

投资者情绪与沪深300指数波动的关系研究

张德容¹, 余攀²

(1. 湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007; 2. 湖南工业大学 商学院, 湖南 株洲 412007)

[摘要] 基于2012年1月至2017年12月沪深两市的月度数据, 选取新成立基金数目、换手率、市盈率、成交量、新增开户数、消费者信心指数6个指标, 采用主成分分析法, 构建投资者情绪综合指标, 实证分析投资者情绪与股票价格的相互关系。结果显示: 沪深300指数和投资者情绪在长期和短期内均具有稳定的均衡关系; 股票价格的波动与投资者情绪的波动对投资者情绪的影响具有滞后效应; 格兰杰因果关系检验表明, 股票价格波动是投资者情绪波动的格兰杰原因, 说明股票价格的波动能够引起投资者情绪的波动; 投资者情绪波动对其自身情绪的影响是消极的, 股票价格波动对投资者情绪的影响是积极的, 二者均受自身影响更大。

[关键词] 投资者情绪; 沪深300指数; 股票价格

[中图分类号] F830.91 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1674-117X(2018)06-0033-07

Research on the Relationship Between Investor Emotion and Volatility of Shanghai and Shenzhen 300 Index

ZHANG Derong¹, YU Pan²

(1. College of Economics and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China;

2. College of Business, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

Abstract: Based on the monthly data of the Shanghai and Shenzhen stock markets from January 2012 to December 2017, the number of newly established funds, turnover rate, price-earnings ratio, trading volume, new account opening, and consumer confidence index were selected. Principal component analysis was used. The method is to construct a comprehensive indicator of investor sentiment and empirically analyze the relationship between investor sentiment and stock price. The results show that the Shanghai and Shenzhen 300 Index and investor sentiment have a stable equilibrium relationship in both long-term and short-term periods; the fluctuation of stock price and that of investor sentiment have a lagging effect on investor sentiment; the Granger causality test shows that Stock price volatility is the Granger reason for investor sentiment fluctuations, indicating that stock price volatility can cause investor sentiment fluctuations; investor sentiment volatility has negative impact on their own emotions, and stock price volatility has a positive influence on investor sentiment. And both are more affected by themselves.

Key words: investor sentiment; Shanghai and Shenzhen 300 index; stock price

股票投资者的目的在于获得尽可能高的投资收益率。上市公司股票的流动性很强, 投资者可随

时买入, 需要资金时又可随时卖出。投资者的行为差异源于两个因素: 一是各投资者占有的信息质与

收稿日期: 2018-10-07

作者简介: 张德容(1964-), 男, 重庆万州人, 湖南工业大学教授, 研究方向为财务与会计;

余攀(1993-), 男, 四川巴中人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为金融工程与公司理财。

量不同;二是投资者处理信息的认知框架和能力不相同,即使面对同样的市场信息,不同的投资者也会产生不同的认知,作出不同的决策。对于具体投资者来说,他们对企业股价和市场走势的判断建立在各自的认知上,并根据自己的认知框架对掌握的信息加以分析,作出投资决定。

波动是股市的基本特征和基本属性,是投资者进行交易的原因和结果。股票价格受到信息、投资者情绪、政策及媒体关注度等诸多因素的影响。^[1]投资者是股票市场的参与者和利益攸关者。适度的价格波动可以提高投资者的套利和投资热情,增加市场的活跃度与流动性,促进市场繁荣。但是,剧烈的价格波动可能引发“羊群效应”以及“追涨杀跌”等金融现象,造成股票市场大幅度动荡,损害投资者的利益,削弱资产配置功能,严重时甚至会引发系统性风险,影响到宏观经济的稳定和发展。

传统金融学的假设是“理性人假设”与“有效市场假设”,因此建立的模型和理论大多强调投资者的理性和金融市场的自我纠偏机制。然而随着时代的发展,证券市场上的诸多金融异象无法用传统的金融学理论进行合理的解释,大量的实证研究与观察结果表明:投资者心理受到各种因素的影响,投资者决策并不总是理性的。由于心理学的理论分析能够很好地解释金融市场上的异常现象和投资者的市场交易行为,所以行为金融学应运而生。行为金融学理论更契合资本市场的实际情况。投资者情绪研究是行为金融学理论的重要组成部分,对投资者情绪的研究有助于理解金融市场中投资者行为与股票价格波动的互动过程,降低投资风险,提高投资收益,揭示证券市场内在价格的运行规律。

一 文献综述

针对资本市场的诸多金融异象,学者们结合行为金融学理论提出了“投资者情绪”这一概念,这一名称首次出现在1963年美国 *Investor Wisdom* 杂志上。

目前,行为金融学的研究有两种假设条件:一是内生性假设,二是外生性假设。由于影响投资者心理的因素众多,投资者所处环境也很复杂,所以基于内生性假设的研究仅仅是对投资者情绪与股票收益进行定性研究,由于无法量化投资者情绪,故无法进行定量研究。基于外生性假设的指标构建尚未形成统一的标准,相关研究虽然较多,但是

比较分散,无法在理论上取得一致性。

不同的学者根据自己的研究需要,选用不同的情绪指标代理变量,从不同的角度对投资者情绪进行了界定。Long 等人认为投资者情绪是交易者在现有信息条件下,主观信念与客观信念之间的偏差;^[2]从心理学角度来说,Shleifer 等人认为投资者情绪是基于投资者不恰当地运用贝叶斯法则所形成的信念或者预期;^[3]从投资收益预期角度来说,Baker 等人认为投资者情绪是一种基于反映投资者投资风险及预期收益的信息而产生的信念。^[4]

Browngregory 采用封闭式基金折价率来度量投资者情绪,发现投资者情绪对股票市场的波动存在正向影响。^[5]王美今等人利用中央电视台财经频道的“看盘指数”作为投资者情绪指标,分析股市收益与投资者情绪指标之间的关系,结果表明,沪深两市的收益以及价格波动受到投资者情绪的显著影响。^[6]陈彦斌使用主观偏好参数表征投资者情绪,研究情绪波动对股票价格和债券价格的影响,结果发现,投资者情绪波动对股票价格波动的影响远大于其对债券价格的影响,这为股票价格的过度波动提供了心理层面的解释。^[7]Wang 等人通过对投资者情绪和股票市场的波动性两者的关系进行分析,发现股票市场的波动会对投资者情绪产生显著影响,但是投资者情绪对股票市场的波动并不存在显著影响。^[8]孙建军等人使用 T - GARCH (generalized autoregressive conditional heteroskedasticity) 模型分析我国股票市场的投资者情绪,发现投资者情绪既可以引导我国股票市场的平均收益率,还可以显著反向修正我国股市的收益率波动。^[9]黄森荣从中国传统文化角度出发,认为中国证券市场的宽幅波动现象在短期内不会消失。^[10]鲁训法等人利用每周新增交易账户数,分析我国股市波动与投资者情绪之间的关系,认为股市指数波动与投资者情绪波动并不同步。^[11]李合龙等人基于集成经验模态分解(ensemble empirical mode decomposition, EEMD)方法,从多尺度的视角分析了我国投资者情绪与股价波动的关联性,结果发现:就短期而言,两者具有显著正相关关系;从中期来看,股票价格的波动滞后于投资者情绪的波动;从长期来看,投资者情绪的波动滞后于上证综合指数价格序列的波动,而深证综合指数与投资者情绪二者的同期相关性更强,不存在明显的领先滞后关系。^[12]Sayim 等人利用土耳其资本市场的相关数据构建投资者情绪指标,结果表明,

投资者情绪能够显著影响资产价格及价格波动。^[13]李林通过对比内地与香港资本市场发现,内地投资者结构不合理,成熟度较低,所以内地投资者更容易受到市场波动的影响;进而通过实证研究发现,投资者的非理性情绪是我国中小板市场首次公开募股(initial public offerings, IPO)抑价率居高不下的主要原因,而我国现有股票市场发行制度的不完善则是助长投资者非理性情绪的重要因素。^[14]邹辉文等人通过建模与模拟分析,认为当市场情绪整体乐观时,多数人不愿意去寻找私人信息,也不愿意认真分析证券价格的内在价值,仅凭个人感觉进行交易,从而加剧市场追涨行为,反之,则会有相反的结果。^[15]王国臣等人研究发现,冻结资金加剧股价波动的现象受到投资者情绪的影响,在投资者情绪较为乐观时,其对股价波动的影响更为强烈。^[16]郁晨利用文本挖掘技术构造投资者情绪指数,采用GARCH模型进行研究,发现散户情绪指数与股价波动呈负相关关系。^[17]

通过对已有文献的梳理发现,不同的学者选用不同的指标表征投资者情绪,研究股票价格与投资者情绪之间的相互波动关系,并取得了一定的成果。相对来说,业界对投资者情绪与股票价格波动关系的研究相对较少,并且大多采用单一的指标进行投资者情绪指标的构建,其可能存在覆盖面不足和信息不全等问题。就目前来看,研究者主要利用GARCH模型来研究投资者情绪与收益率波动或者股价波动的关系。基于此,本文构建投资者情绪综合指标,利用自向量回归模型(vector autoregressive model, VAR),研究投资者情绪与股票价格波动二者之间的关系。

二 投资者情绪指标设计

目前度量投资者情绪的指标可分为三类,即主观指标、客观指标、综合指标。主观指标通过问卷调查的形式,直接调查投资者对市场走势的看法,可以直接获得投资者的心理特征;客观指标通过市场交易的公开数据获得,可以从侧面反映投资者的情绪变化。由于单一指标覆盖投资群体较窄或者信息量不足等,无法全面刻画市场情绪,因此本文采取主观指标和客观指标相结合的方法构建综合指标。相比单一指标,综合指标时效性更强,包含信息量更大,能够更加全面反映投资者情绪的变化。综合考虑数据的可得性和完整性以及前人研究中广泛使用的原则,本文选取市盈率(price

earnings ratio, PE)、成交量(volume, VOL)、换手率(turnover rate, TURN)、消费者信心指数(consumer confidence index, CCI)、新成立基金数目(FUND)、新增投资者开户数(NIA)6个单一指标作为投资者情绪的代理变量。

(一) 指标说明

市盈率:市盈率是最常用的估计股价水平是否合理的指标之一。投资股票是对上市公司未来盈利增长的一种期望。如果某股票具有较高的市盈率,代表市场预测其未来的盈利增长速度快,说明投资者情绪高昂,该股票被追捧;反之,如果整体市盈率偏低,说明投资者兴趣不高。

成交量:成交量是指某一段时间内具体的交易数。成交量是判断市场走势的重要指标,反映了市场的活跃程度和资金规模情况。根据供需理论,成交量是股票价格的主宰。当投资者情绪高昂,进入证券市场的意愿就强烈,供大于求,推动股价上涨;反之,股价下跌。

换手率:换手率是反映股票市场流通性强弱和交易活跃程度的指标之一。市场的活跃程度与投资者情绪呈正相关关系。投资者情绪越高,说明市场交易越积极、频繁,换手率越高;反之亦然。

消费者信心指数:消费者信心指数是反映消费者信心强弱的指标,是综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期及消费心理状态的主观感受,并预测经济走势和消费趋势的一个先行指标。该指标由国家统计局中国经济景气监测中心负责对城市消费者进行问卷调查、统计结果并进行发布。

新成立基金数目:从投资结构上看,我国的个人投资者占比较高,而机构投资者占比较低。但是随着资本市场的发展,机构投资者的地位和作用日益突出。由于我国资本市场存在卖空限制,因此新成立的基金数目越多,机构投资者认为后市上涨的概率越高,就会越看好后市;反之亦然。

新增投资者开户数:新增投资者开户数是指股票市场每月新增加的有效账户数量。这一数据能够反映投资者入市的时间和数量的变化,在很大程度上也反映出投资者参与股票市场的热情高低。当投资者情绪乐观时,其参与市场的热情高涨,促使新股民踊跃进入证券市场,开户数剧增;而当投资者情绪悲观时,市场呈观望气氛,市场低迷,就会抑制新投资者的投机及入市冲动。

本研究样本区间为2012年1月至2017年12月,采用沪深市场的数据,数据来源于东方财富网和锐思金融数据库。

(二)投资者情绪指标构建

鉴于目前采用主成分分析法构建投资者情绪指标使用较普遍,应用也比较成熟,所以本文在投资者情绪指标构建上选择主成分分析法。具体步骤如下:

第一步,首先对6个变量进行标准化以消除量纲不同的影响;然后对6个变量进行KMO(Kaiser-Meyer-Olkin)检验和Bartlett球形度检验,检验结果如表1所示,检验结果满足因子分析要求。

表1 KMO和Bartlett检验结果

KMO检验		0.631
	近似卡方	558.578
Bartlett球形度检验	df	15
	Sig.	0.000

第二步,借鉴Baker等人构造投资者情绪指标的方法^[3],对6个单一指标进行主成分分析,提取主成分构造综合投资者情绪指标,结果见表2。由表2可知,前两个主成分特征值大于1,因此提取2个主成分,累计方差解释率为85.502%。

表2 投资者情绪指标的主成分分析结果

成分	特征值	方差/%	累计方差/%
1	4.041	67.352	67.352
2	1.089	18.150	85.502
3	0.558	9.294	94.795
4	0.209	3.479	98.275
5	0.098	1.633	99.908
6	0.006	0.092	100.000

第三步,计算变量系数,其公式为:变量系数 =

主成分 F_1 的成分矩阵系数/对应特征值的平方根 \times 方差权重 W_1 +主成分 F_2 的成分矩阵系数/对应特征值的平方根 \times 方差权重 W_2 。投资者情绪指标的主成分矩阵系数如表3所示。具体计算如下:
 $SENT = 0.240 \times TURN + 0.345 \times NIA + 0.385 \times PE + 0.334 \times VOL + 0.338 \times FUND + 0.316 \times CCI$ 。

表3 投资者情绪指标的主成分矩阵系数

指标	F_1	F_2
TURN	0.891	-0.390
NIA	0.929	-0.094
PE	0.949	0.063
VOL	0.955	-0.195
FUND	0.665	0.381
CCI	0.360	0.860

三 实证分析

本研究选取2012年1月至2017年12月沪深300指数收盘价的月度数据,通过协整检验、误差修正模型、向量自回归模型、脉冲响应函数及方差分解,分析股价与投资者情绪的相互影响关系。

(一)序列平稳性检验

本文采用ADF检验(augmented dickey-fuller test)对投资者情绪与股价的平稳性进行检验,检验结果如表4所示。由ADF检验结果可知,股价的ADF值大于0.10显著水平的临界值,故应当接受存在单位根假设,认为股价为非平稳序列;而一阶差分后的序列,其ADF值小于0.01显著水平下的临界值,说明差分后的序列是平稳序列。同理,投资者情绪序列在0.10显著水平下是平稳的,一阶差分后的序列在0.01显著水平下是平稳的。故股价和投资者情绪的一阶差分序列是同阶单整序列,说明投资者情绪和沪深300指数的波动是平稳的。

表4 ADF检验结果

指标	模型类型	t值	0.01 临界值	0.05 临界值	0.10 临界值	P值	结果
CIP	含截距项和趋势项	-2.883 99	-4.094 55	-3.475 31	-3.165 05	0.174	非平稳
DCIP	无截距项和趋势项	-6.509 33	-2.598 42	-1.945 53	-1.613 76	0	平稳
SENT	无截距项和趋势项	-1.618 92	-2.598 91	-1.945 6	-1.613 72	0.099	平稳
DSENT	无截距项和趋势项	-8.709 47	-2.598 91	-1.945 6	-1.613 72	0	平稳

(二)协整检验

由于两个序列的一阶差分同阶单整,下面采用EG(Engle-Granger)两步法进行协整检验,具体检验

步骤如下:

第一步,构建股价为自变量、投资者情绪为因变量的普通最小二乘法(ordinary least square, OLS)回

归,并保留残差序列 e_t ;第二步,对残差序列进行平稳性检验,若为原序列平稳,则说明投资情绪变化与股价变化之间存在协整关系,协整检验结果如表5所示。由ADF检验可知,残差序列在0.10的显著水平下为平稳序列,说明投资者情绪波动与股价波动存在协整关系,即在长期内具有稳定的均衡关系。

表5 协整检验结果

变量	模型类型	t 值	0.10 临界值	P 值	结果
e_t	无截距项 和趋势项	-1.763 1	-1.613 7	0.074	平稳

(三)误差修正模型

通过构建误差修正模型研究两个变量之间的短期关系,误差修正模型结果如表6所示。

表6 误差修正模型结果

变量	系数	标准误差	t -统计量	P 值
C	0.005 41	0.062 96	0.085 96	0.931 7
$e_{(-1)}$	-0.513 9	0.107 4	-4.784 5	0
$DCIP$	0.002 13	0.000 27	7.917 93	0

表7 VAR模型的滞后阶数

滞后阶数	logL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-481.132 8	NA	25 969.35	15.840 42	15.909 63	15.867 54
1	-474.841 3	11.964 13	24 093.43	15.765 29	15.972 92	15.846 66
2	-460.315 1	26.671 16*	17 071.23	15.420 17	15.766 21*	15.555 78*
3	-455.279 9	8.914 81	16 522.89*	15.386 23*	15.870 69	15.576 09

由表7可知,根据多数原则确定VAR模型的滞后阶数为2。

模型(1)的拟合优度 $R^2=0.414$,模型(2)的拟合优度 $R^2=0.131$ 。由上述两个模型可知,投资者情绪波动对股价波动的影响具有滞后效应,股价波动对投资者情绪波动的影响同样也具有滞后效应。投资者情绪波动对投资者本身的情绪和股票价格的影响是消极的,股票价格对价格自身和投资者情绪的影响是积极的。

(五)稳定性检验

如果被估计的VAR模型所有根的模的倒数小于1,即位于单位圆内,则其是稳定的;如果模型不稳定,某些结果将不是有效的(如脉冲响应函数分析和方差分解分析)。VAR模型稳定性判别结果如图1所示。

由AR根法可知,所有的根均在单位圆内,说明构建的二元VAR模型是稳定的。

具体计算如下:

$$DSENT = 0.005 41 - 0.513 9e_{(-1)} + 0.002 13DCIP。$$

由误差修正模型结果可知, $e_{(-1)}$ 为残差序列的滞后1期值,其系数为负,符合反向修正机制。 $e_{(-1)}$ 的系数为-0.513 9,说明在短期内,当投资者情绪与股票价格偏离均衡时,能够以0.513 9的修正力度拉回均衡状态,反映出股票价格波动与投资者情绪波动在短期内也具有稳定的均衡关系。

(四)VAR模型估计

本文通过构建VAR模型研究投资者情绪与股价波动之间的动态关系。首先,估计VAR模型的滞后阶数,见表7。根据回归结果,得到VAR模型。

$$DSENT = 0.002 266DCIP_{(-1)} + 0.001 040 DCIP_{(-2)} - 0.498 082DSENT_{(-1)} - 0.710 836DSENT_{(-2)} + 0.014 955, \quad (1)$$

$$DCIP = 0.302 690DCIP_{(-1)} + 0.050 681 DCIP_{(-2)} - 6.950 766DSENT_{(-1)} - 87.507 08DSENT_{(-2)} + 19.292 09。 \quad (2)$$

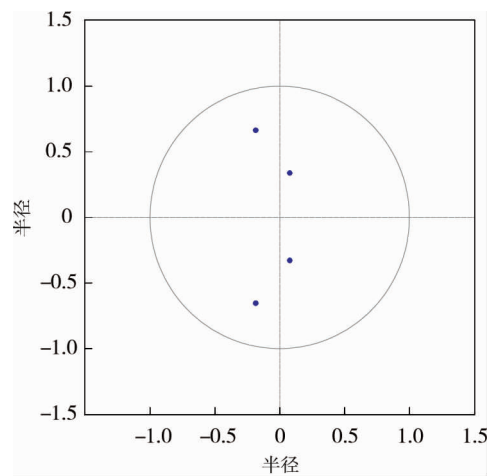


图1 VAR模型稳定性判别结果

(六)格兰杰因果检验

格兰杰因果检验主要是用来检验内生变量是否可以作为外生变量对待。格兰杰检验结果如表8所示。

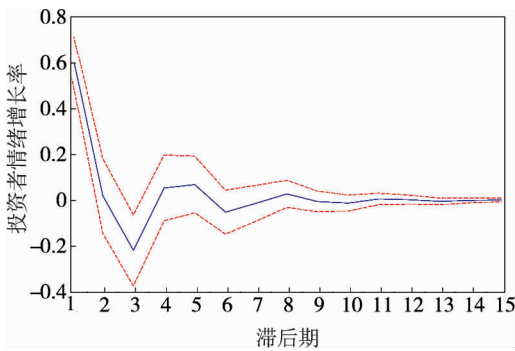
表8 格兰杰检验结果

因变量	Excluded	Chi - sq	df	Prob
DSENT	DCIP	27.837 43	2	0.000 0
	All	27.837 43	2	0.000 0
DCIP	DSENT	3.515 950	2	0.172 4
	All	3.515 950	2	0.172 4

由表8可以得知:在0.01的显著性水平下,变量DCIP的波动能引起变量DSENT的波动,但是变量DSENT的波动不能引起变量DCIP的波动。因此在建立的两个VAR模型中,方程(1)更加合理。

(七)脉冲响应函数分析

脉冲响应函数分析研究的是一个标准差的冲击对其他内生变量的影响。股票价格和投资者情绪的脉冲响应函数分析结果分别见图2及图3。



注:实线表示脉冲效应函数,上虚线表示正两倍标准差偏离带,下虚线表示负两倍标准差偏离带,下同

图2 投资者情绪冲击引起自身变化的响应函数

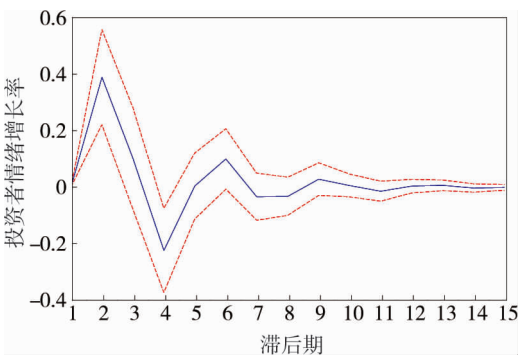


图3 股价冲击引起投资者情绪的响应函数

从图2中可以看出,当给投资者波动1个单位的正向冲击时,在第1期对投资者情绪本身有最大的正向影响,然后迅速下降,在第3期达到负向最低,接着开始逐渐减弱,到第11期逐渐趋于0。总体来看,投资者情绪对自身的影响是消极的。

从图3中可以看出,当给股票价格波动1个单位的正向冲击时,在第2期对投资者情绪波动有最

大的正向影响,然后震荡变小,其影响于第10期接近0,其后几乎为0。总体来看,股票价格的冲击对投资者情绪的影响是积极的。

(八)方差分解分析

脉冲响应函数描述的是VAR模型中一个内生变量的冲击给系统内其他内生变量所带来的影响,而方差分解则能具体分析每一个结构冲击对内生变量变化(通常用方差来度量)的贡献程度,进一步评价不同结构冲击的重要性。因此,方差分解给出了对VAR模型中的变量产生影响的每个随机扰动的相对重要信息。投资者情绪和股票价格波动的方差分解结果分别如表9和10所示。

表9 投资者情绪波动的方差分解结果

滞后期	S. E.	DSENT	DCIP
1	0.643 325	100	0
2	0.752 385	73.180 57	26.819 43
3	0.790 076	73.990 79	26.009 21
4	0.823 214	68.594 13	31.405 87
5	0.826 129	68.813 49	31.186 51
6	0.833 651	67.950 51	32.049 49
7	0.834 471	67.839 52	32.160 48
8	0.835 611	67.771 69	32.228 31
9	0.836 093	67.696 71	32.303 29
10	0.836 191	67.700 53	32.299 47
11	0.836 349	67.680 80	32.319 20
12	0.836 361	67.680 40	32.319 60
13	0.836 392	67.677 83	32.322 17
14	0.836 399	67.676 62	32.323 38
15	0.836 403	67.676 58	32.323 42

注:S. E.为误差的标准差,下同

表10 股票价格波动的方差分解结果

滞后期	S. E.	DSENT	DCIP
1	0.643 325	0	100
2	0.752 385	0.020 067	99.979 93
3	0.790 076	3.006 867	96.993 13
4	0.823 214	3.136 028	96.863 97
5	0.826 129	3.778 713	96.221 29
6	0.833 651	3.946 086	96.053 91
7	0.834 471	3.999 401	96.000 60
8	0.835 611	4.071 130	95.928 87
9	0.836 093	4.070 983	95.929 02
10	0.836 191	4.087 482	95.912 52
11	0.836 349	4.089 121	95.910 88
12	0.836 361	4.091 144	95.908 86
13	0.836 392	4.092 401	95.907 60
14	0.836 399	4.092 464	95.907 54
15	0.836 403	4.092 847	95.907 15

由表9可知:在第1期,投资者情绪只受自身因

素的影响;第2期开始,受自身因素影响逐渐减弱,受股票价格影响逐渐增强;在第11期受到的影响趋于稳定,自身因素的影响贡献约为67.681%,股票价格对投资者情绪的影响贡献约为32.319%。整体来看,投资者情绪受自身因素影响更大,与方程(1)滞后1期和滞后2期的投资者情绪系数是相互印证的。由表10可知:在第1期,股票价格只受自身因素的影响;第2期开始,受自身因素影响逐渐减弱,受投资者情绪的影响逐渐增强;在第10期受到的影响趋于稳定,自身因素的影响贡献约为95.913%,投资者情绪对股票价格的影响贡献约为4.087%。整体来看,股票价格受自身因素的影响更大。

四 结论与不足

本文基于2012年1月至2017年12月沪深两市的月度数据,选取新成立基金数目、换手率、市盈率、成交量、新增投资者开户数、消费者信心指数6个指标,采用主成分分析法,构建投资者情绪综合指标,实证分析投资者情绪与股票价格的相互关系。结果显示:沪深300指数和投资者情绪波动是平稳的,在长期内存在稳定的均衡关系,在短期内,当二者偏离均衡时,能以0.5139的修正力度拉回均衡状态,即二者在短期内也具有稳定的均衡关系;股价波动与投资者情绪波动对投资者情绪的影响具有滞后效应;投资者情绪波动对其本身情绪的影响是消极的,股票价格波动对投资者情绪的影响是积极的,二者均受自身影响更大;通过格兰杰因果关系检验,股票价格波动能引起投资者情绪波动,而投资者情绪波动不能引起股票价格波动。

本研究建立的VAR模型拟合优度较低,虽然单位根检验模型结果是稳定的,但可能会影响结论的有效性,今后的研究要构建更有效的投资者情绪模型,以使股票价格与投资者情绪VAR方程的拟合优度更高,如此,通过该方法研究经济变量之间的动态关系才具有更高的可信度。另外,通过格兰杰检验,得出股票价格波动是投资者情绪波动的格兰杰原因,而投资者情绪波动不是股票价格波动的格兰杰原因,这只是检验统计上的时间先后顺序,而根据经验,投资者情绪波动能引起股票价格波动,这一点在今后的研究中需进行进一步的实证分析。

参考文献:

[1] 张普,陈亮,蒋月娥. 海峡两岸股票市场日历效应研究:基于滚动样本的实证分析[J]. 常州大学学报(社

会科学版),2018,19(1):64-72.

- [2] LONG J B D, SHLEIFER A, SUMMERS L H, et al. Noise Trader Risk in Financial Markets[J]. Journal of Political Economy, 1990, 98(4):703-738.
- [3] SHLEIFER A, VISHNY R W. The Limits of Arbitrage[J]. Journal of Finance, 1997, 52(1):35-55.
- [4] BAKER M, WURLER J. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns[J]. Economic Management Journal, 2006, 61(4):1645-1680.
- [5] BROWNGREGORY W. Volatility, Sentiment, and Noise Traders[J]. Financial Analysts Journal, 1999, 55(2):82-90.
- [6] 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):75-83.
- [7] 陈彦斌. 情绪波动和资产价格波动[J]. 经济研究, 2005(3):36-45.
- [8] WANG Y H, KESWANI A, TAYLOR S J. The Relationships Between Sentiment, Returns and Volatility[J]. International Journal of Forecasting, 2006, 22(1):109-123.
- [9] 孙建军,王美今. 中国投资者市场情绪生成模式经验研究:基于情绪指数的证据[J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2007, 25(5):537-542.
- [10] 黄森荣. 从文化层面认识中国证券市场的“不成熟”[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2010, 15(4):29-33.
- [11] 鲁训法,黎建强. 中国股市指数与投资者情绪指数的相互关系[J]. 系统工程理论与实践, 2012, 32(3):621-629.
- [12] 李合龙,冯春娥. 基于EEMD的投资者情绪与股指波动的关系研究[J]. 系统工程理论与实践, 2014, 34(10):2495-2503.
- [13] SAYIM M, RAHMAN H. The Relationship Between Individual Investor Sentiment, Stock Return and Volatility[J]. International Journal of Emerging Markets, 2015, 10(3):504-520.
- [14] 李林. 第四轮新股发行改革对中小板IPO抑价影响的实证研究[D]. 株洲:湖南工业大学, 2015.
- [15] 邹辉文,孙磊,陈圳斌,等. 投资者情绪对证券价格波动的影响:建模与模拟分析[J]. 金融教学与研究, 2015, 164(6):43-52.
- [16] 王国臣,傅斌,曹伟,等. 投资者情绪、新股申购资金冻结与股价波动[J]. 中央财经大学学报, 2017(11):38-49.
- [17] 郁晨. 散户投资者情绪对小盘股价格波动的影响[D]. 南京:南京航空航天大学, 2017.

责任编辑:徐海燕