

外资真的总能抄底中国股市吗

马强, 崔昕

【摘要】 本文使用主成分分析法,采用市场换手率、新增股民开户数、市场成交量和市盈率构建投资者情绪指标,利用沪股通资金表示外资资金,基于投资者情绪的角度分析了2015年股灾前后沪股通资金与股市收益的关系。主要得出以下结论:外资并不能精准地预判A股的顶部和底部;通过计量模型分析发现,投资者情绪对于股票指数有一定的预测作用,但是股灾前后,沪股通资金对股市收益影响并不显著,股市收益却对沪股通资金影响显著,沪股通资金不是股市收益的格兰杰原因,股市收益却是沪股通资金的格兰杰原因,投资者情绪与股票指数双向互为格兰杰因果关系,因此外资资金流向也不能影响A股走势。

【关键词】 沪股通; 投资者情绪; 股市收益; 股票指数; 外资

【中图分类号】 F830.91

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)20-0124-5

一、引言

海外资金作为我国A股市场最超然神奇的存在,一直被神化和妖魔化。对于外资机构的精准抄底和逃顶行为是否存在阴谋论的说法,投资界一直都争论不休,在各种财经媒体常能看到“外资又一次在上涨前精准抄底”、“外资暴跌前精准逃顶”、“外资抄到历史大底”之类的报道。但是,外资真的总能精准抄底我国股市吗?

目前,外资可以通过两个正规渠道直接参与A股二级市场的交易:一是成为合格海外机构投资者QFII;二是通过沪股通渠道投资沪股通标的股票。QFII持股信息每季度披露一次,沪股通资金的持股情况每天都要披露,由于一个季度时间过长,这期间股票市场可能会有较大波动,因此本文以信息披露时间短的沪股通资金为研究对象。沪股通股票交易始于2014年11月17日,沪股通是指投资者委托香港经纪商,经由香港联合交易所设立的证券交易服务公司向上海证券交易所进行申报,买卖在上海证券交易所上市的规定范围内的股票。由于香港实行相对宽松的金融监管政策,因此全球大投资机构在香港基本都设有分支机构,来自香港的资金可以代表来自海外的资金,即外资。沪股通标的股票虽然没有涵盖A股所有股票,但多为业绩稳定、股价波动较小的蓝筹股,能够在一定程度上代表A股。

沪股通总额度为3000亿元人民币,相比于A股几十万亿元的总市值,其资金量并不足以控制A股走势,因此外资可以通过两种方式抄底A股:第一种方式,外资能够精准地预判A股已经或者将要到达底部,并提前在低位或者相对低位买入股票;第二种方式,外资的动向能够影响A股的走势,当

进入A股的外资增加时,A股会改变下跌趋势,开始上涨。

投资者情绪是指投资者对股市未来预期的系统性偏差,它反映了市场参与者的投资意愿或者预期。国内外学者普遍认为投资者情绪和股市收益存在一定的相关性,他们在研究影响股市收益的相关问题时通过加入投资者情绪来使结果更具说服力。基于此,本文从沪股通资金流入情况与A股涨幅关系,以及沪股通通过A股的影响两方面出发,分析外资是否能够抄底我国股市。

二、文献评述

投资者情绪成为国外学术界研究的热点最早开始于De Long等(1990)提出的DSSW模型,该模型假设市场有两类投资者:一类是信息来源广、掌握更多信息的理性投资者;另一类是信息来源少、缺乏信息的噪音投资者。其中,理性投资者能够客观地分析市场,其交易行为也不容易受情绪影响,而噪音投资者会过于乐观或悲观地预期市场价格,两类投资者在市场中相互竞争。De Long认为噪音交易者的行为能够影响市场中的资产价格。Stein(1996)最早明确了投资者情绪的定义,认为投资者情绪导致了投资者对市场的非理性预期,而证券价格被高估或低估正是由于投资者的非理性预期,这种错误的预期导致了系统性偏差,因此投资者情绪间接导致了系统性偏差。随后,Barberis等(1998)用计量模型实证分析了投资者对市场的反应过度和反应不足,量化了投资者情绪。Lee等(1999)利用投资者情绪解释了“封闭基金折价之谜”,认为小市值公司的股票主要集中在资金量较少的散户手中,因此散户的情绪和小市值股票收益存在一定的相关性。Fisher和Statman(2000)在此基础上发现了投资者情绪与

未来资产收益负相关。Qiu 和 Welch(2004)以问卷调查的形式研究了投资者情绪,肯定了投资者情绪能够影响市场资产价格的观点,同时也认为投资者情绪指数的构建对于研究金融市场有着重要的意义。

Brown 和 Cliff(2004)通过研究发现,市场中的资产价格会对投资者情绪产生影响,但是投资者情绪对市场价格影响不大。他们还发现,投资者情绪与市场短期收益间显著正相关,但与投资者中长期情绪负相关。Keswani 和 Taylor(2005)也同意这个观点,认为投资者情绪是由股票指数和资产价格波动引起的,但是投资者情绪不会影响资产价格。Lemmon 和 Portniaguina(2006)使用时间序列模型分析了价格偏差与投资者情绪之间的关系,认为价格偏差与投资者情绪负相关。Baker 和 Wurgler(2006)认为,投资者情绪对于市场中资产价格的影响存在横截面差异,成立时间较短、市值较小、盈利状况欠佳的公司的股票价格对投资者情绪会更加敏感。Verma 和 Soydemir(2009)则从投资者情绪中分离出了理性部分和非理性部分,认为投资者情绪会对市场中的资产价格产生影响,投资者情绪中的非理性部分会导致资产价格下跌,而理性部分对市场价格并没有显著影响。Lux(2011)从理论和实证两方面证明通过投资者情绪可以预测市场资产价格。

我国资本市场成立时间较短,国内学者对投资者情绪与股票指数之间关系的研究起步较晚。王美金和孙建军(2004)认为,投资者情绪不仅会对股票价格指数产生显著影响,还会反向影响市场中的收益波动。陈彦斌(2005)研究发现,投资者情绪对于市场中股票价格波动的影响大于债券,他还认为市场中的跨期替代弹性、主观贴现因子和风险规避系数都可以影响股票价格。程昆和刘仁和(2005)以好淡指数作为投资者情绪指标研究发现,股票指数对投资者中长期情绪指数没有产生显著影响,但是投资者中长期情绪指数能够显著影响市场中的资产价格,中长期情绪指数对资产价格的影响大于短期情绪指数。伍燕然和韩立岩(2007)实证分析了投资者情绪与不同时期资产价格的关系,认为投资者情绪能够反向影响长期资产价格,正向影响短期资产价格。朱伟骅和张宗新(2008)研究发现,股票指数和投资者情绪对投资者的投资决策产生显著影响,投资者情绪对市场中的资产价格产生显著影响。

张丹和廖士光(2009)不但认为投资者情绪对于市场中资产价格影响显著,还认为投资者情绪对于资产价格有较强的预测作用。余佩琨和钟瑞军(2009)通过研究得出了相反的结论,认为通过股票指数可以预测投资者的情绪,但是通过投资者情绪无法预测股票指数。杨阳和万迪昉(2010)也认为,我国投资者情绪对于市场中的资产价格影响不显著,但是资产价格对于投资者情绪的影响显著。林树和俞乔(2010)模拟了市场交易并排除其他因素,发现投资者情绪对于市场中的资产价格产生显著影响。梁丽珍(2010)研究了市场基本面

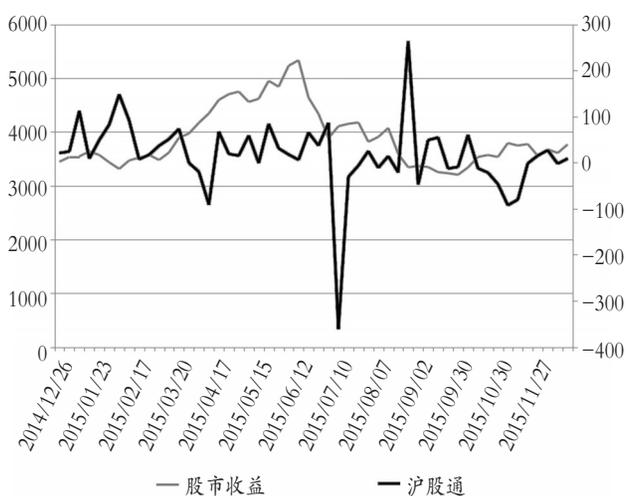
和投资者情绪的关系,认为市场基本面信息能够影响投资者的情绪,但是这种影响只在短期显著,在中长期并不显著。乔智和耿志民(2013)使用财经股吧的信息分析了投资者情绪,认为股吧信息对投资者情绪产生显著影响,还认为投资者情绪和股票指数存在正相关关系。高大良等(2015)研究发现,投资者高涨的情绪会削弱市场中风险和收益之间的关系。

综上所述,国内外学者基于投资者情绪的角度研究了不同因素与股票指数之间的关系,得出的结论不尽相同,但普遍认为投资者情绪与股票指数之间存在一定的相关性。本文将沿着前人的思路,从投资者情绪的角度来分析沪股通资金与股票指数收益之间的关系。

三、外资能否精准预判A股的底部和顶部

沪股通开通时间为2014年11月17日,考虑到开通初期存在建仓时间,为使结果更加准确,本文研究期间为2015年1月9日~12月30日,使用数据为周数据。

首先验证外资能够抄底A股的第一种方式,即外资能够精准预判A股的底部并提前买入,按照这种说法,沪股通资金在A股的底部或者接近底部时的净流入额会大于平时。下图为沪股通资金净流入情况和股市收益关系图。其中,横轴为时间,右纵轴为沪深300指数,左纵轴为沪股通资金净流入情况(单位:亿元)。



沪股通资金净流入情况与股市收益关系图

由上图可以看出,沪深300指数在2015年6月9日达到最高点5380,6月9日前经历了2014年下半年以来的一波牛市,6月9日后出现一波快速下跌。也可以看出,2015年股灾前,沪深300指数稳定上涨,沪股通资金在零轴上下稳定波动,并没有表现出明显的趋势;股灾后,沪深300指数快速下跌,沪股通资金的振幅也加大了。

沪股通资金在2015年2月6日所在周出现大幅净流入后,股市出现小幅上涨;在4月10日所在周出现大幅净流出后,股市继续上涨;在7月10日所在周出现大幅净流出后,沪深300指数并没有大幅下跌,反而出现小幅上涨;在8月28日

所在周出现大幅度净流入后,沪深300指数也没有大幅上涨,而是出现一定程度的下跌。由此可见,沪股通资金并不能每次都在低点买进,在高点卖出。因此,从两者的关系图不能看出沪股通资金能够精准抄底和逃顶,下面用计量方法进一步分析外资是否能够影响我国A股的走势。

四、外资能否影响A股走势

(一)理论分析与模型设计

本文从投资者情绪的角度来验证外资是否可以影响A股的走势。投资者情绪假说是由Lee、Shleifer和Thaler在DSSW模型的基础上提出的,该假说认为,投资者情绪会同时影响投资者对市场的预期和股市价格。本文使用以下模型验证投资者情绪、沪股通资金和股票价格指数之间的关系:

$$GSSY_t = a_0 + a_1 WZ_t + a_2 WZ_{t-1} + a_3 WZ_{t-2} + \dots + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$GSSY_t = b_0 + b_1 TZZQX_t + b_2 TZZQX_{t-1} + b_3 TZZQX_{t-2} + \dots + c_1 WZ_t + c_2 WZ_{t-1} + \dots + e_t \quad (2)$$

$$WZ_t = d_0 + d_1 GSSY_t + d_2 GSSY_{t-1} + d_3 GSSY_{t-2} + \dots + \omega_t \quad (3)$$

其中,GSSY表示股票市场收益,TZZQX表示市场上的投资者情绪,WZ表示沪股通每日资金净流入量。解释变量的系数 a_k 、 b_k 、 c_k 、 d_k ($k=1,2,\dots$)表示当期和滞后期的解释变量对于被解释变量的影响程度。 ε_t 、 e_t 和 ω_t 为模型回归的残差,表示不能被模型解释的随机波动,模型中最优滞后阶数k的选择依据AIC准则、SC准则以及LR检验来确定。

如果外资能够影响A股走势,那么模型(1)中当期或滞后期外资的系数应该显著;如果投资者情绪假说能够解释沪股通资金对A股的影响,那么模型(2)中投资者情绪和外资的系数应该显著;如果A股走势能够影响沪股通资金,那么模型(3)中当期或滞后期股市收益的系数应该显著。

(二)变量选择

1. 沪股通。沪股通资金有两个流向:一是通过香港指定机构进入A股买进股票;二是卖出股票资金回到香港指定机构账户。本文把两者之差作为沪股通资金的净流入量。

2. 股票市场收益。由于沪股通标的多为大盘蓝筹股,反映沪深两市综合运行情况的沪深300个股也多为业绩稳定的蓝筹股,因此本文选用沪深300指数收益作为股票市场收益。

3. 投资者情绪测度指标。目前学术界主要有两类投资者情绪指标:一类是单一指标,也称为直接情绪指标。这类指标一般都是相关机构调查投资者对未来市场的多空预期,并对结果进行统计编制而成的指标,比如股市信心指数、好淡指数等,这类指标表示投资者对市场的主观预期。还有学者用其他能够反映投资者对市场预期的客观信息作为投资者情绪指标,比如鹿坪等(2015)分别用个人投资者和机构投资者的新增开户数作为个人和机构的投资者情绪指标,相比前面的指标客观性更强。另一类指标是复合指标,也称为间接情绪指标。这类指标首先挖掘市场上能够反映投资者情绪的信息,然后对这些信息进行汇总处理并进行计算,最终得出一个综合指标。复合指标所包含的信息量更大,通常是由市场数据计算得到,因此指标的客观性强于单一指标。

为使结果更加客观准确,本文使用复合指标。以往的研究多采用封闭式基金折价率作为构建投资者情绪的一个指标,而自2002年9月以来,我国基金市场已停止发行新的封闭式基金,随着已发行的封闭式基金的逐渐清盘,目前市场上还在运作的封闭式基金已经很少,跟整个市场规模比,封闭式基金的规模也非常小。另外,按照林振兴(2011)和乔智(2013)的观点,网络财经媒体的信息可以影响投资者情绪,但是现在我国各大财经网站、财经股吧或微博等新媒体上已经很少能看到有关封闭式基金的运作情况及其对股市影响的信息及讨论。因此,本文并没有采用封闭式基金的折价率作为投资者情绪的构建指标。

鉴于数据的可获得性和本文数据的周期,最终选择市场换手率(HSL)、新增股民开户数(KHS)、市场成交量(CJL)和市场市盈率(SYL)四个指标来计算投资者情绪指标。

(三)数据处理

本文样本使用周数据,选取的时间区间为2015年1月9日~12月30日,这期间包括一个完整的牛市和牛市之后的大熊市,能够更加准确地反映投资者情绪、股市收益以及沪股通资金的关系。本文所有数据均来自东方财富网和国泰安数据库,其中数据处理使用Excel软件完成,主成分分析使用Spss软件完成,模型回归使用Eviews软件完成。

(四)实证分析

1. 投资者情绪指标构建。由于构造投资者情绪的各变量对于投资者情绪的反映可能存在时滞,因此需要先确定各指标的提前或滞后关系。首先,选取四个指标的当期以及滞后一期共8个变量,对这8个变量进行主成分分析,在严格保证累计方差解释率达到85%的前提下,为使结果能够保留更多的信息,本文采用前4个主成分加权平均,其中第1至第4主成分的累计方差解释率为92.574%,经计算得到一个投资者情绪指标。然后,用以上8个变量与计算得到的投资者情绪指标进行相关性分析,结果如表1所示。

表1 投资者情绪与当期及滞后期变量的相关系数

变量	HSL _t	HSL _{t-1}	KHS _t	KHS _{t-1}	CJL _t	CJL _{t-1}	SYL _t	SYL _{t-1}
相关系数	0.674	0.588	0.768	0.887	0.548	0.569	0.486	0.439

由表1可知,投资者情绪与当期变量HSL_t和SYL_t以及滞后期变量KHS_{t-1}和CJL_{t-1}的相关性较高,因此选用这四个变量构建投资者情绪指标。再次使用主成分分析法,取第1和第2主成分,此时累计方差解释率达到87.32%。投资者情绪指标的加权平均表达式为:

$$TZZQX_t = 0.294 \times HSL_t + 0.102 \times KHS_{t-1} + 0.138 \times SYL_t + 0.286 \times CJL_{t-1}$$

2. 平稳性检验。非平稳的时间序列会产生伪回归,因此在建模前需要先对数据进行单位根检验来检验其平稳性。为使结果更加准确,本文分别使用ADF检验和PP检验方法检验相关变量的平稳性,按照赵进文(2009)的观点,当两种检验方法的结果不一致时,以PP检验结果为准,检验结果如表2所示。

变量	SCSY	TZZQX	WZ
原序列	-1.001	-2.062	-1.270
一阶差分	-12.224***	-7.959***	-5.631***

注:以上结果为单位根检验的t值;***表示结果通过1%统计水平上的显著性检验。

由表2可知,各变量的原序列在10%的统计水平上都不显著,说明各变量原序列数据不平稳。各变量的一阶差分序列在1%的统计水平上通过了平稳性检验,说明各变量的一阶差分序列都是平稳序列,可以进一步进行协整检验。

3. 协整检验。在做协整检验前,需要利用AIC和SC准则并配合LR检验来判断模型的最优滞后阶数。经检验,模型的最优滞后阶数为1,这和媒体报道的情况一致,外资在A股的交易多为短线投机交易,持股时间较短,快进快出。本文使用Johansen方法做协整检验,检验结果如表3所示。

原假设	λ_{trace}	5%临界值	概率	λ_{max}	5%临界值	概率
None	40.329	29.797	0.002	23.939	21.132	0.019
At most 1	16.389	15.494	0.037	12.888	14.265	0.082
At most 2	3.501	3.841	0.061	2.931	3.841	0.136

由表3可知,特征根的趋势值在1%的统计水平上存在1个协整关系,在5%的统计水平上存在1个协整关系,在10%的统计水平上存在1个协整关系;特征根的最大值在5%的统计水平上存在1个协整关系,在10%的统计水平上存在1个协整关系。因此,前述模型存在协整关系,各变量之间存在长期均衡,可以进一步分析各变量间的关系。

4. 股市收益、沪股通及投资者情绪之间关系的实证分析结果。考虑2015年股灾前后市场处于完全不同的状态,投资者的情绪会受到影响,本文以股灾发生之日2015年6月12日为界,用股灾前后的数据分别对前文模型进行回归,结果分别如表4、表5所示。

由表4可知,股灾前,模型(1)的回归结果显示,当期及滞后期的沪股通资金的系数为正但不显著,沪股通并没有对股市收益产生显著影响,此时模型的拟合优度为0.132,沪股通资金对于股市收益的解释程度只有13.2%。加入投资者情绪后,模型(2)的回归结果显示拟合优度大幅度提升,变为0.456,沪股通资金的系数仍不显著,当期及滞后期的投资者

表4 股灾前回归结果

模型	回归方程	R ²	DW
(1)	$GSSY_t = 0.015 + 0.219 \times WZ_t + 0.301 \times (1.002) \times 0.141 WZ_{t-1} (0.642)$	0.132	1.976
(2)	$GSSY_t = 0.008 + 0.225 \times TZZQX_t + 0.308 \times (3.451)^{***} TZZQX_{t-1} + 0.114 \times WZ_t + 0.158 \times WZ_{t-1} (2.349)^{**} (1.002) (1.607)^*$	0.456	1.901
(3)	$WZ_t = 0.013 + 0.221 \times GSSY_t + 0.307 \times (1.904)^* GSSY_{t-1} (2.385)^{**}$	0.343	2.044

注:括号内为t值;***、**、*分别表示结果通过1%、5%、10%统计水平上的显著性检验。下同。

表5 股灾后回归结果

模型	回归方程	R ²	DW
(1)	$GSSY_t = 0.022 + 0.219 \times WZ_t + 0.301 \times (1.257) \times 0.141 WZ_{t-1} (1.898)^*$	0.116	2.105
(2)	$GSSY_t = 0.017 + 0.225 \times TZZQX_t + 0.308 \times (4.571)^{***} TZZQX_{t-1} + 0.114 \times WZ_t + 0.158 \times WZ_{t-1} (3.689)^{***} (0.951) (1.525)$	0.507	2.112
(3)	$WZ_t = 0.010 + 0.334 \times GSSY_t + 0.019 \times GSSY_{t-1} (2.289)^{**} (1.096)$	0.393	2.044

情绪系数都为正,投资者情绪对股市收益产生正向影响,当期投资者情绪系数在1%的统计水平上显著,滞后一期的投资者情绪系数在5%的统计水平上显著,说明投资者情绪对股市收益的影响显著。模型(3)的回归结果显示,当期及滞后一期的股市收益系数都为正,当期股市收益系数在10%的统计水平上显著,滞后一期的股市收益系数在5%的统计水平上显著,说明股灾前当期股市收益对沪股通资金影响较小,滞后一期的股市收益对沪股通资金影响显著。

由表5可知,股灾后,模型(1)的回归结果显示,当期及滞后期的沪股通资金的系数都为正,当期沪股通资金的系数不显著,滞后一期的沪股通资金的系数在10%的统计水平上显著,说明股灾后沪股通对股市收益的影响很小,拟合优度为0.116,沪股通资金对股市收益的解释程度只有11.6%,进一步说明了股灾后沪股通对股市收益的影响很小。加入投资者情绪后,模型(2)的回归结果显示,沪股通资金的当期及滞后一期系数都不显著,当期及滞后一期的投资者情绪系数都为正,且都在1%的统计水平上显著,投资者情绪对股市收益产生显著正向影响,此时拟合优度为0.507,模型对股市收益的解释程度达到了50.7%,进一步说明了投资者情绪对股市收益影响很大。模型(3)的回归结果显示,当期股市收益系数在5%的统计水平上显著,滞后一期股市收益系数没有通过显著

性检验,说明股灾后当期股市收益对沪股通资金产生显著影响,而滞后一期的股市收益对外资影响不显著,经过股灾后,外资更加谨慎,平均持股时间更短。

5. 投资者情绪、沪股通与股市收益的格兰杰因果关系检验。为进一步分析投资者情绪、沪股通资金和股市收益间的相互关系,我们用股灾前后的投资者情绪、沪股通资金和股市收益分别作格兰杰检验,格兰杰检验可以从统计学的角度分析两个平稳时间序列的因果关系。两个变量X和Y进行回归,如果加入滞后项后,X对Y预测的显著性提高,我们就认为X是Y的格兰杰原因。股灾前后各变量的格兰杰检验结果分别如表6、表7所示。

表6 股灾前格兰杰因果检验结果

原假设	F值	P值	结论
WZ不是GSSY的格兰杰原因	0.382	0.688	接受
GSSY不是WZ的格兰杰原因	4.347	0.031	拒绝
TZZQX不是GSSY的格兰杰原因	3.985	0.021	拒绝
GSSY不是TZZQX的格兰杰原因	4.807	0.023	拒绝

表7 股灾后格兰杰因果检验结果

原假设	F值	P值	结论
WZ不是GSSY的格兰杰原因	0.111	0.894	接受
GSSY不是WZ的格兰杰原因	9.364	0.006	拒绝
TZZQX不是GSSY的格兰杰原因	3.875	0.031	拒绝
GSSY不是TZZQX的格兰杰原因	3.884	0.028	拒绝

由表6和表7可以看出,股灾前后,沪股通资金都不是股市收益的格兰杰原因。股灾前,股市收益是沪股通资金的格兰杰原因,在5%的统计水平上显著。股灾后,股市收益仍是沪股通资金的格兰杰原因,在1%的统计水平上显著。股灾前后,股市收益和投资者情绪都互为格兰杰原因,都在5%的统计水平上显著。这和前文的结论基本一致,股市收益能够影响沪股通资金,但是沪股通资金对股市收益的影响很小。

6. 稳健性分析。为使结论更加准确、更具普遍性,本文从股市收益指标方面进行稳健性检验。我们分别使用上证指数和深证指数替换前文的沪深300指数,重新进行以上分析。检验结果与前文结论基本相同,说明前文分析结果对不同的股票指数仍具有稳健性。

五、结论与启示

本文首先使用市场换手率、新增股民开户数、市场成交量和市场市盈率四个客观指标构建了复合的投资者情绪指标,然后用当期及滞后期的投资者情绪分析了2015年股灾前后沪股通资金与股市收益之间的关系,最后使用格兰杰因果关系检验了股灾前后投资者情绪、沪股通资金与股市收益之间的因果关系,得到以下结论:

沪股通资金并没有在A股每次的低点买入、高点卖出,有时甚至高买低卖,外资并不能每次都能精准预判A股的底

部和顶部。

股灾前后,当期及滞后期的投资者情绪对股市收益产生显著影响,投资者情绪对于股票价格指数具有一定的预测作用。股灾前后,沪股通资金对股市收益影响不显著,股灾前,滞后一期的股市收益对沪股通资金影响较大,当期股市收益对沪股通资金影响较小;股灾后,当期股市收益对沪股通资金影响显著,滞后一期股市收益对沪股通资金影响不显著。股灾前后,沪股通资金都不是股市收益的格兰杰原因,股市收益都是沪股通资金的格兰杰原因,投资者情绪与股市收益都互为格兰杰原因。由此可知,外资的进出也未能影响A股走势。

本文结论表明,没有明显的证据可以证明外资总能抄底A股,也许外资在某些时刻能够抄底或者逃顶成功,但是和国内其他资金一样,外资的抄底和逃顶只是小概率事件。外资在我国股市的交易以快进快出的投机交易为主,这对我国股市而言,更多的是利空而非利好。对于我国股市,最重要的是规范市场、惩罚违规者和造假者,有什么样的游戏规则和市场环境,就会有有什么样的投资者,如果不营造价值投资的氛围,市场也很难指望投资者能长期持股。

主要参考文献:

Delong, Shleifer. Noise trader in risk in financial Markets [J]. Journal of Political Economy, 1990(98).

Verma, Soydemir. The impact of individual and institutional investor sentiment on the market price of risk [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2009(3).

朱伟骅,张宗新. 投资者情绪、市场波动与股市泡沫[J]. 经济理论与经济管理, 2008(2).

张丹,廖士光. 中国证券市场投资者情绪研究[J]. 证券市场导报, 2009(10).

余佩琨,钟瑞军. 个人投资者情绪能预测市场收益率吗[J]. 南开管理评论, 2009(1).

林树,俞乔. 有限理性、动物精神及市场崩溃:对情绪波动与交易行为的实验研究[J]. 经济研究, 2010(8).

梁丽珍. 投资者情绪影响因素的实证研究[J]. 统计与决策, 2010(4).

乔智,耿志民. 股吧对个人投资者情绪的影响研究[J]. 金融理论与实践, 2013(11).

高大良,刘志峰,杨晓光. 投资者情绪、平均相关性与股市收益[J]. 中国管理科学, 2015(2).

鹿坪,田甜,姚海鑫. 个人投资者情绪、机构投资者情绪与证券市场指数收益[J]. 上海金融, 2015(1).

易志高,茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICI的构建[J]. 金融研究, 2009(11).

作者单位: 辽宁大学经济学院, 沈阳 110036