

投资者情绪对股票市场波动的作用机理

——基于融资融券制度

■ 王军涛

(渤海大学, 辽宁锦州, 121000)

一、引言

融资融券业务的开展是我国证券市场走向成熟的重大举措,是完善证券交易制度上迈出的关键一步,投资者可以利用两融业务实施更加灵活多变的投资方略。由于我国投资市场存在结构性问题,普通投资者的情绪波动会干扰其做出适当的行为,而融资机制在一定程度上满足了投资者的需求,能够帮助投资者更好地对冲风险。在股票市场中,融资融券交易就映射了投资者的情绪波动,投资者情绪依托融资融券的方式量化作用于股票价格上。

经过多年的发展,我国证券股票市场的交易机制日益成熟,2010年3月,上海、深圳证券交易所正式推行融资融券制度,旨在使股票价格的波动区间更加合理,使证券资产的信息能够更准确地反映证券价格,推动市场定价更加有效地进行。经过数年发展,两融业务沪深两市标的股票数经过6次扩容,已由早期的90只增加到1600只,截至2021年底,沪深两市融资融券余额已达18321.52亿元。两融业务的发展提高了市场的活跃性与流动性,使价格发现机制得到进一步完善。

在融资融券制度下,投资者能够根据所获取的信息更有效地做出投资策略。通常情况下,若不能进行融券交易,投资者将不能根据市场预期的变动来调整资产结构,唯有进行现货交易来规避市场的风险预期,导致企业受到自身资金量的限制,无法获得更多收益。股票市场若不能进行双边操作,就会使得股票频繁发生暴涨、暴跌的极端情况,威胁股市的平稳发展。因此,两融交易机制实施后,投资者依据对未来市场的预测,调整自身情绪,判断“是进行融资买入还是融券卖出”,从而获取超额收益,以实现风险对冲。理论上,融资融券交易有益于股票市场的稳定,若是理性使用,毫无疑问能够帮助投资者降低投资风险。然而,由于融资融券反映的是投资者的情绪波动,两融机制会基于投资者的非理性行为,放大市场的乐观与悲观情绪,导致股票价格偏离正常波动范围。本文通过梳理国内外

学者针对融资融券及投资者情绪的相关研究,分析融资融券制度及投资者情绪的作用机理,结合融资融券分析投资者情绪对股票市场波动的影响,进而研究股票市场随投资者情绪的变化变化的具体表现。

二、相关研究文献综述

(一)融资融券与股票市场波动性

融资融券制度是证券市场中不可或缺的一部分,学者关于融资融券对股票市场波动影响的研究,大致分为以下三类。

第一,融资融券会增强股价波动性、加剧崩盘风险。吕大永,吴文锋(2019)认为通过加杠杆的方式交易更容易加剧标的股的崩盘风险。孙翔宇,孙谦(2019)发现机构投资者利用融资融券制度频繁交易股票会提高股价的崩盘风险。

第二,融资融券会平抑股价波动性、提高定价效率。王庆安,高恺等(2017)分析2013至2016年深圳证券市场得出,融资融券标的股的活跃程度在牛市行情下明显强于非标的股,而在熊市行情下,两融业务明显抑制股价的大幅震荡。盛积良,汪宇(2019)发现随着两融业务的不断发展,信息传递效率得到提高,平抑股价波动的作用更加显著。王文召,贺炎林(2020)研究我国证券市场自开展融资融券交易机制以来,通过倾向得分匹配法和事件研究方法得出,融资融券标的股明显影响股票的波动性,并对股票的异常收益率起到一定的抑制作用。

第三,股价受融资融券影响有限。李锋森(2017)通过趋势交易方法研究得出,不同持股情况的融资融券交易会反映出明显的差异化趋势交易特征;在收益预测方面,股价波动性在两融业务所拥有的反转交易特性作用下得到明显减弱。徐雪、马润平(2018)利用双重差分模型分析发现,我国2014至2015年房地产和家电行业的股票价格波动被融资融券交易机制的影响并不显著。

(二)投资者情绪与股票收益波动性研究

由于理性经济人假设无法解释投资者情绪对股票收益波动产生的影响,传统的金融学理念因“投

投资者情绪”的出现受到剧烈冲击,伴随着行为金融学的不断发展,学者普遍接受“大部分投资者行为是非理性的”这一观点。Brown G W, Cliff M T(2005)认为,投资情绪是资产价值与价格的偏差。对于投资者情绪的相关研究主要分为直接方式与间接方式,这两种不同的方式可以构造投资者的情绪指数, Baker, Malcolm, Wurgler 等(2007)为了构建投资者情绪指数,以封闭基金折价率、换手率、总发行股权数量、IPO 首日收益率、IPO 数量、红利溢价指标作为代理变量,分析了投资者情绪对股票回报波动性的作用效果。张强,杨淑娥(2009)利用央视网整理出的数据,筛选出市场换手率、封闭式基金折价和投资者开户提升率作为间接投资者情绪指数,应用因子分析法组成投资者情绪综合指数,研究认为,投资者情绪变动将影响股票价格的上升与下跌。史永东,田渊博,马姜琼等(2015)运用主成分分析方法,提取 IPO 首日收益率、首日募集资金数量、封闭式基金折价率、A 股新增开户数和换手率作为因子构建投资者情绪指数。通过控制 Fama-French 三因子和 Carhart 的动量因子,探讨投资者情绪对股票横截面收益的影响。

(三)基于融资融券的投资者情绪对股票价格波动的研究

随着我国融资融券制度的实施,两融制度作用于投资者情绪的效果,以及投资者未来的投资选择变化引起了国内学者的普遍关注。许红伟,陈欣(2012)分析在允许融券卖空的情况下,市场中的投资者情绪与股票价格的联系,研究发现,负面消息反映资产价格的过程存在一定的迟滞性,在负面信息的持续累积下,更甚会加剧股票下跌的幅度,引发严重的系统性风险。巴曙松和朱虹(2016)认为,融资融券的对冲效应放大了投资者情绪。仪峰,刘晓桐,胡安安(2018)运用主成分分析法与最小二乘法构建投资者情绪指数,探讨了融资融券交易与情绪指数间的影响关系,认为融资融券与投资者情绪皆会干扰股票价格的波动性。

两融交易体现了投资者决策选择的方向性,即投资者通过对股票价格未来趋势的预测,利用自身的信用水平进行融资卖空交易或融券卖空交易,以此获取超额收益。这种行为可以在一定程度上投射出投资者对于股票市场的乐观或悲观态度。因此,学者们通过构造投资者情绪指数来量化投资者的态度变化,以此分析投资者情绪与股票市场波动性之间的关联,能够为投资者在投资决策时提供参考。

三、融资融券功能及发展概述

融资融券分为融资交易和融券交易,其中,融资交易的一般做法是,投资者以自身信用做担保,向拥有融资融券资格的证券公司缴纳双方约定的保证金,从证券公司手中借入资金,从而使得自己能够买入更多的证券份额,期望在未来证券价格上涨后,卖出自己所持有的份额,以获得更多的收益,并归还借入资金。融券交易是投资者向证券公司借入证券,以增加证券份额,并在当期卖出,等到一定时间内,在证券价格下跌后再赎回证券,以此获得资本利得,并将借入证券及相应的利息如数归还给证券公司。

(一)融资融券特点

1. 杠杆性

通常情况下,投资者买卖股票的行为都是基于自有资金额进行交易,而利用融资融券业务,只需以 X% 的保证金,就可借入 X 倍于原有的资金或股票进行交易,投资者通过融资融券可以增加自身的可交易筹码,获得一定的超额收益。

2. 双向交易

一般情况下,可将股票交易看作是一种“看涨期权”,投资者基于对股票发展的预测,买入自己看好的股票,在股票价格上涨时将所持股票卖出,以此获得盈利;然而,当股票价格下跌时,投资者将会遭受一定的经济损失,不能获得收益。但若允许融资融券交易,投资者则可通过融券的方式,以借入股票卖出的形式,在股价低于卖出价低时买入股票,这样一来,无论股价上涨或下跌,投资者均可从中获利。

(二)融资融券功能

1. 风险对冲

融资融券对应各个标的股,投资者可以只对个股使用融资的方式,也能以搭配股票组合的方式对冲相关个股或投资组合产生的风险。

2. 价格发现

融资融券的本质需求就是稳定股票价格的波动,有效反映出股票的真实价值,并且,由于融资融券本身具有的可预测性,能够映射出投资者对股票未来发展的预期。理论上,当某证券被市场过分追捧而偏离真实价值后,敏感的理性投资者将会利用融券卖空的方式,增加市场中股票的供给量,进而起到抑制股价泡沫的作用;而当市场股票沽空量大于需求,使得股票价值被低估时,理性投资者就会利用融资交易使股价重回合理区间。

四、基于融资融券的投资者情绪对股票波动的作用机理分析

对于投资者情绪相关内容的研究离不开行为金融学的理论支撑。目前，行为金融学基于“非理性人假设”对投资者的行为进行研究，研究结果普遍认为投资者情绪对市场行情的变化起到了举足轻重的作用。在证券市场中，能够影响投资者情绪的因素纷繁复杂，宏观层面包括国内经济发展状况、国际形势等，中观层面包括投资者投资产品的行业、区域等，最重要的就是投资者自身的内在因素，如思想素质、教育经历、投资理念及心理认知等。这些因素共同作用于投资者，使得投资者在影响下产生不同的心理预期，并做出相应的投资决策。正是由于投资者这种预期，才使得融资融券交易得以实现。

当股票市场中不存在融资融券时，投资者对某一公司的未来发展看好时，只能利用自有资金进行投资，可能会受自身资金量或资产结构的限制，不能及时买入股票，亦或买入的股份较少不能满足投资者的心理需求；反之，当投资者预测未来股票的价格可能下跌时，只能通过卖出自身持有的股票来减少损失，不能根据自己的市场判断获取做空收入，不利与投资者获取投资收益。

而融资融券制度推出后，由于两融业务本身具有融资买空交易的杠杆性与融券卖空交易的对冲性，投资者可以基于自身的客观需求进行买空或卖空交易，使得信息能够快速地反映在股票价格上。股票看涨的投资者可以依据自身信用借助融资交易从证券公司手中买入更多股票份额，由此从加杠杆中获取超额收益；相反地，对于预期下跌的股票，投资者可以通过缴纳一定的保证金从证券公司手中借入股票卖出，在未来股价下降时买入股票并归还，从中获取价差收入。

因此，在理论情况下，当市场中出现某种信息时，投资者的异质性决定了对于信息解读结果的千差万别，面对不同的股市行情，投资者就会表现出不同的投资态度，持有乐观情绪的投资者预期股价上升，可能就会借助杠杆的方式融资买入股票，然而，由于我国证券市场的投资者存在结构问题，普通投资者普遍存在非理性交易行为，如羊群效应、过度自信等，这些行为可能导致股票需求持续增加，造成股票价格虚高；随着股票价格不断偏离实际价值，部分投资者将逐渐从狂热状态趋于理性状态，会逐渐认识到市场泡沫已过度膨胀的事实，导

致市场的悲观情绪上升，于是投资者将会预期未来股价下跌，开始增加融券卖出并减少融资买入，使市场中的空头逐渐占据上风，股价持续下跌，伴随着市场中投资者的情绪趋于稳定，股价也会慢慢回归合理价格区间。

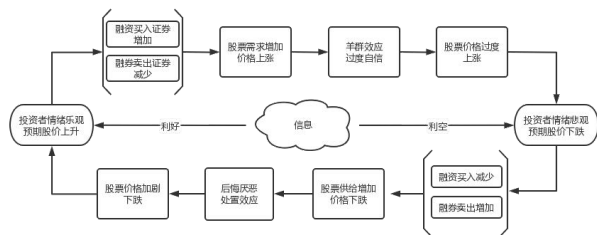


图 1 基于融资融券的投资者情绪对股票价格的作用机制

五、结论及建议

融资融券交易机制的推出，有利于推动我国证券市场的发展，融资融券具有买空交易的杠杆性与卖空交易的对冲性，两融交易能很好地表现出投资者的异质性，使投资者对未来股票趋势的判断反映在股票价格上，在一定程度上放大了投资者所获取的收益，同时，融资与融券交易特性的相反性，为不同态度的投资者提供了实施差异化操作的空间与机会，使投资者情绪趋于稳定，降低了破坏性风险的发生概率。

但是，目前我国融资融券业务的发展尚不平衡，2021 年底沪深两市融资余额为 17120.06 亿元，而融券余额仅为 1201.47 亿元，融资规模远远超过了融券规模，杠杆机制占据绝对的优势，导致融券交易对冲风险的作用无法得到充分的发挥。而且，目前投资者只是简单股票的市值、流动性等条件作为融资融券标的股的选择标准，未能有效结合公司基本情况投资选择，并且，股票市场中也没有完善常态化的淘汰机制，这些情况都不利于投资市场的发展，对此，我国应关注融资融券存在的结构性问题，不断提高对于劣质标的股的清理效率，保证融资融券标的股的质量水平，使两融交易机制运作更加有效，以满足证券市场多层次发展的需求，提高市场运行效率。

【作者简介】王军涛（1997—），男，河南周口人，硕士研究生，渤海大学，研究方向为商业银行。