

第8章 金融市场的股票 收益率异象

Stock Market Anomalies



引导案例：天气影响股票市场的收益吗？



The weather effect

云量与股市

Stock Prices and Wall Street Weather

Edward M. Saunders, Jr.

The American Economic Review

Vol. 83, No. 5 (Dec., 1993), pp. 1337-1345 (9 pages)

- Saunders (1993) 发现纽约的云量（日照的代理变量）与纽约股价的波动相关：当云量为100%时（此时85%是雨天）股指收益显著低于平均水平；当云量为0-20%时（晴天），收益显著高于平均水平。

云量与股市



Article |  Full Access |

Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather

David Hirshleifer, Tyler Shumway

First published: 06 May 2003 | <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00556> | Citations: 727

- Hirshleifer和Shumway（2003）发现代表气候变化的重要指标—云量对股票指数产生影响，在26个城市中有18个城市的云量和股指收益呈现负相关的趋势。

案例思考

- 为何天气会影响股票价格走势呢?
- 投资者的心理在其中扮演了什么角色?
- 天气变化是如何通过投资者情绪影响股票市场的呢?





8.1 股权溢价之谜

8.2 市场非有效的早期异象

8.3 动量效应与反转效应

8.4 投资者注意力与股票收益率异象

8.5 投资者情绪与股票收益率异象



股权溢价之谜

股权溢价为什么是谜？

- 股权溢价
 - 股票收益高于短期国库券等无风险资产收益，但其差异是基于理性预期的传统定价理论所难以解释的，这种现象被称为“股权溢价之谜”
(Equity premium puzzle)
- 标准理论解释
 - 股票投资存在风险溢价，所以收益更高
 - 研究发现1889~1978年发现每年股票溢价率约为6%，远高于标准理论的预期值(0.35%)，无法用风险溢价解释（“高得难以置信的风险厌恶系数”）

美国股票市场股权溢价（Mehra, 2008）

时间	市场指数平均收益率 (%)	无风险证券平均收益率 (%)	风险溢价 (%)
1802-2004年	8.38	3.02	5.36
1871-2005年	8.32	2.68	5.64
1889-2005年	7.67	1.31	6.36
1926-2004年	9.27	0.64	8.63

表8-1 1802-2005年美国证券市场收益

Mehra(2008) Handbook of the equity risk premium[M]

股权溢价的跨国比较（Mehra, 2008）

国家	时间	市场指数平均收益率	无风险证券平均收益率	风险溢价
英国	1900-2005年	7.4%	1.3%	6.1%
日本	1900-2005年	9.3%	-0.5%	9.8%
德国	1900-2005年	8.2%	-0.9%	9.1%
瑞典	1900-2005年	10.1%	2.1%	8.0%
澳大利亚	1900-2005年	9.2%	0.7%	8.5%
印度	1991-2004年	12.6%	1.3%	11.3%

表8-2 英国、日本、德国和法国等证券市场收益

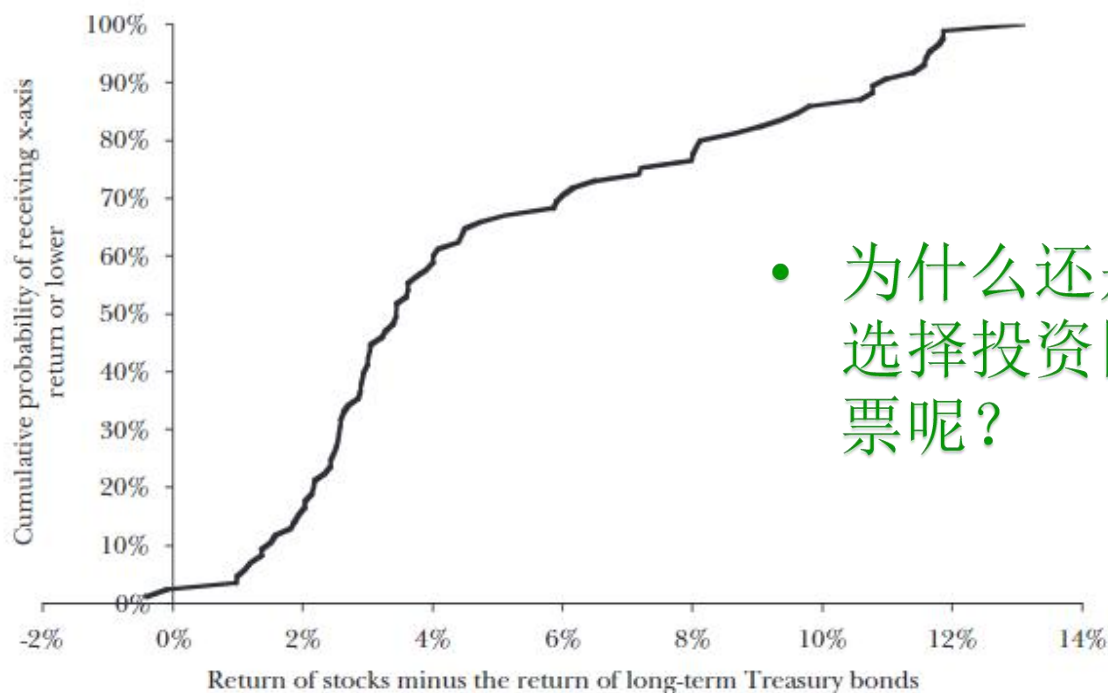
- 高股权溢价普遍存在。

股权溢价的累计分布

Figure 2

Cumulative Distribution Function for the Relative Returns of a Diversified Equity Portfolio Strategy versus a Long-term Treasury Bill Portfolio Strategy

(across cases starting in each year since the start of the twentieth century)



- 为什么还是有那么多人选择投资国债而不是股票呢？

图8-1 股权收益率的累计概率分布（DeLong和Magin, 2009）

DeLong and Magin(2009) "The US equity premium: past present and future" .JEP.

行为金融的解释

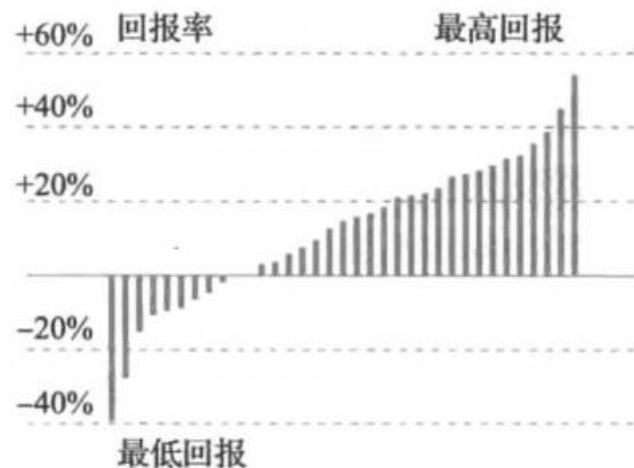
——短视的损失厌恶

- Benartzi和Thaler (1999)认为投资者的在投资上过于短视和损失厌恶。
- B&T设计调查实验，要求两组被访者看两幅基金回报图做投资选择，两幅图历史数据完全一样。
 - A指数基金
 - B债券基金

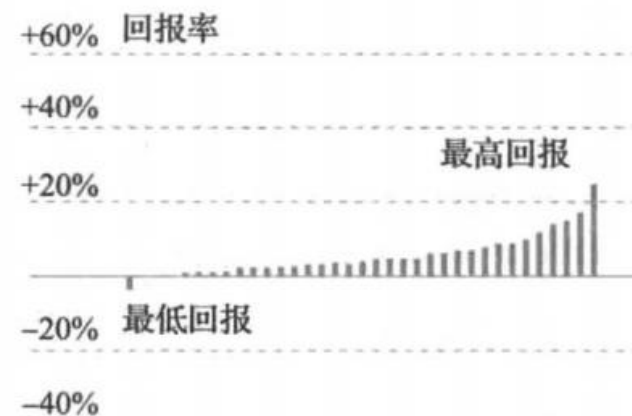
Benartzi and Thaler(1999)“ Risk aversion or myopia? Choices in repeated gambles and retirement investments” .MS.

一年回报率走势图

基金A：高风险，高回报

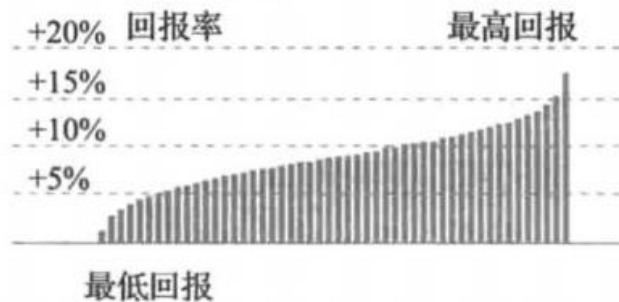


基金B：低风险，低回报



30年年均回报率走势图

基金A：高风险，高回报



基金B：低风险，低回报

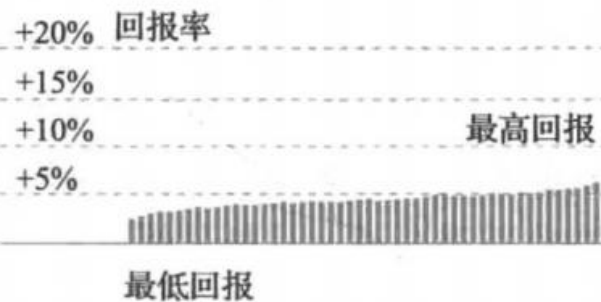


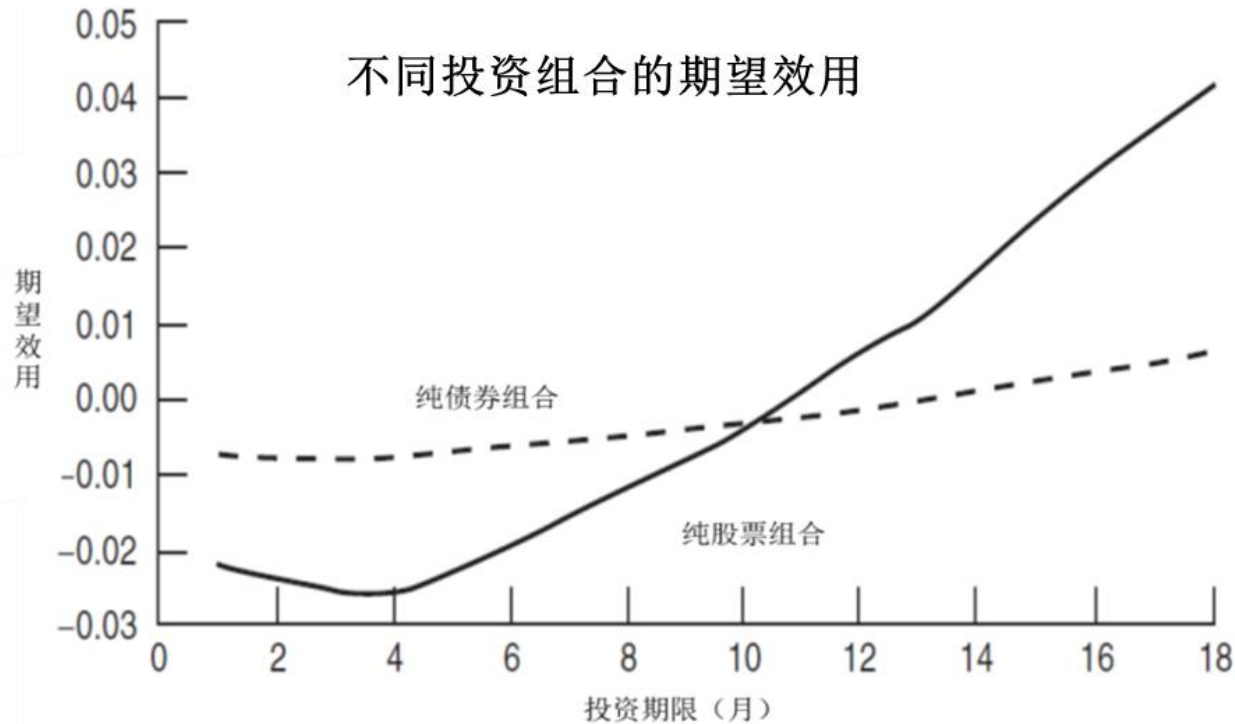
图 8-2 基金回报率的不同呈现形式

短视的损失厌恶

- 结果表明，看到1年期走势图的实验者只有40%选择基金A，而看到30年回报率走势图的那一组中则有高达90%的实验对象选择了基金A。
- 分析：人们越是经常看自己的收益，越不愿意承担风险，原因在于看得越多，看到的损失越大。
- 短的投资期限和损失厌恶是投资者不愿意持有风险资产的决定性因素——“短视的损失厌恶” (myopia loss-aversion)

前景理论的解释

- 代入KT所估算出来的价值函数中，不同的投资期限使股票与债券的期望回报存在差异



Benartzi and Thaler(1995)" Myopic loss aversion and the equity premium puzzle" .



市场非有效的早期异象

早期的股市“异象”

- 大量金融实证研究显示股票价格具有可预测性，有效市场假说受到质疑。

- 公司规模效应
- 账面市值比效应
- 日历效应



小盘股效应？

思考与联想：中国的小盘股效应

有效市场假说与规模效应

- 半强式有效市场认为市场中的公开信息无法预测股票未来的走势
- 公司规模是上市公司最重要的公开信息，依据有效市场假说的理论，如果市场是有效的，公司规模大小应该与股票收益率无关
- 然而，研究发现公司规模与公司股票收益率之间存在显著的负相关关系，即存在**规模效应**。

规模效应

- Banz(1981) **规模效应 (Size effect)**
- 指小公司股票收益率超过大公司股票收益率的现象

Journal of Financial Economics 9 (1981) 3–18.

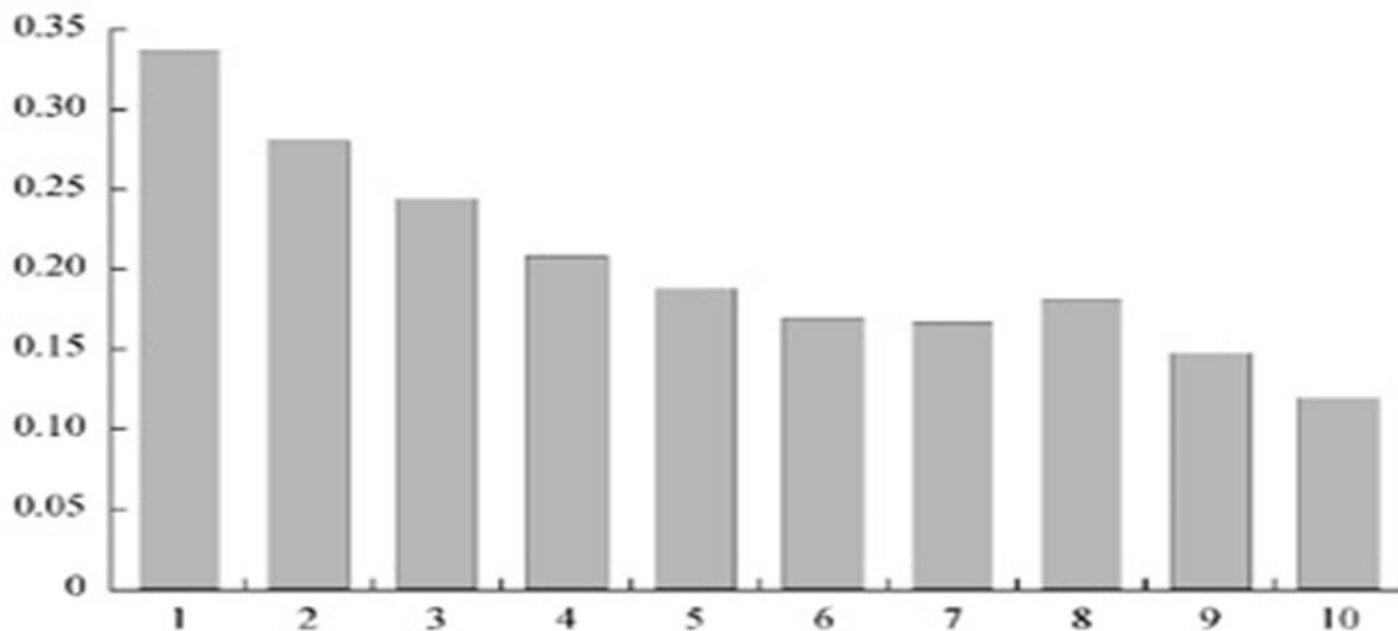
THE RELATIONSHIP BETWEEN RETURN AND MARKET VALUE OF COMMON STOCKS*

Rolf W. BANZ

Northwestern University, Evanston, IL 60201, USA

This study examines the empirical relationship between the return and the total market value of NYSE common stocks. It is found that smaller firms have had higher risk adjusted returns, on average, than larger firms. This 'size effect' has been in existence for at least forty years and is evidence that the capital asset pricing model is misspecified. The size effect is not linear in the market value; the main effect occurs for very small firms while there is little difference in return between average sized and large firms. It is not known whether size *per se* is responsible for the effect or whether size is just a proxy for one or more true unknown factors correlated with size.

我国股票市场的公司规模效应



A股中公司规模与股票回报率
刘仁和, 吕嘉琪, 张祺 (2015)

对规模效应的讨论

Fama（1993）：“规模效应”只是风险溢价的一种表现，与有效市场假说并不冲突。

Fama&French(1993)“ Common risk factors in the returns on stocks and bonds” .JEF.



对规模效应的讨论



Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns

Kent Daniel; Sheridan Titman

The Journal of Finance, Vol. 52, No. 1. (Mar., 1997), pp. 1-33.

ABSTRACT

Firm sizes and book-to-market ratios are both highly correlated with the average returns of common stocks. Fama and French (1993) argue that the association between these characteristics and returns arise because the characteristics are proxies for nondiversifiable factor risk. In contrast, the evidence in this article indicates that the return premia on small capitalization and high book-to-market stocks does not arise because of the comovements of these stocks with pervasive factors. It is the characteristics rather than the covariance structure of returns that appear to explain the cross-sectional variation in stock returns.

Daniel和Titman（1997）：规模因子仅代表公司特征对股票收益率的影响，而与公司的风险无关。

另一种观点

- 规模效应或许仅仅是统计结果上的侥幸(statistical fluke)
- 例如，Horowitz等（2000）发现自从1981年Banz规模效应的论文发表以后，规模效应正逐步缩小
- 因此，规模效应或许仅是“数据挖掘”(data mining)下的产物，而并不具有统计上的稳定性

早期的股市“异象”

- 公司规模效应
- 账面市值比效应
- 日历效应



价值型 or 成长型？

账面市值比

- 账面市值比(B/M)=股东权益/公司市值
 - 股东权益(净资产)=资产总额-负债总额 (每股净资产x流通股数)
 - 公司市值=流通股数x每股股价
- 账面市值比也是重要公开信息。因此，若市场有效则公司股票收益率应与该指标无关
 - 比值高的公司被称为“价值型公司” (value stocks)
 - 比值低的公司则被称为“成长型公司” (growth/glamour stocks)

账面市值比效应

- LSV(1994) 实证研究表明，证券市场中存在“**账面市值比效应**”（**B/M ratio effect**），即较高账面市值比公司的股票收益率高于低账面市值比公司的股

Contrarian investment, extrapolation, and risk

J Lakonishok, [A Shleifer](#), RW Vishny - The journal of finance, 1994 - Wiley Online Library

For many years, scholars and investment professionals have argued that value strategies outperform the market. These value strategies call for buying stocks that have low prices relative to earnings, dividends, book assets, or other measures of fundamental value. While ...

☆ 99 被引用次数：6150 相关文章 所有 25 个版本

ABSTRACT

For many years, scholars and investment professionals have argued that value strategies outperform the market. These value strategies call for buying stocks that have low prices relative to earnings, dividends, book assets, or other measures of fundamental value. While there is some agreement that value strategies produce higher returns, the interpretation of why they do so is more controversial. This article provides evidence that value strategies yield higher returns because these strategies exploit the suboptimal behavior of the typical investor and not because these strategies are fundamentally riskier.

LSV(1994) BM effect

表 8-3 账面市值比与股票组合收益率

按 B/M 分组 累积收益率 / 年	1 (B/M 低)	2	5	6	9	10 (B/M 高)	10 组与 1 组的差异
R1	0.110	0.117	0.131	0.154	0.183	0.173	0.063
R2	0.079	0.107	0.153	0.156	0.182	0.188	0.109
R3	0.107	0.132	0.165	0.172	0.196	0.204	0.097
R4	0.081	0.133	0.170	0.169	0.213	0.207	0.126
R5	0.088	0.137	0.171	0.176	0.206	0.215	0.127

资料来源：（1）Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk [J] . The Journal of Finance 1994, 49(5): 1541-1578.

我国的账市比效应证据

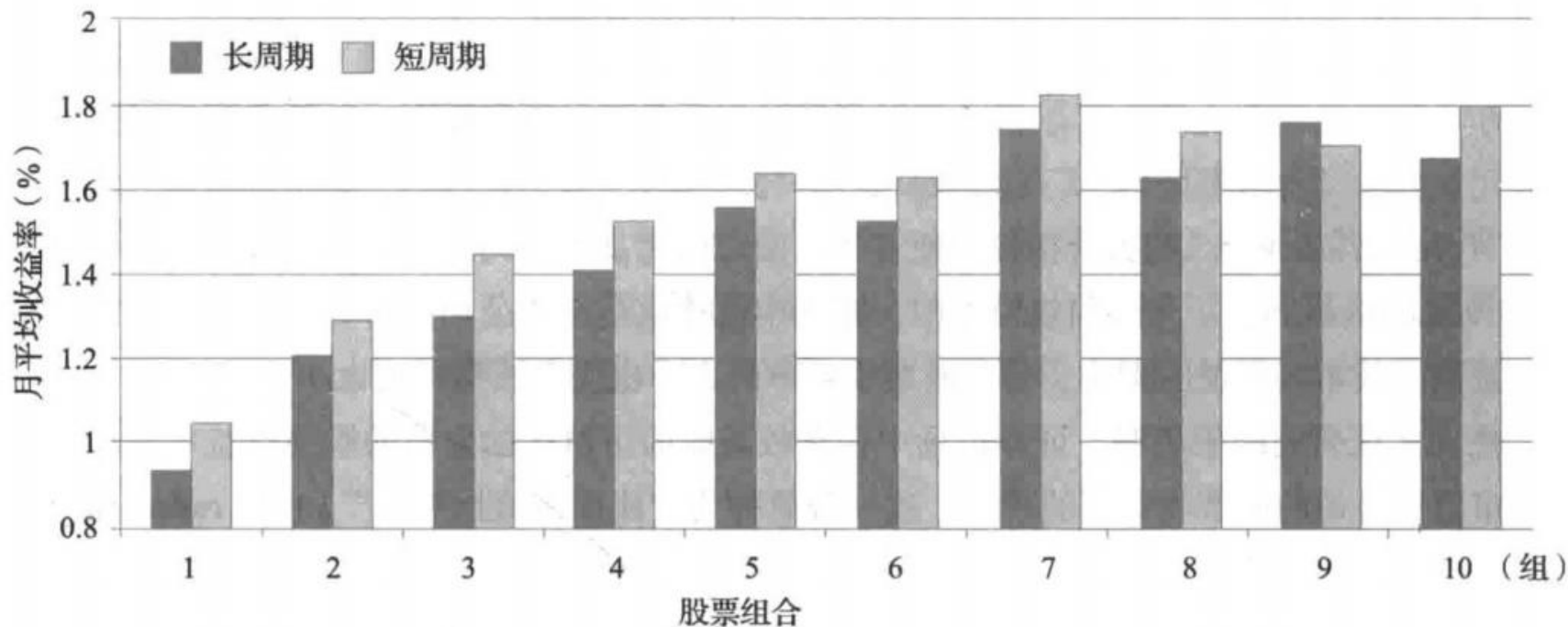


图 8-5 中国股票市场的账面市值比效应

资料来源：尹昱乔，王庆石，市值效应和价值效应的再检验 - 基于长短期视角的实证分析 (组)[J]，东北财经大学学报，2016(3): 47-55.

注：第10组为最大账面市值比的公司。

对账市比效应的讨论

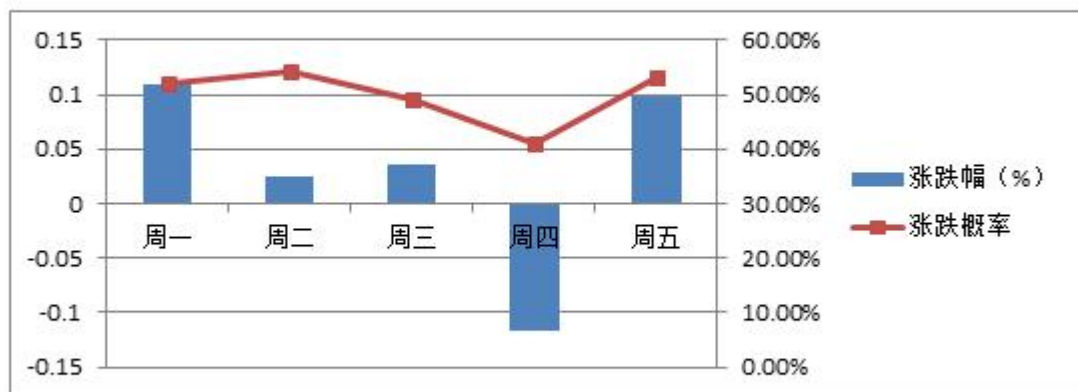
➤ 什么原因使得账面市值比能够预测公司股票的未来趋势？

- Fama和French（1993,1996）认为BM是另一种形式的“风险溢价”，高账市比公司与小公司拥有一样的高“破产风险”。提出**Fama-French三因子资产定价模型**（Mkt, SMB, HML）
- Daniel和Titman（1997）则认为同公司规模一样，BM是公司的特征，而BM高低与公司破产概率无关。

早期的股市“异象”

- 公司规模效应
- 账面市值比效应
- 日历效应

A股日历效应



上证综指星期涨跌幅统计 (2009/1/1-2019/4/1)

资料来源：

<https://zs.stock.pingan.com/a/19120.html>

日历效应的含义

- 按照有效市场观点，不同交易时间并无特殊信息含量，因此不影响股价
- 而研究发现，除了上市公司的公开信息外，特定的日历时间也与股价表现存在相关关系，这种违背EMH的市场异象被称为“**日历效应**”（**calender effect**）
- 例如：1月效应、周末效应、节假日效应等

“1月效应” (January effect)

表 8-4 美国与日本股票市场历史中的 1 月效应

股票交易市场	样本期间	1 月平均收益率 (%)	其他月份平均收益率 (%)	二者差异 (%)
美国股票市场	1802 ~ 2004	1.10	0.7	0.4
	1802 ~ 1926	0.65	0.6	0.05
	1927 ~ 2004	1.81	0.87	0.94
	1927 ~ 1952.06	1.93	0.79	1.14
	1952.7 ~ 2004	1.75	0.92	0.83
	1952.7 ~ 1986	1.53	0.91	0.62
	1987 ~ 2004	2.16	0.92	1.24
日本股票市场	1952 ~ 1980	4.5	1.2	3.3

资料来源：Haug M, Hirschey M. The january effect [J] . Financial Analysts Journal, 2006, 62(5): 78-88.

对1月效应的讨论

- 1月效应基本集中在小公司的股票上
- 1月效应的成因，学术界未有一致结论
 - **纳税效应**
 - 纳税者可以通过卖出亏损的股票来降低自己的“应纳税所得”
 - 绝大部分的卖出行为都发生在每年的年底。
 - **基金经理调整投资基准**
 - 基金经理都会选择一个特定的资产组合作为自己的“投资基准”
 - 在年末调整自己的资产组合以对应投资基准

“周末效应”（Weekend effect）

- 又称周一效应，指相比一周的其他时间，股票市场周一的表现往往更加惨淡。

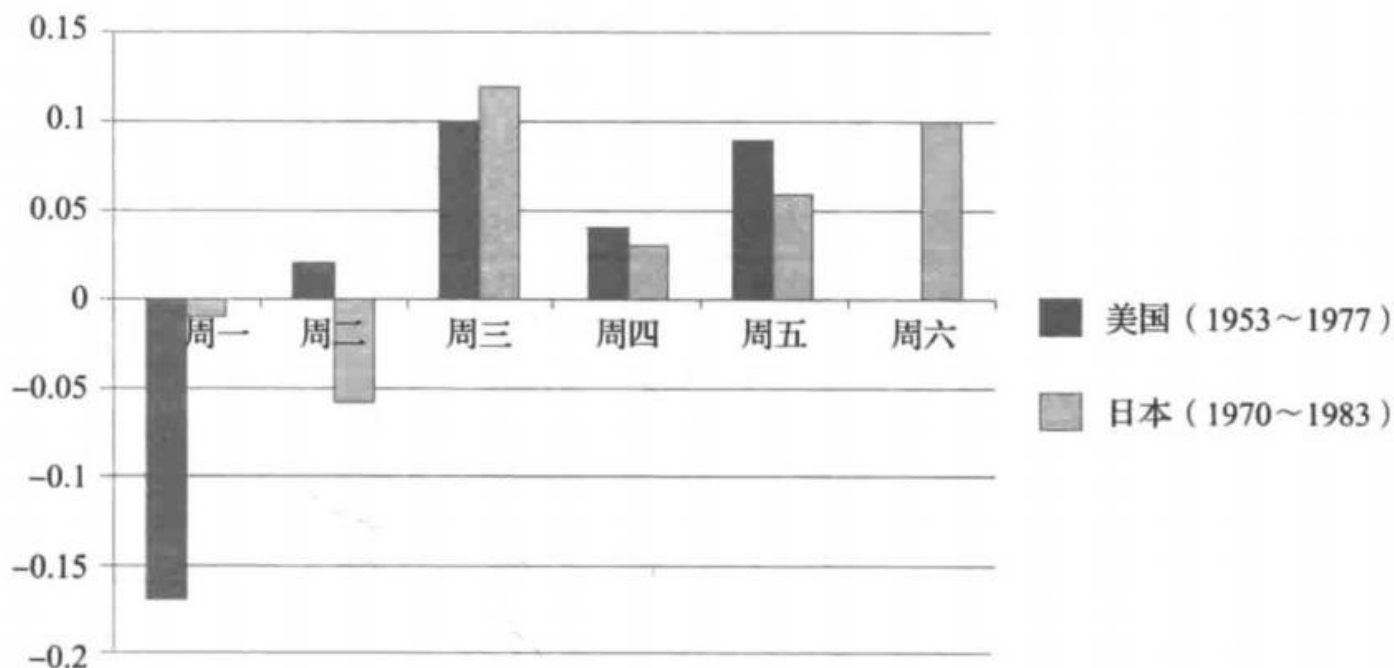


图 8-6 美国、日本股票市场平均日收益率 (%)

资料来源：戴军，股市效应的国际实证研究 [J]，中国证券报，2001，10.

“节假日效应” (Holiday effect)

- 法定节假日前后，股价往往超过普通交易日

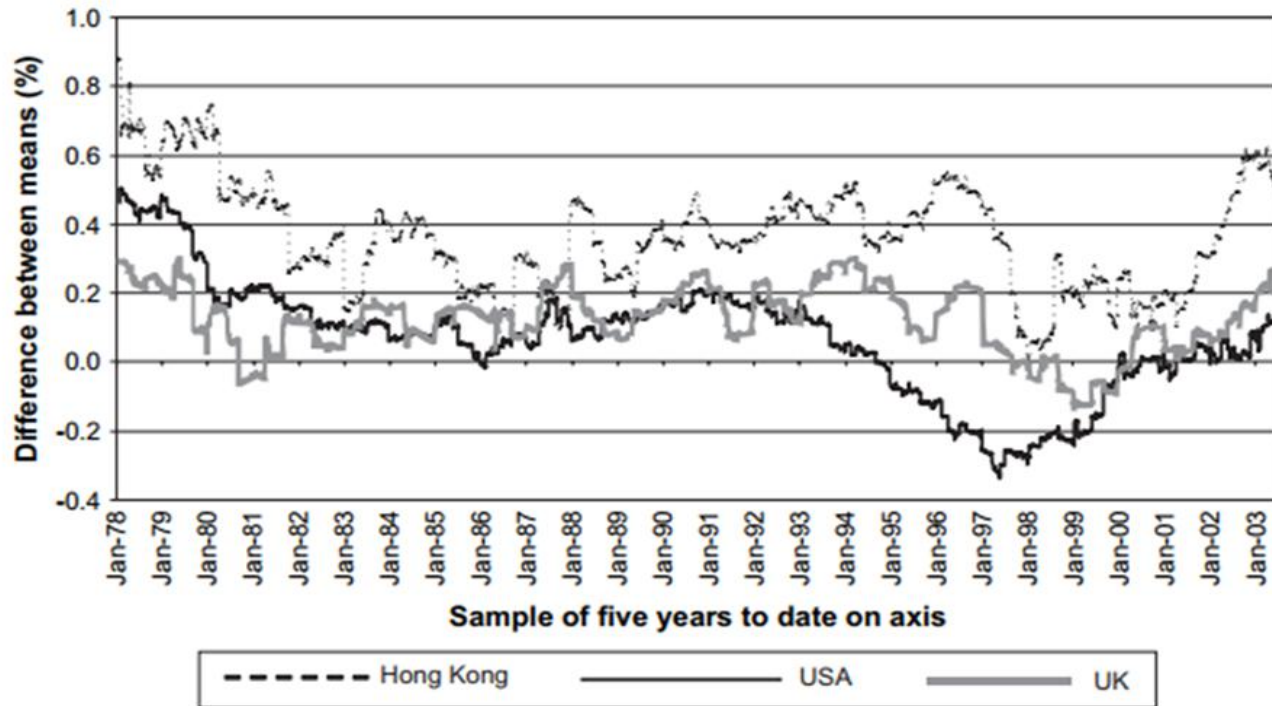


Fig. 1. The difference between the mean of daily returns (%) on pre-holiday days and on non-pre-holiday days achieved over any five year sub-period.

Chong等（2005）研究了包括美国、英国和香港的股票市场，发现在这三个市场中均存在不同程度的节前效应。



动量效应与反转效应

动量效应与反转效应的含义

- 在现实金融市场中，股票收益表现出短期的动量和长期的反转
- **动量效应**（momentum effect）
 - 较短时间内表现好的股票将会持续其好的表现
 - 表现不好的股票也将会持续其不好的表现
- **反转效应**（reversal effect）
 - 表现差的股票有强烈的趋势在其后的一段时间内经历相当大的好转
 - 表现好的股票则倾向于其后的时间内出现差的表现

反应不足导致的动量效应

- 股价对消息的“吸收”并非如EMH描述的那样迅速，而是反应不足，需要一段时间逐渐在交易价格中体现。



JOURNAL ARTICLE

Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency ☆ 99 被引用次数: 12385 相关文章 所有 39 个版本

Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman

The Journal of Finance

Vol. 48, No. 1 (Mar., 1993), pp. 65-91 (27 pages)

ABSTRACT

This paper documents that strategies which buy stocks that have performed well in the past and sell stocks that have performed poorly in the past generate significant positive returns over 3- to 12-month holding periods. We find that the profitability of these strategies are not due to their systematic risk or to delayed stock price reactions to common factors. However, part of the abnormal returns generated in the first year after portfolio formation dissipates in the following two years. A similar pattern of returns around the earnings announcements of past winners and losers is also documented.

反应不足导致动量效应

- 当发布利好消息后，信息不能立刻反应，而表现逐渐上涨的趋势
- 当发布利空消息后，股价表现出逐渐走低的趋势

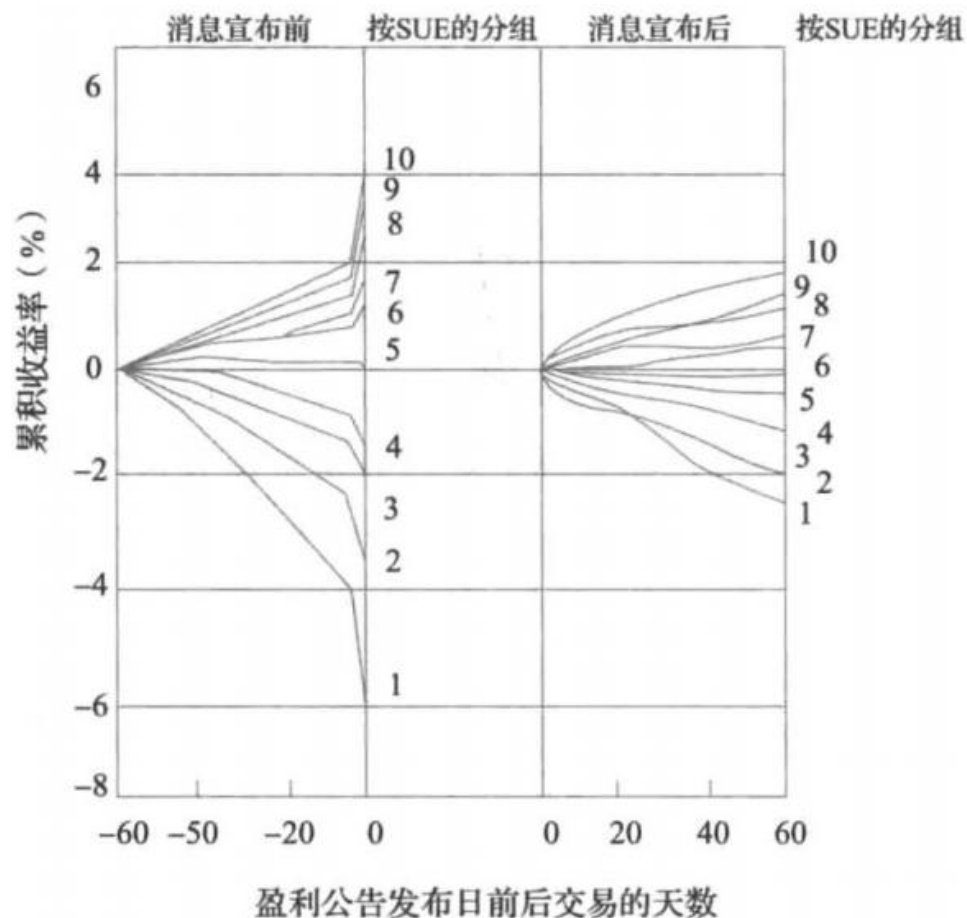


图 8-7 SUE 数据与累积收益率的对应关系图

动量效应的实证

- 利用股票历史信息预测未来收益走向

表 8-5 股票收益的动量效应

	表现分组（由低到高）									
	1- 低	2	3	4	5	6	7	8	9	10- 高
过去 6 个月 收益	-0.308	-0.126	-0.055	0.000	0.050	0.099	0.153	0.219	0.319	0.696
组合形成 6 个月后的收益	0.061	0.086	0.093	0.096	0.102	0.104	0.105	0.111	0.120	0.149
组合形成 1 年后的收益	0.143	0.185	0.198	0.208	0.214	0.222	0.223	0.235	0.248	0.297

资料来源：Chan, Jegadeesh and Lakonishok. Momentum Strategies[J]. Journal of Finance, 1996.

反应过度导致的反转效应

- 在3-5年的较长时期中，证券价格会对同一方向的信息产生“过度”反应，且后期会向均衡价格反转。

The Journal of

FINANCE

The Journal of THE AMERICAN FINANCE ASSOCIATION

Does the Stock Market Overreact?

WERNER F. M. De BONDT, RICHARD THALER

First published: July 1985 | <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x> | Citations: 2,656

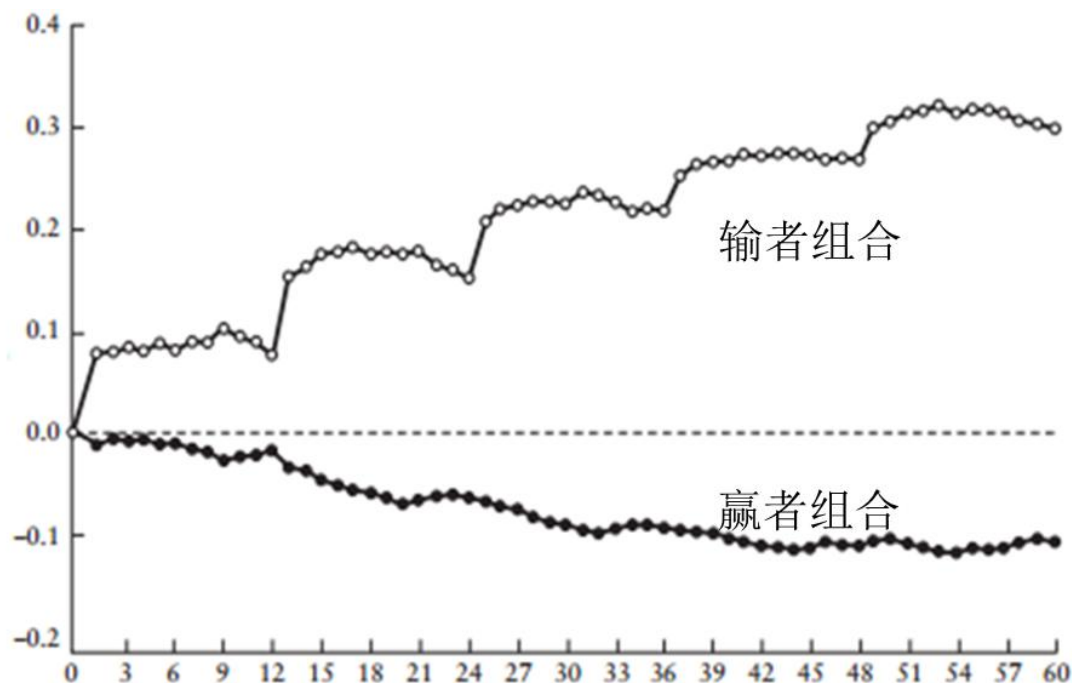
ABSTRACT

Research in experimental psychology suggests that, in violation of Bayes' rule, most people tend to “overreact” to unexpected and dramatic news events. This study of market efficiency investigates whether such behavior affects stock prices. The empirical evidence, based on CRSP monthly return data, is consistent with the overreaction hypothesis. Substantial weak form market inefficiencies are discovered. The results also shed new light on the January returns earned by prior “winners” and “losers.” Portfolios of losers experience exceptionally large January returns as late as five years after portfolio formation.

过度反应导致反转效应

- 当投资者对信息存在过度反应时，也将出现股价的回调
- Zarowin（1989）发现连续盈利不佳的公司其股价走势会明显超越连续盈利良好公司
- 利好消息不断的股票会进一步被高估；同样，利空消息不断的股票也会导致人们低估股票的价值。
- 与反应不足类似，人们对信息的过度反应使得股市中无时效信息对股票收益具有了预测作用

反转效应的实证



赢者组合与输者组合的累积平均收益率

资料来源：De Bondt and Thaler(1985). "Does the stock market overreact?" . Journal of Finance.

对动量效应与反转效应的解释

- Fama和French承认风险理论无法合理解释股价的漂移现象
- 行为金融学观点
 - 代表性偏差与保守性偏差
 - 过度自信与归因偏差
 - 信息的扩散效应

代表性偏差与保守性偏差

- **代表性偏差**使投资者过分重视近期数据
- 投资者对新信息过度反应
- 从而产生反转效应
- 例如投资者认为过去好几天价格一直在跌，所以认为未来价格可能会涨。
- **保守性偏差**使投资者无法及时根据信息修正预期
- 投资者对新信息反应不足
- 从而产生动量效应

过度自信与归因偏差

- **过度自信**使投资者高估私人信号精度，低估公共信号精度，导致对私人信息的过度反应，产生动量效应
- 当越来越多的公共信息到来后，反应过度的价格趋于反转
- **归因偏差**是指当事件与投资者的行为一致（/不一致）时，投资者将其归结为自己的高能力（/外在噪声），助长过度自信

信息的扩散效应

- 市场上存在两种有限理性的投资者，信息观察者和惯性交易者。
- **信息观察者**收到私人信息，并且私人信息在信息观察者内部逐步扩散
- **惯性投资者**只根据最近的价格变化趋势决定其投资。
- 两类投资者的相互作用就产生了动量效应与反转效应。



投资关注与股票收益率异象

注意力的稀缺

- Kahneman（1973）指出对一事物的注意必然以牺牲对另一事物的注意为代价
- Simon（1971）断言现代社会最基本的稀缺是注意力的稀缺。人们存在“有限注意”的问题
- 当今社会“信息富裕问题”引起新的稀缺问题——注意力贫穷



➤ **投资者注意力（约束）将如何影响金融市场？**

投资者过度关注与买入行为

- 研究表明，注意力约束对股票的买卖决策存在**非对称**的影响，从而使投资者对被关注股票产生净买入行为
- Baber和Odean（2008）：“注意力驱动型交易”与其对股价的影响

All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors

BM Barber, T Odean - The review of financial studies, 2008 - academic.oup.com

Abstract

We test and confirm the hypothesis that individual investors are net buyers of attention-grabbing stocks, e.g., stocks in the news, stocks experiencing high abnormal trading volume, and stocks with extreme one day returns. Attention-based buying results from the difficulty that investors have searching the thousands of stocks they can potentially buy. Individual investors don't face the same search problem when selling, because they tend to sell only a small subset of all stocks—those they already own. Stocks bought by individual investors on high-attention days tend to subsequently underperform stocks sold by those investors.

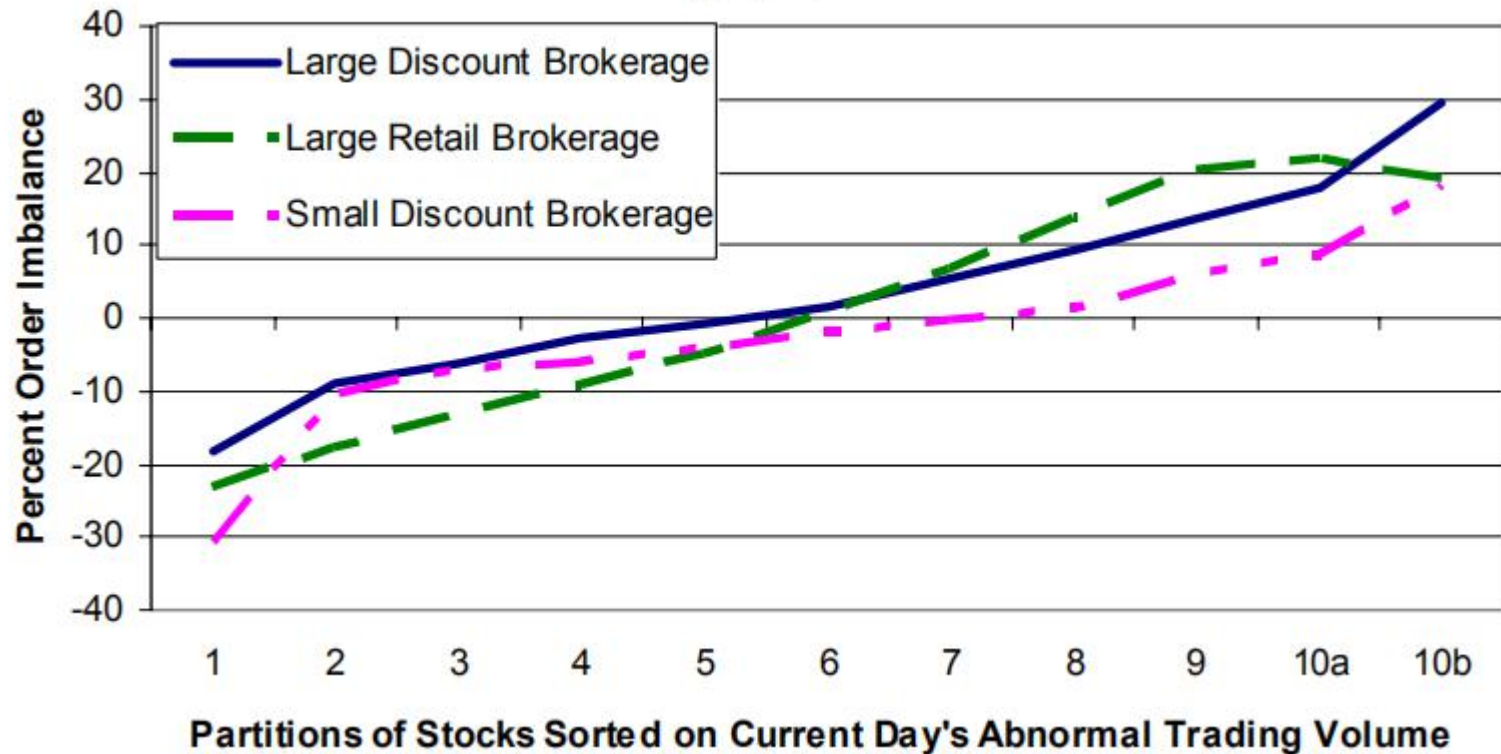


Barber&Odean(2008)

Attention is a scarce resource. When there are many alternatives, choices that attract attention are more likely to be chosen. If the salient attributes of a choice are critical to our utility, attention serves us well. If not, attention may lead to sub-optimal choices.

Barber&Odean(2008)

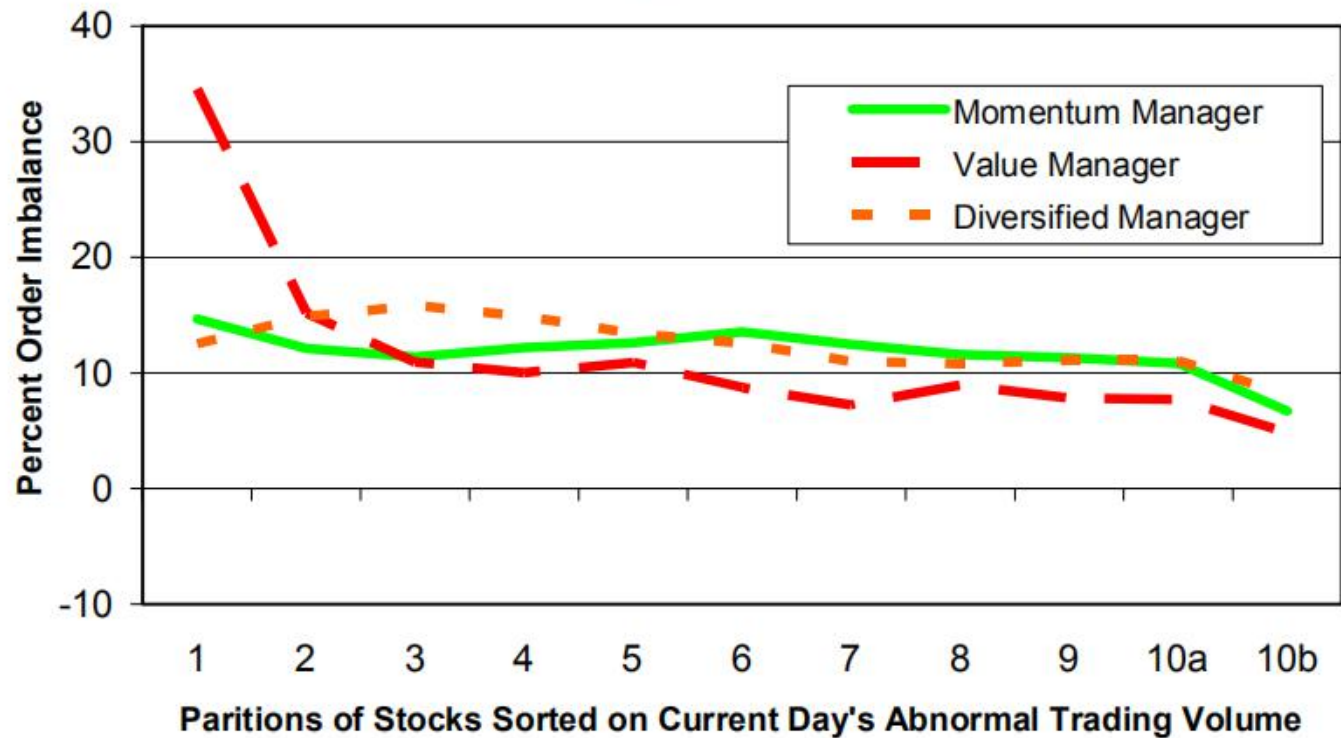
Figure 2a



注：参考对照pp.172 图8-9 股票异常交易量与投资者净买入行为

Barber&Odean(2008)

Figure 2b



过度关注弱势假说

- 注意力驱动型交易对买入股票的价格产生了显著影响
 - 研究发现上市公司广告费用的增加使该公司股票在同期的累积收益出现显著上升，但长期反转
- 过度关注弱势
 - 有限注意使吸引投资者关注的特定事件导致对相关股票的过度关注，引发股价过度反应
 - 使该类股票出现短期价格上涨而长期股价下跌的均值回归现象
- Da et al. (2011)实证证据

[In search of attention](#)

[Z Da, J Engelberg, P Gao](#) - The Journal of Finance, 2011 - Wiley Online Library

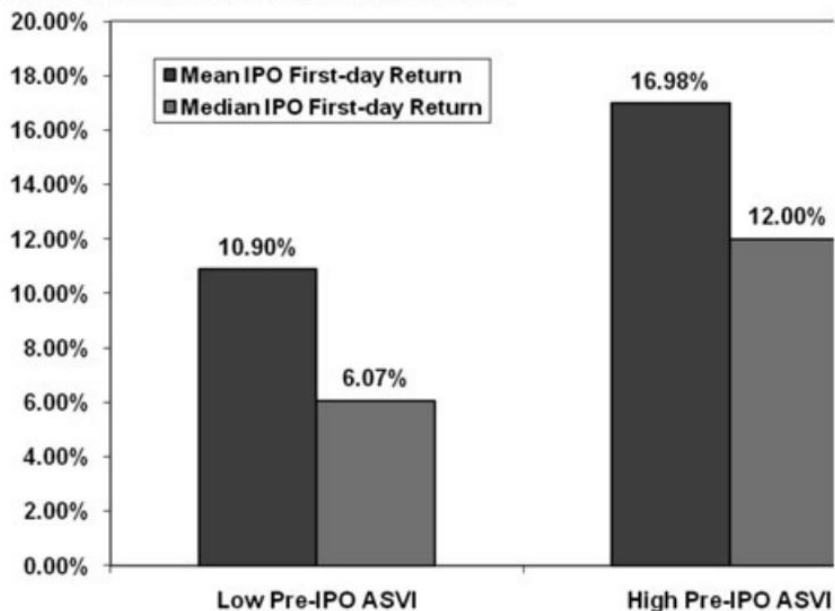
We propose a new and direct measure of investor attention using search frequency in Google (Search Volume Index (SVI)). In a sample of Russell 3000 stocks from 2004 to 2008, we find that SVI (1) is correlated with but different from existing proxies of investor ...

☆ 99 被引用次数: 1897 相关文章 所有 21 个版本

过度关注导致的股票收益变化

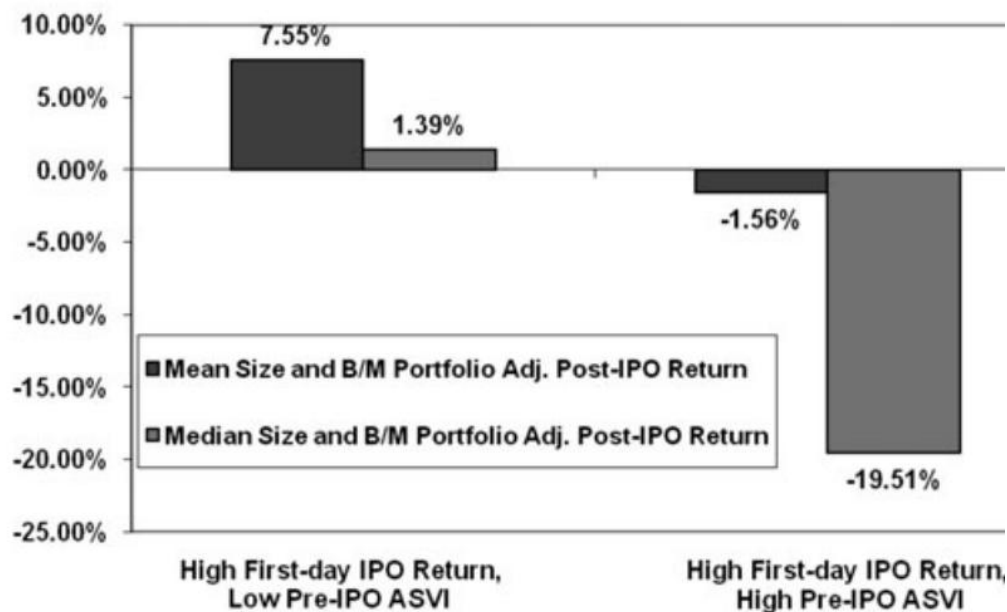
Search Volume Index (SVI)

Panel A. Pre-IPO ASVI and average first-day IPO returns



*关注度与首日收益

Panel B. Pre-IPO ASVI and cross-sectional average industry-adjusted IPO cumulative returns (4 to 1



*关注度与长期收益

投资者有限注意与反应不足

- 投资者有限注意导致对信息的疏忽，从而产生反应不足
- Hirshleifer et al.(2009): 通过公司发布信息数量导致的盈余公告反应来验证投资者有限注意导致的反应不足。



 Full Access

Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News

DAVID HIRSHLEIFER, SONYA SEONGYEON LIM, SIEW HONG TEOH

First published: 28 September 2009 | <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01501.x> |

Citations: 605

Hirshleifer et al. (2009)

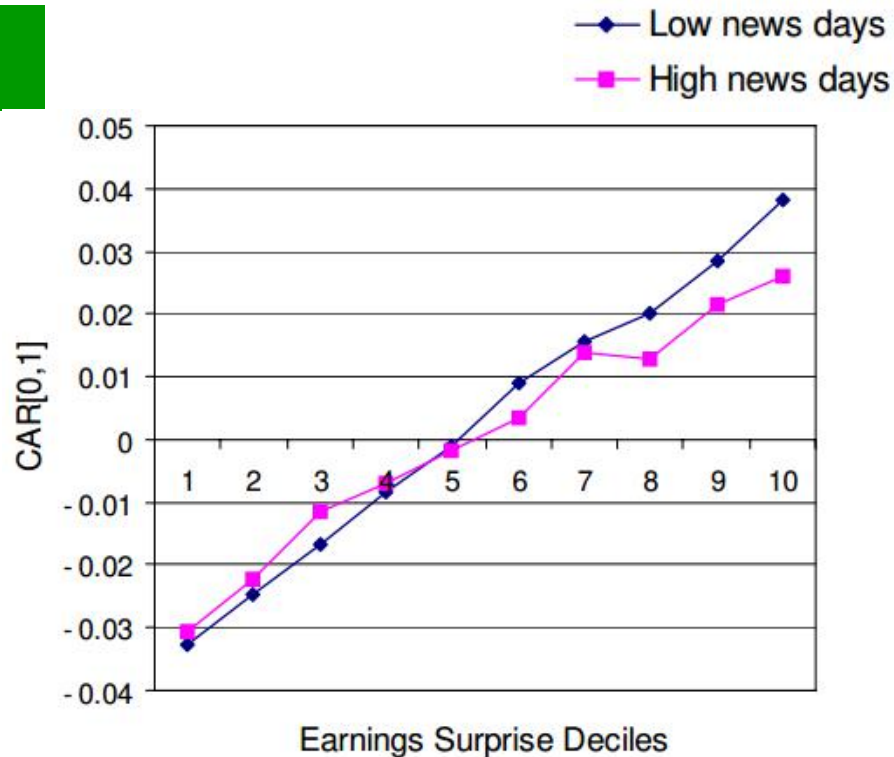


Figure 1. Market Reactions to Earnings News: CAR[0,1]

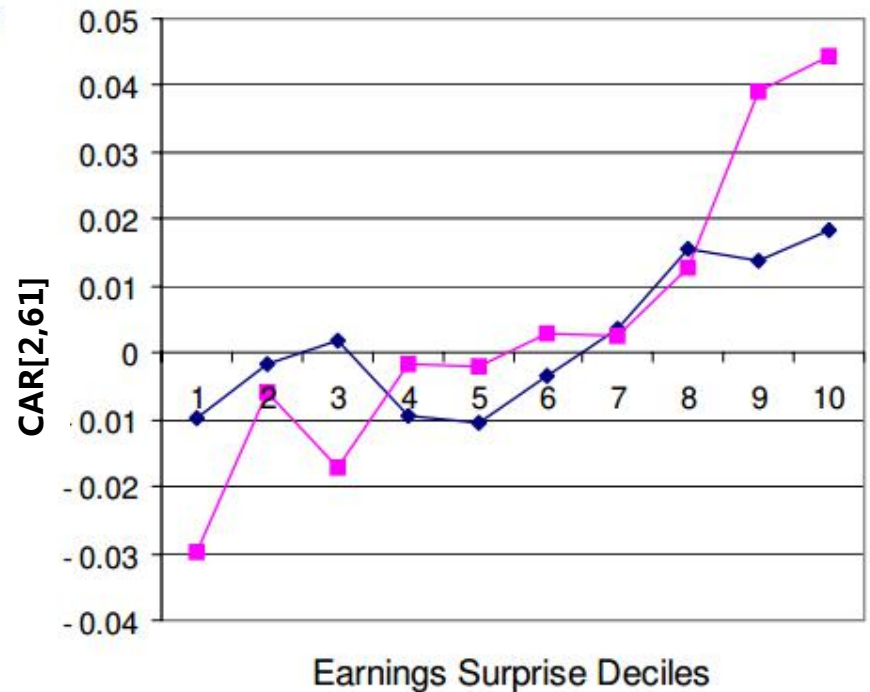


Figure 2. Post-Earnings Announcement Drift: CAR[2,61]

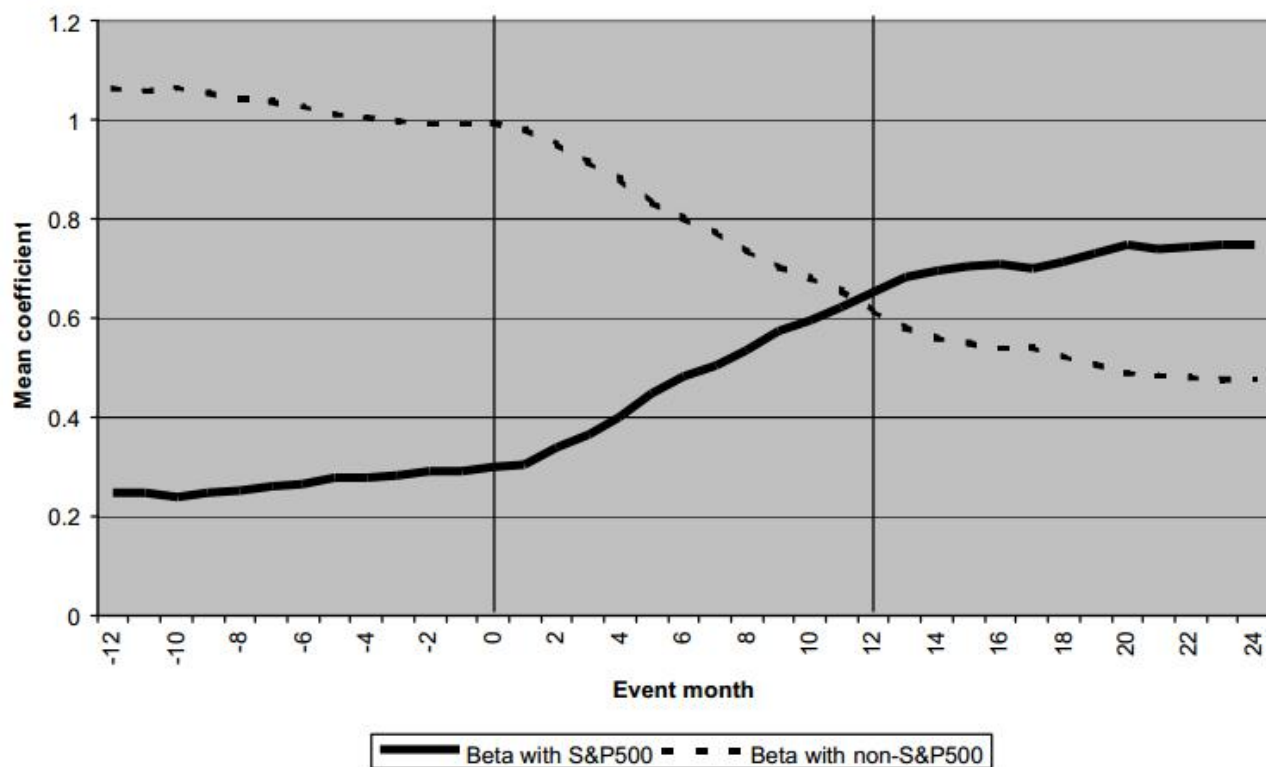


投资者情绪与股票收益率 异象

情绪在市场中的作用

- 经典金融学认为：
 - 理性的投资者们不会受到“情绪”（sentiment）的干扰
 - 即使投资者对情绪并非完全“免疫”，不同的投资者间的情绪随机，其作用会相互抵消
 - 或即使不能相互抵消，套利者行为也能使价格维持在合理的理论水平上
- 然而，越来越多的研究证明，投资者不仅受到情绪的影响，而且这种情绪的影响是系统性的
- 投资者情绪是行为金融学核心概念之一

股票间收益的联动异象



调入S&P 500指数股票与指数相关系数的变化

Comovement

[N Barberis](#), [A Shleifer](#), [J Wurgler](#) - *Journal of financial economics*, 2005 - Elsevier

Abstract Building on Vijh (Rev. Financial Stud. 7 (1994)), we use additions to the S&P 500 to distinguish two views of return comovement: the traditional view, which attributes it to comovement in news about fundamental value, and an alternative view, in which frictions or ...

☆ 99 被引用次数: 1209 相关文章 所有 20 个版本

对收益联动的解释

- 标准理论

- 股票同涨同跌的唯一原因来源于基本面的相关性
- 若不存在基本面相关，则股价不会出同涨同跌
- 若存在基本面相关，除非基本面变动，否则股价也不应出现联动。

- 行为金融理论解释

- 受种类偏好与本地偏好影响，投资者同时买入或卖出可得资产
- 受到相同情绪影响的投资者间这种同时买入或卖出的行为使股票间产生“共同的影响因子”——投资者情绪，从而导致股票间脱离基本面的联动性

投资者情绪的代理变量

- 人们寻找一些与投资者情绪相关的代理指标来推断情绪对股票市场的影响。



Edmans et.al . "Sports sentiment and stock returns."
The Journal of Finance 62.4 (2007): 1967-1998.



Hirshleifer et.al. "Good day sunshine: Stock returns and the weather." *The Journal of Finance* 58.3 (2003): 1009-1032.

投资者情绪与个股收益

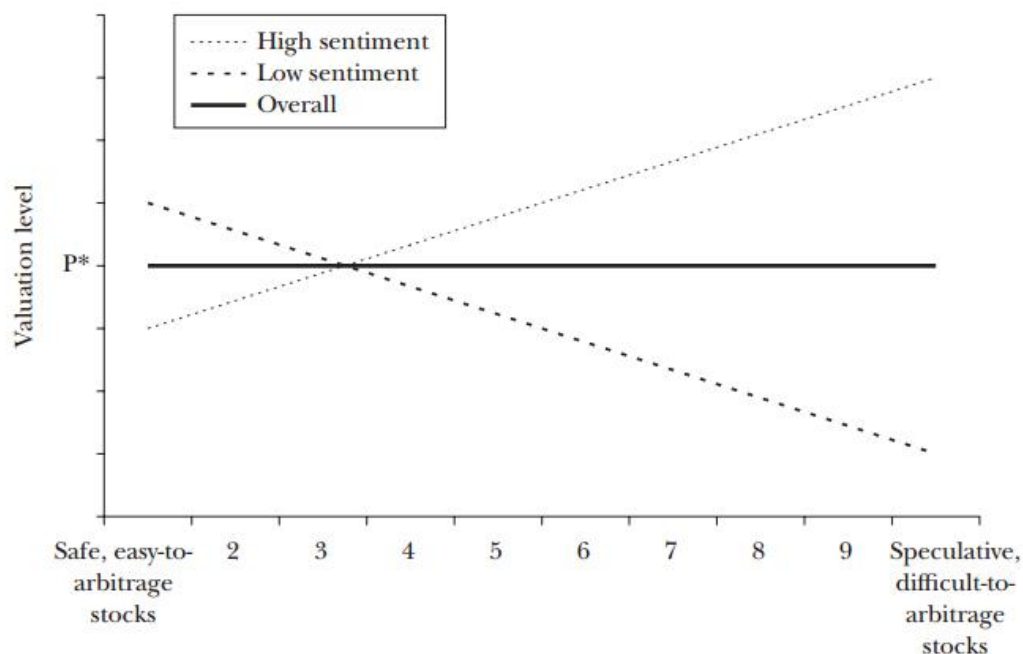
➤ 针对相同的市场情绪，不同的股票受到的影响是否相同？

- Baker和Wurgler（2007）提取主成分构建情绪指数，研究发现
 - 有些股票受情绪影响很大（规模小、成立时间短、波动大的公司）
 - 情绪敏感度高的股票很难被套利
 - 投资者情绪、套利与股票价格之间的关系使得投资者情绪在横截面上表现出对股票价格的可预测性

投资者情绪的横截面效应

Figure 1

Theoretical Effects of Investor Sentiment on Different Types of Stocks



Note: Stocks that are speculative and difficult to value and arbitrage will have higher relative valuations when sentiment is high.

Investor sentiment in the stock market

[M Baker](#), [J Wurgler](#) - Journal of economic perspectives, 2007 - aeaweb.org

Investor sentiment, defined broadly, is a belief about future cash flows and investment risks that is not justified by the facts at hand. The question is no longer whether investor sentiment affects stock prices, but how to measure investor sentiment and quantify its effects. One ...

☆ 99 被引用次数: 3055 相关文章 所有 31 个版本

本章小结

- 实证研究发现，股票市场长期存在着规模效应、日历效应等
- 股票价格短期内表现出的动量效应和长期内表现出的反转效应，都是投资者对影响股票价格信息反应不足和过度反应的表现
- 投资者的过度关注会导致股票价格的过度反应以及随后的股价反转
- 投资者情绪能够在一定程度上解释股票间的同涨同跌现象