

◆ 韩泽县 ◆ 任有泉 著

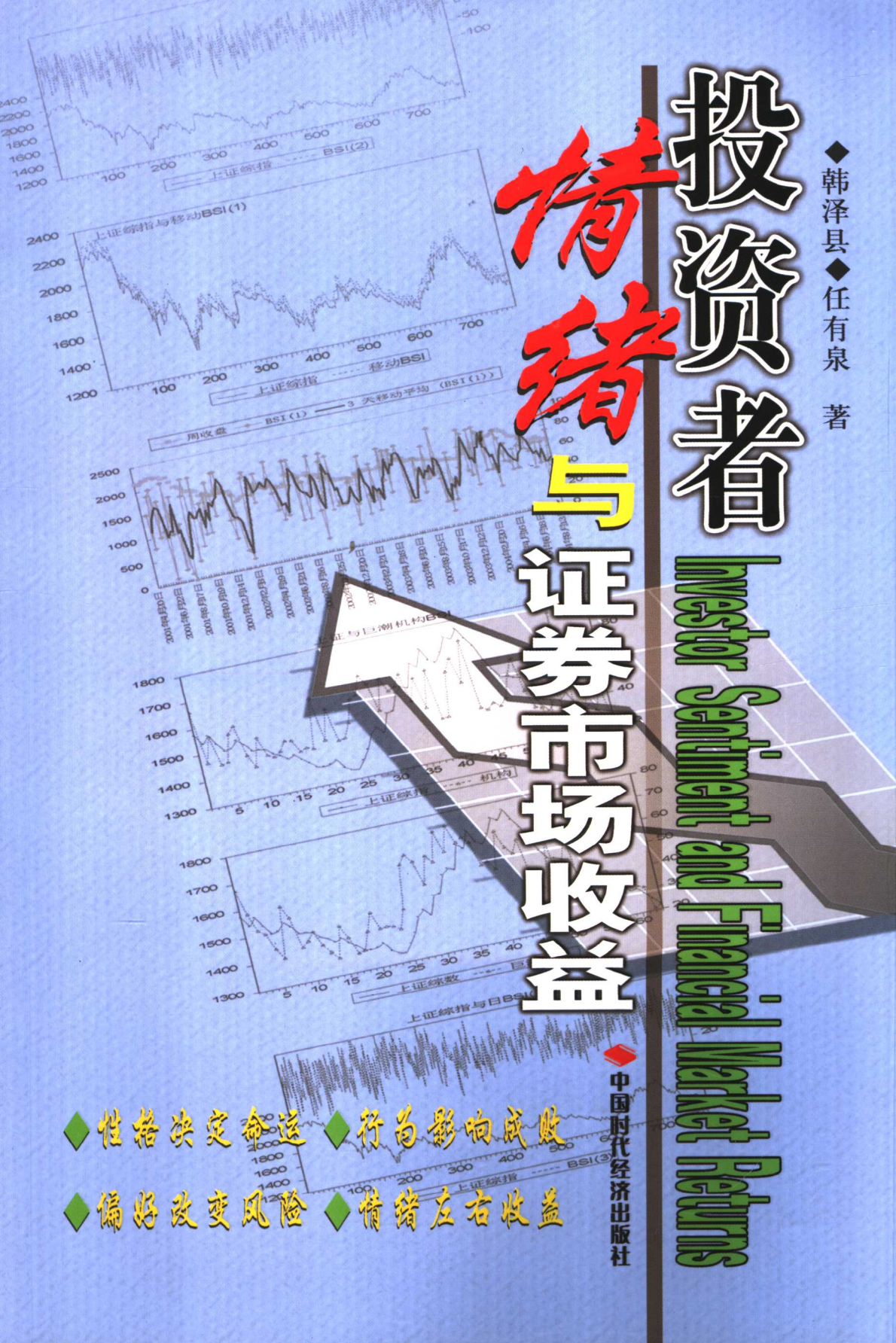
投资者

Investor Sentiment and Financial Market Returns

情绪与证券市场收益

中国时代经济出版社

◆ 性格决定命运 ◆ 行为影响成败
◆ 偏好改变风险 ◆ 情绪左右收益



◆ 韩泽县 ◆ 任有泉 著

投资者

Investor Sentiment and Financial Market Returns

情绪与证券市场收益

中国时代经济出版社

✓ 性格决定命运 ✓ 行为影响成败
✓ 偏好改变风险 ✓ 情绪左右收益

图书在版编目(CIP)数据

投资者情绪与证券市场收益 / 韩泽县, 任有泉著. —北京: 中国时代经济出版社,

2006.2

ISBN 7-80169-828-2

I. 投… II. ①韩…②任… III. 证券投资—研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 137688 号

投资者情绪与证券市场收益

韩泽县
任有泉
著

出 版 者	中国时代经济出版社
地 址	北京市东城区东四十条24号 青蓝大厦东办公区11层
邮政编码	100007
电 话	(010) 68320825 (发行部) (010) 88361317 (邮购)
传 真	(010) 68320634
发 行	各地新华书店
印 刷	北京昌平百善印刷厂
开 本	787×1092 1/16
版 次	2006年4月第1版
印 次	2006年4月第1次印刷
印 张	16.25
字 数	280千字
印 数	1~3000册
定 价	28.00元
书 号	ISBN 7-80169-828-2/F·383

版权所有 侵权必究

序 言

无论在报章媒体，还是街头巷尾，我们经常可听到“投资者信心受挫，股市大幅下跌”，“股市人气旺盛，股指再攀新高”，或者“投资者心态有待调整，股市前景莫测”之类的说法。人们对此普遍关注，却又莫衷一是。许多人都认为投资者情绪和市场的“客观”信息传递，都会对证券市场的价格起举足轻重的作用。投资者更是依据自己掌握的信息和对市场“人气”的感受，对证券走向做出判断。这似乎是一种人人都能领悟到的“常识”。然而，要对这种“常识”给出一套严格的理论体系和数学模型证明，并写出一本书来深入研究，那真是需要相当的胆识和气魄，一般人，尤其是我本人，都会感到其中关系太复杂，局部的也许还能描绘，整体的则无法想象。

仔细考察传统金融学的基础，不难发现，它还停留在“宏观”和“稳态”阶段，以 CAPM 为例，它给出了资产收益与市场收益间的关系，出发点是所有投资者都是理性人，都掌握同样的信息，都有同样的预期，都用同样的准则（即同质性先验理念），这实际上排除了投资者对市场的作用，排除了投资者情绪对市场的影响。其实，整个传统金融学几乎都是这样做的，其绝大多数结论都是建立在一个“稳态”的、无套利的、理性人组成的市场上，至于投资者对市场的作用则完全被排除在外，这就是传统金融学的根本弱点，它尤其是不能回答前面提到的“常识”问题：投资者情绪是如何影响证券市场的价格？

本书的意义首先就在于以自己的思考，结合大量的有关文献，从行为金融学的视角向大家展示了投资者情绪与证券市场的关系这一广阔的研究领域。然而，以本人浅薄的学术能力，不到两年的短暂时光，和区区十数万字有限的篇幅，难以对投资者情绪进行全面的研究，只能有所选择的地以投资者情绪与市场收益的关系为切入点进行一些实证研究，更多的部分只能留待将来和其它学子了。

尽管传统金融学没能给出任何投资者情绪对证券市场的影响，但在行为金融学框架下，投资者情绪是决定证券价格和市场运行的重要因素，投资者情绪及其研究是行为金融学的重要组成部分。在笔者看来，开展投资者情绪研究的意义至少有四点：一是有助于理解金融市场上投

投资者的行为；二是有利于理解市场收益、波动性和交易量的互动机理；三是有助于揭示投资者对股票预测的偏差以及利用这些偏差获得超额收益的可能性；四是有助于把握投资者心理特征，为市场调控提供理论指导。

作为一本以投资者情绪为研究对象的著作，本书主要完成了以下工作：一是按照性质和获取方式不同，首次将我国投资者情绪分为显性（直接）、隐性（间接）投资者情绪和投资者情绪代理变量三类，并对各类情绪进行了系统的归类和分析；二是在对投资者情绪概念和量化方法研究的基础上，首次系统地研究了不同类型投资者显性情绪间的关系，显性情绪对市场主要特征的影响，显性情绪与封闭式基金折价、封闭式基金持股比例、市场创新高新高低、消费者信心指数、企业及企业家景气指数及 IPO 行为等隐性投资者情绪之间关系，以及隐性投资者情绪的市场收益预测能力，发现显性和隐性情绪间之相关性良好，而且隐性情绪具有市场收益预测能力；三是通过显性投资者情绪形成机理、运行模式和框定依赖的分析，发现投资者情绪并非主要影响个人投资者和小股票，机构投资者也是“噪声交易者”，投资者情绪是证券价格的重要影响因素，而市场历史收益及其波动性、历史情绪水平和政策事件是决定投资者情绪的重要因素，投资者情绪与市场收益的关系是双向互动的；四是全面研究了我国封闭式基金折价的特征和形成机制，逐一检验了投资者情绪假说的每个方面，发现中国封闭式基金折价的原因是多方面的，具有鲜明的“中国特色”，但投资者情绪是封闭式基金折价的主要因素，最具解释力的因素；五是分析了环境因素和人体生物钟等非经济因素对证券市场的影响，首次发现我国证券的市场收益存在天气效应、SAD 效应和月运周期效应，日照、雨、雪、SAD、月运周期等都可以作为情绪代理变量，具有市场收益预测能力。

本书各主要章节所依据的假设前提比较简单，都是常识或公理性质的，直接蕴含于字里行间。如：第 4、5 章的理论假设是投资者（至少是部分投资者）是相信情绪的，看涨投资者的期望收益高于平均水平，看跌投资者的期望收益低于平均水平；第 6 章的理论假设是封闭式基金折价等 6 个指标是反映市场强弱的指标，可以间接反映投资者情绪的强弱；第 7 章的理论假设是各大盘封闭式基金的投资者结构相同，因而投资者情绪对各基金会产生相似的效应；第 8 章的理论假设是投资者情绪与市场收益是相互影响的，若市场形成了赚钱效应，投资者将会变

得更加自信和乐观，这种情绪反过来又会影响市场的短期和长期收益。

统计分析、回归分析、二元分布模型、格兰杰因果检验、协整分析和向量自回归模型等统计和计量经济学方法是本书广泛采用的实证研究方法。兼顾前沿性、系统性、市场性和监管导向性是本书的主要特点。

目 录

第一章 行为金融理论的产生与发展	1
1.1 研究背景	1
1.2 标准金融理论及其缺陷	4
1.3 行为金融理论及其发展	7
1.4 研究成果和论文结构.....	14
第二章 投资者情绪研究导论	17
2.1 投资者情绪定义及研究价值.....	17
2.2 投资者情绪的分类.....	19
2.3 中国投资者情绪的类型.....	22
2.4 投资者情绪研究的现状.....	27
2.5 主要数学模型及计量方法.....	33
第三章 显性投资者情绪及其对市场主要特征的影响	40
3.1 央视看市投资者情绪指数.....	40
3.2 央视看市投资者情绪与市场的关系.....	46
3.3 巨潮投资者情绪.....	52
3.4 其他直接投资者情绪.....	58
3.5 显性投资者情绪指数间的关系.....	59
3.6 显性投资者情绪与市场活跃度的关系.....	62
3.7 投资者情绪与未来市场预期关系.....	67
第四章 显性投资者情绪的市场收益预测能力	70
4.1 国内外研究概况.....	70
4.2 样本描述及研究方法.....	72
4.3 央视看市日个人投资者情绪的收益预测能力.....	74
4.4 央视看市日机构投资者情绪的收益预测能力(一).....	77
4.5 央视看市日机构投资者情绪的收益预测能力(二).....	79
4.6 央视看市周机构投资者情绪的收益预测能力.....	82

4.7	巨潮投资者情绪的收益预测能力	85
4.8	投资者情绪的收益方向预测能力	88
4.9	极端投资者情绪的收益预测能力	94
4.10	本章小结	107
第五章	市场收益对显性投资者情绪的影响	109
5.1	引言	109
5.2	市场收益对投资者情绪的影响	111
5.3	投资者情绪的运行模式	118
5.4	市场收益波动性对投资者情绪的影响	124
5.5	投资者情绪与市场收益的互动关系	130
5.6	本章小结	132
第六章	隐性投资者情绪及其收益预测能力	134
6.1	封闭式基金折价	134
6.2	封闭式基金持股比例	143
6.3	IPON 和 IPORET	148
6.4	创新高新低比例	152
6.5	消费者信心指数(CI)	159
6.6	企业、企业家景气指数	163
6.7	本章小结	168
第七章	投资者情绪与我国封闭式基金折价之谜	169
7.1	封闭式基金折价研究概况	169
7.2	我国封闭式基金折价的基本特征	172
7.3	我国封闭式基金折价的联动性检验	176
7.4	我国封闭式基金折价的协整检验	182
7.5	上市时间对封闭式基金折价的影响	186
7.6	新基金上市的时机选择	188
7.7	我国封闭式基金折价的收益预测能力	192
7.8	我国封闭式基金折价的长期趋势与短期动态分析	197
7.9	本章小结	202

第八章 情绪代理变量对中国证券市场的影响	204
8.1 市场收益的天气效应	204
8.2 市场收益的 SAD 效应.....	217
8.3 市场收益的月运周期效应	228
8.4 本章小结	238
第九章 投资者情绪研究的回顾和展望	240
9.1 存在的问题	240
9.2 有待进一步研究的问题	241
参考文献	243

第一章 行为金融理论的产生与发展

1.1 研究的背景

1.1.1 中国证券市场现状与特点

全球范围内，证券市场尤其是股票市场越来越成为国际和国内的主要融资渠道。股票市场之所以显露出前所未有的生命力和活力，主要是通过资金和信息流动，股票市场为经济生活提供了一种独特的融资、资源配置、调控、反映和导向机制。自1990年12月19日上海证券交易所成立以来，中国证券市场从无到有、从小到大，从地区性市场到全国性市场，取得了十分显著的成就。主要表现在：

市场发展迅速，已初具规模。截止2005年3月底，沪、深两市A股市场上市公司已达1379家，投资开户7242万户，总股本7235亿股，股票市值最高时曾达5万多亿元，占GDP的45%，已达到多数发展中国家的水平，市场的辐射范围不断扩大，对国民经济各行业的发展和分布产生了深刻影响；

机构投资者队伍不断壮大。全国已有证券公司130家，营业部3000多家，基金管理公司40多家，资产规模3000多亿元，净资产值已占股市总流通市值的18.3%，其中封闭式基金54支，开放式基金108支，开放式基金数量和规模已超过封闭式基金成为基金市场主力；

市场结构日益深化。B股市场已向境内投资者开放，中小企业板已投入运行，QFII、QDII已启动；ETFs、LOFs、ETF等大批新金融产品相继推出；社保资金获准入市，保险资金获准直接入市，商业银行获准成立基金公司，两市统一指数已推出，解决股权分置的试点方案已顺利实施等都成为市场走向成熟和国际化重要标志；

证券市场法制建设已见成效。以《公司法》、《证券法》为核心的证券法规体系日益健全。

全国集中统一的证券监管体制已确立，证券监管水平显著提高。强制分红、股东分类表决等制度的实施都为市场规范和发展打下坚实基础。

证券交易技术居国际领先水平，主要交易技术手段达到国际先进

水平。

总之，中国证券市场已完成了西方发达国家证券市场几十年乃至一百多年的历程，走上了一条高速发展的不归路。但也应看到，与国外发达市场相比我国证券市场尚属新兴市场，虽然发展势头良好，但也存在许多问题。突出表现在：

股票价格波动异常，市场非有效。我国证券市场波动频率高、幅度大，市场大起大落，股指始终处于动荡之中，异常波动十分明显。

政策干预明显，系统风险大。作为国民经济的一个重要组成部分和晴雨表，证券市场与宏观经济历来有着深刻的内在联系。在这方面我国证券市场表现得尤为典型，政府对市场的干预从来没有间断过，研究表明我国市场波动的因素中政策因素占 44%，扩容因素占 21%，消息因素占 12%，而市场因素仅为 23%。

对证券市场的部分干预政策是无效或低效的。政府政策干预的目的主要有两个，一是为企业筹集长期低成本资金，二是为社会公众建立新的投资渠道，分流储蓄。干预方式主要有两种，一是通过宏观经济调控调整股价的长期走势，限制其暴涨和暴跌，二是通过立法等手段，创造市场环境，保证“三公”。无论哪种方式，有效实施的前提都是建立一个有效的证券市场，使投资者能形成合理预期。由于成立时间较短、市场结构、投资者结构等诸多不完善因素的存在，市场对政策的反应具有一定速度和程度上的偏差，不能达到政策制定的目的。

从现状看，我国证券市场并不符合标准资本市场理论所适用的市场状况，标准资本市场理论的三个假设均不满足。一是投资者非理性，或者说不是完全理性的。我国股市投资者结构以中小个人投资者为主，“追涨杀跌”、“盲目跟风”等非理性特征非常明显。投资者对某些信息的反应超过了应有的理性水平，市场的“政策市”、“消息市”特征和“庄家操纵”、“从众跟风”、“羊群效应”痕迹往往导致投资者群体的信息传导机制产生反馈放大效应，加剧股市震荡，致使中小投资者损失加重，大量的“噪声交易者”和“内幕信息交易者”牟取暴利；二是市场竞争不完全，供给方的竞争受到严重限制。尽管上市制度已由审批制改为核准制，但行政干预色彩仍很明显，在供给受到限制的情形下，上市公司质量差、虚假包装等现象就不足为奇了；三是市场信息不完全对称。由于种种“内幕”消息、内部交易的存在，市场参与者获取信息的机会是不相同的。此外，投资者对信息的理解还存在差异和信息加工时

滞等问题，因而证券价格不能及时反映新信息。许多研究表明中国股市并没有完全达到半强有效状态，市场效率偏低。

由于以上特征，我国证券市场的问题难以从标准金融学得到完美解释，引入行为金融学和投资者情绪理论对我国证券市场研究和监管实践具有极其重要的理论和现实意义。

1.1.2 我国证券市场研究现状

我国证券市场只有十多年的历史，理论界对证券市场的研究则更短。从标准金融理论的产生到传入我国经历了约 40 年的时间，当西方行为金融理论已经开始迅速发展的时候，我国刚刚开始介绍证券组合理论和资产定价模型，显然中国的理论研究已落后于实践的需要。而且证券市场历史短、规则不完善、相关配套服务不发达也一定程度上影响了理论的印证。目前，我国理论界的研究主要集中在标准金融理论方面，行为金融学研究刚刚起步，还处在引进和消化吸收西方理论方面，少有针对我国证券市场的实证研究，仅有的少量研究也集中在反应过度与反应不足、动量和反转、处置效应等部分市场异常现象的检验，上述研究或多或少地存在以下问题：

研究方向偏窄。现有研究主要集中在宏观分析、技术分析、市场波动分析、行业及企业分析、证券市场的制度建设和法律监管、公司治理结构研究等，对于投资者心理和行为的实证研究较少，主要是：田丹（2001）运用行为金融理论对我国基金投资策略进行了探讨；李晓昌（2001）运用行为金融理论对我国上市公司“圈钱饥渴症”进行了分析；赵学军（2001）、吕岚和李学（2002）运用行为金融理论对我国投资者的“处置效应”进行了分析；杨胜刚（2002）运用噪声交易理论研究发现我国证券市场噪声交易过度问题相当严重。这些研究存在的主要问题：一是偏重市场现象的研究，对现象产生的机理研究不足；二是样本期短，数据容量不足，样本可靠性差；三是模型和方法简单，影响结果的可靠性；四是投资者认知偏差和投资者情绪与市场的相互作用的研究基本上属于空白。毫无疑问，在新兴的中国证券市场，面对 7000 多万投资者，开展投资者心理和行为研究具有积极的现实和长远意义。

研究思路创新意识不强。我国证券市场理论研究有两种倾向：一是不顾中国实际照搬照抄，主张用严密的逻辑公式和数学模型对相关现象进行实证研究，忽视对西方理论的反思和创新，忽视数学模型与中国证

券市场实际的联系，排斥必要的定性，重模型形式的优美轻对现实的解释；二是简单否定西方理论和定量分析，偏重从宏观角度分析，着重对策研究，理论科学性和逻辑性不强。

研究方法和工具较单一。金融学和其他学科的研究尚处于各自为政状态，对证券市场的研究很少借助心理学、社会学、人类学等学科的概念和方法对研究对象进行多角度认识，学科交叉融合不多。此外，国外流行的实验方法、调查问卷和案例分析等在我国理论研究中较少采用。行为金融学的兴起表明现代经济学正日益向经济现实回归，实验方法和心理方法等引入的目的都在于构建经济学更为合理的行为基础，提高经济学的解释力和科学性。

正是基于上述现状，本书力图在行为金融学框架下，采用定量分析和定性分析相结合的方法系统地研究我国证券市场投资者情绪特征，及其对市场总体特征、纵向收益、截面收益、封闭式基金折价、市场波动等的作用机理。开展我国证券市场投资者情绪研究不仅有助于理解金融市场上投资者的行为，而且有利于理解金融市场投资者决定收益、波动性和交易量的互动过程，进一步丰富我国证券市场理论和实证研究。

1.2 标准金融理论及其缺陷

1.2.1 标准金融理论

说到行为金融理论就不得不先谈谈标准金融理论。行为金融学是对传统金融理论，尤其是对其核心部分有效市场假说（EMH）的理论基础和经验证明进行挑战和质疑的背景下逐渐发展起来，形成自身的理论体系。

标准金融学是以理性人假设和有效市场假说为基础发展起来的关于投资者在最优投资组合决策和资本市场均衡状态下各种证券价格如何决定的理论体系。20 世纪中叶以来，标准金融学在金融投资领域确立了其主导地位。

1.2.2 理性人假设

标准金融学对投资者心理所持的基本观点可以用“理性人假设”来概括。“理性人假设”是西方经济学的基础假设之一，也被称作经济人假设或最大化准则。经济人的理性体现在是否出于利己的动机，力图以

最小的经济代价去获取最大的经济得益。具体到标准金融理论，“理性”一词又有其特定涵义。标准金融学中投资者的心理具有理性预期、风险回避和效用最大化三个特点，即投资人是理性的。预期效用理论是人们在不确定性条件下决策时，理性预期、风险回避和效用最大化的理性行为的模型化描述。

1.2.3 有效市场理论 (EMH)

有效市场假说是基于理性人假设的，理性人总是能够极大化其预期效用，并能掌握和处理所有可用信息，收益正态分布和股票市场价格的随机游走是 EMH 的合理推论。EMH 体现了经济学家们一直梦寐以求的竞争均衡，实际上是亚当·斯密“看不见的手”在金融领域的延伸。该假说自提出以来已成为当代金融理论研究的基础，与据此发展起来的现代资产组合理论、资本资产定价模型 (CAPM)、套利定价模型 (APT) 一道构成了现代标准金融理论核心内容。

有效市场理论 (EMH) 依赖于逐步放松的三个假设：资本市场上所有的投资者都是理性人，他们能够对证券进行理性评价，市场是有效的；当部分投资者为非理性投资者时，其交易是随机的，彼此相互抵消，因而不会形成系统的价格偏差；即使非理性的投资者的交易系统性的偏离理性标准，竞争市场中理性套利者的存在也会消除其对价格的影响，从而保持资本市场的有效性。

综上，标准金融学的基本观点是：投资者是理性的，他们可以对基于所获信息做出最优投资决策；投资者是同质的，无差别的，是一样理性的，对未来的经济预期均是客观的、公正的；投资者是风险厌恶的，在投资过程中针对既定的收益总会选择风险最小的投资组合；投资者对不同风险资产的风险态度是一致的；市场是有效的，市场上各种资产的价格充分反映了所有信息，此时资产的价格称为理性价格。

1.2.4 标准金融学的缺陷

如果市场有效，那么任何可用于预测股票表现的信息都已经反映到股价中，股价只会对新信息做出反应，而新信息必然是不可预测的，这就是股价“随机游走”的本质。标准金融理论所描述的有效市场体现了给定假设条件下逻辑推导的产物，存在许多理论和实证问题：首先，假设条件与现实状况往往有较大的出入，导致理论与现实的偏离；其次，

它不能积极引导人们的行为，它要求人们什么也别做，只能采取“被动投资策略”；最后，也是最致命的，现实市场中存在许多与有效市场理论相悖的异常现象。标准金融理论的缺陷主要表现在：

假设缺陷。有效市场理论实际上是一个在完全理性基础上的完全竞争市场模型。但现实中投资者是非同质的，一般分为具有资金和信息优势的机构投资者和个人投资者。机构投资者一方面破坏完全竞争状态 and 有效市场理论的假设，另一方面又有助于提高市场定价效率和运行效率，这对矛盾决定了市场效率的有限性。此外，完全竞争市场模型必须以人的完全理性为基础，完全理性又以确定性为条件，然而，在金融投资中，投资者面临的是一种不确定性情况。不确定性是金融活动中经济主体行为异化，即有限理性的主要原因。

检验缺陷。市场有效是不可检验的。市场有效性的检验必须借助有关预期收益模型，如 CAPM 或 APT。因此，市场有效性必须和相关预期收益模型同时得到证明。然而现有金融手段还无法验证是资产定价理论错误还是市场无效。

套利有限性。标准金融学的理性套利模型是有效价格实现的保证。但该模型的前提是：理性套利者在市场上一定是占上风的，一定能使价格很快回到基础价值上。但在众多的投资者处于信息、知识不完全和有限理性时，该假设显然不能成立。

市场异常现象。20 世纪 80 年代以来，大量实证和观察结果表明股市存在许多有效市场理论和现有定价模型无法解释的异常现象。较典型异常现象有股票溢价之谜、股利之谜、弗里德曼—萨维奇困惑、股票价格长期偏离基础价值、价格对非基础信息的反应、输者赢者效应、小公司效应、账面市值比效应及日历效应（一月效应和周一效应）等。

进入 80 年代，大量的全球各主要市场普遍存在的金融市场异常现象给有效市场假说提出了挑战。亚洲金融危机、长期资本管理基金 (LTCM) 破产、老虎基金倒闭等更加深了人们对有效市场及理性人假设的怀疑。为此，经济学家们做出了许多解释，但理性解释都不能令人满意，一些学者开始从新的角度来观察和研究金融市场。近年来，大量实证研究和观察结果表明，人们并不总以理性的态度做出决策，现实中存在诸多认知偏差，这些偏差不可避免地影响到人们金融投资行为，进而影响资产定价。学术研究和金融实务中，越来越多的人认识到，人的行为、心理感受等主观因素在金融投资决策中起着不可忽视的作用，在

此背景下，从实证角度研究人们如何理解和利用信息，做出投资决策，以及在此过程中，人的行为偏差对决策影响的行为金融学作为一个独立的学科迅速发展起来。

1.3 行为金融理论及其发展

1.3.1 行为金融学的产生和发展

20 世纪 80 年代以来，由于以有效市场假说和理性人假设为前提的标准金融理论无法解释金融市场的大量异常现象，行为金融学迅速发展起来。行为金融学是行为经济学的一个分支，研究人们投资决策过程中认知、情感、态度等心理特征，及由此引发的市场非有效，它以更逼近真实行为的理论分析展示出良好的发展前景。行为金融学修正了理性人假设，认为认知过程的偏差和情绪、情感和偏好等心理方面的原因使投资者无法以理性方式做出无偏估计。就微观而言，分析投资者心理不仅可使自身有效地避免决策失误，还可以通过利用他人的心理偏差制定相应的投资策略而获利；就宏观而言，投资者心理涉及到证券市场是否有效，资产价格是否反映内在价值等问题。

2002 年瑞典皇家科学院将诺贝尔经济学奖授予行为经济学家丹尼尔·卡纳曼（Daniel Kahneman）和实验经济学家弗农·史密斯（Vernon L. Smith），更将行为金融学研究推向高潮。

1.3.2 行为金融学定义及主要观点

作为新兴研究领域，行为金融学尚无公认的严格定义，概括地讲，行为金融学就是以心理学实验结果分析投资者的心理特征，并以此来研究投资者的决策行为及其对资产定价影响的学科。

行为金融学把金融投资过程视为一个心理过程，试图研究金融市场上人们行为认知偏差的心理学原理，从心理学、社会学、人类学角度认识异常现象。与标准金融学的基本观点相反，行为金融学认为投资者不是理性人而是普通的正常人，认知偏差的存在使投资者不能客观、公正、无偏地反映和处理信息；投资者是非同质的；投资者不是风险厌恶的，而是损失厌恶的；投资者的风险态度并非一致的，可以同时兼有保守和冒险两种心理特征；市场并不是有效的，资产价格也非理性的，资产价格不仅仅由资产内在价值决定，投资者的心理、情感等因素也是决

定资产价格的重要因素。

表 1—1 标准金融学与行为金融学的区别

	标准金融学	行为金融学
理论基础	理性人假设	投资者实际决策模式（应变性、偏好多样化、追求满意方案等）
分析方法	推理和数学模型	综合经济学、数学、实验经济学、心理学等多种方法
涉及学科与领域	经济学、金融学、数学	经济学、金融学、数学、心理学、社会学、人类学、系统动力学、生物学
研究视角	将复杂的经济现象抽象为简单的数学基础	探究决策过程中投资者的实际行为和心理依据，并基于此对经济现象加以解释

投资者心理和证券市场效率方面，标准金融学认为投资者是理性的，投资者的理性保证了市场的有效和理性。行为金融学则认为，投资者是非理性的，情绪和认知偏差的存在使其无法做到理性预期和效用最大化，其非理性行为将导致市场非有效和资产价格偏离基本价值。两者的差异具体表现在：信息处理上，标准金融学假定投资者能正确、恰当地使用统计工具，而不依赖于经验法则，行为金融学则认为投资者依赖启发式处理数据（各种经验法则）。由于经验法则的不完善性，致使形成的预期是有偏差的；决策问题的形式对最终决策影响上，标准金融学认为投资者是“框定独立”的，不因形式不同而干扰决策，能够认识事物本质，做出正确决策，行为金融学则认为，投资者对风险/收益的理解受决策问题构成的影响，决策依赖于问题形式，是“框定依赖”的；市场效率上，标准金融学认为市场是有效的，即使市场中存在少数非理性投资者，市场中各证券的价格与其内在价值仍是一致的，行为金融学认为启发式偏差和框定依赖会导致证券价格偏离内在价值，市场是非有效的。

1.3.3 行为金融学的研究思路

人的心理活动，分为认知过程和非认知过程。前者波及感觉、知觉、注意、学习、记忆、思维等；后者涉及情绪、人格、气质、意志等。行为金融学是实验和心理研究的经济学，认知心理学是行为金融学的理论基础。