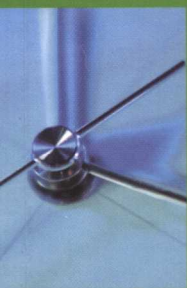



现代资本市场研究丛书

# 中国转轨时期证券市场 投资者行为的经济解释

王庆仁 著

ZHONGGUO ZHUANGUI SHIQI ZHENGQUAN SHICHANG  
TOUZIZHE XINGWEI DE JINGJI JIESHI



 中国金融出版社

现代资本市场研究丛书

# 中国转轨时期证券市场 投资者行为的经济解释

王庆仁 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 任黎鸿  
责任校对：李俊英  
责任印制：尹小平

### 图书在版编目 (CIP) 数据

中国转轨时期证券市场投资者行为的经济解释 (Zhong-guo Zhuangui Shiqi Zhengquan Shichang Touzizhe Xingwei de Jingji Jieshi) /王庆仁著. —北京:中国金融出版社, 2007.7  
(现代资本市场研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4397 - 2

I. 中… II. 王… III. 证券交易—资本市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 063503 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 8

字数 186 千

版次 2007 年 7 月第 1 版

印次 2007 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 18.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4397 - 2/F. 3957

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 序 言

从 20 世纪 60 年代以来，作为经验科学的经济学研究已逐渐从政策建议型范式转变为经济解释的范式，以新制度经济学为代表的经济解释的浪潮正越来越成为经济学研究的主流。本书正是基于经济解释的范式对中国转轨时期证券市场的若干现象进行理论阐释。

任何科学的研究都是以问题为导向的。在中国证券市场“发展中规范与规范中发展”的历程中，存在着众多的问题需要探索、解释和改进，而探索、解释则是改进的前提和保证。我们需要从理论上解释：

(1) 为什么中国证券市场中最主要的机构投资者之一的投资基金对部分股票投资的集中度会相当高？

(2) 在中国证券市场中，为什么在多数时间内大多数股票会出现“齐涨与齐跌”的现象？

(3) 中国转轨时期证券市场与国外发达的证券市场一样存在对信息过度反应和反应不足的现象。但是，与发达的证券市场（如美国证券市场）相比较，中国证券市场中的过度反应和反应不足的程度要大得多，为什么有如此大的差异呢？这些差异能仅仅用投资者心理的差异程度来解释吗？

这些问题的背后集中反映的是投资者行为。解释中国转轨时期证券市场的这些问题或现象，等价于解释中国转轨时期证券市场投资者的行为。

本书首先从实证的角度提出中国转轨时期证券市场若干需要解释的现象。

其次，从学术研究的传统出发对投资者行为的理论进行回顾与解读。在新古典经济学传统理论框架中，投资者行为被抽象地假定为：（1）投资者的信息是完全的和对称的；（2）投资者对信息的理解是相同的；（3）投资者的投资决策不会出现系统性的偏差。因此，投资者行为是理性的，且在财富的约束下追求预期效用的最大化。但是，在真实世界中，投资者的行为并没有新古典经济学所描绘的那样完美。长期以来，对新古典经济学传统意义上的投资者行为理性一直存在着批评与反思。以哈伯特（Herbert）、西蒙（Simon）和哈耶克（Friedrich A. Hayek）等为代表的“有限理性”就是对传统理性的修正。“有限理性”被看做是人类知识和计算能力的整体约束范围，包括：（1）缺乏完整的、统一的、能够对所有可能选择进行排序的效用函数；（2）人们只能找出所有备用选择的一部分而不是它的全部；（3）人们无法估计各个备用选择可能产生的后果，也不能对不确定的未来事件估计出一致的、现实的概率。

近年来，对新古典经济学传统理性最集中的批评来自行为金融理论。该理论认为投资者的决策是非理性的。第一，投资者的风险态度在不同的情况下是不一样的。例如，通常情况下，投资者在盈利部分是风险规避的，而在亏损部分是风险爱好的。另外，投资者还时时表现出规避损失的特征，对相同数量的盈利和亏损，亏损对减少投资者效用较大。第二，投资者预期的形成不满足贝叶斯规则。凯尼曼（Kahneman, D）和托夫尔斯基（Tversky, A）指出，个人在对不确定结果进行预期时，常常会出现如保守、过度自信等心理特征，这些特征使预期结果违背了贝叶斯规

则或其他有关概率的理论，而表现出系统性的直觉偏差或经验性偏差。第三，贝尔（Bell）的“失望”与“遗憾”模型指出了预期效用模型可能遗漏的重要问题是“与事实相反的”信息。一个人的失望、遗憾在很大程度上依赖于他所预期但没有发生的事情，为本来可以发生的事情遗憾或叹息是非理性的。萨克尔（Shackle）等行为金融学分析范式在非理性基础上解释了“追风行为”、“贪婪与恐惧”等现象，揭示了投资者心理变化对投资行为的影响。

再次，无论是新古典经济学传统理论还是行为金融理论都不能对中国转轨时期证券市场的若干现象提出有说服力的、深入的解释，所以需要建立能够解释中国转轨时期证券市场特殊现象的理论。本书以新古典经济学理论为框架，将新古典经济学理论一般化，即坚持新古典经济学传统理论的核心——投资者追求预期最大化不变，但是把约束条件放宽。约束条件不再仅仅是新古典经济学意义上的财富，而包括三大类的约束：第一类约束条件是指在鲁宾逊一个人的经济中也同样存在的约束，包括限制投资者达到预期收益最大化的信息、知识与心理约束。这样就把行为金融理论对投资者心理的分析转化为新古典经济学理论中的约束条件来考察。第二类约束条件是指产权的约束，包括投资者结构、上市公司股权分离。第三类约束条件是新制度经济学意义上的交易费用的约束，包括证券市场中交易成本大小、有无做空的金融产品、政府对市场干预的程度与频率、是否存在垄断定价行为。后两类约束条件仅存在于社会之中，最终会影响到投资者行为，故也是投资者追求最大化的约束条件。所以，本书建立的关于中国转轨时期证券市场投资者行为的一般理论可表述为：在信息、知识、心理、产权和交易费用约束下的最优解，最优解取

决于约束条件。不同的约束条件下，最优的程度不一致，随着约束条件的改变，最优的程度也在改变，投资者行为也在相应改变。

最后，应用约束条件下的投资者行为一般理论，对中国转轨时期证券市场的若干现象，如股票价格的“齐涨齐跌”、股票价格对信息的反应不足和过度反应、基金组合投资的集中度进行了理论解释。

# 目 录

<b>0 导论</b> .....	1
0.1 问题的提出 .....	1
0.2 本书的研究思路、结构与主要观点 .....	3
0.3 研究的方法 .....	9
0.4 有待进一步研究的问题 .....	10
<b>1 中国证券市场几种现象的实证描述</b> .....	11
1.1 基金投资策略与持股集中度分析 .....	11
1.1.1 证券投资基金及其在中国的发展 历程 .....	11
1.1.2 基金投资策略、绩效与市场效率 .....	18
1.1.3 基金组合投资集中度的分析 .....	29
1.2 股票价格波动过程中的“齐涨齐跌” .....	44
1.3 中国证券市场反应不足与过度反应 .....	50
1.3.1 中国证券市场过度反应与反应不足的 实证分析 .....	50
1.3.2 中国与美国证券市场中过度反应和 反应不足的比较 .....	53
1.3.3 基本结论 .....	54
<b>2 新古典经济学传统理论框架的投资者行为</b> .....	56
2.1 确定性情况下的投资者行为 .....	56
2.2 不确定性情况下的投资者行为 .....	57



---

2.3	基本的资产定价模型 .....	65
2.3.1	资本资产定价模型 (CAPM) .....	66
2.3.2	套利定价模型 (APT) .....	68
2.4	动态的资本资产定价模型 (ICAPM) .....	70
2.4.1	基本假定 .....	70
2.4.2	证券价格和收益率的动态形式 .....	71
2.4.3	偏好结构与动态预算方程 .....	73
2.4.4	证券的需求函数 .....	74
2.4.5	跨期资本资产定价模型 .....	75
2.5	新古典投资者行为理论的应用 .....	76
2.5.1	技术分析方法 .....	77
2.5.2	基本分析方法 .....	83
2.5.3	新古典投资策略 .....	85
2.5.4	资产分配 .....	87
2.5.5	“二八现象”的新古典解释 .....	92
<b>3</b>	<b>行为金融理论中的投资者行为 .....</b>	<b>95</b>
3.1	概述 .....	96
3.2	非标准偏好下的投资者行为 .....	97
3.2.1	展望理论 .....	97
3.2.2	信念 .....	100
3.3	套利行为的局限性与风险 .....	109
3.3.1	基本面风险 .....	109
3.3.2	噪声交易者风险 .....	110
3.3.3	执行成本 .....	111
3.3.4	模型风险 .....	111
3.4	几种典型的行为金融理论模型评介 .....	113
3.4.1	噪音交易者模型 (DSSW) .....	113

3.4.2	投资者心态模型 .....	115
3.4.3	统一理论 (HS) .....	120
3.4.4	行为资产定价模型 (BAPM) .....	122
3.4.5	行为资产组合理论 .....	124
3.5	行为金融理论在证券市场中的应用 .....	126
3.5.1	证券市场之谜 .....	126
3.5.2	对反应不足与过度反应的行为金融 理论解释 .....	139
3.5.3	行为金融学对市场的预测 .....	141
3.5.4	基于行为金融理论的投资策略 .....	142
4	投资者行为的一般理论框架 .....	147
4.1	新古典投资者行为理论与行为金融理论的 比较 .....	147
4.1.1	假设前提的差异 .....	147
4.1.2	基本观点 (或结论) 的差异 .....	150
4.1.3	主要研究方法的差异 .....	154
4.1.4	两者的共同点 .....	155
4.2	新古典和行为金融理论解释力的不足与 根本问题 .....	155
4.2.1	新古典经济学理论对投资者行为 解释的不足和根本问题 .....	155
4.2.2	行为金融理论对投资者行为解释的 不足和根本问题 .....	157
4.3	新制度经济学意义上的修正与结论 .....	160
4.4	投资者行为的一般理论框架 .....	165

<b>5 中国转轨时期证券市场具体约束条件分析</b> .....	171
5.1 中国证券市场发展变迁的历史简述 .....	171
5.1.1 中国证券市场生成的经济环境 .....	171
5.1.2 早期的股票发行与交易 .....	175
5.1.3 统一证券市场中的制度设计与 演变 .....	178
5.2 中国证券市场的约束条件考察 .....	198
5.2.1 第一类约束条件的考察 .....	198
5.2.2 第二类约束条件的考察 .....	201
5.2.3 第三类约束条件的考察 .....	206
5.3 中国约束条件的改进路径 .....	215
5.3.1 第一类约束条件的改进路径 .....	215
5.3.2 第二类约束条件的改进路径 .....	216
5.3.3 第三类约束条件的改进路径 .....	217
<b>6 中国证券市场几种现象的经济解释</b> .....	219
6.1 股票价格“齐涨齐跌”的经济解释 .....	219
6.2 过度反应与反应不足程度差异的经济解释 .....	223
6.2.1 对过度反应与反应不足的重新 定义 .....	223
6.2.2 对该现象程度差异的理论解释 .....	224
6.3 对基金组合投资集中度的经济解释 .....	229
<b>结语</b> .....	235
<b>参考文献</b> .....	236
<b>后记</b> .....	244

# 0

## 导 论

### 0.1 问题的提出

---

长期以来，经济学研究主要是政策导向的。相当部分的经济学家致力于为政府的政策制定、完善提供参考性意见和对政府政策提供理论解读，以期“改造世界”，实现经济学“经世济民”的宏大志愿。不可否认的是，科学透彻的经济研究对于指导公共政策的确具有重要的意义和作用，推测政策效果的任何分析都有助于说明政策的价值。但是，科学研究的核心与魅力永远在于对为什么的探究，而不是对究竟应该怎么做的回答。那么，作为经验科学的经济学研究的重要意义在于：对回答为什么的经济解释比直接的政策建议和判断政府应该做什么更具有科学研究的传统和精神。从20世纪60年代以来，经济解释已成为主流经济学的主流浪潮。本书正是基于经济解释的范式，对中国转轨时期证券市场的若干现象进行理论阐释。

从中国证券市场诞生以来，至今已经走过了十余年的历程。在这短短的十余年中，无论是证券市场市值、上市

公司数量、市场中的投资者队伍等市场规模性指标还是信息的披露制度、企业上市的规则、投资者结构等规范化建设都已取得了长足的进展。但在中国证券市场“规范中发展与发展中规范”的进程中，还存在着众多的现象需要探索、解释和改进，而探索、解释则是改进的前提和保证。我们需要从理论上解释：

1. 为什么中国证券市场中，最主要的机构投资者之一的投资基金对部分股票投资集中度会如此之高？显而易见的是，机构投资者较为集中的投资会产生资产流动性差，无法从分散投资中获取风险分散的收益等。但问题是，基金为什么会作出这样的选择呢？

2. 一般而言，在规范、发达的证券市场中，由于存在不同行业、不同规模、不同盈利能力和不同盈利周期的上市公司，不同上市公司的股票价格在同一时间范围内就应有不同的表现方式。除非一国整体经济出现全面萧条或全面增长，同一时段内不同上市公司的股价应有涨有跌，但在中国证券市场中，为什么在多数时间内，大多数股票会出现“齐涨齐跌”呢？

3. 中国转轨时期证券市场与国外发达的证券市场一样存在过度反应和反应不足的现象。但是，与发达的证券市场（如美国证券市场）相比较，中国证券市场中的过度反应和反应不足的程度要大得多，为什么有如此大的差异？这些差异能仅仅用投资者心理程度的差异来解释吗？

有什么样的行为，就有什么样的经济现象。解释这类现象，需要对中国转轨时期证券市场中的投资者投资行为进行研究。

## 0.2 本书的研究思路、结构与主要观点

本书逻辑结构如图 0-1 所示。

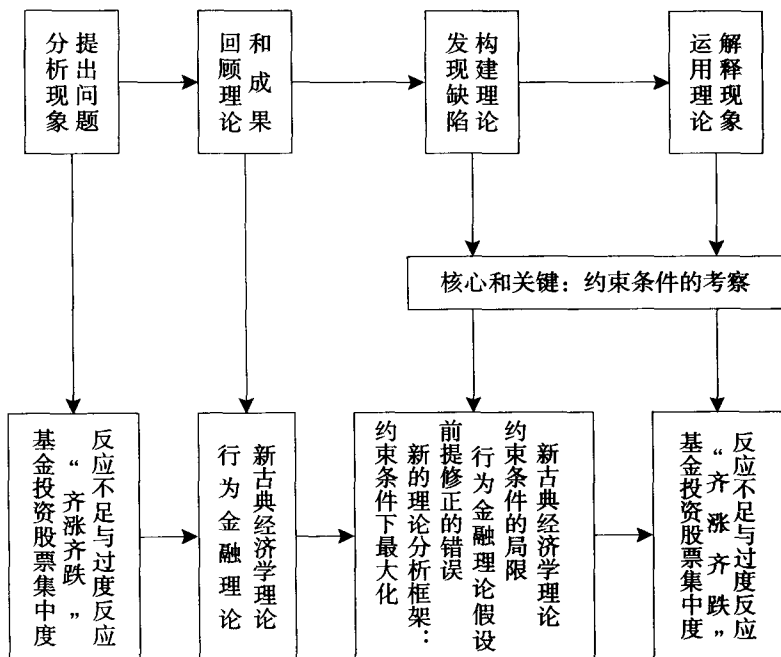


图 0-1 本书逻辑结构

本书首先对中国证券市场中的若干现象进行实证分析，提出前述三个需要解释的现象或问题。其次从研究的学术传统出发，对投资者行为进行理论回顾，重点解读了新古典经济学理论的投资者行为理论和行为金融理论。由于现

有的新古典经济学理论和行为金融理论都无法深入地、有说服力地解释中国证券市场的种种现象，故在新古典经济学理论框架内，将约束条件一般化，建立了关于投资者行为的一般性理论。在此基础上，进一步详尽地分析中国证券市场具体的约束条件。最后，利用该一般化的投资者行为理论解释了中国证券市场中的若干现象。

在新古典经济学传统<sup>①</sup>的理论框架中，第一个公理性假设是个人会作出选择。即使某个人在某种极端的情况下失去了自由，我们也可以看做是这个人做了不自由的选择。但如果仅仅只有该假定，对解释人的行为的约束力还不够，还需要加上其他的约束条件。故经济学的第二个基础假设是：个人的选择行为被认为是理性的。在理性假设下，个人的行为才具有了可被推测或解释的可能性。问题是：何种类型的选择行为才能够被描述为理性的呢？事实上，确定性情况下的理性是不确定性很小或一种极端的不确定情况下理性的一种特例。新古典经济学传统理论中不确定性情况下的理性含义可简单表述为，给定：（1）投资者的信息是完全的和对称的；（2）投资者对信息的理解是相同的；（3）投资者的投资决策不会出现系统性的偏差，那么，投资者仅仅在财富的约束下追求预期效用的最大化。

长期以来，对新古典经济学传统理论意义上的理性就存在着批评与反思。以哈伯特（Herbert）、西蒙（Simon）和哈耶克（Friedrich A. Hayek）等为代表的“有限理性”就是对传统理性的修正。“有限理性”被看做是人类知识和计算能力的整体约束范围，包括：（1）缺乏完整的、统一的、

---

<sup>①</sup> 本书所指的新古典经济学传统理论是指“坚持理性假设和在财富约束下追求预期效用的最大化目标”分析方法的经济理论流派。

能够对所有可能选择进行排序的效用函数；（2）人们只能找出所有备用选择的一部分而不是它的全部；（3）人们无法估计各个备用选择可能产生的后果，也不能对不确定的未来事件估计出一致的、现实的概率。

近年来，对新古典经济学传统理论中理性最集中的批评来自行为金融理论。他们认为投资者的决策是非理性的。第一，投资者的风险态度在不同的情况下是不一样的。例如，通常情况下，投资者在盈利部分是风险规避的，而在亏损部分是风险爱好的。另外，投资者还时时表现出规避损失的特征，对相同数量的盈利和亏损，亏损对减少投资者效用较大。第二，投资者预期的形成不满足贝叶斯规则。凯尼曼（Kahneman. D）和托夫尔斯基（Tversky. A）指出，个人在对不确定结果进行预期时，常常会出现如保守、过度自信等心理特征，这些特征使预期结果违背了贝叶斯规则或其他有关概率的理论，而表现出系统性的直觉偏差或经验性偏差。第三，贝尔（Bell）的“失望”与“遗憾”模型指出了预期效用模型可能遗漏的重要问题是“与事实相反的”信息。一个人的失望、遗憾在很大程度上依赖于他所预期但没有发生的事情，为本来可以发生的事情遗憾或叹息是非理性的。萨克尔（Shackle）等行为金融学分析范式在非理性基础上解释了“追风行为”、“贪婪与恐惧”等现象，揭示了投资者心理变化对投资行为的影响，具有独特的研究视角。

在对新古典经济学传统理论和行为金融理论进行深入、具体的解读后，本书以新古典经济学理论为框架，将新古典经济学理论一般化，即坚持新古典经济学传统理论的核心——投资者追求预期最大化不变，但把约束条件放宽。约束条件不再仅仅是新古典经济学理论意义上的财富，而



包括三大类的约束：第一类约束条件是指在鲁宾逊一个人的经济中也同样存在的约束，包括限制投资者达到预期收益最大化的信息、知识与心理约束。这样就把行为金融理论对投资者心理分析转化为新古典经济学理论中的约束条件来考察。第二类约束条件是指产权的约束，包括投资者结构、上市公司股权分离。第三类约束条件是新制度经济学意义上的交易费用的约束，包括证券市场中交易成本大小、有无做空的金融产品、政府对市场干预的程度与频率、是否存在垄断定价行为。第二、第三类约束条件仅存在于社会之中，最终会影响到投资者行为，故也是投资者追求最大化的约束条件。所以，本书建立的关于中国转轨时期证券市场投资者行为的一般理论可表述为：在信息、知识、心理、产权和交易费用约束下的最优解，最优解取决于约束条件。不同的约束条件下，最优的程度不一致，随着约束条件的改变，最优的程度也在改变，投资者行为也在改变。要推测或解释投资者行为，重要的是要全面、详尽地考察投资者面临的各种约束条件。

在以上理论分析的框架下，中国转轨时期证券市场的特殊性在于其约束条件的特殊性。本书对中国转轨时期证券市场的具体约束条件进行了充分和详尽的分析。

就第一类约束条件来看：（1）从企业上市来看，由于企业上市存在着激烈的竞争，而历史上长期实行的是以计划控制为主的审批制，这种制度必然产生对上市企业“包装”甚至“过度包装”的情况。这又必然带来投资者对上市企业的信息掌握不完全。从二级市场交易来看，资金实力较大、从而对股票定价产生重大影响的机构投资者（如券商、基金等）在追求最大化过程中具有隐瞒真实信息进行价格操纵的动机；在信息披露制度不完善、缺乏有效的