

# 股市投资者情绪及其预测

刘仁和<sup>1</sup>, 陈柳钦<sup>2</sup>

(1. 华南农业大学 经济管理学院, 广州 510642;

2. 天津社会科学院, 天津 300091)

**[摘 要]**金融市场的心理学基础越来越受到金融经济学家的重视。投资者的态度和意见通常随着时间的变化而变换, 他们的改变会对市场产生重要影响。投资者心理包括信心、注意、懊悔等方面。对股市心理的测量可以从直接测量和间接测量来进行。投资者情绪可以预测随后的股市回报、股市上涨, 明显能驱动投资者继续看好未来股市, 显示股市中存在反馈环。

**[关键词]**投资者情绪; 股市回报; 反馈环

**[中图分类号]**F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1000-8284(2005)08-0110-04

金融市场的心理学基础越来越受到金融经济学家的重视。投资者的态度和意见通常随着时间的变化而变化, 并且它们的改变会对市场产生重要的影响。对股市心理的测量可以从两个角度来进行, 一是直接测量投资者的心理变化, 赋予一定的测量值; 二是通过间接的测量指标, 反映投资者的心理变化。

## 一、投资者情绪指标的构造

投资者情绪指标有两个基本的构成办法: 一是在一种理论的指导下, 由与情绪相关的股价或数量构造而成; 二是对投资者进行调查。在美国, 以第一种方法获得的比较常用的情绪指数有: S&P500 看跌期权与看涨期权比率、纽约股票交易所看跌期权与看涨期权比率、封闭式基金的贴水率、布朗氏信心指数(10种顶级公司债券平均回报率与道·琼斯40种债券平均回报率之比)、专家的卖空比率等。看跌期权与看涨期权比率是由看跌期权数量与看涨期权数量之比。一个高的比率就意味着悲观的市场情绪。当认为市场要下跌的投资者可能倾向于购买下跌期权, 那么看跌与看涨期权价格、股票价格都会发生变化。这类指数的优点就是, 它们直接从市场数据中获得的, 不像问卷表的调查可能遇到样本选择偏差风险; 而且可以根据很久以前的历史数据进行时间序列分析。

在美国通过调查被访者的预期而得到的比较有名的市场情绪指数中, 美国个人投资者协会(AAII)多空指数在每个星期对会员进行调查, 表示看跌或看多的百分比; 投资者

**[收稿日期]**2005-05-10

**[基金项目]**2004年黑龙江省教育厅海外学人项目(1054HQ012)

**[作者简介]**刘仁和(1968-), 男, 湖南双峰人, 华南农业大学经济管理学院副教授, 经济学博士, 从事财务与金融研究。

智慧(II)是美国一家有名的投资中介机构,它最有名的是多空情绪指数,始于1963年,它每周调查了140多个独立的股票市场信息,评论最近对客户所做的投资建议,其最大用处是作为一个相反指标而起到预测股市的作用。

有人认为,不同的投资者,情绪变化也不一样。他们通过实证分析,发现投资者情绪用于战术性资产分配时具有统计学意义。他们发现了投资者情绪跟未来回报呈反向关系,而且部分指标具有统计显著性。

还有人认为,这些情绪指标并没有真正理解泡沫的含义:它们只不过是市场预期的指标。在理解泡沫的含义方面,由他设计的泡沫指数是最好的。投资者心理包括信心、注意、懊悔等许多方面。认为,从随时间而变化的趋势以及对市场行为的潜在重要性来看,泡沫预期和信心是两个最值得关注的。泡沫预期是指投资者认为,在泡沫破灭之前市场会沿着一个看得见的趋势上升。信心是指投资者觉得某项投资不会出错,以致没什么要担心的而安然入睡。

除了在美国几乎没有有关投资者态度的调查数据,以致那些认为这些态度随时间而发生重要变化的人,只能依靠他们自己偶然的和非正式的观察。大部分有关投资者情绪的数据只参考了简单的股价波动的预期或者这些预期的指数。虽然这些数据是有用的,但是可能没有抓住投资者心理中的关键部分。

通常人们定义的泡沫,或者人们对价格一直上涨的信心是重要的心理组成部分。这些指标的整体波动频率是值得研究的。有人编制了有关投资者态度的问卷表。从1989年以来,每半年向美国和日本的行为者投资者发放。他也在1989年和1996年向美国的个人投资者发放过。从2001年7月以来,改为每个月分别向行为者和个人投资者进行调查。

值得一提的是,根据的调查数据,即现在由耶鲁管理学院编制的、以股市信心指数形式表示的数据在1989—2000年一直上升,跟同期美国股市一样展示了同样的趋势。上世纪末美国股市像以前的郁金香热时期,公众的注意力和谈论话题集中在投机性市场上,“新纪元”的想法推动股市沿着一个不平坦、但不可阻挡的趋势上升。美国股市繁荣最终在2000年结束。股市越繁荣,投资者信心指数越高。股市的繁荣激发了投资者的涌入股市的热情,投资者越来越相信股市会沿着一个上升趋势前进。在中国,同样也存在这种现象,下文分析了中国投资者情绪跟股市回报的关系,发现股市回报高,投资者看多的意愿越强烈。

## 二、中国股市情绪指标

在我国股市建立十几年里,也有人对股市进行了正规的心理调查(时堪,许均华等,2001),但是,这些调查涉及范围广,其主要缺点是没有从时间跨度来调查研究投资者的心理变化。

中国股市情绪指标一部分可以从股市中得来,另一部分来自对投资者的调查。目前,出现较早而且较有影响的是华鼎市场调查公司所作的投资者“多空”意见与投资者仓位调查。其次,还有《股市动态分析》所做的好淡指数。

1. 华鼎“多空”民意调查。主要是对大、中、散户的仓位情况以及对后市涨、跌的看法进行调查,报告以客观数据为中心,通过华鼎自编数据处理程序进行处理,结合华鼎仓位指数模型与基本面形成华鼎“多空”民意调查报告。华鼎“多空”调查栏目自1999年3月

推出至今,已形成日评实用版和周评精华版两种版本,针对不同类型客户需求又可分为媒体版、广播电视版和券商版三个版本。华鼎“多空”报告结构主要分为以下几点:(1)华鼎调查仓位值测市:根据华鼎仓位值理论,我们把投资者的仓位分为弱势区、中势区和强势区,对仓位所处的位置进行判断,得到市场操作的最佳方案。特点:对大盘局部顶、底部判断较为准确。(2)华鼎人气指标调查:通过我们每日对中小投资者的调查,能及时的掌握市场的变化情况,对市场中存在的人气低迷阶段、人气高涨阶段和人气不稳定阶段能进行及时的界定,使投资者快速有效地做出投资决定。特点是客观揭示市场投资者心态。

2.《股市动态分析》好淡指数:《股市动态分析》好淡指数每周末公布,也有几年的历史了。《股市动态分析》好淡指数填补了中国证券市场指标体系中的空白。好淡指数(或称好友指数)与随机指标,相对强弱指标,威廉指数等不同,不是通过对客观数值的计算得出的,而是通过统计被访者的主观判断得出的,是一种主观性的指标,通常的做法是统计选定的证券媒体上看好或看淡观点的比例。如在选定的范围内,对后市看好的观点为80%,则好友指数为80%,好友指数是国外证券研究机构或证券分析师常用的一个指标。《股市动态分析》好淡指数分短、中期两个指标,短期指数是样本对下周走势的预期,中期指数是样本对1—3个月市势的趋势性预测,两个指标均为0—100,数值越大表示越多的样本看好后市,反之,则表示越多的人看淡后市。《股市动态分析》好淡指数样本为证券业业内人士,包括证券公司证券研究人员、机构操盘手、基金经理人、证券咨询机构分析人士、中小散户等,基本上涵盖了证券市场的参与者。从《股市动态分析》好淡指数的运行看,显著的特点是中期指数相对稳定,并一直在高位强势运行,反映市场对中期走势一直比较乐观,短期指数震荡剧烈,受消息面、新股发行节奏等市场因素影响明显,短期指数对短线波动极其灵敏。如当期短期好淡指数过低,肯定会出现短期回调,即使是前半周走势良好,后半周回调也会如期出现,如当期短期好淡指数较高,即使前半周走势不佳,后半周也会转势走好。

### 三、中国投资者情绪指标的预测力

本文分析投资者情绪水平的变化跟市场回报的关系时,情绪指标使用的是《股市动态分析》编制的“好淡指数”。该指数反映的是被访者的看多的人数比例,数值越高,反映看多的比例越高。市场回报使用的是上证指数的回报。上证指数数据来自:《分析家》股市分析系统。样本区间为2000年1月1日——2003年10月11日。表1显示,在预测随后股市回报方面,情绪指标变化明显是一个相反指标,特别是在1、2、4周回报的预测方面具有统计显著性,当然时间跨度拉长之后,显著性下降了,比如,26、52周回报方面不具显著性。由此可见,之前的投资者情绪上升幅度大,随后股市回报下降幅度大;之前投资者情绪下降幅度大,随后股市回报上升幅度大。

是什么力量使得投资者作多呢?表2显示,在投资者情绪指标的绝对水平的变化中,无论是短期指标还是中期指标都表明,如果一周的回报高,则情绪指标数值就升高得多;如果一周回报低,则情绪指标数值就下降得多,所以,从情绪水平的变化来看,是市场的上涨推动了投资的情绪。这显示中国股市中存在反馈环。所谓反馈环,是指由于分析乐观的收益预测、通货膨胀回落及“货币幻觉”的影响等等,导致了投机性价格上升,一些投资者取得了成功,从而吸引了公众的注意力,导致了价格的进一步上涨,因为通过投资需求上升,最初价格上涨又反馈到了更高价格当中。第二轮价格上涨又反馈到第三轮,然后反

馈到第四轮,如此循环。如果反馈环没被打断的话,它可能产生多轮投机泡沫。总之,最初引起股市上涨的因素的作用被放大,价格的上涨激发了投资者的诸多情绪,从而产生了远远超过基本面的价格上涨。

表 1 投资者情绪指标变化跟随后回报的关系

$r_i = c + \beta V_i$						
		后 1 周回报	后 2 周回报	后 4 周回报	后 26 周回报	后 52 周回报
短期指标变化	$\beta$	-0.000403	-0.000309	-0.000386	-0.000336	-0.000336
	(t 检验值)	(-4.788 **)	(-2.48 *)	(-2.18 *)	(-0.709)	(-0.7095)
	调整 $R^2$	0.108	0.027	0.0207	-0.003	-0.003
中期指标变化	$\beta$	-0.000206	-0.000662	-0.001133	-0.001753	-0.001753
	(t 检验值)	(-1.148)	(-2.627 **)	(-3.169 **)	(-1.886)	(-1.886)
	调整 $R^2$	0.0017	0.031	0.0486	0.0162	0.016

\* 在 5% 置信水平下显著; \*\* 在 1% 置信水平下显著。

表 2 情绪指标变化跟当前一周回报  $r$  的关系

$V_i = c + \beta r_i$		
变量 $V_i$	$\beta$ (t 检验值)	调整 $R^2$
短期指标变化	179.58(2.949 **)	0.04
中期指标变化	201.94(7.46 **)	0.23

\*\* 在 1% 置信水平下显著。

#### 四、结论与启示

1. 在外国,无论是泡沫预期指标,还是市场情绪指标,都能够较好地评估市场状况。作为相反指标,有时具有较大的参考价值。国外学术界通过实证分析,发现投资者情绪指标具有战术资产配置意义。

2. 通过实证分析,本文认为中国投资者情绪对于预测随后的股市回报具有一定参考意义。在好淡指标绝对水平的变动方面,它的短、中期指标都能够起到反向指标的作用,比如,好淡指标值上升幅度大,则意味着随后的市场回报就下降得多。中国股市上涨,明显能激发投资者的情绪。通过实证分析发现,本周市场回报高,则投资者的情绪就高。这显示中国股市中存在反馈环,有助于理解股市波动。

3. 由于直接测量股市心理指标的设计、调查及统计都比较复杂和专业,在西方国家刚刚开始。在我国虽然有对股市心理的调查,但作为对股市的长期而系统的心理调查还没有,算得上还是一块未开垦的处女地。我国亟须加强这方面的研究。随着我国股指期货、允许买空卖空等金融创新措施的推出,情绪指数将会更丰富。

〔责任编辑:刘 阳〕