



SPECULATIVE ECONOMICS

投机经济学

黄长征 ● 著

中国社会科学出版社

黄长征·著

投机经济学

SPECULATIVE ECONOMICS

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投机经济学/黄长征著. —北京:中国社会科学出版社,
2003.9

ISBN 7-5004-4061-8

I. 投… II. 黄… III. 资本市场—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 078017 号

责任编辑 周晓慧
责任校对 石春梅
封面设计 毛国宣
版式设计 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010—84029453

传 真 010—84017153

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 丰华装订厂

版 次 2003 年 9 月第 1 版

印 次 2003 年 9 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 毫米 1/32

印 张 11.125

插 页 2

字 数 266 千字

定 价 25.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

本课题的研究获广东高校人文社科研究项目“中国股市的挤出效应及其引致价格暴跌风险的研究”(03SJA79002)的资助

本课题的研究获国家自然科学基金项目“模糊信息的认知结构及其处理方法研究”(60075014)的资助(主持人:陈世权教授)

本书出版获五邑大学“学术著作出版基金”、五邑大学“管理科学与工程”重点学科建设基金及五邑大学管理学院“专著出版基金”的资助

谨以此书献给生我养我、至亲至爱的父母！

前 言

股票、债券、期货、外汇及其衍生品市场既是重要的金融市场，也是重要的投机市场。以马尔科夫资产组合理论为代表的传统金融学或投资学，着重分析了这些市场金融性或投资性的一面；本书则从对投机活动描述的方法论入手，研究这些市场投机性的一面。

长期以来，对金融市场的描述分为学院派与市场派，两者争论的核心是市场有效性问题。但实证研究的结果迄今仍是分散性的，表明这个问题可能有更深层次的背景：即不仅有技术层面的分歧，也有原理层面特别是方法论的分歧。

由于很多学院派作者不相信投机市场的内在非均衡性，因此迄今为止“投资经济学”或“金融经济学”一类的著作没有也不可能触及投机活动的本质；另一方面，由于市场派始终找不到严谨的理论方法，对其大量的实践经验进行系统的概括，因而也无法构筑能与学院派进行学术沟通的平台^①。这样就形成金融研究史上一个奇特的文化空白：掌握必要方法的人不屑于系统地研究投机；想系统研究投机的人又大都缺乏严谨的理论训练，从而导致“投机经济学”的难产。

^① 所谓“炒股秘籍”一类的读物在学院派看来，显然难登大雅之堂。

本书在将“投资”与“投机”作出严格区别的基础上，以系统、严谨、科学的方式深入到传统投机研究的学术禁区，对投机市场的复杂巨系统特征进行了分析，探讨了传统微扰论、还原论方法论及其线性叠加和统计分析方法的优势与局限，建立了投机经济学研究的方法论基础（第二章）。这一研究表明，投机市场是一个以微观决策的非理性、微观向宏观集结的非线性和宏观内在非均衡性为特征的复杂巨系统。投机经济学研究的主要任务是，利用现有的经济学、系统科学、认知科学、信息科学等方法，探索投机市场的“三非”及其相互关系问题。为此，本书第三章在前人有关工作的基础上，分别从本体论、认识论和实践论的角度，综合研究了客观非理性、主观非理性、实践非理性及群体非理性的基本理论及其在投机市场的表现形式。第四章提出了一种在投机市场十分重要的奈特型不确定性——多逻辑不确定性；构造了尖点突变模型，对投机市场的粘性预期进行概括和拟合，给出了索罗斯“流行偏见”概念的微观基础，以及多逻辑不确定性与粘性预期的关系。然后，分别对期货第五章、第六章和股票第七章这两个典型的投机市场，从微观投机决策到宏观价格行为进行了理论研究。结果表明，投机市场的一些常见行为或效应，的确与传统投资学均衡理论的预期有所不同。为了探究其深层次原因，第八章循阿罗不可能定理的逻辑思路，以投机市场的多框架非理性认知为基础，建立了投机市场由非线性集结到宏观内在非均衡的第一投机定理，指出投机价格不是必然有一个可以经常回归的价值中枢，而很可能成为一颗“永不落定的尘埃”。这一重要结论不仅建立了投机市场非理性、非线性和非均衡性三者之间的紧密联系，而且在理论上阐述了市场派赖以生存的几个基本假定，回答了一些投机市场常见的疑问（如为什么有时投机市场价格的大幅波动找不到外部冲击证据，为什么有时候外部冲

击会引起市场的相反运动等), 揭示了投机市场“基本分析理论”的局限性和“技术分析理论”的逻辑基础; 在本体论的意义上论证了市场投机机会的普遍存在性。进而, 第九章通过对行为经济学的一个重要微观模型——钱包赌戏悖论的分析, 结合博弈论的不投机定理, 对投机市场的信息陷阱、认知陷阱等交易陷阱的存在性进行了严密论证, 提出了第二投机定理, 分析了导致大多数中小投机者亏损严重的挤出效应及其相关的七大投机陷阱, 并从投机市场经济生态的角度, 对中小投机者给出了相应的忠告。在这些理论研究的基础上, 第十章、第十一章分别对中国股票和期货市场的价格波动、投机特征及对策做了进一步研究。最后, 第十二章对全书进行了回顾并对投机经济学的未来进行了展望。

“投机”一词在计划经济时代曾被看做是贬义词, 但在市场经济体系的构建中, 金融市场投机活动带来的直接融资、套期保值、价格发现、分散风险等方面的宏观经济效益是非常显著的。随着中国加入 WTO 和金融市场与国际接轨步伐的加快, 越来越多的有识之士已把投机作为中性词来使用。

早在 1995 年, 我国著名老一辈经济学家于光远先生就在“值得研究的投机经济学”一文中(于光远, 1995), 倡议和呼吁年轻一代的经济学人勇于克服偏见, 积极投身到投机经济规律的研究中。他的呼吁得到许多年轻学者的热烈响应, 特别是随着中国证券、期货市场的发展, 越来越多的研究投机行为的论文、论著涌现出来, 其中不乏由博士学位论文改写而成的专著。本书的写作也是这些努力中的一部分。

1998 年初在参加首届“全国金融领域前沿理论与实务研讨会”时, 有机会与诸多名家交流并受益匪浅, 产生了写本书填补我国投机经济理论空白的兴趣。但在收集资料的过程中发现, 绝大多数金融市场的研究是建立在理性、线性和均衡的基础上的,

国外这方面的许多重要工作都在 20 世纪 90 年代之前就已完成，金融学或投资学看起来像一个相当成熟的学科。但我在 1996 年完成期货价格的博士论文时，就已初步形成“非理性、非线性、非均衡”的学术倾向^①，这与传统金融学是格格不入的。因此行为经济学或行为金融学这类在当时冷门、生僻且零星分散的工作，一直伴随和鼓励着我的探索。经过几年的准备，2002 年我开始正式动笔写作本书，并决定取名为《投机经济学》，这一名称显然受到了于光远先生（1995）的影响。2002 年 10 月 9 日，行为经济学的开创者丹尼尔·卡尼曼和实验经济学之父弗农·史密斯双双获得诺贝尔经济学奖的消息传来，我更加坚定了对“三非”问题的研究不是冷门，而是前沿的信念。这一信念激励着我终于在 2003 年 5 月写完了这本多年来一直想要完成的书。这大概也是国内外首部冠以“投机经济学”名称的著作。

由于传统金融学或投资学已经非常成熟，限于篇幅，本书没有对有关内容加以重复叙述，而是假定读者已经具备投资学基础知识。对于尚未学过投资学的读者，则可略过有关的数学推导过程，直接阅读文字部分和结论。因为投机作为“雅俗共赏”的活动，其研究结果不仅能在高等院校作为研究和教学用参考书，或供有关部门制定监管政策时提供理论依据，而且也应成为投机活动的实践者们易于理解的东西。因此，“雅俗共赏”也就成为写作本书文字表述部分的约束条件之一。

投机活动涉及人类认知、决策、群体相互作用、市场价格波动及经济生态等多方面的问题，其研究必须吸收系统科学、信息科学、认知科学等多个学科的研究成果，而不仅限于经济学的范畴内。本书希望能为对投机活动感兴趣的多学科的研究者，建立

^① 笔者对非理性问题的注意源于钱学森（1993）和夏军（1993）的工作。

一个跨学科学术交流的起点，以便能对投机这一经济领域中最诡秘、最变化无穷的现象进一步开展多学科协作探索，并为中国金融市场顺利融入国际经济大循环贡献学者们应尽的一份力量。

黄长征

2003 年 5 月 21 日



黄长征 1963年生，福建漳州市人。1987年西安交通大学信息与控制工程系硕士研究生毕业，1996年西安交通大学管理学院“管理科学与工程”专业博士研究生毕业，获工学博士学位。曾任五邑大学经济管理系主任、管理学院副院长；现为五邑大学管理学院副教授，硕士生导师；主要从事金融市场与复杂系统研究，在国内外刊物上发表论文三十余篇。

目 录

前言	(1)
第一章 投机市场与投机经济学	(1)
第一节 投机的基本概念	(1)
一、投机活动的历史源远流长	(1)
二、投机的定义	(2)
三、投机的分类	(5)
第二节 金融市场的投机特点	(7)
第三节 投机经济学的基本问题	(10)
一、投机机会的存在性	(10)
二、投机策略的依据和陷阱	(11)
三、投机的经济效果	(11)
第四节 投机经济学的困难与出路	(12)
一、投机经济学的难点	(12)
二、投机经济学的出路	(15)
第二章 投机经济学的方法论基础	(18)
第一节 微观经济学方法论在宏观经济分析 中的局限性	(18)
一、宏观经济系统的复杂性	(19)

二、经济人全面理性假定的局限性	(20)
三、传统理论单框架范式的局限性	(21)
第二节 复杂经济系统的多框架互补方法论	(22)
第三节 金融市场的复杂巨系统特征	(25)
一、金融市场的多元化价值性特征	(25)
二、金融市场的分布式并行性特征	(26)
三、金融市场的结构不良特征	(29)
四、金融市场的反馈特征	(30)
第四节 传统经济理论在投机市场研究中的 局限性	(30)
一、微扰论、还原论方法论的优势与局限	(30)
二、线性叠加方法在投机市场中的局限性	(33)
三、统计分析方法的局限性	(33)
第五节 投机经济学的研究方法论	(35)
 第三章 人类认知与决策中的非理性问题	(40)
第一节 非理性与非理性决策	(40)
第二节 客观非理性问题:罗素悖论与两个定理	(41)
一、罗素悖论	(42)
二、歌德尔不完全性定理	(43)
三、阿罗不可能定理	(44)
第三节 主观非理性的经典理论:有限理性与 期盼理论	(44)
一、有限理性的概念及相关的决策模式	(44)
二、行为决策与行为经济学	(46)
第四节 实践非理性及其在投机市场的表现形式	(48)
一、非理性能力来源于人类的长期生存进化	(48)

二、片面理性及其对投机市场价格形成的影响	(50)
三、间接理性及其对投机市场价格形成的影响	(52)
四、适应性短视理性及其对投机市场价格形成的作用	(53)
五、群体非理性问题	(54)
 第四章 多逻辑不确定性与粘性预期	(57)
第一节 系统科学和经济学中的不确定性研究	(57)
一、系统科学中的不确定性研究	(58)
二、经济学的不确定性研究	(61)
第二节 概率型不确定性与模糊型不确定性	(63)
一、概率型不确定性	(63)
二、模糊型不确定性	(64)
第三节 经济决策中的多逻辑冲突型不确定性	(65)
一、多逻辑系统的定义	(65)
二、决策过程的多逻辑不确定性	(66)
第四节 经济预期理论的发展与粘性预期	(72)
一、预期的基本概念	(72)
二、非理性预期的三种类型	(72)
三、理性预期	(74)
四、粘性预期理论概要	(75)
第五节 期货价格粘性预期的一个尖点突变模型	(77)
一、多逻辑不确定性与粘性预期	(78)
二、期货投机者粘性预期的尖点突变模型	(79)
三、多逻辑不确定性与粘性预期关系的进一步探讨	(82)

第五章 期货经典价格理论与基差的多逻辑分析	(85)
第一节 期货与期货交易	(85)
第二节 期货价格的基本因素分析框架	(87)
一、基本因素分析框架的基本假定	(87)
二、实盘供求分析总框架	(88)
三、经济周期分析框架	(90)
四、金融货币与物价分析框架	(91)
五、国际贸易分析框架	(92)
六、技术进步分析框架	(93)
第三节 期货价格的技术因素分析框架	(93)
一、技术因素分析框架的基本假定	(93)
二、道氏理论(Dow Theory)分析框架	(95)
三、艾略特波浪理论(Elliott Wave Theory) 分析框架	(96)
四、OBV 分析框架	(98)
五、空盘量(OI)分析框架	(100)
六、形态分析框架	(102)
七、大众心理分析框架与相反意见理论	(103)
第四节 期货与现货价格关系的经典理论	(106)
一、凯恩斯(Keynes)仓储成本理论	(106)
二、凯恩斯—希克斯(Keynes-Hicks)预期价格 理论	(107)
三、沃金(Working)仓储价格理论与倒挂基差	(111)
第五节 期货基差的实证分析	(115)
一、正常与异常基差的中外比较	(115)
二、仓储理论与预期理论的统计回归检验	(116)
第六节 期货与现货价格联动的多逻辑壁垒	(123)

一、期货与现货市场的价格形成差异	(123)
二、期货—现货套利的非价格壁垒分析	(132)
 第六章 期货市场投资者的行为模式与宏观量分析	(135)
第一节 竞争性投机者的预测机制	(135)
一、竞争性投机者的多框架分析——综合预测 过程	(135)
二、投机预测中的非理性效应	(137)
三、多框架预测方法的形式化定义	(141)
四、多框架综合预测的可靠性分析	(143)
五、多逻辑冲突下的多框架综合预测	(146)
第二节 竞争性期货投机者的决策行为	(147)
一、传统期货定价模型的投机行为假定及局限	(147)
二、投机者开仓决策模式	(148)
三、投机者平仓决策类型	(148)
四、顺势投机决策的均衡点	(149)
五、投机决策中的择强规则	(151)
六、期货投资者做多、做空与观望行为分析	(155)
第三节 期货市场套期保值者的行为模式	(160)
一、传统(等额)套期保值模型	(161)
二、简单加权(比例)套期保值决策模型	(163)
三、基于线性 $M-V$ 假定的加权套保模型	(164)
四、加权套保模型的一个动态推广	(166)
五、一个期货套期保值非线性 $M-V$ 模型	(167)
六、套期保值决策的多逻辑分析	(172)
第四节 期货成交量与空盘量形成分析	(174)
一、货币投票机制下的期货价格形成	(175)

二、期货价格形成的微观分析	(176)
三、期货市场中投资者的效用差异	(177)
四、期货市场投资者的预测差异	(180)
第七章 股票市场的投资与投机	(183)
第一节 成长性公司市盈率水平的理论分析	(183)
一、留利固定与留利率固定公司的理论市盈率	(183)
二、理论市盈率与再投资收益率的关系	(184)
第二节 留利固定公司股票的投资价值分析	(187)
一、普通股股票的投资价值与投资报酬率	(187)
二、股票的投机成本与投机价值	(188)
三、与利率变动题材相关的留利固定公司 股票的投机价值	(190)
四、业绩突变题材带来的留利固定公司股票 的投机价值	(191)
五、留利固定公司股票的总体投机价值	(192)
六、对投机问题的再认识	(193)
第三节 恒速成长公司股票的投资价值分析	(194)
一、恒速成长公司股票投资价值的利率弹性	(194)
二、恒速成长公司股票投资价值的业绩弹性	(196)
三、股票投资价值的弹性与投机价值的关系	(196)
第八章 投机市场的多框架认知与第一投机定理	(198)
第一节 期货价格的时空秩序	(198)
第二节 期货投资者价格秩序选择的分散性	(200)
一、仓储商的价格秩序选择	(200)
二、期货—现货套利投机者的价格秩序选择	(202)