

## 《行为金融学》作业参考答案

### 第8章

#### 一、思考习题

##### 1、股票的价格一定向价值回归吗，为什么？

答：不一定。虽然有效市场假说认为股票价格已经完全反映市场信息，因此价格不存在可预测性。此时，当前价格与资产内在价值完全一致。但实际上，学者们纷纷发现市场长期存在部分收益可预测性现象，例如：动量效应、反转效应、规模效应等。这一类股价趋势性异象表明股价不一定向价值靠拢。

##### 2、动量效应和反转效应产生存在的原因是什么，它对投资者的投资策略有什么影响？

答：原因：①根源在于市场对信息的反应速度，即反应不足导致动量效应，过度反应导致反转效应。当投资者对信息没有充分反应时，信息逐步在股价中得到体现，股价因此会在短期内沿着初始方向变动，即表现出动量效应；而当投资者受到一系列利好消息或利空消息的刺激，他们可能对股票未来的投资收益表现出过度乐观或悲观的判断，从而导致股票定价过高或过低，而随后当投资者普遍意识到他们高估或低估股票收益时，股价则会表现出相反方向的变动，即为反转效应。②投资者代表性偏差与保守性偏差，前者导致投资者对新信息过度反应，后者导致投资者对信息反应不足。③投资者过度自信与归因偏差。过度自信使投资者高估私人信号而低估公共信号，归因偏差则进一步助推过度自信。④信息扩散效应。市场存在信息观察者与惯性交易者，两类交易者的互动产生动量效应与反转效应。

影响：①在动量效应中，短期内，投资者可以通过构建无风险套利组合，即买入短时间内表现好的股票，卖出短时间内表现差的股票，以获得超额收益。②在反转效应中，长期内，投资者可以买进输者组合的同时卖空赢者组合，以在风险调整的基础上获取超额收益。

##### 3、过度反应和反应不足产生的心理和行为因素是什么？请用我国证券市场的实例予以说明。

答：心理与行为因素：①代表性偏差和保守性偏差。前者会造成投资者对新信息的反应过度，而后者则会造成对信息的反应不足。②过度自信和归因偏差也会导致过度反应和反应不足。过度自信的投资者会过高估计私人信息，过低估计公共信息，导致对私人信息的过度反应。③投资者的注意力偏差，过度关注使投资者容易对高关注度事件过度反应，而有限注意导致对低关注度事件反应不足。④投资者情绪。当投资者情绪高涨时，会对部分信息过度反应；而

当投资者情绪低迷时则表现出反应不足。

实例：略，针对每个行为与心理偏差提出合适的例子即可

#### 4、投资者情绪如何对股票价格产生影响，投资者情绪指数真能够预测股票指数的波动吗？

答：影响：①投资者情绪会影响投资者的交易行为，例如有研究发现投资者在情绪高涨时会有更高的买入行为，而在情绪低迷时则会有更高的卖出行为。因此，投资者情绪通过影响其交易行为而影响股价波动。②投资者情绪会影响理性套利者的套利行为。投资者情绪助长了噪声交易者偏差，使得上市公司的股价波动率更大。因此，导致套利者面临更大的噪声交易者风险而更难以估计公司基本面，从而影响股价行为。③投资者情绪导致股价的联动。市场上的“噪音交易者”会收到相同情绪的影响，一直看好或一直看空。进而同时买进或卖出股票，这会使得基本面上没有联系的股票间产生了一个“共同的影响因子”——投资者情绪，从而导致了股票间脱离基本面的联动性。④投资者情绪会对股票市场收益率产生影响。通过寻找一些与投资者情绪相关的代理指标来表征投资者情绪的高低，并通过分析这些代理指标与股票市场指数之间的联系来推断情绪对股票市场的影响。绝大部分研究都表明这些情绪的代理指标与股票市场的收益之间存在显著的正向关系。⑤投资者情绪会对个股的有不同影响。那些容易受到情绪影响的股票一般是规模小、成立时间短或者波动性比较大的公司。

预测：学术界对投资者情绪指数是否能预测股指存在分歧，主要困难在于投资者的情绪难以测度。近年来，部分研究用天气变化、体育赛事情况、互联网用户生成数据等变量来测度情绪，得到情绪预测股指波动的统计证据。

#### 5、描述一个你知道的证券市场中股票收益可预测性的例子，请解释它为什么会出现并谈谈自己的观点。

答：略，例子只需表现出股票收益存在一定趋势性即可

## 二、案例分析：春节效应

大量的实例表明，股票收益率在不同的时间存在系统性可预测性，比如在中国的股票市场上则存在一种特别的“春节效应”，即春节过后的股票收益率表现更好。从中国股市的发展历史来看，春节过后沪深股票市场中大部分股票都会呈现出上涨的趋势。为此，我们用中国 A 股市场数据进行简单的统计分析。由于我国的春节多在每年二月份，因此，我们统计比较了 2001-2016 年每年 2 月份股票市场的平均收益率与全年平均收益率的关系。收益率比较见图 8-15 所示。

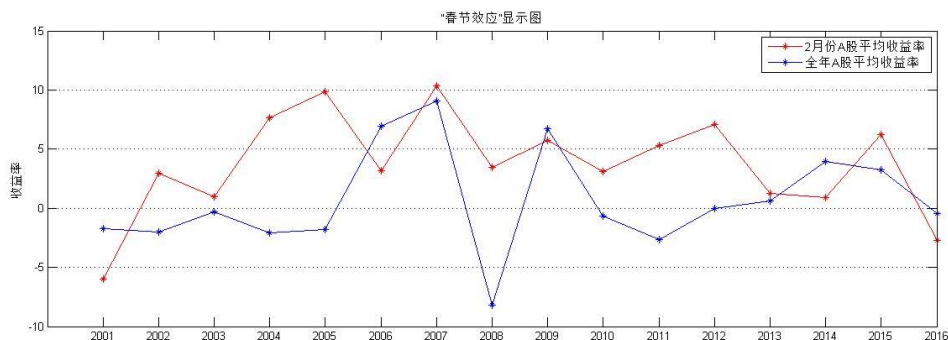


图 8-15 中国 A 股市场 2 月平均收益率与年平均收益率

从图 8-16 可以看到，2001-2016 年间，有 11 年的 2 月份 A 股的平均收益都高于该年的年平均收益，仅有 5 年低于该年均收益率。进一步分析发现，A 股的平均年收益在绝大部分年份均为负值，仅在 2006-2007 年以及 2013-2015 年两波牛市的行情下为正值；相比之下，各年的 2 月份平均收益率在绝大部分情况下均有正向的月收益，仅 2001 与 2016 年 2 月收益为负值，即使在 2002-2005 年的熊市阶段以及 2008 年股市进入快速下滑时期，其二月份 A 股仍保持了正向的收益。可见，在我国股票市场存在着明显的“春节效应”。

问题：

- (1) 为什么在我国会存在“春节效应”？从哪些方面可以解释这种春节效应？
- (2) 我国的“春节效应”与其他可能的季节效应之间有什么异同？

**(1) 答：**春节效应与中国的传统节日安排有关，春节作为中国人最重要的传统节日，不仅会带来较长的节假日周期。同时，也是传统家庭团圆的重要时节。可见，在春节前后，个人情绪、资金流动、信息沟通都会发生较大变化，从而引起股市波动。

解释：①投资者情绪效应。春节最直观的影响是给投资者带来明显的正面情绪刺激，这种正面情绪会导致投资者有更高的自信与购买意愿去投资风险资产。②资产流动性溢价。春节期间，投资者正常就业通常会获得较大规模的年终奖。这批年终奖作为意外所得会被投资者因“心理账户”影响而倾向于投资风险资产，从而让股市流动性更为充裕，引起价格上涨；③投资者关注度诱导。春节后不仅正逢两会举办，政府会出台利好消息；春节过后，上市公司也会发布新年计划等正面预期。从而吸引投资者关注，并引起股市上涨。另一方面，春节假期较长容易形成更大的信息累积，这些信息一旦释放到股票市场中将引起较大的价格波动。

**(2) 答：**①首先，春节作为假日效应并不等同于诸如周末效应、一月效应等一般意义的日历效应。已有学者通过实证设计发现，即便是在控制了一般的

日历效应后，春节效应仍旧存在。说明春节效应引发的股价波动并不完全等同于其他日历效应。这可能是因为春节与其他日历效应相比，引发的非交易日期限更长，信息的累积效应也更为明显。而另一方面，引起的投资者情绪热潮与资金效应也更为明显。②然而，我们也必须承认，无论是春节效应还是其他季节效应，都属于收益率异象。因春节节假日与其他周末、一月等都并不一定会出现新信息，但先后引起的股价变化都说明存在明显的“无信息波动”。可见，在这里面，投资者的情绪存在很大的影响。无论是春节效应还是周末效应，投资者高涨的情绪都引起了更为频繁的交易行为，从而导致股价变化。

#### 参考文献：

Teng C C, Yang J J. Chinese Lunar New Year effect, investor sentiment, and market deregulation[J]. Finance Research Letters, 2018.

谢凤鸣.中国 A 股市场春节效应研究[J].时代金融,2018(21):166-167.

Yuan T, Gupta R. Chinese lunar New Year effect in Asian stock markets, 1999–2012[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2014, 54(4): 529-537.

王梦娇.股票市场的节气效应研究[D].东南大学,2017.