

《行为金融学》作业参考答案

第 1 章

一、思考习题

1、行为金融学是如何诞生的？请简述其理论渊源。

答：行为金融学是运用“有限理性”的研究假设对新古典金融学的质疑和批判下，不断吸收来自心理学和行为经济学的研究成果，试图对金融市场中的各种异象和系统性偏离作出合理的解释所发展起来的一门交叉学科。行为金融学的早期学术思想主要萌生于宏观经济与投资、经济心理学实验的相关研究中，例如凯恩斯的选美博弈、格雷厄姆的投资分析、西蒙的有限理性以及 Kahneman 等人所做的一系列经济心理学实验。直到 20 世纪 80、90 年代，一些经济学家发现金融市场中存在一系列违背有效市场有效的异象，并且研究其背后的行为和心理规律。这时候，行为金融学才正式得到主流经济学家的承认。2000 年以后，行为金融在理论与实证上都取得了重大进展，研究的重点从资产定价逐步转向公司金融和家庭金融，其学术思想和研究体系开始迈向成熟，成为现代金融学的前沿领域。

2、什么是实验经济学，它对金融学研究提供了怎样的方法论和研究思路？行为金融学研究可以在哪些方面借鉴实验经济学方法？

答：实验经济学指的是在可控的条件下，针对某一现象，通过控制某些条件，观察决策者的行为并分析实验结果，以检验、比较和完善经济理论，目的是通过设计和模拟实验环境，探求经济行为的因果机制，验证经济理论或帮助政府制定经济政策。

实验经济学把可论证的知识引入经济学领域，使人们了解真实的市场运行模式。同时，实验中的可控过程作为生成科学数据的重要来源，其数据采集的严格标准也受到理论经济学家日益重视。正因为实验经济学的研究过程是可控的，也就可能为这种研究提出数据采集过程的严格标准，它作为方法论为行为金融学研究提供了研究路径，包括：①根据实验现象推测假设模型，②对模型进行实证检验，③采用合适的模型对异常现象做出解释。行为金融着眼于研究微观市场主体的信念和偏好引起市场结果对理性预期均衡与有效市场的偏离，而实验室实验则为这种研究思路提供可供的实验环境，有利于探索个体决策与市场总体行为之间的因果关系，从而为检验行为金融的理论模型、机制设计与金融市场监管提供政策依据。

3、什么是行为经济学的内涵和外延？它与行为金融学有什么联系与区别？

答：行为经济学是一门研究在复杂的、不完全理性的市场中投资、储蓄、

价格变化等经济现象的学科，是经济学和心理学的有机组合。

行为经济学具有三个重要的特点：①其出发点是研究一个国家中某个时期的消费者和企业经理人的行为，以实际调查为根据，对在不同环境中观察到的行为进行比较，然后加以概括并得出结论；②其研究集中在人们的消费、储蓄、投资等行为的决策过程，而不是这些行为所完成的实绩；③其更重视人的因素，研究分析经济活动的心理过程，例如人们在作经济决策时的动机、态度和期望等。

行为金融学是由行为经济学延伸出来的众多分支学科中成果最为丰硕的领域之一，行为金融学的基本观点和采用的研究方法大都源自行为经济学。

行为经济学研究范围广阔，包括对金融市场、储蓄决策、经济立法领域以及公司金融等诸多方面的研究。行为金融学主要揭示金融市场的非理性行为和决策规律。行为金融理论认为，投资者心理与行为对证券市场的价格决定及其变动具有重大影响。它是和有效市场假说相对应的一种学说，主要内容可分为有限套利和投资者心理。

4、经济人假设和理性人假设对经济学研究的意义是什么？人的有限理性对经济学与金融学研究的什么原理提出了挑战？

答：经济人假设，它是整个经济学思想体系中的前提和基础，并被作为全部理论构架的逻辑支撑点和方法论原则，它主张：①人是自利的。利己是人的本性，人们在从事经济活动中，追求的是个人利益最大化，通常没有促进社会利益的动机。每个人都是自己利益的最好判断者，在各项利益的比较过程中选择自我的最大利益。②人是理性的。“理性人”的定义包括两层含义：一是人在决策时都以效用最大化为目标；二是人能对已知信息做出正确的加工处理，从而对市场做出无偏估计。

首先，个人对风险的评价并不一定遵循冯诺依曼-摩根斯坦理性概念的假设。在判断风险时，人们并不看重他们所获得财富的绝对水平，而更关注相对于某一参考标准的得失数量，也就是说他们具有“参考点依赖偏好”。其次，在对不确定性后果进行预期时，个人的行事原则常常会违背贝叶斯原则和其他概率最大化理论。最后，个人的决策对问题的框定和表达方式具有敏感性，即对一个既定问题每个人的选择不同是因为该问题给他们的表现方式不同，由此每个人也就用不同的方法去解决问题。

5、行为金融学的理论基础是什么？

答：行为金融学的包括两部分，即心理偏差与非标准偏好，和有限套利。

具体来说：第一个是心理偏差与非标准偏好。人类在发展过程中，存在并非理性的预期和风险偏好。很多心理偏差已被心理学或经济学实验证明对金融

决策有重要的影响，如可得性偏差、代表性偏差、锚定、保守偏差、过度自信等。除了各种心理偏差，行为金融学还深入考察了有悖于预期效用理论的各种偏好，如确定性效应、模糊厌恶、分离效应、损失厌恶、后悔厌恶等。第二个是有限套利，即金融产品的不完全替代、套利者的风险厌恶以及噪声交易者对价格信号的各种干扰，使套利者无法充分发挥其捍卫市场有效性的作用。并且由于执行成本与风险的存在，理性投资者的套利行为可能不会及时充分消除非理性投资者行为的影响。

二、案例讨论：从疯牛到股灾

2015 年注定了是中国股市不平凡的一年，上半年沪指从 3049 点上冲到最高 5178 点，下半年下跌到最低 2850 点，全年上涨 9.41%；题材股活跃，中小市值个股表现突出，创业板指上涨 84.41%。市场的震荡之疯狂，投资者情绪波动之剧烈，将这段历史永远记入史册。图 1-2 显示了中国上证指数以及总的成交金额在 2015 年度的走势。



图 1-2 2015 年上证综指日收盘价与日成交金额的走势图

1 月：“疯牛”蓄势待发。2015 年首个交易日，沪指以百点长阳放量突破 3200 点关口，为这一年的精彩行情开了个好头；此后的近 1 个月时间，指数逐步切入 2009 年反弹高位区致抛压增加，并长时间维持 3200-3400 点平台整理；中小板、创业板却高歌猛进分别上涨 10.27% 及 14.79%。

2 月：“小票”也疯狂。沪指在经过 2 月初 5 个交易日的探底后，2 月 9 日起指数企稳回升，并于月末 2 月 27 日再度拉回到 3300 点箱体顶部。在此期间的中小板、创业板依然高歌猛进分别创下 9.66% 及 14.72% 的月涨幅。

3月：“改革牛”正式启动。随着局部牛市的改革创新主线进一步深化，新兴产业的政策预期，叠加“一带一路”、国企改革等消息刺激，促使沪指于3月13日真正突破2009年3478年的高点一路飞奔，并以月涨幅13.22%结束了3月的走势。

4月：“杠杆牛”锦上添花。4月1日，沪指以1.66%的涨幅，正式开启了上证指数18.51%上涨的年度最强音。此时的A股市场上，对于本轮牛市的成因，改革红利释放似乎被定义为核心要素。而与“改革牛”一同出现频率最高的还有另外一个词：“杠杆牛”，巨额杠杆资金成为指数上涨的直接推手。中小板虽然仍上涨9.63%，但创业板以22.38%的涨幅连续刷新该指数自创立以来的暴涨记录。

5月：最后的“疯狂之旅”。经过了4月的疯狂，5月初的沪指在结束了“劳动节”的长假后“寒气逼人”。指数在5月4日节后首日拉升后，自5月5日暴跌4.06%起，一路三日连续杀跌超8%，此后的沪指探底回升，并于5月22日再度创出新高，虽然5月28日也曾创出一日暴跌6.50%的瞬间杀跌，但其后均迅速收回，本月的上证指数仍以上涨近4%报收。与主板不同的是，“小票”仍是两市最亮点。中小板、创业板以暴涨25.01%及23.97%创下有史以来的最强音。农民弃地炒股、学生逃课炒股、配资借钱炒股等消息也频现报端，中国股市第一次感受到了杠杆带来的快乐。但过度疯狂产生的麻痹为后市埋下了严重隐患。

6月：从“滑千股”到“晕中割”。在各种利空均可以解读为利好，各种利好更可以锦上添花，全部都是热点，人人都是股神，除了涨，还是涨的“全民大联欢”里。沪指于6月1日儿童节以暴涨4.97%的开启了“童话般的”的六月首日之旅，并于6月12日创出了当年最高的5178.18点。当时证券营业部门口的景象是：门外停满车辆，行走立足艰难，门里人头攒动，交易开户排队。但从6月15日，沪指收出了5178点后的首根百点长阴，次日探底长阳让绝大多数人以为这是牛市中的正常调整，但在“千金难买牛回头”的呼声中，沪指送走“滑千股”又在“晕中割”中持续暴跌11日并首度收出月跌幅7.25%的长阴；中小板、创业板更是以15.86%及19.31%的跌幅创下历史记录。期间，快速去杠杆成为本轮市场暴跌的元凶。虽然自沪指跌破4000点后，管理层屡屡出手救市，但盘中千古跌停场面仍比比皆是。

7月：暴跌“噩梦”收尾。7月的首个交易日，沪指再度以重挫5.23%开启了A股的暴跌之旅。一直持续到7月9日，沪指创下3373.54点的本轮调整新低后才宣告阶段性暴跌的结束。此后，7月28日8.48%的日暴跌，再度将沪指拉回到恐怖的暴跌阴云中，7月的沪指再度以暴跌14.34%点坐收；中小板、创业板亦创下9.71%及11.15%的月跌幅。

8月：“王的女人”登场。自8月3日至18日的沪深两市，仍维持阶段性反弹走势，期间虽然也曾于8月10日创下4.92%的日涨幅。但自8月18日开始，管理层再度声明清理场外配资，沪指亦出现重挫，8个交易日下跌超20%。至8月末，1亿元以上的机构账户自5178点的3个月内减少2450个，8月新开户数较7月减少33.20%，较6月份锐减近60%。截止8月底，沪指下跌12.79%，中小板、创业板分别下跌14.43%及21.38%。

9月：“婴儿底”形成。在经历了暴涨暴跌的快速转换后，市场情绪由山顶到了谷底。自9月1日、9月2日，沪指再度暴跌5.38%及1.82%后，直至9月30日，沪指总体在维持在2800点-3100点的300点小范围拉锯中，“婴儿底”初步显现。

10月：“妖股”泛滥。在经过了9月一整月的区间整理后，沪指于国庆长假后的首个交易日上涨1.27%，此后的10月12日更是以暴涨3.28%的长阳线突破了2800点-3100点箱体“婴儿底”宣告建立成功。其后连续出现拉升，并于10月26日出现至当月反弹新高3457.52点。至月底，沪指上涨10.80%、中小板、创业板亦出现14.99%及19.00%的升幅。该月份内，“妖股”炒作面积急剧扩大。

11月：“上有顶、下有底”。自11月起，沪指出现了3302-3600点的300点区间整理格局，全月总体属于“上有顶、下有底”的存量博弈行情。

12月：“震荡整理格局”显现。如同A股11月走势一般，存量博弈下的沪深两市，已宣告正式进入到信心修复并逐步回归常态化的“慢牛格局”，相对低迷的成交量夹杂着对2016年行情的期许，在多重因素交织下，仍将市场造成了风格上的飘忽不定。

问题:

(1) 你认为推动 2015 年中国股市暴涨暴跌的主要原因是什么？人的乐观预期、悲观情绪等心理因素以及在这些心理驱动下的投资行为对市场效率起到了怎样的作用？

(2) 根据图 1-1 描述的美国股票市场的走势, 比较我国与美国股票市场变化趋势中存在什么异同点? 说明资本市场的发展具有什么共同规律和不同的特征。

(1) 答：推动 2015 年中国股市暴涨暴跌的主要原因：①市场非有效。中国股市是政策市，但政府制定的各种政策不一定总是正确的，错误的情况时有发生，比如 2008 年 8 月，国际金融危机的影响已经大面积扩散，中国出口企业受到美国经济低迷的影响订单巨幅下滑，企业经营惨淡，市场资金奇缺，但此时政府还是采用的紧缩的货币和财政政策，这样在 国际金融危机和紧缩政策的

正向影响。

(2) 答：异同：①相同点：传统金融学认为，股票市场是实体经济的晴雨表，股票价格会及时有效地反映与基本面相关的所有信息。例如，1987 年“黑色星期一”的股价崩盘和 2015 年的中国股灾的发生都是由于投资者的非理性而引起的市场泡沫，最终都以泡沫的破灭告终。②不同点：第一，中国比美国股市波动幅度大，美国股市相对稳定。美国股市以机构资金为主，相对要平稳一些；而中国股市以散户资金为主，他们的持股时间通常较短，交易较为频繁。导致投机性比较强，所以股市波动幅度大。中国的股市还处于成长期，总量规模小，这种情况下大的资金流动和大的 IPO 对市场就会有大的冲击，表现为指数的大幅度波动。监管制度不完善而且执行不到位，实行 T+1 制度和涨跌幅限制虽然抑制了指数当天的波动幅度，但由于风险释放速度变慢，使得上升或下跌周期延长。监管上存在大量的内幕交易等现象，人为的加剧了市场的波动。中国股市由于规模小外围资金需求大，对政策十分敏感，是一个标准的“政策市”，只要政策一变动，股市随之波动。第二，中国股市恢复能力弱，抗风险能力低于美国。美国经济的增长动力更多来自企业创新和用户需求，美国股市的上市公司自身质量较高，使得股市是健康和可持续的，所以可以率先复苏。而相比起美国，我国政府应对金融危机干预较多，政府干预虽然暂时性的防止股市暴跌，但是毕竟不能解决根本问题，反而还可能引起通货膨胀。可见，证券市场的发展必须靠自身的完善。

从中美股市变化趋势的异同可以说明资本市场的发展都有着周期性的规律，增长和衰退的交替是不可避免的，而且都存在非理性因素造成的市场崩盘。但不同资本市场的发展有着不同特征：1、市场运行情况的不同。交易规则和对冲机制的不同，市场运行过程中牛熊的持续时间和表现各有不同；2 股价运行情况不同。有些资本市场的股价运行很明显会受到国家政策变化影响，导致市场中的热点板块和概念轮动较快；而有些资本市场股价变化依赖于公司自身盈利能力的变化。3、投资者结构不同。中小投资者多为投机交易，专业知识有限，操作频繁，且反理性；机构投资者更专业化，长期投资较多，且更理性。由此机构投资者和中小投资者的占比不同会产生不同的后果，良好的投资者结构使得资本市场具有高流动性、高效率。