

2013年度天津市哲学社会科学研究规划项目“股票收益的惯性与反转现象研究”（项目编号：TJYY13-029）

# 股票收益的惯性与 反转现象研究

——基于机构投资者建仓行为的解释

A Study on Momentum and  
Reversal of Stock Return:  
An Explanation Based on  
Position-Building of Institutional Investors

胡阳 熊兆实 著



2013 年度天津市哲学社会科学研究规划项目“股票收益的惯性与反转现象研究”(项目编码:TJYY13-029)

# 股票收益的惯性 与反转现象研究

——基于机构投资者建仓行为的解释

A Study on Momentum and Reversal of Stock Return:

An Explanation Based on Position-Building of Institutional Investors

胡 阳 熊兆实 著

 天津大学出版社  
TIANJIN UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

股票收益的惯性与反转现象研究:基于机构投资者建仓行为的解释/胡阳,熊兆实著. —天津:天津大学出版社,2014.5

ISBN 978-7-5618-5055-8

I. ①股… II. ①胡… ②熊… III. ①机构投资者—股票投资—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 109757 号

出版发行 天津大学出版社  
出 版 人 杨欢  
地 址 天津市卫津路 92 号天津大学内(邮编:300072)  
电 话 发行部:022-27403647  
网 址 publish.tju.edu.cn  
印 刷 天津大学出版社有限责任公司  
经 销 全国各地新华书店  
开 本 148mm×210mm  
印 张 6.625  
字 数 191 千  
版 次 2014 年 6 月第 1 版  
印 次 2014 年 6 月第 1 次  
定 价 29.00 元

---

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,烦请向我社发行部门联系调换

版权所有 侵权必究

# 前 言

本书是天津市 2013 年度哲学社会科学研究规划项目“股票收益的惯性与反转现象研究”(项目编码: TJJYY13-029)的研究成果。

本书的主体部分来源于我(即第一作者胡阳)在 2007 年 12 月毕业答辩的博士论文,在 2014 年出版之前,由第二作者熊兆实将数据更新到 2012 年,并增补了部分新的文献,修改了部分文字。

本书最初的思路来自于对博士论文选题的思索。我在 2003 年考入南开大学商学院成为会计专业博士之后,一直努力寻找合适的博士论文题目。当时我在天津商业大学讲授“投资学”课程,发现股票成交量研究具有很大的研究价值:一方面,价格与成交量是经济学中最基本的变量关系,但证券投资领域中却没有广为投资者接受的研究结论;另一方面,成交量数据很容易获得,是投资者、证券分析师进行技术分析的基本数据。

随着我与博士生导师刘志远老师的逐步讨论,我越来越发现成交量的变化规律与机构投资者的建仓行为有着密切的关系。我去南开大学图书馆工具书阅览室专门查了“建

仓”的定义，并专门写信给在美国生活的朋友，问到“建仓”一词的英文表述 Position-building，然后再查阅相应的英文文献。我进一步发现，无论中文文献还是英文文献，都很少有学术论文探讨机构投资者的建仓行为，这使我对这个问题产生了浓厚的兴趣，最终选择它作为我博士论文的题目。

随着 2005 年股权分置改革的顺利进行，在我国证券市场重新焕发活力的同时，机构投资者的持股比例不断提高，据统计，至 2010 年年末，机构持股占我国股市流通市值五成以上，而且还呈快速增长势头。但是随着基金内幕交易的不断披露，政府和广大投资者都希望能够规范机构投资者的运作，避免“基金黑幕”的重演。因此，研究机构投资者的交易行为有着十分重要的现实意义。

本书的研究有利于我国证券监管部门进行投资者教育，使投资者对股票技术分析有清醒的认识；有利于证券监管部门对机构投资者的监管，防止发生非法的“坐庄”行为，避免“基金黑幕”的重演；对规范机构投资者的投资行为有一定的借鉴意义，可以进一步规范机构投资者的经营运作与公司治理。

本书的研究用机构投资者理性的建仓行为解释惯性与反转现象，探讨了建仓的原因、动机，并且指出建仓行为对股票价格、成交量的影响，建仓行为使得有关股票套利的私有信息逐步扩散，建仓过程（即私有信息的扩散过程）使得股票价格发生“惯性现象”与“反转现象”。根据我的了解，我的这篇博士论文是我国第一篇专门探讨机构投资者建仓行为的博士论文，因此本书也就是该领域的第一本专著。

本书作者感谢白默、齐萱、王晓艳、佟芳芳、段维彤、胡

星、李维蒲、杨希和刘丹对本书所作的贡献。

2014年,本书获得了天津商业大学重点学科的专项资助,因此本书得以在天津大学出版社出版。

胡阳

2014年1月于天津商业大学

## 中文摘要

大量实证研究发现的股票收益“惯性现象”与“反转现象”，已经成为财务、金融领域的最重要“异常现象”之一。为了解释这些现象，行为金融学学者提出了一些有影响的理论模型，这些模型的共同点是假设投资者存在心理偏差，即投资者不是完全理性的。本书的研究用机构投资者理性的狭义的建仓行为解释“惯性与反转现象”，探讨了建仓的原因、动机，并且指出建仓行为对股票价格、成交量的影响，建仓行为使得有关股票套利的私有信息逐步扩散，建仓过程（即私有信息的扩散过程）使得股票价格发生“惯性现象”与“反转现象”。

本书共分七章，各章的主要内容和结论如下。

第一章提出了研究问题——如何解释“惯性与反转现象”，并阐述了本书逻辑思路和研究意义、创新点，并界定了“建仓”“私有信息”等重要概念。

第二章对相关文献进行了梳理和评价：在1970年以前，股票技术分析常用的惯性、反转策略日益受到随机游走学派的批判，这一批判到1970年Fama提出有效市场理论时达到顶峰；但在1970年以后，越来越多的实证研究支持惯性与反

转效应的存在；然后本章对传统金融学和行为金融学对惯性、反转现象的解释进行了评述；最后本章总结了目前与广义建仓和狭义建仓相关的研究。

第三章依次探讨了如下问题。①(狭义)建仓行为的理论学术框架,包括建仓的前提是机构投资者需要建立巨大头寸,建仓主观原因在于股票套利风险巨大,建仓客观原因在于股市特殊结构带来的流动性(成交量)风险。②考察了成交量变化、机构投资者建仓、惯性与反转现象之间的关系:机构投资者存在建仓行为的重要动机之一就是克服股票成交量变化带来的流动性问题,而建仓行为本身又导致了股票价格和成交量的“惯性与反转现象”。③从证券设计的角度看,“惯性现象”与“反转现象”有其理论上的合理性,因为股票上市的一个重要目的是“便于确定公司的价值,以利于促进公司实现财富最大化目标”。如果股票价格确实是一个上市公司经营管理水平的“晴雨表”,由于利润等指标是时期指标,那么股票价格出现惯性与反转是正常合理的。④本书探讨了建仓过程与“惯性现象”及“反转现象”的关系。各种信息中,内幕信息的成本低、风险最小,而 Barclay 和 Warner (1993)等实证研究发现拥有内幕信息的投资者进行“隐秘”交易,而大量机构投资者依据基本分析进行的股票买卖过程必然有一个狭义建仓过程。建仓行为使得有关股票套利的私有信息逐步扩散,建仓过程(即私有信息的扩散过程)使得股票价格发生惯性与反转。



第四章在文献回顾的基础上,阐述机构投资者基于利好(利空)的建仓交易策略;然后阐述建仓交易策略如何使股票价格和成交量分别产生惯性与反转趋势,从而揭示建仓、成交量、惯性与反转三者之间的关系。

第五章在文献回顾的基础上,通过实证研究验证了以下两点。①成交量极小值往往伴随惯性下降转为惯性上升,即“地量地价”现象。②成交量极大值往往伴随惯性上升转为下降,即“天量天价”现象。成交量与惯性、反转有着密切的联系,这一联系很大程度上是由机构投资者建仓行为造成的。而中国大陆目前缺乏卖空机制的制度背景使得“天量天价”现象更加显著。

第六章通过实证研究考察并验证了以下两点。①股票价格经历长期下跌,在成交量的极小值出现之后伴随“价升量升”现象。在上市公司和基金公司的季度报告中会发现,基金公司等机构投资者增加了持仓量。②在成交量的极大值出现之后伴随“价跌量减”惯性现象,在上市公司和基金公司的季度报告中会发现,基金等机构投资者降低了持仓量。中国大陆目前缺乏卖空机制的制度背景使得机构投资者倾向于利用其他投资者的乐观情绪卖出手中的巨大头寸。

第七章总结了本书的主要结论,提出了相关政策建议,并指出了本书研究中存在的不足之处和进一步研究的方向。

**关键词:** 惯性 反转 成交量 建仓 机构投资者

## ABSTRACT

The stock returns' "momentum phenomenon" and "reversal phenomenon" found in numerous empirical studies have become one of the most important "anomalies" in financial field. To explain these phenomena, the scholars of the behavioral finance school have proposed several influential theoretical models. The common point of these models is that these models assume that the investors have psychological bias, which means that they are not fully rational. This book explains the momentum and reversal anomalies using the rational position-building behavior of institutional investors, explores the reasons and motivations of position-building, and points out the impact of position-building behavior on the stock price and trading volume. The behavior of position-building makes the private information about stock arbitrage diffuse gradually whereas the process of position-building (i. e. , private information diffusion process) makes the stock price result in the "momentum phenomenon" and "reversal phenomenon".

This book consists of 7 chapters. The main points and conclusions of each chapter are as follows:

In chapter 1, the research question on how to explain

the momentum and reversal anomalies is put forward. The dissertation logic thinking, research significance and innovation points are explicated and several important concepts such as position-building and private information are defined.

Chapter 2 is literature review. Before 1970, momentum and reversal strategies got more and more criticism by the random walk school and this criticism reached the peak in 1970 when Fama developed the Efficient Market Hypothesis. However, after 1970, more and more empirical research supported the existence of momentum and reversal effects. Then, critical comments are made on the explanation of momentum and reversal by both traditional finance and behavioral finance. At last, the current and related studies on position-building in both broad and narrow senses are summarized.

In chapter 3, the following issues are explored: (1) theoretical framework of position-building (in a narrow sense) including the precondition of position-building that institutional investors need to take a large enough position, the subjective motive is to reduce the high risk of stock arbitrage, and the objective motive is to reduce the liquidity (volume) risk due to the special trading system of stock market. (2) The relationships between volume change, position-building of institutional investors, and momentum and reversal are analyzed. One of the important motivations of position-building is to deal with the liquidity issue of chan-

ging trading volume. On the other hand, position-building can result in momentum and reversal of stock price and trading volume. (3) Momentum and reversal anomalies are reasonable in the view of security design. (4) How the position-building process results in momentum and reversal is illustrated.

In chapter 4, the trading strategies of institutional investors' position-building are illustrated on the basis of literature review. Then, it is examined how the trading strategies make the stock price and trading volume result in the trend of momentum and reversal respectively. Finally, the relationships between position-building, trading volume, momentum and reversal are demonstrated.

Chapter 5 presents an empirical study conducted to verify the following hypotheses on the basis of literature review: (1) the lowest volume tends to be accompanied by the lowest price, which is the price reversal leading to upward momentum; and (2) the highest volume tends to be accompanied by the highest price, which is the price reversal leading to downward momentum.

Chapter 6 presents an empirical study conducted to verify the following hypotheses: (1) if the lowest volume is accompanied by the upward price volume momentum, the institutional investors tend to increase their shareholding; and (2) if the highest volume is accompanied by the highest price volume momentum, the institutional investors tend to decrease their shareholding. The second hypothesis is more

significant than the first one due to the lack of short sale in the mainland China.

In chapter 7, the main conclusions of this book are summarized, and several related policies and suggestions for stock market construction are put forward. In addition, the limitations and further research of this book are pointed out.

**Key Words:** Momentum Reversal Volume Position-Building Institutional Investor

# 目 录

第一章 导论 .....	(1)
第一节 研究问题的提出 .....	(1)
一、“惯性现象”与“反转现象”的发现 .....	(2)
二、惯性与反转现象引发的学术争论 .....	(4)
三、惯性与反转能否从投资者理性行为的角度解释? .....	(5)
四、建仓过程能否解释惯性与反转? .....	(7)
第二节 主要概念的界定 .....	(9)
一、惯性策略与反转策略 .....	(9)
二、建仓和建仓过程 .....	(11)
三、套利和套利者 .....	(21)
四、信息和私有信息 .....	(24)
五、知情投资者、机构投资者和套利者 .....	(29)
六、理性和理性预期 .....	(30)
第三节 选题的目的和意义 .....	(33)
一、从理性行为(建仓)的角度解释惯性与反转现象 ... .....	(33)
二、考察狭义建仓(头寸构筑)行为的动机、方式和影响 .....	(36)

三、考察惯性与反转、成交量变化、机构投资者建仓三者之间的关系 .....	(37)
第四节 研究思路、方法和创新点 .....	(38)
一、研究逻辑和思路 .....	(38)
二、本书技术路线图 .....	(40)
三、本书创新点 .....	(42)
第二章 文献综述 .....	(44)
第一节 1970 年以前对惯性与反转现象的争论 .....	(45)
一、股票技术分析对惯性与反转的认识 .....	(45)
二、随机游走学派对技术分析的批判 .....	(46)
三、有效市场假说的提出：不可能存在惯性与反转 .....	(49)
第二节 1970 年以后对惯性与反转现象的重新认识 .....	(52)
一、惯性现象的实证研究 .....	(53)
二、反转现象的实证研究 .....	(61)
第三节 对惯性与反转现象的解释与争论 .....	(63)
一、传统金融学的解释 .....	(63)
二、行为金融学的解释 .....	(67)
三、对行为金融学解释的评价 .....	(72)
第四节 有关建仓的文献综述 .....	(76)
一、广义建仓的文献回顾 .....	(76)
二、对机构投资者惯性与反转交易的研究 .....	(77)

第五节 有关狭义建仓的文献 .....	(79)
一、机构投资者的“隐秘交易” .....	(79)
二、行为金融学对狭义建仓的研究 .....	(82)
第三章 建仓导致惯性、反转现象的原因分析 .....	(84)
第一节 机构投资者建仓过程产生的原因 .....	(85)
一、机构投资者套利机会的来源——基本面分析及其成本 .....	(85)
二、建仓的前提——机构投资者的经营杠杆与“头寸构筑” .....	(88)
三、建仓的主观原因——股票套利风险 .....	(90)
四、建仓的客观原因——股票市场结构的特性 .....	(91)
第二节 建仓过程与股票流动性(成交量)之间的关系 .....	(92)
一、股票市场结构特性产生的流动性风险 .....	(93)
二、建仓过程与股票成交量的相互影响关系 .....	(96)
第三节 从证券设计的角度看股票收益的惯性和反转 .....	(100)
第四节 建仓导致股票价格的惯性和反转 .....	(103)
第四章 惯性、反转现象与机构投资者建仓交易策略 .....	(107)
第一节 有关知情投资者“交易策略”的文献综述 .....	(108)
第二节 不同建仓交易策略导致的惯性与反转现象 .....	(111)



(4) 股票收益的惯性与反转现象研究  
——基于机构投资者建仓行为的解释

一、利好私有信息建仓交易策略 .....	(111)
二、利空私有信息建仓交易策略 .....	(113)
第三节 成交量、建仓、惯性与反转三者之间的联系 .....	
.....	(114)
一、多头建仓过程对成交量的影响 .....	(114)
二、空头建仓过程对成交量的影响 .....	(115)
第五章 惯性、反转现象与成交量的实证研究 .....	(118)
第一节 证券成交量实证研究的文献回顾 .....	(118)
一、国外成交量实证研究的发展 .....	(118)
二、关于惯性、反转现象与成交量之间关系的文献 .....	
.....	(121)
三、对极高(低)成交量的实证研究 .....	(124)
第二节 研究假设与变量设计 .....	(127)
一、研究假设 .....	(127)
二、研究样本与变量选取 .....	(129)
三、研究设计 .....	(131)
第三节 成交量极小值——惯性下降转为惯性上升 .....	
.....	(133)
一、上证指数的实证结果 .....	(133)
二、个股样本的实证结果 .....	(135)
第四节 成交量极大值——惯性上升转为惯性下降 .....	
.....	(136)
一、上证指数的实证结果 .....	(136)