



国家哲学社会科学成果文库

NATIONAL ACHIEVEMENTS LIBRARY  
OF PHILOSOPHY AND SOCIAL SCIENCES

# 市场有效周期理论的 构建、实证及应用

宋玉臣 著

 中国人民大学出版社



国家哲学社会科学成果

NATIONAL ACHIEVEMENTS LIBRARY  
OF PHILOSOPHY AND SOCIAL SCIENCES

# 市场有效周期理论的 构建、实证及应用

宋玉臣 著

中国人民大学出版社

策划编辑：马学亮 陆 敏  
责任编辑：曾默之 刘 璐  
装帧设计：肖 辉 彭莉莉

### 图书在版编目 (CIP) 数据

市场有效周期理论的构建、实证及应用/宋玉臣著.

—北京：中国人民大学出版社，2015.3

(国家哲学社会科学成果文库)

ISBN 978-7-300-20871-8

I. ①市… II. ①宋… III. ①金融市场—经济周期分析—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 036474 号



### 市场有效周期理论的构建、实证及应用

SHICHANG YOUXIAO ZHOUQI LILUN DE GOUJIAN、SHIZHENG JI YINGYONG

宋玉臣 著

中国人民大学出版社 出版发行

(100080 北京中关村大街 31 号)

涿州市星河印刷有限公司印刷 新华书店经销

2015 年 4 月第 1 版 2015 年 4 月第 1 次印刷

开本：710 毫米×1000 毫米 1/16 印张：26.75

字数：405 千字 印数：0,001 - 1,500 册

ISBN 978-7-300-20871-8 定价：98.00 元

邮购地址 100080 北京中关村大街 31 号

中国人民大学出版社读者服务部 电话 (010) 62515195 82501766



## 作者简介

**宋玉臣** 教授、博士生导师，就职于吉林大学商学院应用金融系。现任吉林大学商学院应用金融系主任，吉林大学数量经济研究基地兼职研究员，主要从事金融市场、资本运营和证券投资等方面的研究。1988年毕业于东北师范大学获得经济学学士学位；1998年毕业于东北师范大学获得经济学硕士学位；2006年毕业于吉林大学获得数量经济学博士学位。在《金融研究》、《数量经济技术经济研究》、《社会科学》、《经济学家》、《社会科学战线》、《江汉论坛》、《吉林大学社会科学学报》等刊物发表论文30余篇。作为项目负责人主持国家自然科学基金面上项目1项、教育部人文社会科学规划项目1项。

# 《国家哲学社会科学成果文库》

## 出版说明

为充分发挥哲学社会科学研究优秀成果和优秀人才的示范带动作用，促进我国哲学社会科学繁荣发展，全国哲学社会科学规划领导小组决定自2010年始，设立《国家哲学社会科学成果文库》，每年评审一次。入选成果经过了同行专家严格评审，代表当前相关领域学术研究的前沿水平，体现我国哲学社会科学界的学术创造力，按照“统一标识、统一封面、统一版式、统一标准”的总体要求组织出版。

全国哲学社会科学规划办公室

2011年3月

## 成果简介

本书对有效市场假说进行了修正与发展，构建了市场有效周期理论，并运用具有代表性的股票市场数据进行了实证检验。运用该理论可以解决金融投资理论与投资实践的二重分歧。并且本书从六个方面系统地研究了市场有效周期理论的应用价值。

从近几十年金融投资理论与实践发展的历程看，我们清晰地发现其存在着两大严重分歧。从理论上讲，以有效市场假说为基石的标准金融学遭到以行为金融学为代表的理论学说的广泛质疑；从金融投资理论对投资实践的应用性上看，以巴菲特、彼得·林奇等为代表的伟大实践者取得的巨大成功却不是对已有的所谓成熟金融投资理论的运用。我们把金融投资理论上的分歧、金融投资理论与投资实践的分歧称为二重分歧。本书提出了市场有效周期这一创新性理论，并运用国内外股票市场的数据进行了实证检验，在解决现代金融学理论与金融实践的二重分歧上取得了突破性进展。

有效市场假说是标准金融学的基石，其理论价值以 2013 年的诺贝尔经济学奖被颁发给有效市场假说的创立者法玛 (Fama) 为最好的证明。不过，对有效市场假说的争论自它诞生以来却一刻也没有停息过，它的致命缺陷是其假设检验时点有效，即在任何一个时点上证券价格都即时、准确地反映所有信息，这一理想化的约束条件不仅使该理论存在着巨大的缺陷，而且使得其应用价值大打折扣。我们认为市场不会在每一个时点上都有效，只有从一个时间段上看市场才会有效，即存在有效周期。因此，我们提出了市场有效周期理论。所谓市场有效周期理论就是必然存在着一个足够长的时间周期，使证券价格充分反映该时间段内的所有信息，市场即有效市场。如果把有效

市场假说的“时点有效”换成“有效周期（或时期有效）”，那么证券市场就存在有效周期。从理论上讲，行为金融学实证研究所揭示的大量异象只是否定了时点有效，并没有否定时期有效。如果把有效市场假说的市场有效定义为有效周期，则解决了这一理论上的巨大分歧。从金融实践上看，以巴菲特、彼得·林奇为代表的成功实践者恰恰是利用了时点无效做买入操作，再利用有效周期，即实现向内在价值回归后做卖出操作获得超额利润。

本书提出的市场有效周期理论可以解决现代金融投资理论和投资实践的二重分歧，并且本书运用均值回归理论及其实证研究方法来说明市场存在有效周期，这是本项研究的重要支撑。该研究对现代金融学理论的发展应该是个有益的探索甚至伟大的尝试，具有一定的理论突破性。

本项研究的学术创新主要体现在以下几个方面。

(1) 理论创新。第一，对现代金融投资理论进行系统研究，找出金融投资理论的争论的关节点，即金融投资理论与实践的二重分歧。第二，提出并构建市场有效周期理论，合理地解决了现代金融投资理论与实践的二重分歧。第三，提出了具有创新性的概念，“均值有效”和“平均理性”；“长期有效”和“长期理性”。针对标准金融学提出的“理性人”和“无风险套利”，行为金融学提出的“有限理性”与“有限套利”。我们在这里提出“长期理性”和“长期无风险套利（即均值回归）”两个新的范畴。

(2) 应用性创新。第一，运用市场有效周期理论分析了股票市场的价格发现功能，只要股票市场收益率呈均值回归，市场就具有价格发现的功能，而且回归周期越短市场价格发现功能越强。第二，提出并检验了股票市场与经济增长匹配周期。从某一个时点上看，二者背离是常态现象，从长期看，匹配周期一定存在，只是周期长短具有随机性。第三，运用市场有效周期理论找到了股票市场政府行为的科学依据，即股票市场失灵与政府矫正。第四，运用市场有效周期理论区分并分析了宏观内幕交易和微观内幕交易，研究了如何提高股票市场的信息反映效率。第五，运用市场有效周期理论揭示股市泡沫破裂与金融危机的形成机理，金融危机的形成是泡沫累积后非对称均值回归的结果。第六，运用市场有效周期理论为长期投资策略找到了理论依据。

# 前 言

从近几十年金融学理论与实践发展的历程看，我们发现其清晰地存在着两大严重分歧。从理论上讲，以有效市场假说为基石的标准金融学遭到以行为金融学为代表的理论学说的广泛质疑；从理论对金融实践的应用性上看，以巴菲特、彼得·林奇等为代表的伟大实践者取得的巨大成功却不是对已有的所谓成熟的金融学理论的运用。我们把金融学理论的分歧、金融投资理论与金融投资实践的分歧称为二重分歧。

本书提出了市场有效周期这一创新性理论，并运用国内外股票市场的数据进行了实证检验，在解决现代金融学理论与和金融实践的二重分歧上取得突破性进展。同时，从应用的角度进行了分析与研究，这是创新性的进一步延伸与扩展。

有效市场假说在金融学说领域甚至经济学领域的影响都非常大，它是标准金融学的基石，这种理论价值以 2013 年的诺贝尔经济学奖被颁发给有效市场假说的创立者法玛（Fama）为最好的证明。但对有效市场假说的争论却自它诞生以来一刻也没有过停息，它的致命缺陷是其假设检验时点有效，即在任何一个时点上证券价格都即时、准确地反映所有信息，这一理想化的约束条件不仅使得其应用价值大打折扣，也使得该理论存在着巨大的缺陷。

所谓市场有效周期理论就是必然存在着一个足够长的时间周期，使证券价格充分反映该时间段内的所有信息，市场即有效市场。如果把有效市场假说的“时点有效”换成“有效周期（或时期有效）”，那么证券市场就存在有效周期。从理论上讲，行为金融学实证研究所揭示的大量异象只是否定了



“时点有效”，并没有否定“时期有效”。如果把有效市场假说的市场有效性定义为有效周期，则解决了这一理论上的巨大分歧。从金融实践上看，以巴菲特、彼得·林奇等为代表的成功实践者恰恰是利用了时点无效做买入操作，再利用有效周期，即实现向内在价值回归后做卖出操作获得利润。

本书提出的市场有效周期理论可以解决现代金融学理论和实践的二重分歧，并且本书运用均值回归理论及其实证方法来证明市场有效周期理论，这是本项研究的重要支撑。该研究对现代金融学理论的发展应该是个有益的探索甚至伟大的尝试，具有一定的突破意义。我们主要提出的具有创新性的概念包括“均值有效”和“平均理性”；“长期有效”和“长期理性”；针对标准金融学提出的“理性人”和“无风险套利”，行为金融学提出的“有限理性”与“有限套利”，我们在这里提出“长期理性”和“长期无风险套利（即均值回归）”两个新的范畴。

全书的基本结构，主要有以下几个方面。

第一，对金融投资理论的发展历程进行梳理加评述。具体包括：传统金融投资理论；标准金融投资理论；行为金融投资理论。分析了金融投资理论与实践的二重分歧，具体包括：标准金融学与行为金融学的分歧；金融投资理论与实践的分歧。提出了具有创新意义的市场有效周期理论并找到了实证检验方法证明该理论的科学性。第1章至第4章是市场有效周期理论的构建与实证检验；第5章至第10章是市场有效周期理论的应用。

第二，从市场有效周期理论的应用性上我们提出以下具有一定创新性的理论：（1）均值回归与价格发现功能及实证检验。均值就是股票的内在价值，而向内在价值回归的过程就是价格发现的过程。价格发现是股票市场的基本功能，即通过股票市场自身的调节机制，在价格偏离内在价值时，使股票价格向内在价值回归的过程。市场具有自动矫正价格对内在价值偏离的功能，即当股票价格高于或低于内在价值时都会自动矫正其定价偏差。只有股票价格反映其内在价值，才能真正发挥股票市场有效筹集资金和资源优化配置的功能，使股票价格反映上市公司的内在价值，进而使整个股票市场反映宏观经济的变动状况。当股票价格过高形成泡沫时，理性套利者会通过卖出股票的行为最终起到抑制股票价格的上涨并减轻泡沫程度的作用；当股票价格过低形成负泡沫时，理性套利者会通过买入股票行为最终推动股票价格上

升并使股票价格向其内在价值回归。在某一个时点上股票价格可能会高于或低于其内在价值，具有极强的随机性。但从一个足够长的时间段上看，股票价格具有均值回归的特性，就是“指证券价格无论高于或低于价值中枢（或均值）都会以很高的概率向价值中枢回归的趋势”。也就是说，从短期来看，股票价格可能会高于或低于股票的内在价值，甚至可能会偏离其内在价值很远。从一个较长的时间来看，偏离内在价值的股票价格会向其内在价值回归，发挥价格发现这一股票市场的基本功能。（2）政府调控的目标就是缩短有效周期。从政府调控的角度讲，政府调控就是尽可能缩短市场有效周期，提高市场对信息的反应效率，最终使股票市场能够更好地反映国家宏观经济的变动情况。从根本上讲，股票市场不会到达法玛意义上的有效，股票市场也会和其他市场一样出现失灵的情况。矫正市场失灵与促进市场有效是政府的重要功能。政府对股票市场的调控实际上是包括政府在内的各行为主体的博弈过程，这些主体有投资者、上市公司、金融中介等。由于市场行为并不会达到最优，市场失灵是一种常态现象，政府调控就成为股票市场健康发展的重要推动因素。关于股票市场中的政府行为在理论界争论颇多，这些争论更主要地不是从质上对政府行为进行肯定或否定，而是讨论从量上如何给股票市场的政府行为合理定位，规范的政府行为是规范股票市场的重要步骤。政府作为规则的制定者，有时还参与市场调控甚至直接参与市场交易，其地位的特殊性显而易见，在这些不可回避的事实面前，我们对股票市场政府行为的基本判断就是，政府行为是决定股票市场有效性的重要因素之一。纵观世界股票市场发展近百年的历史，无论是发达国家还是发展中国家，股票市场的发展历史都留下了政府行为的深深印记。（3）基于市场有效周期理论的股票市场与经济增长匹配周期研究。反映股票市场变化的股价指数与反映经济增长变动的 GDP 增长率之间出现背离只是暂时现象，在一个足够长的时间段内二者一定相互匹配。在某一个时点上或时间段内股票市场走势与经济增长之间表现为相互背离是一种常态现象，理论界大量的实证研究得出的结论表明，股票市场与经济增长背离的主要原因是样本区间的选择问题。我们研究该问题的关键不是检验二者是否背离，而是找出二者匹配的时间周期。匹配时间周期越短，股票市场对经济增长的反映效果越好；匹配周期越长，股票市场对经济增长的反映效果越差。本书运用美国、日本等发达国家数据

进行了实证检验并证明了我们提出的股票市场与经济增长具有匹配周期这一论点。(4) 从市场有效周期理论出发研究信息传递效率问题,即信息不对称、信息传递效率及内幕交易问题。信息不对称及内幕交易概括起来说都是信息传递效率问题,从强型有效市场的角度讲内幕交易是最高层次的信息传递效率问题。在这里我们把信息不对称及内幕交易分成宏观信息不对称及内幕交易与微观信息不对称及内幕交易。宏观信息不对称及内幕交易是相对于整个市场系统性风险而言的,微观信息不对称及内幕交易是相对于市场中个别证券的非系统性风险而言的。对待内幕交易的对策应有所不同,内幕交易与信息不对称对市场有效周期的长度构成直接影响。从有效周期的角度看,内幕交易也会反映在证券价格中,这说明市场一定存在有效周期,也从另一个角度证明了本书提出的市场有效周期假说。(5) 市场有效周期与非对称均值回归及金融危机的形成机理。从市场有效周期理论的角度研究金融危机问题,研究中我们可以得出两个结论:一个是市场有效周期的存在具有必然性,只不过有的股票市场有效周期较长,有的股票市场有效周期较短。有效周期越短,股票市场对经济增长的反应越充分;另一个结论,既然市场有效周期的存在具有必然性,那么均值回归就具有必然性,只不过均值回归的时间长度和速度都具有随机性,从回归周期的长度上看,有的情况下回归周期较长,有的情况下回归周期较短。从回归的速度上看,有的情况下回归速度较快,有的情况下回归速度较慢。快速回归就会导致股票价格在短期内暴跌并直接表现为金融危机。因此,从市场有效周期的角度看,应该防止股票价格上涨过多,形成股票市场泡沫,以避免金融危机的发生,泡沫是股票价格脱离均值最为显著的表现。因为金融危机的主要表现形式就是资产价格暴跌,如果没有严重脱离均值的泡沫,那么就很难有资产价格暴跌的空间。(6) 市场有效周期理论与长期投资策略研究。从投资策略的角度讲,市场有效周期理论为长线投资者的理性投资提供了理论依据,均值回归如果没有时间长度约束的话,那么这种现象的发生具有必然性。其实均值就是股票的内在价值,从长期看市场具有发现价格的功能,股票价格偏离内在价值只是暂时现象,在一定的时间长度内市场一定会矫正其短期随机性所造成的定价偏差,矫正自身定价偏差和发现价格是市场经济的内在属性。巴菲特取得的巨大成功实际上就是对市场有效周期假说的一个证明。即“价值投资最基本的

策略是利用股票价格与企业价值的背离，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票，在股票价格上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润”。从证券投资理论与实证研究的结果看，短期行为应该被定义为投机，长期行为应该被定义为投资。投资行为比投机行为成功的概率要高得多。立足长远、立足理性、立足投资是成功投资的必备条件。

这部专著是凝聚我多年心血的学术成果。第一，我要对“国家哲学社会科学成果文库”表达深深的谢意，这样的机会对我的学术研究是一个巨大的鼓舞和激励，在学术的道路上我要倍加努力。第二，我要感谢吉林大学数量经济研究中心这个培养我成长的摇篮，这里云集了数量经济研究领域的众多学术精英，这里的学术氛围培养了我，鼓舞了我。第三，我要感谢对本项研究提出宝贵意见的张屹山教授、赵振全教授、陈守东教授、丁志国教授等。第四，我的博士生和硕士生都为市场有效周期理论的研究作出了非常大的贡献，学生们主要承担数据查找和实证分析工作。他们是博士生李楠博、季宇、王宇洋、李连伟、臧云特以及硕士生李娜、邵佳航、孙琦等。第五，我要特别感谢的是我的爱人马秋艳女士，她的默默支持与鼓励让我有时间和信心完成这项学术成果。

本书的实证研究主要以股票市场为例。

本专著的研究起点是对有效市场假说这一重大理论进行修正，提出了市场有效周期理论，并运用国内外股票市场数据进行了实证检验。在解决现代金融投资理论与金融投资实践二重分歧上取得了突破性进展，并且从六个方面研究了市场有效周期理论的应用性。希望得到金融投资理论界同仁的指正。

宋玉臣

2014年12月2日 星期二

于长春方正家园

# 目 录

<b>第 1 章 金融投资理论的历史演变</b> .....	(1)
1.1 传统投资理论 .....	(1)
1.2 组合投资理论 .....	(17)
1.3 行为金融投资理论 .....	(24)
<b>第 2 章 现代金融投资理论与投资实践的二重分歧</b> .....	(36)
2.1 现代金融投资理论与投资实践二重分歧概述 .....	(36)
2.2 现代金融投资理论的理论分歧 .....	(37)
2.3 现代金融投资理论与金融投资实践的分歧 .....	(50)
<b>第 3 章 市场有效周期理论的构建及对二重分歧的解释</b> .....	(54)
3.1 市场有效周期理论的构建 .....	(54)
3.2 市场有效周期理论对标准金融学与行为金融学分歧的解释 .....	(62)
3.3 市场有效周期理论对巴菲特成功投资实践的解释 .....	(64)
<b>第 4 章 市场有效周期理论的实证研究</b> .....	(66)
4.1 市场有效周期理论的实证分析路径 .....	(66)
4.2 实证检验及结论 .....	(68)
<b>第 5 章 基于市场有效周期理论的股票市场价格发现功能研究</b> .....	(75)
5.1 价格发现功能概述 .....	(75)

5.2	价格发现功能的研究文献	(78)
5.3	股票市场价格发现功能的实证研究	(82)
5.4	完善我国股票市场价格发现功能的对策	(89)
<b>第6章</b>	<b>基于市场有效周期理论的股票市场政府行为博弈分析</b>	<b>(105)</b>
6.1	政府行为概述	(106)
6.2	股票市场政府行为问题研究现状	(118)
6.3	股票市场的政府失灵	(130)
6.4	股票市场政府行为的博弈分析	(140)
6.5	股票市场政府风险及其防范	(156)
<b>第7章</b>	<b>基于市场有效周期理论的股票市场与经济增长匹配周期研究</b>	<b>(170)</b>
7.1	股票市场与经济增长匹配周期问题提出	(170)
7.2	股票市场与经济增长相关性研究述评	(174)
7.3	实证检验方法的选择	(178)
7.4	美国股票市场与经济增长匹配周期的实证检验	(188)
7.5	日本股票市场与经济增长匹配周期的实证检验	(214)
7.6	中国股票市场与经济增长匹配周期的实证检验	(226)
7.7	结论与启示	(238)
<b>第8章</b>	<b>基于市场有效周期理论的信息传递效率与内幕交易问题研究</b>	<b>(255)</b>
8.1	信息不对称与内幕交易行为研究述评	(256)
8.2	信息不对称与内幕交易的理论研究	(262)
8.3	信息不对称和内幕交易的实证研究	(270)
8.4	结论与启示	(293)
<b>第9章</b>	<b>基于市场有效周期理论的非对称均值回归与金融危机的形成机理</b>	<b>(295)</b>
9.1	非对称均值回归与股票市场泡沫破裂	(296)
9.2	非对称均值回归与金融危机形成的理论分析	(304)

---

9.3 实证模型选择 .....	(316)
9.4 数据选取与实证研究 .....	(320)
9.5 结论与启示 .....	(333)
<b>第 10 章 基于市场有效周期理论的股票长期投资策略研究 .....</b>	<b>(337)</b>
10.1 长期投资策略概述 .....	(337)
10.2 短期走势随机漫步与长期收益率均值回归 .....	(341)
10.3 长期投资策略的基本思想 .....	(344)
10.4 长期投资心理的行为金融学解释 .....	(354)
附录 50 只个股月度收益率均值回归实证检验 .....	(363)
<b>参考文献 .....</b>	<b>(372)</b>
<b>索 引 .....</b>	<b>(403)</b>

# CONTENTS

<b>Chapter 1</b>	<b>The Historical Evolution of Financial Investment Theory</b>	.....	(1)
1.1	Traditional Investment Theory	.....	(1)
1.2	Combinational Investment Theory	.....	(17)
1.3	Investment Theory in Behavioral Finance	.....	(24)
<b>Chapter 2</b>	<b>Double Differences between Modern Financial Investment Theory and Modern Financial Investment Practices</b>	.....	(36)
2.1	Summary of Double Differences between Modern Financial Investment Theory and Practices	.....	(36)
2.2	Theoretical Controversies on Modern Financial Investment Theory	.....	(37)
2.3	Differences between Modern Financial Investment Theory and Modern Financial Investment Practices	.....	(50)
<b>Chapter 3</b>	<b>Effective Cycle of Market Theory: Construction and Explanation for Double Differences</b>	.....	(54)
3.1	Construction of Effective Cycle of Market Theory	.....	(54)
3.2	Explanation for Differences between Standard Finance and Behavioral Finance in Effective Cycle of Market Theory	.....	(62)
3.3	Explanation for Buffett's Successful Investment Behavior in Effective		



Cycle of Market Theory .....	(64)
<b>Chapter 4 Empirical Study on Effective Cycle of Market Theory .....</b>	<b>(66)</b>
4.1 Empirical Study Path of Effective Cycle of Market Theory .....	(66)
4.2 Empirical Test and Conclusions .....	(68)
<b>Chapter 5 Study on the Function of Price Discovery Based on Effective Cycle of Market Theory .....</b>	<b>(75)</b>
5.1 Summary of the Function of Price Discovery .....	(75)
5.2 Research Literature on Function of Price Discovery .....	(78)
5.3 Empirical Test on the Function of Price Discovery in Stock Market .....	(82)
5.4 Improve the Function of Price Discovery in Stock Market in China .....	(89)
<b>Chapter 6 Game Analyses of Government Actions Based on the Effective Cycle of Market Theory in Stock Market .....</b>	<b>(105)</b>
6.1 Summary of Government Actions .....	(106)
6.2 Research Situation of Government Actions in Stock Market .....	(118)
6.3 Government Failure in Stock Market .....	(130)
6.4 Game Analyses of Government Actions in Stock Market .....	(140)
6.5 Government Risk and Prevention in Stock Market .....	(156)
<b>Chapter 7 Research on Matching Period of Stock Market and Economic Growth Based on the Effective Cycle of Market Theory .....</b>	<b>(170)</b>
7.1 Propose the Problem of Matching Period of Stock Market and Economic Growth .....	(170)
7.2 Research Commentary of the Correlation between Stock Market and Economic Growth .....	(174)