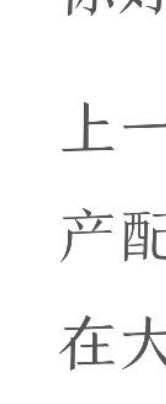


23 | 怎样解读放量？价量关系理论1：Miller假说



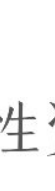
陆蓉

11-30 17:37



23 | 怎样解读放量？价量关...

11:49 10.81 MB



| 陆蓉 亲述 |



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

上一讲你已经了解了，在你的战略性资产配置中，为什么一定要配一些股票。

在大盘的规律性中，还有一个重要的内容是传统金融学不讲的，那就是交易量。

接下来，我就用两讲来给你介绍价量关系，你会了解，价格和交易量是怎样配合的，把它们结合起来观察，可以怎样预测市场，以及你应该怎样避免风险。

价和量之间具有什么关系？

我先问你啊，你买卖股票时会不会参考当时的成交量？有没有总结过一些交易规律，比如说大家都冲去买一只股票的时候，价格也会涨，当成交量收缩的时候，价格也会跌等等？

我知道很多聪明人都会这么做，因为但凡做实务的，都知道，股票交易行情的主界面就是由价格与交易量构成的，投资决策时观察它们的关系就特别重要。

可惜传统金融学认为价格是价值的体现，均衡价格不会受交易量影响，所以并不研究“交易量”这个问题，而平时你的这些经验和感觉又得不到验证。

那这一讲，我就来给你介绍一个价量关系的经典理论——米勒(Miller, 1977)假说。它直到今天都是研究价量关系中最有效也最有影响力的。

和它一对照，你就知道，你的那些经验、感觉是对了还是错了，你应该怎么把握买进卖出的重要时机。

讲米勒假说之前，问你个问题，交易量究竟反映的是什么呢？

成交，本质上反映的是意见分歧。你觉得价格高估了，坚信自己的观点，所以希望卖出；我觉得价格低估了，也坚信自己的观点，所以希望买入；我俩谁也说服不了谁，结果如何呢？成交！

所以，交易量反映的是投资者的意见分歧程度，交易量越大，则意见分歧越大。

米勒假说就认为，均衡的时候股票价格一定是被高估的，价格反映的是乐观者的预期。

这个假说需要满足两个条件：1.投资者具有意见分歧，2.市场具有卖空约束。

第一个条件很好理解，投资者对于股票的估值有意见分歧。这个条件很容易满足，例如悲观的投资者认为某股票值10元/股，高于这个值，就会有人愿意卖出。乐观者认为该股票值20元/股，低于这个值，就会有人愿意买入。

第二个条件，市场具有卖空约束，这个条件也很容易满足。什么是卖空呢？卖空其实就是卖，但是它是一种特殊的“卖”法，因为金融资产是虚拟的，所以可以先卖再买。

卖空一般发生在什么情况下呢？预测股价下跌的时候。这样就能够通过卖高买低获利。那为什么市场会限制卖空呢？很简单啊，你卖完拿着钱跑了怎么办？所以允许卖空的机构会给你很多限制，约束你一定会再买回来。

实践中大多数市场对卖空都有一定的约束。有的证券完全不能卖空，就算允许卖空的证券，卖空成本也远高于买入。这就好像你要干一件很困难且成本很高的事儿，不是绝对看好结果，你是不会出手的，所以，在卖空有约束的条件下，股票将由出价最高的乐观者得。

所以，米勒假说认为，市场最终达到平衡的时候，股票价格一定是高估的，它反映的是乐观者的情绪，由乐观者得所有的股票，而不是像理性理论所预期的那样，股价是准确反应投资者的平均预期的。

米勒假说还有两个推论，第一个是，投资者意见分歧越大，股价高估越严重；第二个是，越是难卖空，股价高估也越严重。

上面我已经给你分析了原因，这里就不重复了。

总之，你和其他投资者之间存在意见分歧正是交易量产生的原因，因此，米勒假说被认为是价量关系的经典理论。

“米勒假说”对你的价值

现在你已经理解了米勒假说，那它对我们投资实践的指导意义是什么呢？

首先，它让我们认识到股价有泡沫是常态。

根据米勒假说你就知道，股价反映的不是投资者的平均预期，而是乐观者的预期，仅用基本面来分析市场是不够的。了解投资者的心理和行为，对于投资至关重要。

其次，你要注意了，越是放量，也就是交易量变大的股票，你越需要警惕泡沫的存在。

这是因为，米勒假说的第一个推论，投资者意见分歧越大，则股价高估越严重。交易放量，说明投资者意见分歧加大，出价最高者得股票，因此，交易量越大，股价泡沫越严重，风险也越大。

第三，你还应该注意那些卖空特别困难，比如无法卖空或流动性缺乏的市场和证券。

因为卖空有限制的情况下，如果还存在放量，则股价泡沫会特别严重。研究发现，2001~2005年，由美国500家上市公司组成的标准普尔500指数中的100只卖空成本最高的股票平均年收益为8%，而100只卖空成本最低的股票平均年收益高达14%，可见卖空约束对收益有很大的影响。所以，对于那些卖空成本很高的股票，你应该尤其慎重。

如何判断买进、卖出的时机？

听到这里，你是不是想问，陆老师，米勒假说我理解了，也理解如何判断市场泡沫了。能不能告诉我应该什么时候买进，什么时候卖出呢？

想要解决这个问题，其实你只需要记住一点，这也是股票市场上一个广泛流传的说法：利好出尽是利空。这个说法其实有深刻的理论背景，与价量关系理论有关。

Berkman等人2009年在国际顶级期刊JFE上发表了一篇著名的文章，标题就叫《新闻一出就要卖》(Sell on the news)，这个标题来自于一个英语谚语，全句是“buy on the rumors, sell on the news”，谣言起则买，新闻起则卖。

如果一件事情还在传闻阶段，则买入，如果已经落实且发布消息了，则应该卖出。这就类似于我们常常说的：利好出尽是利空，利空出尽是利好。

这个结论是Berkman等人从实证中得来的，我简单和你介绍一下他们的方法。

他们根据米勒假说，在上市公司年报、季报发布的时间窗口，按投资者的意见分歧和卖空约束指标来构建对冲组合：买入股价最高估组并卖出最低估组，观察该组合在公告日前后共21天的收益率变化。

研究发现，该组合在盈余公告日之前，对冲投资组合的买入并持有收益逐步提高，到公告日前一天，收益达到顶点。公告日当天，收益率迅速回落，随后逐步降低。

这个结果就说明了，投资者对于公司的盈余公告最为关注，在公告发布之前，大家竞相竞猜，换句话说，传闻期投资者的意见分歧达到最大，股价被极度高估；随着公告的发布，谣言变成新闻，投资者的意见分歧迅速消失，股价回落。这就支持了那句谚语，也是文章的标题：新闻一出就要卖。

咱们再深入一步，拓展一下，既然“谣言起则买”，投资者的意见分歧最大的时候，股价会被极度高估，那么能从哪些具体数据看出投资者的意见分歧程度呢？

有5个衡量指标，分别为：公司收入波动、股票收益波动、分析师预测差异、被股票研究数据库收录的时间长短、换手率。

记不住也没关系，你只需要记住换手率就可以了（交易量除以流通股）。换手率是最为稳健且简单的度量投资者意见分歧的指标。

也就是说，当换手率下降之前，你可以买入，当换手率快速下降的时候，你则应该果断卖出。

意见分歧产生的原因：投资者情绪

Aa

写留言

0

请朋友读