

● 朱钟祿 王佑常

西方股市分析理论的变迁及其启示

股市波动的背后总是有一些因素在起作用。寻找这些因素并探索这些因素与股市波动的关系，便成了股市分析的焦点。迄今为至，股市分析理论的主流至少经历了三次变迁：道理论与走势分析理论时代，随机行走理论时代和最新的主流者尚未确定的时期。本文对这三大变迁作一简述。

一、道理论与走势分析

道理论可以称得上是最早的较为系统地分析与预测股市的理论。它自本世纪初流传以来，很长时间内占据独一无二的垄断与主流地位。走势分析作为与其紧密联系的一种方法，使道理论作为股市理论的代表与象征，为全球范围内不同国家的人们所熟悉并运用。该理论的主要代表人物汉密尔顿在1929年股灾中的预测为道理论与走势分析赢得了一片喝彩。他于该年10月25日（股价最高点后52天）在《华尔街日报》上发表的评论“风向变了”可以说是在恰当的时间发出了明白无误的警告。以当时美国的道琼斯工业平均指数而言，最高点（9月3日）为381，最低点为41，汉密尔顿发出警告的那天为306点。如果听从他的话，也就是说，如果按照该建议，可以少损失78%。

道理论的怀疑者首先来自于相关的投资者，随后是美国一些大学里的学院派专家。而对道理论真正构成实质性挑战的是后者，而且他们首先对走势分析理论开刀。走势分析风靡50、60年代的美国。70年代，学院派利用电脑对走势分析的有效性进行深入研究，结果显示：利用走势买卖和不利用走势所获得的投资成绩分别为51%和50%，即前者只高出一个百分点。而且他们还发现，走势派用以分析、预测的各种图形往往模棱两可，事后用作解释头头是道，事前用作预测则一无是处。这些揭示正好符合当时处困惑之中的走势信奉者的经验与感觉，于是，道理论日渐衰微。

二、随机行走理论

学院派中以法玛为代表的一些人提出了有效市场假设与随机行走理论。所谓股市有效性就是指任一时点上的股价都完全地反映所有可获得的信息。这种有效性按照市场对信息作出反映与吸收的能力又可分为三类：（1）弱型有效市场认为股市会反映所有股价变动的历史资料，因而投资者想凭藉分析股价历史变动而获超常收益是不可能的。（2）半强型有效市场会反映、消化所有公共信息。公共信息除上述股价历史变动资料外，还包含公司公布的有关资料，社会中可获得的经济新闻与政治新闻。（3）强型有效市场不仅对前述两类信息，而且对内幕消息也会作出完全的反映与消化。很显然，强型有效是无法达到的。因为在这个理想境界中，一切信息都会最终被股市吸收，内幕消息最终也不成其为内幕。80年代三大证

券丑闻（美国的伊文·博斯基事件、香港的李则兆事件、日本的利库路特事件）充分证明，即使在当今最发达的股市中，个别人利用种种关系使用内幕信息仍然可以获得暴利。随机行走理论是以有效市场假设为基础的一种股市操作理论。它认为，在一个有效运行的股市中，股价变动是随机的，一切对股市的分析与研究也许能帮助投资者获得正常回报，但无法使其获超常收益。

在1987年股灾前的10多年中，随机行走理论被越来越多的人所接受。但好景不长，1987年那次60年一遇的巨型股灾让几乎所有的股市理论都大栽跟头，作为主流的随机理论更是一蹶不振。

三、最新股市理论

一个时代的股市氛围酝酿一个时代的股市理论。股灾后常有一种新的理论脱颖而出。这种新理论1983年在美国诞生，此后至1987年股灾间流行于一些关系密切的投资者中间，用它来指导投资的成绩也相当突出。

与这种新理论的优秀表现相比，股灾期间其他理论可谓相形见绌。除此之外，尚有一种分析理论，在短期内甚至超过所有理论，这就是艾略特波理论。其信奉者华尔街著名投资分析家普莱切特在80年代中期前后被人推崇为“波浪大师”。该理论从费波南兹级数中得到启示。该级数除第1、2项（数值皆为1）以外，后面每项数值都由其前两项相加而得。从每项与其后一次的比数值系列中，我们可以感受到该项数的神秘性：第一，这个比数值有波动，既非单调递增又非单调递减；第二，越往后，比数值在波动中逐渐地靠近黄金分割率（0.618）。该理论认为股市波动遵从级数所蕴含的神秘韵律与节奏：市场在每个上升的长波中，一般存在三次上行和两次下行，而在每个下降的长波中则含有两次下行和一次上行。据该理论推导，美国股市进入自1930年以来的第五个上升的长波，这个长波始自1982年8月DJIA（道琼斯工业平均指数）突破800点时。普莱切特在1975年即预测到并开始等待1982年大牛市的到来。为了弥补“艾略特波”理论本身只能预测走势无法预测最大值价位及其到达时间的缺陷，他引进了一些“人气”指标，从而取得了很好的分析效果。如他1986年12月31日对其长年咨询客户发布了强烈买进建议，并预测1987年道琼斯工业平均指数至少能爬升700点。后来的发展是，DJIA在1987年8月就达到了他的最保守估计：2700点。遗憾的是，他的正确性到此便划上了句号。在对1987年10月的暴跌和暴跌后1—2年股市走向进行预测方面，他和道理论、随机行走理论一样，都一败涂地。不同的是，后两者对这次股灾连事后自圆其说的解释都无法进行；而普莱切特的失败处在于：最高点、最低点的预测失败和关于股灾后股价走向南辕北辙式的预言（他预言股灾后西方股价将陷入与30年代一样的境地，DJIA最低点为700）。

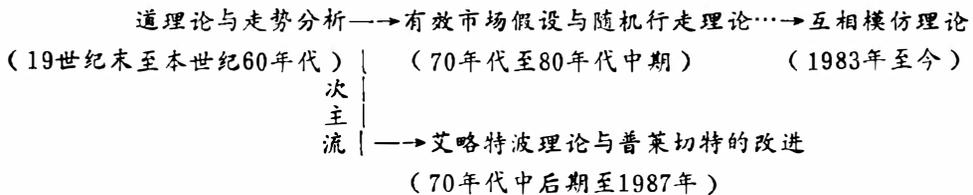
最新股市理论自称“社会性模仿理论”或“互相模仿理论”。其理论结构可概括为一个假设即“互相影响市场假设”和三个阶段。这种假设认为，在一些期间里，市场心理影响群众行为，从而产生一种“群体思考”的说明力量。而群众内部的人与人之间又互相影响、互相模仿。各种股市心理经互相模仿而形成群体思考后，形成巨大的市场合力。在这种假设下，股市在一个特定的时期内分为三个阶段。第一阶段为有效市场期，专业投资者表现最佳；第二阶段，上述的市场合力形成，投资大众的心理合力支配市场，这时股市中收益与风险出现不对称情形，专家们唯有遵从市场大潮才能确保正常收益；第三阶段为混乱期，牛市已走完其所有路程，偶尔的几件不利消息便会使股市人气呈土崩瓦解之势。这个期间，股价

只追随群众情绪升降而升降，而且股价升降已毫不理会实际因素（大多发生在该阶段的后期）。这时明智的抉择应该是逆大众情绪而操作，即全部出清手持股票，静观崩盘的来临，并在适当时点大批吸纳。该理论曾对80年代美国股市进行分析，认为1983—1990年间有40%的时间是不应入市的。1987年股灾前，因大市已进入新一轮混乱期，该理论曾在当时小范围内建议全面出货，而在1988年第一季度又建议全面吸入，8年间其指导成绩为年收益率16%，是一个令人刮目相看的好成绩。

该理论与前述各种理论相比，其过人之处表现在：（1）它并不为短线客而作，也不笼统地预测或断言股市走向；（2）它只强调投资策略的阶段适应性，因而并不排斥其他的股市分析方法（如有效市场假设在第一阶段仍为可行），即只须在关键时期凭借此理论判断何时该大量入市或离市，从而避开高风险期而抓住高收益期。它第一次提出并滤析出股市险益不对称的两种情形（即高收益期与高风险期），这无疑是对传统理论和分析方法的重大突破。

四、股市分析主流理论变迁的启示

综上所述，我们可以画出股市分析主流理论的变迁图：



股市分析主流理论变迁略图

图中，虚线表示互相模仿理论正处于自身发展过程之中，并正向空位以待的主流位置挺进。艾略特波理论作为一个特定阶段上的次主流是当之无愧的。

股市分析理论变迁史对投资者和股市监管者有着如下深刻的启示意义：

1. “股市无专家”。股市中并没有一个屡试不爽的灵丹妙药式的理论。否则，某些人总是能正确预测股价走势而获利，而另一些人则总是走倒运。险益如被滤析出来并分别由不同群体承担或享受，股市便无存在之理由。

2. 即使存在一种理论在一定阶段上有效，也会因为掌握和运用的人越来越多而变得无效。

3. 股市理论在某种程度上又代表人们的理想。如强型有效市场，一直是立法与监管者追求的理想境界。

4. 迄今为止的股市理论都是以发达、成熟的股市氛围为考虑对象，因而并不一定适用于新兴股市。但股市理论中的某些部分是可能超越地域或时间界限的，如股市中人们心理相互影响的假设。

5. 股市中人的正常心态或许应该是：以正常收益率为目标，以尽量有效的方法搜集尽可能有用的信息。适当时参考某一种或某几种股市分析理论，同时不要忘记任何时候都不该忘记的信条——不要放弃独立的判断和清醒的分析。