

中国股票市场“异常现象”及其产生原因——基于噪音交易分析

陈其安,张 媛,赖琴云,陈 亮

(重庆大学 经济与工商管理学院,重庆 400044)

摘要:文章在对中国股票市场2005年6月-2008年8月发生的“异常现象”进行分析和总结的基础上,从噪音交易对股票市场行为影响的角度探讨了中国股票市场“异常现象”产生的原因,研究表明:中国股票市场在2005年6月-2008年8月期间发生的“异常现象”在很大程度上是由于占主导地位的噪音交易者在股票市场上涨时期的过度乐观和股票市场下跌时期的过度悲观情绪造成的。

关键词:噪音交易;中国股票市场;异常现象;成因

中图分类号:F830.91

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2009)06-0027-08

一、引言

随着金融市场,特别是股票市场的发展,尤其是新兴转型市场经济国家股票市场的建立和运行,已经出现了大量的传统金融市场理论无法解释的所谓“金融异常现象(Financial Anomalies)”。中国股票市场作为一个典型的不成熟新兴市场,在建立背景、运作方式和发展历程等方面与国外成熟股票市场相比存在很大差别,其产生的“金融异常现象”更加突出和显著。系统深入地分析中国股票市场发生的“异常现象”,并对其产生的原因进行深入探讨,是正确解释中国股票市场行为的有效途径,其对于加强中国股票市场的风险管理和控制、改善政府对股票市场的监管效率,进而保障中国股票市场健康、稳定、持续发展都具有非常重要的理论和现实意义。

从迄今的国内外相关研究文献看,De Long、Shleifer、Summers和Waldman建立的DSSW模型^[1]仍然是噪音交易对金融市场作用和资产定价影响方面最经典和最具代表性意义的理论模型,国内外众多学者在其基础上对相关问题进行了很多研究,得到了一些具有一定创新性和应用价值的研究成果。例如,De Long、Shleifer、Summers和Waldmann针对DSSW模型中没有解决的噪音交易者的长期生存能力问题,建立了一个噪音交易者不影响价格情况下的生存模型,并在该模型基础上提出了噪音交易者长期存在的条件,即当噪音交易者预测偏差不是很大,而投资人又风险厌恶时,噪音交易者可能长期存在甚至统治整个市场^[2]。Kogan、Ross和Wang针对De Long、Shleifer、Summers和Waldmann模型中噪音交易者不影响价格这个不合理假设,重点研究了噪音交易者存在及其对股票价格的影响问题,描绘出了噪音交易者的生存空间,推算出了市场完全被噪音交易者统治时资产价格^[3]。Bhushan, Brown, and Mello在对DSSW模型的理论

收稿日期:2009-03-23

基金项目:中国博士后基金项目(20070420720);国家社会科学基金项目(08XJY032);国家自然科学基金项目(70772100)

作者简介:陈其安(1968-),男,重庆大学经济与工商管理学院副教授,博士,博士后,主要从事行为金融理论研究。

欢迎访问重庆大学期刊社 <http://qks.cqu.edu.cn>

论假设进行分析的基础上,认为在 DSSW 模型中决定套利限制的投资期限问题尽管是该模型至关重要的假设,但其实并非必要,于是,他们在放宽假设条件的基础上对 DSSW 模型进行了扩充,使 DSSW 模型成为他们所建模型的一个特例^[4]。Campbell 和 Kyle 在假设市场完备、投资者生命期无限的情形下,讨论了两种交易者对股票市场价格行为的影响^[5]。Shleifer 和 Vishny 与 Thaler 在 De Long 等人研究成果的基础上归纳指出,套利行为对价格的修正力量在实务中可能会受到许多条件的约束^[6-7]。Vayanos 针对 Shleifer 和 Vishny 提出的套利限制,引进策略交易者、噪音交易者和竞争性造市商(market maker)等 3 类交易者,分析了策略交易者(也是大规模交易者)在面对噪音交易者时应该如何选择交易策略来减少其交易策略对股票价格的冲击问题^[8]。Xiong 在引入噪音交易者、长期投资者和收敛交易投资者(也叫做跨商品套利交易者)等 3 类投资者的基础上,分析了长期资产管理公司(LTCM)的失败原因^[9]。Barber、Odean 和 Zhu 利用 1983-2001 年期间的 Trade and Quotes (TAQ) 和 Institute for the Study of Security Markets (ISSM) 交易数据研究了个人投资者的行为,研究结果表明,噪音交易者确实能够使股票市场发生整体变动^[10]。Scruggs 利用一对“孪生”股票(Royal Dutch/Shell 和 Unilever NV/PLC)的收益对噪音交易者风险进行了实证研究,得出了噪音交易者风险确实是一种显著的套利限制的结论^[11]。孔东民构建了考察股市噪音成分的 MCT 指标,并对亚洲七个国家和地区的股市进行了检验,结果发现中国大陆和泰国股市具有更大的噪音成分,市场效率性较差;香港地区、台湾地区和日本股市则具有较小的噪音交易成分,且无法拒绝不存在噪音交易的零假设;马来西亚和印度尼西亚的市场表现则处于前两者之间^[12]。贾男在对中国股市噪音交易的特殊表现进行分析的基础上,探讨了中国股市噪音交易形成的内部机理(即市场参与主体的行为偏差)和外部机理(即市场制度约束)^[13]。丁志国、李晓周和苏治从信息本质与信息处理过程入手,讨论由投资者认知偏差导致的噪音交易,基于信息认知偏差的状况把噪音交易划分为 3 种类型:以外生的信息质量缺陷为基础的噪音交易、因代理行为而产生的噪音交易和以操纵市场为目的而进行的噪音交易,分析了不同类型噪音交易的形成机理^[14]。李晓渝和苟宇借鉴行为金融理论在资产定价领域的成果,对国外学者的实证方法进行了理论改进和拓展,并运用上海股票市场的 A、B 股有关交易数据进行了实证研究,得出结论认为中国股票市场具有很高的噪声交易者风险,从而无法运用 CAPM 对股票进行有效定价^[15]。武少晖和杨秀苔分析了中国证券市场中投机行为的原因及方式,构造机构投资者的单阶段效用函数,使用 KMRW 声誉模型证明,在广大个人投资者与机构投资者信息不对称情形下,机构投资者可能操纵股

价持续上扬,建立强庄声誉以获取最大利益^[16]。汪宜霞和夏新平构建数学模型分析 IPO 市场中的噪音交易者(狂热投资者和正向反馈交易者)对新股首日交易价格的影响,研究表明,持过度乐观预期的狂热投资者愿意为 IPO 支付较高的价格;正向反馈交易者在观察到上市首日交易价格的上涨后,会在随后积极加入市场,理性投机者预期到正向反馈交易者的存在,会在上市首日加大对新股的需求,使首日交易价格进一步上涨,狂热投资者和正向反馈交易者的同时存在使 IPO 上市首日价格偏离了内在价值,产生了 IPO 溢价;IPO 溢价与投资者狂热程度和正向反馈交易风险成正比,而 IPO 长期表现则与投资者狂热程度和正向反馈交易风险成反比;噪音交易者的存在能较好地解释 IPO 首日超额收益和长期表现欠佳现象的并存,也能较好地解释中国 IPO 首日超额收益在不同时期内的波动^[17]。谢赤和张太原等采用 EGARCH 模型对证券投资基金上市前后中国股票市场收益率波动的变动情况进行分析,运用 Granger 因果检验和 VAR 模型对证券投资基金投资行为与中国股票市场收益率波动之间的相关性进行研究,结果表明,中国证券投资基金采取与股票市场波动同方向的投资行为,一定程度上加大了股票市场的波动性^[18]。杨胜刚、卢向前实证研究表明,中国证券市场主体的噪音交易过度问题相当严重^[19]。

从上述分析可以看到,现有文献大多侧重于对噪音交易形成机制以及是否存在的研究,而用噪音交易分析某个具体股票市场“异常现象”产生原因的研究成果却不多,更没有对中国这样的新兴股票市场出现的“异常现象”作出合理的解释。基于上述考虑,笔者拟在对中国股票市场 2005 年 6 月-2008 年 8 月发生的“异常现象”进行分析和总结的基础上,从噪音交易者对股票市场行为影响的角度对中国股票市场“异常现象”产生的原因进行深入探讨。

二、中国股票市场的“金融异常现象”分析

(一)与中国经济发展相背离的暴涨暴跌现象

在 2005 年 6 月 6 日-2007 年 10 月 16 日的 2 年多时间里,中国股票市场一直呈现出加速上涨的趋势,上证指数从 998.23 点串升至 6 124.04 点,上涨 5 125.81 点,幅度达到 513.5%。其中,2005 年 6 月 6 日-2006 年 6 月 6 日期间,上证指数从 998.23 点上涨至 1 679.13 点,上涨 680.9 点,涨幅为 68.2%;在 2006 年 6 月 6 日-2007 年 6 月 8 日期间,上证指数从 1 679.13 点上涨至 3 913.14 点,上涨 2 234.1 点,涨幅为 133.05%;在 2007 年 6 月 8 日-2007 年 10 月 16 日 4 个月的时间里,上证指数从 3 913.14 点上涨至 6 124.04 点,上涨 2 210.9 点,涨幅高达为 56.5%。反过来,在 2007 年 10 月 16 日-2008 年 8 月 11 日期间,上证指数又从 6 124.04 点一路下跌到 2 470.07 点,下跌 3 654.33 点,跌幅达 59.67%。这种涨跌幅度都远远背离了中国经济在此期间年均 10% 左右的增长速度。

(二)对市场信息和相关政策做反向反应的现象

诸如调整银行存款准备金率、存贷款利率和印花税等在发达国家和地区资本市场被证明是相当有效的,能够抑制股票市场过热或过冷的宏观经济调控政策在中国股票市场基本上没有起到任何正面作用,有时甚至产生了与预期完全相反的效果。当上证指数从2005年6月6日的998.23点上升到2007年1月4日2715.72点的历史高位的时候,为了抑制股票市场暴涨的势头,中国人民银行先后在2007年3月18日、5月18日、7月21日、8月22日、9月15日先后5次以0.5%的幅度上调存贷款利率,将1年定期存款利率由原来的2.52%(税前)调高至3.87%(税前),其他存贷款利率也相应进行了一定幅度的上调;同时,中国人民银行还先后在2007年1月15日、2月25日、4月16日、5月15日、6月5日、8月15日、9月25日和10月25日先后8次以0.5%的幅度提高商业银行存款准备金率,将商业银行存款准备金率从9%提高到13%;另外,中国证监会还在2007年5月30日将股票交易印花税从1‰上调到3‰,中国人民银行行长周小川2007年5月初在10国集团央行行长巴塞尔会议召开前答

记者问时,表达了对中国股票市场可能含有泡沫、资产价格上升过快的担忧。但令人惊奇的是,在2007年1月-2007年10月期间的8次存款准备金率上调中,上证指数只有1次在存款准备金率上调信息公布后的首个交易日下跌,其余7次都是上涨(表1);而在此期间的5次银行存贷款利率上调中,上证指数全部都在银行存贷款利率上调信息公布后的首个交易日上涨,而且上涨幅度都在以上,最大的上涨幅度将近4%(表2);在2007年5月30日大幅上调印花税后,股票市场在印花税上调首日低开5.69%,下跌6.5%,并在其后的5个交易日中上证指数从5月29日的4334.92点下跌到6月5日的3404.15点,然后股票市场重新回到升势(表3)。这些利空政策的失效致使中国股票市场上上证指数在2007年1月-2007年10月期间从2715.72暴涨到6124.04点,上涨3408.32点,涨幅达125.5%,没有能够阻止中国股票市场在2008年1月-2007年10月期间的剧烈上涨趋势。这显然与国家证券监管部门通过上调存款准备金率和银行存贷款利率以及印花税来抑制股票市场继续暴涨的初衷背道而驰。

表1 2007年1月-2007年10月期间商业银行存款准备金率上调后的股市表现

次数	公布时间	调整前	调整后	幅度	公布后首个交易日沪指表现
1	2007年1月5日	9.00%	9.50%	0.50%	上涨0.94%
2	2007年2月16日	9.50%	10.00%	0.50%	上涨1.40%
3	2007年4月5日	10.00%	10.50%	0.50%	上涨0.43%
4	2007年4月29日	10.50%	11.00%	0.50%	上涨2.16%
5	2007年5月18日	11.00%	11.50%	0.50%	上涨1.04%
6	2007年7月30日	11.50%	12.00%	0.50%	上涨0.68%
7	2007年9月6日	12.00%	12.50%	0.50%	下跌2.16%
8	2007年10月13日	12.50%	13.00%	0.50%	上涨2.15%

数据来源:根据中国人民银行网站相关资料整理。

表2 2007年1月-2007年10月期间银行存贷款利率上调后的股市表现

次数	上调时间	一年定期银行存款基准利率上调幅度	上调前一个交易日的上证指数	上调后首个交易日的上证指数	上调后首个交易日的上证指数表现
1	2007年3月18日	0.27%	2930.48(3.16)	3014.44(3.19)	上涨2.87%
2	2007年5月18日	0.27%	4030.26(5.18)	4072.22(5.21)	上涨1.04%
3	2007年7月21日	0.27%	4058.85(7.20)	4213.36(7.23)	上涨3.81%
4	2007年8月22日	0.27%	4955.21(8.22)	5032.49(8.23)	上涨1.56%
5	2007年9月15日	0.27%	5312.18(9.14)	5421.39(9.17)	上涨2.06%

数据来源:根据中国人民银行网站相关资料整理。

表3 2007年-2008年证券交易印花税调整对市场的影响

序号	调整时间	调整幅度	首日沪指表	股指后续表现	市场大势情况
1	2007年5月30日	↑1‰到3‰	↓低开5.69%; 跌6.5%	↑短暂(5个交易日)下跌900点后重新步入升势,直到当年10月中旬	上涨
2	2008年4月24日	↓3‰到1‰	↑高开7.98%; 涨9.29%	↓在短暂(6个交易日)攀升500点后,在其后的三个月中下跌1300点	下跌

数据来源:根据中国证券监督管理委员会网站相关资料整理。

反过来,在2007年1月-2008年8月的股票市场下跌过程中,既有证券监管部门出台的诸如下调印花税、减少上市公司再融资额度、规范大小非解禁行为等利好政策,也有奥运会开幕等重大利好事件,但仍然没有能够遏制住中国股票市场在2008年初以来的总体下跌趋势,致使上证指数从2007年1月14日的5 522.78点一路下跌到2008年8月11日的2 470.07点,跌幅达55.27%。同样令人惊讶的是,在证券监管部门于4月24日将印花税从3‰下调到1‰,上证指数在短暂(6个交易日)攀升500点后,在其后的3个月中又下跌1 300点(表3);在作为重大利好事件的奥运会开幕当天和开幕后的首个交易日,上证指数分别暴跌121.86点和135.65点,日跌幅分别达4.47%和5.21%。

(三)相对于美国股票市场波动性更大的现象

美国股票市场在“次贷危机”发生后,自2007年10月以来一路走低,S&P500指数从2007年10月9日的最高1 565.15点下跌至2008年7月15日的新低1 214.91点,下跌的绝对点数为350.24点,跌幅仅为22.38%,同时,代表日本股市的日经指数最大下跌幅度为33.15%,代表香港股市的恒生指数最大下跌幅度为35.62%,都远远小于并未受到“次贷危机”直接影响的美国股票市场2007年10月-2008年7月期间的跌幅。

三、基于噪音交易分析中国股票市场“异常现象”产生的原因

中国股票市场为什么会呈现暴涨暴跌呢?为什么诸如印花税调整、存款准备金率调整和存贷款利率调整等对发达国家和地区股票市场行之有效的宏观经济调控政策对中国股票市场产生的效果不大呢?噪音交易也许在其中扮演了非常重要的角色。

美国股票市场和股票市场中的投资者结构存在着本质差别,在美国股票市场上,机构投资者是市场交易的主要力量,其占有的市场份额与个人投资者占有的市场份额之比为7:3;而在中国股票市场上,个人投资者占据着主导地位,其2007年底市场份额占到了51.29%,证券投资基金的市场份额仅占25.68%。相对来说,机构投资者(主要包括证券投资

基金、一般法人、QFII、保险公司、券商自营及券商集合理财、社保基金、信托公司、财务公司等)大多是由一些具有较高专业水平的专家组成的投资团队,由于投资理财是他们的的主要工作,所以他们有时间、精力和专门知识去获取股票信息和正确分析股票信息,在交易过程中表现出一定的理性。因此,可以把机构投资者近似地看作理性投资者;而个人投资者由于没有时间、精力和专门知识去获取、分析股票信息,他们在进行交易时往往表现出极大的噪音交易性。因此,可以把个人投资者看作是噪音交易者。而且,美国股票市场上的机构投资者一般都是非常理性的,某些个人投资者由于具有很高的专业知识水平,他们在进行股票交易时也表现出较大的理性;而中国股票市场上的个人投资者一般都是噪音交易者,有些机构投资者由于受到中国经济、社会和制度环境的约束,有时也会表现出较大的噪音交易性,这使得中国股票市场上的噪音交易者和理性投资者之间的比例更加大于美国股票市场上的相应比例。下面,利用噪音交易分析中国股票市场“异常现象”产生的原因。

(一)基于噪音交易对中国股票市场2005年6月-2007年10月暴涨原因的分析

在中国股票市场上涨的过程中,首先是噪音交易者的心态逐渐发生变化,他们过度乐观情绪越来越强烈,个个都是欢天喜地,股票成为人们上班时公然持续谈论的主题,到处都在谈论自己从股票市场获得的收益;人们对股票市场的预期也越来越高,当上证指数突破1 500点大关时,人们预期能达到2 000点,当上证指数突破2 000点大关时,人们预期能达到3 000点,当上证指数突破3 000点大关时,人们预期能达到6 000点。其次,一部分原来没有入市的持币观望的噪音交易者在看到周围的人都在从股市上涨中获取巨大收益(大多是没有变现的虚拟收益)的时候,他们也迫不及待地杀入股市,有的人甚至想方设法通过各种渠道借钱投入股市,这就大大增加了散户投资者的数量和股票市场的需求量。第三,在中国股票市场上,由于机构投资者的建立和入市都需要国家监管部门的严格审查和批准,而且诸如保

险基金、养老基金和社保基金这样的资金入市是受到严格限制的,这就使得中国股票市场上的机构投资者(看作是理性投资者)数量的增长速度远远小于散户投资者数量的增长速度,进而使中国股票市场上的噪音交易者(散户投资者)和理性投资者(机构投资者)之间的比例增大,同时机构投资者在发现股市存在较大的泡沫和管理层有打压股市的迹象时,他们会理智地逐步撤离股市,这又使得使中国股票市场上噪音交易者(散户投资者)所占的市场份额和理性投资者(机构投资者)所占市场份额之间的比例进一步增大。

正是在上述几个因素的作用下,中国股票市场在2005年6月6日-2007年10月16日的2年多时间里,一直呈现出加速上涨的趋势,轮番上攻,突破了一个又一个大关,幅度达到513.5%,远远超过了中国经济每年10%左右的增长速度。当上证指数从2005年6月6日的998.23点上升到2007年1月4日2715.72点的历史高位的时候(在1年半的时间里上涨1717.49点,涨幅达172.05%),中国股票市场已经出现了一定程度的泡沫,中国经济已经呈现出通货膨胀的迹象,由股票市场过热带来的房地产市场泡沫和物价飞涨已开始显露,中国股市繁荣中已经隐藏着巨大的危机。中国政府和证券监管部门在此时认识到这一问题的严重性后,为了抑制股票市场暴涨的势头,相继采取了很多在发达国家和地区股票市场行之有效的宏观经济调控措施,中国人民银行先后5次上调银行存贷款利率、8次提高商业银行存款准备金率,证监会将印花税从1‰上调到3‰。作为理性投资者的机构投资者在观测到这些条调控政策措施后,他们开始逐步减少所持股票的仓位。但是,中国股票市场的噪音交易者却没有理会政府和证券监管部门的这些利空政策,他们有着一套激励自己的乐观情绪和指标:一是在股市大幅上涨期间,由于部分上市公司将资金投资于股市,这使得他们的经营业绩比较好(实际上大部分来自股票市场的投资收益),发布的财报数据也比较好看,上市公司利润比上年同期增加比较多,此时,噪音交易者就片面地认为这是冲低市盈率、降低股票市场风险的标志;二是噪音交易者认为,在2008奥运之前,国家不会让经济的晴雨表——股市垮掉,在有些散户交易者心目中,股市不败的想象空间已经放远到2010年世博会。噪音交易者的这种过度乐观心态一方面使得新增散户开户数量剧增,据中国证券登记结算公司数据显示,2006年10月新增开户数是34.85万户,2007年1月新增开户数是325.77万户,8月新增开户数已经升至892.42万户,截至2007年10月25日,沪深2市总开户数突破1.3亿户,不到1年时间,新增开户数量增长了25倍,其中大多是新增的散户交易者,特别是2007年4月的

最后一天更出现新开户数量达108万户的记录。另一方面,使得噪音交易者的股票交易数量和持股市值大量增加,根据上海和深圳证券交易所的资料统计,2007年1月至3月,沪市个人投资者持股流通市值比例高达60.1%,机构投资者持股流通市值比例仅为39.9%;2007年1月至8月,深市机构投资者持股流通市值比例为35.3%,个人投资者的持股市值比例将近64.7%,深交所同期个人投资者交易金额占该交易所总交易金额的88.53%。可见,噪音交易者在股市上涨过程中表现出来的这种过度乐观心态使得中国股票市场上噪音交易者与机构投资者之间在数量、交易量和持股市值等方面严重失调,进而使得股票市场需求大于供给。同时,在股票市场的轮番上涨中,噪音交易者的过度乐观程度也在不断得到加强。噪音交易者所占比例及其过度乐观程度的持续放大抵消了不占主导地位的机构投资者的作用,使得那些在发达国家和地区的资本市场被证明是相当有效的、能够抑制股票市场过热的宏观经济调控政策在中国股票市场众多噪音交易者强大的过度乐观情绪影响下,基本上没有起到任何正面作用,有时甚至产生了与预期完全相反的效果。中国股票市场的噪音交易者们在这种不顾经济基本面和股票市场发展规律的过度乐观心态作用下,不管宏观经济信息如何,不管国家对股票市场的态度怎样,也不管股票的质量是什么,都不断推动股票价格上涨,整个股票市场的所有股票都处于很高的溢价状态,甚至出现了一些垃圾股连续涨停的怪现象,一些曾经在股市上表现不佳、行将退市的ST股,也借牛市东风,利用一些重组消息重生。2007年以来,只要有交易的ST股票,几乎都有与其名声不相符的行情,虽然有着每天5%的涨跌幅限制,但涨多跌少且总是连续上涨5%的走势,让股市中流传“愈ST、愈有投资价值”的“奇异现象”。正是因为这些原因,使得中国股票市场在政府和证券监管部门出台相关的旨在抑制股票市场过热的宏观经济政策后,上证指数仍然在2007年1月-2007年10月期间是从2715.72暴涨到6124.04点,上涨3408.32点,涨幅达125.5%。通过上述分析可以看到,中国股票市场在2007年1月-2007年10月期间发生的那些“异常现象”在很大程度上是由于中国股票市场上占主导地位的噪音交易者在股票市场上涨过程中被不断强化的过度乐观情绪造成的。

(二)基于噪音交易对中国股票市场2007年10月-2008年8月暴跌原因的分析

当噪音交易者的过度乐观情绪推动股票市场暴涨到一定程度时,一旦外界发生某个足以撼动整个股票市场的重大事件时,噪音交易者的过度乐观情绪就会受到重大打击,股票市场就会迅速逆向运行,继而转入暴跌态势。中国股票市场2007年10月17

日至今的行情就是如此。当2007年10月上证指数达到6 124.04点的高位时,中国股票市场已经蕴涵着巨大的泡沫和危机,因为中国当时的经济发展形势根本不足以支撑如此高的价位,出现了物价飞涨、房地产价格持续上扬等通货膨胀的迹象,但是个人投资者(噪音交易者)们还憧憬着上证指数突破10 000点的美妙时刻到来。不幸的是,美国“次贷危机”在2007年8月席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场后,对中国股票市场也产生了重大影响,使中国股票市场从2007年10月后半期开始逆向下跌。同时,中国政府和证券监管部门在试图通过上调银行存贷款利率和商业银行存款准备金率等间接宏观经济政策调控股市失败后,为了有效遏制股票市场进一步过热,进而防止恶性通货膨胀的发生,在继续上调银行存贷款利率和商业银行存款准备金率的同时,采用了加大股票增发力度和减少股票市场资金供给量等更加直接和剧烈的股市调控手段。相对理性的中国股票市场机构投资者在对美国“次贷危机”的影响以及中国政府和证券监管部分出台的相关政策进行深入分析后,纷纷出售所持股票,逐渐减低仓位,将从股市中获得的既得利益逐渐变现,这增加了股票市场供给量,进而使股票市场逆向下跌;而噪音交易者(个人投资者)由于没有时间、精力和专业去分析上述事件和国家政策对股票市场可能产生的重大影响,在股票刚开始下跌时,他们可能处于观望状态,继续持有手中的股票以期待股票价格的上涨。机构投资者增加股票卖出量和个人投资者持股观望使得股票市场上的股票供给量增多,进而使得股票价格下跌。当然其间可能会由于噪音交易者的过度乐观情绪还没有减少,对行情上涨还抱有一定幻想,他们在此阶段还可能认为是一波短暂的正常下调而进行补仓操作,以期在今后的进一步上涨中获取更大的利润,这将使股票市场在此期间产生时而大幅下跌、时而小幅上涨的现象。中国股票市场在2007年10月16日-2008年1月14日期间的震荡下跌行情就是噪音交易者和理性投资者在股票市场下跌初期相互搏杀的结果,当上证指数从2007年10月16日的6 124.04点下跌到10月26日5 462.01点后,噪音交易者在其还未减弱的过度乐观情绪作用下,他们可能不断补仓,进而使上证指数在11月1日(只有4个交易日)上涨到6 005.13点;但是噪音交易者的资金毕竟有限,仅仅依靠他们的过度乐观情绪显然是无法推动股票市场进一步上行的,其后,在机构投资者持续减仓、国家相关调控政策(主要是股票增发和进一步提高银行存款准备金率等)和国际金融市场影响等多重因素作用下,上证指数掉头下跌,直至11月28日的4 778.73点和12月18日的4 812.16点(其间有一次短时间的上涨,12月11日上调到5 209.70点)后,此时,噪音交易

者从2005年6月以来积聚起来的过度乐观情绪还没有减退,他们认为股票市场已经探底,正是他们建仓的好时机,于是他们进行补仓交易,推动股票市场上证指数上涨到2008年1月14日的5 522.78点。

然而,噪音交易者们的股价支撑能力毕竟有限,在机构投资者进一步减仓和国家继续出台相关调控政策(如允许中国平安增发股票再融资1 500亿、继续提高银行存款准备金率等)的压力下,股票市场无力进一步上涨。在从6 124.04点下跌到5 522.78点的过程中,虽然噪音交易者在他们的过度乐观心态支撑下做了很多的努力,也使得股票市场在此过程中多次反复,但终究没能抵挡住宏观经济大势和股票市场规律的影响,在这种股票价格总体上持续下跌的情况下,噪音交易者手中持有的股票也在不断贬值,在他们经过多次努力,最后筋疲力尽后,开始对股票市场今后的上涨行情产生怀疑,既而使其心态发生重大变化,他们的过度乐观程度逐渐减弱,对股票市场的预期逐渐降低,有些在更低价位上买入,在当前价位上有赢利的,沉不住气的噪音交易者开始卖出他们手中持有的股票,这使得股票市场上的股票供给量进一步增加,进而使股票价格进一步下跌;当噪音交易者的心态在股票市场进一步下跌过程中从过度乐观逆变为过度悲观,进而使过度悲观程度不断加强时,他们可能对股票市场产生绝望情绪。那些在高位买进,账面上已经发生亏损的噪音交易者认为翻本已经无望,在其“少亏当赢”心理作用下,开始“割肉”离场。这当然大大增加了股票市场上的股票供给量,改变了股票市场的供求关系。在这种因噪音交易者心态发生逆变而产生的下跌过程中,他们的过度悲观程度将不断加强:一方面他们一旦发现股票市场有小幅上扬,就立即抛售手中持有的股票;另一方面,他们在没有正确分析宏观经济形势和国家相关政策的情况下,对政府和证券监管机构大加抱怨,强烈要求政府和证券监管部门通过直接干预股票市场来进行所谓的“救市”。这有可能使得股票市场在宏观经济已经好转、国家相关政策趋于利好、股票市场已经基本实现价值回归的情况下,仍然“跌跌不休”。中国股票市场在2008年1月14日-2008年8月11日期间的单边下跌行情就是噪音交易者过度乐观到过度悲观并使过度悲观程度不断加强的表现,当上证指数从2008年1月14日的5 522.78点开始再次下跌时,噪音交易者已经开始对股票市场今后可能的上涨行情产生怀疑,他们的过度乐观程度开始逐渐减弱,对股票市场的预期逐渐降低,某些噪音交易者开始抛售他们手中持有的股票,这使得股票市场价格进一步下跌;股票市场价格的进一步下跌又加速了噪音交易者在股票市场上上涨时期积聚起来的过度乐观程度的降低,他们加大了抛售股票的力度,整个股票市场陷入到股票

市场价格下跌与噪音交易者过度乐观程度降低和抛售股票力度加强之间的恶性循环中,最后可能使噪音交易者的心态从过度乐观逆变为过度悲观,而且随着其过度悲观程度的不断加强,他们可能对股票市场产生绝望情绪,纷纷开始“割肉”离场。这致使上证指数在短短的7个月时间内暴跌到2008年8月11日的2470.07点,下跌幅度达55.27%。而且在出现明显的利好消息(如下调印花税、减少上市公司再融资额度、规范大小非解禁行为等)和利好事件(如奥运会开幕)时也不能阻止这种暴跌趋势。因为噪音交易者不能对这些利好消息进行正确处理,也就不能利用这些利好消息来减弱和改变他们在股票市场下跌过程中形成的过度悲观情绪。

(三)基于噪音交易对中国股票市场波动性大于美国股票市场波动性原因的分析

在相对理性的机构投资者占据主导地位的美国股票市场中,在股票市场上涨(或下跌)时期,一方面,不占主导地位的噪音交易者会产生过度乐观心态(或过度悲观心态),会对股票市场产生极高(或极低)的预期,此时他们进行的操作是买入股票和买空股票(或卖出股票和卖空股票),这显然会增加股票市场需求量(或供给量);另一方面,占据主导地位的相对理性的机构投资者通过对宏观经济大势、国家相关政策和国际金融市场态势等方面的理性分析,如果发现当前股票市场被噪音交易者推得太高(或压得过低),那么他们将大量卖出手中持有的股票和卖空股票(或买入股票和买空股票),这显然会大大增加股票市场的供给量(或需求量)。由于机构投资者相比于噪音交易者来说占据了主导地位,所以,机构投资者此时对股票市场的供给量(或需求量)可能会多于个人交易者(噪音交易者)的需求量(或供给量),在供求关系作用下,使得股票市场价格在还没有发生暴涨(或暴跌)时回落(或上涨);另外,占据主导地位的机构投资者还会对政府和证券监管部门出台的相关政策做出合乎情理的反应。由于其占据着主导地位,所以这种反应能及时有效地反映到股票市场价格中,使股票市场价格产生显著的变化,进而政府和证券监管部门出台的相关政策能够真正起到调控股票市场的作用。美国股票市场在其上涨(或下跌)时期的这种行为特征产生了如下2个方面的效果:一是不会产生噪音交易者的过度乐观程度(或过度悲观)与股票市场上涨(或下跌)之间的恶性循环,进而也不会使噪音交易者的过度乐观(或过度悲观)程度太高;二是由于噪音交易者增加股票买入量(或卖出量)时,机构投资者也会增加股票卖出量(或买入量),因此,不会使股票市场的供求关系发生极度扭曲。上述2个方面的作用决定了美国股票市场在宏观经济形势没有发生突然的剧烈变动的情况下是不可能出现暴涨暴跌现象的,也决

定了调整银行存贷款利率、银行存款准备金率和印花税等间接宏观经济调控政策能够在美国股票市场产生与管理层预期一致的效果。

通过上述分析可以看到,中国股票市场在2005年6月-2008年8月期间发生的所谓“异常现象”在很大程度上是由于占主导地位的噪音交易者在股票市场上涨时期的过度乐观和股票市场下跌时期的过度悲观情绪造成的;而美国股票市场之所以比较稳定,是因为其相对完善的市场交易制度和相对理性的机构投资者在美国股票市场中占据主导地位。

四、结论和启示

笔者在对中国股票市场2005年6月-2008年8月发生的“异常现象”进行分析和总结的基础上,从噪音交易者对股票市场行为影响的角度探讨了中国股票市场“异常现象”产生的原因。研究表明:中国股票市场在2005年6月-2008年8月期间发生的所谓“异常现象”在很大程度上是由于中国股票市场占主导地位的噪音交易者在股票市场上涨时期的过度乐观和股票市场下跌时期的过度悲观情绪造成的;而美国股票市场之所以比较稳定,是因为其相对完善的市场交易制度和相对理性的机构投资者在美国股票市场中占据主导地位。

上述研究结论启示我们,加大理性市场主体的培育力度,提高信息透明度,降低信息获取成本,建立和完善股票市场相关制度,特别是信用交易制度,加大金融衍生产品的开发和上市力度,规范政府监管行为,是保障中国股票市场健康、稳定、持续发展的有效途径。当然,这仅仅是笔者有关噪音交易和行为金融研究的一项阶段性研究成果,还有很多相关问题有待于进一步深化。例如,噪音交易者对股票市场行为的影响机理及其实证检验问题;存在套利者和噪音交易者的不完全信息条件下的股票市场风险资产定价及其实证检验的问题等。笔者将在后续研究中重点对这些问题进行探讨。

参考文献:

- [1] De LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L, et al. Noise trader risk in financial markets[J]. *Journal of Political Economy*, 1990, 98: 703 - 738.
- [2] De LONG J B, SHLEIFER A, SUMMERS L, et al. The survival of noise traders in financial market[J]. *Journal of Business*, 1991, 64(1): 1 - 19.
- [3] KOGAN L, ROSS S A, WANG J, et al. The price impact and survival of irrational traders[Z]. MIT Sloan School of Management, Working Paper 4293 - 03, www.ssrn.com, 2003.
- [4] BHUSHAN, BROWN, MELLO. Do noise traders 'create their own space'? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1997, 32(1): 25 - 45.

- [5] CAMPBELL J Y, KYLE A S. Smart money, noise trading, and stock price behavior[J]. *Review of Economic Studies*, 1993, 60:1-34.
- [6] SHLEIFER A J, VISHNY R W. The limits of arbitrage[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52:35-55.
- [7] THALER J S. The end of behavioral finance[J]. *Financial Analysts Journal*, 1999(6):12-17.
- [8] VAYANOS D. Strategic trading in a dynamic noisy market [J]. *Journal of Finance*, 2001, 56:131-171.
- [9] XIONG W. Convergence trading with wealth effects: an amplification mechanism in financial markets[J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 46:247-292.
- [10] BARBER B M, ODEAN T, ZHU N. Do noise traders move markets” [Z]. NBER Working Paper, www. ssrn. com, 2006.
- [11] SCRUGGS J T. Noise trader risk: Evidence from the Siamese twins [J]. *Journal of Financial Markets*, 2007, 10: 76-105.
- [12] 孔东民. 基于 NCT 指标的股市噪音成分研究:以七个亚洲市场为例[J]. *中国管理科学*, 2005, 13(6):6-10.
- [13] 贾男. 中国股市噪音交易研究[D]. 四川大学博士学位论文, 2007.
- [14] 丁志国, 李晓周, 苏治. 噪音交易理论文献综述[J]. *江汉论坛*, 2007(7):23-26.
- [15] 李晓渝, 苟宇. 行为资产定价实证研究:中国股票市场噪声交易者风险测度[J]. *南开经济研究*, 2006(3): 54-67.
- [16] 武少晖, 杨秀苔. 中国证券市场的投机行为分析[J]. *重庆大学学报(社会科学版)*, 1999(1):38-40, 34.
- [17] 汪宜霞, 夏新平. 噪声交易者与 IPO 溢价[J]. *管理科学*, 2007, 20(3):91-97.
- [18] 谢赤, 张太原, 禹湘. 证券投资基金投资行为对中国股市波动性影响研究[J]. *中国社会科学*, 2008(3):68-78.
- [19] 杨胜刚, 卢向前. 行为金融、噪音交易与中国证券市场主体行为特征研究[J]. *湖南大学学报(社会科学版)*, 2002, 16:25-29.

Anomaly Phenomena and Their Causes of the Chinese Stock Market: An Analysis Based on Noise Trade

CHEN Qi-an, ZHANG Yuan, LAI Qin-yun, CHEN Liang

(College of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: On the basis of analyzing and summarizing the “anomaly phenomena” of Chinese stock market during the period from June 2005 to August 2008, this paper studies the causes of “anomaly phenomena” of Chinese stock market from the perspective of the effect of noise trade on stock market behavior, and puts forward to measurements and suggestions weakening the negative effect of noise trader on the stock market. The research results show that, to a large extent, “anomaly phenomena” of Chinese stock market is caused by the over-optimistic sentiment during stock market rising period and over-pessimistic sentiment during stock market falling period of noise traders who play a dominant role in Chinese stock market.

Key words: noise trade; Chinese stock market; anomaly phenomenon; causes

(责任编辑 傅旭东)