

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书
国际贸易与金融系列
温思美摇主编

风险、溢价与波动

——基于中国证券 摇播场的研究

刘仁和摇著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

风险、溢价与波动：基于中国证券市场的研究 / 鞠仁和著. — 北京：中国经济出版社，2005

ISBN 7-5017-0401-1

I. ①风… II. ②鞠… III. ③证券交易—资本市场—研究—中国 IV. ④F830.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 040171 号

出版发行：中国经济出版社 (北京·北京市西城区百万庄北街 2 号)

网址：www.cepp.com.cn

责任编辑：张淑玲 (电话：010-68554148)

责任印制：石星岳

封面设计：白长江

经销：各地新华书店

承印：北京市朝阳区小红门印刷厂

开本：787mm×1092mm 1/16 印张：20 字数：320千字

版次：2005 年 1 月第 1 版 2005 年 1 月第 1 次印刷

书号：ISBN 7-5017-0401-1

定价：20.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话：010-68554148

服务热线：010-68554148

管理学院决定出版“国家重点学科农业经济管理系列丛书”，集中出版以反映我院学科特色、具有较高质量的标志性成果。

该系列丛书由教材、研究专著及部分博士论文组成。分为四个子系列：经济发展理论与政策系列、经济组织与制度经济学系列、外向型经济与企业管理系列、国际贸易与金融系列。

国际贸易与金融方面的研究是华南农业大学经济管理学院学科发展的重要学术领域。学院的老师和研究生长期致力于国际贸易特别是农产品国际贸易和农村金融领域的研究，具备较好的学术基础和研究成果。多次主持包括国家社会科学基金、国家自然科学基金、省部级科研课题、国际合作课题等相关项目的研究，已先后发表相关学术论文 110 余篇，出版专著与教材 5 部。多项成果被专家评价为处于国内同类研究的领先水平，获得了良好的社会经济效果，包括 1986 年出版的《农产品贸易学》（侯晓昌主编，华南理工大学出版社）被高等院校广泛采用，1992 年出版了国内首部高等农业院校统编教材《农产品国际贸易》（侯晓昌、温思美主编，中国农业出版社）被评为“第二届农业部优秀高校教材”一等奖，主编了首部《农产品进出口业务》统编教材（肖俊城主编，中国农业出版社）。专著《农产品对外贸易政策研究》（牛宝俊著，广东人民出版社，1999）获国内

国际贸易最高奖“安子介国际贸易研究优秀著作”一等奖（2000年），以及“面向21世纪教材”《农产品国际贸易》（温思美主编）等重要成果。

作为华南农业大学经济管理学院的国家重点学科“农业经济管理”系列丛书的一部分，“国际贸易与金融”子系列将出版有关的专著和教材，本书即是该系列中的一本。作为学科建设的一种尝试，我们希望本丛书得到学术界同仁的关注和支持，并对可能存在的不足予以批评指正。

温思美

二〇〇〇年 八月

作者简介



刘仁和，华南农业大学经济管理学院金融系讲师，复旦大学经济学博士，注册会计师。研究兴趣主要集中于公司金融、金融市场与风险管理，在专业期刊上发表学术论文近 100 篇。

作者简介

本文认为：(员) 统计区间变化明显影响中国股市的历史风险溢价的估计水平，幸存偏差与运气可能造成阶段性的高股权风险溢价；(圆) 虽然有学者认为，可以用高风险厌恶系数来解释高股权溢价，而这意味着时间偏好率为负；(猿) 针对前述这些计算使用的幂效用模型的缺陷，本文探讨了具有适用性更广的耗责模型在解释幸存效用模型的解释力。实证分析发现，尽管跨期替代弹性的估计值小，但是该模型还是需要有一个高风险厌恶系数来解释股票溢价之谜；(源) 与耗责模型在解释幸存效用模型一样，具有时变风险厌恶的习惯定式模型也依赖于高风险厌恶来解释股权溢价问题，而且该模型的反预期假设与中国的实际调查数据不符；(缘) 频繁评估赢利状况的投资者出于损失厌恶的原因，提高了股权风险溢价的预期，但是该解释的合理性还是值得怀疑；(远) 投资者差异可以部分解释高股权风险溢价。

最后，本文使用对数线性资产定价框架，证实了中国股市也存在股市波动之谜。消费增长率、红利实际增长率、实际无风险利率、风险数量的变化无法合理解释上海粤股的波动，而数据显示时变风险价格可能在其中起到了重要作用。针对中国股市的高波动现象，本文认为：(员) 股市回报高低可能与经济增长状况的关系不大；(圆) 根据月孛模型，投资者在遭受损失之后变得更加厌恶损失以及赢利之后可忍受更大损失的心理使得股市波动经常脱离了基本价值，但是，

该模型的相反预期假设与事实有出入；(猿) 通货膨胀幻觉假设较好地解释了中国股市波动。本文发现上海粤股回报跟通货膨胀率存在负向关系，通货膨胀对股价产生负面影响。中国投资者存在明显的通货膨胀幻觉。通货膨胀幻觉假设有助于解释中国 2006 年至 2007 年的大牛市；(源) 投资者中存在反馈环现象。本文对中国投资者情绪指标与股市波动的实证分析，证实了该观点；(缘) 机构投资者未必促进市场稳定，甚至是股市泡沫的推动者，但是，机构投资者可以改善中国股市效率。

关键词：摇风险摇溢价摇波动摇股票市场摇通货膨胀幻觉

运策增增增增增增增增增增增增，
灾增增增增增增增增增增增增，
灾增增增增增增增增增增增增，
灾增增增增增增增增增增增增

风险、溢价与波动
——基于中国证券市场的研究

●●●●●●●● 摇撼

目 录



序言
内容提要
ABSTRACT

	导 论	(员)
1.1	中国股市发展状况	(员)
	1.1.1 中国股市的证券市场规模	(员)
	1.1.2 中国股市的股本结构	(猿)
	1.1.3 中国股市的市盈率与换手率	(缘)
1.2	主要变量的说明	(苑)
	1.2.1 中国股市数据的来源与变量的设计	(苑)
	1.2.2 中国股市回报率的计算方法	(怨)
	1.2.3 中国股市无风险利率的选定	(员)
	1.2.4 中国股市回报率、利率与消费的一般特征	(员)
1.3	问题的提出	(员)
1.4	研究思路	(苑)
	1.4.1 中国股市风险溢价分析	(苑)
	1.4.2 中国股市股价波动分析	(圆)
1.5	理论来源、创新与不足	(圆)

(德) 摇本文的创新之处与意义	(德)
(德) 摇本文的局限性	(德)
1.6 章节安排	(德)
2 摇 文献综述	(德)
摇2.1 股权风险溢价的早期研究	(德)
摇2.2 股市波动的早期研究	(德)
摇2.3 国外相关研究的最新理论进展	(德)
(德) 摇均衡模型	(德)
(德) 摇行为金融学	(德)
摇2.4 国内相关研究的文献综述	(德)
(德) 摇股权溢价研究	(德)
(德) 摇股市波动研究	(德)
3 摇 风险溢价研究	(德)
摇3.1 基于消费的定价模型介绍	(德)
(德) 摇基本定价公式	(德)
(德) 摇利率、风险厌恶与溢价	(德)
摇3.2 单个证券的风险溢价研究	(德)
(德) 摇贝塔(β)估计的稳定性	(德)
(德) 摇市值规模效应	(德)
摇3.3 股权风险溢价之谜与风险厌恶	(德)
(德) 摇股权风险溢价的估计	(德)
(德) 摇股权溢价之谜的检验	(德)
摇3.4 股权溢价之谜的解释	(德)
(德) 摇幸存偏差或运气	(德)

高风险厌恶	(页码)
不同的效用函数	(页码)
投资者差异	(页码)
3.5 小结	(页码)

4 股市波动的基本面研究	(页码)
4.1 中国股市波动的基本统计特征	(页码)
股价波动频率	(页码)
回报率波动的基本统计特征	(页码)
4.2 股市波动特征与均值方差模型的适用性	(页码)
机会成本研究	(页码)
基于上海股市的实证分析	(页码)
结论	(页码)
4.3 股市波动之谜的检验	(页码)
股价波动分析的对数线性解释框架	(页码)
股市波动之谜的实证检验	(页码)
4.4 股市回报与经济增长	(页码)
股市回报与经济增长的关系：国际经验	(页码)
股市回报与经济增长的关系：中国经验	(页码)

5 股市波动的行为金融学研究	(页码)
5.1 非标准偏好	(页码)
远景理论与 的应用	(页码)