，也是中国经济渐进转轨的根源。路风（2000）则探讨了关于国有企业制度结构形成及其改造的命题，认为“铁饭碗”的城市就业制度使得国有企业管理者从来没有能够实现对生产过程的控制，它的改造是一个独立的组织转变过程，转变的起点是在操作层次上为改善企业绩效所做的管理努力，市场竞争的压力和国家在宏观层次上推动的制度变化只是一种必要条件。张杰（1998）从更长远的角度讨论了中国整个经济史的结构和演进过程，以便更深刻地认识现实中的改革。他认为强大的国家控制和官僚体制与分散而脆弱的民众阶层和产权保护构成中国社会制度的二重结构，却缺乏西方稳定而有效的中间结构。新中国成立后的中央集权体制及其实施的赶超战略实际上是二重结构演进的一个必然结果，20 世纪 70 年代末的经济改革产生了大量的货币化收益，而国家具有控制和配置这些剩余的能力，这构成中国改革相对于前苏联、东欧特殊的初始条件，支持中国选择渐进改革并取得成功，但是长期的经济增长需要中间结构的支持。

中间结构是相对于“市民社会和国家”两分法而言的，一些研究社会结构转型的西方学者提出“市民社会公共领域”的概念，即一个由私人市民阶级集合组成的公共空间，代表市民进行社会监督、约束、抵制和对抗国家可能侵犯社会的行为，以保持市民社会和国家之间的制衡。将这种三层分析法应用到中国这样一个传统集权体制国家，如果存在中间结构，也不同于“市民社会公共领域”。那种认为中国不存在中间结构或者中间结构只出现在经济改革之后是一种肤浅的论断。1956 年中共第八次全国代表大会以后，中国就开始了改革传统经济体制的探索。吴敬琏

(1999) 将中国改革战略的整个演变历程分成行政性分权 (1958~1978)、增量改革 (1979~1993) 和整体推进 (1993 以后) 三个阶段, 其中 1958~1978 年是行政性分权的反复试验, 对以后的经济改革产生深远的影响, 即使在 1978 年以后的改革中已经不是将行政性分权作为改革的主线, 但也不乏这方面的重要动作, 如“分灶吃饭”的财政体制、城市的计划单列等。同样地, 改革以来, 地方政府和新兴产权主体作为中间结构兴起并引起广泛关注, 体现了历史的某种延续性^①; 不同之处在于既实行了行政性分权, 又实行了经济性分权。正如蒋一苇 (1980) 指出的, 中央集权模式是“国家本位论”, 行政性分权是“地方本位论”, 经济性分权是“企业本位论”。这是一个培育和发展中间结构的渐进过程。

围绕何种分权为主, 以及由此产生的中间结构的主体和性质, 一些学者提出解释中国渐进改革过程的制度变迁假说。与分权相联系的是强制性制度变迁, 即由政府法令引起的变迁, 它不同于诱致性变迁, 后者是一群人在响应由制度不均衡引致的获利机会时所进行的自发性变迁。上述强制性变迁和诱致性变迁的区分被广泛地应用于中国的经济改革。对于中间结构, 周其仁 (1994) 认为是新兴产权主体, 只有当新兴产权及其代理人的集体行动强大到迫使国家及其代理人通过保护有效产权来谋求自身利益时, 才可能出现一个对双方互利的结果, 以此相当有力地解释中国农村改革和民营企业的发展。杨瑞龙 (1998) 则明确提出“制度变迁方式转换三阶段论”和“中间扩散型制度变迁方式”

① 我们还可以在更长的历史跨度中找到这种延续性, 中国唐代柳宗元的《封建论》对皇帝、地方官员和大户与广大小农三者之间的关系做了精辟论述。一些学者也认为, 中央皇权和豪门士族的连绵不断的斗争构成中国政治史的主旋律之一, 从而抑商政策和节制资本就成为资治通鉴的重要训诫。