

The background of the cover features a dark green, semi-transparent grid with various financial charts and data points. On the left side, there are several line graphs and bar charts. The right side shows a list of numbers, likely stock prices or market indices, arranged in a column. The overall aesthetic is professional and data-driven.

中国 资本市场 预期

ZHONGGUO
ZIBEN SHICHANG
YUQI

江世银 著

 商务印书馆

本书获中国博士后科学研究基金和
西南财经大学学术专著出版基金资助

中国资本市场预期

江世银 著

商务印书馆

2005年 第 三 版

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场预期/江世银著. —北京:商务印书馆,
2005

ISBN 7-100-04424-3

I. 中… II. 江… III. 资本市场—合理预期(经济学)—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 031988 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG YUQI

中国资本市场预期

江世银 著

商务印书馆出版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

商务印书馆发行

北京瑞古冠中印刷厂印刷

ISBN 7-100-04424-3/F·540

2005年11月第1版 开本 850×1168 1/32

2005年11月北京第1次印刷 印张 12½

印数 4 000 册

定价: 21.00 元

序

预期作为一种心理行为倾向,已广泛地存在于我们的经济生活之中并对整个社会生活,甚至政治活动产生着深刻的影响。正确的预期有利于社会经济的良性运行和协调发展,在某些情况下,它甚至还是经济建设能否取得成功的关键。因此,经济学界越来越重视对人类心理预期与行为的研究,在这方面,一些西方国家走在了前列。这些西方国家不仅有发达的货币信用体系,而且有完善的资本市场。预期心理因素等对资本市场的发展和完善的作用和影响是普遍存在着的。一些西方经济学家探讨过资本市场上的预期问题。它们获得了完整的理性预期理论认识,建立了一些资本市场的预期模型,总结了资本市场预期发展的规律,有大量值得我们借鉴的地方。它们的资本市场预期理论能否运用于中国资本市场预期问题的研究,存在着一个本土化、中国化的问题。对于不完全是在此背景和基础上发展起来的中国资本市场来说,只能结合中国资本市场预期模型,才能形成有中国特色的预期理论学派,才能提出切合货币信用体系不发达、资本市场发展时间短这一现状的中国资本市场预期问题的解决对策和办法。

对于资本市场,我一直关注这一领域的研究。江世银博士毕业于中国人民大学,到西南财经大学作博士后研究前曾在《经济研究》(2000)上发表过“论信息不对称条件下的消费信贷市场”、在

《经济理论与经济管理》(2001)上发表过“预期对我国消费信贷的影响”,已经获得了有关预期的基本认识。他原本是打算研究中国预期问题的,包括预期收入、预期支出、通货膨胀(紧缩)预期、消费信贷预期、资本市场预期等,不用说,题目是够大的。后来,我要求他逐步缩小题目,仅研究上述某个方面就足够了。他根据自己的兴趣和已有的研究基础,最终落实到迄今为止国内外还没有进行过系统研究的《中国资本市场预期》这一颇有意义的题目上来。中国资本市场是一个不确定的、风险和不对称的市场,因而是一个充满预期因素作用和影响的市场。当然,题目越小,难度也就越大。我也要求他将预期和博弈结合起来进行深入的研究,得出了预期行为在本质上也是一种博弈行为的初步认识。

《中国资本市场预期》一书立足于理论前沿和实际需要,提出了一个中国资本市场预期问题研究和分析的基本框架,不仅是国内第一部比较系统地概述这方面理论进展和争论的学术成果,而且还是具有独创性的学术专著。其主要特点是:它不是把预期理论作为一种经济学流派加以论述,而是把它作为一种新经济心理投资问题来考察。通读全书,有以下特色:

第一,重大的研究意义。该书针对目前中国资本市场发展中存在的预期问题,选题很有实际意义和现实针对性,研究成果对中国资本市场现阶段解决消极预期问题、发挥积极预期作用具有一定理论指导意义和实践参考价值。它突破了传统资本市场理论和预期理论简单地以理性化构建市场的思想,以心理学对资本市场投资决策心理的研究成果为依据,详细地研究了不同的心理预期对投资者行为所产生的作用和影响,充分考虑了市场因素与人的心理因素的作用,为人们更好地研究中国资本市场预期问题提供

了一个新的视角,使人们对资本市场的研究更贴近实际。

第二,多学科的综合研究。该书运用理论经济学、数量经济学、金融学、心理学、社会学等学科对中国资本市场预期问题进行了研究。针对人们对中国资本市场预期问题的认识和实践,国内还没有建立起适合中国资本市场预期问题的数学模型以及西方发达资本主义国家资本市场预期的理论与方法还没有全面系统地被我国投资者们所掌握的现实情况,该书试图从理论经济学、数量经济学、金融学、心理学、社会学等多学科进行综合分析,从理论上对它们的理论观点、主要模型、分析方法运用于中国资本市场预期的特征、作用和影响进行研究,由此提出切合中国实际的解决对策。

第三,清晰的探索思路。资本市场中的预期问题是现代宏观经济学研究的热点问题之一,学术界的研究主要集中在资本市场的投机预期、宏观经济政策与个体预期以及预期的形成机理等方面,但国内对资本市场不确定性预期行为的系统研究还不多见。在我国资本市场发展的实践中,理论界对中国资本市场难以理想发展的原因进行了种种探索,获得了许多共识,但却都忽视了预期收益不确定性对资本市场的作用和影响。通读该书可以看出,它是沿着信息、不确定性和风险这条主线层层进行分析的。

第四,众多数学模型的建立。预期本身是一种心理现象,难以直接进行量度。特别是要对中国资本市场投资的预期收益、不确定性预期、风险预期建立数学模型、进行量化研究是有相当困难的。该书借鉴西方资本市场预期收益数学模型,结合中国资本市场预期问题的实际,初步建立了中国资本市场预期收益的数学模型,包括支付信息成本后产生的预期收益模型、预期收益函数模型、不确定性状态下的投资预期收益模型、具有风险状态下的预期

4 中国资本市场预期

收益模型、证券投资组合的预期收益模型、均衡的预期收益模型、投资者预期收益贴现模型和债券投资预期收益模型等。众多的模型是在不同投资约束条件下的函数关系。它们基本上反映了中国资本市场预期问题的实际,为切实提出解决对策提供了基本的科学依据。该书的创新正是体现在不同投资约束条件下的众多数学模型的建立和分析。

由于中国资本市场存在的时间不长,资料不是很多,许多中国资本市场预期现象有待于进一步深入研究,包括研究视角、研究内容、研究方法都应该作出有中国特色的研究来。例如,该书仅是推出孔明预期这一概念,但并没有结合实际进行中国资本市场孔明预期分析;又如,政府对中国资本市场的行政干预会对投资者的预期产生什么作用和影响;中国投资者心理预期与西方投资者有哪些不同;从一个相对封闭的资本市场向一个相对开放的资本市场过渡的时期,投资者的预期会发生什么样的变化;国际资本市场预期的传导机制过程以及中国传统文化下投资者对西方资本市场预期理论的理解与困惑;等等。这些都是很值得深入、系统研究的重要课题。我相信有兴趣的人们会获得这些深刻认识的。

刘 锡 良

2005年2月15日

目 录

导论	1
1. 问题的提出及本书的研究意义	1
2. 国内外学者对资本市场预期问题的研究现状综述	6
3. 本书的研究框架和主要内容	28
4. 本书的主要研究方法	33
5. 本书研究的难点、创新之处和不足	36
1. 基本概念界定	39
1.1 资本市场	40
1.2 预期	44
1.3 信息	48
1.4 不确定性	52
1.5 风险	58
1.6 其他	63
2. 资本市场预期理论:文献回顾与评论	64
2.1 西方经济学者对资本市场预期理论的研究	65
2.2 我国经济学者对资本市场预期理论的研究	87
2.3 各种不同的资本市场预期理论	93
2.4 简要的评述	97
2.5 前人研究的启示和意义	98

2 中国资本市场预期

3. 预期问题的一般理论分析	100
3.1 预期的产生及其发展	100
3.2 预期的种类和发展阶段	111
3.3 预期的传导机制和调整	115
3.4 预期对经济运行影响的性质	119
3.5 预期的特征	122
3.6 预期作用的测定方法	129
3.7 预期心理	135
3.8 预期行为的本质是一种博弈行为	137
3.9 影响预期作用发挥的因素	143
4. 资本市场与预期的关系分析	148
4.1 资本市场预期的普遍性	149
4.2 预期作用于资本市场投资需求的传导机制分析	155
4.3 预期与资本市场投资供求变动分析	157
4.4 预期收益弹性概念	163
4.5 预期收益率与实际收益率	166
4.6 资本市场的风险与预期	168
4.7 影响资本市场价格预期和投资收益预期变化的 因素	178
4.8 预期收益的实质	188
5. 预期对中国资本市场的作用和影响	191
5.1 充满预期因素作用 and 影响的中国资本市场	192
5.2 融资杠杆变化和暗含的现金流量变化对预期 收益的作用和影响	202
5.3 中国资本市场效率与预期的关系	205

5.4	有效的股票市场与股票投资的预期收益	212
5.5	投资收益预期与风险预期对资本市场投资 需求的影响	213
5.6	乐观与悲观情绪的心理预期对中国资本市场 价格的影响	217
5.7	预期对居民储蓄转化为资本市场投资的作用和 影响	224
5.8	预期对中国资本市场作用和影响的检验	232
6.	中国资本市场预期问题的表现	239
6.1	资本市场投资	239
6.2	投资预期	249
6.3	投资膨胀预期和投资紧缩预期	255
6.4	中国资本市场预期形成的阶段	263
6.5	中国资本市场预期的特征	268
6.6	中国资本市场预期存在的问题	274
6.7	由信息、不确定性和风险引起的资本市场 预期问题表现	279
7.	中国资本市场投资预期收益模型的建立	283
7.1	资本市场预期价格	284
7.2	预期的学习成本	290
7.3	不同信息条件下的投资预期收益及支付信息 成本后产生的预期收益模型	293
7.4	不确定性状态下的投资预期收益模型	303
7.5	存在风险条件下的投资预期收益模型	306
7.6	资本市场证券投资组合的预期收益模型	320

4	中国资本市场预期	
7.7	均衡的预期收益率模型	323
7.8	债券投资的预期收益模型	324
7.9	投资者预期收益贴现模型	330
8.	解决中国资本市场预期问题的对策	334
8.1	提供和保证充分的信息,发挥投资预期的积极作用	335
8.2	减少投资者对资本市场投资不确定性的预期	341
8.3	减少投资者对资本市场投资风险的预期	347
8.4	继续深化国有企业改革,提高上市公司质量,增强投资者对经济景气和股票价格指数的乐观预期	351
8.5	引导投资者树立正确投资理念,发挥股市的财富效应,变紧缩投资预期为扩张投资预期	354
8.6	充分发挥预期的作用,努力实现国家的宏观经济政策效应	356
8.7	建立完善的社会保障制度和体系,减少流动性偏好,引导投资者形成正确的体制变迁预期	361
8.8	切实作好预期的正面宣传和引导	364
9.	结束语	369
9.1	重要结论	369
9.2	尚待研究的问题	370
	参考文献	374
	后记	384

导 论

金融是现代经济的核心,资本市场又是金融的核心,所以处于核心的核心的资本市场是同现代经济密切相关的。现代经济的发展,离不开资本市场的繁荣和稳定。资本市场是现代市场经济体系中最重要、最发达、最接近完全竞争状态的组成部分,预期是与资本市场相伴而产生和发展并且发挥作用和影响的。中国资本市场是在现代经济发展过程中诞生的,它的发展为各类市场主体提供了巨大的资金融通。一个高效的资本市场能够起到有效配置资源、消除资金瓶颈、促进经济发展的作用。但是,长期以来,中国资本市场定位于为国有企业改革服务,绝大多数上市公司是由国有企业改制而来的,资本市场为国企改革作出了重大贡献,但同时也积累了大量的问题。在以市场为取向的改革过程中,我国商品市场的培育和完善一直走在前面,而要素市场特别是处于核心地位的资本市场的发展却是滞后的。可以说,中国资本市场的发展仅处在市场化的初期阶段,存在着许多问题需要研究并加以解决,特别是像预期这样的心理问题更是如此。

1. 问题的提出及本书的研究意义

预期作为一种心理行为倾向,已广泛地存在于我们的生活之

2 中国资本市场预期

中并对整个经济生活产生着深刻的影响。正确的预期有利于社会经济的良性运行和协调发展;不正确的预期则对整个社会的经济生活产生消极影响。预期联结着经济活动的现在和未来,联结着微观经济和宏观经济。由于经济学研究的大部分内容和许多决策都是未来取向的,因而在现实生活中,对各种经济变量的预期如投资预期收益、上市公司的预期利润随处可见,这些指标通常被市场上的投资主体作为可利用信息并由此形成预期的依据。资本市场中的预期问题是现代宏观经济学研究的热点问题之一,学术界的研究主要集中在资本市场的投机预期、宏观经济政策与个体预期以及预期的形成机理等方面,但国内对资本市场股民预期行为的系统研究还不多见。投资者对此普遍关注,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”,“股市人气很旺,股指又攀新高”,或者“投资者预期有待调整,股市前景难测”之类的说法。许多人都认为,人们的“主观”预期以及市场的“客观”信息的传递,都会对资本市场的价格、供求和投资收益起举足轻重的作用。“资本市场本身就是以人的本性、人的利益关系以及人的心理预期为本源组成的。”^① 投资者更是会根据自己掌握的信息,对资本市场的走向进行估计和判断。这似乎是一种人人都能领悟到的“常识”。然而,要对这种“常识”提出一套严格的理论体系和建立切合实际的数学模型,并进行系统的研究,其难度是可想而知的。

大型公司、研究机关和政府的有关部门,可能有一些投资收益

^① 邓乐平:“效率与公平——有关中国资本市场发展中几个问题的探索”,载《财经经济》2001年第8期。

预期模型,也经常做些预测工作。但实际上,即使是这些预期模型也在很大程度上受操作者自身的预期影响。当模型的预测值与自己的预期相差太多时,大多要对模型提出疑问并加以修正。即使是预测模型,要预测的对象在很大程度上是公众的预期,这好像是预测者的预期与被预测者的预期在作博弈。因此,预期中模型所占的地位看来并不重要,重要的还是每个投资者的主观预期。投资是为了获得更多的预期收益以满足未来消费而牺牲当前的消费,以在整个时间跨度上获得最大预期收益的经济行为。假设投资没有风险,即未来的投资收益是确定的,当投资者边际替换率、预期收益率、由供求决定的实际收益率三者相等时,投资者就达到了最优决策,社会资源达到最优配置。但是,资本市场的投资风险,即投资未来预期收益的不确定性是一种客观存在,要达到其最优决策是很困难的。对资本市场风险的准确度量、对风险资产投资的定价和确定预期收益的多少正是现代资本市场理论研究的核心内容。长期以来,投资者的决策行为大多依赖于实践中总结出来的格言警句以及在此基础上发展起来的投资计划,还没有上升到理论的高度。投资者预期就是在此背景下形成和产生的。

现在,人们在理论上已开始重视预期对社会、经济的影响(李拉亚,1994),但对于如何减少或降低不良影响、发挥积极作用、引导资本市场投资者形成正确的预期则没有足够的理论说明。要回答这个问题,必须要注意解决两个问题。一是预期是否可以调节?二是如何进行预期调节?如果说预期是确定的,可以用某种数学方法或复杂的计量经济模型测定出来,那么这种预期的特定性就会对投资的增加起限制作用。在这个限度内,投资增加或许是可

4 中国资本市场预期

能的。问题是现实中的情况很不确定,特别是对于发展时间短、又很不规范的中国资本市场来说,不但一般投资者无法确切地知道下年进行投资的预期收益或预期损失,就是为政府出谋划策的某些经济学家也拿不出一个具体的百分率。这就出现了中国资本市场的预期问题。

中国资本市场预期问题的提出,是对现代金融理论的重大挑战,其意义不仅仅在于其学术上的价值,而更在于它提出了一种具有可操作性的投资理念。投资者和投机者如何形成他们的预期,他们的预期又如何影响资本市场投资供求的变动以及政府货币政策如何影响这些预期,这些都是很难回答并且还没有作出充分解释的复杂问题。在我国资本市场发展的实践中,理论界对中国资本市场难以理想发展的原因进行了种种探索,获得了许多共识,但却都忽视了预期收益不确定性对资本市场的作用和影响。经济行为主体,不管是银行家、实业家还是投资者,他们都在不停地调整各自的市场行为和投资决策,并预测经济活动特别是投资可能带来的预期收益和相应的风险。与自然科学中没有有意识、有思维的人的参与的单纯现象不同的是,经济行为主体在考虑采取一系列行动可能会有的后果以后会对预期和策略作出反应。这就给资本市场预期问题带来了自然科学所没有的复杂性。资本市场预期问题讨论的就是什么样的预期最符合实际结果,而事实上实际收益在一定程度上怎样受到预期的作用 and 影响。中国的资本市场不仅发展历史不长,而且投资者的预期是在信息不完备、资本市场效率不高的条件下形成的,受不确定性的影响较大,预期具有较强的突变性,既不是适应性预期,又不是理性预期,更不是孔明预期,而

是准理性预期或亚理性预期。这与西方发达的资本市场的投资者预期存在着根本的不同。针对人们对中国资本市场预期问题的认识和实践、国内还没有建立起适合中国资本市场预期问题的数学模型以及西方发达资本主义国家资本市场预期的理论与方法还没有全面系统地被我国理论界和投资者们掌握的现实情况,本书试图从理论上对它们的理论观点、主要模型、分析方法运用于中国资本市场预期的特征、作用和影响进行分析,由此提出切合中国实际的解决对策。之所以选择这一题目,就是基于这样的考虑。

本书的主要目的就是研究资本市场上投资者们如何在不确定性条件下利用有限的信息进行预期,以此进行资本最优投资以获得最大的预期收益。之所以要在不确定性框架中研究,是因为现实生活往往是具有随机性或不确定性的,尤其是中国资本市场。例如,股票未来的价格由于受诸多因素的影响可能上扬,也可能下跌。投资者涉足于具有高度不确定性的资本市场,只要他是理性的,那么他的证券投资选择或者行为表现必定是按照自己某种预期目标进行的。令人遗憾的是,不确定性没有得到预期那样的同等待遇,颇有厚此薄彼之感。事实上,预期是离不开不确定性的,它们是推动资本市场预期理论向前发展的两个力量源泉。预期与不确定性虽已引进到资本市场投资活动中,但毕竟还只是少数经济学家从事这方面的系统研究。也许研究中国资本市场预期问题涉及高深的数学知识,这使一些人望而止步,难以深入研究。但如何加强对预期理论、不确定性理论和其他有关专题的研究,对解决中国资本市场预期问题是非常重要的。这对于形成有中国特色的预期学派理论同样是不可忽视的。

2. 国内外学者对资本市场预期问题的研究现状综述

2.1 国外学者对资本市场预期问题的研究

西方国家由于市场经济发展历史较长,作为要素市场之一的资本市场发展的时间也较长。在资本市场的投资活动中,投资者为了自己的切身利益,逐渐形成了他们的预期,出现了资本市场的预期问题。许多经济学家对这一问题进行了研究,获得了许多认识,并在不同方面为这一领域的发展作出了贡献。例如,马歇尔引入预期因素对投资的未来收益进行的分析、费雪提出利率期限结构的预期假说、凯恩斯对投资心理预期所作的探索、马科维茨和夏普对资本资产定价预期的研究、法玛对信息和预期对资本市场效率的影响所作的分类。特别是凯恩斯,他对资本市场投资者行为动机的心理预期研究,为后人提供了基本的研究思路和方法。他将不确定性和预期分开来研究,提出了投资者的资产投资选择问题。但是,凯恩斯的见解与现实情况却相差较大,表现出了他对资本市场预期问题研究的局限性。(江世银,2004)

2.1.1 凯恩斯的资本市场预期问题研究

资本市场投资者行为动机离不开他的心理预期。因此,对资本市场预期问题的研究就离不开对投资行为动机的探索。对资本市场投资者行为动机的研究始于约翰·梅纳德·凯恩斯(John M. Keynes)。在西方,在经济分析中将预期置于重要地位,当数发生在20世纪三四十年代的“凯恩斯革命”。1936年,凯恩斯在《就业、利息和货币通论》一书中运用心理预期方法来研究厂商的投资和决策行为。在该书中,凯恩斯认为,货币需求、投资、就业等完全取