



大连理工大学应用经济学前沿系列丛书

Frontiers in Applied Economics of Dalian University of Technology

基于投资者结构的中国股票投资者 交易行为实证研究

The Empirical Study of Chinese Stock Investors'
Trading Behaviors Based on the Investor Structure

李竹薇 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press



大连理工大学应用经济学前沿系列丛

Frontiers in Applied Economics of Dalian University of Technology

大连理工大学管理与经济学部学术出版基金资助

中国博士后科学基金第54批面上资助 (2013M541215)

中央高校基本科研业务费专项资金资助 (DUT13RC(3)42)

基于投资者结构的 中国股票投资者 交易行为实证研究

**The Empirical Study of Chinese Stock Investors'
Trading Behaviors Based on the Investor Structure**

李竹薇 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于投资者结构的中国股票投资者交易行为实证研究/李竹薇著.
—北京: 经济科学出版社, 2013. 9
(大连理工大学应用经济学前沿系列丛书)
ISBN 978-7-5141-3731-6

I. ①基… II. ①李… III. ①股票投资-投资行为-研究-中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 200703 号

责任编辑: 刘明晖 李 军

责任校对: 靳玉环

版式设计: 齐 杰

责任印制: 王世伟

基于投资者结构的中国股票投资者交易行为实证研究

李竹薇 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京盛源印刷有限公司印装

710×1000 16 开 14.25 印张 220000 字

2013 年 9 月第 1 版 2013 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-3731-6 定价: 33.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

构成资本市场的主体是投资者，投资者结构的合理以及行为的理性对资本市场的健康发展和金融体系的安全是尤为重要的。原因是，投资者结构和行为与资本市场之间存在一种互动机制。一方面，投资者结构的完善、投资者行为的规范会对资本市场的健康发展起到积极的促进作用，例如，降低市场波动，促进市场流通，信息传递充分迅速等；另一方面，资本市场对投资者结构和行为也具有重要的影响——健康的市场环境能够促进投资者结构和行为的良性发展，如结构优化、专业水准提高、投资理念的培育和投资风格多元化等，而不良的市场环境往往导致投资者结构恶化且行为更不理性。

与成熟市场相比，我国的资本市场尤其是股票市场存在一系列投资者结构和行为上的问题：投资者结构严重失调，个人投资者占绝对多数，机构投资者较少；非专业化机构投资者持股比例大，专业化机构投资者持股较少；投资者尤其是小散户整体素质较低，违规行为较多；投机基金发展过快，而社保基金、企业年金、保险等才刚起步，小散户的队伍过于庞大等。因此，我们对投资者结构和行为进行深入研究是非常必要的。迄今为止，国内外还没有一个关于“资本市场或者股票市场应该有一个什么样的投资者结构”的理论叙述和研究成果，因此本书对我国股票市场中投资者结构和行为相关问题的研究

正是把握了当前学术界和全社会关注的这一焦点问题，具有较强的理论价值和现实意义。

与已有研究相比，本书获得了深圳证券交易所所有投资者的账户数据，解决了使用局部数据可能造成结论偏颇的问题，保证本书研究结果的真实性、全面性和深入性。与此同时，本书在投资者结构的分类方法上加以创新，基于个人投资者的财富水平，将其分为小个人组、中个人组和大个人组三类，进而考察大小散户的异质性行为。此外，本书还构建了交易行为指标，为交易行为、策略、预测能力等实证研究提供变量依据。最后，对各类投资者交易行为、策略与预测能力的深入研究，在很大程度上补充了我国在行为金融学实证领域的研究内容。

从行为金融学角度出发，本书主要进行了以下4个方面的实证研究工作：

一是全面把握我国股票投资者的结构特征。不仅从机构整体和个人整体两个方面对股票投资者分类，还要进一步研究机构投资者和个人投资者的子分类，如机构投资者可以按照投资基金、社保基金、券商自营、QFII以及其他机构分为5类，个人投资者可以按照财富水平分为“小个人组”、“中个人组”和“大个人组”3类。

二是深入研究我国股票投资者的交易行为与策略。重点研究不同类型投资者（个人、机构以及他们的子分类）的动量反转交易行为、周内效应交易行为、市场走势交易行为、价值/成长交易行为。

三是深入研究我国股票投资者对焦点股票（具有异常交易量、极端收益率、高换手率、涨跌停板、IPO）的交易行为。

四是把握我国股票投资者的预测能力。重点研究不同类型投资者在市场走势变化、股票类型变化等条件下，对未来股价的预测能力。

在全账户信息的支持下，经过详细的实证研究后本书

得出：

第一，无论从交易金额、交易人数还是开户人数的角度，个人投资者都是股票交易的主力军，细分后个人投资者中的小个人组是股票交易的主力军，投资基金是机构投资者的主力军。

第二，总体上，我国的机构投资者较个人投资者而言，是理性成熟的投资者，具有较高的交易能力。在个人投资者中，大个人组和中个人组较小个人组而言，是理性成熟的投资者，与机构投资者的交易策略、交易行为和预测能力相同或相似；小个人组是非理性不成熟投资者，存在风险偏好和损失厌恶心理，具有较低的交易能力。

因此，我国应合理发展机构投资者，为机构投资者的发展给予政策扶持，提倡小散户利用专业投资机构进行投资，使我国股票投资者结构向机构投资者为主体的方向发展；大力规范投资者行为，尤其是小散户行为，对于容易出现非理性行为的投资者给予一定的知识、技术辅导与教育；与此同时，也要规范机构投者和财富水平较高的个人投资者行为，严厉打击如“坐庄”、“内幕”等不法现象，为资本市场的良性发展提供一个公平、公正、公开的政策环境。

李竹薇

2013年7月

目

录

第 1 章 绪论	1
1.1 本书的研究背景	1
1.2 本书的研究内容	3
1.3 本书的研究方法与结构框架	4
1.4 本书的创新性及主要结论	6
第 2 章 行为金融学相关文献综述	11
2.1 国外关于行为金融心理研究的文献综述	12
2.2 国外关于行为金融定价研究的文献综述	19
2.3 国外关于行为金融实证研究的文献综述	28
2.4 国内关于行为金融相关研究的文献综述	33
2.5 国内外研究成果的评述	36
第 3 章 我国股票投资者结构与样本概述	40
3.1 本书的样本数据与市场统计	40
3.2 我国股票投资者结构的分类方法及 描述性统计	45
3.3 本章小结	50

第 4 章 我国股票投资者交易行为与策略的实证研究	52
4.1 交易行为与策略的研究方法	52
4.2 我国股票投资者动量反转交易行为的实证检验	57
4.3 我国股票投资者周内交易行为的实证检验	74
4.4 我国股票投资者市场走势交易行为的实证检验	80
4.5 我国股票投资者价值/成长交易行为的实证检验	84
4.6 本章小结	89
第 5 章 我国股票投资者对焦点股票交易行为的实证研究	92
5.1 焦点股票的研究方法	92
5.2 我国股票投资者对异常交易量股票交易行为的实证检验	100
5.3 我国股票投资者对极端收益率股票交易行为的实证检验	111
5.4 我国股票投资者对高换手率股票交易行为的实证检验	117
5.5 我国股票投资者对涨跌停板股票交易行为的实证检验	121
5.6 我国股票投资者对 IPO 股票交易行为的实证检验	128
5.7 本章小结	131
第 6 章 我国股票投资者预测能力的实证研究	137
6.1 预测能力的研究方法	137

6.2	我国股票投资者预测能力的检验结果	
	——总样本期检验	140
6.3	我国股票投资者预测能力的检验结果	
	——大小公司股票检验	143
6.4	我国股票投资者预测能力的检验结果	
	——牛市熊市检验	151
6.5	我国股票投资者预测能力的检验结果	
	——大小公司股票及牛市熊市检验	158
6.6	本章小结	174
第7章	本书的主要结论、不足及进一步的研究方向	180
7.1	主要结论及政策建议	180
7.2	存在的不足	195
7.3	进一步的研究方向	197
	参考文献	201

第 1 章

绪 论

1.1 本书的研究背景

美国金融危机的爆发表明，对国际和国内金融体系来说，资本市场的健康发展和金融体系的安全是尤为重要的。构成资本市场的主体是投资者，投资者结构和行为与资本市场之间存在一种互动机制。一方面，投资者结构的完善、投资者行为的规范会对资本市场的健康发展起到积极的促进作用，例如：降低市场波动，促进市场流通，信息传递充分迅速等；另一方面，资本市场对投资者结构和行为也具有重要的影响——健康的市场环境能够促进投资者结构和行为的良性发展，如结构优化、专业水准提高、投资理念的培育和投资风格多元化等，而不良的市场环境往往导致投资者结构恶化且行为更不理性。

从国外成熟市场的投资者结构来看，以美国为例，是以机构投资者为主导，且机构投资者持股比重逐渐增加，到2012年，机构投资者持股市值比重已高达90%以上。庞大的

机构投资者是由养老基金、保险基金、共同基金、银行信托、投资银行及各种基金会等构成的。其中养老基金、保险基金和共同基金为三大主力。三大主力的持股市值比重在 1996 年达 43%，1999 年为 41%，2001 年为 42.58%，2003 年为 43.94%，到 2012 年已超过 50%，其中仅养老基金就占据了市值比重的三分之一。

然而，目前我国投资者结构和行为的现状为：个人投资者占绝对多数，机构投资者较少^①；非专业化机构投资者持股比例大，专业化机构投资者持股较少；投资者整体素质较低，违规行为多；投资基金发展过快，而社保基金、企业年金、保险等才刚起步，小散户队伍过于庞大。

世界银行的专家们早在 1996 年《中国：新兴的资本市场》的报告中就指出，中国证券市场低流动性、高波动性的产生，原因之一在于投资者的特点，即散户投资者居多，而市场的成熟与稳定有赖于机构投资者的充分参与。虽然自 1999 年以来，管理层大力发展机构投资者，例如：1999 年 9 月的三类企业入市，着力培养证券投资基金，开放社保基金、QFII 等入市，保险资金间接入市到直接入市，企业年金入市等。这些举措在一定程度上达到了改善投资者结构、拓宽资金来源、维护市场稳定的目的，但是投资者结构却出现畸形格局，证券投资基金单极扩大，投资理念和风格单一化，市场仍然缺乏活跃度。

问题出现在哪些环节？下一步该如何做？这是我们亟须解决的问题，也使得对投资者结构和行为进行深入研究是非常必要的。至今国内外没有一个关于“资本市场尤其是股票

^① 2002～2007 年，从交易金额上看，我国个人投资者占总体的 88.7%，机构投资者占 11.3%；从开户数量上看，个人投资者占总体的 99.6%，机构投资者占 0.4%。

市场^①应该有一个什么样的投资者结构”的理论叙述和研究成果，因此关于我国股票市场中投资者结构和行为的研究具有较强的理论价值和现实意义。

1.2 本书的研究内容

第一，对我国股票投资者的结构进行研究。为刻画我国股票投资者的结构特征，本书使用了独特的数据库，从深圳证券交易所数据中心获得了我国所有投资者（6 841 万户）的账户信息和交易数据，包括股票买卖的日期和时间、股票代码、交易类别（买/卖）、买卖叫价、成交价格、成交股数、交易者类别等，进而可以分层次、多角度地分析我国股票投资者的结构情况：首先，对投资者进行个人和机构的总体分类，基于交易人数，交易量和交易额等总体上把握个人投资者和机构投资者在资本市场上所占地位的重要性；其次，对个人和机构投资者进一步细分，将个人投资者基于财富水平进行分类：以每个账户平均月末持股市值为准，平均持股市值大于等于1 000 万元的，划分为“大个人组”；平均持股市值小于1 000 万元大于等于100 万元的，划分为“中个人组”；平均持股市值小于100 万元的，划分为“小个人组”。将机构投资者分为投资基金、社会保险基金、投资银行、QFII 和其他机构等5 个类别。

第二，对我国股票投资者的交易行为进行研究。根据所

^① 截止到2007年年底，我国债券市场规模不足股票市场规模的八分之一，甚至不及深证A股市场规模的三分之一。因此，本书主要以股票市场为代表探讨我国资产市场投资者结构和行为的相关问题。

获得的独特数据库，本书可以对不同类型投资者（个人、机构以及他们的子分类）的动量反转交易行为、周内效应交易行为、市场走势交易行为、价值/成长交易行为，以及不同类型投资者对焦点股票（具有异常交易量、极端收益率、高换手率、涨跌停板、IPO 的股票）的交易行为进行深入细致的研究，进而得出了很多具有实际价值和指导意义的结论。本书采用 SAS9.0 等分析软件，可以保证分析超大规模数据的可行性和准确性。

第三，对我国股票投资者的预测能力进行研究。根据所获得的独特数据库，本书可以对不同类型投资者在市场走势变化、股票类型变化等条件下，如何预测未来股价进行实证分析，为投资者教育以及政策措施的制定提供依据。

1.3 本书的研究方法与结构框架

1.3.1 研究方法

第一，使用定量研究，这也是本书的主要研究方法。本书根据从深交所获得的全账户数据库，在国内外已有先进研究成果的基础上，设计出行为模拟变量、行为控制变量和模型检验方法等，对我国股票投资者的结构、交易行为与策略、对焦点股的交易行为以及预测能力等方面进行定量研究。

第二，使用定性研究，对我国股票投资者的结构和行为特征进行描述。在我国投资者结构特征和行为特征统计结果与实证结果的基础上进行定性分析，阐述并归纳我国股票投资者结构和行为的现状以及存在的主要问题，找出在结构和

行为上可以的改进方向，并给出我国改善投资者结构、规范投资者行为的配套措施以及改善市场环境的合理建议。

1.3.2 结构框架

本书共有7个章节：第1章为绪论，给出本书的研究背景、方法、框架、创新性成果等。第2章为行为金融学相关文献综述，按照行为金融学的发展脉络，从行为金融学的心理研究、行为金融学的定价研究以及行为金融学的实证研究三个方面归纳与总结了国内外的研究现状并给予了评述。第3章为我国股票投资者结构与样本概述，这是本书的主要部分的开端，给出本书研究数据的结构分类，为以下研究工作提供基础和作铺垫，接下来的4、5、6章为本书的研究重点。第4章为我国股票投资者的交易行为与策略，主要包括动量反转交易、周内效应交易、市场走势交易、价值/成长交易。第5章为我国股票投资者焦点股票的交易行为，主要包括对异常交易量股票的交易行为、对极端收益率股票的交易行为、对高换手率股票的交易行为、对涨跌停板股票的交易行为、对IPO股票的交易行为。第6章为我国股票投资者的预测能力，主要包括在不同市场走势下的预测能力、不同股票选择上的预测能力等。第7章给出本书的主要结论、政策建议、存在的不足及进一步的研究方向。具体研究框架如图1-1所示。

基于投资者结构的中国股票投资者交易行为实证研究

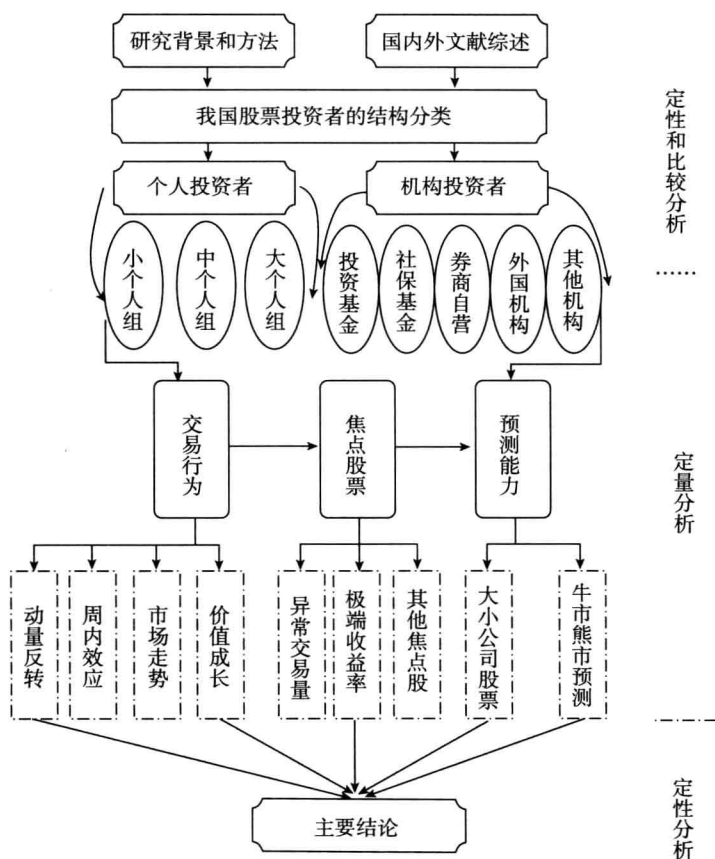


图 1-1 本书的研究框架

1.4 本书的创新性及主要结论

1.4.1 本书的创新之处

第一，在数据使用上的创新。本书从深圳证券交易所数据中心获得了我国所有投资者（6 841 万户）的账户信息和交易

数据,包括股票买卖的日期和时间、股票代码、交易类别(买/卖)、买卖叫价、成交价格、成交股数、交易者类别等。这是目前国内唯一的全账户数据库。本书以市场公开数据为辅助数据,对我国股票投资者的结构和行为进行深入系统的研究。基于投资者账户信息的一手数据,可以保证本书研究结果的真实性、全面性、深入性。

同时,本书采用了 SASS 9.1、Eviews 5.0、Excel 2007 等分析软件,可以保证分析超大规模数据的可行性和结果的准确性。

第二,在研究方法上的创新。本书首先在投资者结构的分类方法上加以创新,基于个人投资者的财富水平,将其分为小个人组、中个人组和大个人组三类。比较不同财富水平的个人投资者的交易行为和策略,这在国内还属于首创性研究。其次,本书构造并改进了净买率和净卖率指标,使我们对各类投资者的交易行为有一个清晰的认识,也为投资者的一系列行为研究提供了变量依据。

第三,本书在研究内容上的创新。本书基于全账户信息,对各类投资者的交易行为——尤其是对焦点股票的交易行为进行了系统的研究,在行为金融实证方面填补了国内在该领域研究的空白。

1.4.2 本书的主要结论

基于全账户信息,本书先将投资者分成两大类:机构投资者和个人投资者。同时根据机构投资者的身份代码进一步细分,将机构投资者划分为投资基金、社保基金、券商自营、国外机构和其他机构五个子类。根据个人投资者的财富水平

進一步細分：以每個賬戶平均月末持股市值為準，平均持股市值大於等於 1 000 萬元，劃分為“大個人組”；平均持股市值小於 1 000 萬元大於等於 100 萬元，劃分為“中個人組”；平均持股市值小於 100 萬元，劃分為“小個人組”。

經過詳細的統計分析我們得出，無論從交易金額、交易人數還是開戶人數的角度，個人投資者都是股票交易的主力軍，細分後個人投資者中的小個人組是股票交易的主力軍，投資基金是機構投資者的主力軍。

在交易行為與策略上，本書得出個人投資者中的大個人組和中個人組的買入賣出交易行為與機構投資者完全一致，而個人投資者中的小個人組的交易行為卻獨樹一幟。此結論對大公司股票，小公司股票和牛市時期均穩健，即中個人組、大個人組和機構投資者在買入和賣出股票時的跨期表現也完全一致，買入股票時採取的是反轉策略，在賣出股票時採取的是動量策略。小個人組在買入股票時短期採取反轉策略，長期採取動量策略；小個人組在賣出股票採取反轉策略。基於週內交易行為檢驗，本書發現小個人組（個人投資者）採用週內效應策略（不成熟投資者），機構投資者採用逆週內效應策略（成熟投資者），而中個人組和大個人組不存在明顯的週內效應和逆週內效應。基於市場走勢交易行為檢驗，本書發現中個人組、大個人組和機構投資者採取的逆市策略，而小個人組（個人投資者）採取的是順市策略。基於大公司股票和小公司股票的价值/成長交易行為檢驗，本書發現中個人組、大個人組和機構投資者傾向交易小公司股票，小個人組（個人投資者）傾向交易大公司股票。說明，中個人組、大個人組和機構投資者採取成長策略，小個人組和個人投資者總體採用價值策略。