

# 基于投资者情绪的资产定价研究述评

李进芳(博士)

**【摘要】** 投资者情绪是行为金融研究的热点,对资产价格具有系统性影响。本文总结了基于投资者情绪的资产定价研究相关文献,从投资者情绪的定义、投资者情绪测度研究、投资者情绪对金融资产定价的影响和基于投资者情绪的资产定价理论研究四个方面进行文献述评,指出从投资者情绪角度进行资产定价分析能够解释更多的金融异象。

**【关键词】** 投资者情绪; 资产定价; 金融异象; 行为金融

**【中图分类号】** F832.5

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)04-0116-3

传统金融理论的有效市场假说(EMH)认为,金融市场是信息有效的,理性投资者的套利行为会消除非理性投资者对资产价格的影响,使价格趋近内在价值。然而,自上世纪70年代以来,涌现出许多有悖于EMH的投资者异常行为和金融市场异常现象,在对EMH的挑战中逐渐形成了行为金融资产定价理论。行为金融资产定价理论以有限套利和有限理性为理论基础,从噪音、心理偏差以及投资者情绪等方面入手,分析资产定价问题。相对于噪音、心理偏差等非理性因素,投资者情绪易于辨识和测度,因此,基于投资者情绪的资产定价研究成为行为金融领域的研究热点。从投资者情绪的角度进行资产定价分析,能够解释更多的投资者异常行为和金融市场异常现象。

## 一、投资者情绪的定义

投资者情绪属于心理学和金融学交叉范畴,由于投资者情绪不可直接观察,难以直接测度,所以国内外学者对于投资者情绪的定义至今还没有形成统一的认识。

学术界对投资者情绪的定义有很多种,在此列示几种比较有代表性的观点。Stein(1996)把投资者情绪定义为投资者对未来预期的系统性偏差。Shleifer(2000)认为,投资者情绪建立在认知心理学和预期理论的基础之上,影响交易者形成投资信念和价值取向的认知过程就是投资者情绪。Brown和Cliff(2005)认为,投资者情绪可以定义为投资者对股票行情的总体乐观或悲观态度,代表了市场参与者对某一标准的预期,这一标准就是看涨(跌)投资者的期望收益会高(低)于市场平均水平的收益。Baker和Wurgler(2006,2007)认为,投资

者情绪是反映投资者心理的重要因素,是基于对资产未来现金流和投资风险的预期而形成的一种信念。Wurgler(2012)在《Journal of Financial Economics》关于投资者情绪的专辑论文中提出,目前大多数对投资者情绪的研究中,投资者情绪被定义为投资者对收益和风险的一种非贝叶斯信念,或者是一种非传统意义的偏好,但这一定义边界比较模糊,随着研究的深入,其定义也将不断完善和发展。

总体而言,投资者情绪是个不确定性因素,会影响非理性投资者对风险资产未来收益的主观判断,从而影响其投资行为,进而对资产价格产生重大影响。

## 二、投资者情绪测度研究

为分析投资者情绪对资产价格的影响,需要对投资者情绪进行测度。随着投资者情绪表征方法的发展,投资者情绪指数测度从宏观市场情绪研究深入到了微观个股情绪的研究。

### 1. 市场情绪指数。对于市场情绪的测度主要分为两类:

①市场情绪的直接指标,通过直接调查手段询问投资者对未来一定时期市场发展的看法,一般归结为看涨、看跌和看平三种态度,进而运用数学计算表示出投资者的看涨、看跌或看平情绪;②市场情绪的间接指标,运用数学方法以及有关金融市场中一个或多个代理变量测算市场情绪。依据采用代理变量的个数将市场情绪分为两个阶段,第一个阶段主要是利用单一代理变量表征情绪,以Brown和Cliff(2005)对各代理变量的综述为结束标志;第二个阶段主要是运用多个代理变量综合地表征情绪,以Baker和Wurgler(2006,2007)提出的BW情绪指标为代表。Baker和Wurgler利用主成分分析法

**【基金项目】** 国家社科基金重大项目“金融复杂系统的演化与控制研究”(项目编号:11&ZD156);教育部博士点基金项目“基于混频情绪的行为资产定价研究”(项目编号:20120172110040);洛阳师范学院国家级项目培育基金“基于投资者情绪和信息的行为资产定价研究”(项目编号:2015-10)

构建了市场情绪综合指数,该情绪指数基于六个潜在情绪代理变量的公共变异,这六个代理变量是:IPO数量、IPO首日平均收益、换手率、封闭式基金折价率、新股发行占比以及红利溢价。随后,多位学者采用上述六个代理变量来构建综合性市场情绪指数。

2. 个股情绪指数。在个股情绪指数构建方面,Kumar和Lee(2006)使用散户投资者交易数据的买卖不均衡指标(BSI)来表征个股情绪。对于一只股票,当主买占主导地位时,表明在总体水平上散户投资者对该股票情绪高涨;当主卖居于主导地位时,表明散户投资者对该股票总体情绪低落。实证研究表明,小盘股的股票收益率易受投资者情绪的影响,并且情绪对收益率具有一定的预测作用。Burghardt等(2008)利用欧洲权证交易所散户投资者的买卖交易数据构建了每日的个股情绪,与其他方法构建的情绪指数相比较,买卖不均衡情绪指数表现出良好的性质,对潜在的股票收益表现出更强的负相关。Frazzini和Lamont(2008)利用个人投资者的共同基金再分配资金流构建个股情绪,发现高涨的情绪预示着较低的未来收益,在不同基金之间再分配的资金流是哑钱,长期内将导致散户投资者的财富减少。

目前,投资者情绪研究方面的综合性市场情绪研究,主要是利用主成分分析法构建市场情绪综合指数,从而研究投资者情绪对资产价格影响的宏观表现。为进一步分析投资者情绪对资产价格影响的微观基础,需要运用主成分分析法构建个股情绪综合指数,系统地梳理其微观传导机理。

### 三、投资者情绪对金融资产定价的影响

众多学者对投资者情绪展开了实证研究,且形成了较一致的结论:投资者情绪是影响金融资产均衡价格的系统因子,股票收益与同期情绪变化正相关,即:情绪高涨,金融资产定价较高;情绪低落,金融资产定价较低。投资者情绪对金融资产价格的影响效应主要体现在以下三个方面:

1. 总体效应。指投资者情绪对整个股票市场所产生的系统性影响。Lee等(2002)采用投资者智能情绪指数实证检验投资者情绪对股票市场条件方差和预期收益的影响,发现情绪是影响资产定价的系统因子,超额收益与同期情绪的转移正相关。Brown和Cliff(2004)研究了投资者情绪与股票市场近期收益的关系,发现情绪水平及变化与同期市场收益显著相关,但情绪对股票未来收益的预测能力较弱。Brown和Cliff(2005)实证分析了投资者情绪与股票市场长期收益的关系,发现高涨的情绪驱动资产价格向上偏离内在价值,长期内市场价格回归到基础价值后导致较低的预期收益。Yang和Zhang(2014)利用MIDAS回归模型分析了混频投资者情绪对股票收益的影响,发现混频投资者情绪的总效应和个体效应是统计显著的,混频情绪比低频情绪的作用更大,甚至超越了市场溢价因子的影响。

2. 横截面效应。指投资者情绪对不同类别股票的差异性

影响。关于股票市场横截面效应的研究可追溯到Fama和French(1993)的三因子定价模型。在传统市场因子不能有效解释横截面收益的情况下,该模型加入了市值因子和账面市值比因子,实证结果表明,三因子模型的拟合优度高达90%以上,可以有效解释股票的横截面收益。Baker和Wurgler(2006)研究投资者情绪如何影响股票的横截面收益时发现,小盘股、年轻股票、高波动性股票、无盈利股票、无红利支付股票以及极端成长性股票等对投资者情绪更加敏感。Glushkov(2006)在Eckbo和Norli(2005)的四因子模型(三因子基础上新加入了流动性因子)基础上发展了包含情绪因子的五因子模型,研究发现,小盘股、年轻股票、高卖空限制股票、高异质波动股票以及低红利回报率股票对情绪比较敏感。Bae和Wang(2010)对在美国上市公司中带有“中国”字样的公司和不包含“中国”字样的公司进行了比较分析,发现在2007年中国股市繁荣时期,带有“中国”字样的股票收益显著胜过其他股票,收益的差异来源于投资者情绪的影响。

3. 时序效应。指以不同时间区间考察投资者情绪对股票市场的差异性影响,一般分为牛市、熊市,或者情绪高涨、低落区间。Gao等(2010)研究发现,在情绪高涨区间的横截面分析中,高特质风险组合的收益比低特质风险组合的收益更低,而且在时间序列分析中,市场收益与总的特质风险负相关,但在情绪低落区间特质风险和期望收益之间不存在显著的相关关系。Yu和Yuan(2011)研究投资者情绪在均值-方差交易中的影响,发现股票市场的超额收益在情绪低落区间与市场的条件方差正相关,但在情绪高涨区间与市场的条件方差不存在显著的相关关系。Chung等(2012)研究表明,仅仅在膨胀时期,投资者情绪在样本内和样本外预测方面对构建的组合收益具有较好的预测能力,这些组合的构建基于资产市值的大小、账面市值比率、股息率和收益价格比率等,而在经济衰退时期投资者情绪的预测能力通常并不显著。

### 四、基于投资者情绪的资产定价理论研究

近年来,一些学者尝试把心理学研究和有关投资者情绪的实证研究成果应用于资产定价理论,基于投资者情绪的资产定价理论正在蓬勃发展。

Lawrence等(2007)指出,投资者并非有效市场假说描绘的那样理性,并依据DDM模型构建了基于情绪的股票定价模型。该模型放松了对理性人假设的要求,把投资者情绪融入传统的资产定价模型,得到受情绪影响的预期收益率。Liang等(2006)将心理因素加入Lucas(1978)的框架,发现随机的投资者情绪可以在不稳定的财富面前使消费量变得平滑,同时发现,在动态均衡时市场范围的投资者情绪进入随机贴现因子中。该模型在异质情绪下产生普遍的市场现象,比如价格泡沫、证券发行的市场择时以及资产的回购和交易。Liang(2011)在一个交换的经济中模型化了随机的市场范围的消费者情绪,以传统效应和消费者情绪联合决定代理人的最

## □ 参考借鉴

优投资消费分配。研究发现,消费者情绪的增长是一个顺周期的系统风险因子,与投资者情绪一样,消费者情绪调解了消费模式和财富模式之间的不一致性。Shu(2010)修正了Lucas(1978)的CCAPM模型,通过投资者情绪影响模型中的两个参数:风险厌恶系数和时间偏好,间接研究情绪对资产价格和预期收益的影响。Mendel和Shleifer(2012)提出追逐噪音模型,模型中绝大多数的理性不知情者偶尔误把噪音当作信息而追逐噪音,使得噪音交易者对市场均衡有着与噪音交易者数量不成比例的影响,从而放大情绪的冲击并且使得资产价格远离基础价值。

国内学者对投资者情绪和金融市场行为之间关系的研究也逐渐变多。李潇潇等(2008)依据DHS模型的框架构建了包含投资者情绪的资产定价模型。在该模型中,知情者受到情绪的影响,放大了私人信号对资产定价的冲击,从而有效解释了证券市场中的高波动性和过度反应等异常现象。杨春鹏和闫伟(2012)探讨了情绪认知价格模型,依次构建了代表性的情绪投资者认知价格模型和包含正向情绪投资者与负向情绪投资者的双向情绪认知价格模型。Yang和Zhang(2013)沿用Campbell和Viceira(1999)基于消费者的框架构建了含消费者情绪的资产定价模型,研究表明,投资者情绪对风险资产价格有系统性影响,投资者的财富比例放大了其情绪对资产价格的冲击程度。该模型对储蓄转向股市、价格泡沫和高波动性等金融异象给出了部分解释。Yang和Zhang(2014)构建了一个两期交易的、含消费者情绪的资产定价模型,该模型研究了时变情绪对资产价格变化的动态影响。Xie和Yang(2013)基于投资者情绪和惯性思维构建了一个组合选择模型,研究结果表明,当情绪水平相对较低时,投资者受情绪和惯性思维影响将采用充分分散化的投资策略;而当情绪水平足够高时,投资者的投资策略将变得复杂多变。

综上所述,基于有限套利和投资者有限理性假设,有关投资者情绪与金融市场行为表现的实证研究已经大量涌现,但是支持实证结果的情绪资产定价模型还很少,已有的情绪资产定价模型或多或少存在不足之处。因此,从更高层面构建既符合金融理论研究,又贴近现实市场,能解释更多投资者异常行为和金融市场异象的情绪资产定价模型成为当今行为金融研究的热点问题之一。

## 五、结束语

现实中,投资者异常行为和金融市场异常现象是普遍存在的,这种“异常”在很大程度上是由于人们认识的局限性而产生的。随着人们对资产定价理论的认识逐步深入和拓宽,原来异常的、不可解释的现象就能得到很好的解释,变为“正常”了。传统金融的有效市场假设只是为我们更好地认识金融市场提供了一个坐标原点,其中的理论人、市场完全竞争假设等也只是我们追求真理过程中的一种信仰。传统金融和行为金融就像“理想”和“现实”一样,我们试图无限地接近真

理,而异常现象却现实存在着,传统金融和行为金融相互补充,共同构成我们认识金融市场的基础。

## 主要参考文献:

- Baker M., Wurgler J.. Investor sentiment and the cross-section of stock returns[J]. Journal of Finance, 2006(8).
- Baker M., Wurgler J.. Investor sentiment in the stock market[J]. Journal of Economic Perspective, 2007(21).
- Stein J.. Rational capital budgeting in an irrational world[J]. Journal of Business, 2006(69).
- Brown G., Cliff M.. Investor sentiment and asset valuation[J]. Journal of Business, 2005(78).
- Kumar A., Lee C.. Retail investor sentiment and return comovements[J]. Journal of Finance, 2006(61).
- Frazzini A., Lamont O.. Dumb money: mutual fund flows and the cross-section of stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 2008(88).
- Yang C., Zhang R.. Does mixed-frequency investor sentiment impact stock returns? Based on the empirical study of MIDAS regression model[J]. Applied Economics, 2014(46).
- 王美今,孙建军.中国股市收益、收益波动与投资者情绪[J].经济研究,2004(10).
- 张强,杨淑娥.噪音交易、投资者情绪波动与股票收益[J].系统工程理论与实践,2009(3).
- 张强,杨淑娥.中国股市横截面收益特征与投资者情绪的实证研究[J].系统工程,2008(7).
- 蒋玉梅,王明照.投资者情绪与股票收益率:总体效益与横截面效应的实证研究[J].南开管理评论,2010(6).
- Yu J., Yuan Y.. Investor sentiment and mean-variance relation[J]. Journal of Financial Economics, 2011(100).
- Chung S.L., Hung C.H., Yeh C.Y.. When does investor sentiment predict stock returns[J]. Journal of Empirical Finance, 2012(19).
- 闫伟,杨春鹏.不同市态阶段的股票收益——风险实证研究[J].当代财经,2011(12).
- Lawrence E.R., McCabe G., Prakash A.J.. Answering financial anomalies: sentiment-based stock pricing[J]. The Journal of Behavioral Finance, 2007(8).
- Shu H.C.. Investor mood and financial markets[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2010(76).
- Mendel B., Shleifer A.. Chasing noise[J]. Journal of Financial Economics, 2012(104).
- Yang C., Zhang R.. Dynamic sentiment asset pricing model[J]. Economic Modelling, 2014(37).
- 作者单位:洛阳师范学院商学院,河南洛阳 471934