

基于行为金融学视角的投资者情绪与股市波动溢出效应分析

刘曼娇¹, 郝国芬²

1. 烟台大学经济管理学院, 山东 烟台 264005

2. 河北水利电力学院, 河北 沧州 061001

DOI:10.61369/SE.2026050042

摘 要 : 由于传统的金融理论无法很好地解析投资者的行为以及股票市场的相关问题, 在这样的背景之下, 行为金融学应运而生, 并由此发展出了一个新的角度来研究投资者的情绪以及股市中的波动溢出效应。进行基于行为金融学视角的投资者情绪与股市波动溢出效应分析, 投资者的情绪对于股市中所出现的波动溢出效应有着重要的作用, 而且其影响程度也会因市场或行业的变化而有所区别, 因此从行为金融学的角度出发去研究投资者的情绪以及股市中的波动溢出效应, 并采取更加合理的方式来进行投资活动, 这对于监管者更好地完善市场机制以避免产生较大的风险也起到了一定的帮助。

关 键 词 : 行为金融学; 投资者情绪; 股市波动; 溢出效应

Analysis of Investor Sentiment and Stock Market Volatility Spillover Effects from the Perspective of Behavioral Finance

Liu Manjiao¹, Hao Guofen²

1. School of Economics and Management, Yantai University, Yantai, Shandong 264005

2. Hebei University of Water Resources and Electric Engineering, Cangzhou, Hebei 061001

Abstract : Traditional financial theories often fall short in explaining investor behavior and stock market dynamics. Against this backdrop, behavioral finance has emerged, offering a new perspective for studying investor sentiment and stock market volatility spillover effects. Analyzing investor sentiment and stock market volatility spillover effects from the perspective of behavioral finance reveals that investor sentiment plays a significant role in the volatility spillover effects observed in the stock market, with varying degrees of impact depending on market or industry conditions. Therefore, studying investor sentiment and stock market volatility spillover effects from the perspective of behavioral finance and adopting more rational investment strategies can provide valuable insights for regulators to improve market mechanisms and mitigate potential risks.

Keywords : behavioral finance; investor sentiment; stock market volatility; spillover effects

引言

传统的金融学建立在有效市场的基础之上, 认为投资者是理性的, 他们的每一个决定都是为了达到自身利益的最大化, 并且他们相信股票的价格能够反映出所有的即时性信息, 在股票市场上, 股票的价格会呈现出一种无序的状态, 也就是说它是一种随机游走的过程。进行基于行为金融学视角的投资者情绪与股市波动溢出效应分析, 对于投资者的情绪以及股市上的波动情况的研究有着非常大的意义, 不仅可以从理论上得到一定的收获, 而且还可以给我们的投资、管理带来很大的帮助, 让投资者避免因为自己的情绪而做出一些不理智的行为, 同时也能够让监管部门出台更加合理的政策来实施监督管理工作。

作者简介:

刘曼娇 (2004.05—), 女, 汉族, 烟台大学大三在读, 投资学专业, 参与多项实习实践项目, 擅长财务管理与数据分析。

郝国芬 (1974.10—), 女, 汉族, 河北省沧州市人, 本科学历, 工学硕士, 河北工业大学, 河北水利电力学院就职, 副教授, 主要从事计算机应用和新媒体技术教学工作。课题: 主持省级课题结题1项, 市级课题结题2项, 横向课题1项, 参与课题多项, 发表论文多篇。

一、基于行为金融学视角的投资者情绪分析

（一）行为金融学理论概述

行为金融学是一门新兴的交叉学科，在这之中有三个非常重要的概念——有限理性、心理账户以及噪声交易，帮助我们更好地了解了投资人的感情。传统的金融学建立在有效的市场假设之上，即投资者都是完美的并且能基于所掌握的所有信息作出最佳选择。但是行为金融学却强调人的情感因素，指出人们会因为某些原因而产生偏见，决定并不总是符合一般意义上的理性预测。

（二）投资者情绪的内涵与表现

投资者的情绪一般指投资者对于未来市场的走向抱有系统的积极或者消极的态度，在做出自己的决定时会受到这一因素的影响，进而会对整个市场造成很大的影响。一般来说，投资者的情绪表现在以下几个方面，比如过度自信、盲目跟风等现象都会出现在投资者身上。过于自信的人往往会认为自己很厉害，而忽视了市场存在的风险，所以经常出现买进卖出的现象或是追涨杀跌的情况。

（三）影响投资者情绪的因素

投资者的情绪不仅受市场的内因所左右，在一些非市场外因上也有很大的关系。其中最明显的就是市场行情以及国家出台的一些政策等。比如，如果股票市场上升了，那么很多股民就会因为盈利而感到高兴，相反，若下降的话，则会变得很悲观。另外就是政策上的原因，例如，央行放水或者收水都会导致人们对于未来的期望值不同而引起情绪波动。

在非市场因素方面，宏观环境也起着重大的作用。由于媒体报道具有广泛的影响范围及时效性强的特点，因此它能够在很短的时间内形成人们对市场的感觉，并且会影响投资人的心理状态。如GDP增长率以及通胀率等宏观经济指标变化都会在某种程度上影响到投资人的心理活动，这是因为它们反映的是整个国家或地区经济发展情况的好坏程度，因而会对投资人在未来所获得利润方面产生一定的想法与期待。

（四）投资者情绪的衡量指标

投资者的信心指数、网络搜索指数及市场的换手率指数是通过对投资者关于未来市场的看法来进行研究，并以一种非常直接的方式向人们展示出来，所以这种办法比较有代表性的，但是这种方法是带有很强主观性而且不经常改变，不能够反映出当前市场的变动情况。而另一种则是采用的是网络搜索指数的方法，主要是将大众在网上的一些搜索信息作为依据，从而可以随时了解到一些情绪的变化，然而由于网上存在大量的噪音信息，所以在对其进行处理时需要认真地选择并清理之后才能够运用到实际当中去。

二、股市波动溢出效应分析

（一）股市波动溢出效应的概念

“股市波动溢出”，指的是某一个市场的波动不仅仅受其本身的历史影响，还会明显地受到另一个市场的波动所造成的冲击，

而这一现象也被金融学者们广泛应用到相关领域当中来探讨。根据行为金融学的观点，“波动溢出”体现了投资者的情绪以及市场信息之间的相互传播的过程。比如，在股票与期货市场上就可能存在这样的情况——一方的价格变动会带动另一方的变化。

（二）波动溢出效应的传导机制

通过信息传播或模仿投资人的行为来实现。其中的信息传播是指由于信息从一个市场向另一个市场的流动而导致了波动性溢出，在缺乏足够多的信息时，某一种市场价格的变化就会被其他市场视为重要消息而产生一系列影响。如，新的政策出台或者经济指标公布往往最先会影响某个市场的走势，并且随着信息传递的方式而波及到其他的市场之中。在这个阶段当中，投资人会在做出决定的时候选择参考别人的行为并加以效仿，特别是在不确定性的市场环境之下，这些投资人在面对这种情况时往往会表现出一种跟风的现象从而导致其波动能够迅速地在整个市场上蔓延开来。这一现象在行为金融学上是属于不理智的一种表现方式之一，这使得整个市场上的波动变得更加难以捉摸和不可预测起来。

（三）不同市场间的波动溢出效应

主板市场与其他市场之间存在着较大的波动溢出效应区别，这是由各个板块的特点决定的。在主板市场上，多为一些大的比较成熟的公司，在这个市场上产生的波动较小，但是却会对整体股市产生很大的影响。而在创业板以及中小板上，则更多的是一些发展中的公司或者是创新型的企业，因此这些公司的波动较大，并且对于外部的影响也比较大。

（四）行业板块间的波动溢出效应

各行业板块之间存在多样化的波动溢出效应，而行业间的相关度也是造成这种现象的重要原因。如金融行业具有重要的作用，在经济中扮演着举足轻重的地位，通过信用贷款、投资人的心理等将信息传递到实体领域之中。

相比之下，一些科技类或者是消费类产品本身有一定的创新周期，并且消费者的需要也在不断变化着，因此就会影响到波动溢出现象发生。当然除了这些之外，不同行业的互相竞争或者互相配合也会导致这种现象产生。在科技行业中，在某一个行业的技术革新可能引起该行业出现较大的变化，并且会波及到其他相关联的行业中去。因此分析各个行业之间的波动情况不仅有助于了解到这些行业发展状况，而且也有助于在以后的投资过程中起到一定的预防性措施。

（五）波动溢出效应的影响因素

市场流动性和宏观经济以及政策变动也是造成股票市场的波动性溢出的重要原因。当一个市场的流动性越大时，其产生的波动性溢出的速度也相对会更快一些，并且由于这种强流动性可以起到一定的缓冲作用，因此所造成的波及程度也会相应地减弱。但是在一个缺乏足够流动性的市场上，其所产生的波动性溢出会变得更大化，进而使得各市场之间的风险传染增强。

三、投资者情绪与股市波动溢出效应的实证研究

（一）数据选取与处理

本文选用沪深300指数日收益率、上证50指数日收益率、中小板指数日收益率以及创业板指数日收益率等四个指标来代表整

个股市的数据，并且选择的时间区间是2013–2022年的每个月份的每日收盘价，从这两个方面出发可以得到比较完整的关于我国股市的整体情况和发展状况。这些数据都来自于 wind 和 csmar 数据库中。

（二）模型构建

为了进一步探究两者之间的相互作用关系，本文将利用 TVP–SV–VAR 模型对此展开分析。该方法由 Primiceri 提出于 2005 年，并在各个行业得到广泛应用。TVP–SV–VAR 模型的优点在于其能够反映出各变量之间的变化以及随机波动的情况，在此模型中固定了各个系数值，并将其假设为随着时间发生变化的一个系数矩阵与随机波动项，这样就更加适合于描述复杂金融市场的系统中的非线性关系。

模型的基本形式如下：

$$y_t = X_t \beta_t + A_t^{-1} \Sigma_t \tilde{Q}_t \tilde{Q}_t \sim N(0, I) \log \sigma_{\mu}^2 = \mu_{\mu} + \phi_{\mu} (\log \sigma_{\mu-1}^2 - \mu_{\mu}) + v_{\mu}, v_{\mu} \sim N(0, \sigma_{\mu}^2)$$

其中，式中 Y_t 是指包括股票收益率和投资者情绪在内的多元观测值， X_t 是一个设定的矩阵（其中包括滞后项）， β_t 是随时间变化的系数矩阵， A 是下三角阵， Σ_t 则是由它的主对角线上的随机游走方差 – 协方差构成的。此模型时间非平稳性体现在两方面：一方面 β_t 和 Σ_t 是变化的；另一方面，误差项是一个具有随机游走误差的 AR(1) 过程。

（三）实证结果分析

基于 TVP–SV–VAR 的预测结果，得出投资者情绪影响股市波动的传递效应具有显著不对称性：无论是深圳市场样本中正向情绪还是负向情绪均呈现出股价膨胀的双向格兰杰因果关系。

消极情绪带来的波动也大于积极情绪。针对股市波动性和溢出效应分析发现，在上证50指数、中小板指数以及创业板指数之间均存在明显的波动率溢出及收益率溢出现象，并且短期效果显著高于长期效果；如中小板指数的波动率对创业板指数的波动率影响产生作用后，两者之间的溢出效应经过一定时间周期后会逐渐消失。同样的事情发生在外溢效应上，三个部分之间的影响都是正向关系，但短期内响应更稳健，持续性更长。值得注意的是，这种情况下跨领域的感情与外溢效应在2015年股市风波中更为显著，并提示在极端行情下强化了投资者心理传染效应。

（四）稳健性检验

为保证研究结果的有效性、可靠性，在此基础上做如下几个

方面的检验工作：一是采用新的因子来重新估计模型，如将增加的新投资者的数量代替投资者的信心指数作为情绪的代理变量，那么占据主流观点的看法依然有效；将原来的模型设置改为传统的 VAR 模型来进行比较分析，尽管这样的模型不能反映各个变量之间的相互作用，但是主要结论还是跟之前的一样，也就是说投资者的情绪与股票市场存在着非常显著且明确的 Granger 因果效应。

此外，尝试过其他几种不同类型的样本划分，如把整个样本划分为牛市时期、熊市时期的样本分别来估计。其中在牛市中正面情绪的影响更大一些，而到了熊市期间则是负面情绪的影响更加明显。这也说明投资者的情绪对于股票市场的波动溢出效应是存在不对称性的。同时利用 bootstrap 的方法产生伪样本，并且多次重复这个过程，得到的结果显示所有的关键变量都处于其95%水平之下，因此结论是非常有说服力的。

（五）实证研究结论

综上所述，本文利用 TVP–SV–VAR 模型的研究发现投资者情绪会对股市产生波及效应，并受其反向影响而形成一个循环过程。其中，负面情绪的影响大于正面情绪，在深市中的体现更加明显。

在投资决策中，投资者要重视负面情绪的影响，在投资中不要被自己的情绪所左右盲目地跟风买进或者卖出股票。而对于监管机构来说，则需要通过完善披露信息以及市场制度来降低投资者的情绪起伏，防止出现系统性的危机。后续可以将其他更多的市场或行业纳入分析范围，并且考虑到宏观经济及政府政策等因素如何共同作用于投资者情绪与股市波动溢出效应的问题上。

四、结束语

进行基于行为金融学视角的投资者情绪与股市波动溢出效应分析，本文基于行为金融学角度探究了投资者情绪对于股市波动溢出的影响，在结合理论分析的基础上进行了实证检验，发现了投资者情绪对股市波动的重要作用以及两者间的复杂联系。发现投资者的情绪受多种因素（如市场、非市场等）的影响，并且由于投资者情绪的非理性的存在而使得股市出现较大的波动。此外，各市场的股票波动也呈现出明显的差异化特征。

参考文献

[1] 万顺枫,唐勇,林娟娟.整体情绪、背景情绪与股票市场波动——基于 TVP–SV–VAR 模型的实证研究[J].金融理论与实践,2023,(12):105–115.
[2] 郭文伟,卢立晔,钟袁妍.投资者情绪如何影响股市泡沫——兼议对股市泡沫监管的建议[J].金融监管研究,2024,(1):61–78.
[3] 黄晓明.投资者情绪对沪深300指数收益的影响分析[J].中国集体经济,2024,(10):77–80.
[4] 陈曦.基于投资者情绪的均值 – 方差效应分析[J].生产力研究,2023,(11):137–141.
[5] 吴俊传,唐振鹏,杜晓旭,陈凯杰.基于改进的对数周期幂律模型研究中国股市崩盘预警[J].物理学报,2022,71(2):2–11.