

Jiyu Yanhua
Fanshi zhi
Gupiao Dingjia
Lilun Yanjiu



基于演化范式之 股票定价理论研究

商孟华 著

山东大学出版社

基于演化范式之股票定价 理论研究

商孟华 著

山东大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于演化范式之股票定价理论研究/商孟华著.
—济南:山东大学出版社,2014.9
ISBN 978-7-5607-5157-3

I. ①基… II. ①商… III. ①股票价格—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 233426 号

责任策划:秦大忠
责任编辑:秦大忠
封面设计:牛 钧

出版发行:山东大学出版社

社 址 山东省济南市山大南路 20 号
邮 编 250100
电 话 市场部(0531)88364466

经 销:山东省新华书店
印 刷:济南铁路印刷厂
规 格:880 毫米×1230 毫米 1/32
10.75 印张 292 千字
版 次:2014 年 9 月第 1 版
印 次:2014 年 9 月第 1 次印刷
定 价:30.00 元

版权所有,盗印必究

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社营销部负责调换

自序

1995年孟夏，余初涉股市，三年后供职于券商。心间有一困惑，始终萦绕难消，即股票市场的价格由何而定？乃发以宏愿，欲解此困惑。然实践经验与所见理论文献，其间天差地远，常使吾辗转反侧，不得要领。2002年，弃职从文，忝然任教于高校，讲授证券投资学，每日揣摩把玩者，仍为此事，所谓“为伊消得人憔悴，衣带渐宽终不悔”。

攻读博士期间，偶遇演化经济学之说，忽有顿开茅塞之感，隐约猜测，以之为据，则股票投资之实践经验与理论阐释，似可熔于一炉。于是，将演化范式与股票价格波动问题定为博士论文之选题。其后虽荆棘载途，而吾以涇涇之愚，上下求索。演化经济学乃异端也，文献资料寥寥无几，在金融学领域，其说更是门可罗雀，少人问津。唯有埋首演化经济学与股票定价理论文献之中，伏案爬梳剔抉，仰首天马行空，寻觅两者结合之可能，又常恐风马牛不相及也。

笔耕一年，三十万言，杀青甫就，其间感慨良多，苦乐自知，鬓边白发，悄然生焉。因学识有限，荒疏错谬，恐在所难免。2007年，余博士毕业，未尝如释重负，未敢遽然付梓。心之惴惴，寤寐思之。一则忧其文采不足，质胜文则野，贻笑方家；二则恐其痴人说梦，荒诞不经，未有实战之功效耳。时光荏苒，转瞬又五岁矣，其间日夜琢磨巴菲特之说，深研细究，引以为用，放之于股市，自觉可为一家之言耳，

旧日之惑，涣然冰释，怡然理顺。就论文原稿，字斟句酌，反复推敲，增益其不足，更新其资料，自思或可刊布矣。

人生苦短，孜孜以求，所依赖者，唯亲情耳。父母妻儿，亲戚朋友，一并致谢。铢积锱累，廿载寒暑，始得一剑，切磋拂拭，欣慨交心矣。然欲取鸣琴而谈，得无知音赏耶？

作 者

二零一三年仲夏

内容提要

股票定价理论向来为现代经济学与金融学所关注,堪称焦点问题之一。虽历经百载,股票定价理论并未臻完善,既往之学说林林总总,然纷纭杂沓,有负众望。本书突破传统的方法论与理论框架,基于既有理论与实证检验,以演化经济学范式对股票定价理论谋以新篇。本书研究目的有三:其一,对股票市场价格运动过程给以更具现实性之解释;其二,拓展演化经济学之应用范畴,将演化经济学与股票定价问题相结合;其三,探求新的股票市场投资策略。

本书采用演化经济学的基本方法论与基本假设,研究方法殆有:(1)系统思维方法。将股票市场系统纳入金融系统、实体经济系统以及社会系统中加以考察。(2)个体发生与整体发生相结合的方法。基于微观个体的属性与特征,考察宏观层面突现之规律性。(3)归纳、演绎与抽象的结合方法。对股票市场的复杂现象予以归纳与演绎推论,且注重运用抽象方法,探索更具一般性的影响因素与运动规律。(4)静态分析与动态分析相结合的方法。既分析股票市场的静态结构性因素,又考察市场的历时变化,将时间因素纳入理论解释中。(5)比较方法。注重情境与脉络分析,考察不同文化、制度、地理环境下的市场特性与运动规律。(6)经验证实方法。以股票市场的历史经验对理论解释加以验证。

本书以演化范式对股票定价问题予以分析,其内容可概括为四篇:

第一篇为演化经济学的方法论与理论体系,包括第一章与第二章。该篇旨在为后续研究作出理论铺垫,提供理论研究方法与研究框架。第一章从科学哲学入手,讨论经济学方法论与演化经济学方法论若干基本问题。第二章综述演化经济学的思想渊源、主要流派、理论框架与理论范畴,并加以评析。演化经济学盖有老制度学派、“新熊彼特”学派、奥地利学派与法国调节学派。演化经济学所涉及理论范畴包括学习、适应和知识理论、选择过程理论、企业演化理论、经济增长理论与制度演化理论等。

第二篇为第三章与第四章,旨在评价并比较各种股票定价理论,发现其不足之处,为后续研究奠定基础。第三章概述技术分析、基本分析与主流金融学之大意。主流金融学之基础假设可归纳为三:其一,理性人假设;其二,世界未来的状态是风险的假设;其三,有效市场假说。其内容殆有现代投资组合理论(MPT)、资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)、期权定价理论(OPT)以及米勒—莫迪利安定理(MM定理)等。第四章梳理并评价行为金融学与金融理论的新进展。从股票定价知识的理论结构类型、股票价格运动的规律性以及具体问题等方面,比较各定价理论,论证演化结构与过程分析框架可用之于股票市场。

第三篇乃是本书之核心,以演化范式重新审视股票市场,包括第五章、第六章与第七章。第五章是对变化速率较快的基本交易因素的描述。第六章是对变化速率较慢的基本交易因素的描述。所涉变量大致有:股票市场交易、交易主体、交易资金、交易对象、股票市场制度、政治和文化、交易环境与生态演化。交易主体被界定为复杂行为的人,交易者并非追求利润最大化,而是追求满意即可,追求在股市中的长期生存。交易主体可分为个人投资者与机构投资者。交易对象涉及股票自身的性质及其背后的上市公司状况。公司基础价值在事前意义上并非客观,难以观测。股票价格与市场交易资金量之间正相关。交易制度制约股票市场各类主体之行为选择,制度的变迁必然波及股票价格变动。股票交易环境存在不确定性与多样性,交

易者不可能准确地认识并把握交易环境。第七章提出演化循环假说,解释股票市场宏观整体价格波动的规律性,继而提出演化定价假说,阐述微观个股定价问题。

第四篇为经验检验,包括第八章与第九章。第八章比较美国、英国与日本的股票市场中影响股票定价的基本因素,证实股票市场的多样性与差异性。第九章分析中国股票市场的系统结构,考察其基本定价因素,以中国股市历史运行脉络,经验证实演化循环理论。

经由系统、全面与深入之分析,本书研究成果大率如下:

第一,梳理演化经济学方法论。达尔文主义乃是演化经济学基本的哲学基础与分析框架,现代演化理论重视并拓宽了批判实在论。演化经济学的基本假设殆有:复杂行为、心智重要、满意假说、不确定性、多样性与历史重要。具体方法有回溯法、个体发生和系统发生相结合的方法、历史和地理的相对性分析方法、比较方法以及动态分析方法。

第二,总结一般性的演化分析框架,即演化结构分析框架与演化过程分析框架。演化结构分析框架可描述为:经济系统是一个多层次的复杂系统,其中含有微观单位与宏观个体群,微观单位与宏观个体群构造不同的系统层级,在不同的系统层级上存在各自的个体发生与系统发生,同时,影响系统演化的变量亦分为不同的层级。虑及思想与知识之功用,经济系统亦可分为表层结构与深层结构。演化过程分析框架可总结为达尔文主义的遗传—变异—选择分析框架、微观演化框架与宏观演化框架,三者基本思想相通。

第三,归纳诸多对于主流金融学的质疑,归结为五层面:实践操作层面、实证检验层面、理论模型层面、理论假设层面与基本方法论层面。对实践操作层面之质疑,主流金融学可置之不理;对实证检验层面之质疑,主流金融学需对原有理论扩展并修正;对理论模型层面之质疑,主流金融学内部逻辑思路须有某些转变;对理论假设层面之质疑,主流金融学须有重大变革;对基本方法论层面之质疑,则颠覆了主流金融学,金融定价理论亟待重新构建。

第四,提出演化循环假说,以下公式即演化循环假说之核心。

$$SI' = F[TROB(fm)] \quad (I)$$

$$TROB(fm) = f[Lx(sz_1, sz_2)] \quad (II)$$

$$SI = F(TR, TO, TF, TI, TE) \quad (III)$$

此三者反映四个层面的演化过程,式(I)反映股票市场价格运动层面与交易者行为层面,式(II)体现股票市场群体思维观念变化层面与交易者行为层面,式(III)映射基础因素层面。上升趋势有三阶段,即股票市场内部流行模式和股票价格的交互影响阶段、股票市场内部和外部基础因素之间的交互影响阶段、股票市场各个层面的投机性交互影响阶段。同样,下降趋势亦有三阶段,即股票市场内部的流行模式缺失与股票价格的交互影响阶段、股票市场内部和外部基础因素的交互影响阶段、股票市场各个层面的非理性交互影响阶段。在宏观层面上,股票价格运动趋势具有持续性,长期而言,上升趋势与下降趋势交替出现,股价变动呈现周期性循环运动。

第五,提出演化定价假说,演化定价假说之简化公式为:

$$r = g' + lx'$$

该式说明,股票投资的预期收益率等于公司经营变化率与流行模式变化率之和,流行模式与股票特质有九种配比组合。股票价格变化体现了产权性与虚拟性的统一,主观意志性与实体经济客观性的统一。

第六,提出演化投资策略,展现市场投资者多样性与策略多样性。所涉策略殆有:趋势投资策略、周期投资策略、流行模式投资策略、长期价值投资策略、消极指数投资策略、综合投资策略与比价效应投资策略。

第七,对影响股票定价的因素予以国际比较与国内经验研究。中国股市存在较为明显的上升趋势与下降趋势,在每一轮上升趋势中均存在较为明显的选股流行模式,其具体特征有所不同,而在下跌趋势中则无流行模式。

本书创新之处有二:其一,应用演化经济学范式考察股票市场,

为一种理论混合,视角全新。其二,提出演化循环与演化定价理论假说,既综合以往诸多股票定价理论,亦堪为一全新之说。

本书研究之意义,存乎理论与实践两方面。就理论意义而言,目前国内理论界对演化金融之研究甚为匮乏,本书希冀补此空白。就实践意义而言,有助于开拓交易者思维方式,指导具体投资操作,并为政府部门提供更具现实性之政策建议。

关键词:演化经济学;股票定价;演化循环假说;演化定价假说

目 录

内容提要·····	1
引 论·····	1
一、问题之提出 ·····	1
二、文献综述 ·····	4
三、研究思路 ·····	8

第一篇 演化理论

第一章 演化经济学方法论 ·····	13
第一节 科学哲学简述 ·····	13
一、科学哲学之含义·····	13
二、科学哲学的演变·····	15
第二节 经济学方法论 ·····	16
一、经济学方法论的含义·····	16
二、经济学方法论的脉络·····	18
三、影响经济学方法论发展的因素·····	22
四、经济学方法论的结构·····	24
五、经济学方法论之功能·····	27

第三节 演化经济学的方法论、基本假设与具体方法	29
一、演化经济学方法论	29
二、演化经济学的基本假设	32
三、演化经济学的具体方法	36
第四节 中国传统哲学之演化观	38
一、世界观:天人合一	38
二、时间因素:大化论	39
三、人与社会:古代人本主义与“兼和”	40
四、理论建构的方法:直觉法	41
第二章 演化经济学理论述析	43
第一节 思想渊源和主要流派	44
一、演化思想和经济理论	44
二、主要流派	46
第二节 演化分析框架	49
一、演化结构分析框架	49
二、演化过程分析框架	51
三、纳尔逊和温特的分析框架	55
第三节 演化理论范畴	59
一、学习、适应和知识理论	59
二、选择过程理论	60
三、企业演化理论	62
四、经济增长的演化观	62
五、制度演化理论	63
第四节 简要评析	65
一、演化经济学方法论评析	66
二、对演化经济学之总体评价	66

第二篇 股票定价理论

第三章 股票定价理论回顾与展望(I)	73
第一节 主流金融学之前的观点	73
一、技术分析	74
二、基本分析	74
三、学术理论分析	77
第二节 主流金融学的定价理论	80
一、主流金融学定价理论的基础假设	80
二、主流金融学定价理论的基本内容	84
第三节 对主流金融学定价理论的质疑	86
一、实践操作层面的质疑	86
二、实证检验层面的质疑	88
三、理论模型层面的质疑	91
四、理论假设层面的质疑	94
五、基本方法论层面的质疑	96
第四节 主流金融学定价理论的修正和发展	97
第四章 股票定价理论回顾与展望(II)	101
第一节 行为金融学	101
一、行为金融学的发展脉络	102
二、投资者的心理特征	102
三、前景理论	106
四、噪声交易	108
五、行为资本资产定价理论	109
六、行为投资策略	110
第二节 其他定价理论	110
一、分形市场假说	110

二、演化资产组合理论	111
三、演化金融理论	112
第三节 股票定价理论的比较和展望	113
一、股票定价理论比较	113
二、演化范式与股票定价问题的沟通性	120

第三篇 基于演化范式之股票定价分析

第五章 股票市场定价因素:直接变量	125
-------------------------	-----

第一节 股票市场的系统层级	125
一、股票市场的微观单位和宏观个体群	125
二、股票市场系统层级结构	126
三、股票市场的个体发生与系统发生	129
四、股票市场系统变量层级	130
第二节 交易主体	131
一、交易者基本假设	132
二、交易者的分类:异质性和多样性	133
三、交易者的行为及行为特征	138
第三节 交易对象	144
一、股票自身的性质	145
二、公司状况与股票价格	146
第四节 交易资金	153
一、货币供给量	154
二、金融发展状况	156
三、交易者的资金状况	158

第六章 股票市场定价因素:间接变量	160
-------------------------	-----

第一节 交易制度	160
一、制度的界定	160

二、一个演化的制度变迁模型	161
三、股票市场交易制度	166
四、交易监管	168
第二节 交易环境	169
一、交易环境的假设	169
二、市场环境	170
三、金融环境	173
四、经济环境	175
五、国际环境	178
第三节 小 结	180
第七章 演化循环与演化定价假说	182
第一节 演化循环假说	182
一、有待解释的现象	182
二、股票价格指数影响因素	184
三、交易策略、交易技巧和交易惯例	185
四、流行模式的演化	191
五、演化循环	195
第二节 演化定价假说	204
一、交易行为和价格变化	205
二、流行模式和个股股票特质	207
三、演化定价	211
第三节 演化投资策略	213
一、演化定价理论的特点	213
二、演化投资策略	216

第四篇 经验证实

第八章 美国、英国、日本股市比较	223
第一节 历史和现状概况比较	223
一、历史渊源	223
二、市场规模	225
三、市场的层次结构	225
第二节 基础定价因素比较	230
一、投资者比较	230
二、上市公司状况比较	234
三、金融系统比较	239
四、制度和监管比较	243
五、国际化比较	245
六、市场运行比较	247
第三节 小结	260
第九章 中国股票市场的结构与运行	262
第一节 历史与现状	262
一、历史脉络	262
二、市场规模	263
三、层级结构	266
第二节 基础定价因素	267
一、投资者	267
二、上市公司状况	272
三、金融系统	283
四、制度和监管	286
五、国际化	299

第三节 中国股市价格演化循环.....	300
一、实证研究回顾	300
二、经验证实	302
第四节 小结与若干建议.....	307
一、小结	307
二、若干建议	308
参考文献.....	310