

现代 金融学前沿

FRONTIERS OF FINANCE

主编 施东晖

【第一辑】

认识现代金融学

资产定价理论的发展与演变

现代资本结构研究前沿

股利之谜

法律体系、所有权结构与公司治理

打开暗箱：市场微观结构理论的兴起

行为、理性与金融：行为金融学革命

金融市场中的羊群行为

货币政策应对资产价格进行反应吗

金融中介理论的发展和展望

金融发展与经济增长研究的新进展

上海交通大学出版社

[第一辑]

现代金融学前沿

Frontiers of Finance

施东晖 主编

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书希望以深入浅出的语言,介绍和分析现代金融学的理论发展和研究概况,系统反映金融学各个领域的最新研究成果和学术进展,追寻现代金融学发展的轨迹。本书的内容安排以时间顺序为经、微观至宏观顺序为纬,以求为读者提供一幅现代金融学发展的全景式画面。

图书在版编目(CIP)数据

现代金融学前沿 / 施东晖主编. —上海: 上海交通大学出版社, 2006

ISBN 7-313-03997-2

I. 现... II. 施... III. 金融学—研究 IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第025676号

现代金融学前沿

施东晖 主编

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030)

电话: 64071208 出版人: 张天蔚

常熟市文化印刷有限公司印刷 全国新华书店经销

开本: 787mm × 960mm 1/16 印张: 19.75 字数: 326 千字

2006 年 1 月第 1 版 2006 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1-4 050

ISBN 7-313-03997-2/F·546 定价: 34.00 元

版权所有 侵权必究

选题顾问

胡汝银 上海证券交易所

李心丹 南京大学管理科学与工程研究院

吴国俊 密西根大学商学院

杨朝军 上海交通大学安泰管理学院

魏 力 纽约证券交易所

张 新 中国人民银行

周春生 北京大学光华管理学院

朱武祥 清华大学经济管理学院

序

认识现代金融学

一、现代金融学的发展轨迹

对经济学家和金融学家来说,1939年是一个值得双方纪念的日子。那一年在费城召开的美国经济学会年会上,以卡内基理工学院费尔德(F. Field)博士为首的32名与会者因不满该年会议程没有设立金融学的专题,愤而退出美国经济学会,另立山头成立了美国金融学会,这就是经济学术史上所谓的“费城事件”。

尽管“费城事件”意味着一个独立的金融学术群体开始形成,但金融学作为一门独立的学科真正形成则要等到1952年。在该年3月号《金融学报(The Journal

of Finance)》上,年仅 25 岁的芝加哥大学经济系博士生马柯维茨(H. Markowitz)发表了《组合选择》一文,由此揭开了金融学革命的序幕。

在这篇“14 页纸的巨著”中,马柯维茨在投资者效用最大化的基础上,将复杂的投资决策问题简化为一个风险(方差)和收益(均值)的二维选择问题,即在相同的期望收益条件下,投资者选择风险最小的证券组合;或者在相同的投资风险下,选择预期收益率最大的证券组合。更为重要的是,马柯维茨还强调指出,股票组合的风险取决于组合中各股票价格之间的相关性,当相关性为负时,组合的风险将低于单个股票的风险,这就是“不要将所有的鸡蛋放在一个篮子里”的原理所在。

作为马柯维茨的助手,夏普(W. Sharpe)的眼光更为深远。在他看来,由于只影响某一具体证券的微观非系统风险,如公司破产风险、流动性风险、违约风险、管理风险等可以通过投资多元化加以消除,而与证券市场的整体运动相关联的宏观系统风险,如购买力风险、利率风险、政策风险等却不能通过投资分散化加以消除。因此,如果投资者都以风险和收益作为决策准则,那么他们对非系统风险不会给予收益补偿,对预期收益产生影响的只能是无法分散的系统性风险。据此,夏普提出了著名的资本资产定价模式(简称 CAPM),即任何资产的风险溢价与市场组合的风险溢价成线性正比例关系。显然,CAPM 对风险和收益之间的理论关系提供了一个简单明了的均衡公式。从本质上说,科学的目标就是要用尽可能少的理论来解释尽可能多的问题或现象,在金融学或经济学中,很少有其他模型能比 CAPM 更显著地做到这一点。

作为从经济学中衍生出来的一个分支,金融经济学的早期发展明显烙刻着经济学的印子。与微观经济学中消费者和厂商的最优化行为相似,马柯维茨提出了投资者在风险和收益之间权衡的最优化原则,夏普则假设每个市场参与者都依照此原则行事,然后研究市场结清的均衡条件,在此基础上提出了资本资产定价模式。显然,金融学的奠基者们沿袭了每一位微观经济学家都熟悉的思维逻辑,那就是最优化和均衡分析。

库恩(Kuhn)认为,成熟的科学必须确立一种“范式(paradigm)”。从这一角度来看,金融学真正发展成为一门成熟的学科是在 1958 年。在该年 6 月份的《美国经济评论》上,米勒(M. Miller)和莫迪利亚尼(F. Modigliani)提出了著名的“MM”定理,即企业的市场价值与其资本结构无关。他们的证明极为简洁,如果在完全

市场中的两家公司拥有相同的现金流入,但却拥有不同的资本结构,那么这两家公司的价值应该相同。否则的话,投资者可以卖出价值较高公司的证券同时买入价值较低公司的证券,通过套利(arbitrage)轻松获取收益,直至两个公司的价值相等为止。米勒和莫迪利亚尼的证明是如此富有创意和光彩夺目,以至于在当时竟无法被学者们所接受,就像他们在30年后回忆道:“首先我们必须说服人们,包括我们自己!”

“MM”定理已被誉为金融学发展史上的一座里程碑,但其重要性并不在于定理本身,而在于其首次将无套利作为金融学的分析“范式”,即理想的金融市场上并不存在零投资、零风险但却能获取正收益的机会,换言之,金融市场不存在“免费午餐”。关于这一点,罗斯(S. A. Ross)的评价最为贴切:“金融学家们欠米勒和莫迪利亚尼一份情,犹如数学家和哲学家欠哥德尔的情一样。”在更深层次上,无套利分析蕴含了金融学家们一个根深蒂固的“情结”,那就是对自由市场运行和竞争性均衡的迷恋,以至于罗斯这样感叹:“股票市场的流动性是如此之高,投资者对信息的竞争是如此激烈,在现实世界中,我们很难找到股票市场这样符合市场经济法则的样本了”。在这种思维定势下,人们很自然地得到这样的论断:即股票价格会反映所有相关信息,现代金融学的另一个重要支柱——有效市场假说(EMH)也应运而生。

“MM”定理的证明运用了静态的套利分析,而布莱克(F. Black)和肖尔斯(M. Scholes)则通过动态的套利策略证明了著名的“B-S”期权定价公式,从而将无套利的思想进一步发扬光大。为了解决期权定价问题,布莱克和肖尔斯进入了连续时间金融的新领域,在那里,股票的期望收益率和方差都与时间间隔成正比,服从几何布朗(Brown)运动,在每一时刻,期权价格的变化与标的股票的价格变化存在一个比例关系,因此在每一时刻都可以通过股票与期权的动态组合调整来对冲风险,构造一个无风险证券,从而得到期权价格与股票价格之间的一个偏微分方程。出人意料的是该方程还有显式解,“B-S”期权定价公式就这样问世了。

马歇尔(Marshall)曾说过:“告诉番茄酱厂商如何酿造番茄酱不是经济学家的事情。”的确,经济学家们更关心的是决定番茄酱市场供需总量与价格的基本因素,如番茄的成本、工人的工资、消费者的收入等。1983年,萨默斯(L. Summers)在美国金融学会的会刊《金融学报》上发表了一篇短文,将金融学家称为“番茄酱经济学家”,认为他们只研究番茄酱本身的交易价格,关心的只是一瓶2夸特番茄酱的

价格是否两倍于一瓶 1 夸特番茄酱的价格,其中是否存在套利机会。针对 Summers 对无套利分析范式的“嘲讽”,罗斯在美国经济学会的会刊《美国经济评论(American Economic Review)》上也发表了一篇论文,对经济学和金融学的关系作了分析和展望,其中最为精彩的语句当属“将一只鹦鹉训练成经济学家需要教会它需求和供给两个词(萨缪尔逊语),而将一只鹦鹉训练成金融学家只需教会它套利一个词”。

萨默斯和罗斯的“交锋”无疑体现了两位大师级学者对各自领域的偏爱。但天下大势,合久必分,分久必合。在罗斯、考克斯(J. C. Cox)、达菲(D. Duffie)、哈里逊(J. M. Harrison)和克雷普斯(D. Creps)等学者的努力下,无套利分析范式终于摆脱了单纯依赖经济直觉的不足,建立了一个完整的理论框架,该理论框架吸收了经济学中阿罗—德布鲁(Arrow—Debreu)一般均衡的思想,其核心可表示为:动态完全的市场等价于存在唯一的风险中性概率,而后者又等价于市场中不存在无风险套利机会。这样,每一种金融资产的收益率都可以用该风险中性概率和无风险收益率来衡量,并且可以视为由阿罗—德布鲁状态依存要求权(State—contingent Claims),即期权所组成的集合体。如同每一个物质实体都是由分子和原子组成的集合体一样,将金融资产视为期权组合的认识使现代金融学从此迈入了“核金融时代”,对不同金融资产的风险和收益进行分解和重新组合的金融工程学也随之兴起,并造就了一大批投资银行家(萨缪尔逊语)。

至此,现代金融学的发展似乎已臻圆满。米勒在 1998 年所做的一个演讲中欣慰地指出,如果按照注册学生的数目、师资力量以及学术成果的数量和质量来衡量,金融学已经超越了经济学的许多甚至大多数传统领地,金融学者也已两度荣膺诺贝尔经济学奖,尽管米勒对诺贝尔委员会忽视其同事法玛(E. Fama)在有效市场假说方面的贡献而感到有些不平。然而,现代金融学发展最大的成功之处在于建立起了抽象的学术研究和现实的金融实践之间的完美结合,这个结合大大不同于以往发生在金融和经济领域的任何一次,并且每天都在加强。

与一般商品市场不同,今天的金融市场已成为全球 24 小时连续交易的市场,每时每刻都会通过真实的交易过程产生大量数据,这使得实证主义成为几乎所有金融学者的科学观,从而加深了学术研究对金融实践的影响力。马柯维茨的组合理论使得投资管理从“蒙昧时代”迈向“科学时代”,夏普的资本资产定价模型促成了指数基金的诞生,法玛和法兰奇(K. R. French)关于特征定价模型的研究则导

致了风格投资的盛行,而布莱克、默顿和肖尔斯的期权定价公式直接推动了金融衍生交易的发展,提高了人们在现实生活中对抗风险的能力,使金融世界不仅在数量上,而且在复杂性上都有了显著增长,以至于有人将该公式称为改变世界的方程式。

毫无疑问,上面追溯的理论都是建立在一个理想世界上的,而理想世界中前提假设的完美性,使它在解释不完美的现实金融市场时遇到了困难。因此,对于理想世界的怀疑、反叛和颠覆无疑揭示了可能的变革方向。20世纪80年代以来金融学的最新发展正是从三个不同的方向来挑战、补充和完善现代金融学的理论体系。

长久以来,建立在人类理性基础上的一系列严格假设成为了主流经济学的基石,经典的金融学也正是以完全理性的投资者行为为基础的。然而,理想的模型似乎在越来越多的现实检验中出现了问题,人们发现了越来越多无法解释的市场异常现象,这无疑把经典金融学推到了一个尴尬的境地:一边是没有严格的统计数据支持的模型;另一边是没有理论解释的市场现象。在对学科进行审视和反思的过程中,学者们以心理学的研究成果为依据,从投资者的实际决策心理出发,重新审视主宰金融市场的人的因素对市场的影响,行为金融学(Behavioral Finance)便开始悄然兴起。

米勒曾以简单明了的语言阐述过金融交易的特点,他说:“交易所是一个舞厅,管理者提供音乐,投资者在这里跳舞。”然而,长期以来人们一直将金融交易过程视为一个“黑盒”,当相关信息输入后,就会自动产生一个有效的定价,市场则根据这一价格为导向实现资本的最优配置。20世纪80年代中期以来,学者们逐渐认识到市场基础并不是完美无暇的,而是存在着交易成本等各种市场摩擦。于是,金融研究的焦点逐渐从资产定价理论转移到具体的交易过程,即研究特定交易制度下的价格形成过程,以及不同交易制度对价格行为和效率的影响,从而形成了微观结构理论(Microstructure Theory)这一新兴的金融研究领域。

与此同时,更大的变革在宏观层面上展开,那就是探究金融市场建立、运行和发展的制度基础。1998年,La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer和Vishny(学界简称LLSV)四位经济学家发表了《法与金融(Law and Finance)》一文,为人们开启了认识和分析金融市场发展的新视野,并宣告了“法和金融”这一新研究领域的诞生。随着研究的深入,人们逐渐认识到,不同国家的《公司法》或《商法》对外

部投资者、特别是小股东的保护程度有所差异,从而使不同国家形成了各异的融资模式、所有权结构和金融市场体系,进而产生不同的公司治理模式,而不同的公司治理模式又对企业行为和绩效产生不同影响,最终影响到一国的经济增长。可以说,“法和金融”这一新领域使现代金融学研究走出了局限于微观层面的不足,迈向了更为广阔的研究天地。

二、中国金融研究的现状与问题

国内高等院校的金融专业学生常常会惊讶地发现,自己手中的金融学教材与国际上普遍采用的金融学教材在内容上存在较多差异;而国内的金融学教授在国际学术交流中也往往和国外同行缺少共同的研究兴趣和学术语言。在互联网日益将世界各个角落联系在一起,中国经济、政治和社会加速与国际接轨的今天,这不能不说是一个奇怪的现象。

要理解上述困惑,我们需要从国内历史和国际现实两个方面寻找答案。在 20 世纪 90 年代以前,中国的资金配置主要是以政府指令的形式,通过国家财政和银行体系注入国有企业,人们关心的是货币流通和银行体系的运作。随着中国经济的对外开放和对外贸易的迅速发展,国际金融也进入了人们的视野。在这种情况下,国内金融研究的范畴主要涵盖了货币银行学、财政学、国际金融学这三个领域。那么国际上的情况又如何呢?

我们不妨以国内学者经常引用的《新帕尔格雷夫经济学词典》为例,罗斯在其所撰的“金融学(Finance)”这一条目中明确写道:金融学的核心是研究资本市场的运作,以及资本资产的供应和定价。而默顿则在其备受好评的《金融学》一书中指出,金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源跨期配置的学科。因此,国外金融学的研究主要包括四个层面:一是公司财务和公司治理;二是投资者行为;三是金融资产的价格行为和金融市场的微观结构设计;四是商业银行、投资银行及投资基金等金融中介机构的运作。

由此我们可以发现,国际通行的金融学继承了新古典经济学的精神,其核心是从微观角度研究不确定条件下,能够实现资本最优配置的金融资产均衡价格。而目前国内金融学事实上是主流宏观经济学的货币演绎,在国际上均被归入宏观经济学的研究范畴,所谓的国际金融学其实也只是开放环境下的宏观经济学。由

此我们就不难理解格林斯潘曾说过的话：美联储只管货币（Money），但不管金融（Finance）。在尊重传统和与国际接轨的权衡之间，在既得利益和学术发展的矛盾之中，国内的金融学术界将做出何种选择？

近 10 多年来，国内的经济学研究已经历了一个翻译介绍、消化吸收并逐渐迈向规范化和本土化的过程。相形之下，受制于学术上的既得利益者和因循守旧者，国内的金融学研究还远远没有完成这样一个过程。目前国内翻译出版的西方金融学教材仅仅停留在实务层面，如投资学、公司金融学、金融工程学等，金融学的理论也散见于这些教材中，但却没有翻译和引进一本系统介绍金融学理论的经典著作。

在国内主流金融学术界之外，目前有三路人马从事着国际通行意义上的金融学研究：一类人马是原先从事系统工程和管理科学研究的学者，他们在“金融工程”的旗号下进行着资本市场的一些定量研究；另一类人马是原先从事数学研究的学者，他们打起了“金融数学”的旗号，主要进行一些资产定价理论方面的研究；还有一类是会计系的学者，他们则挂起了“实证会计”的招牌，其研究着重于分析会计数据与股价行为之间的内在关系，以及公司治理和公司财务的相应领域。从目前的情况来看，这些实证研究基本上是用国内资本市场的数据来“拷贝”美国的研究。而金融数学与其说是一门独立的学科，倒不如说是金融学研究的一种方法和工具。

如果我们接受金融学研究的核心是资本市场这一国际现实，那么与波澜壮阔的中国资本市场发展相比，国内的金融学研究无疑已远远赶不上市场实践。

近年来，资本市场已成为影响中国社会经济生活的重要因素，对诸多发展问题的讨论一直是理论界、实务界和媒体关注的焦点。但由于国内传统金融学研究的范畴偏差、金融学与经济学之间学术分工的缺乏以及市场本身具有的巨大利益创造效应和利益分配效应，国内学者们无法平心静气地思考许多深层次问题，对股市泡沫、做市商制度、投资基金功能等问题的争论暴露出目前金融学研究的浅显和不足。这主要表现为：一是教科书式地认识西方发达市场，并简单地照搬国外模式；二是泛泛而论者多，长期以来一直缺乏比较深入的理论和实证研究，无法使人深入地认识中国资本市场的内在运作机制和规律；三是一些实证研究较为零散，相关的学者们游离在主流经济学术界之外，其政策参与性和社会影响力非常有限。

林毅夫教授曾以“本土化、规范化和国际化”来概括中国经济学研究的发展道路。若以此标准来衡量,中国的金融学术界首先需要认真学习和借鉴现代金融理论的发展成果、研究方法和模式,完成研究范畴的国际接轨和研究方法的规范化历程;然后对现代金融理论的体系架构、模型构造和参数设定等进行必要修订,从而对中国资本市场的发展和运行进行深入分析,实现金融研究的本土化和国际化。

作为转轨经济中成长起来的新兴市场,中国资本市场的发展目前尚停留在宏观的结构改革和政策规划阶段,其市场规模、市场功能和经济影响力尚有待进一步发挥,而银行仍在整个金融体系中占据着主导地位。基于这一背景,国内的金融研究可以划分为三个层面:

一是市场结构研究。此类研究从市场发展角度出发,着重分析在既定的制度环境下,资本市场结构的形成、发展和优化,从而为国家主管机关或相关商业机构提供政策建议和商业策略。

二是微观行为研究。这种研究以上市公司、投资者、金融中介等市场微观主体为对象,运用较为成熟的金融理论,以实证研究为主要方法,分析在既定的市场结构下,市场微观行为的形成机制和运行特点,从而为人们深入地认识市场内部运作提供借鉴和参考。特别需要指出的是,在中国金融体制改革日益推进的大背景下,对银行这一目前国内最重要的金融中介的研究将是极具挑战的领域。

三是市场体制和功能研究。此类研究将以金融深化理论、法与金融理论为基础,通过在国际范围内的综合分析和国别比较来探究资本市场在经济发展中的作用,资本市场和金融中介的优劣比较以及中国特殊的金融体制改革问题,其核心是建立一个高效的金融体系。事实上,这类研究可称为宏观金融学,在一定程度上意味着微观金融与宏观经济之间的某种贯通。

三、关于本书

本书希望以深入浅出的语言,介绍和分析现代金融学的理论发展和研究概况,系统反映金融学各个领域的最新研究成果和学术进展。我们希望每年编撰一本著作,以形成一个连续性的系列,为国内金融学研究走上规范化和国际化之路提供一份背景资料和学术参考。

追寻现代金融学发展的轨迹,本书的内容安排以时间顺序为经、微观至宏观顺序为纬,以求为读者提供一幅现代金融学发展的全景式画面。根据这一线索,本书集十篇论文,其内容基本上可分为三大部分:

第一部分(1~3),内容涉及了资产定价和公司金融这两个现代金融学的核心部分。邵宇博士撰写的《资产定价理论的发展与演变》对资产定价理论的前世和今生做了一个非技术性的回顾,这也是本书中唯一出现了少量数学公式的一篇。但事实上,即使在阅读时忽略这些公式,相信读者仍会对一些具有里程碑性质的核心模型有所认识。赵蒲博士撰写的《现代资本结构研究前沿》尝试从学科交叉研究的角度,介绍产业组织理论、行为金融理论、公司治理理论和资本结构理论融合发展的最新研究成果和文献。李常青博士撰写的《股利之谜》按照时间先后顺序对西方股利政策理论进行梳理、分析和评述,以理清西方股利政策理论研究的发展脉络。

第二部分(4~7),主要介绍现代金融学的新发展方向。施东晖博士撰写的《法律体系、所有权结构与公司治理》讨论了“法和金融”领域的研究成果,内容涉及投资者利益的法律保护对公司治理与经济绩效的影响,以及全球公司治理的改革与趋同趋势。杨之曙博士撰写的《打开暗箱:微观结构理论的兴起》从寻求对交易过程的解释入手,介绍了微观结构理论这一现代金融学中发展最快的一个分支,为人们理解价格发现过程提供了一个新的视角。李心丹教授撰写的《行为、理性与金融:行为金融学革命》在综合国内外研究成果的基础上,结合自身研究的体会,从一个新的角度对行为金融学的理论脉络进行了梳理,并对其未来的发展方向进行了展望。孙培源博士撰写的《金融市场中的羊群行为》进一步介绍了行为金融学对羊群行为现象的研究,作者综合运用经济学、心理学、社会学和金融学等知识,分析了羊群行为的内生机理,并从基金等机构投资者、股评家和全市场范围内的羊群行为这三个角度介绍了学术界对金融市场羊群行为的实证研究。

第三部分(8~10),为现代金融学研究的宏观部分。张宗新博士撰写的《货币政策应对资产价格进行反应吗》讨论了是否应将资产价格波动纳入货币政策的操作框架这一颇具争议的问题,作者认为货币政策有效控制的前提在于资产价格波动是对产出和通胀信息的真实反应,货币政策对资产价格相机控制的有效边界是金融资产价格过度波动是否损害实体经济。刘宗华博士撰写的《金融中介理论的发展和展望》分别介绍了金融中介存在的基础、金融中介与金融市场的比较优势,

以及市场导向型金融体系与银行导向型金融体系的比较等问题。谈儒勇博士撰写的《金融发展与经济增长研究的新进展》对金融发展理论作了全面梳理,系统介绍了有关金融发展与经济增长关系的理论与实证研究,以及在此基础上的政策含义。

写作上述内容的时候,我们力求具有以下三个特点:一是学术性,重点反映现代金融学各领域的理论研究概况和重要学术观点,读者通过阅读本书可较为深入地了解现代金融学的发展脉络与演变轨迹;二是前瞻性,在对一定历史阶段的相关理论进行概括、总结的基础上,作者将提出对国内金融学术界进一步深化相关研究的看法和展望;三是可读性,写作风格深入浅出,除个别段落外,极少用到复杂的数学工具,使本书更具有可读性。

在这个浮躁的年代,要邀请活跃在相关金融学术领域的十多名青年学者,在短短数月内完成一本涵盖金融学诸多领域的书籍,似乎并不是一件轻松的事情。然而,所有作者本着对学术研究的投入之心和热爱之情,将这一“不可能的任务”圆满完成。希望本书能对高等院校研究生与教师、金融机构专业研究人员,以及对金融知识感兴趣的人士有所帮助,共同推进中国金融研究的本土化、规范化和国际化。让我们努力并期待着。

施东晖

2005年10月1日

目 录

序:认识现代金融学	1 施东晖
1 资产定价理论的发展与演变	1 邵 宇
2 现代资本结构研究前沿	27 赵 蒲 孙爱英
3 股利之谜	56 李常青
4 法律体系、所有权结构与公司治理	91 施东晖
5 打开暗箱:市场微观结构理论的兴起	122 杨之曙
6 行为、理性与金融:行为金融学革命	159 李心丹
7 金融市场中的羊群行为	190 孙培源
8 货币政策应对资产价格进行反应吗	219 张宗新
9 金融中介理论的发展和展望	245 刘宗华
10 金融发展与经济增长研究的新进展	275 谈儒勇

1 资产定价理论的发展与演变

邵 宇

摘要 本文回顾资产定价理论的前世和今生,并呈现出进一步研究的方向。要对这样一个宽广并且非常活跃的领域做一个综述并非是一件很容易的事,因而这里提供的仅仅是一条线索,用它串联起一些具有里程碑性质的核心模型,通过对相对定价和绝对定价两种方法的发展和演变过程的仔细剖析,来深化对于资产定价这一金融理论和实践的核心问题的认识。借助经济学的直觉,本文采用了非技术性的叙述方法。

一、引言

广义而言,一切能够“充分涌流出社会财富”的经济资源(有形的和无形的)都可以是资产。任何形式的资产都能带来经济利益,或者说产生现金流(Cash Flow),这些现金流具有两个明显的特点:一是需要耐心(时间)去收获;二是收获量的多少和可能性大小并不很清楚,在最糟的情况下也许一无所获(风险)。而资产定价理论就试图给出那些具有不确定性(也可以称为或有)(Contingent)的未来现金流的现在价值。一般认为,时间效果不难估计,而不确定性则比较难以描述。

例如在过去的 50 年里,美国股票市场的平均收益为 9%,其中仅有 1%归因于等待时间产生的利息收益,其余的 8%则来源于风险溢价(Risk Premium)。而正是不确定性的加入使得这一问题格外复杂,也特别吸引了研究者的眼球。

如果以 1900 年法国人巴舍利耶(Bachelier, L)的期权定价工作为起点的话,对现代资产定价理论的研究已经有超过 100 年的密集的智力和资本投入,在这一研究和探索过程中,人们渐次发现了给资产定价的两种重要方式:相对定价(Relative Pricing)和绝对定价(Absolute Pricing)。在所谓相对定价分析框架下,一种资产价格的决定要借助其他某种金融产品的价格。期权定价的 B-S 模型是这种方法的典型代表,在一些具体的场合它往往可以给出十分精确的结果。而绝对定价方法采用几乎同微观经济学完全一致的分析框架——从个人的理性抉择行为出发,最终根据资产对于宏观经济中的基本风险暴露(Risk Exposure)来为之定价,消费模型(Consumption Based Model)和一般均衡模型(General Equilibrium Model)都属于这类。这种方法在学术研究中很常见,研究者用它给出为什么资产价格应该是这样的经济学解释,也用来预测政策或者经济结构发生变化后资产价格的相应变化趋势。

一般认为这两种定价方式分别适用于不同的金融产品(资产),例如相对定价比较适合衍生产品(Derivatives),如期权;而绝对定价比较适合基础产品(Underlyings),如股票。但实际上两种方法之间存在密切的联系,很少有两者完全不相关的情况。例如 CAPM 模型和因素模型(Factor Model)属于绝对定价,但在实际应用中,它们产生的资产价格往往是“相对于”市场或者其他风险因素的,而不管是什么决定了市场或者其他因素风险溢价(Factor Risk Premium)或者 β 系数;另一方面,即便是在实际的金融工程应用中,套利理论(属于相对定价)也研究风险的市场价格(Market Prices of Risk)。因此,究竟选择哪种方法取决于问题的性质和计算的具体要求。

二、绝对定价

绝对定价又称为均衡定价(Equilibrium Pricing),它采用几乎同微观经济学完全一致的分析框架,从个人在不确定性环境下的决策行为出发,发现个人行为的最优化特征,然后汇总个人行为产生总量需求,进而决定金融市场的均衡和金融