

行为经济学视角下 投资者情绪对股票价格的影响

张继海

(深圳大学 经济学院, 广东 深圳 518060)

摘要: 行为经济学考虑人们在实际决策过程中的心理、情感和外部环境等因素, 重点研究传统主流经济学无法解释的经济现象, 在某种程度上可以理解为向经济学早期研究范式的一种回归。投资者情绪以行为经济学为理论基础, 因内在决策偏差和外部环境因素变化而产生, 通过系统性偏差、非理性资产泡沫和羊群效应等机制影响股票市场收益。行为经济学和金融学虽然在理论框架和研究方法方面存在诸多不足, 但对于解读以中小散户为主体的中国股票市场具有非常重要的现实意义。

关键词: 行为经济学; 投资者情绪; 股票价格; 有限理性; 决策偏差; 羊群效应

中图分类号: F830.59; F069.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2019) 12-0235-05

行为经济学将投资者作为投资市场分析的主体, 考察其行为对股票市场的影响, 解释投资者的交易活动对股票价格和股票收益的影响。大量实证研究表明市场的有效性并非十分可靠, 投资者的非理性行为也可能成为影响股票价格及投资者收益的重要因素。投资者的非理性行为在现实市场中并不是随机的, 其中一个重要表现就是会受情绪影响。人们对未来市场走势的预期以及对历史信息和股票基本因素的反馈都可以反映在投资者情绪中。受情绪影响的非理性投资者并非根据真实的信息进行决策, 因此, 也被称为噪声交易者。了解噪声交易者特定的认知偏差十分重要, 在考虑其非理性行为影响市场有效定价情况下, 偏差往往来自于一些简单事实或市场中的明显信息, 这些投资者会更多依赖自身偏好、心理或其他投资者的评论等作出决策。

一、行为经济学的回归性与预期

行为经济学是投资者情绪研究的理论基础。投资者决策时无法做到完全理性, 只能是有限理性, 当代主流经济学理论研究的是人们在标准状态下和理想环境中“应该”怎样决策, 行为经济学研究的是在不完全信息、不完备市场和充满不确定性情况下, 人们“实际”上如何决策。

行为经济学并不是要完全脱离当代主流经济学而另创理论体系和分析框架, 这在某种意义上可以说是经济学研究的一种回归。^① 随着研究的现代化和科学化发展, 经济学大量采用数学研究方法, 排斥和疏远心理和社会等因素, 即使这些因素确实会对人们的经济行为产生影响。行为经济学从现代新古典经济学推崇的以完全理性和数学模型化为主要特征的经济学研究范式回归到早期经济学研究注重

基金项目: 广东省哲学社会科学“十三五”规划学科共建项目 (GD17XLJ03); 深圳市哲学社会科学规划项目 (SZ2018B012)。

作者简介: 张继海, 深圳大学经济学院副教授, 研究方向: 宏观经济学和产业经济学。

^① 董志勇 《行为经济学原理》, 北京: 北京大学出版社, 2006年, 第191页。

心理和社会等因素的影响上。首先,经济学作为研究人们经济行为的一门学科,无法脱离决策者的心理因素。经济学的研究对象是处于纷繁复杂社会关系和经济活动中的人们行为。作为经济学研究对象的人是非常特殊的,是具有情感和预期的,这是经济学与其他自然科学的不同。其次,效用理论建立在心理因素基础上。一般认为,效用是消费者的满足程度,具有很大的主观性。效用函数理论是新古典经济学采用数学研究方法进行经济分析和建模研究的重要基础,许多重要和基础性的经济学模型都离不开效用函数^①而且为了符合数学建模要求,还需要使用基数效用函数而不是序数效用函数,但是,对于现实中是否存在一致、普遍、稳定、能够具体赋值的效用函数一直存在质疑和争论。最后,在宏观经济学方面,20世纪的凯恩斯革命就重视社会和心理因素对宏观经济问题的影响,认为市场经济并不存在自我恢复、实现充分就业均衡的机制和功能,否定萨伊定律,强调心理因素导致的“货币幻觉”以及至少在短期内货币政策仍然是有效的,这对古典主义长期信奉的货币中性论提出了很大挑战。凯恩斯主义与古典主义的重要争论之一是价格调整机制,古典主义主张价格调整是完全弹性的,凯恩斯主义则认为在现实中价格调整是刚性的或粘性的,对此,凯恩斯主义从多方面阐释其原因,包括市场的不完善性和信息的不完全性以及心理和社会等影响因素,如效率工资理论等。行为经济学的兴起和发展在宏观经济学研究领域也可以理解为在某种意义上向凯恩斯主义的回归。

将理性预期引入宏观经济学可以说是20世纪70年代以来新自由主义经济学最重要的成果。理性预期和卢卡斯批评共同颠覆了凯恩斯主义的宏观总量分析方法和政府积极干预经济的政策主张,也将预期和跨时决策引入了宏观经济模型,强调宏观经济分析要有微观基础以及预期在不确定条件下人们决策过程中的重要作用。事实上,当经济学研究强调预期的重要性时就为行为经济学的进一步发展提供了更广阔的空间,也为行为经济学与当代主流经济学相互融合提供了更大可能性。

在现实中,人们的决策是动态的,因此,经济学理论要能够描述经济变量随时间的变化规律,经济学模型要由静态变为动态,要在一般均衡模型框架中融入跨期优化选择。这就涉及经济学研究中的一个重大问题——人们如何形成预期以及如何处理预期。由于静态预期和适应性预期在方法论上的内在缺陷(即经济当事人会犯系统性错误)以及新古典经济学的强力复兴和快速发展,理性预期已被普遍接受和广泛应用,理性人假设得到进一步强化,即理性人在跨时期动态决策时还要做到“理性预期”。静态预期和适应性预期都明确给出了人们形成预期的方式,从模型构建角度属于行为设定范畴,而理性预期只是强调“在现有条件下(即目前能够获得的所有信息)能够做到的最好的预期”,没有涉及理性预期本身“从何而来”和“如何形成”,属于均衡条件范畴。新古典经济学也不得不承认预期的形成是一个复杂的心理过程,目前科学研究成果还无法探究其具体形成过程,故只能将理性预期作为均衡结果,即“在现有条件下能够做到的最好的预期”。预期不能脱离决策当事人而独立存在。从本质上来说,与效用函数理论类似,预期是某个特定个人的主观判断。因此,既然预期是主观的,那么理性预期实际上就已经承认经济当事人的决策会受心理和情感等因素影响。从这个角度看,行为经济学并不是要颠覆新古典经济学,而是在新古典经济学基础上的扩充和发展。

二、投资者情绪的产生

人总是会受到心理、情感和外部环境变化等因素影响,在股票市场中试图追逐投资回报的投资者也不例外。没有任何投资者,包括机构投资者,能够一致地、稳定地按照教科书上的主流金融理论进行投资决策,因此,投资者情绪产生的原因在于内在决策偏差和外部环境变化。

^① 当代主流经济学假设效用函数是存在的、稳定的和一致的,即人们的能力与时间是无限的,可以将所有的商品或资产组合进行排序,并且偏好关系是一致的,只与各种资产带来的收益有关,与环境、历史和问题的呈现方式无关,此外,同比例加入其他选择,不会影响两个选择间的偏好关系。

1. 内在决策偏差

行为经济学认为人们在投资决策过程中并不能完全遵循期望收益最大化法则，只具有有限理性。在行为经济学中，有限理性和决策偏差的理论基础主要包括：认知偏差，即人们在日常行为中往往依赖于启发法而不是算法来化繁为简地决策；框架依赖，即问题的描述和呈现形式会影响人们的判断和决策。这种现象违背了新古典经济学关于偏好的稳定性和一致性假设。

投资者情绪形成过程非常复杂，表现形式多样。根据行为经济学的研究范式和基础理论，投资者情绪的产生和具体表现形式可以归纳为三种典型情形：（1）损失厌恶。相比同等价值的所得，人们更厌恶损失，即同等价值所得的正效用要小于同等价值损失的负效用。在股票市场中，投资者往往会长期持有已经不断亏损的股票，而在“落袋为安”的心理因素作用下对于不断上涨的股票持有时间却不够长。这是因为他们认为“只要股票没有卖出，这笔投资就不是亏损”，其实，这种做法并不明智，很可能会扩大损失。（2）代表性效应。投资者预测公司股票未来走势时，往往只关注最近一段时期的历史数据或者对于投资者而言容易联想的事件，并以此构想股票价格的未来发展趋势。受代表性效应影响，投资者在决策过程中没有充分意识到这可能只是偶然事件，并不是整个历史数据或事件的全部。代表性效应决策方法的优点在于可以节省投资者的分析精力和决策时间，但缺点是可能会误导投资者。（3）“框架”影响决策。框架依赖使投资者的投资决策受到事件或问题描述方式的影响，忽略对其实质的探究。

2. 外部环境因素变化

理性预期可以简单理解为“在现有条件下能够做到的最好的预期”，其中，“现有条件”可以理解为信息，一般是指不确定性条件下决策者掌握的信息。在不确定性条件下，信息成为一种稀缺资源，在投资者作出决策时会充分利用这种稀缺资源。理性预期可以理解为在现有信息下的条件概率，因此，投资者作出理性预期的前提是收集、加工、处理和研判信息。新古典经济学认为“现有信息的形成”是一个理性的过程，投资者将采取贝叶斯式预期形成方式，而行为经济学认为投资者“现有信息的形成”不可避免地要受到心理和社会等因素影响。投资者购买股票是投资者对公司未来收益的投资。未来收益充满不确定性，预期是否准确决定投资者的未来收益。在理性预期条件下，投资者依赖于所获信息，但是，信息的收集和研判需要大量的时间和精力，甚至还需要高深的专业知识和特殊的经历背景。因此，许多投资者发现仅凭自身的力量无法保证决策行为的可靠性和未来收益的可获得性，于是就会在外部环境中寻求投资决策可靠性的依托，如政策制定者、媒体报道、专家股评等，希望借助外部力量把控投资风险。在许多情况下，这些外部依托对象会进一步强化投资者的内在决策偏差，导致投资者决策行为的非理性。

三、投资情绪影响股票价格的机制

以完全理性和完全竞争市场模型为基础的有效市场假说^①是传统主流金融理论关于股票价格的基本理论。市场有效性仍处于“假说”阶段还需要不断进行实证检验，但是，在实证研究中却发现实际中存在许多当代主流金融理论无法解释的“未解之谜”（如股权溢价、封闭基金、金融资产价格泡沫等），主要原因在于传统主流金融理论是在严格假设前提下通过最优决策模型研究什么是最优决策，忽略了人们在实际决策过程中会受心理、情感和外部环境等因素影响。

^① 即股票价格反映了所有可能得到的信息，股票价格不会偏离其基本价值，即使偏离基本价值，也是由于信息的不对称或对信息的理解差异导致的，随着时间的流逝，投资者对信息的取得越来越完全，则股票价格会回归基本价值。

1. 理性预期条件下的系统性偏差

当代主流经济学非常强调理性预期的重要性,认为在理性预期条件下股票价格不会出现系统性偏差。但是,理性预期中的“预期”从其性质上来说是个体的、主观的,是某个特定的决策者依据其所获信息,在经过自身研判后作出的价值判断。预期不能与个体分离而独立存在,预期市场价格是全体市场参与者对价格进行预期的某种综合。对股票价格的预期也不能简单理解为一个单一的期望值,而是在不确定条件下该股票价格在未来的概率分布。

在理性预期条件下,作出预期的是决策者个体,股票市场中的决策者会受到内在决策偏差影响出现系统性认知偏差。此外,理性预期也依赖于决策者所获信息。有效市场假说基本假设前提^①之一就是完全信息,但是,完全信息假设在现实市场条件中是不成立的。决策者“现有信息的形成”会受到内在心理因素影响,如果决策者转向外部力量寻求决策依托,还会受到外部环境因素变化的影响。在理性预期条件下,无论从决策者个体还是从所获信息的角度,都可能出现系统性偏差,致使股票价格系统性偏离其基本面决定的价值,因此,在理性预期条件下,投资者情绪会通过系统性偏差影响股票价格。

2. 投资者情绪和噪声交易者对资产定价影响的模型化

金融资产泡沫的本质特征是价格与价值长期严重偏离,价格持续上涨以人们的预期作为支撑,资产持有者也并不打算长期持有,只是要实现投机价差。当代主流经济学对金融资产泡沫的解释仍坚持一般均衡分析框架和理性人假设,认为理性预期本身也可能导致资产价格偏离基础价值,这就需要将有限时域拓展为无限时域,^②通过采用跨期世代交叠模型将市场参与者的后代纳入模型内,研究资产泡沫能够持续存在而不会破灭的条件以及定价模式。但是,理性泡沫理论的假设条件与现实情况差距很大,排除了市场参与者的个体差异,例如,在跨期世代交叠模型中要求市场参与者都是理性的,具有一致的预期和一致的信息集等。理性泡沫理论的不足在于过于追求模型设定的完美性和运用数学工具的严密推导致使其对经济现实问题缺乏足够的解释力。

行为经济学中的非理性泡沫理论放松有效市场假设,从微观行为角度通过建立模型论证投资者内在决策偏差和外部环境因素变化导致了金融资产泡沫的产生和持续存在,其研究思路、方法和内在逻辑类似宏观经济学中的新凯恩斯主义。新凯恩斯主义通过模型化论证微观层面小市场的不完善性可以导致宏观层面大的价格粘性或产量波动。由于这类模型往往将市场微观主体的某些差异性行为与市场机制的某种不完善性结合,因此,也常常被称为“市场微观结构模型”。其中,最著名的是DSSW模型,^③其重要贡献在于模型设定更加贴近现实,允许理性交易者和噪声交易者在市场中同时存在,但由于理性交易者的风险规避性和投资期的有限性限制了套利行为纠正股票价格偏离基础价值的能力,使噪声交易者的非理性投资非但不亏损反而盈利,因此,从微观行为角度解释了股票价格资产泡沫的产生及其持续存在的可能性。

总体上,理性泡沫理论强调分析框架的一致性,试图将金融资产泡沫纳入主流的具有理性预期的动态跨期一般均衡模型中,在这个过程中必然会忽视投资者个体的差异性和市场机制在微观层面某些小的不完善性。而非理性泡沫理论强调投资者决策行为的个体差异性在市场机制不完善性的作用下,会产生金融资产价格泡沫,即微观主体的非理性与市场结构的不完善性结合阻碍了市场套利机制作用的发挥,致使股票价格泡沫形成并持续存在。

① 有效市场假说三个基本假设前提:完全信息、完全理性和完备市场。

② 理性泡沫理论认为只有在无限市场参与人或无限交易时间(即无限时域)的情况下才可能存在泡沫。

③ J. Bradford De Long, et al., "Noise Trader Risk in Financial Markets," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, 1990, pp. 703-738.

3. 投资者情绪在市场中传导的羊群效应

羊群效应是股票市场中较早和较普遍被接受的行为金融理论，也被称为从众行为，其重要特征是投资者不依赖于私人信息和自我决策，主要模仿他人投资决策和过多听从外部信息，如舆论、政策、股评等。由于羊群效应汇聚了众多投资主体相似或相关的投资行为，会对股票市场的稳定性产生重大影响。实际上，羊群效应也与资产价格非理性泡沫息息相关。羊群效应客观上加剧了资产价格波动，在资产价格泡沫形成和破灭过程中起到了非常重要的作用。

投资者情绪产生的原因是内部决策偏差和外部环境因素变化，由于羊群效应的重要特征是投资者效仿他人决策或者过度依赖外部环境因素，因此，羊群效应实际上也是一个信息扩散的过程，且不可避免地伴随着投资者情绪的相互影响。在信息不完全的情况下，模仿他人决策行为可以节约搜集和研判信息的成本。在信息不对称的情况下，人们相互模仿投资行为可以用来判断他人掌握的信息，也可以在一定程度上减轻由于个人决策投资失误可能产生的痛苦。羊群效应是投资者情绪在股票市场中传导的重要机制，投资者情绪会通过羊群效应在市场中快速、广泛传播和扩散，最终影响股票价格。越是在信息不完全和不确定条件下，越容易发生羊群效应。

结 语

行为经济学虽然取得了长足发展，也逐渐被主流经济学界接纳和认可，但是，行为经济学构建的模型往往以现实问题为导向，使模型之间缺乏统一的内在“硬核”（不可证伪的理论或无法加以拒绝的公理）。^①此外，在研究方法上，传统主流经济学和金融学主要采取规范的计量经济学模型以检验理论或假说，而行为经济学则需要用描述可控实验的方式检验和支撑理论分析。一方面，行为经济学的实验不可避免地存在很多人因素，很难控制实验条件和影响因素；另一方面，行为经济学虽然借助大量心理学和社会学研究工具，但是缺乏深厚的数学功底和精巧的模型构造。行为经济学的未来发展存在两种可能性：一是持续挑战传统主流经济学，通过不同的研究方法和分析工具，依据理论逻辑分析和解释经济现实；二是类似供给学派和货币经济周期理论，逐渐被不断发展和改良的传统主流经济学吸收兼容。

虽然行为经济学还存在诸多不足，但行为金融学的确对于诸多金融异象具有更强的解释能力。我国证券市场起步较晚，虽然发展很快，但由于初创时在制度设计方面存在缺陷，导致市场波动性更大、投机性过强，其中一个重要方面是个人投资者流通市值高和交易金额占比高，投资者结构散户化特征非常明显。个人投资者交易频繁度也远高于机构投资者，也更加偏好持有高市盈率、ST股、小规模、高波动率、低价格、前期（前六个月）涨幅较大的中小创股票。相对于机构投资者，中小投资者的决策行为非理性程度更高，因此，充分重视行为经济学的发展，将其应用于我国股票市场的研究中并提出政策建议将具有非常重要的意义。同时，我国证券市场发展的历史脉络和特殊性也为行为金融学本土化发展提供了难得的契机。

责任编辑：孙中博

^① 方福前 《当代西方经济学主要流派》，北京：中国人民大学出版社，2019年，第2页。