

The Behavior of Securities
Investment Funds and
Shock of Market Quality

证券投资基金行为 与市场质量冲击

张宗新 © 著



 中国金融出版社

证券投资基金行为 与市场质量冲击

张宗新 著



中国金融出版社

责任编辑：肖 炜

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资基金行为与市场质量冲击 (Zhengquan Touzi Jijin Xingwei yu Shichang Zhiliang Chongji) / 张宗新著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7486 - 0

I. ①证… II. ①张… III. ①证券投资—基金—研究—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 066627 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 12.75

字数 226 千

版次 2014 年 7 月第 1 版

印次 2014 年 7 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7486 - 0/F. 7046

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

感谢国家自然科学基金（70973023）、教育部“新世纪优秀人才支持计划”（NCET-13-0149）、上海市“曙光计划”（12SG11）、上海市社科规划基金（2013BJB011）的研究资助和支持。

前 言

自中国资本市场诞生 20 多年来，证券市场规模得到快速发展，上市公司数量超过 2500 家，股票市值达到 30 万亿元人民币，市值规模仅次于美国、日本，排名全球第三。在我国股票市场迅速崛起的背景下，投资者结构机构化成为证券市场投资者结构优化的必然路径。1998 年 3 月，我国第一家基金管理公司国泰基金管理有限公司成立，2007 年 A 股“牛市”环境中我国基金业获得迅猛发展，基金份额从 5000 万份跳跃至 2 万亿份以上。截至 2014 年 3 月，我国共有 66 家基金管理公司，管理基金 1622 只，发行份额达到 3.21 万亿份，管理资产净值 2.88 万亿元。2007 年以来，以证券投资基金为代表的机构投资者持股比重已占我国 A 股证券流通市值 20% 以上，证券资产机构化特征趋势已经形成。当前中国证券市场投资者结构机构化的基本背景下，证券投资基金已成为资本市场最重要的机构投资者之一。证券投资基金对证券市场运行的影响日益凸显，证券投资基金行为治理有效性的程度直接关系到证券市场是否稳定、市场效率水平和资本市场透明度以及价值投资理念能否形成等中国资本市场持续、健康发展的关键性命题。

中国证券投资基金业快速兴起和投资者机构化，是否能够成为中国证券市场逐步成熟的重要标志？是否意味着中国证券市场质量已经得到实质性提升？在中国证券市场规模迅速扩张的同时，证券市场运行质量提升成为一个非常关键的课题。衡量一个国家或地区证券市场质量的重要指标就是市场定价效率，证券市场的信息定价和资源配置，很大程度上依赖证券分析的有效性，从而进一步引导定价的有效性。一个价格失真的市场不可能得到资产有效配置的效

果，而资产定价效率程度在很大程度上取决于市场参与者的行为治理与机制。大量的实证研究和实践证明，近年来中国资本市场的定价效率已经大大提高，价值投资理念已经得到越来越多投资者的认可和青睐，中国证券市场已经从20世纪90年代的“投机市场”和“赌博场所”，正在向投资市场和资源配置场所转变。但不容忽视的是，在中国资本市场功能大幅提升的同时，关于中国机构投资者的行为治理和功能效应仍存在很大的质疑，尤其是大量经验证据表明，中国证券投资基金仍存在较为严重的行为治理偏差，有效性投资行为治理机制缺失，证券投资基金行为治理并未体现出机构投资者稳定市场和提升市场效率的基本功能，证券投资基金行为“散户化”特征明显，内幕交易、“老鼠仓”、利益输送“潜规则”等不规范行为仍较突出。中国证监会前主席郭树清（2012）在中国证券投资基金业协会成立大会上，指出“中国证券投资基金行为过于投机而非投资，基金行为有待改进”。中国证监会主席肖钢（2013）在《法制强则市场兴》更是明确提出，“资本市场是一个资金场、信息场和名利场，因而必须是法治市场，要高度依赖健全完备的法律制度体系”。可见，无论是学术界还是证券界对中国证券投资基金治理都存在担忧，我国机构投资者能否承担起稳定市场和引导证券市场投资理性化的重任值得质疑和期待！

可见，在中国证券市场规模不断壮大和机构投资者逐渐兴起的的同时，资本市场秩序有必要进一步重构，这正如证券市场的“形”和“神”的背离，在中国资本市场规模已经排名全球前列的同时，以证券投资基金为代表的机构投资者的市场内在功能和行为治理效应却有待重构，证券市场质量仍有待于提高。因此，如何优化中国证券市场机构投资者行为治理以提升证券市场质量与市场效率，如何从制度层面重构证券投资基金治理体系是关系到中国证券市场持续、有序稳定发展的关键课题。正是基于对上述问题的思考，本著作以证券投资基金行为与市场质量研究为选题，力图通过金融市场

微观结构的研究视角出发准确、及时地捕捉证券投资基金的交易行为，揭示证券投资基金行为对市场质量冲击效应。在研究的过程中，著作引入市场质量测度的多维指标构建市场质量度量体系，应用高频率或超高频率数据和基金交易账户数据科学、准确地捕捉基金交易行为对市场信息流、交易成本、流动性和波动性的冲击效应，检验基金行为是否达到管理层所预期的稳定市场、提高信息效率、提供流动性的政策目的，揭示基金在市场“狂热”和“恐慌”阶段的行为策略及其市场影响，构建数量模型和应用实证研究方法挖掘市场情绪、基金信念调整与市场质量冲击的内在逻辑关系，进而求证基金行为对市场质量的冲击是受市场约束下基金投资组合调整所引致还是受到基金持有人（散户投资者）的情绪影响，对中国证券投资基金行为逻辑进行求解，进而为规范基金投资行为和提高证券市场质量、推动我国资本市场新秩序的建立提供金融学证据。

本著作之所以能够出版，首先要感谢国家自然科学基金（批准号：70973023）、教育部“新世纪优秀人才支持计划”（批准号：NCET-13-0149）、上海市“曙光计划”（批准号：12SG11）、上海市社科规划基金（批准号：2013BJB011）的研究资助和支持。在此，同时感谢上海证券交易所对本人研究证券投资基金行为研究的大力支持和资助，尤其感谢首席经济学家胡汝银教授、刘逖总监、施东辉总监对我所承担的上证联合研究课题计划项目的大力支持。在上证联合课题研究方面，上海证券交易所金融实验室朱伟骅博士后承担了大量数据处理工作，在此一并特别感谢。

在课题的研究过程中，我所指导的多名硕士研究生也先后参加课题研究，积极参加国内外多个高层次学术会议进行课题研究成果交流与宣读，取得可观的研究成果并在该领域发表多篇学术论文，在国内外权威或核心期刊《经济研究》、《金融研究》、《管理工程学报》、China Finance Review International 发表。张潇、缪婧倩、张雪娇、王海亮等同学由于科研成果突出，在复旦大学经济学院研究

生奖学金评选中均获得国家奖学金。

此外，课题组成员沈正阳、王爽、杨通旻、张澄、赖雪文、刘雨卉、曹璐、杨万成等研究生同学为课题成果的取得付出了大量劳动，为此一并表示感谢。最后，在课题研究成果的出版过程中，对中国金融出版社戴硕主任、肖炜编辑为本书出版付出的大量辛勤劳动表示感谢。

当然，由于作者水平有限，本书肯定存在许多不足之处，希望今后能够得到有关专家和广大读者的批评和指正。

张宗新
2014年6月

目 录

1 导论	1
1.1 选题动因	1
1.2 国内外研究现状及发展动态分析	3
1.3 研究框架	6
1.4 主要创新点和进一步研究方向	9
2 证券投资基金行为与市场质量：内涵与机制分析	12
2.1 证券投资基金行为对市场质量的影响——金融市场微观结构的 视角	12
2.2 基金行为对市场质量的影响——基于海外市场的经验分析	14
2.3 基于中国股市交易机制的证券投资基金交易策略空间与动态 模型	17
3 基金交易行为对市场质量冲击：实证分析	31
3.1 证券市场质量指标与统计检验	31
3.2 交易成本和流动性冲击检验	42
3.3 基金行为与证券市场质量的实证分析	50
4 基金投资行为与流动性：基于 ACD 模型研究	67
4.1 基于 ACD 模型的流动性研究	67
4.2 样本数据与分析	71
4.3 基于交易持续期的流动性指标分析	78
4.4 基金行为对市场微观结构变量的影响	81
5 基金行为与波动性冲击：基于小波分解和互谱模型检验	91
5.1 小波变换和互谱模型	92
5.2 小波分解与波动性冲击：基于（超）高频率数据的分析	95

5.3 基于小波与互谱分析的数据挖掘：基金持股季度数据分析	105
6 基金流量与基金投资行为：基于动态面板模型的实证研究	125
6.1 基金流量与基金投资行为问题的提出	125
6.2 样本数据与模型设计	128
6.3 实证检验与分析	134
7 背后机制挖掘：证券投资基金行为与市场质量作用机制 分析	142
7.1 证券投资基金行为理性的进一步检验：基于市场情绪的分析	142
7.2 投资者情绪、基金信念调整与市场冲击	148
7.3 中国证券投资基金行为与市场质量作用机制	159
8 规范发展证券投资基金与提高市场质量的政策建议	170
8.1 加强证券投资基金行为规范和监管	170
8.2 优化基金治理机制与机构投资者结构	173
8.3 改革与完善交易机制，进一步优化市场微观结构	175
参考文献	178

1 导 论

1.1 选题动因

2006 年以来,中国股票市场经历了一轮超级“牛市”和“熊市”的迅速交替,伴随市场由“狂热”向“恐慌”情绪转变,股票市场出现了剧烈的震荡与波动。在证券市场震荡期间,以证券投资基金为代表的机构投资者是否如管理层所期望,能否实现监管部门所预期的提高市场效率、维护市场稳定等效果?基金行为究竟是加剧了股价剧烈波动,还是起到了市场稳定的效应?大力发展以基金为代表的机构投资者是否有助于市场效率的提高?基金投资行为是加速了信息向市场的渗透和传递,还是造成了更大的信息冲击?基金投资行为是否理性化并引导社会公众投资者价值投资理念?这些问题都是关系到我国证券市场以基金为代表的机构投资者持续、健康发展的关键命题。

投资者机构化已经成为全球资本市场发展的基本趋势。早在 20 世纪 70 年代,西方发达国家的金融市场就呈现出投资主体机构化的趋势。在美国,由美国证券业协会(Securities Industries Association, SIA)成员所持股票占美国股票总额的比例由 1965 年的 16% 上升为 2001 年的 61% (蔡庆丰、宋友勇, 2009)。此外,机构交易总量占 NYSE 市场交易总量的比例也由 1989 年的 70% 上升到 2002 年的 96% (Jones 和 Lipson, 2004)。在中国大陆资本市场,证券投资基金近年也出现迅猛发展,快速崛起并成为中国资本市场最重要的机构投资者。截至 2013 年 9 月底,证券投资基金数量为 1450 只,基金份额达到 2.89 万亿份,资产净值达 2.74 万亿元。

毫无疑问,证券投资基金行为直接关系到证券市场质量,而市场质量的高低是关系到一个市场是否成熟、资本市场是否具有竞争力的重要体现。改进市场质量可为投资者特别是机构投资者的套利、风险对冲和程序交易等投资决策提供支持;为证券交易所改进市场结构和交易机制设计,从而不断提升市场竞争力提供支持;为证券监管部门维护公平交易秩序和强化机构投资者行为监管提供决策参考。尤其是近年来我国基金业得到快速发展,基金持有 A 股流通市值的比重已经达到 40% ~ 50%,基金行为对市场质量的影响已

经不容忽视。然而,通过对我国证券投资基金行为的经验观察发现,基金行为“散户化”特征明显,2006—2007年开放式基金的平均换手率为351%、311%;2007年,长城久恒、天治优选等多只基金的换手率甚至超过1000%,远远高于市场平均的841.24%的换手率水平。同时,基金不规范行为仍普遍存在,操纵股价、内幕交易等问题仍较突出。中国基金法起草工作小组组长王连洲在媒体也公开表示:“基金黑幕”现象从未绝迹,监管仍需加强(王连洲,2006)。目前,学术界和证券界对大力发展证券投资基金能否承担起市场质量提升的重任充满质疑和期待。

针对证券市场投资者结构的机构化特征,学术界对基金行为的研究越来越深入,但是海内外学术界对机构投资者行为如何影响市场质量的相关研究却相对较少。即使机构投资者高度发达的西方市场,学术界依然不能清晰认识机构投资者对市场质量的影响(Boehmer和Kelley,2007)。在我国,关于证券投资基金行为对证券市场影响的研究同样是业界关注的热点,国内学者关于基金行为研究主要从市场稳定性的视角入手,检验基金行为是否起到市场稳定的效应(施东晖,2001;祁斌、黄明、陈卓思,2006;何佳、何基报,2007;谢赤等,2008;姚颐、刘志远,2008)。这些传统的重要研究成果揭示了我国基金行为对市场价格波动性冲击,但是如何准确、及时地捕捉基金交易行为,揭示基金行为对市场质量的冲击仍有待进一步深入研究。这主要体现在以下三点:

(1) 交易间隔和数据频度问题。国内外学者对基金行为的研究,多侧重于基金季度持股账户和低频率交易数据,而中国证券基金持股期限往往低于91天(1个完整季度)。据统计,2007年中国全部证券投资基金的平均持股时间仅为69天,最短持股时间为7天(张宗新等,2008)。应用基金持股季频数据得出的研究结论和基金实际行为之间一定存在较大偏差。而(超)高频数据准确地记录了投资者的动态、完整的交易过程,这就为我们准确、及时地捕捉证券投资基金行为提供了可能。因此,如何应用(超)高频度数据深入挖掘基金行为成为研究的一种切实必要。

(2) 市场微观结构的研究视角。由于市场质量是证券市场运行的微观集成,包括流动性、波动性和信息效率的“多维立体”性(Davis和Steil,2001)。由此,挖掘基金行为对市场质量的冲击效应,应将关注焦点集中在证券市场运行以及具体交易过程的微观层面。

(3) 市场震荡与基金交易行为。在不同市场状态下社会公众投资者情绪存在明显差异(市场大涨期间“狂热”情绪和暴跌期间的“恐慌”情绪),而作为机构投资者的证券投资基金行为应如何变化演绎?不同市场条件下基

金行为与市场质量机制存在何种差异?如何在剧烈市场波动背景下发挥基金的稳定市场机制从而提高中国证券市场质量?这些关系到市场质量的关键性问题仍有待于揭示。

针对上述研究的着力点,本研究将从中国证券投资基金行为对市场质量冲击的市场微观结构视角进行展开,应用高频率或超高频率数据和基金交易账户数据科学、准确地捕捉基金交易行为对市场信息流、交易成本、流动性和波动性的冲击效应,检验基金行为是否达到管理层所预期的稳定市场、提高信息效率、提供流动性的政策目的,揭示基金在市场“狂热”和“恐慌”阶段的行为策略及其市场影响,挖掘市场情绪、基金信念调整与市场质量冲击的内在逻辑关系,进而求证基金行为对市场质量的冲击是受市场约束下基金投资组合调整所引致还是受到基金持有人(散户投资者)的情绪影响,进而为规范基金投资行为和提高证券市场质量、推动我国证券市场持续性发展提供金融学依据。

1.2 国内外研究现状及发展动态分析

研究证券投资基金行为对市场质量的冲击效应,首先有必要厘清市场质量这一基本概念的内涵。由于对市场质量内涵理解不同,关于基金行为对市场质量影响的讨论往往不在同一层面进行。实际上,学术界对如何界定市场质量并无明确定义,如 Hasbrouck (1993) 提出从交易成本的角度对市场质量进行测度; Madhavan (2000) 从市场微观结构角度阐述市场质量分类指标; Davis 和 Steil (2001) 将市场质量定义为三维,即流动性、信息效率和波动性。2006 年,上海证券交易所推出了我国证券市场首份《市场质量报告》,将市场质量分流动性、稳定性、透明性、有效性、公平性和可靠性六个方面进行衡量,其中流动性是最核心的指标,是间接交易成本的集中体现。苏冬蔚 (2008) 从市场微观结构视角提出信息不对称、流动性、波动性和有效性等市场质量指标。

鉴于学术界对市场质量的理解并不统一,因而证券投资基金行为对市场质量冲击的讨论也就从不同视角进行研究。从证券市场的经验证据看,基金行为对市场质量的作用机制可以归纳为以下四种渠道:

(1) 反馈策略对市场波动的冲击。关于证券投资基金是否起到市场稳定效应,一直是学术界争议的话题,并形成截然不同的两种观点。对于基金行为对市场稳定的影响,学术界是通过基金的反馈策略进行研究的。反馈策略是以股票过去的表现作为买卖判断的主要基础,如正反馈策略是买入近来的

强势股,卖出近来的弱势股(DeLong Shleifer、Summer 和 Waldmann, 1990);而负反馈策略则卖出近来的强势股,买入近来的弱势股(Lakonishok、Shleifer 和 Vishny, 1992)。Dennis 和 Strickland (2002)认为基金超过 2% 震荡交易日,机构投资者会比个人作出更为强烈的反应。Shiller 等(1984)、Nofsinger 和 Sias (1999)认为,证券投资基金等机构对金融市场具有非稳定效应,导致价格行为泡沫产生,增加股价波动和市场风险。当然,学术界对此也存在不同的声音:Lakonishok 等(1992)认为机构投资者作为理性投资者,买入低估股票和远离(或卖出)高估股票,机构的理性行为和个人投资者的非理性交易相互抵消,会促使股价趋于均衡价值,从而减小市场波动。Lipson 和 Puckett (2007)认为机构投资者(货币基金和养老基金)在市场下跌期间是净买入而市场上升期间是净卖出,即负反馈策略,在一定程度上对市场起到一定稳定作用。

(2) 基金持股对市场效率的冲击。基金持股行为是提高了市场效率,加速了市场信息向股价的传递,抑或造成了更大的信息非对称以及加大了信息冲击,是基金投资对市场质量影响的重要方面。Sias (1996)以 1977—1991 年 NYSE 交易股票的日数据,发现机构投资者的持股比例升高或者降低是信息知情的反应。Bessembinder 等(2006)应用公司债市场检验了机构投资者行为对市场透明度和交易成本的影响,实证结果表明交易机制设计在交易执行成本中起着决定性影响。Schultz (2007)利用 1980—2006 年截面数据检验了不同风格证券基金行为对市场效率的影响;Boehmer 和 Kelley (2007)利用 1983—2004 年纽交所数据检验了机构投资者持股及其交易行为对证券交易信息效率和市场质量的影响,发现机构持股集中股票的信息效率更高并且股价运行更接近随机游走。陶可、陈国进(2012)从机构投资者有限理性的角度,分析中国证券市场上机构投资者持股与市场波动、泡沫崩溃和信息效率之间的关系,并进一步探讨机构投资者与市场稳定之间的内在机制。

(3) 基金赎回行为与股价波动。基金行为对市场质量的影响不仅是基金自身投资行为的作用结果,而且受到基金持有人行为的约束。尤其对于开放式基金而言,基金的申购赎回状况也会对基金投资行为产生直接影响。在股票市场出现波动时,基金经理通过买卖部分股票对基金投资组合或仓位进行调整对市场质量产生直接冲击效应。美国投资公司协会(ICI, 1996)通过二战后 50 年间美国股市 14 个市场波动周期股票基金持有者的申购赎回行为进行了研究^①,发现股市涨跌与基金赎回之间并不存在必然内在关系,但基金投

^① 对市场周期的定义是,在市场高点后 3~4 个月标普指数至少下跌 20% 或在 5 个月或以上至少下跌 9%,随后市场将开始上升(杜书明, 2008)。

资者会随着市场的上涨而将资金投入共同基金中,但在市场下跌时并不存在大量赎回现象。Edwards 和 Zhang Xin (1998) 检验了 1961—1996 基金资金流和基金回报的关系,发现基金资金流入并没有导致股市收益率波动;相反,股市收益率波动是证券投资基金资金流入的原因,而 1971—1981 基金的大规模赎回导致了股市价格的下跌。Roger 等 (2001) 通过 1998—1999 年间 424 家美国股票型基金的日频数据研究发现,基金流动与市场收益呈正相关性,基金流动会引发股价的震荡。O'Neal (2004) 对 1995—1999 年美国市场的股票型基金的赎回行为研究发现,投资持有人赎回是对表现差的基金的惩罚,并对股票市场运行产生一定冲击效应。Cao 等 (2008) 对 1998—2003 年间美国超过 859 家股票型基金日频数据研究,发现市场收益率波动将引起资金的流出,同时投资基金的流入将引起股价向均衡价格靠拢。Ivkvovich 和 Weisbenner (2008) 研究了基金持有人的行为与基金资金流动的关系,证明了基金流动与基金业绩表现存在关系。谢赤等 (2008) 利用 EGARCH 模型对证券投资基金上市前后中国股市波动性进行分析,运用 Granger 因果检验和 VAR 模型对基金行为与股市波动收益率关系进行研究,结果发现基金采取股市波动同向波动行为,这在一定程度上增加了股市的波动性。姚颐、刘志远 (2008) 针对中国股市震荡市场的情况,应用超额收益率、超额换手率模型发现基金所起到的稳定性作用不同:一是虽然基金的交易行为降低了市场当日的震荡,但是从长期趋势看加剧了萧条期的持续下跌与繁荣期的不断攀升,强化了市场的动量效应;二是繁荣期市场的异常放量并不来自基金,而是个人投资者高涨的投资热情所致。蔡庆丰、宋友勇 (2010) 运用 TARCH (从宏观层面) 和面板数据模型 (从微观层面) 研究我国共同基金对市场波动率的影响,实证结果显示,我国基金业的跨越式发展没有促进市场的稳定和理性,反而加剧了基金重仓股的波动。

(4) 机构行为和市场流动性效应。流动性是证券市场质量的核心要素之一,机构投资者参与程度直接影响着市场流动性状况。Hasbrouck (1993) 提出从交易成本的角度对市场质量进行测度的新方法,将证券实际交易价格和隐含有效价格的偏离来度量市场质量。Keim 和 Madhavan (1995) 研究了 1991—1993 年间 21 家机构的股权交易发现这些机构要求很高的流动性,并且采取消极投资策略的机构投资者交易成本要高。Chordia、Roll 和 Subrahmanyam (2001) 论证市场流动性和投资者交易行为之间的关系。Alovsat 和 Guleraras (2005) 利用 23 个 OECD 国家 1982—2000 年的面板数据检验了股市流动性、机构投资者发展和股票市场之间的协整关系;Arnoud 等 (2006) 检验了不同投资者参与对市场流动性的随机冲击效应,论证了机构投资者参与公司

治理对市场流动性的影响。

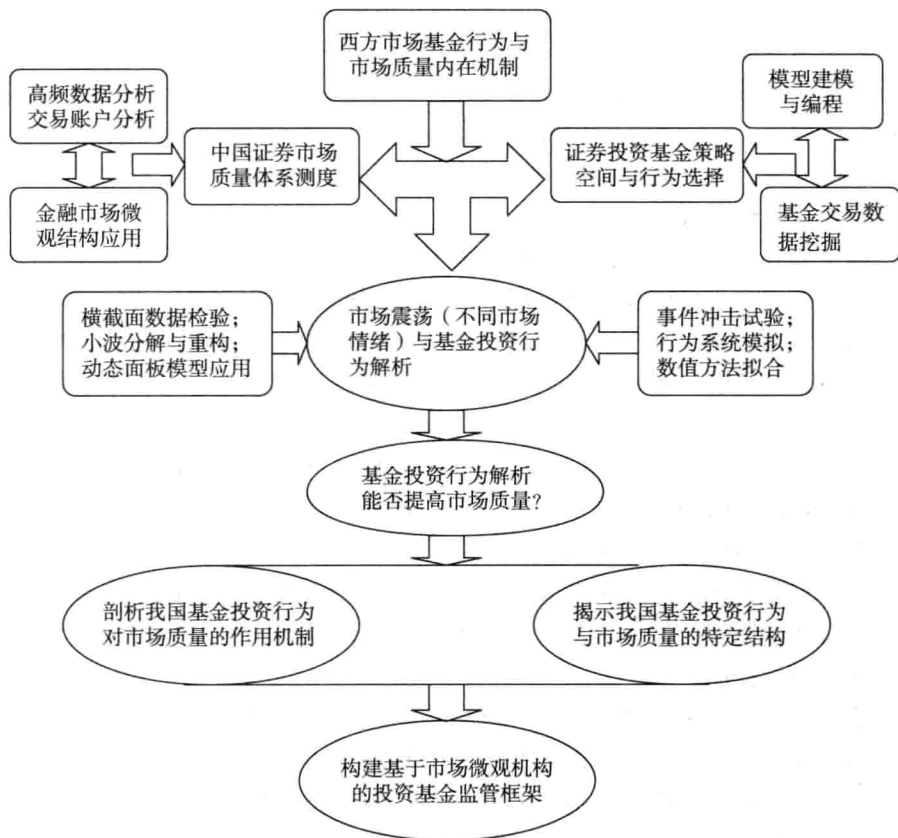
综上所述,海内外学者针对证券投资基金行为与市场质量关系进行了积极讨论,但是这些讨论侧重于市场质量的特定层面或纬度,很难从市场质量的完整涵义来研究证券投资基金行为对市场质量的冲击效应。同时,从上述研究文献看,证券投资基金对市场质量分析侧重于实证检验,缺乏从基金行为对市场质量作用机制方面的研究,尤其是缺乏中国这样的新兴证券环境下证券投资基金行为选择及其对市场质量作用机制的研究。尽管国内学者开始注重从投资者账户的角度对机构投资者行为进行挖掘(如徐龙炳,2011),但是这些探索主要侧重于利用投资者账户分析投资者行为特性,尚缺乏基金行为对市场质量影响的研究。

因此,针对我国股票市场特定条件,如何利用上海证券交易所提供的基金交易账户和高频数据,采用逐笔申报、成交和账户数据挖掘基金交易行为,从金融市场微观结构层面揭示基金投资行为对流动性、波动性和有效性的冲击和影响,以及基金行为对市场质量影响的机制进行分析,就成为本书的选题依据和研究出发点。

1.3 研究框架

本书研究是以中国证券投资基金行为对证券市场质量冲击为研究主线,通过构建证券投资交易行为与市场质量冲击的研究框架,分析在新兴市场非均衡条件下机构投资者的投资行为与策略空间,利用基金交易账户数据和(超)高频数据挖掘中国证券投资基金的交易行为。在研究过程中,综合运用多学科交叉、金融工程技术,通过基金交易账户数据和高频数据挖掘中国证券投资基金的交易行为,检验证券投资基金交易行为对市场信息流、交易成本、流动性和波动性的冲击效应,揭示我国大力发展基金业是否达到管理层所预期的稳定市场、提高信息效率、提供流动性的政策目的。在此基础上,剖析基金投资行为与市场质量之间的作用机制,深度挖掘影响我国股市市场质量的特定结构,从而为规范证券投资基金行为与提升证券市场质量提供金融学证据。

按照以上研究思路,本研究所采取的研究方案如下:



根据以上研究思路和研究方案，本书研究框架分为以下八部分：

第1部分是导论，重点研究基金行为与市场质量的动因、研究视角和逻辑框架。

第2部分是从金融市场微观结构的视角对证券投资基金与市场质量进行理论分析。重点对证券市场质量内涵的界定，提出证券市场质量“四维”指标体系（透明度、流动性、波动性、市场效率）及其内在关联机制。从基金行为策略等角度研究证券投资基金对市场质量作用机制的影响渠道。在此基础上，基于中国股市交易机制的证券投资基金交易策略空间与动态模型，探讨在信息不完全和指令交易机制下，中国股市证券投资基金的交易策略空间与行为选择及其对市场质量的影响；在动态模型构建的基础上，进一步利用数值方法对基金最优投资行为策略与市场冲击进行模拟。

第3部分是基金交易行为对市场质量冲击的实证分析。主要应用（超）高频率时间序列对非对称信息条件下的证券投资基金交易行为与市场冲击进