

第三篇

市场，行为解释与应用

Markets, Behavioral Explanations and Applications

- 第 7章 金融市场中的个人投资者行为
- 第 8章 金融市场的股票收益率异象
- 第 9章 金融市场中的群体行为与金融泡沫

- 第10章 行为公司金融
- 第11章 行为投资策略与管理

- 第12章 行为金融学新进展与研究展望

第7章 金融市场中的个人 投资者行为

Individual Investor Behavior



引导案例：IQ与股票交易（Grinblatt et al., 2011）

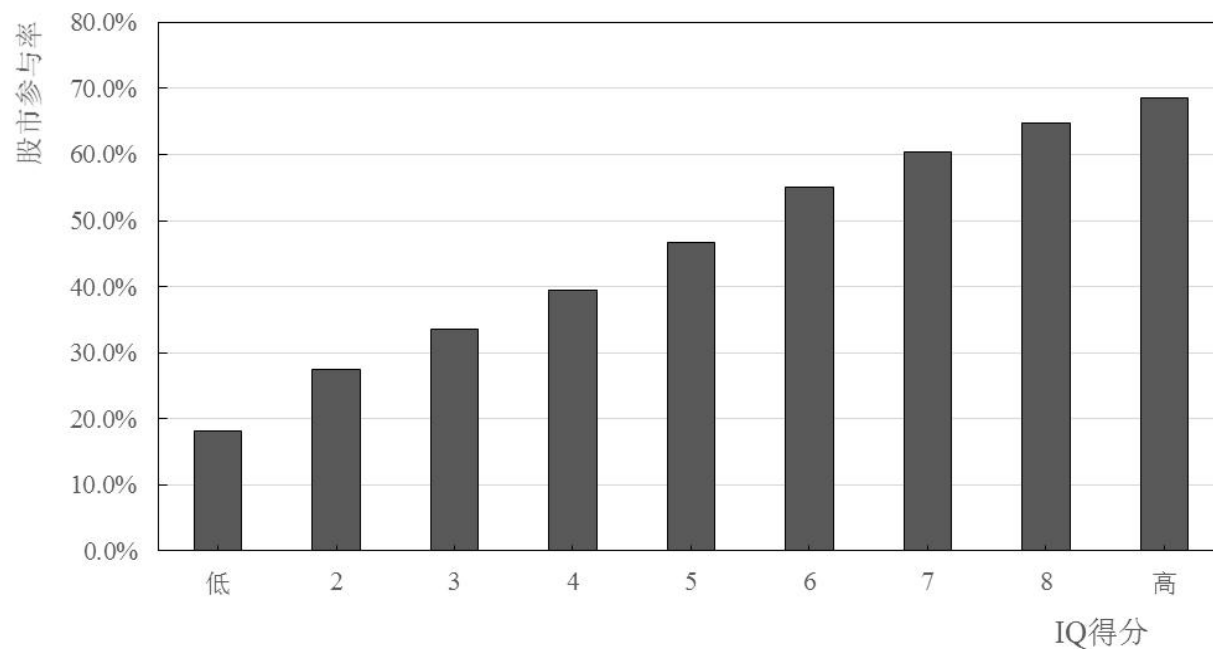


图7-1 不同IQ得分群体的股票市场参与比率

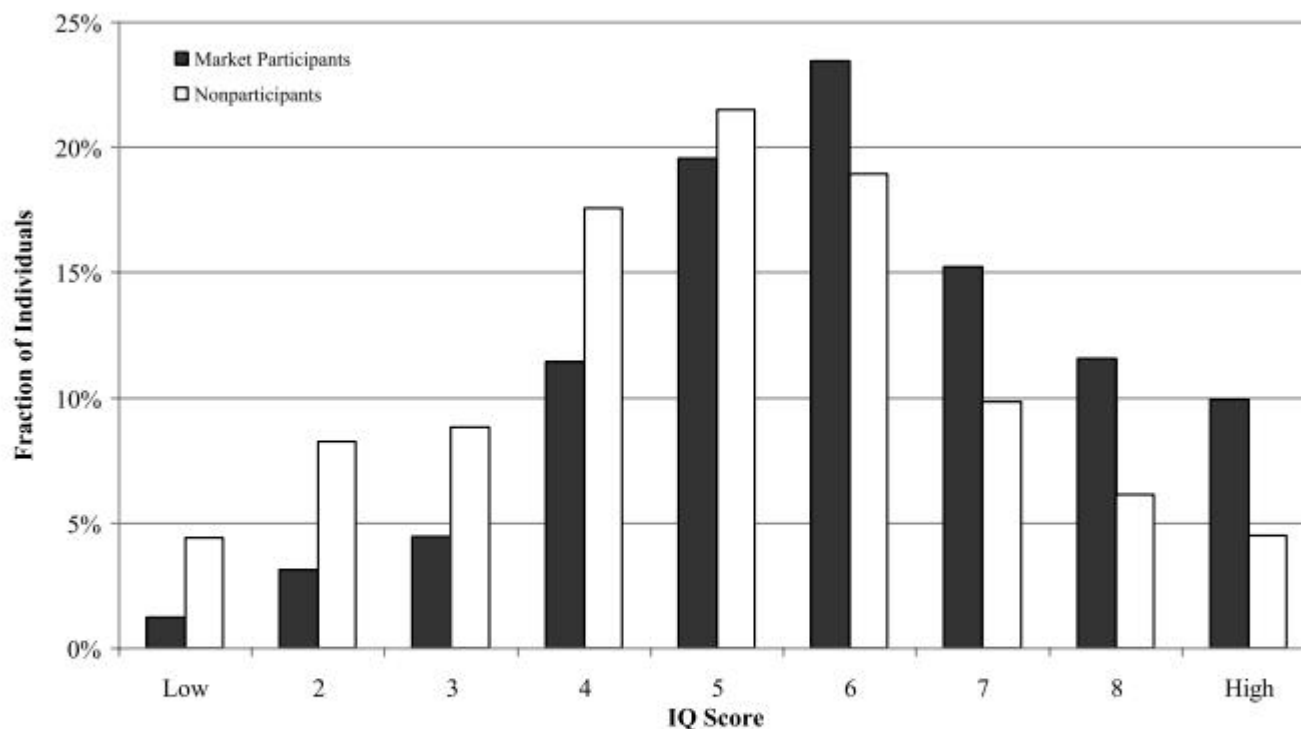


Figure 1. Distribution of IQ score conditional on market participation. Figure 1 plots IQ score distributions for stock market participants and nonparticipants. An individual is a stock market participant if he held mutual funds or individual stocks registered with the FCSD at the end of 2000.

引导案例：IQ与股票交易（Grinblatt et al., 2012）

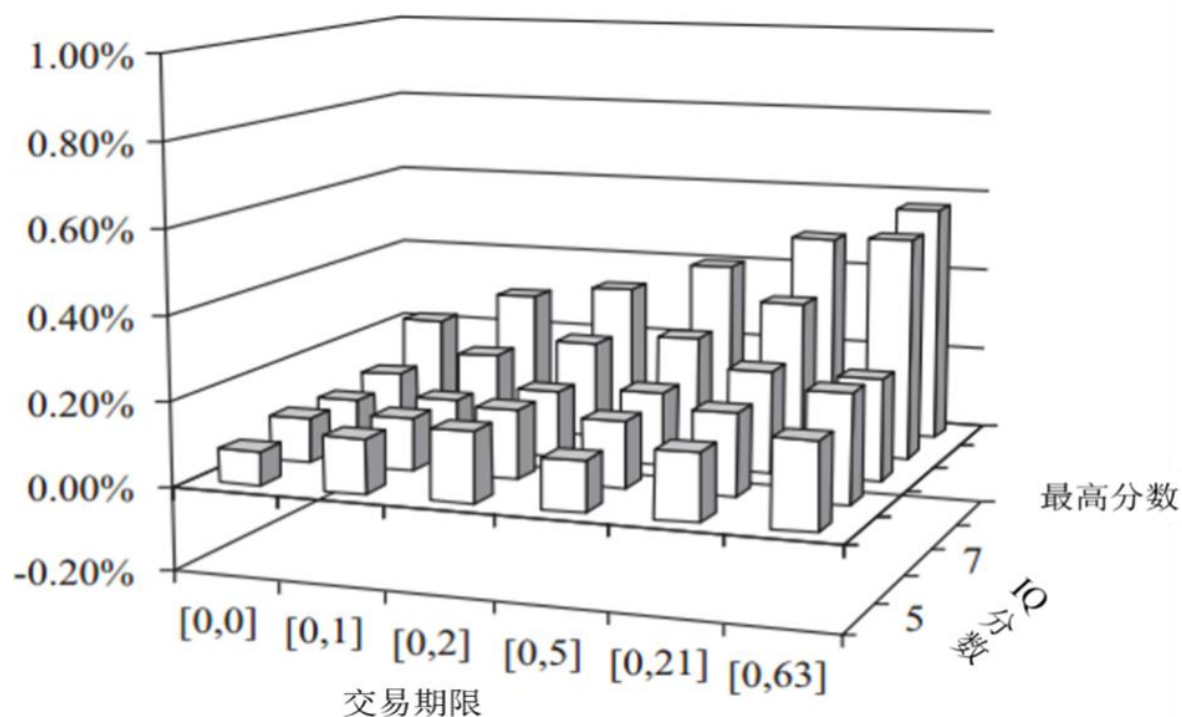


图7-2 不同IQ得分投资者的平均月度股票投资回报

思考

- 为何IQ会影响人们参与股票市场的决策？
- 高智商的投资者为何能获得更高的投资回报？
- 是智商影响了投资者的信息获取能力，还是高智商的投资者更加理性？他们更容易规避可能带来损失的行为偏差吗？





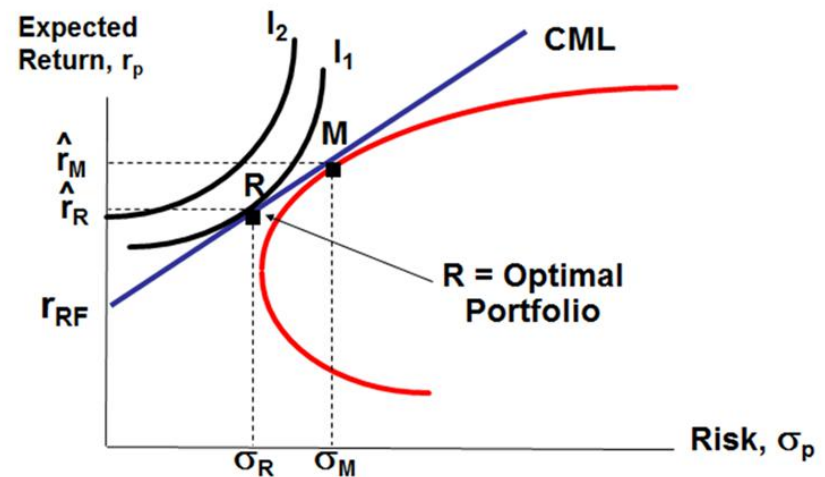
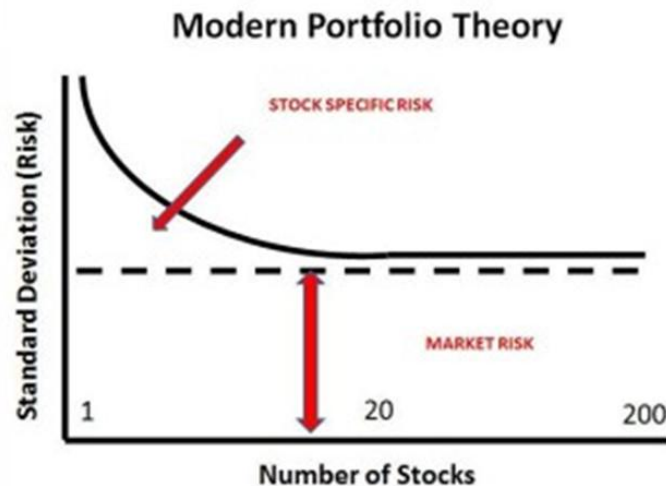
- 7.1 个人投资者的投资表现
- 7.2 处置效应
- 7.3 过度交易
- 7.4 注意力驱动交易
- 7.5 情绪驱动交易
- 7.6 投资组合的不充分分散



个人投资者的投资表现

新古典金融学理论中的“投资者”

- 投资者完全理性，资本市场充分竞争
- 现代资产组合理论建议**分散化**投资于风险资产与无风险资产，降低组合风险，并获得一定风险溢价。



真实世界中的投资者

- 机构投资者
 - 共同基金收益率可获得优于市场的投资回报
 - 具有一定的选股能力
- 个人投资者
 - 个人投资者投资表现不佳，未获得与其所承担风险相称的回报——无法战胜市场
 - 存在非理性交易，受个人心理偏差和情绪的影响，是噪声交易者

格雷厄姆的劝诫

- 投资者面临的首要的问题……甚至是他最坏的敌人，就是他自己。

——Benjamin Graham



个人与机构投资者的绩效比较

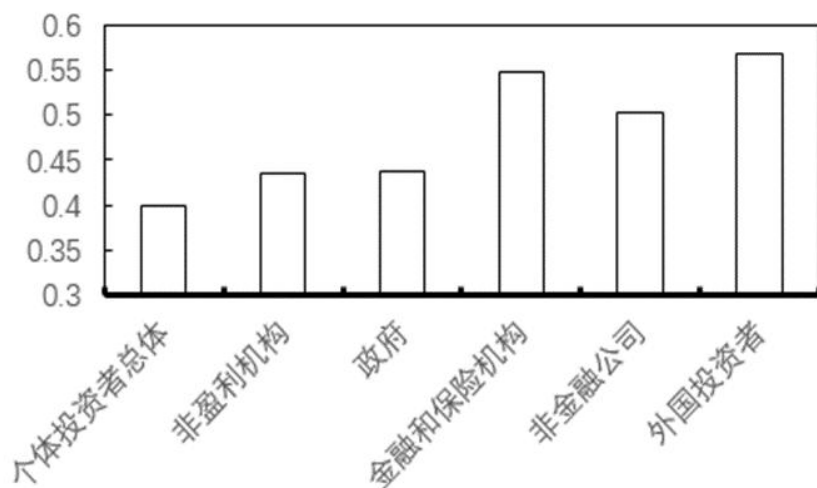


图7-3 各类投资者净买入盈利股票的的概率

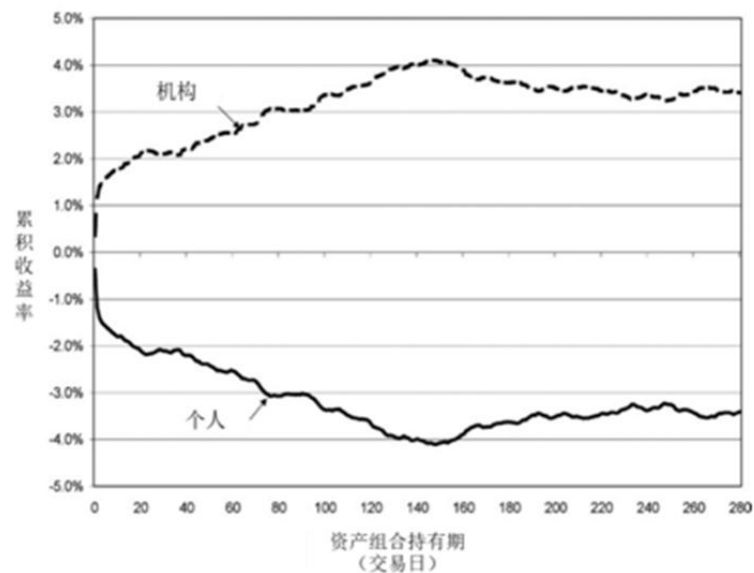


图7-4 个人与机构投资者净买入的股票所获得的CAR

为何个人投资者表现不佳？

- 新古典金融学（Standard Finance）的理论解释
 - 过高的交易成本
 - 在信息不对称条件下，个人投资者处于信息劣势

• 总的来说，标准理论在解释个人投资者交易特征时面临重重困难



• 考虑从一个新的视角解释“交易异象”
——行为金融

个人投资者非理性交易的表现

- 处置效应
- 过度交易
- 注意力驱动交易
- 情绪驱动交易
- 不充分分散组合



处置效应

处置效应的含义

- Shefrin和Statman(1985): *Disposition effect*
- 投资者过早卖出盈利股票，而迟迟不卖出亏损股票

◆ *sell winners too early and rider losers too long*

- 盈利与亏损是相对于一定的参考点而言
- 过早、过迟卖出是相对于最佳卖出时机而言



处置效应的市场证据

- Odean(1998)以卖出盈利股票比率与卖出亏损股票比率之比来验证处置效应

$$PGR = \frac{\text{Realized Gains}}{\text{Realized Gains} + \text{Paper Gains}}$$

$$PLR = \frac{\text{Realized Losses}}{\text{Realized Losses} + \text{Paper Losses}}$$

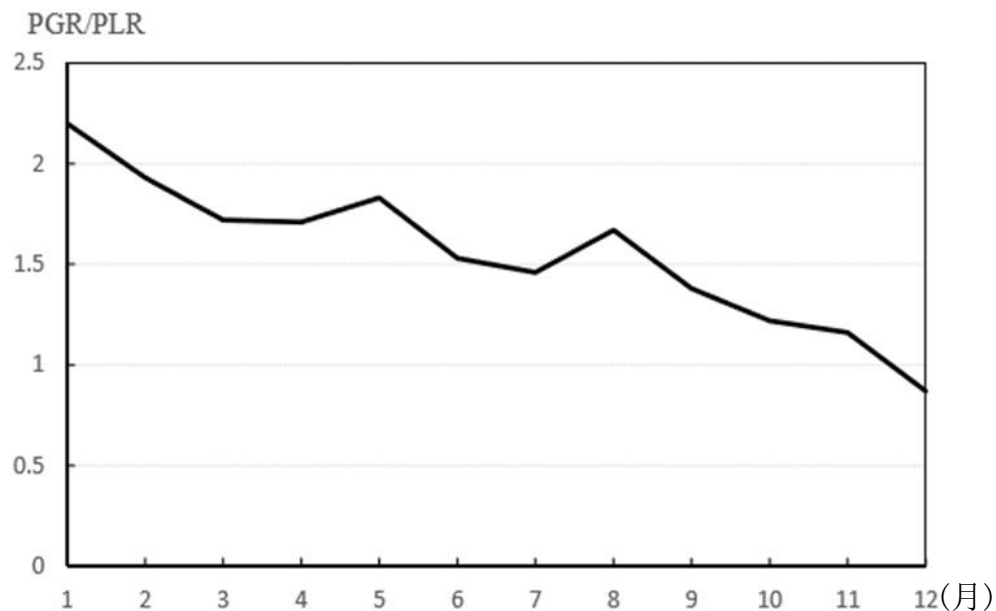


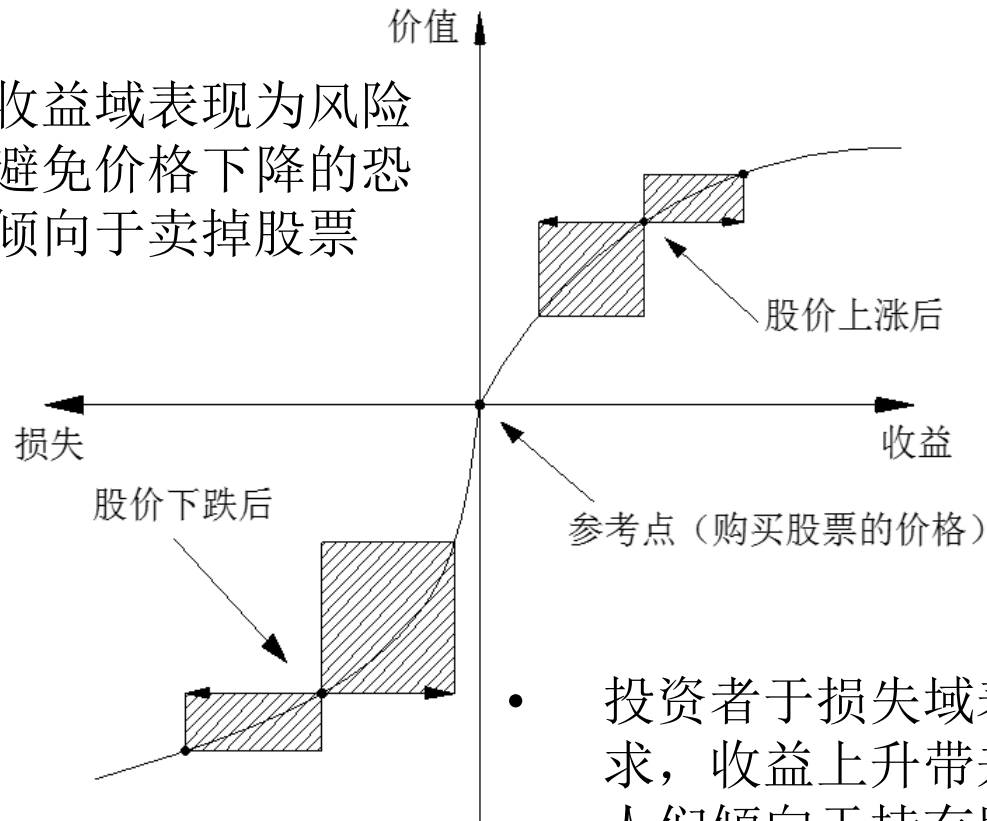
图7-5 月均卖出盈利股票的比率/卖出亏损股票的比率（PGR/PLR）

处置效应的解释

- 价值函数的解释
- 心理账户的解释
- 投资者情绪的解释

I-价值函数的解释(Shefrin和Titman,1985)

- 投资者于收益域表现为风险规避，为避免价格下降的恐惧，人们倾向于卖掉股票



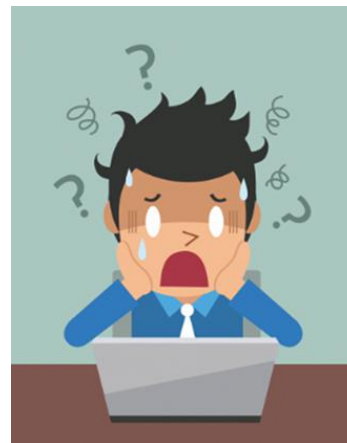
- 投资者于损失域表现为风险寻求，收益上升带来更大价值，人们倾向于持有股票

II-心理账户的解释(Thaler,1981)

- 投资者对账面盈亏与实际盈亏的看法不一样，账面盈亏在另一个心理账户中
- 投资者会不自觉的忽略股票的价值而总将股票价格与买入价相比
- 投资者会存在后悔厌恶与自我控制心理，卖出损失股票代表确认自己的错误，这将产生极大的懊悔心理，产生自我辩护动机。

III-投资者情绪的解释(Summers和Duxbury,2007)

- 投资者对投资结果的关注是处置效应的前提
 - 卖出盈利的股票获得更多的喜悦与成就
 - 卖出亏损的股票将会使投资者变的懊恼、悲伤





过度交易

为什么要交易？

- 新古典金融学理论认为理性投资者会因为以下原因进行股票交易
 - 有获利的可能，即股票边际收益高于交易成本
 - 流动性货币需求, 调整已有投资组合
 - 生命周期假说。理性配置投资与消费
 - 社会互动的影响。个人的股票交易行为受亲朋好友影响
 - 税收规避。不任意交易

现实世界中投资者常常过度交易

- Odean(1999): 各国的股票市场交易量都普遍偏高
 - 1998年纳斯达克股票市场年换手率达到75%
- 全球各股票市场都存在明显的过度交易现象
 - 20世纪50-90年代，纽约股票市场的年均换手率为18%；而在1995 -2010 年期间，纽交所年均换手率上升到97%——非理性繁荣
 - 1995-2010，中国证券交易所的交易换手率更是纽约股票市场的5 倍

过度交易 (Odean, 1999)

- Odean(1999)按如下标准定义交易是否“过度”：
 - 当投资者不是出于调整资产组合或实现收益需要而进行交易时，可认为存在“过度交易”
 - 当股票资产并未出现长期价值的上升（或下降）趋势，但股票成交量却发生异常时，可认为存在“过度交易”
- 考虑交易成本之后，频繁交易的账户平均收益将会远低于市场的平均收益。
- 行为金融学认为过度交易的表现就是忽视了交易成本。

(Odean,1999)的研究结果

- 被卖出的股票平均收益率高于被买入的股票
- 在股票交易量最大的前10%账户中，被买入的股票平均收益率在1年内远低于卖出的股票平均收益
- 被买入股票的平均收益率都低于市场平均收益率
- 买卖股票所获的收益率并未显著的高于交易成本

Barber和Odean (2000) 的研究结果

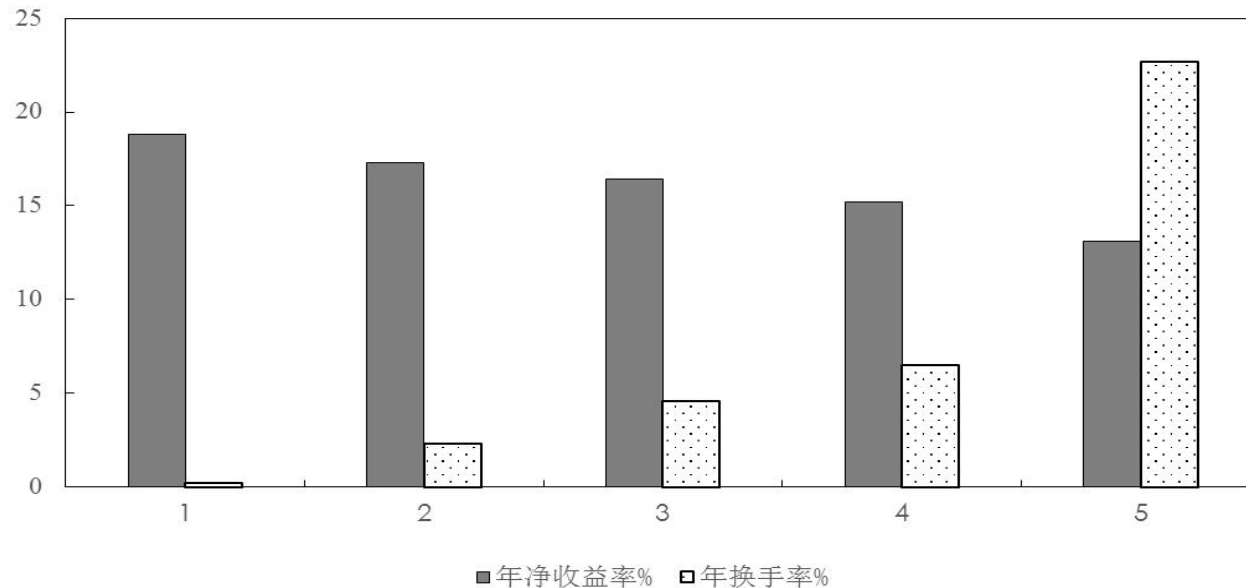


图7-8 不同换手率组与对应的平均净收益率

Barber and Odean(2000) "Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors" .

过度交易的解释

- 过度自信
- 自我归因
- 认知幻觉

I-过度自信的解释

- 过度自信使投资者忽略其它因素，增加交易频率。
- 投资者对自己的信息处理能力和决策能力过度自信，会进行非理性交易。



过度自信导致过度交易的实证证据

- Barber和Odean(2000): 男性会有更强的过度自信表现。因此, 男性的过度交易倾向要明显高于女性

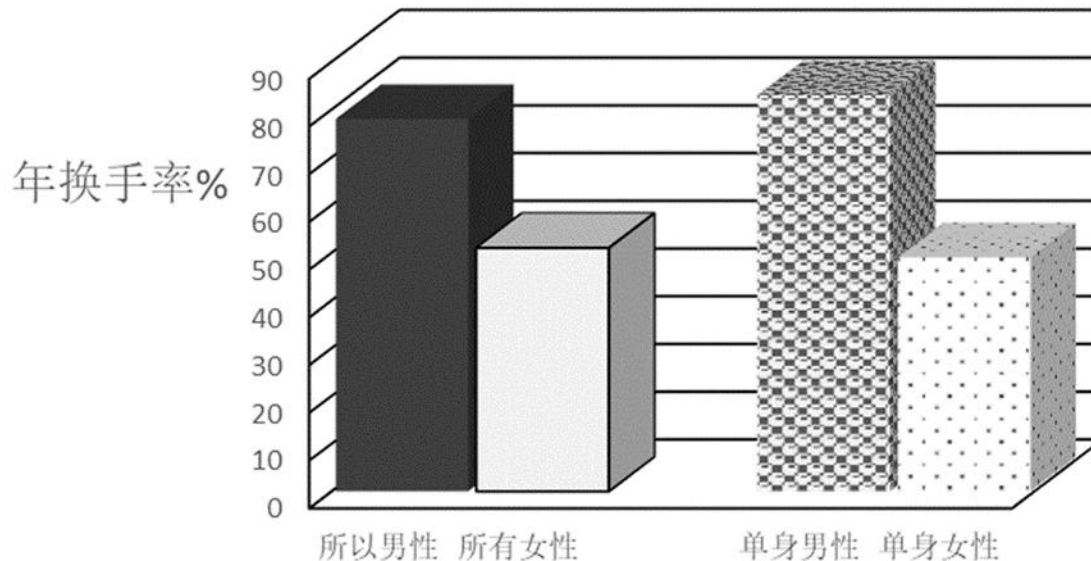
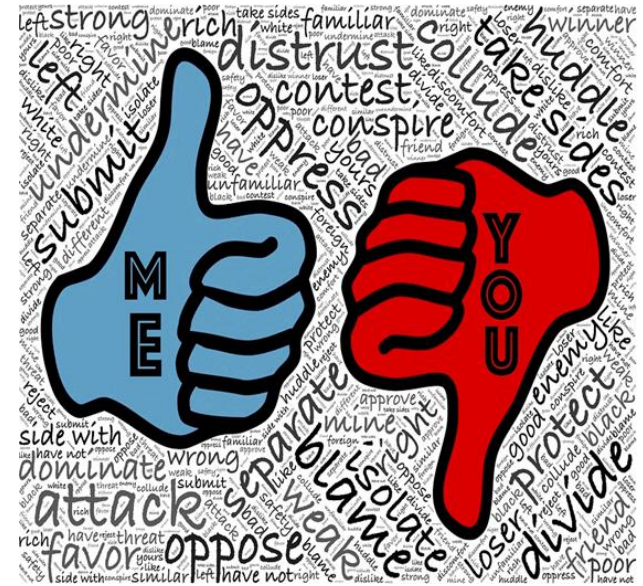


图7-9 性别与换手率

- 自我归因使投资者将交易成功归结于自己的判断与能力；却将失败归结于他人与不好的运气。
- 由于过于夸大自己的才能与投资天赋，交易时会变的更加的频繁与活跃



III-认知幻觉的解释

- 信息大爆炸使投资者误认为掌握了正确而有效的信息，因而产生预测信心。
- 过多冗余信息使投资者产生更为明显的过度自信，因而导致更为频繁的过度交易





注意力驱动交易

投资者存在“有限注意”偏差

- 新古典金融学理论认为投资者可以等概率地处理股票买入与卖出行为，其中隐含了一个重要的前提：投资者知道市场上所有的信息。
- 但现实中，投资者因先天与后天性的原因而无法处理所有的信息，即存在一种认知约束——“有限注意”；同时，投资者倾向于关注更为“显眼”与更为感兴趣的信息，从而影响投资者对信息的反应与交易行为。

有限注意力与信息处理

- 投资者只能对有限的股票或对某些股票投入有限精力
 - 投资者归类学习，即投资者更注意宏观经济面和行业信息而非特定公司的信息；
 - 投资者处理财务信息时存在功能定势现象，即更关注名义的盈余数字上，而对会计盈余的质量缺乏应有的关注。

有限注意力对交易行为的影响

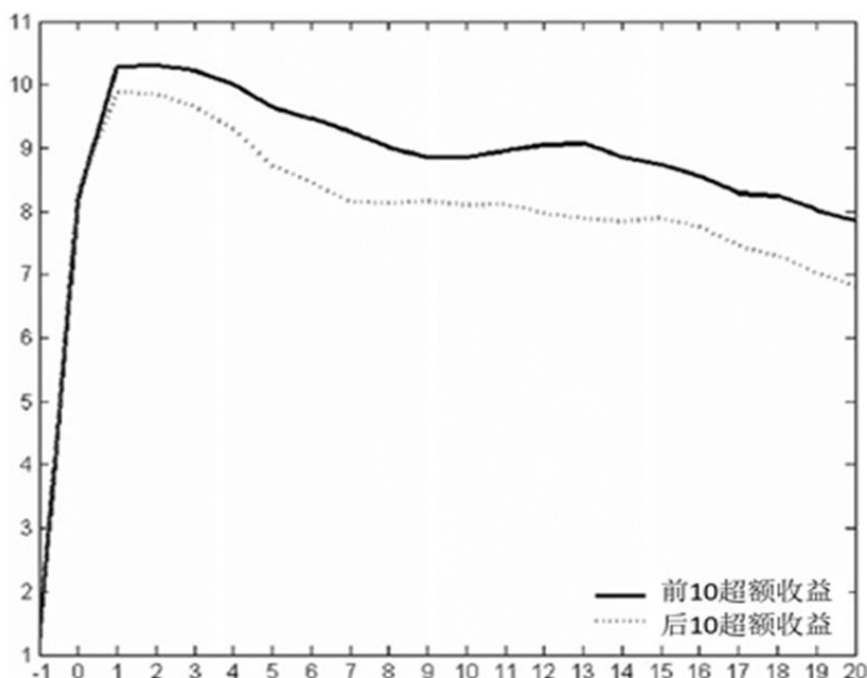
- 有限注意力使投资者倾向于交易有“显著性”特征的股票
 - 投资者从上千只股票中选择吸引他们注意力的股票，形成选择池 (choice pool)，再从中挑择几只进行投资。
 - 基于注意力驱动的投资决策缩小了选择范围，降低了搜索成本
 - 投资者净买入引起他们关注的股票，从而引起短期股价上涨以及过度交易行为

如何衡量投资者对股票的关注度？

- 股票发布的新闻
- 异常交易量
- 股票极端收益事件
- CNBC财经节目收视率
- 股票被媒体报道的数量
- 股吧、贴吧等被关注的数量

.....

案例7-2 股票的排行榜效应(Peng等, 2016)



- 比较股票收益率排名前10与第11-20名股票在形成排名后的超额收益

Peng et al. (2016) "Do Top 10 Lists of Daily Stock Returns Attract Investor Attention? Evidence from a Natural Experiment" .

有限注意力导致的定价偏差

- 注意力驱动交易导致了资产价格的偏离：
 - 对公开的“显眼信息”过度反应
 - 对公开的“隐晦信息”反应不足
- 注意力分配，如根据信息的重要性和紧迫性按顺序逐条处理
 - ◆ 股票收益率的联动
 - ◆ 盈余公告漂移（或盈余动量）



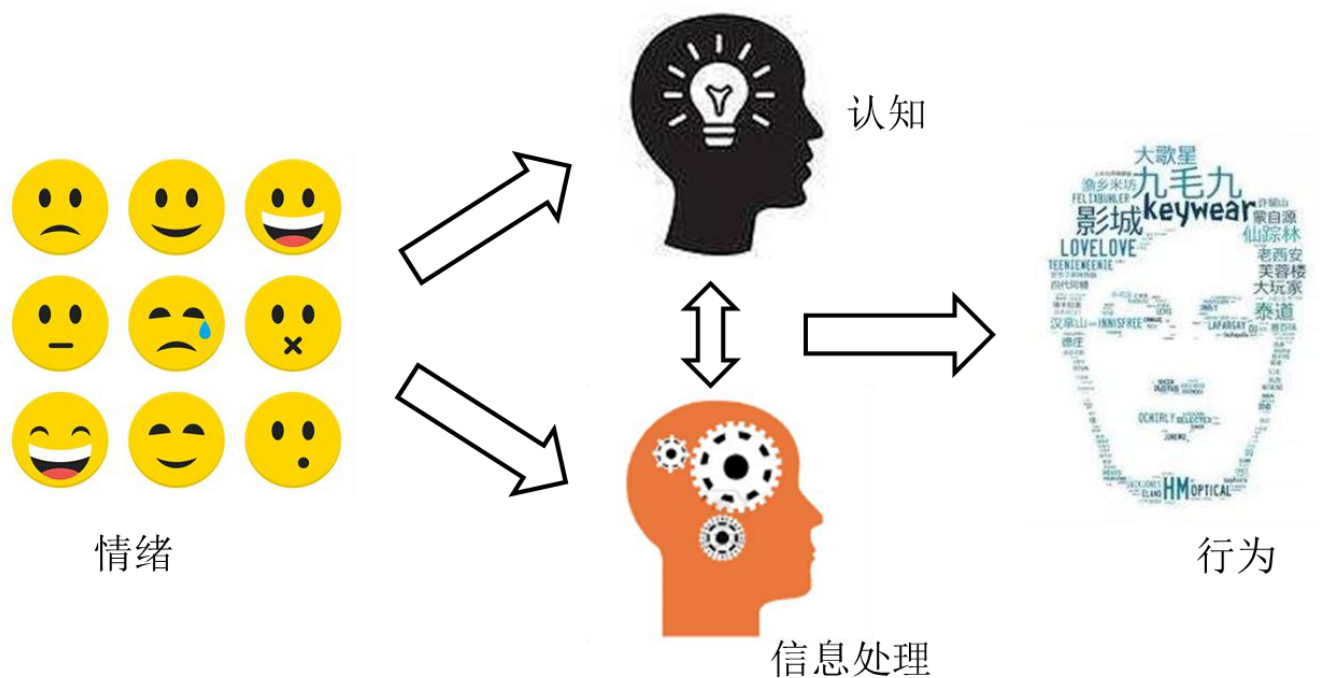
情绪驱动交易

投资者的动物精神

- 新古典金融学认为人的决策是“客观的”，情绪或情感作为人的“主观”内心因素，将难以影响理性人的决策过程；另一方面套利者的存在将使受情绪影响的投资者行为难以改变资产的价格
- 凯恩斯、席勒等人认为股票市场是被动物精神所驱使的市场，投资者行为是一种自发性本能驱使。



情绪波动与认知、信息处理过程



- 情绪产生于个人对客观事件的反应，而这种主观的反应极容易**突破理性的框架**而即时作用于其行为。
 - 稳定的情绪→股票买卖行为更为理性与稳定
 - VS剧烈的情绪→行为偏差

如何衡量情绪？

- 赌博、飙车、极限运动等刺激行为
- 天气影响情绪，晴天使个人愉快，阴雨天使个人压抑
- 国际足球赛事
- 根据投资者行为变量，以主成分分析构建情绪指数
- 表情包、语气词典
-

刺激性情感的偏好对股票交易的影响（Grinblatt和Keloharju, 2009）

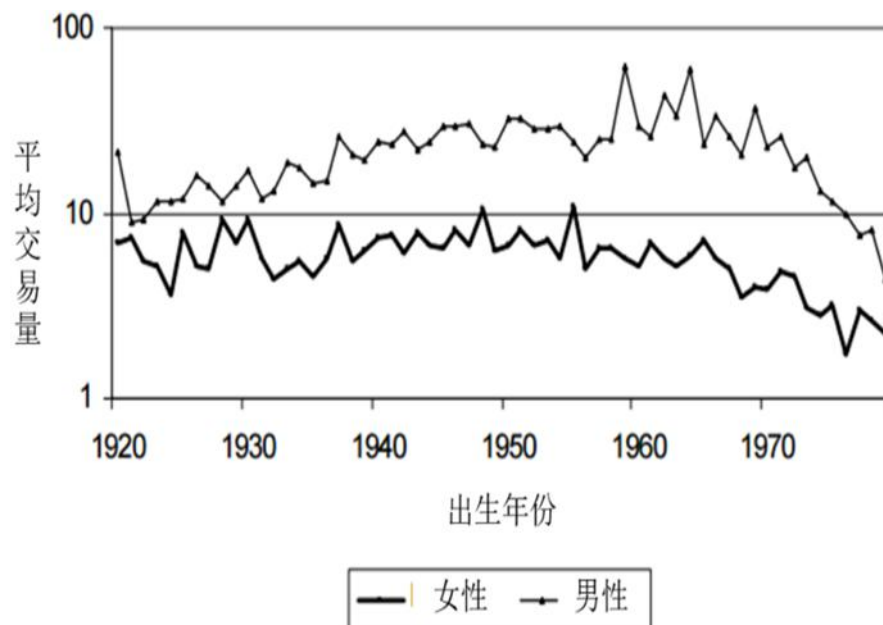
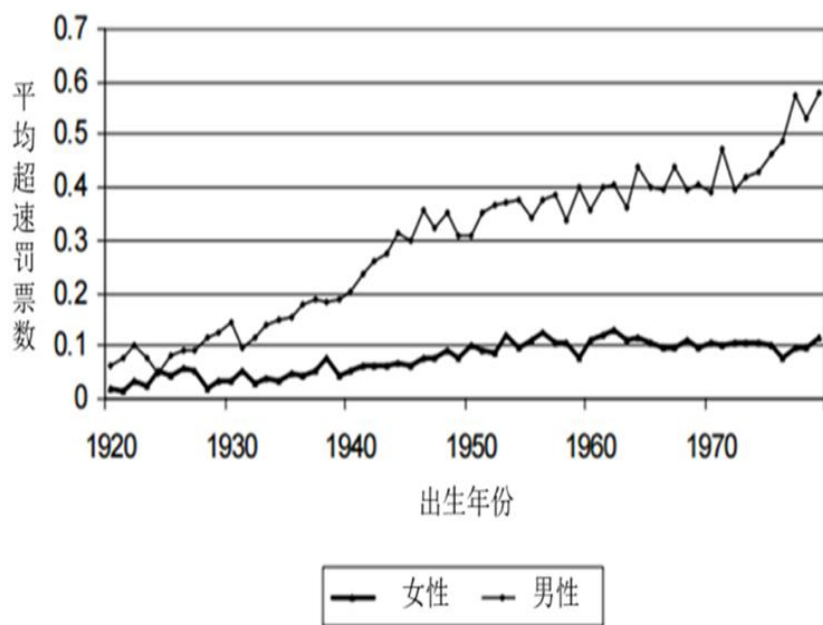
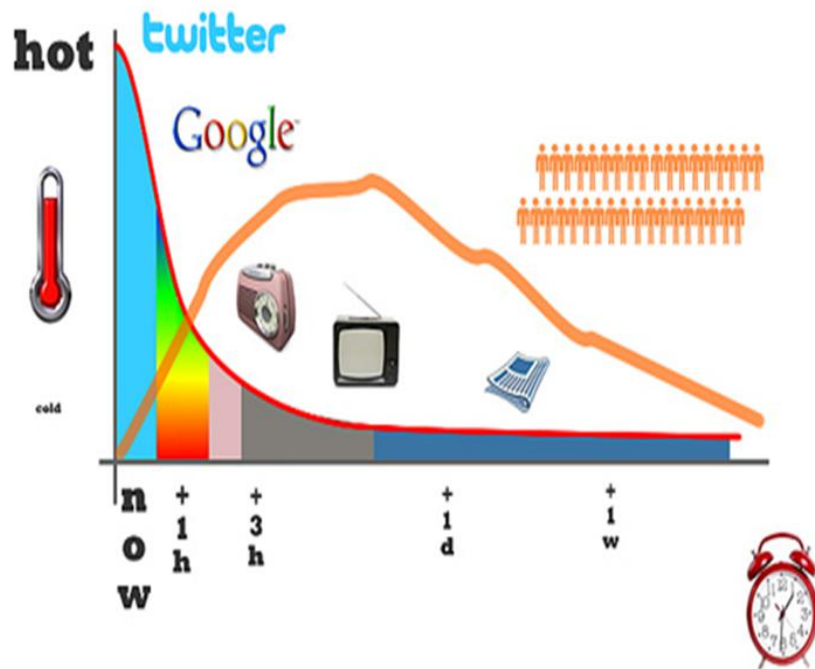


图7-11 女性与男性的交易数量与平均超速罚单

投资者情绪的新特征

- 社交媒体广泛应用使投资者线上互动日趋频繁，这将改变投资者的情绪变化过程
- 投资者之间的互动频率越高，资本市场的波动也越剧烈。

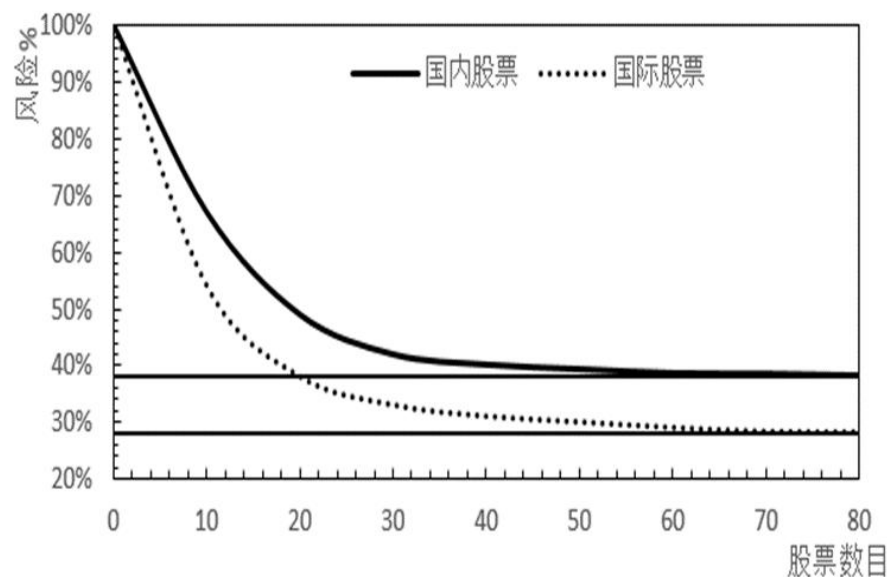




投资组合的不充分分散

分散化投资原理

- 理性投资者的投资组合特征：
 - 资产组合包括风险资产与无风险资产，保证组合中各资产之间的相关系数小于1甚至接近于-1
 - 只要风险溢价为正，则投资者总需要持有最优风险资产组合以实现资产增值



投资者分散化不足

- 持有股票资产种类不充分
- 本土偏差



不同持股数量的投资者占比(Goetzmann和Kumar, 2008)

股票数量	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1991~96
表 A: 资产组合中持有股票数量的投资者占比 (%)							
1	33.02	29.71	27.88	27.06	26.75	25.50	28.02
2	20.55	19.60	18.65	17.91	17.99	17.37	18.59
3	13.51	13.59	13.14	13.03	12.50	12.01	12.90
4	8.86	9.20	9.50	9.46	9.36	9.30	9.22
5	6.11	6.55	6.87	6.87	6.70	6.59	6.57
6-10	12.36	14.49	15.56	16.26	16.81	17.40	15.36
11-15	3.28	3.93	4.80	5.18	5.30	6.13	4.72
超过 15	2.31	2.93	3.59	4.23	4.59	5.70	4.44

- 投资者普遍持股在5只以下。

本土偏差的人口统计学特征

- “本土偏差” (*local bias*)是分散化不足最直接的表现
 - 过度自信的投资者具有更高的本土偏差
 - 投资财富越多，受教育程度越高的投资者具有较低的本土偏差
 - 知名度高、股票名称易读的股票容易被外国投资者持有

本土偏差的国际比较：2008年的统计证据

Source country	Domestic market in % of world market capitalization (1)	Share of portfolio in domestic equity in % (2)	Degree of equity home bias $= EHB_i$ (3)
Australia	1.8	76.1	0.76
Brazil	1.6	98.6	0.99
China	7.8	99.2	0.99
Canada	2.7	80.2	0.80
Euro Area	13.5	56.7	0.50
Japan	8.9	73.5	0.71
South Africa	1.4	87.8	0.88
South Korea	1.4	88.5	0.88
Sweden	0.7	43.6	0.43
Switzerland	2.3	50.9	0.50
United Kingdom	5.1	54.5	0.52
United States	32.6	77.2	0.66

分散化不足的原因

- Goetzmann和Kumar(2008)研究发现分散化不足与以下因素有关：
 - 过度自信等心理偏差
 - 倾向性与信息幻觉、熟悉偏好等心理偏差
 - 投资者自身的禀赋限制导致了居高的信息收集成本
 - 风险偏好

过度自信是导致分散化不足的重要原因

- 投资者以为所持有的资产组合已经是最佳的资产组合，无需为再调整资产组合而付出更多的精力。



信息幻觉、熟悉偏好等心理偏差

- 投资者认为其在本土、本国市场具有明显的信息优势，更了解靠近自己的公司。
- 投资者因自以为掌握了更为有效的信息而更加相信自己投资组合的最优性
- 投资者购买本国、本地以及本公司的股票是因为他们对这些公司更熟悉。

自身禀赋限制

- 投资者因教育程度与交易经验的不足，而难以对账户的股票组合作出最准确的判断
- 无法意识到一些资产的选择是否正确，无法实现有效的资产配置
- 信息不对称市场导致投资者无法根据所有信息来调整资产组合

风险偏好

- 在充满不确定性的市场环境中，投资者通常表现出极大的风险厌恶
- 投资者风险厌恶较高时，不会倾向于持有较多的风险资产
- 收入水平越高的投资者具有更高的分投资散化程度
- 收入水平越低则表现出分散化不足的现象



本章小结

- 投资者投资行为受认知与心理因素影响发生偏差
- 金融市场上普遍存在处置效应
- 过度自信导致投资者出现过度交易行为
- 有限注意力的约束带来注意力驱动的交易行为
- 投资者情绪影响股票交易行为
- 熟悉偏好使投资者产生本土偏差