

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

证券投资 心理与行为

HA3 98620072.00

◎张玉智 著



ZHENGQUAN TOUZI
XINLI YU XINGWEI



经济日报出版社

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

证券投资 心理与行为

◎张玉智 著

ZHENGQUAN TOUZI
XINLI YU XINGWEI

 经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资心理与行为/张玉智著.
—北京: 经济日报出版社, 2009. 3
ISBN 978-7-80180-967-4

I. 证…
II. 张…
III. 证券投资-市场心理学
IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 013940 号

书 名: 证券投资心理与行为
作 者: 张玉智
责任编辑: 王 含 刘 颖
责任校对: 刘妙怡
出版发行: 经济日报出版社
地 址: 北京市宣武区右安门内大街 65 号 (邮编: 100054)
电 话: 010-63568136 (编辑部) 010-63567687 (邮购部)
网 址: www.edpbook.com.cn
E-mail: cjbjb@sina.com
经 销: 全国新华书店
印 刷: 北京耀华印刷有限公司
开 本: 787×1092 1/16
印 张: 18.75
字 数: 290 千字
版 次: 2009 年 3 月第一版
印 次: 2009 年 3 月第一次印刷
书 号: ISBN 978-7-80180-967-4
定 价: 35.00 元

特别提示: 版权所有·盗印必究·印装有误·负责调换

前 言

1990 年来,我国证券市场发生了翻天覆地的变化。到 2009 年初沪深股市开户人数达到 1.25 亿,上市证券达 1800 多只,证券公司达 108 家,总市值 16.2 万亿元,流通市值 4.8 万亿元。此外,包括远期、期货、互换、认股权证、可转换债券在内的金融衍生品市场在我国也有了长足的发展,股指期货、融资融券业务也已经进入试点和实质操作阶段。这无疑是我国多层次资本市场体系建设进程中具有里程碑意义的大事。

然而,在一场没有硝烟的金融风暴席卷全球之际,人们不得不慎思作为金融风暴诱因的证券市场监管体系了。应该说,像美国这样金融业高度发达、资本市场法律非常完善、衍生品市场监管体系十分健全的经济体,其投资主体已经经历了多年乃至长期的投资洗礼,仍然摆脱不了金融危机导致的投资失误的宿命,那么对于我国这样资本市场发展初级阶段的发展中国家来说,调适投资心理以及疏导投资行为就更为关键。

正是从这个基点出发,我选择了“证券投资心理与行为”这一研究内容,作为在北京大学光华管理学院做访问学者期间的主要研究成果。

实际上,在我从教的 8 年时间里,几乎每年都要给本科生、研究生讲授“投资心理学”、“投资学”、“证券投资实务”、“证券投资分析”、“期货投资学”、“期货与期权”、“金融衍生工具”、“金融衍生证券理论与实务”、“金融工程”等课程,多次组织研究生、本科生进行大规模的“投资心理调查”活动,我也早就想针对证券投资心理与行为问题进行更深入研究。这不仅源于我有 10 年的证券与期货投资、管理的经历;不仅是源于 8 年来积累了大量与此相关问题的研究成果;不仅是源于在讲授上述课程时留下了多本讲义,更重要的,是源于我的导师北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐教授的指导和鼓励。正是在先生的亲切指导和关心下,我参与了导师的研究项目。因此,这一研究成果,也将成为曹凤岐教授主持的教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“金融市场全球化下的中国金融监管体系研究”

(项目号: 07JZD0010) 的阶段性研究成果。

本书在研究证券投资心理与行为的基础理论的同时, 通过对证券投资主体投资心理与行为偏好的具体分析, 对证券投资个体与群体投资心理与行为的进行了深层探讨, 并深入研究了证券投资主体的从众心理与追风行为、博弈心理与投机行为, 重点透视了证券投资主体的心理预期与行为偏差, 并针对证券投资主体的心理异象与行为障碍提出了心理调适与行为疏导的基本思路 and 具体架构。

虽然我在此前出版了《农产品期货投资策略》、《金融衍生证券理论与实务》、《金融工程》、《金融衍生证券研究》等几部著作, 主编了《国际金融》、《货币银行学》、《货币金融学》、《商业银行管理》、《管理思想史》、《宏微观经济学教程》、《证券投资学》等几部教材, 但是, 仍不能也不可能保证本著作十全十美, 书中纰漏之处仍将也必然在所难免, 因此, 我诚恳地请求各位学术先贤提出宝贵的批评意见。

还必须说明的是, 本书在写作过程中, 参考了大量前辈的文献, 我尽可能地标明了文献的出处, 但仍会挂一漏万, 在此向那些我引用过却未能或者无法明确标明文献出处的作者深表歉意、谢意和敬意。

张玉智

2009 年 3 月于燕东园

目 录

Contents

第一章 绪论…1

- 1.1 证券投资心理与行为的研究背景与意义…2
- 1.2 证券投资心理与行为的研究现状…14
- 1.3 证券投资心理与行为的研究内容与方法…21

第二章 证券投资心理与行为理论研究…29

- 2.1 心理学理论基础…30
- 2.2 投资学理论…37
- 2.3 情报学理论…44
- 2.4 信息博弈论…51

第三章 个体投资心理与行为研究…59

- 3.1 个体投资的心理动力…60
- 3.2 个体投资的心理过程…69
- 3.3 个体投资的心理状态…75
- 3.4 个体投资的心理特征…81

第四章 群体投资心理与行为研究…89

- 4.1 证券投资群体的内涵特征…90

4.2 证券投资群体的发展特征...96

4.3 群体投资的行为特征...106

第五章 证券投资心理倾向与行为偏好研究...117

5.1 证券投资的心理倾向...118

5.2 投资主体的股票投资行为偏好...125

5.3 投资主体的基金投资行为偏好...132

5.4 投资主体的金融衍生品投资行为偏好...141

第六章 证券投资从众心理与追风行为研究...149

6.1 从众心理与追风行为述评...150

6.2 证券投资的从众心理...157

6.3 证券投资的追风行为...167

第七章 证券投资博弈心理与投机行为研究...181

7.1 证券投资博弈的起源...182

7.2 证券投资的虚假信息传递博弈...190

7.3 证券投资监管与信息操纵的博弈...199

7.4 证券投资主体的过度投机行为...206

第八章 证券投资心理预期与行为偏差研究...217

8.1 心理预期与行为偏差评述...218

8.2 证券投资的心理预期...227

8.3 证券投资的行为偏差...233

第九章 证券投资心理调适与行为疏导研究...241

9.1 证券投资的心理异象...242

9.2 证券投资的行为障碍…249

9.3 证券投资心理调适…256

9.4 证券投资行为疏导…269

主要参考文献…281

后 记…289

第一章 绪 论

个人的行动既受着他的特殊机会和资金的影响，也受着他的个性和联想的影响：但是各人考虑着他自己的资金，将把资本投向市场中的各个方面，直到在他看来没有充分理由认为在该特定方面进一步投资所带来的利益会补偿他的支出为止。^①

——【英】马歇尔 (Alfred Marshall)

^① Alfred Marshall: "PRINCIPLES OF ECONOMICS", The Macmillan Company, Lonon, 1938, Page46.

2002 年经济学领域的一件大事,莫过于当届诺贝尔经济学奖授予了美国投资心理学家 Daniel Kahneman 和经济学家 Vernon Smith。Kahneman 将来自心理研究领域的综合洞察力应用在了经济学当中,他发现了人类投资决策中的不确定性,即发现人类的投资决策常常与根据经典经济学理论做出的预测大相径庭。而 Smith 则建立了经济学实验室,并将其作为一种工具应用于经济分析中。诺贝尔经济学奖授予投资心理学家的重大意义在于,经济学领域的研究越来越重视对人类经济心理与行为的研究。经济学不是蚂蚁的经济学,也不是蜜蜂的经济学。长期以来,经济学研究忽视了作为经济活动主体的人的心理和行为规律,这是一个重要的转变。

本章从投资心理与行为的研究背景与意义入手,通过对投资心理与行为研究作用和地位的论证与定位,在详细介绍投资心理行为的研究对象、内容、方法的基础上,分析证券投资主体心理与行为的研究特征,为广大证券投资者学习和领会投资心理与行为奠定基础。

1.1 证券投资心理与行为的研究背景与意义

在现代经济社会,投资的领域较大,种类很多,但就主体参与的广泛性及各种投资领域诸如股票市场、债券市场、期货市场、黄金市场、外汇市场、房地产市场等在国内的规模来看,股票市场首屈一指,研究股票投资心理与行为具有典型意义,因此,专家和学者主要都在讨论股票投资心理与行为问题。

1.1.1 证券投资心理与行为的研究背景

研究证券投资心理与行为,目的是研究证券投资主体的心理现象及其规律。研究的结果是找出影响投资心理的本质规律,利用这些规律规范投资行为,防范和化解投资风险,从而促进证券市场乃至资本市场的健康发展。

1. 宏观调控影响投资者情绪

2007年,党中央、国务院采取了一系列措施加强和改善宏观调控,我国经济社会发展保持增长较快、结构优化、效益提高、民生改善的良好态势,但投资增长过快、信贷投放过多、外贸顺差过大等问题仍然存在。2007年11月27日,中共中央政治局召开会议,在研究部署2008年宏观调控首要任务时,提出了“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀”的一个引人注目的表述,并特别强调“要坚持好字优先”。

明显的通货膨胀主要标志之一就是物价全面上涨。2007年以来,国际市场价格油价高涨、粮食减产,国内部分生产资料和消费品价格上升,特别是猪肉、食用油和柴油、液化气等价格上涨较多。统计数据显示,2007年3月份居民消费价格指数(CPI)首次突破3%警戒线达到3.3%,此后一直维持在3%以上,是年10月份达到6.5%的高点,与8月创出的10年最高点持平。^①

价格走高使得通胀压力增大,给老百姓特别是低收入群体生活带来了影响。党中央、国务院2008年以来高度关注价格走势,及时采取措施保证供应、稳定价格。

值得注意的是,2008年11月26日,为贯彻落实积极的财政政策和适度宽松的货币政策,保证银行体系流动性充分供应,促进货币信贷稳定增长,发挥货币政策在支持经济增长中的积极作用,中国人民银行决定下调人民币存贷款基准利率和金融机构存款准备金率:从2008年11月27日起,下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点,其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时,下调中央银行再贷款、再贴现等利率。从2008年12月5日起,下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点。同时,继续对汶川地震灾区 and 农村金融机构执行优惠的存款准备金率。^②

国家对经济宏观调控的根本变化在发挥积极作用的同时,其时滞效应也

^① 参见新华网 <http://news.xinhuanet.com/2007年11月27日>。

^② 参见人民网 <http://finance.people.com.cn/2008年11月26日>。

不可避免地反映出来：从2007年10月份开始，沪深股市开始了长达一年的下跌行情，上证综指从6142点下跌到1664点，总市值蒸发20余万亿元，广大投资者损失惨重，按2008年末1亿户有效账户计算，户均损失20万元。

在此背景下，广大投资者投资情绪受阻，2008年10月份以后，虽经政府多次出台利好，但投资者入市情绪依然淡漠。因此，对投资者的心理与行为进行深入研究就显得尤为必要。

2. 金融风暴打击投资者信心

2008年，一场震惊世界的金融风暴席卷而来，全球正面临自20世纪30年代“大萧条”以来最严重的金融危机。由于经济全球化程度的不断加深和全球金融体系的长期失衡，这场源自美国的金融风暴，波及范围之广、冲击力度之强、连锁效应之快都是前所未有的，它给世界各国经济发展和人民生活带来严重影响，引起了世界各国政府和人民的忧虑。可以预见，危机的演变以及各国的应对将对全球金融、经济乃至政治格局产生深远影响。

这场金融危机的成因，涉及美国的消费模式、金融监管政策、金融机构的运作方式，以及美国和世界的经济结构等各方面因素。

一方面，房地产泡沫是危机的源头祸水。次贷危机说到底还是美国房地产泡沫破灭引发的危机，而房地产泡沫的催生既和美国社会的“消费文化”有关，也和美国不当的房地产金融政策和长期维持的宽松货币环境有直接关系。美国人近年来不断增强的消费勇气主要来自于房地产价格的持续上涨。为了应对2000年前后的互联网泡沫破灭和2001年“9·11”事件的冲击，美国联邦储备委员会连续13次下调联邦基金利率，使利率从6.5%降至1%的历史最低水平。货币的扩张和低利率的环境降低了借贷成本，促使美国民众蜂拥进入房地产领域。对未来房价持续上升的乐观预期，又使银行千方百计向信用度极低的借款者推销住房贷款。所有的人都把希望寄托在了房价只涨不跌的预期上。在2001年至2005年的5年中，美国自有住房者每年从出售房屋、房屋净值贷款、抵押贷款再融资等套现活动中，平均提取了近1万亿美元的“收益”。当经济开始周期性下滑，货币政策出现调整，利率提升，房价暴跌，泡沫也随之破灭，整个链条便出现断裂，首先是低信用阶层的违约率大幅上升，从而引发了次贷危机。

另一方面，金融衍生品过多掩盖了巨大风险。传统上，放贷银行应该把贷款记在自己的资产负债表上，并相应地把信用风险留在银行内部。但是，美国的大批放贷机构却在中介机构的协助下，把数量众多的次级住房贷款转换成证券在市场上发售，吸引各类投资机构购买；而投资机构则利用“精湛”的金融工程技术，再将其打包、分割、组合，变身成新的金融产品，出售给对冲基金、保险公司等。这样一来，提供次贷的银行变魔术般地销掉了账上的抵押贷款这类资产。据美国经济分析局的调查，美国次贷总额为 1.5 万亿美元，但在其基础上发行了近 2 万亿美元的住房抵押贷款支持债券（MBS），进而衍生出超万亿美元的担保债务凭证（CDO）和数十万亿美元的信贷违约掉期（CDS）。资产证券化所创造的金融衍生产品本来可以起到分散风险、提高银行等金融机构效率的作用，但是，资产证券化一旦过度，就加长了金融交易的链条，使美国金融衍生品越变越复杂，金融市场也就变得越来越缺乏透明度，以至于最后没有人关心这些金融产品真正的基础是什么，也不知道其中蕴含的巨大风险。

此外，美国金融监管机制滞后，致使“金融创新”愈演愈烈。以负有维护美国经济整体稳定重责的美联储为例，它只负责监督商业银行，无权监管投资银行；而负责投资银行的监管方美国证券交易委员会，也只是在 2004 年经过艰难谈判后才获得监管权的。这就使得像美国国际集团（AIG）这样涉及多领域的“巨无霸”，在相当长一段时间里处于根本无人监管的灰色地带，可以自由自在地进行“金融创新”。由于国际金融体系是以美国为主导的，而美国又无视一些国家多次提出的加强监管的建议，因此，整个国际层面也缺乏有效的金融监管。在监管滞后的整体气氛下，金融机构的贪婪性迅速膨胀。

受金融风暴影响，我国长三角、珠三角一些以出口为主营业务的中小企业大批倒闭，上市公司备受牵连，业绩出现下滑，实体经济出现滞涨，股价不断下跌，投资者信心受到极大打击，入市意愿极低。因此全面分析投资主体的心理与行为，对树立投资者投资信心就显得日益紧迫。

3. 经济调整干扰投资者心理

据初步核算，2008 年前三季度我国国内生产总值 201631 亿元，按可比

价格计算,同比增长9.9%,比上年同期回落2.3个百分点。前三季度我国第一产业增加值21800亿元,增长4.5%,加快0.2个百分点;第二产业增加值101117亿元,增长10.5%,回落3.0个百分点;第三产业增加值78714亿元,增长10.3%,回落2.4个百分点。从拉动经济的“三驾马车”来看,固定资产投资平稳较快增长,投资结构有所改善;国内市场销售增速继续加快,城乡消费均较快增长;出口增速有所回落。前三季度,全社会固定资产投资116246亿元,同比增长27.0%,比上年同期加快1.3个百分点。其中,城镇固定资产投资99871亿元,增长27.6%(9月份增长29.0%),加快1.2个百分点;农村固定资产投资16375亿元,增长23.3%,加快2.1个百分点。值得注意的是,在城镇固定资产投资中,三次产业投资分别增长62.8%、30.2%和24.8%,其中第一产业投资增长同比加快21.7个百分点。分地区看,东、中、西部地区城镇投资分别增长22.7%、35.4%和29.5%,中西部投资增速明显快于东部。期间,我国社会消费品零售总额77886亿元,同比增长22.0%(9月份增长23.2%),比上年同期加快6.1个百分点。分地区看,城市社会消费品零售额53165亿元,增长22.7%;县及县以下零售额24721亿元,增长20.6%。分行业看,前三季度我国批发和零售业消费品零售额65573亿元,增长22.0%;住宿和餐饮业消费品零售额11055亿元,增长24.8%。期间,我国进出口总额19671亿美元,同比增长25.2%,比上年同期加快1.7个百分点。其中,出口额10741亿美元,增长22.3%,回落4.8个百分点;进口额8931亿美元,增长29.0%,加快9.9个百分点。贸易顺差1810亿美元,同比减少47亿美元。此外,我国在前三季度实际使用外资金额744亿美元,增长39.9%,比上年同期加快29.0个百分点^①。

现阶段经济运行中的突出矛盾和问题主要是国际金融市场动荡多变,世界经济增速明显放缓,国际经济环境中的不确定不稳定因素明显增多,对我国经济的影响不断显现。

在这样的背景下,投资者的预期心理受到干扰,投资兴趣减弱。因此,研究投资主体的心理与行为,对于调适投资主体的投资心理,并疏导投资主体的投资行为势在必行。

^① 参见新华社北京2008年10月20日电。

1.1.2 证券投资心理与行为研究的理论意义

由于投资主体的结构差异、素质差异、道德差异以及心理状态的差异,不同的投资主体在同一个市场、同一个品种、同一个时间、同一个操作上采取的策略也就不尽相同,交易的结果也就因人而异。而不同的交易结果将直接影响着证券市场的健康发展。因此研究证券投资心理与行为对促进证券市场健康发展具有举足轻重的作用。

1. 健康的投资心理对证券市场健康发展的积极作用

健康投资心理的表现形式,一是投资目的明确。投资前,就有很明确的目标,或者为了实现自有资产的合理增值,或者为了进行闲散资金的充分利用,或者为了促进经营方式的科学定位,总之,投资的目的是经过缜密研究、科学调查、充分计划和严密组织的前提下确定的。二是投资规模合理。能够量体裁衣,按照自身的经济实力合理分配资金,不贪多贪大,不嫌少嫌小。三是投资方式科学。根据自身的环境、状况、特点,决定不同的投资方式。比如,从事粮食加工的投资主体,在选择投资方式时,可能会选择原料的套期保值和产品的实物交割;从事证券投资的投资主体可能会选择投机交易等。四是投资心态平稳。能够平静地享受因投资决策正确产生的高额利润,也能够耐心地承担因投资决策失误产生的巨额亏损。五是投资信心十足。不会因一次或几次的失败而丧失信心,始终坚信有投资必有回报,理性投资必有合理回报。

健康的投资心理对证券市场健康发展的积极作用主要表现在以下几个方面:一是促进投资主体形成理性思维,使投资主体能够正确看待证券市场运作过程中出现的各种现象,并能够正确理解证券市场投资与投机、投资与收益、投资与风险的辩证关系,便于有关部门对证券市场进行监管。二是促进投资主体关心市场发展,使投资主体能够积极地策划证券市场的发展目标、科学地预测证券市场的发展趋势,稳健地掌握证券市场的发展规律。三是促进投资主体树立全局意识,在市场风险加剧的情况下,能够不计较个人的利益得失,而以市场发展的全局为重,从而使主管部门能够比较顺利地防范和

化解市场风险。

2. 不健康的投资心理对证券市场健康发展的消极影响

不健康投资心理的表现形式，一是投资急功近利。梦想一夜暴富，不顾环境、时间、方式的变化，具有典型的赌博的心态。二是追求过度投机。不能正确掂量自己的资金实力和知识素质，凭想当然和撞大运进行大量的投机交易。三是投资心态不稳。不能正确看待亏损，不去分析亏损的原因，不想承担亏损，甚至怨天尤人。四是投资方式单调。基本上以投机为主，在出现风险后一意孤行，直至倾家荡产。

不健康的投资心理对证券市场健康发展的消极作用主要有以下几个方面：一是对证券市场来之不易的大好局面的人为破坏。投资心理不健康，尤其是不能正确地看待失误和亏损，往往会人为地激化矛盾，甚至煽动闹事。1994年原上海粮油商品交易所R503粳米风波就是一个典型的例子。作为市场空头的诸多粮食企业无法承受市场价格不断上升的压力和不断产生的新亏损，不停地砍仓割肉后，把矛盾集中到了交易所，要求交易所拿出所谓的措施，进而夸大事实真相，并受到了国务院的关注，最终结果是导致了粳米品种被取消，潜在的后果是交易量一路下滑，交易所被动合并。二是极大地挫伤投资者的入市信心。如果投资者的投资理念不正确，会影响其他投资者的投资行为，挫伤其他投资者的入市积极性和市场信念。三是导致投资主体比例失调。目前中国股市的12000万投资者，中小投资者占绝大部分。由于股市操纵之风难以得到根本的抑制，中小投资者的利益得不到应有的保护，因此，一部分中小投资者成了大户操纵的牺牲品，一部分比较“理智”地自动退出了股市，等待股市的净化。于是，作为股市依托的中小投资者比例严重失调。

2007年，上海证券交易所专业机构投资者（包括证券公司、基金公司、保险公司、QFII）的账户盈亏比例为：97%的专业机构账户盈利，仅有3%专业机构账户亏损。与此对应，一般机构投资者的账户盈亏比例为88%对12%；而中小散户的盈亏比例则要低得多，仅为70%对30%^①。大力发展机构投资者，有利于证券交易市场的稳定。

^① 参见潘红敏：《上交所2007年30%中小散户出现亏损》，《证券日报》2008年3月6日。

1.1.3 证券投资心理与行为研究的现实意义

证券投资心理与行为研究的主要对象是投资主体的心理现象及其规律。那么,研究证券投资心理与行为,对约束投资主体规范操作方面具有的重要作用。

1. 管理层能够准确把握投资主体的市场动向和心理活动规律

证券投资心理与行为是投资主体、证券研究者的必修课,管理层通过研究投资心理学,可以比较准确地预测投资主体的心理活动,便于有关部门及时作出决策,规范投资主体的投资行为,防范和化解市场风险。

2. 管理层能够科学地引导投资者的投资方向

2006年来,管理层的一系列管理措施的出台,使得中国股市发生了翻天覆地的变化,上证指数从2005年6月10日的998.23点一口气上升到2007年10月19日的6124.04点。随着股市“泡沫”的泛起以及通货膨胀压力的加剧,管理层出台了一系列紧缩货币政策,股市也从2007年10月19日的6124.04点应声而下至2008年10月28日的1664.93点,此时,管理层酝酿了多项“救市”计划,包括降息、降低存款准备金率、鼓励央企回购股票、限制大小非减持等,股市基本企稳。

国务院投资4万亿扩大内需^①

国务院总理温家宝2008年11月5日主持召开国务院常务会议,研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。

会议认为,近两个月来,世界经济金融危机日趋严峻,为抵御国际经济环境对我国的不利影响,必须采取灵活审慎的宏观经济政策,以应对复杂多变的形势。当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,出台更加有力的扩大国内需求措施,加快民生工程、基础设施、生态环境建设

^① 参见新华网北京2008年11月9日电。