



投资者行为视角下货币政策 对股票市场影响的研究

隋云云/著



科学出版社

投资者行为视角下货币政策 对股票市场影响的研究

隋云云 著

科学出版社

北京

内 容 简 介

货币政策的传导机制一直以来都是学术界研究的一个热点,传统的货币政策理论认为,在市场有效且投资者理性的前提下,货币政策能够借助利率、信用及资产价格等手段对社会经济产生影响,从而达到稳定物价和维持经济发展的目的。然而大量理论实践证明,投资者行为在货币政策的传导过程中起着重要的作用,因投资者的心理会影响投资者的行为,所以,本书将投资者情绪作为投资者行为的代理变量,采用理论研究和实证研究相结合的方法,通过将投资者情绪纳入货币政策的股票市场传导过程中来深入研究投资者情绪对货币政策的股票市场传导过程的影响。

本书可供高等院校师生、金融从业人员、证券投资者及对金融市场感兴趣的广大读者阅读和参考。

图书在版编目(CIP)数据

投资者行为视角下货币政策对股票市场影响的研究/隋云云著. —北京:科学出版社, 2019.1

ISBN 978-7-03-059440-2

I. ①投… II. ①隋… III. ①货币政策-影响-股票-市场-研究-中国 IV. ①F822.0 ②F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 252044 号

责任编辑:马 跃 李 嘉/责任校对:贾娜娜

责任印制:张 伟/封面设计:无极书装

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

http: //www. sciencep. com

北京虎彩文化传播有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2019 年 1 月第 一 版 开本: 720 × 1000 B5

2019 年 1 月第一次印刷 印张: 9

字数: 181 000

定价: 72.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

前 言

货币政策的传导机制一直以来都是学术界研究的一个热点，传统的货币政策理论认为，在市场有效且投资者理性的前提下，货币政策能够借助利率、信用及资产价格等手段对社会经济产生影响，从而达到稳定物价和维持经济发展的目的。但经济学家在论及货币政策传导效应时的一个基本前提假设是投资者理性。

经典的金融理论认为，市场中的投资主体是理性的，并且资产价格能够完全反映其基本价值。然而，各种无法解释的金融异象的出现对经典金融理论产生了巨大冲击，从而促使经济学家对传统金融学的基本前提假设进行了更为深入的思考，他们认为现实的金融市场比较复杂，与假设相去甚远。并且越来越多的证据表明，金融市场并未完全按照经典金融理论假设运行，作为金融市场主体的投资者，他们的心理会影响其行为进而影响金融市场。Kahneman 和 Tversky 于 1979 年通过实验验证了大部分投资者并不是完全理性的，而是有限理性的，并根据这个观点提出了展望理论。此后随着行为金融学的不断发展，投资者的非理性行为受到了人们越来越广泛的关注。人们发现，投资者的非理性行为会引起金融市场波动进而影响企业的投资行为，因此，研究投资者情绪在货币政策对股票市场波动影响中的作用显得尤为重要。而货币政策变化本身也能够引起投资者情绪的变化，所以，有必要进一步研究货币政策变化引起的投资者情绪对股票市场波动的影响。本书有助于中央银行（以下简称央行）更加准确地预测货币政策效果，从而更加精准高效地制定货币政策，同时也为投资者的投资决策提供一定的参考依据。

投资者行为、心理是行为金融学的研究内容，主要表现为投资者情绪，通过对它进行研究可以更进一步了解中国股票市场上参与者的投资行为。另外，关于货币政策是否应该对资产价格的波动做出反应也一直是经济学家们比较关心的话题，而资产价格不只与经济的基本面、货币政策有关，还与投资者情绪有关，投资者情绪会引起金融市场的波动，从而对实体经济产生影响，因此，本书主要进行以下几方面的研究。

首先，对投资者情绪进行定义，并指出单一代理指标的解释力、预测力都存在着明显的不足，因此，需要构造比较稳定的投资者复合情绪指数。利用主成分分析法构造出投资者复合情绪指数，投资者复合情绪指数构造的关键在于三点：代理变量的选取；样本数据的选取；投资者复合情绪指数的选取原则。

(1) 本书在构造投资者复合情绪指数时, 根据我国股票市场的特点及数据的可得性, 选取市场换手率、投资者开户增长率、封闭式基金折价率、首次公开募股 (initial public offerings, IPO) 数量及新股上市首日收益率这五个投资者情绪代理变量, 对于这五个投资者情绪代理变量及其滞后项, 利用主成分分析法, 并采取贡献率原则和碎石图原则, 构造出投资者复合情绪指数的中间指标。

(2) 将上述五个投资者情绪代理变量及其滞后项分别与投资者复合情绪指数的中间指标进行相关性分析, 以选出相关性更强的指标作为投资者复合情绪指数的构成指标。

(3) 因为投资者情绪可能受宏观经济的影响, 这部分影响属于理性变化, 所以从这五个相关性更强的投资者情绪代理变量中将宏观因素的影响剔除, 宏观经济因素方面选取居民消费价格指数 (consumer price index, CPI)、宏观经济景气预警指数 (macroeconomic warning index, WAI)、工业品出厂价格指数 (producer price index, PPI) 作为其代理变量, 利用回归分析的方法, 对上述五个相关性更强的投资者情绪代理变量进行回归, 以其残差作为新的投资者情绪代理变量, 再利用主成分分析法将得到的多个新的投资者情绪代理变量进行降低维数处理, 最后得到复合指标。

其次, 验证投资者情绪在货币政策影响股票市场波动的过程中确实发挥着一定的作用。该过程主要通过对比考虑投资者情绪和不考虑投资者情绪这两种情况下, 货币政策对股票市场波动的影响, 从而考察投资者情绪在这个过程中的作用, 通过对比分析发现以下几点结论。

第一, 股票市场低迷期 (即熊市), 投资者情绪的存在使得提高存款准备金率变动的货币政策将股票市场收益的下降幅度增大、上升幅度减小; 投资者情绪的存在还使该货币政策加剧了股票市场波动幅度, 导致股票市场波动的累积响应先上升后下降, 最终累积响应为负, 但如果没有投资者情绪的话, 提高存款准备金率变动的货币政策对股票市场波动的累积响应将一直为正, 即提高存款准备金率的货币政策使得股票市场波动上升。投资者情绪的存在尽管加大了股票市场波动的幅度, 但是长期看来, 其能够降低股票市场波动的频率。通过对比考虑和不考虑投资者情绪的情况发现, 在不考虑投资者情绪的情况下, 增加货币供给, 短期会使股票市场收益上升, 股票市场波动下降。但投资者情绪的存在, 使得增加货币供给的货币政策对股票市场收益影响的累积响应直接下降, 经过一段时间调整后, 才会呈现出正响应, 而股票市场波动短期下降, 长期的累积响应为正, 即长期来看, 投资者情绪使得股票市场收益的提高出现了滞后, 且尽管短期稳定了股票市场 (即股票市场波动下降), 但长期股票市场波动仍然会上升。由此可见, 在考虑投资者情绪的情况下, 不同的货币政策其效果是不同的, 提高存款准备金率, 短期内股票市场收益下降, 股票市场波动增加, 但长期来看股票市场收益会

上升，股票市场波动也会减少，即该项货币政策的短期效果不明显但长期有效；增加货币供给，短期内尽管股票市场收益会下降但能稳定股票市场，从长期来看，会加剧股票市场波动同时股票市场收益也将上升。

第二，股票市场高涨期（即牛市），投资者情绪对存款准备金率调整和货币供给调整所起的作用与股票市场低迷期类似。如果不考虑投资者情绪，提高存款准备金率对股票市场收益影响的累积响应将先下降后上升，但投资者情绪的存在，使得该影响下降的幅度变大而上升的幅度变小；投资者情绪使得该货币政策对股票市场波动影响的累积响应呈现出先上升后下降的趋势，最终累积响应稳定在负值。在考虑投资者情绪的情况下，提高存款准备金率的货币政策，短期会使得股票市场收益下降，股票市场波动上升，长期来看，股票市场收益是上升的，且股票市场波动下降，即该货币政策尽管短期效果不明显，但长期效果显著，可以提高股票市场收益，降低股票市场波动，达到稳定股票市场的效果。增加货币供给的货币政策，在不考虑投资者情绪的情况下，股票市场收益的累积响应应先上升后下降，股票市场波动的累积响应持续下降。但考虑投资者情绪，股票市场收益的累积响应会呈现先下降后上升的趋势，而股票市场波动的累积响应在短暂下降后会上升。可见在投资者情绪的作用下，短期股票市场收益和股票市场波动均呈现出了下降的趋势，即该项货币政策短期会达到稳定股票市场的效果，但长期来看，股票市场波动会上升但同时股票市场收益也会呈现上升趋势。

最后，我们研究货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响。

（1）对货币政策对投资者情绪的影响进行实证分析，主要采用马尔可夫区制转换-向量自回归（Markov-switching vector auto-regression, MS-VAR）模型将中国股票市场划分为两个状态，即股票市场高涨期和股票市场低迷期。本书分别研究在股票市场的不同状态下货币政策对投资者情绪的影响：股票市场高涨期，货币供给增速对投资者情绪产生正影响，而存款准备金率上升对投资者情绪产生负影响，即增加货币供给会使投资者情绪上升，而提高存款准备金率会使投资者情绪下降；在股票市场低迷期，货币供给增速和存款准备金率上升对投资者情绪均产生负影响，即在股票市场低迷期，增加货币供给会使投资者情绪下降，而降低存款准备金率会使投资者情绪上升。可见在股票市场低迷期，实行降低存款准备金率的扩张性货币政策对投资者情绪影响较大。另外，本书还验证了货币供给增速对投资者情绪的影响确实具有非对称性，即在股票市场高涨期和股票市场低迷期，货币供给增速对投资者情绪影响的非对称性能通过显著性检验，但是存款准备金率变化对投资者情绪的影响却不具有非对称性，即认为存款准备金率变化对投资者情绪的影响与股票市场的市场状态无关。

（2）讨论货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响并进行实证分析，用 MS-VAR 模型分析在中国股票市场的不同状态，投资者情绪与股票市场收

益、股票市场波动之间的相互影响，结果发现以下几点。

第一，不论股票市场处于高涨期还是低迷期，长期来看，投资者情绪的正冲击均会使股票市场收益上升，但在股票市场高涨期，股票市场收益上升的幅度要大于股票市场低迷期上升的幅度。投资者情绪的正冲击在股票市场高涨期和低迷期对股票市场波动的影响不同：在股票市场低迷期，投资者情绪的正冲击会使股票市场波动立刻下降，随后缓慢上升，最终会逐渐平稳；而在股票市场高涨期，投资者情绪的正冲击会使股票市场波动立刻上升，随后缓慢上升并逐渐平稳。

第二，股票市场收益的冲击对投资者情绪和股票市场波动的作用都比较明显，而且对股票市场高涨期和低迷期的影响方式基本相同，但是在股票市场高涨期该冲击的影响比股票市场低迷期的影响大。股票市场波动的正冲击对投资者情绪和股票市场收益影响均比较显著，不论是在股票市场高涨期还是在股票市场低迷期，股票市场收益对股票市场波动的正冲击不会立刻做出反应，而是有延迟的，且短期会表现出负响应，这种累积响应会缓慢上升，长期表现出正响应并逐渐趋于平稳。

综上所述，本书主要从投资者情绪和货币政策的传导机制两方面入手，大体框架如下。

第一，系统地对国内外相关资料进行分析和整理，主要包括：投资者行为的界定、股票市场波动的相关知识，以及国内外关于货币政策对投资者行为、情绪与股票市场波动影响的相关理论和实证分析，并指出投资者情绪对股票市场波动的影响，以及货币政策对股票市场波动的影响。

第二，论述相关理论，包括货币政策的相关理论和投资者情绪的相关理论，给出投资者情绪定义，并构造我国股票市场的投资者复合情绪指数。

第三，论述货币政策对投资者情绪及股票市场波动影响的传导机制，重点分析货币政策对投资者情绪影响、投资者情绪对股票市场波动影响及货币政策对股票市场波动影响的传导机制。

第四，检验投资者情绪在货币政策对股票市场波动影响中的作用。主要通过对比考虑投资者情绪和不考虑投资者情绪这两种情况下，货币政策对股票市场波动影响的结果来验证投资者情绪在货币政策对股票市场波动影响中的作用。

第五，将货币政策对投资者情绪的影响进行实证分析，并与货币政策对消费者信心指数的影响进行对比，证实本书构造的投资者复合情绪指数的合理性。

第六，将投资者情绪对股票市场波动的影响进行实证分析，主要对实证结果进行分析。

作者认为：①不论是股票市场高涨期还是股票市场低迷期，投资者情绪均会对货币政策在股票市场的传导过程产生影响，且这种影响具有非对称性。②在股票市场的高涨期和低迷期，货币供给增速和存款准备金率变化均会对投资者情绪

产生显著影响,但是货币供给增速变化对投资者情绪的影响要大于存款准备金率变化带来的影响。而存款准备金率变化对投资者情绪的影响在股票市场的高涨期和低迷期均没有显著差异。③当股票市场处于高涨期时,投资者的乐观情绪会使股票市场收益上升的幅度大于股票市场处于低迷期时股票市场收益上升的幅度;而投资者的乐观情绪对股票市场波动的影响则不同,在股票市场高涨期,投资者的乐观情绪会使股票市场波动加剧,而在股票市场低迷期,投资者的乐观情绪短期并不会加剧股票市场的波动,长期来看,股票市场波动仍然是增加的。④在股票市场高涨期,股票市场收益上升对投资者情绪的影响要大于股票市场低迷期股票市场收益上升给投资者情绪带来的影响,而股票市场收益的上升会降低股票市场的波动。

本书在以下几方面做了有益尝试。

第一,采用主成分分析法构造投资者复合情绪指数。第二,研究投资者情绪对股票市场影响的传导途径时,根据中国股票市场的具体情况 & 噪声交易者 (DeLong Shleifer Summers Waldman, DSSW) 模型,构造一个单期 DSSW 模型,并由此分析投资者情绪对中国股票市场波动影响的传导途径。第三,本书在进行实证分析时,将中国股票市场分为高涨期和低迷期两个状态,分别进行如下的实证分析:①检验投资者情绪会对货币政策在股票市场的传导过程产生影响。通过加入投资者情绪因素,构建 MS-VAR 模型,以此对比考虑和不考虑投资者情绪这两种情况下股票市场收益、股票市场波动对货币政策冲击的不同响应。②在进行货币政策对投资者情绪影响及非对称性的实证分析时,利用马尔可夫区制转换模型,将中国股票市场分为高涨期和低迷期,分别考虑在股票市场的不同状态货币政策对投资者情绪的影响,同时利用回归分析,估计出货币政策对投资者情绪的影响。③在进行投资者情绪对股票市场波动影响的实证分析时,构建 MS-VAR 模型研究股票市场的不同状态投资者情绪和股票市场收益、股票市场波动之间的动态变化,由此来讨论在股票市场的不同状态投资者情绪对股票市场波动的影响。

隋云云

2017年8月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 本书写作的背景及意义	1
1.2 本书写作目标及思路	5
1.3 本书的研究方法	5
1.4 本书写作的研究资料及来源	6
第 2 章 相关理论	16
2.1 货币政策理论	16
2.2 投资者情绪理论	29
2.3 本章小结	52
第 3 章 货币政策对投资者情绪及股票市场波动影响的传导机制	54
3.1 货币政策对投资者情绪影响的传导机制	54
3.2 投资者情绪对股票市场波动影响的传导机制	55
3.3 货币政策对股票市场波动影响的传导机制	64
3.4 本章小结	69
第 4 章 投资者情绪在货币政策影响股票市场波动中的作用实证分析	70
4.1 实证模型的选择与变量数据处理	70
4.2 实证模型的估计与检验	71
4.3 实证结果分析	85
4.4 本章小结	96
第 5 章 货币政策对投资者情绪影响的实证分析	98
5.1 变量的选择与数据处理	98
5.2 实证模型的构建、估计与检验	99
5.3 实证结果分析	110
5.4 本章小结	114
第 6 章 投资者情绪对股票市场波动影响的实证分析	116
6.1 变量的选择与数据处理	116
6.2 模型的选择、估计与检验	117

6.3 投资者情绪对股票市场收益和股票市场波动影响的实证结果分析···	123
6.4 本章小结·····	127
参考文献·····	129

第1章 绪 论

1.1 本书写作的背景及意义

1.1.1 本书写作背景

中国的货币政策历来是四个目标：低通货膨胀率、保持适度的经济增长、创造适度的就业机会和保持国际收支平衡。为了实现上述目标，我国的货币政策也在不断地发生着改变。中国的经济在经历过 1998 年亚洲金融风暴之后，一直面临着通货紧缩的压力，为了缓解通货紧缩压力，央行采取了稳健的货币政策。直至 2003 年，为了抑制经济增长过快带来的通货膨胀压力，央行对货币政策进行了调整，适当地收紧银根，多次上调存款准备金率和人民币存款基准利率（以下简称利率）。2004 年，我国的宏观调控趋向于“进中求稳”，而到了 2005 年，宏观调控采取了“双稳健”的政策，坚持“稳中求进、稳中保进”的原则。

2007 年，中国经济出现过热苗头，价格上涨压力加大，此时央行实行的货币政策主要以紧缩为基调，一年内数次上调存款准备金率和利率。但是 2008 年，国际上美国次贷危机持续发酵，危害全球经济，国内突发的汶川地震对我国经济造成了巨大损失。国内外形势严峻，对我国经济造成了巨大的影响。紧缩的货币政策已经不利于经济的发展，为了应对国内外的形势变化，我国的宏观经济政策也进行了相应的调整。我国的货币政策已经从紧缩的货币政策转变为适度宽松的货币政策。为了促进经济的适度稳定增长，2008 年下半年，央行连续释放宽松的货币政策信号，多次下调存款准备金率和利率。直到 2010 年，随着国内通货膨胀压力加剧，货币政策也发生了相应的改变，我国采取了稳健的货币政策，将稳定物价、抑制通货膨胀作为年内经济发展的首要任务。2011 年，欧债危机持续恶化，在国内外多重因素的影响下，该年度中国的经济增长率逐季下降，但仍然是全球增长率最高的经济体，中国经济总量在全球的地位于 2010 年就发生了重大变化，超过日本成为全球第二大经济体。但是，中国的人均国内生产总值（gross domestic product, GDP）依然较低，人均收入水平赶超发达国家、实现共同富裕仍需要相当长的一段时间。2010 年第四季度之前，为了抑制通货膨胀率的持续上升，防止经济过热，我国有针对性地对货币政策进行了适度的调整，也就是将我国的货币政策转为稳健的货币政策。稳健的货币政策的基本目标是对货币供应总量进行适

度控制,对其中的信贷总量要严格控制并优化信贷结构,有效防范系统性金融风险。2012~2015年,央行继续实行稳健的货币政策,以保持政策的连续性和稳定性,但相对于2011年,为了保证信贷总量的合理增长,经济的稳定健康发展,央行于2012年,预期性地对存款准备金率和一年期利率连续进行了适当调整,我国稳健的货币政策发挥了积极有效的作用。通过上面的分析不难得出,货币政策在2008年是一个转折点,另一个拐点是2011年。1998~2007年,我国一直实行稳健的货币政策,是因为稳健的货币政策具有灵活性,有助于相关部门更加积极妥善地处理好稳增长、调结构和防通货膨胀三者之间的关系。1998~2002年这五年的货币政策主要目标是控制通货紧缩,而在其后的2003~2007年这五年的货币政策主要目标是有效抑制通货膨胀。2008年全球金融危机爆发后,中国连续采取适度宽松的货币政策。2011年的货币政策是从适度宽松转变为稳健。2012~2015年中国实施的是积极的财政政策和稳健的货币政策。

Bernanke 和 Kuttner^[1]认为货币政策是否实现最终目标,是通过如产量、就业和通货膨胀等宏观经济变量表现出来的。然而,利率等货币政策工具对这些变量的影响并不是直接的,它最直接的影响表现在金融市场上。政策制定者要想达到他们的最终目标,可以通过影响资产的价格和收益来调整其经济行为。

我国的金融市场自成立以来,迄今为止只有短短的二十余年。上海证券交易所于1990年在上海挂牌营业,随后深圳证券交易所在深圳也开始营业,这两个证券交易所的挂牌营业,意味着我国的资本市场大门已经敞开。随着改革开放的不断深入,股票市场也迅猛发展起来。在这短短数十年间,股票市场对中国经济发展和社会主义建设起到了重要作用。历史告诉我们,股票市场的稳定对经济的健康稳定发展起着至关重要的作用。然而,我国的股票市场变化较大,从2001年的1月开始,股票市场呈现出了上涨的态势,直到2001年的6月底,上海证券交易所综合指数(以下简称上证综指)达到了2218点,随后股票市场开始回落。但是,在2005年进行的股权分置改革使得股票市场再次上涨,上证综指从2005年6月底的1000点左右,一路上涨到2007年10月的6124点的历史高位,日均成交量持续放大。随后,美国次贷危机发生并逐步演变成为全球性的金融危机,对全球经济产生了巨大的冲击,中国的股票市场也一路下挫,上证综指在2008年的9月底达到了2293点,成交量也持续萎缩。随着政府采取的各项措施,如2009年的4万亿元政府投资计划及宽松的货币政策,股票市场再次上涨,但是涨幅不大。2010年8月和9月,上证综指始终在2500~2700点徘徊,在这之后逐步上升,到2011年的2月和3月达到短期高点——2900点,之后又一路下挫到2199点。2012年至2014年10月底大盘处于调整阶段,上证综指徘徊于1900~2400点,此后,上证综指一路上涨到2015年6月的5178点,此后,随着全球经济恶化、复苏乏力,上证综指又进入了下跌通道,到2016年1月底,到达了短期的低点

——2638点，从此，股票市场又进入了震荡调整阶段。

从上述分析可以看出：一方面，股票市场的繁荣发展势必会引起大量投机行为的产生。这些行为的发生会加剧股票市场的波动，增大市场风险。另一方面，股票市场的波动，不仅是由市场本身来决定的，更多时候，市场会对政府的政策做出相应的反应，实际上就是投资者猜测政府的政策意图，从而在资本市场上进行博弈。我国股票市场作为新兴市场，由于起步比较晚，与欧洲和美国等国家与地区相比，各项相关法律、制度的建设和监管措施都有待进一步完善。对投资者而言，金融市场上的投资品种和投资数量也比较有限。我国股票市场的投资者，更容易受到货币政策等相关政策的影响，甚至是对这些政策的反应会更加不理性。

货币政策主要是通过货币供应量和利率这两个主要货币政策工具来影响股票市场的：货币供应量增加，投资者会将更多的货币投入到股票市场，从而使得股票价格上涨；根据流动性偏好理论，利率上升，投资者持有的货币量下降，从而投资者将减少其在股票市场上的投入，股票的需求量下降，造成了股票价格的下降。股票市场对货币政策的传导，以及对通过货币政策来调控国民经济起到了重要的作用，股票市场在很大程度上会影响货币政策的有效性。然而，经典金融理论的一个基本前提假设是投资者是理性的，并且资产的价格能够完全反映其基本价值。但是金融市场上出现的越来越多的异象对经典的金融理论产生了巨大冲击，这也促进了金融学家对传统金融学进一步的认识与发展，并认识到了市场参与者的非理性行为。Kahneman 和 Tversky^[2]通过实验验证了大部分投资者不是完全理性的，而是有限理性的。他们的心理会影响其投资行为，因此也不能有效规避风险，由此产生了行为金融学。

行为金融学理论以投资者行为作为研究对象，基于投资者心理、行为等方面，从社会学角度来解释金融异象问题。Black^[3]首次提出了“噪声交易者”的概念，由此学者们开始了对投资者情绪的讨论。那么投资者情绪在货币政策对股票市场波动影响的过程中会使影响结果发生怎样的变化，货币政策会对投资者情绪产生怎样的影响，投资者情绪及货币政策变化引起的投资者情绪会对股票市场波动起到怎样的作用等一系列问题都亟待研究和解决，这也正是本书所要讨论的话题。

1.1.2 本书写作意义

股票市场对货币政策的反应一直是学术界研究的热点，但是随着行为金融学的发展及噪声交易者概念的提出，投资者情绪已经成为解释金融市场异象的基础，投资者行为在很大的程度上也会受到投资者情绪的影响，那么投资者情绪在货币政策影响股票市场波动的过程中必然会起到一定的作用，因此，有必要考虑在货

币政策影响股票市场波动的过程中投资者情绪所起的作用。因为货币政策本身也会影响投资者情绪,所以,可以进一步研究货币政策对投资者情绪及股票市场波动的影响。

不同的学者利用不同的方法来研究货币政策和股票市场的关系。马尔可夫区制转换模型首次由 Hamilton^[4]在 1989 年用于研究美国的经济周期,随后一些学者关于非线性时间序列模型的研究,如 Robertson 等^[5]、Cecchetti 等^[6]、Schwert^[7]、Garcia 和 Perron^[8]、Jennie 和 Robert^[9]及 Kim 和 Nelson^[10]等,深化了马尔可夫区制转换模型在实际中的应用。马尔可夫区制转换模型在金融计量中有着重要的应用,能够捕捉到金融时间序列中可能存在的结构性变化,也有学者利用该模型研究货币政策对股票市场的影响,但是在研究这一问题的过程中没有考虑投资者情绪所起的作用,本书试图弥补这一空白,在研究货币政策对股票市场波动影响的同时考虑投资者情绪因素。本书拟构建 MS-VAR 模型来考虑投资者情绪在货币政策影响股票市场波动过程中的作用,以及货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响。因此,本书的研究意义如下。

(1)将投资者情绪纳入货币政策对股票市场波动影响的研究中可以完善相关金融理论,这具有较强的理论价值,而且具有一定的现实意义。我国金融市场成立的时间较短,随着金融市场的发展及金融工具的日益丰富,金融市场在货币政策的传导上也发挥着越来越大的作用,而且投资者的心理会直接影响他们的投资行为,进而影响资产价格。因此,在货币政策影响股票市场波动的过程中,投资者情绪(投资者心理)起到了极为重要的作用。研究投资者情绪在货币政策影响股票市场波动过程中的作用,首先,可以为了解货币政策的股票市场传导机制打下坚实的基础;其次,将投资者情绪因素纳入到金融市场的范畴来考虑金融市场的运行更为实际,本书的相关研究能够丰富行为金融学理论;最后,目前国内关于货币政策对投资者情绪影响的研究相对较少,开展这方面的研究,可以为相关人员进行进一步了解货币政策的传导机制提供一定的理论基础。

(2)研究投资者情绪和股票市场之间的关系能够为市场参与者、市场监管者与政策制定者提供更多的指导。我国的股票市场相较于欧洲和美国发达国家与地区而言,成立的时间较短,各项制度和监管机制也不完善,市场信息不对称,而且股票市场中的投资者存在各个方面的差异,如文化教育程度、信息掌握程度、风险偏好程度等,这些差异都会造成投资者对市场过度反应或反应不足等现象,从而造成股票价格不能真实反映其基本价值及市场的剧烈波动。因此,金融监管者可以在考虑投资者情绪的情况下,制定和完善比较合理的监管政策与投资者教育计划,引导投资者加强对自身非理性行为的认识,使其形成正确的投资意识,以维护我国金融市场稳定。

1.2 本书写作目标及思路

本书写作的主要目标是：研究在投资者行为视角下的货币政策对股票市场的影响。投资者情绪会影响投资者的投资行为，因此，选取投资者情绪作为投资者行为的代理变量，考察货币政策对投资者情绪的影响及货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响，并对其进行理论分析及实证分析。本书主要思路如下。

在科学界定投资者情绪内涵的基础上，首先，对货币政策对投资者情绪影响、投资者情绪对股票市场波动影响及货币政策对股票市场波动影响的传导机制进行理论分析。其次，利用实证分析方式，分析和检验投资者情绪在货币政策影响股票市场波动过程中确实起到了一定的作用，并且进一步检验这种作用的非对称性。最后，对货币政策对投资者情绪及股票市场波动的影响进行实证分析，主要分两步来进行：第一步，先考虑货币政策对投资者情绪的影响，并且验证这种影响是否与股票市场的状态有关（即股票市场处于高涨期还是低迷期）；第二步，考虑货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响，构建马尔可夫区制转换模型来考虑股票市场处于不同市场状态时，投资者情绪和股票市场收益、股票市场波动之间的动态关系。

1.3 本书的研究方法

本书主要运用理论研究和实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合的方法来进行研究。

理论研究方法方面，本书主要分析货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响。在此之前，分析投资者情绪对货币政策影响股票市场波动是有一定作用的。由货币政策的广义信贷传导过程发现，投资者情绪在这个传导过程中起着极其重要的作用，并分析货币政策对投资者情绪影响的传导途径。在整个分析过程中，首先，分析货币政策如何影响投资者情绪，通过怎样的途径来影响投资者情绪。通过分析发现，货币政策主要通过利率、信贷、货币供应量等途径对投资者情绪产生影响，使其发生改变。其次，进一步分析这种情绪又是通过什么途径影响股票市场的，由我国目前股票市场的特点及 DSSW 模型，提出了一个单期 DSSW 模型，据此分析投资者情绪对股票市场影响的途径。最后，分析货币政策对股票市场的影响，根据现金流模型的分析，货币政策主要通过利率、信贷及货币供应量等途径来影响股票市场。

实证分析方法方面，实证分析以定量分析为主，主要利用统计学和计量学的

方法来进行分析。首先,根据投资者情绪的相关理论对投资者情绪进行量化,单一的投资者情绪代理变量的解释力比较弱,理解力和实用性也比较差,因此,本书利用主成分分析法来构造一个对投资者情绪具有更强解释力的指标,并将其作为投资者情绪的代理变量。其次,采用 MS-VAR 模型和对比分析的方法,通过比较与分析考虑和不考虑投资者情绪的情况下,货币政策变化对股票市场波动、股票市场收益的影响结果,以验证投资者情绪对货币政策影响股票市场波动的作用。最后,对货币政策引起的投资者情绪对股票市场波动的影响进行实证分析,主要分两步进行:第一步,利用马尔可夫区制转换模型将中国股票市场划分为两个区制,利用回归分析的方法,分别研究这两个区制中的货币政策对投资者情绪的影响,分析在股票市场的高涨期和低迷期,这种影响是完全不同的。然后利用回归分析的方法,估计出由货币政策引起的投资者情绪变化。第二步,构建 MS-VAR 模型,对中国股票市场不同状态下由货币政策引起的投资者情绪与股票市场波动、股票市场收益之间的动态关系进行实证分析。

1.4 本书写作的研究资料及来源

1.4.1 投资者行为

投资者是金融市场上的主体,他们是生活在特定社会环境中的、具体的、现实的人,他们在金融市场上的行为被称为投资行为,且该行为与其他社会行为是一样的,都具有社会属性。我国股票市场上的投资者有两大类:机构投资者和个人投资者,本书中提到的投资者囊括了上述两类投资者,既包括个人投资者也包括机构投资者,是指一般意义上的投资者。

而对于行为的内在机理,其涉及范围比较广泛,门类也比较多,具体可从社会学、心理学和社会心理学等领域进行考察,不同的学派对行为有不同的解释。其中比较著名的有“效用理论最大化假设”,但是诺贝尔经济学奖获得者西蒙则对此进行了批判,他从信息获得方面进行了研究,认为投资者在进行选择的时候,面临着信息不完全的问题,因此投资者在进行行为选择的时候,存在着偏离效用最大化的非理性行为,其在进行行为选择时表现出来的只是有限理性,由此导致了后来的行为经济学家开始沿着这一心理因素现实化的方向来寻求投资者行为决策理论的微观基础。而有限理性也成了这一微观基础的核心。其中最著名的当属 1979 年, Kahneman 和 Tversky 提出的展望理论,该理论认为大部分投资者并不是完全理性的,而是有限理性的,他们的心理会影响其投资行为,因此,投资者并不能有效地规避风险。de Bondt 和 Thaler^[1]研究了人类的过度自信这一心理特性,发现过度自信是人类比较稳固的一个心理特征,而这一心理特性会使投资者

的投资行为偏离理性轨道。

综合上述讨论，我们对投资者行为有了如下认识。

第一，投资者在进行投资时是以收益最大化为目的的，并力图做到理性决策，但是这一理性决策会受到许多如社会因素、个人偏好等客观因素的影响。投资者在进行投资时是按照自己对市场的预测来进行的，但是在充满不确定的市场中，这一预测往往会受到诸多因素的影响，同时伴随着一定的风险。

第二，对于投资者本身而言，他们是理性和非理性的结合体，可能在某些条件下，投资者会表现出理性行为，但在另一些条件下又表现出非理性行为，而他们的理性或非理性行为既会受到社会因素的影响，也会受到自身心理因素的影响。

第三，投资者的行为具有一定的随机性，但是当这种随机性由众多投资者表现出来时，其就会呈现出一定的规律性。

1.4.2 股票市场波动

在金融市场的运行过程中，金融经济学家关注的一个焦点就是股票市场波动。1989年，Becketti 和 Sellon^[12]认为股票市场的短期波动由正常性波动与跳跃性波动两方面组成，其中，正常性波动是指股票价格的正常波动，而跳跃性波动是指股票价格突发的、偶然性的变动，这种变动可能会出现极端情况。但从股票市场的长期运转来看，股票的价格波动也是由两方面因素导致的：一方面是股票的基础价值发生了改变，由此导致股票价格的变化；另一方面是随机因素导致的股票价格的变化，而这里的随机波动最主要是由作为投资主体的交易者行为引起的。

我国股票市场的投资者主要分为两类：机构投资者和个人投资者。对机构投资者而言，在短期内他们可以利用跳跃性波动进行交易策略设计，但是对个人投资者而言，其由于自身专业知识的匮乏，不具备策略设计技巧。不论是在股票市场的交易运行中还是在股指期货市场的交易运行中，机构投资者掌握的专业性技巧，能够使股票市场更容易出现跳跃性波动。朱伟骅和廖士光^[13]认为“跳跃性波动能够激起‘瀑布效应’（cascade effect），当股票市场下跌，组合避险者卖出股指期货以降低持股比例，期货的卖压使股指低于理论价格，计算机程序认为有套利机会，进而买进股指同时卖出股票，致使股票市场再度下跌，继而又触发了避险者的期货卖压，如此恶性循环，终于使股票市场大跌”。

由上述分析可以发现，引起股票市场波动的原因主要有两方面：一方面是市场交易机制；另一方面是信息对投资者的影响，投资者作为市场交易主体，他们的心理会影响其行为，由此影响其交易行为，究根结底，他们的心理及行为会受到各种信息的影响。