

# 不确定性条件下资本市场投资 预期收益模型探析

江世银<sup>1</sup>, 李晓渝<sup>2</sup>

(1. 中央财经大学 金融学院博士后流动站, 北京 100081;

2. 西南财经大学 中国金融研究中心博士后流动站, 四川 成都 610074)

**摘要:**在现实经济活动中特别是在资本市场投资中,人们对将来的情况很难准确地预测到,他们所知道的最多只不过是在未来各种各样的收益状况下所可能产生的结果。也就是说,未来经济活动特别是资本市场投资活动具有不确定性。由于不确定性的预期的作用和影响,在不确定性条件下的资本市场投资预期收益模型与在确定性条件下的收益模型存在着一定的偏差。只有减少人们对经济不确定性的预期,才能使资本市场投资需求旺盛。

**关键词:**不确定性;预期收益模型;资本市场

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2005)09-0124-10

## 一、文献回顾

由于经济活动中出现的不确定性对人们投资活动特别是资本市场投资活动的影响,所以,经济学家渐渐开始对不确定性条件下的资本市场投资预期收益进行了研究。正是由于有不确定性,才引起了人们的预期。在 20 世纪 30 年代,奈特(Knight, 1928)、缪尔达尔(Myrdal, 1930)、凯恩斯(Keynes, 1936)、希克斯(Hicks, 1938)等经济学家分别研究过不确定性条件下的投资预期收益问题。其中,凯恩斯对不确定性的预期研究尤为引人注目。

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,把预期提到经济分析的重要地位,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

收稿日期:2005-06-28

基金项目:中国博士后基金课题(2002 032206)

作者简介:江世银(1965—),男,四川泸县人,四川省委党校教授、中央财经大学金融学院博士后流动站(金融学博士后)研究人员;

李晓渝(1971—),男,四川大竹人,西南财经大学中国金融研究中心博士后流动站博士后研究人员。

书中运用心理预期方法来研究厂商的投资和决策行为。凯恩斯曾结合股票交易所对造成长期预期不稳定性的原因做过说明。他重点关注的是在不确定性条件下投资者的预期、对风险形成的判断以及信心。他由此建立了一个在不确定性前提下投资变化使得整个经济态势发生变化的模型。在他看来，人们在选择资产投资之前，预期是确定的，决策是明确的，要么根据利率看涨的预期持有货币，要么根据利率看跌的预期投资证券，不能二者兼而有之。因而，自然不存在资产投资组合及其选择问题。然而，实际情况却与凯恩斯的看法并不相同。在现实经济生活中，由于未来变化的不确定性，投资者的预期并不是确定的，他们在持有货币的同时，往往还会进行证券投资。进行证券投资的目的在于为了获得投资的预期收益。

凯恩斯认为不确定性条件下的预期与投资密切相关，预期具有极大的不确定性。他说：“所谓‘不确定的’知识，让我来解释，我并非仅仅是要区分那些已知的东西与仅是可能的东西。在这种意义上说，轮盘赌游戏并不具有什么不确定性……我是在这样一种意义上使用不确定性这个词的，即欧洲战争的前景是不确定的，20年后的钢价和利息率，或某种新发明将在什么时候过时是不确定的……关于这些问题，没有任何科学基础可借以形成任何可计算的概率。我们干脆什么也不知道。”<sup>①</sup>在凯恩斯的经济理论体系中，预期与不确定性均是核心变量。“总的来说，凯恩斯的主要观点是不确定性预期。”<sup>②</sup>他认为未来是如此地不确定，经济行为主体在作出影响未来的决策时，不管这种决策是个人的、政治的或经济的，他们都不能完全依据严格的冷静盘算。事实上，他认为根本就没有方法做此种计算。对于这样的“不确定预期”，凯恩斯只能用类似神秘主义的极端主观性来分析投资者的长期预期，从而难以把预期放入模型内部。但是凯恩斯并没有说明预期是如何形成的，预期和不确定性不是在理论模型中内生的，而是外生变量。

凯恩斯以后，经济学家们把预期和不确定性分割开来进行研究，并在这两个领域里取得了重要进展。卡甘(Cagan, 1956)的适应性预期和穆斯(Muth, 1961)的理性预期，对现代经济理论发展起到了重要作用。托宾(Tobin, 1958)对资产组合理论的研究，卢卡斯(Lucas, 1973、1975)对信息混淆与滤波的研究，巴罗(Barro, 1976)对信息不完备条件下理性预期的研究，均推进了对不确定性的认识。但是，凯恩斯以后把预期和不确定性分割开来进行的研究，降低了不确定性在投资预期中的重要地位，忽视了在不确定性条件下的预期。之所以在现实经济活动中存在预期，其根本原因就在于未来的不确定性存在。正是由于未来的不确定性，人们才有必要对未来进行预测或预期，以确定其经济决策。

上述诸多经济学家在不确定性条件下的投资预期收益研究，为我们研究引起资本市场投资预期收益问题的一个重要影响因素——不确定性与预期的

关系提供了有益的参考价值。为了研究资本市场投资的预期收益问题,我们只有将二者结合起来研究才能更有意义;为了深入研究不确定性对资本市场投资预期收益问题的影响,我们只有避开预期因素,从各种不同角度研究不确定性。这样做的目的是为了获得更深刻的认识。所以,虽然凯恩斯以后的经济学家深入研究了不确定性,但是,他们“在研究这一问题时一般都没有将不确定性这一无法忽略的因素纳入在分析框架中”(江世银,2004),也就是没有同预期结合起来进行研究,这不能不说是一个缺陷。

本文首先指出了在资本市场投资中的不确定性,然后对不确定性条件下的资本市场投资预期收益模型进行了分析,提出了减少人们对经济不确定性预期的对策并由此得出了结论。

## 二、在资本市场投资中的不确定性

自20世纪50年代以来,不确定性已成为大量经济文献的主题。不确定性已经在现代经济学中占据了明显的地位,成为经济系统的一个内生变量,与经济系统的其他变量如风险之间构成了密切的联系,成为人们分析投资等问题的一个重要因素。没有什么可以比关于经济决策结果的不确定性盛行更肯定的了。因此,不确定性成为经济学中大量文献的主题是当之无愧的。经济学是决策的科学,这些决策将影响稀缺资源在竞争目标之间的配置。只要发生的可能结果不止一种,就会产生不确定性。人们进行各种经济活动,往往都带有一定的目的。例如,进行投资是为了获得更多的预期收益,并且要求是确定性的。

要理解不确定性,首先要理解确定性。所谓确定性(Certainty),简单地说,就是指投资者的预期收益是可确定的;更准确地说,是指投资者的收益预期值是惟一的,即各个投资者所预期的收益是某一特定的数值,而不是一系列可能的结果。如果说对未来经济活动所发生的事情能够百分之百地预测,那么对于投资者来说,由于他总会选择预期收益最多的投资。所以,在其他条件不变的情况下,按照预期准确地作出投资决策是非常容易的事情。可是,在现实经济活动中特别是在资本市场投资中,人们对将来的情况却很难准确地预测到,他们所知道的最多只不过是在未来各种各样的收益状况下所可能产生的结果。也就是说,未来经济活动特别是资本市场的投资活动具有不确定性。

在语言学看来,不确定性(Uncertainty)是对确定性的否定。不确定性是相对于确定性而言的一个概念。确定性指的是一种明确的、肯定的性质或状态。经济变量的未来取值是惟一的,即取某一特定的数值,而不是一系列可能的结果。因此,也可以说确定性为人们对于未来的预期是在某一限定的较窄区间取值。不确定性就应该指的是一种不明确、不肯定的性质或状态。在经济学范畴内,经济学家弗兰克·奈特把不确定性定义为:“在任何一瞬间内个

人能够创造的那些可被意识到的可能状态之数量。”<sup>⑧</sup>这个定义明显地将不确定性与风险区分开来，使不确定性的含义变宽泛了。真正能够称得上对不确定性有系统性研究的要数凯恩斯，但人们却很少注意到他对不确定性研究的贡献。针对几乎都忽略了现实世界因不确定性和不完全预期产生的经济问题，凯恩斯认为灵活偏好和对资产收益的预期都是极其不确定的，它涉及到所有足以影响投资者心理的因素，诸如疑惑、机遇、劝告、风气和习俗等等，涉及到对未来变化莫测的事件，我们更是知道的太少。他还认为，大多数经济决策都是在不确定性的条件下作出的。对凯恩斯的不确定性研究，有人认为他“把不确定性和预期提高到了主导性地位，也许是有道理的。”<sup>⑨</sup>但他却批评新古典主义使不确定性被赋予了一个确定的和可以计算的简单形式，把不确定性转化成了风险，使不确定性降低到其本身可以计算的地位。也就是说，他认为分析预期的形成和影响行为方式只能在一个不确定性无法用概率计算的不确定的社会中进行，不确定性是不能计算的。我们认为，这是值得商讨的。随着现代科学方法和手段的发展，虽然我们不能准确地计算未来的不确定性，但是却能够近似地测算。随着科学的发展，我们会越来越看得清楚。

在我国经济学者中，李拉亚博士(1994,1995)对不确定性问题进行了比较系统的研究，他认为不确定性有两种定义：一种是与概率事件相联系，通常用随机变量的方差来定义；另一种定义与概率事件没有联系，不确定性是一种没有稳定概率的随机事件。<sup>⑩</sup>也有学者认识到这种将不确定性限制在未来的时间范围内是不恰当的，因而认为不确定性是指事物属性状态的不稳定或不可确知性。人们一般认为不确定性是指未来，其实，无论过去、现在和未来，都有不确定性。从这里我们可以看到，人们对不确定性的理解逐步扩展了。所以，我们认为，所谓未来的不确定性，是指人们不能确知的未来的经济情势变动不定的情形。它是指人们在交易过程中对预期缺少把握而承担的风险。既然未来是不确定的，经济的未来形势的变化总不能完全处在人们的掌握和控制之中，人们总不能对它们一览无余地全部认识到。当成败的概率相同时，许多人情愿赌博，而在成败概率不知道时，更喜欢安全进行，以获得确定的收益。人们喜欢熟悉的事情，回避不确定的情感因素是害怕不知道经济变化将会出现的不良后果。信息是用来消除某种不确定性的东西，也就是说，不确定性的实质就是信息不完全状态。如果信息增加，不确定性就会减少，风险就会降低。因此，人们所掌握的经济信息总是不完全的。获得信息，投资者就会在一定程度上消除不确定性，使不确定性变为确定的或较为确定的。获得的信息越多，不确定性消除的程度就越大。不仅如此，进行经济活动的个人，为了自身的利益又相互封锁消息，取得某种信息常常还要花费代价，这就使得信息更具有不完全性。在信息不完全的情况下，便难以真正做到对未来的经济情况的完全理性的预期。“在现实世界中，不确定性是普遍存在的。衡量不确定性的大小

对于创新行为,投资行为都具有十分重要的意义。”<sup>⑥</sup>

经济运行中存在着各种各样的不确定性,使得经济决策提出的预期目标与实际执行结果并不完全一致,这种不一致表明了在经济决策和决策结果之间总会有一定的风险,如通常情况下出现的投资实际收益远远小于预期收益。在市场经济中,风险和不确定性是由市场主体自己承担的,它们就成了经济决策过程中必须认真加以研究思考的大事。尤其是在资本市场,在这类滋生着多种不确定性的市场中,风险更是无时不在、无处不有,由此才引起了股市、债市的价格升降波动,才提供了风险投机的获利机会。股市、期市“玩的就是心跳”,心跳的正是自己的预期与不确定性运行的结果是一致还是不一致。“投资者的动机与预期的产生,毫无例外地是针对着未来可能发生的变化的,如果未来与现在没有差异,就不需要有应对的准备。因而,讨论到投资者的动机与预期时,就不可避免地要讨论涉及到未来变化的风险与不确定性这两个概念。”<sup>⑦</sup>

中国资本市场中存在着大量的不确定性,它是其运行中出现的一个必然现象。资本市场投资者对于未来市场走势、价格和供求变化预期是不完全确定的,投资能否获得预期收益、收益多少事先是无法准确判断的,甚至对自己的心理变化也是很难自主把握的。尽管人们对之进行了广泛的研究、力争准确预测并加以正确利用,但资本市场固有的不确定性并没有因此而消失或减少,反而有加强趋势。资本市场投资活动本身就是在一个充满不确定性条件下进行的。正如罗伯特·索洛所说:“资本问题不可避免地要与不确定性、有限预见、对意外事件的反应等问题密切相关。人们必须承认,经济学在这里只是在表面上兜圈子。然而,如果对不确定行为没有一个满意说明,我们不能有一个完备的资本理论。”<sup>⑧</sup>虽然索洛是针对产业资本来说的,但对金融资本同样是适用的。投资者的不确定性预期就是在不确定性条件下产生的。不确定性是一种普遍存在的、有着多种表现形态的事物属性。由于资本市场风险因素具有不确定性,如投资者心理上的不确定性,市场制度和政策实施中的不确定性,上市公司经营上的不确定性等,加上资本市场投资工具所引起的投机活动,由此资本市场风险的发生就具有了不确定性。这就需要我们运用现代科学分析方法去认识和度量不确定性,从确定性中寻找不确定性发生的规律,以此减少不确定性。所以,研究资本市场中的不确定性是一项摆在我们面前的紧迫任务。

### 三、不确定性条件下资本市场投资预期收益模型分析

无论是在自然科学领域还是在社会科学领域,都会有一系列既相互依赖又相互制约的“经济变量”。一种是确定性的函数关系,只要取定了外生变量的值,内生变量的值就完全确定。另一种是不确定性的相互关系。这类变量

之间尽管存在着相互影响、相互制约的变动规律性,但由于各种不确定性因素的影响,使变量间的关系又具有某种程度的不确定性。资本市场中预期收益受风险作用的影响就是这样的不确定性。资本市场存在着许多不确定性,对于投资者来说,往往要受到它的影响。对不确定性做出一种确定的判断并进行有理性的控制常常是很困难的,但这并不意味着我们无能为力。我们可以对投资的不确定性进行探索,找出影响这些不确定性因素的深刻原因,从而为投资决策提供科学的依据。假如先考虑一个资本市场投资变化的将来变量的预期典型模型,并且是以确定性条件为前提,再假如用  $E(R_t)$  表示资本市场投资在  $t$  时刻的预期收益,  $R_{t+1}$  表示将来的实际收益,  $r_t$  表示在周期  $[t, t+1]$  里投资所获得的股息,  $\theta$  表示贴现率,那么,其时间均衡条件是:

$$E(R_t) = \frac{1}{1+\theta}(R_{t+1} + r_t), t \geq 0$$

上式表示投资获得股息的资本市场投资预期收益模型。在不确定性条件下,如果用它的预期收益代替将来的实际收益,  $I_t$  表示在  $t$  时刻的信息集合,那么有:

$$E(R_t) = \frac{1}{1+\theta}[E(R_{t+1} | I_t) + r_t], t \geq 0$$

一般来说,上式中投资所获得股息  $r_t$  和贴现率  $\theta$  在时刻  $t$  是已知的。它是假定在不确定性条件下的均衡模型直接由确定性条件下的模型推导而来,某些确定性变量由它们的条件期望来代替。

在不确定性状态下,资本市场投资者可能得到的预期收益  $E(R)$  不仅取决于他自己的投资行为选择( $i$ ),而且还取决于未来经济社会及其他投资者可能发生的状态和采取的投资行为选择( $o$ )。假如投资者可能的投资行为集合为  $I$ :

$$(i_1, i_2, i_3, \dots, i_i, \dots, i_n)$$

且未来可能的经济社会状态和其他投资行为选择集合为  $O$ :

$$(o_1, o_2, o_3, \dots, o_i, \dots, o_n)$$

那么,资本市场投资者在不确定性状态下的预期收益函数为:

$$E(R) = f(i, o), i \in I, o \in O$$

由于投资者的投资行为结果不仅取决于他自己的选择,而且受未来经济社会可能发生的状态或其他投资者的投资行为选择即不确定性的影响,所以,在此状态下的决策就是风险决策。正是由于如此,不确定性状态下的投资预期收益与实际收益肯定存在着偏差,并且经济状态越具有不确定性,这种偏差就会越大。

在进一步考虑不确定性大小条件下,则预期收益函数为:

$$E(R) = f(i, o) = \alpha E(R_i) - \beta E(R_o)$$

其中,  $E(R_i)$ 、 $E(R_0)$  分别为投资者自身投资选择的预期收益和存在不确定性条件下的预期收益。  $\alpha$ 、 $\beta$  为权数, 且  $\alpha + \beta = 1$ 。

当  $\beta > 0$  时,  $\beta$  值越大, 表明越不稳定, 预期损失会越大, 预期收益越小, 则实际收益也会越小。

当  $\beta < 0$  时, 这种不确定性会给投资者带来额外收益, 这叫做好的不确定性。好的不确定性给投资者带来意外之财, 是实际收益  $A(R)$  与预期收益  $E(R)$  的偏离。如果  $\beta$  值越大, 偏离也越大。

当  $\beta = 0$  时,  $E(R)$  函数公式变成了简单的不考虑不确定性的实际收益公式  $E(R) = A(R) = \alpha E(R_i)$ 。

资本市场投资是一种较长时期的投资, 每年的收益都是不同的。如果将时间因素考虑进去, 资本市场投资的预期收益就更不确定。如果任何一年(第  $t$  年)的预期收益可看作前一年(第  $t-1$  年)预期收益按比率  $g_{et}$  (它可正、可负, 也可为零。)增长的结果, 那么有:

$$\begin{aligned} E(R_1) &= A(R_0)(1+g_{e1}) \\ E(R_2) &= E(R_1)(1+g_{e2}) = A(R_0)(1+g_{e1})(1+g_{e2}) \\ E(R_3) &= E(R_2)(1+g_{e3}) = A(R_0)(1+g_{e1})(1+g_{e2})(1+g_{e3}) \\ &\dots\dots \end{aligned}$$

$$E(R_n) = E(R_{n-1})(1+g_{en}) = A(R_0)(1+g_{e1})(1+g_{e2})\dots\dots(1+g_{en})$$

上式中,  $A(R_0)$  是过去一年的实际收益,  $E(R_1)$  是今年的预期收益,  $E(R_2)$  是下一年的预期收益,  $E(R_3)$  是再下一年的预期收益,  $\dots\dots E(R_n)$  是第  $n$  年的预期收益。时间越长, 不确定性因素越多, 收益预期也越不确定。并且, 比率  $g_{et}$  本身也是很很不确定的。它并非是一个固定不变的增长率。特别是有些年份为正, 有些年份为负, 甚至有些年份为零。有些年份  $g_{et}$  大些, 有些年份  $g_{et}$  小些, 因为上述研究是在假设条件下进行的, 可以说是对其反面——确定性条件下的不确定性投资预期收益的研究。

#### 四、减少人们对经济不确定性的预期

“经济行为者必须作出的多数决定都涉及对未来的不确定性。因此, 任何意在临摹人类行为的经济模型都会涉及人们对不确定的未来经济变量的预期。”<sup>⑨</sup> 经济有不确定性, 就会有对经济不确定的预期。“在现实中, 即使是最简单的问题也充满不确定性。”<sup>⑩</sup> 中国资本市场更是如此。不确定性的一个突出表现是信息不对称, 它意味着, 拥有信息优势的一方可能采取机会主义行为损害对方利益, 使有效率的交换难以实现。现代资本市场中的不确定性越来越强, 对投资者的投资产生的影响也越来越大。对资本市场未来前景的猜测, 不仅依靠推理的结果, 也依赖直觉和预期, 情绪和精神压力等诸多不确定性因素同样在资本市场投资中起作用。预期直接来源于未来经济的不确定性, 人

们不能确知未来经济形势变动不居的情形。正是由于未来经济活动的不确定性，人们才对未来进行预测或预期，以进行经济投资决策。中国资本市场是一个典型的“政策市”、“消息市”和“依赖市”，不规范程度较深，违规操作、内幕交易、市场操纵等现象大量存在。“政策市”(Policy Market)是指某项政策、法规或某领导人讲话，引起股民预期变化，从而造成股价波动。在过去 10 多年的中国股票市场运行中，就曾出现了 50 多次的剧烈波动，其中有 30 次之多的波动是由政策因素引起的。这说明资本市场投资波动与政策性因素密切相关。所谓“依赖市”(Dependence Market)，即股价跌幅较大时，股民要求政府出面干预、救市。资本市场经常是暴涨暴跌、涨少跌多，并且暴涨暴跌基本上都常有宏观经济状况和微观企业业绩的支持和配合。这样一个市场很难给投资者一个好的预期和稳定的收益，悲观的预期和不稳定的收益会导致投资者信心不足和消费下降。资本市场发挥它的作用的一个重要条件是资本市场能够保证较长时期的稳定发展势头，避免过于频繁和过于剧烈的大起大落，从而给投资者一个稳定、良好的预期。面对上述不确定性，我们要认识不确定性、衡量不确定性、利用不确定性、防范不确定性和尽量减少不确定性。从复杂的不确定性世界中寻找确定，从确定中寻找不确定性，只有这样才能尽量减少不确定性以及由此而带来的不确定性预期。

当前我国预期的不确定性来自于我国就业制度、医疗、住房、养老和教育等体制的改革。这些改革增加了他们收入预期和支出预期的不确定性。这样，居民储蓄倾向增加，难以转化为资本市场投资。“居民的储蓄动机中最主要的是应付未来支出的不确定性，这一动机在居民全部储蓄动机中的权重高达 50% 以上。从这一点上可以看到，要降低居民当前的储蓄倾向，改变居民的支出预期将是非常重要的一个方面。而要改变居民的支出预期，就必须加快各项改革步伐，使各项改革措施尽快到位。因为支出预期影响居民替代行为，主要是预期中所包含的不确定性。”<sup>⑩</sup>

预期的不确定性还表现在预期主体随时根据新的情况修改预期。随着最新信息的来临，预期者总是要校正原来的预期，一旦发现原预期有误，他就会重新修改和调整预期。投资者预期本身是变动的，预期同结果又是相关的。“一个旧的改变尚未充分展开其影响之前，一个新的改变就又加上来了。故在任何一特定时间，经济结构中有许多错综叠陈的活动存在，都是以往各种预期状态的产物。”<sup>⑪</sup>投资者修正和调整后的预期都是以原有预期为基础的，是原有预期的产物。投资者经常对一定环境中的预期可能怎样变动感兴趣，因而他们常不满足于固定的预期公式。这些公式不考虑变动，如果发生变动，我们认为至少在一段时间之后，投资者会改变自己形成预期的方式。这种预期的随时调整大大加强了预期的不确定性。对未来收入的不确定性和支出增加的不确定性的预期是我国目前城乡居民进行预防性储蓄的根本原因。过高的预

防性储蓄不利于经济的发展。要减少预防性储蓄,就必须减少人们对经济不确定性的预期。

资本市场中存在的不确定性很多,既有宏观经济走势和宏观经济政策动向的外在不确定性,又有上市公司业绩好坏和债券股票买者卖者力量对比的内在不确定性,还有监管部门对新股上市规模和进度安排以及历史遗留问题处理的随机调控的不确定性。市场诚信体系不健全,不仅上市公司存在信息披露不完整、不准确、不及时的情况,相关政策的不确定和不协调也在一定程度上增加了资本市场的不确定性。有些宏观经济政策出台前设计得尽善尽美,出台后完全变样了,原因之一就是投资者的预期行为作了调整,政策出台后的投资者已经不是设计方案时的投资者了。“政府的作用在于对经济行为主体的不确定性预期和政策预期施加影响,改变他们的预期心理,引导他们的预期方向,最主要的还是经济行为主体的信心和预期。”(江世银,2004)。因此,政府要有一个认识,不能停停、走走,那样会增加预期不确定性的麻烦。未来收入和支出的不确定性是城乡居民进行预防性储蓄的根本原因,把未来不确定因素事先进行社会化预防,是今后推动我国城乡居民储蓄资金进行流动的根本出路。

在信息化和金融自由化的当今社会,投资者心理预期的变化会对投资行为发挥决定性的作用和影响。改革开放 20 多年以来,中国社会经济发展的制度安排与运行方式已经发生了巨大的变革。面对体制转轨带来的碰撞和摩擦,面对 WTO 带来的国内外激烈市场竞争,我国投资者的心理预期变得模糊和很不确定。投资者不仅担心进行资本市场投资带来的不确定,而且还要考虑未来收入的不确定和支出的不确定。这些预期不确定性必然会强化投资者乃至普通大众的预防性动机,使他们努力节减当前的实际投资,从而使资本市场的市场价值在 GDP 中的占比很低,资本市场投资需求不旺。要增加资本市场投资,保持旺盛的投资需求,必须减少人们对经济不确定性的预期。

## 五、结 论

资本市场中存在的不确定性很多。由于不确定性预期的作用和影响,在不确定性条件下的资本市场投资预期收益模型与在确定性条件下的收益模型存在着一定的偏差。只有减少人们对经济不确定性的预期,才能使资本市场投资需求旺盛。

### 注释:

①[美]斯蒂芬·罗西斯:《后凯恩斯主义货币经济学》,余永定,吴国宝,宋湘燕译,余永定(校),中国社会科学出版社 1991 年版,第 20 页。

②布赖恩·斯诺登等:《现代宏观经济学指南》,商务印书馆 1998 年版,第 105 页。

- ③弗兰克·奈特:《风险、不确定性与利润》,台湾银行经济研究室编,1975年版。
- ④迈克尔·卡特,罗德尼·麦道克(杨鲁军,虞虹译):《理性预期:八十年代的宏观经济学》,上海译文出版社1988年版,第15页。
- ⑤李拉亚:《通货膨胀与不确定性》,中国人民大学出版社1995年版,第87页。
- ⑥梁小民,睢国余,刘伟,杨云龙主编:《经济学大辞典》,团结出版社1994年版,第58页。
- ⑦“中国投资者动机和预期调查数据分析”课题组:《参与、不确定性与投资秩序的生成和演化——解读投资者动机和预期的另一个视角》,《经济研究》2002年第2期,第81页。
- ⑧[美]罗伯特·索洛:《资本理论及其收益率》,商务印书馆1992年版,第7页。
- ⑨引自《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,经济科学出版社1992年版,第242页。
- ⑩[美]斯蒂格莉茨:《经济学》上册(第二版),中国人民大学出版社2000年版,第440页。
- ⑪藏旭恒等著:《居民资产与消费选择行为分析》,上海三联书店、上海人民出版社2001年版,第329页。
- ⑫凯恩斯:《就业利息和货币通论》,商务印书馆1997年版,第45页。

参考文献:

- [1]江世银. 预期对中国资本市场作用和影响的验证[J]. 当代财经,2004,(3):24.
- [2]江世银. 论投资膨胀预期和投资紧缩预期[J]. 财贸经济,2004,(9):63.

## On the Expected Return Model in Capital Market under Uncertainty

JIANG Shi-yin<sup>1</sup>, LI Xiao-yu<sup>2</sup>

(1. School of Finance, Center University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

2. Chinese Research Institute of Finance, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 610074, China)

**Abstract:** It is very difficult for people to make an accurate forecast about the future under the present economic condition especially in capital market. They can know all the possible results of returns in the future at most. That is to say, there is uncertainty about the future economic behaviors especially about the investments in capital market. Because of the effects of uncertainty, there are differences between the expected return model with uncertainty and the return model with certainty. Only when the economic uncertainty is reduced, can we bring about a flourishing capital market.

**Key words:** uncertainty; expected return model; capital market

(责任编辑 许 柏)