

基于信息处理的投资行为研究

◎ 华西证券有限责任公司证券研究所 郝绎 王翠 王正 吴光胜 鄢黎

一、投资行为反映市场信息选择过程中的认知结构

皮亚杰认为一切有关社会研究的形式最终都要导向结构主义，对群体中的个别成员来说，结构处于“无意识”的状态之中¹；团体动力学理论的发展进一步表明了群体中交互依存的格式塔特征。这种整体性结构主义的观点在我们观察市场时获得了证实：由投资者的动机和预期形成的投资者群体分类或分层构成了市场秩序运动的基础结构，分层的投资行为引发市场的动态调整。不同类型的投资行为差异十分明显²：对于交易型、内在型、套利型、指数型以及配置型投资而言，在具体的投资路径选择、操作策略实施、关注的投资标的等方面均有独特的个性特征，各种风格的存在充实了证券市场多样性的内涵。根本上看，市场的差异性、多样性正是不同的投资者将各自的投资原则、理念、风格等物化后的产物。进一步观察后可以发现，多样

性并不仅仅意味投资方式的丰富，从投资行为的角度分析，多样性意味着投资行为对市场采取的个性化组织手段——不同类型的投资行为仅需要处理整体市场中某个特殊的细分领域，投资秩序、市场结构是各个投资群体参与及互动的结果。

我们从具体的投资风格开始了解投资行为的差异。不同类型的投资者有明显的风格特征：内在投资者认为企业的价值是投资的根本，强调资产创造现金流的能力。在他们看来，资产的价值由现金流折现决定，预期现金流的波动特点最值得认真评估；交易型投资者主要关注价格的时空分布，善于从市场中找到自己熟悉的各种价格模式，将自己的投资建立在各种不同的价格模式基础上；指数型投资者认为市场是有效的，采取被动投资的思路，通过持有股指来参与市场；套利者善于利用各个金融市场在定价机制、流动性、波动率等方面的差异，进而寻找到合适的套利机

¹ 皮亚杰，结构主义[M]，北京：商务印书馆，2010年，第83-84页。

² 五种投资者类型划分参见蒂姆·科勒等《公司金融的四大基石》，北京：电子工业出版社2012年1月版，第177页。

会；资产配置类型的投资者利用自己在资产配置方面的洞察力，根据经济周期、利率、大类资产风险-收益特征等方面的信息，主动选择资产类别、行业类别形成合理的资产配置方案。

行为金融学表明投资过程中由于投资心理所导致的偏差最终引起投资行为的偏差，投资行为的偏差反映在信息的收集、整理、分析，再到决策方案的评价与选择，最后演变成为特定的投资行为³。投资行为物化的结果是不同类型的投资者进入不同的市场层面，在各自的市场层面进行信息的筛选与组织、策略的实施与验证。这种针对市场信息体系开展的差异化的筛选及组织工作具体表现在以下几个方面：

1. 内在型投资者的目标在于正确评估对象的长期现金流，1到2个季度甚至1到2年的经济增长率变化、通胀水平起伏、固定资产投资波动等因素，并不对对象的内在价值产生重要影响，代表经济短期波动的信息在内在投资者看来并不具备特别的含义。

2. 交易型和资产配置类型的投资者重视短期经济数据的变化，希望充分挖掘短期经济数据背后蕴含的指导意义。例如，面对连续的固定资产投资高速增长，交易型投资者通常会判断出某个与投资相关的主题投资机会正在形成，他们会沿着投资增长的领域去寻找投资对象、制订投资策略；同样的，对资产配置型投资者来说，经济增长率环比加速上行、通胀水平由低转升通常意味着加大权益类资产配置比重的时机正在来临。

3. 套利型交易者并不特别在意经济的表现，制订套利交易策略的关键在于对市场整体的波动率水平变化、资金及筹码供需分布状况、资产定

价机制、多层次市场的构建及其对资产价格的影响等方面的信息进行充分的掌握。

4. 指数型投资者通过各种数据判断经济环境的变化，按照短、中期投资目标，选择不同的指数标的进行投资。

可以看到，针对信息组织模式的讨论已经脱离了传统收益-风险分析的范畴，展示的是不同类型投资者在资金状况、分析手段、投资目标以及市场认知方面的差异。从社会心理学的角度来看，这种差异实际上是市场中丰富多彩的“守门人认知结构”的反映⁴。投资行为对市场个性化的组织即是指不同的投资者遵循自己的价值判断，针对不同类型的信息进行处理，并将投资行为放置在处理后的信息基础之上。

认识投资者个性化组织行为的现实意义主要有以下两点：第一，市场由相互适应的结构形成，市场的属性源于行为。对投资策略而言，应当意识到投资者行为是市场复杂结构的奠基要素，行为是各种策略得以生存的现实土壤；第二，行为实验表明，投资者情绪、理念以及认知等方面的主观偏差、不完备是客观存在的，因此投资行为的矛盾与偏差是市场内生的⁵。这种认识对市场制度建设具有突出的现实意义，这意味着保障市场健康运行的重要途径在于通过有效的信息传递手段来影响和修正投资者的信息认知结构。

二、交易型投资者信息结构与处理的特征

交易型投资者采集市场量价、主题、概念等方面的信息，采用的策略经常与市场中具体的价格模式有关。从信息选择与处理的角度看，交易行为在信息分析的过程中主导了主题、概念、

³ 曹雪，李媛媛等，浅析投资者的投资心理与投资行为[J]，中国证券期货2011年07期，第246页。

⁴ 守门理论由德国社会心理学家莱温（Kurt Lewin,1890-1947）创立，广泛应用于对传播行为的研究。

⁵ 杨奇志等针对个体投资者行为的心理学实验表明中国个体投资者的处置效应、损失厌恶及不确定性厌恶等心理偏差客观存在，同国外的研究结论一致。

技术趋势等结构模式的生成。按照常见的交易行为，我们将交易型投资者需要处理的市场信息区分为以下几种类型：

（一）交易围绕市场技术指标建立

信息处理的对象是市场技术层面的信息，信息处理的目的在于将市场技术面的信息纳入交易体系中。

常见的交易型投资者依赖数量、绘图、建模等技术手段进行投资，表现为整个投资决策过程——从投资标的筛选到仓位管理、趋势判断、时间掌控、止损计划等——完全依赖各种技术指标进行操作。从具体市场结构的角度来看，具有技术特征的投资行为主导了市场运行的趋势，经常表现为在市场运行的某些关键位置触发止盈、止损行为，强化趋势波动。

（二）交易围绕市场主题、题材、概念等因素建立

此时信息处理的主要对象是市场、区域或产业等方面的信息，信息处理的目的在于了解市场不同阶段的题材和概念分布状况、寻找主题的扩散路径和探索各种价格模式的交易思路。主题、题材以及概念类型交易行为大量涌现证实了投资者注意力分类聚焦假说⁶，进一步说明信息传递对市场结构、交易行为具有决定意义。

1. 主题型的市场信息，2012年以来二级市场针对金融创新的主题投资、城镇化的主题投资均属于典型的主题模式。主题型市场信息的特点是：具有确定性强的主题支撑，信息的覆盖面广，通常情况下可衍生出多条子线索，为市场提供丰富的投资题材。

2. 概念型市场信息。从信息的获取与处理上看，概念型信息处理难度高，原因在于二级市场上概念型市场信息的出现通常带有突发性和偶然性，需要在第一时间对信息进行判断并制订响应策略⁷。概念投资是市场多样性的重要组成部分，引发的交易行为响应以及时、同步的形式出现。

3. 产业政策、区域政策以及经济数据等类型的市场信息。市场中经常会出现由产业、区域以及经济数据驱动而成的价格模式——典型情况如固定资产投资数据连续走强时，二级市场上以水泥为代表的资本品走势转强；政策针对某些区域的态度变化也常常会刺激二级市场上相关行业、板块的走势⁸。这种交易行为倾向于提炼反映产业基本面状况的信息。

（三）信息处理差异导致交易行为彼此矛盾。

信息处理根植于投资心理、投资目标，信息解读与处理方式差异的典型反映是市场中相互矛盾的交易行为，对矛盾的解读有利于更深刻的认知市场波动。证券投资基金经常出现以追逐热点、短线运作为特征的羊群行为与理性价值投资行为的矛盾；交易者通常采用的趋势投资与反转模式之间的矛盾；集中持股与分散投资的矛盾等等。种种矛盾客观的反映了投资行为从肯定与否定两个方面引起市场结构调整，体现了动态运动的内涵。

三、内在、配置等类型投资的信息结构与处理特征

（一）内在投资者关心资产的现金流状况

典型的内在投资者参与投资时关心资产的现金流。在内在投资者看来：市场最终是有效的；价格和价值之间的差异需要较长的时间才可能被

⁶ 该假说认为市场、板块及公司三个层面的信息披露中，投资者注意力分类聚焦的结果提升了对市场和板块层面的信息处理。

⁷ 2011年3月日本大地震引发了国内的“抢盐风”，二级市场上盐业股集体走强，这种类型的投资即是明显的概念型投资。

⁸ 2010年初新疆区域振兴规划出台，新疆推出的财政、金融及产业投资政策引起了市场的强烈关注，新疆板块也因此成为当年区域投资热潮中最耀眼的板块之一。

市场修正；预期资产现金流是决定投资的唯一依据；投资的核心在于辨识资产的内在价值与价格之间的差异。

为了准确的评估“未来的现金流及其折现值”，内在投资者在创建信息结构时主要考虑以下几种典型的信息：

1. 投资资产在历史上的资本回报水平方面的特征。

2. 投资对象资本回报的主要驱动因素的信息，包括盈利能力、周转速度、杠杆水平等等。

3. 与资产负债表、损益表、现金流量表相关的信息。包括资产与负债的波动及增长情况、损益表中利润的各种影响因素、资金来源与再投资状况等。

4. 价格方面的信息，需要判断当前的资产价格中隐含的未来增长水平、盈利能力变化等方面的信息。

5. 更进一步的，需要分析与行业相关的信息，包括投资对象在行业中的地位、行业的市场结构以及行业本身的增长水平等。

从行为金融学的角度来看，创建现金流信息体系的过程是内在投资者赋予投资对象意义并做出反应的过程。内在投资者的反应对市场的影响以价值投资策略和过度反应假说两种形式体现。试验心理学的研究表明个体倾向于高估最近的信息，由此导致股价的过度反应⁹。市场的过度反应为价值投资策略提供了明确的“纠偏”机会，进一步演化成为市场中独特的结构和行为。

（二）配置型投资者关注周期、区域以及资产的风险收益分布

配置型投资者善于从大类资产波动的角度认识市场，在此基础之上将资本在不同类别的资产间进行分配。资产配置型的投资者信息结构及处

理方面的特点表现为以下几方面：

1. 注重资产价格周期性方面的信息。在资产配置者看来，不仅相同的经济周期内不同类别的资产风险-收益分布截然不同，即使同一种资产在经济周期轮动的过程中风险-收益分布也不尽相同。例如，“投资时钟”理论是进行大类资产配置时常用的一种理论，时钟的运动就包含了资产风险-收益周期波动的信息，这种周期信息成为配置行为依据。

2. 不同于内在投资者，资产配置型投资者进行信息处理时注重利用短期指标指导资产配置行为。例如，决定资产组合中固定收益类和权益类资产的比重时，资产配置者经常会依赖通胀率、经济增长率以及利率的指导；对于全球性的资产配置行为，不同国家、地区的资本积累与经济增长率方面的差异，产业结构方面的特征以及区域合作、收入分配等指标，均是进行配置前需要处理的信息。

3. 不同类别的资产风险-收益的分布差异甚大，资产配置前需要了解这方面的信息。资产配置者信息处理的一个重要内容在于深入了解不同资产类别的风险收益分布特征，取得尽可能详细的数据，并以此为准指导资产配置。

资产配置行为的结果是推动了市场大类资产风险-收益轮动，发掘了影响宏观经济周期景气的各类因子，进而决定了类别股票的周期回报秩序。常见的周期轮动策略以及板块轮动策略即是建立在周期配置的行为基础之上，随着实体经济结构变化，周期配置行为的内涵也不断的深化发展，决定投资策略、市场结构的生成与演化。

（三）融资成本以及市场的制度性基础方面的信息是套利型投资者研究的重点

套利行为对市场的认知更加复杂，这一点直接反映在套利策略的形式和内容上：

⁹ 陈耀年、周学农，价值投资策略的行为金融学解释及其实证研究，系统工程2005年7月第7期，第63页。

1. 从资产定价的角度来看，市场交易品种是否丰富、基础资产价格波动率大小、市场流动性状况、市场参与者的构成等因素决定了套利策略。

2. 宏观套利者将目光锁定在不同国家（或地区）间的利率、收入增长率、要素成本等方面的差异，依靠资本的跨国（或跨地区）流动实施套利。

依赖资产在不同市场上定价的差异进行套利是最广为人知的套利方式。“一价定律”描述了同一种资产在不同市场上的定价差异引起的套利行为。按照二级市场上套利操作的行为对象来分，套利可以区分为事件套利、股指期货套利、股票配对交易、融券对冲等多种方式。多样化的套利行为进一步加剧了市场结构的复杂性与不可预测性，我们对常见的市场套利行为进行了区分，目的在于说明套利行为在市场互动的过程中对资产定价机制的现实价值。

常见的套利行为建立在资产定价机制的基础上，因此套利交易者参与处理的信息多数与指导定价的制度性基础有关。具体包括以下几种类型：

1. 产品结构、波动率、流动性等描述市场特征的一般指标。套利策略的制订与市场交易品种、基础资产的性质等密切相关，套利者必须非常注重系统的积累与市场产品结构、波动率、流动性、冲击成本以及投资者构成有关的信息。

2. 指导市场定价的制度性基础方面的信息。按制度学派的观点，资产价格的决定因素在于其背后的制度矩阵，这意味着对套利者而言，关于市场定价的制度性基础方面的信息比市场波动本身更加重要。因此，套利者的目光通常会超越传统意义上供需、量价关系的视角，更多的关注投

资者偏好、内生的制度环境、博弈各方的行为特征等与定价机制密切相关的因素。

3. 融资成本方面的信息。为了提高收益，套利时经常使用财务杠杆，这使得套利策略与融资成本具有了密切的相关性¹⁰。融资成本波动通过杠杆直接影响到套利效果，因此，形成合理的套利策略之前对来自于融资成本方面的信息应当给予充分的重视。

（四）实现指数投资目标需要依赖指数产品、经济周期等信息支撑

指数投资策略以整体市场作为投资标的，对风险-收益的考察范围严格限制在某种股指或股指组合上，从行为的过程来看，指数投资过程中与经济体系相关的系统性的投资秩序得以显现。这一点反映在指数行为的目标构建上：指数投资行为的信息结构多数情况下与反应市场体系的指数产品、经济周期等因素有关。具体包括以下几个方面：

1. 用于描述经济周期、行业周期的信息。指数投资通过对经济周期、行业周期进行判断选择特定的指数，在投资的过程中需要不断积累经济增长率、行业增长率、信贷供给以及产业结构等方面的信息以指导指数选择。

2. 与指数产品及费用相关的信息。指数投资的过程涉及到不同类型指数的选择，在选择具体指数时需要了解不同市场上指数产品结构、跟踪误差、管理费用、交易费用等方面的信息。

3. 与特定的市场结构相关的信息。如某个细分市场的深度、广度等。指数产品精细化、小众化的方向越来越明显，因此，指数投资需要分析特定市场结构的深度与广度等，以保证指数投资的流动性和安全性。

¹⁰ 对国内债券市场套利行为的一项研究表明在2008-2011年3年内，用IRS_FR007_1Y衡量的资金流动性与债券市场信用利差、债券套息杠杆使用三者间关系密切。

四、复杂市场的行为及信息选择

巴甫洛夫的反射学把行为当作一种事物处理，把它纳入和吸收到世界的事件和关系的组织之中；庞蒂则表明了结构是意识的一种对象，只是为了思考世界，他们才有其意义¹¹；莱温建立了群体动力场理论，以拓扑和矢量的方式来说明主体的行为，在实验的基础上创建了社会心理的网络结构模型。同样，当我们把行为的因素导入市场时很快就发现市场以一种整体性结构的组织形式体现出来：市场的差异性、多样性正是不同的投资者将各自的投资原则、理念、风格等物化后的产物，市场的复杂性与投资行为有着必然的联系。

本文从行为出发，研究了各种类型的投资者由于认知、心理倾向、思想方面的差异导致的信息结构及信息处理手段方面的区别。从中能够直观的感受，市场能够孕育出极具个性的投资行为，甚至相互矛盾的种种行为。事实上，市场的层次结构有多精细，投资行为就有多丰富；市

场上的投资行为有多丰富，市场信息结构及处理的过程就有多么细腻。这种渗透了市场每个角落的信息选择过程使我们认识到，投资行为的针对性、多样性、效率等特征是市场多层次、复杂结构的属性来源，而投资行为首先反映在信息认知结构特征上。

值得注意的是，与对市场复杂性认知相反，通常情况下投资者面对的市场以一种整体描述性的形式出现，对市场的描述没有深入到投资行为与市场内部结构当中，针对投资心理引发的信息选择和处理过程存在着明显的简单化倾向。我们针对复杂市场结构与信息选择的探索说明，投资行为的矛盾与偏差是市场内生的，对种种矛盾与偏差的认知是投资策略的生存基础，也是实践市场制度建设的现实要求。从影响市场行为的因素来看，有效的信息传递是改变投资心理偏差的主要手段，认识到这一点对于市场制度建设具有重要的现实意义。SAC

¹¹ 梅洛·庞蒂，行为的结构[M]，北京：商务印书馆，2010年8月，第197页，第218-219页。

参考文献：

- [1] 蒂姆·科勒等，价值：公司金融的四大基石[M]，北京：电子工业出版社，2012年1月。
- [2] 道格拉斯·C·诺斯，制度、制度变迁与经济绩效[M]，上海：上海人民出版社，2012年2月。
- [3] 张群群，市场过渡进程中交易组织的生成：原因、特点及生成方式的多样性[J]，财贸经济，1998年01期，54-59。
- [4] 唐寿宁，参与、不确定性与投资秩序的生成和演化[J]，经济研究，2002年第2期，80-90。
- [5] 穆启国，基于经济周期的大类资产配置体系[R]，华泰联合证券研究所，2012年6月。
- [6] 汪先珍，王申，杠杆模式：信用利差的幕后推手[R]，国金证券研究所，2012年9月。
- [7] 杨奇志，针对中国股票市场个体投资者行为的心理学实验[J]，上海大学国际工商与管理学院集团经济研究，2006年08期，175-176。
- [8] 于李胜、王艳艳、沈哲，信息竞争性披露、投资者注意力与信息传播效率[J]，金融研究，2010年08期，112-135。
- [9] 施东晖，证券投资基金的交易行为及其市场影响[J]，世界经济，2001年第10期，26-31。
- [10] 李红艳，守门人理论研究的新视角[J]，新闻界，2005年02期，86-87。
- [11] Lewin, K., A dynamic theory of personality[M]，New York: McGraw-Hill Book Company, 1935, P.242; 62;65.