

# 证券市场 投资者群体行为研究

ZhengQuan ShiChang TouZiZhe  
QunTi XingWei YanJiu

王朝晖 / 著



浙江省哲学社会科学规划课题成果

2009 年度宁波市社会科学学术著作出版资助项目

# 证券市场 投资者群体行为研究

王朝晖 著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷

责任校对：王凡娥

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

### 图书在版编目（CIP）数据

证券市场投资者群体行为研究 / 王朝晖著. —北京：  
经济科学出版社，2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8925 - 5

I. 证… II. 王… III. 证券投资 - 群体 - 经济  
行为 - 研究 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 231353 号

### 证券市场投资者群体行为研究

王朝晖 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 13. 25 印张 230000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8925 - 5 定价：39. 00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

感谢

国家博士后科研资助计划

江苏省博士后科研资助计划

资助

# 序 言

行为金融学是对传统金融理论的一次挑战。自马克维茨的投资组合选择理论创立以来，传统金融理论逐步建立起优美而宏观的大厦，已经发展成为一个比较完善的学科，它建立在一系列的假设基础上，代表人类对金融领域最为本质的认识，赋予我们对金融现实进行理性思考的基本框架。然而，金融现实是极其复杂的，大量实证研究结果并不支持传统金融学的某些结论，出现了许多难以解释的异常现象，如：股权溢价之谜、封闭式基金之谜、红利之谜、日历效应、规模效应等，在这种情况下，20 世纪 80 年代行为金融理论悄然兴起，并开始动摇了传统金融理论的权威地位。

行为金融理论在心理学研究成果基础上，从投资者的实际决策心理出发，重新审视主宰金融市场的人的因素对市场的影响。它有效地解释了众多市场异常行为。它对投资者行为的研究由“应该怎么做决策”转变到“实际是怎样做决策”，它提示了投资者心理因素在决策行为以及市场定价中的作用和地位，从而使得研究更接近于实际。

因此，对金融学来说，行为金融革命是一条折中的道路，它不再局限于一个狭窄的理论框架，而是将其他社会科学的理论纳入考察范围，特别是心理学和社会学，这有益于我们从不同视角来认识和理解金融市场。王朝晖博士的《证券市场投资

者群体行为研究》就是从社会心理学与社会学角度来研究证券市场的行为金融理论专著。

这部著作敏锐地认识到投资者群体行为研究的重要性。行为金融理论对投资者有限理性个体行为已做了比较充分的研究，个体投资者各种认识偏差及原因已被揭示出来，但投资者群体行为研究尚待深化。投资者群体行为不能简单看成投资者个体行为之和，他们之间存在相互影响与相互作用。安德瑞·史莱佛（Andrei Shleifer）认为人们并不只是偶然偏离理性，而是经常以同样的方式偏离，投资者之间的交易并非随机进行，而是在大致相同的时间，买卖同样的股票。因而，证券市场波动、证券价格最终由投资者群体行为决定，对投资者群体行为的研究更有意义。

这部著作将行为金融学的理论基础扩展到社会心理学和社会学。社会学主要集中于研究群体，社会学家的主要兴趣在于社会相互作用。社会心理学是研究人们如何看待彼此，如何互相影响，互相联系的科学。社会学和心理学是社会心理学的母体。相比社会学，社会心理学试图在研究内容上更侧重于个体。在研究方法上更侧重于实验。相比人格心理学，社会心理学对个体之间的差异关注得较少些，而更多关注人类如何看待影响彼此。社会心理学也是一门关于环境的科学。它揭示社会环境如何影响个人。这部著作运用社会学及社会心理学的理论来研究证券市场中的投资者这一特定的群体，考察他们的互相影响、互相作用，并运用这一理论去解释证券市场的群体行为。

这部著作还来源于投资实践。投资者都会有这样的经验：当亏损严重，人人都不看好未来走势，就是底部到来之时；而人气高涨，街头巷尾都在热谈股票，很可能就是股市见顶之日。经验如何上升为理论，理论如何解释现象，这并非易事。作者长期收集《股市动态分析周刊》好淡指数，每周一次，长达十

余年，从未间断，积累了宝贵的一手数据，难能可贵。长期的积累与思考最终形成了股市波动与投资者群体行为假说。尽管假说有待完善，但这是一次有意义、有价值的探索。

这部著作的另一个特点是具有较多的创新之处。其一，它将投资者情绪与投资者群体行为联系起来，把投资者情绪作为投资者群体行为的测度。其二，证券具有类似“吉芬商品”的需求曲线，证券价格上涨会增加投机需求，从而增加总需求，反之，证券价格下跌会减少需求。其三，证券市场达到局部均衡时，套利无法影响证券市场整体偏离基本价值。其四，在设计投资者情绪指数时，未来预期的时间长度以月度为宜。

这部著作能达到较高的学术水平，理论上取得一定成绩，与王朝晖博士多年的辛勤工作是分不开的。希望本书的出版，能对行为金融理论有所贡献，对金融理论界与实务界的同志们有所帮助。

**李心丹**

2009年12月1日于南京大学

# 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| <b>第 1 章 导论</b> .....             | 1  |
| 1.1 研究的背景及意义 .....                | 1  |
| 1.2 基本概念界定与辨析 .....               | 4  |
| 1.3 研究方法和本书结构 .....               | 12 |
| 1.4 主要贡献及后续研究 .....               | 14 |
| <b>第 2 章 投资者个体行为与群体行为研究</b> ..... | 16 |
| 2.1 标准金融学与行为金融学 .....             | 16 |
| 2.2 投资者个体行为研究 .....               | 23 |
| 2.3 证券市场群体行为研究 .....              | 38 |
| 2.4 本章小结 .....                    | 49 |
| <b>第 3 章 投资者群体行为理论研究</b> .....    | 50 |
| 3.1 证券市场中的从众行为 .....              | 51 |
| 3.2 证券市场中的群体影响 .....              | 59 |
| 3.3 证券市场中的集体行为 .....              | 65 |
| 3.4 本章小结 .....                    | 75 |
| <b>第 4 章 投资者群体行为模型研究</b> .....    | 77 |
| 4.1 微观动机与宏观行为 .....               | 77 |
| 4.2 投资者行为模型 .....                 | 81 |
| 4.3 群体行为的微观模拟模型 .....             | 96 |

---

|             |                                   |            |
|-------------|-----------------------------------|------------|
| 4.4         | 本章小结 .....                        | 110        |
| <b>第5章</b>  | <b>股市波动与投资者群体行为假说 .....</b>       | <b>113</b> |
| 5.1         | 股市的经验 .....                       | 113        |
| 5.2         | 投资者非理性预期假设 .....                  | 116        |
| 5.3         | 证券市场持续迅速出清假设 .....                | 118        |
| 5.4         | 股市波动与投资者群体行为假说 .....              | 123        |
| 5.5         | 投资者群体行为的微观模拟 .....                | 126        |
| 5.6         | 本章小结 .....                        | 129        |
| <b>第6章</b>  | <b>证券市场投资者群体行为测度 .....</b>        | <b>131</b> |
| 6.1         | 投资者群体行为测度概述 .....                 | 131        |
| 6.2         | 直接投资者情绪指数 .....                   | 133        |
| 6.3         | 间接投资者情绪指数 .....                   | 141        |
| 6.4         | 我国的投资者情绪指数 .....                  | 151        |
| 6.5         | 投资者情绪研究小结 .....                   | 154        |
| <b>第7章</b>  | <b>基于投资者情绪的证券市场群体行为实证分析 .....</b> | <b>156</b> |
| 7.1         | 研究假设 .....                        | 156        |
| 7.2         | 研究样本描述 .....                      | 157        |
| 7.3         | 股指收益与好淡指数的长期均衡关系 .....            | 165        |
| 7.4         | 好淡指数与股市收益的 Granger 因果检验 .....     | 168        |
| 7.5         | 好淡指数的 VAR 模型及冲击反应分析 .....         | 172        |
| 7.6         | 好淡指数波动性分析 .....                   | 175        |
| 7.7         | 本章小结 .....                        | 183        |
| <b>结论</b>   | <b>.....</b>                      | <b>184</b> |
| <b>参考文献</b> | <b>.....</b>                      | <b>186</b> |
| <b>后记</b>   | <b>.....</b>                      | <b>201</b> |

# 第 1 章 导 论

## 1.1 研究的背景及意义

### 1.1.1 研究的背景及问题的提出

#### 1. 蓬勃发展的行为金融学

20 世纪 70 年代中期，以有效市场假说为基础，以资本资产定价理论和现代资产组合理论为基础的金融学已经发展成熟，具备了一个比较完备的理论框架，并确立其正统地位，现在称其为“标准金融学”。标准金融理论承袭了经济学经典分析，其模型与范式局限在“理性”的分析框架中，忽视了对投资者实际决策行为的分析，因而，标准金融理论在对许多经济现象做出可信解释的同时，也遇到了许多困难。在不确定情况下，人们的行为、态度、偏好等并非完全理性。大量实证研究结果并不支持标准金融学的某些结论，出现了许多难以解释的异常现象，如股权溢价之谜、封闭式基金折价之谜、红利之谜、日历效应、规模效应等。在这种情况下，20 世纪 80 年代行为金融理论悄然兴起，并开始动摇了标准金融理论的权威地位。

行为金融理论的主要成果包括前景理论（prospect theory）、行为资产定价模型、行为资产组合理论、以反应过度与反应不足为解释重点的投资

者行为模型，这些理论对金融市场的异常现象做出了合理的解释。2001年素有小诺贝尔经济学奖之称的美国克拉克（Clark）奖授予了行为经济学家拉宾（Rabin）教授，2002年诺贝尔经济学奖授予了行为金融学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman），这表明行为金融已完全被主流经济学认可，并代表了金融理论的发展方向。

## 2. 投资者群体行为——行为金融学研究重要主题

史莱佛（Shleifer, 2000）在理论上对标准金融学的核心理论——有效市场假说（EMH）发起挑战，他对有效市场假说的三个逐渐放松的假定进行了有力的反驳。

首先，有效市场假说认为投资者是理性的，他们能对证券做出合理的价值评估。但大量的认知心理学实验结果和金融实证结果表明投资者并非完全理性，只具备有限理性。他们在决策时会产生启发式偏误（heuristic bias）、框架偏差（framing bias），在证券市场表现为过度自信、反应不足、反应过度与后悔厌恶等行为。

其次，有效市场理论成立与否并不依赖于投资者的理性。EMH认为有限理性投资者的交易是随机进行的，他们的交易策略相互独立，那么他们之间的交易会相互抵消他们的错误，即有限理性投资者的交易行为不相关。但行为金融理论认为人们并不只是偶然偏离理性，而是经常以同样的方式偏离。投资者之间的交易并非随机进行，而是在大致相同的时间，买卖同样的股票。不仅中小投资者交易行为相关，而且机构投资者也存在基于声誉与报酬的从众行为。

第三，有效市场假说认为，即使投资者具有有限理性、交易行为相关，但套利可以将价格稳定在基本价值上。行为金融的核心论点是，现实中的套利不仅充满风险，而作用有限。

综上所述，行为金融理论可以归纳为三个层次：①有限理性个体。②投资者群体行为。③套利无效的非有效市场。这三个层次中的第一层次，有限理性个体行为已得到比较充分的研究，大量的个体投资者认识偏差及原因已被揭示出来，但第二、第三层次尚未得到充分的研究。我们认为证券市场的运行是由投资者个体相互作用决定的，在了解个体行为的基

础上,研究投资者的群体行为,才能发现整个市场系统的性质和行为,才能得出市场价格波动的内在规律。因此,投资者群体行为便成为行为金融理论研究的重要主题。

### 3. 投资者群体行为研究的不足之处

尽管投资者群体行为研究取得了一些成果,但投资者群体行为仍然存在不足之处。

第一,存在以投资者个体分析结论解说群体行为的倾向。行为金融理论对“波动性之谜”、“股权溢价之谜”、“红利之谜”等证券市场异象的解释,实际上是用个体分析来代替群体分析。例如:利用“损失厌恶”以及“私房钱效应”来解释证券市场的三个偏差现象:过度波动现象、股权溢价之谜和收益可预测性。这两种心理偏差使投资者的风险厌恶随前期收益状况而变化。价格升高后投资者风险厌恶程度降低,价格被进一步推高;价格降低后投资者风险厌恶程度升高,价格被进一步打压。这种解释混淆了投资者个体行为与群体行为,将个体的“损失厌恶”、“私房钱效应”扩大到整个市场。

第二,投资者群体行为研究局限于从众行为。从众行为又称“羊群行为”,行为金融理论对基于信息的羊群行为、基于声誉及报酬的羊群行为都做了深入研究。但从众行为是群体行为的内容之一,群体行为还包括群体影响、少数派影响、群体极化与集体行为等多方面内容。

第三,投资者从众行为的实证与理论脱节,没有明确的投资者群体行为测度方法。在从众行为的研究中,通常采用统计学方法来测量证券市场是否发生了丛聚现象(Clustering of Decisions),而不考虑发生这种行为的内在原因。如LSV测度方法(Lakonishok, Shleifer and Vishny, 1992),他们将从众行为定义为投资管理人同时买卖某些特定股票的平均趋势。因此,LSV法实际上测度的是特定交易者(如基金)交易模式的相关性,以及他们买卖同类股票的趋势。

本书将针对上述问题,在行为金融理论背景下,对投资者群体行为,从理论到模型,从假说到实证进行系统地研究。首先,借鉴社会心理学与社会学中有关群体行为的理论,对证券市场投资者群体行为进行解

释。其次，按照从微观动机到宏观行为的思路，总结并评价了行为金融理论的投资者行为模型与投资者群体行为的微观模拟模型，并在此基础上，提出了“股市波动与投资者群体行为假说”。第三，辨析了“投资者情绪”的概念，指出“投资者情绪”是投资者群体行为的反映，是投资者群体行为的测度。第四，以《股市动态分析周刊》好淡指数作为我国投资者情绪指数，对中国证券市场投资者群体行为进行了全面的实证研究。

### 1.1.2 研究的意义

投资者群体行为研究是对以投资者个体为主要对象的行为金融理论的有益补充，它从更加宏观的视角来研究证券市场整体的运行规律。证券市场行为是通过众多的投资者个体相互作用而形成的群体行为表现出来的，而将市场行为的研究停留在个体层次上，以个体代替群体显然有不足之处。因此，研究投资者群体行为具有重义的理论意义。

中国证券市场发展的特殊历史阶段决定了它的不完善性，转轨与新兴的双重特征，文化与社会特质使得中国证券市场具有明显的特殊性。例如，由于缺乏卖空机制，导致传统金融学中有效市场理论基础的套利机制难以有效实施，同时，投资者行为中的非理性成分高，宏观政策环境不确定性大，所有这一切说明行为金融学在中国的适用性很强。所以，以中国证券市场为例，进行投资者群体行为实证研究具有积极的现实意义。

## 1.2 基本概念界定与辨析

### 1.2.1 从众行为

社会心理学认为从众（conformity）是指根据他人而做出的行为或信念的改变。因此，从众不仅仅是与其他人一样地行动，而是指个人受他人行动的影响。从众不同于单独一人时的行动。证券市场的从众行为只是社

会上诸多从众现象中的一种，也被形象地称为羊群行为（Herd Behavior）。投资者的从众行为是指由于受其他投资者投资策略的影响而采取相同的投资策略的行为，或者说投资人的投资决策是对主流投资行为的模仿，或者依赖于他人意见，而不是基于自己掌握的信息。理解投资者的从众行为关键在于判别投资行为是否会受到他人的影响。

根据社会心理学的从众概念，证券市场中的从众行为可以分为顺从、接纳与服从等三种形式。其一，证券市场中的顺从表现在投资者为获取收益而对其他市场参与者行为明显地模仿和跟从，这种形式也被称为真羊群行为。其二，证券市场中的接纳是指群体中的成员面临相同的决策问题，拥有相同的信息而因此采取了相似的行为，也被称为伪羊群行为。例如，利率忽然上涨，导致股票的吸引力大幅下降，投资者纷纷从股票市场抽出资金。这实际上是投资者对共同的经济基本面所采取的行为。其三，证券市场中的服从指盲目崇拜所谓“权威”的行为，证券市场中的权威可以表现为庄家、证券专家、国家有关权力机构等。

对于外部观察者而言，真羊群行为和伪羊群行为的表现是相同的，如果不知道决策者的私有信息，有效区分真羊群行为和伪羊群行为并非易事。其实，顺从与接纳是紧密相连的，接纳会紧跟着顺从。投资者受到他人影响买入股票，这是一种顺从，但在决策时，投资者自己对他人行为分析，认为这个决策是正确，那么顺从转变为接纳，真羊群行为转变为伪羊群行为。这一心理过程在投资者中是普遍存在的，所以，在研究羊群行为时，没有必要刻意地区别真羊群行为与伪羊群行为。

### 1.2.2 集体行为

社会行为大都遵循着一种有规律的、有一定规范的发展进程。人们都是按照那些规定了在各种不同情境中应有的行为规范来扮演他们的角色并发生相互作用的。但“集体行为”（collective behavior）指那些显然不符合通常的行为准则的行为。当事人似乎常常是随机应变，临时凑成新的规范。因此，集体行为是指许多人表现出来的带有自发性的和无一定结构的思考、感觉和行动的方式。集体行为通常含有几种共同的要素：一是包括

在同一时间采取相同行动的许多人。二是被观察的集体的行为无常而且多变，很少处于均衡状态。三是行动具有依赖性，任何人都不是独立地行动。证券市场中的谣言、狂热、恐慌等都属于集体行为。

### 1.2.3 群体心理与群体思维

群体心理 (crowd psychology) 这一概念来源于法国 19 世纪的社会学家勒庞。其群体心理理论的研究对象并不是人类的“客观群体”，而是人类的“心理群体”。客观群体是指人群在某一时间和空间上的集合体，心理群体则是指具有相同心理活动特征的人群的集合体。群体心理理论认为，证券公司交易室里的交易，有时只形成一个客观群体，有时则转变为心理群体。当市场相对平静、投资者的关注点相对分散、情绪相对稳定时，全体投资者就构成一个客观群体，这时他们只有时间和空间活动的一致性，而没有心理活动的一致性。但是，如果市场一旦受到强烈刺激，全体投资者就形成了一个心理群体，这时即使是分散在其他各个信息终端的投资者也可能迅速加入这个心理群体。

上述投资者群体心理的观点经常被引用，但必须指出的是，群体心理的观点现在被认为是错误的，伊恩·罗伯逊 (Ian Robertson, 1981) 认为，群体的行为是其成员个人行为的总和，没有什么独立存在的“群体心理”。“群体心理”反映了勒庞的反民主倾向<sup>①</sup>。

社会心理学的相关的概念是群体极化 (group polarization) 与群体思维 (groupthink)。在群体互动研究中，群体会采用比其个体成员的平均观点更为夸大的观点 (Moscovici and Zavalloni, 1969)。潜在的积极和消极结果都来自群体讨论。这种现象称为群体极化。还有一种类似群体极化的现象，被称为群体思维 (group think)。贾尼斯 (Irving Janis, 1982) 对美国几大国际事件失败决策的分析表明，群体对和睦一致的渴望要求可能会压倒对相反观点的真实评价。特别是当群体成员强烈地渴望统一性，或是他们与相反的观点相隔绝，又或是领导暗示了他本人的意愿时，这表现得

---

<sup>①</sup> 勒庞是一名贵族，他和大多数上层阶级成员一样，非常讨厌平民阶层的群体，他坚信群体中的个人，其文明程度会下降，因此，他主张禁止一切民众集会。

尤其突出。群体成员必须清楚，有异议往往能改善群体决策的质量，尽管它从表面上看可能影响群体的正面感受。

### 1.2.4 群体行为

群体（Group）是一群地位和角色相互关联的人，群体行为是他们在对彼此的行为有着共同期待的基础上一起进行着有规则的相互作用（Robertson, 1981）。本书的群体指证券市场中的投资者群体。投资者群体行为研究的前提是投资者的有限理性与投资者间的相互影响。它研究的是投资者群体的特征，投资者群体行为在证券市场的表象及出现这种表象的原因。群体行为主要研究的是从众行为、集体行为、少数派影响、去个体化、群体极化和群体思维等现象。

### 1.2.5 情绪与“投资者情绪”

行为金融学中的“投资者情绪”（investment sentiment）与通常意义上的情绪并不相同。

情绪的《辞海》解释。情绪指心情、心境。从人对客观事物所持的态度中产生的一种主观体验。德国冯特认为，情绪可从愉快—不愉快，紧张—放松和激动—平静三方面做出描述。对客观事物持肯定态度时，就会感到愉快、满意等；持否定态度时，会感到憎恨、恐惧、愤怒或悲哀等。

情绪的心理学的解释。理查德·格里格（Richard J. Gerrig）和菲利普·津巴多（Philip G. Zimbardo）在《心理学与生活》写道，情绪是一种感觉——“感到快乐”或“觉得悲伤”，但一个更完整的定义应包括躯体，也包括心理。当代心理学家将情绪（emotion）界定为一种躯体和精神上的复杂的变化模式，包括生理唤醒、感觉、认知过程以及行为反应，这些是对个人知觉到的独特处境的反应。

行为金融学中的“投资者情绪”具有特定的内涵概念。史莱佛（Shleifer, 2000）对投资者情绪的定义是与投资者情绪理论联系在一起的，投资者情绪理论讨论的是大量的投资者犯同样的错误且他们的错误又

具有相关性的现象。投资者情绪可定义为对股票的总体乐观或悲观（Brown, 2004）。投资者情绪一个可能的定义是投机的倾向，情绪可以驱动投机性投资的相对需求（Baker, 2004）。

对“投资者情绪”的正确理解要把握两个要点：一是投资者情绪的本质是投资者预期，这说明投资者依据私有信息决策。二是投资者情绪并不指投资者个体的预期，而是指投资者群体的预期，它描述了投资者群体的系统性偏差现象。由此，可以建立“投资者情绪”与投资者群体行为间的联系。投资者群体是建立在大量投资者个体的有限理性基础之上，他们相互影响、相互作用，导致认识偏差具有相关性、系统性。所以，“投资者情绪”指投资者群体相互影响的程度，投资者达成共识的程度，可以用“投资者情绪”表示投资者群体行为的状态。

### 1.2.6 投资者理性与有限理性

投资者理性与有限理性是金融学研究的基本前提，传统金融学传承新古典经济学理性经济人的假设，而行为金融学则从大量的心理学实验中总结出投资者远没有达到理性的程度，只具有有限理性。

#### 1. 理性投资者

传统金融学中理性具有特定的含义，它包括三方面的内容：

##### （1）预期效用最大化原理

冯·诺依曼（Von Neumann）和摩根斯坦（Morgenstern, 1944）在《博弈论与经济行为》中提出了预期效用最大化原理（Expected Utility Maximization）。他们作了一系列假定，对于概率空间  $(X, P)$  中的风险资产，假定人们的偏好满足如下公理：

完备性公理。对任意的  $x_1, x_2 \in (X, P)$ ， $x_1 \neq x_2$ ，或者  $x_1 \geq x_2$ ，或者  $x_2 \geq x_1$ 。

传递性公理。对任意的  $x_1, x_2, x_3 \in (X, P)$ ，如果  $x_1 \geq x_2$ ，且  $x_3 \geq x_2$  那么  $x_1 \geq x_3$ 。

连续性公理。对任意的  $x_1, x_2, x_3 \in (X, P)$ ，如果  $x_1 > x_2$  和  $x_2 > x_3$