

股票和贷款

著作权登记号：国作登字-2018-A-00609324

摘要：本文从一般股票交易的手段和目的关系出发，推导出新的股票市场理论，阐述了在高度自由监管不力的市场中，股票交易者（包括散户交易者和机构交易者）行为和股票市场的基本特点和演化原理，现今主流股票市场理论的错误，融资融券业务对股票市场的影响和其容易带来的市场风险。并由股票市场和房地产市场的共性，说明了由债务驱动的房地产业产生泡沫引发金融危机的必然性。

关键词：股票市场；交易行为；金融风险

STOCKS AND LOANS

Abstract: This paper inferred a new stock market theory from the relationship between the means and ends of general stock trading, stating the behavior of the traders which include both private investors and institutions, as well as the basic characteristics and evolutionary principle of the stock market where high freedom with poor supervision is enjoyed. It explains at the same time about the errors of the mainstream market theory nowadays, the influence margin trading has brought to the stock market, and the risk which margin trading may bring. It also describes the inevitability that financial crisis will happen due to the real estate bubble driven by bank loans.

Key words: stock market, transaction behavior, financial risk

壹 股票

一些理论认为股票的交易过程是这样的：

资金（买）——股票——资金（卖）+股利（重要）

这些理论以（预期）股利计算股票的价格。

错。股票可以投机倒卖，如果市场中大多数交易者这么做，理论价格就难以成立。如果股价的理论是建立在交易者可以没有的素质上，它就显然难以让人信服。如果股票的价值需要交易者的认同并小心呵护才能维持，它就太脆弱，就不是打不破的真理，就不是必须遵循的经济规律，就不是真正的价值。股票的价值，如果存在，也必须且只能是在交易者们的自发行为下存在并存续。也就是说，股票并非有了价值才可以交易，有了交易，才可能有价值。

对交易者而言，股价增值和股利增值都是股票的增值，没有什么区别。股价增值与股利增值（发放股利）一般不会同时发生，那么在恰当的时机交易股票就等于获取了收益，规避了风险，还加速了资金的周转，有利无害。由于股票唯一的用途就是“生产”资金，在交易者看来，股票的价值离不开交易，不发生交易的股票的价值很小。不断的交易意味着一部分交易者的利润必须由另一部分交易者承担。作为经济人，交易者的目的是获取股票增值而非维护股票的所谓内在价值，股票的内在价值只是获取增值的手段。也就是说，不能带来增值的价值是毫无意义的，不包含价值的增值却是可以接受的，股票的价格即为股票的价值。增值就是增值，无论何时发生，也无论具体的形式。交易股票价格随行就市无须考虑股利，获取股价的增值对股利的取得也没有不利影响。股价增值和股利增值在一定的范围内互不妨碍。在交易者看来，股票交易的利润来源是与交易对手形成的股价，股利只是股票投入的资本随时间的自然增值，股票交易是一个零和博弈。这使得股票可能变成一种二重的东西，即：获取股利的凭证和套取市场其他资本的凭证¹。这样股价就在很大程度上摆脱了股利的束缚独立出来。如此，有：

资金（买）——股票——资金（卖）+股利（次要）

作为一种虚拟资本，股票具有如下性质：股票增值的时间和幅度和交易者基于预期股利的判断不能完全一致。这是由信息的不完全和不对称造成的。²股价与股利在时间和空间上

的不一致,也从另一方面促使交易者在很大的时空范围内把股价和股利看成两个无关的量并把股利看成股价变化的一部分³。

这样,可以看出,股票的交易价值与绝对的价格无关,股票不存在实物商品那样的稳定的价值。

每一位交易者都想套取别人的资金,又需防止自己的资金被套取,这就产生了交易者之间利益的不一致。但是,一些交易者也因为非对手交易关系达成了利益的相对一致。交易者利益的一致和不一致导致股价的惯性和折返运动。

1. 如果把股票看成一种套利工具的话,股票交易就是交易者互相兑现利益的过程,但是对交易者来说,兑现其他人的利益只是实现自己更多利益的一种手段。由于利益的不一致,当兑现其他交易者的利益时,交易者会担心自己的利益无法实现。⁴ 股价越高,这种担忧就越强烈。⁵ 这样就会形成一个越涨越不买,越涨越卖的上涨负反馈过程。虽然股价下跌可以使交易者受到损失,但套利的需求不会消失,交易者迟早要买进股票以致股价上涨,股价越低,套利的可能性相对越大,交易者越是惜售。⁶ 且股价越低,股票的权益属性就越明显,交易者会担心若此时卖出股票将既不能获取股利也不能套利。这样就会形成一个越跌越不买,越跌越买的下跌负反馈过程。负反馈使股价的运动方向逆转。
2. 单纯的负反馈还不够。虽然从总体上看,交易者们的利益是不一致的,但是,只有股价上升才有可能套利,这一点交易者们的明白的,也就是说,只有暂时一致地推高股价,才有可能实现不一致的利益。显而易见,买入供不应求价格上涨的股票更容易推高股价,可实现的利益更大。越是供不应求,交易者买进的可能就越大,追涨的交易者就越多,卖出的可能就越小,卖出的交易者就越少,供求就更不平衡……如此形成一个上涨正反馈过程。在这个过程中,股价也可以出现一些短暂的下跌,因为交易者对供求状况的观察不会局限于几分钟、几小时或几个交易日。在这个过程中,需方利益的暂时一致推动股价持续上升。类似地,有下跌正反馈过程。正反馈使股价做惯性运动。

在股票的实际交易过程中,以负反馈为前提,正负反馈同时存在,互相对抗,互相包含,纠缠在一起。事实上,无法把他们截然分开,只能在总体上说正反馈或负反馈占了上风。

由上,得到交易者买卖股票的2个基本策略:追涨杀跌和高抛低吸。

交易者的买卖策略使股价的基本走势维持涨跌交替,趋势运行。再加上交易者对市场判断必然的不一致性⁷,连续不断的交易逐渐产生。此外,股价涨跌必然与货币供应量的扩张和收缩发生关联⁸,这和交易者的买卖策略一起决定了股市运动的2个二象性:

1. 单个股票的价格走势不一定能很好地反映公司的基本面而股票市场整体走势可以反映宏观经济基本面。
2. 股市整体走势在短期内不一定能而在长期能够夸张地反映宏观经济的基本面。

市场中可以严重影响供求关系的大资金不能简单地使用追涨杀跌或追跌杀涨的策略,但是这并不意味着大资金只能化整为零去做散户,它可以利用自己能够严重影响供求的条件来制造虚假的供求关系以实现高抛低吸的策略从而在较短的时间内获取巨额利润。这意味着:市场中的大资金必然想方设法操纵股价。

股价被操纵并不意味着股价不能预测。由于庄家的目的是赚得散户的钱,操纵的手法必然针对散户的行为特点。这意味着,在散户行为模式不变的条件下,充分了解身处明处的散户的习性有助于预测股价的未来走势。此外,庄家的行为在其利益导向下的连续性,也有助于预测股价。通常,较大周期(如日线或周线)内的大阳线或大阴线可以与其附近的K线共同较好地反映出庄家的意图。

一般而言,庄家坐庄的基本流程是:

建仓 试盘 整理 初升 洗盘 拉升 出货 反弹 砸盘 (划线为必有项)

例如，在一波上升后的震荡整理过程中，庄家把一个涨停板放在震荡区间中，这种明显示强的走势表示庄家很有可能不是在洗盘（因为洗不掉）而是出货。

由于在暗处，且控制很多流通筹码，庄家比散户个体更容易了解散户们的行为。又因为散户的信息闭塞，力量分散，能够正确把握市场行情获利的散户不会多。对散户而言，一个较为简单有效的办法是趋势交易，因为庄家对愿意长期持股不动的散户确实没什么办法。

庄家操纵股价，一个重要的条件就是大股东的配合。如此，就形成了庄家与大股东的利益同盟。这样看来，股价操纵和内幕交易的联系应该是很紧密的。

股价与股利在时间和空间上的不一致使得交易者在一定程度上难以区分，交易目的使得交易者无必要区分股价波动究竟是股利变化还是供求变化造成的，换言之，二者在一定程度上等效。这使得股价的变化或许可以用预期股利这个难以求证的变量解释，而此解释不圆满之处又可以由市场反应过度或不足解释。此外，又由以下 3 点导致投机行为虽然破坏了理论价格的权威，但是并不能将其完全摧毁。

1. 股票在名义上代表着一份上市公司的资产，股票仍是获取股利的凭证或者说股价仍是资本化的收入，交易者仍然可以通过股价间接实现股利增值。
2. 由于交易者视股利为股价变化的一部分，（预期）股利的大幅度增长可以吸引交易者购买股票（主要是在股价上升时）。所以业绩容易大幅变化的公司股票更容易吸引交易者追涨杀跌。
3. 多数公司的盈利水平和股利政策与经济环境（货币供应量）成正向关联。

一部分交易者对股票的认识是：它是套利的工具，而套利的的原因与股利有关，或者说，股利是套利的一个可选条件。投机和投资扭曲在一起，界限模糊了，投机以投资的形式进行。另一部分交易者则看出这一层，有意识地更加忽视股利。

即使一个交易者把股价和股利看成两个无关的量且其认为股价与股利在一定程度上等效，那也并不矛盾。第一，因为股利增值可以通过股价实现且股利增值和股价增值都是股票的增值，交易者可以把交易策略看成是投资的简化办法而非投机；第二，（预期）股利难以求证使得这两个观点可以共存；第三，交易者对股票的认识实际上并没有那么多的理论，更多的只是趋利避害的本能和交易经验的指导，即对交易者而言，赚钱是第一位的，赚钱的理论是第二位的，这与研究理论的人正好相反。

由于庄家对散户在总体上具有优势，随着时间推移，散户的实力会越来越弱，股市的资金结构会从散户为主逐渐变为机构为主。散户的资金不能再满足机构的胃口，机构必须考虑以其他机构作为目标。机构的实力强于散户，相互的威胁也重于散户，故必然是主要的目标。在前面曾讨论了正负反馈的基本原理。在机构时代，股市的基本利益关系并没有本质的变化，正负反馈仍然存在，但是程度发生了明显的变化。在散户时代，由于散户数量巨大，散户个体对股价的影响可以忽略不计，先逃顶的散户完全可以兑现利润，庄家利用自身优势欺骗散户也能顺利离场；在机构时代，各机构都体量巨大，难以欺骗⁹，维持高股价并出货非常困难。也就是说，即使推高了股价，也很难从其他机构获取不一致的利益。这样，负反馈强化，正反馈弱化，价格的波动区间收窄，交易对手盘不足，市场流动性下降。股票对机构的套利功能减弱，权益功能上升。这个僵局可以用股指期货打破。

股指期货存在截止日期，迫使交易者进行高频率的交易，这会使股指期货成交金额大于股票现货成交金额，即股指期货市场具有较股票现货市场更好的流动性，因此会出现期货价格主导现货价格的情况。对庄家和机构来说，股指期货调整了利益实现的形式，提供了一种投入更少现货筹码更快地获得更高利润的可能。股指期货可以容纳的资金又远多于股票，故必然代替股票现货市场成为庄家和机构运作的主要市场（这样权重股必受欢迎，获得更高溢价）。具体地说，股指期货打破机构时代现货僵局的作用表现在：

1. 截止（交割）日期的存在使得机构必须速战速决，且可以较少地考虑出货的问题。

2. 显然，期指交易中一方的利润直接等于另一方的损失，这使得僵局不会在对立的双方面出现。在劣势的一方（被迫）认输之前，优势一方内部也基本没有分裂的可能，这使得僵局也很难在优势一方的内部产生。¹⁰

3. 股指期货的胜负较股票更直接更明显地决定于对立双方资金实力的对比，期现市场间的联动关系使得期指劣势一方中任何一个机构不能通过操作现货市场价格反败为胜。¹¹

在存在股指期货的机构时代，权重股的二重性会逐渐相对分离，套利属性主要转移至股指期货，权益属性可能居于主导地位。单个股票的操纵价值下降，机构持仓会比较分散，这样既能分散风险，又不失去对股指的影响力。¹²

但这时权益属性主导股价仍不是必然。一方面，机构的目的是影响控制期现货价格获利，股价首先反映机构意志和实力的对比，其次才会反映作为获取股价增值手段的股利；另一方面，散户虽然能量减少，但不会完全消失。权重股的二重性均有机会主导股价，股价主要地反映股市总体资本的变化而不是个别上市公司资本的变化。股价和股利之间出现一定程度的相关关系，这给了价值投资者一些机会。不坐庄操纵，价值投资者就必须耐心等待股价的起伏，故对其而言，股利的稳定性比成长性更重要。伴随着交易的成功，价值投资理念逐渐为机构和散户接受，这使得非权重成长股可以保留套利属性进行行情，其他则成为冷门股被长期冷落。价值投资理念既能帮助庄家吸引散户，也会限制其肆意炒作，但由于信息优势，庄家仍比散户主动。

下面考虑融资融券和转融通业务。参与市场交易的资金或股票无论来源如何都以增值为最终目的，故其不会改变交易者们的利益格局和基本交易策略，也不会改变股价的基本运动方式。融通业务增强了交易的能力，对正负反馈均有加强的作用。但很明显，在多数时间，正反馈更容易占据上风，所以，融通业务对股票行情具有明显的助涨助跌作用。由于在融券业务中，股票的出借方和融入方存在明显的利益对抗关系，所以，融券余额很难与融资余额相提并论，除非股价保持相对稳定。

为了方便讨论，视银行为融资的唯一来源，且规定股票交易通过银行结算，那么是否可以出现融资业务派生存款，增加货币供应，推高股票价格，允许更多融资……这样的永久循环呢？

不能。下面从三个方面予以解释。

第一，融资业务确实可以助涨，强化上涨正反馈，但是不可能消灭上涨负反馈，不可能彻底改变交易者们的利益对抗格局。

第二，即使可以，无限融资也不符合银行的利益。随着融资余额不断增长，推动股价不断升高，融资余额/市场资金总额将逐渐接近甚至大于1，部分交易者的利润也会越来越大，一旦股价下跌且有大于市场资金总额减融资本息余额之差的资金离股市，就容易发生反向循环甚至是股票崩盘且必然出现银行坏账。

第三，货币供应的无限增长必然带来愈演愈烈的通货膨胀，最终动摇甚至摧毁股票市场的基础——货币。

融资余额一旦超过某一界限，就很难善始善终。这个界限不仅与市场的资金统计数据相关，也与行情的变化和交易者自身相关，很难精确计算。

贰 房产

房产离不开土地，土地可以收租，租金是凭借土地所有权获取的租地者的一部分收入，所以，房产不仅可以作为普通商品买卖，更可以当成金融资产交易，就像股票那样。

大多数房产交易如果没有银行贷款的支持就不能成立。作为金融资产交易的房产与融资交易的股票一样，不可能出现贷款驱动的永久循环。由于房产的建筑离不开银行贷款，为避免导致系统连锁反应，银行不能收紧或停止房产相关贷款¹³。所以，依靠债务维持和发展的房地产业最终很容易成为房产泡沫，然后破裂，引发金融危机。

感谢刁馋提供英文支持

未完待续

¹ 股市规律的出现意味着缺少交易对手和套利机会，带来市场流动性不足和股票价值减少，可能发生变盘。推论：1.不存在可公式化的策略获取交易利润，2.流动性充足的股票无法长期在某一价格水平保持稳定。

² 上市公司财务报告披露的内容只是全部市场信息的一部分，这是不完全。各种未披露信息分散于各个交易者中间，这是不对称。

³ 交易者可以以套取其他交易者资本的方式间接实现股利增值的效果。在实际发放股利时，交易者也可以选择直接实现股利增值，把股利看成股价变化的一部分。

⁴ 每一位交易者的目的是尽量多地套走其他交易者的资金，但要想实现这个目的，必须首先允许自己的资金被其他交易者套走即买入股票，如此，实现目的的手段恰好满足其他交易者的目的。需方会担心，供方得到资金后在一段时间内不再参与股票交易而使自己的利益难以实现甚至亏损，供方则担心需方因利益的担忧不参与股票交易。这就可能形成一个大多数交易者卖出或观望但是鲜有交易者买入的局面。由于担心其他交易者随时抽身先走，交易者的策略只有抢先撤出，这一点所有交易者都知道。也就是说，交易者默认，游戏不可能永远玩下去。尽管市场中交易者众多，但利益的不一使他们认为多数交易者不会永远去玩击鼓传花的游戏。

⁵ 交易者互不信任，都预判游戏迟早结束，则价格越高，持有股票可能承受的损失越大，损失发生的可能性越大，利润相对越小，卖出股票锁定的利润越大。

⁶ 想要套利必须买入股票，交易者不仅要考虑其他人陪不陪着玩，也要考虑其他人带不带着玩。

⁷ 交易者无法全面地了解市场，但是交易者可以看到市场局部供求信息的实时变化，且这直接决定了股价的走势，所以在交易者看来，策略没有问题，问题在于市场的变化，即股价策略优于股利策略，需要做的只是随市场变化调整交易而已。

⁸ 股票等投资品，因其使用功能为“生产”资金，不满足其他具体需求，与实物商品相比具有形式稳定，供求独立，进出容易，强正反馈和弱负反馈特点，故容易成为经济繁荣，货币增加时资本增值的首选。

⁹ 机构间利益对抗格局明显，互相提防，面对股价的明显上涨只能选择卖出：如果某一机构对股价有足够的控制力，其他机构因跟进将面临巨大接盘风险（对抗格局简单明确，目标范围狭窄）不敢买入而卖出，拉升股价只会套牢自己；如果对股价没有足够的控制力，遇其他少数机构抛盘就会被套，也不敢冒巨大风险拉升股价。

¹⁰ 下面以多方优势为例说明。在空方（被迫）认输前，翻空操作必首先使自己的多仓受损，然后才能通过做空获利，这还需要其他多空机构的“成全”。冒然翻空等于为了不确定的利润使自己的既得利益受损，并将已有的主动权交与他人，实为不智。

¹¹ 股票的僵局使得机构对股票的主动操作必然导致亏损。套利机制又沟通了期现市场，所以，能依靠现货市场翻盘的机构一定可以凭借期指市场更好地翻盘，不能依靠期指翻盘的机构也一定不能凭借现货市场反败为胜，即僵局不会从现货市场传递至期指市场。

¹² 由于期现货之间存在联动关系，机构必须对两个市场都有足够的影响力才能获利。

¹³ 房产的建筑工程期很长，这使建筑和销售这两个市场在时间上明显不同步，故不可能通过控制贷款规模使房地产市场软着陆。