

摘要: 股市财富效应是一个与相关因素交替发展的动态过程,有着深厚的理论背景和现实表现形式,本文另辟蹊径尝试以行为金融学及相关心理学研究成果,解释股市财富效应,试图发现影响财富效应活的主观因素和心理因素,希望可以给理论研究者、投资者及政策制定者带来新的启发。

关键词: 股市 财富效应 行为金融学 心理学

自20世纪80年代以来,信息技术的

现象背后,尝试以行为金融学及相关心理学研究成果,解释股市财富效应,试图发现影响财富效应的活的主观因素和心理因素,希望能对我们进一步从理论上归纳股市财富与消费之间变化关系的一般规律有所帮助。

财富效应根源于庇古效应和帕廷金的实际余额效应,是指由于财富总量增减或其组成部分发生变化,而对消费需求产生的影响,特别是股票市值余额变化及其影响可称为股市的财富效应。当投资者以消费者的身份决定股市财富和消费水平的变化关系时,就面对这样一

学理论的一些弊病,下面将着力从行为金融学及相关心理学的角度来探讨股市财富变化对消费的影响。

一、财富幻觉和影子财富

早期经济学家在研究物价水平上涨导致名义货币余额和实际货币余额产生差异时,引进“货币幻觉”的概念。货币幻觉是指人们忽视货币的实际购买力而仅仅根据货币的名义价值即面值而对货币的价值进行估计时所产生的一种错觉,在这种错觉的支配下,消费者的消费主要决定于其货币收入,而主要不是决定于其实际收入。在货币收入上升时,即使

从行为金融学角度诠释股市财富效应

黄迪 蒋胜

(西南财经大学 四川成都 610074)

发展、金融创新和金融全球化促进了各国资本市场尤其是股票市场的迅猛发展。股市的长期繁荣或大幅下跌,对于国民经济的整体影响越来越大,股票市场所代表的“虚拟经济”与“实际经济”之间的联系不再流于表面,而是通过日益显著的财富效应深刻地影响着“实体经济”的发展。国内外许多理论研究者、政策制定者和投资者都对财富效应非常感兴趣,目前的研究主要从传统的理论研究和实证分析角度出发,停留在股市财富效应产生原因、效果、问题和政策建议的探讨上。本文将研究视角投向财富效应

个难题:是什么因素决定投资者因为股市上涨而扩大消费,扩大多少消费,或者股市下跌而压缩消费,压缩多少消费?现代金融理论借助“理性”原则对金融市场的行为进行了理想化的假设,加上严密的数学推理与表达,为金融决策提供了逻辑关系简明、高度提炼的公式指导,仍然难以对股价和消费水平的相互关系界定其量化标准。投资者的心理和行为对股价的涨跌与消费开支的增减具有重大的影响,渐渐兴起的行为金融学用心理学和决策科学将金融学与古典经济学结合起来分析金融市场,克服了现代金融

物价水平也同比例地上升,从而实际收入不变,甚至物价水平上升的幅度大于货币收入上升的幅度,从而实际收入下降,货币幻觉的存在也会使消费者的消费支出增加;反之,在货币收入下降时,即使物价水平也同比例地下降,从而实际收入不变,甚至物价水平下降的幅度大于货币收入下降的幅度,从而实际收入上升,货币幻觉的存在也会使消费者的消费支出减少。

股市的财富效应类似于货币幻觉的这种消费支出效应。根据行为金融理论,消费支出就不仅仅取决于收入水平或购

买力的高低,还取决于人们对收入变动的心理预期因素。财富的流动和增值不完全取决于对目前资产价值的评价,更重要的取决于对资产价值的预期增长,预期增长也是财富,虚拟也是财富,只要预期存在于市场,市场的兴衰荣辱就决定着财富价值的多少^①。当股价波动时,投资者股市财富随着变动,这种虚拟财富从股市套现后才能变成实际财富,两者存在一定的差额,差额部分就是“财富幻觉”。从心理预期的角度分析,我们把股市财富预期的价值称为“影子财富”,影子财富和财富幻觉常常放大和缩小影响投资主体的行为,随着股价的波动,导致消费需求波动,从而对于经济波动会产生推波助澜的作用。在经济趋于高涨时,股价水平上升,居民的影子财富升值,财富幻觉的作用导致居民消费支出增加,消费支出的增加会通过总需求的增加促使经济进一步升温,股价水平进一步上升,促进消费的进一步增涨。在经济趋于萧条时,股价水平下降,居民的影子财富缩水,由于财富幻觉的作用,居民消费支出减少,并通过总需求的减少促使经济进一步降温,股市进一步下跌,使得紧缩更加紧缩。

二、过度自信

行为金融学研究发现,投资者在进行投资决策时,往往表现出过分自信的特点。具体来讲,人们在投资决策中总是倾向于过高估计自己的判断力和决策力,从而表现出过分的自信,因而容易忽视客观情况变化造成决策失误的可能性。心理学研究表明,如果人们称对某事抱有90%的把握时,那么成功的概率大约只有70%。信心过度的另一种表现形式是,在不确定的条件下,人们往往认为将来的模式与过去的相似,并寻找熟悉的模式来做出判断,而且忽略导致这种模式发生变化的各种因素,这种现象被称

为启发性代表因素。

在金融投资活动中,这种心理特质表现得尤为突出。当投资者发现股市价格朝着一个方向移动了一段时间之后,他们会逐渐认定,这种趋势还会直接保持下去,使财富不断升值。财富的增加会使原有的固定的财富和消费的关系的平衡被打破,由于启发性代表因素的作用,投资者比照过去财富和消费的比例关系来扩大消费支出,形成财富效应。这一过程的时间长短取决于财富增长及其对影响消费预期的反馈程度,时间越长财富效应就越大。反之亦然。

是什么原因产生信心过度现象呢?有一种心理学理论认为,在评价一个结论是否正确时,人们常常注意到逻辑推理的最后一步是否正确,而全然不顾逻辑推理中其他步骤是否正确。财富效应存在两步逻辑推理过程,第一个步骤是判断财富是否增加了,第二个步骤是推断是否增加消费。微观行为主体往往只注意第二个步骤是否正确,而忽视第一个步骤是否正确。实际上,判断实际财富余额的增加是一个十分复杂的过程,因为存在名义增长和实际增长之分。股市投资者常常出现的错误在于,一是把名义股市财富增长当成实际增长,二是把当前股市财富增长当成持久股市财富增长。这两种错误都是造成信心过度的原因。

三、时尚与从众心理。

人类社会存在一个非常普遍的现象:经常在一起交流的人由于互相影响,往往具有类似或相近的思想。而人们的相互影响对人的偏好改变的作用是十分巨大的,追求时尚与盲从心理便是最突出的表现。行为金融研究表明,投资者在进行投资决策时,也往往表现出显著的、非理性的从众心理特征和行为。

当这种现象发生在股市中时,我们

称之为“羊群行为”。所谓羊群行为是指,单个投资者由于受其他投资者采取某种投资策略的影响而采取相同的投资策略,而如果其他投资者不采取这样的策略,单个投资者则有可能不会采取这种策略。由于“羊群行为”效应,从而整个市场上的投资策略会趋于一致,这种现象在极度的牛市或熊市表现得最为明显,即大家都在追涨或杀跌。在消费领域,人们也会出现相互攀比的心理潜质,人们的相互影响对各自消费行为有很大的作用。位置消费理论告诉我们,人们对相对经济地位的追求在空间上表现为与他人相比^①。所以说财富效应也是从众行为的结果,在股市的繁荣时期,几乎所有个股的共同涨升,带来股市财富的增值,随后便是几乎所有微观行为主体消费水平的增加,带来正面的财富效应。在股市的萧条时期,几乎所有个股的共同跌降,带来财富的贬值,从而导致投资者紧缩消费开支,带来负面的财富效应。如果数千万投资者是完全理性的,而且彼此相互独立,那么任何正确或错误的思想所造成的后果都可能彼此相互抵消,其结果就不会对股市价格和消费水平产生多大影响。如果大多数投资者是非理性的,而且又是相似的,那么这种从众行为就足以成为影响股市涨跌的重要原因,进而影响股市财富和消费水平。

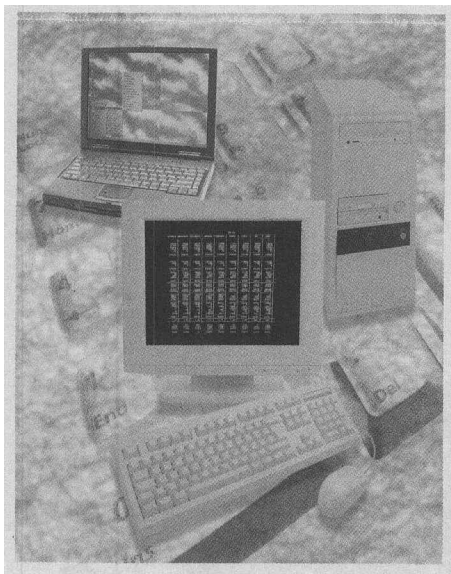
四、行为金融学的预期理论。

预期理论也解释了生活中许多现实背离理性选择的现象(Kahe man and Tversky)。该理论认为人们对同一种情形反映会有所不同,这取决于该情形是出现在赢利还是亏损的背景下。一种典型的表现是人们对于预期亏损的沮丧程度要超过同等赢利带来的快乐。消费的增加或减少不完全取决于对当前财富价值的评价,更重要的取决于财富价值的预期增长,在股市上预期损失一千块钱

的痛苦绝对大于在股市上预期赚到一千块钱的快乐,从严格的经济来看,这种心理差别或许不合逻辑,产生这种心理差别的原因在于,同样的一千块钱被划入了不同的心理帐户,作为辛辛苦苦赚来的股本时,一千元损失无疑是让人心痛的,但作为资本利得在股市上赚来的收入,往往被认为是“意外之财”。这种心理下可以解释为何股价下跌抑止消费所带来的负面财富效应的作用效果往往大于股价上升促进消费的正面的财富效应的作用效果。

在整个经济系统中,正面的财富效应往往受到“正反馈”机理作用,具有自我加强趋势。正财富效应产生后,消费需求增长并带动投资增长,通过乘数作用拉动经济增长,经济快速增长又进一步带动居民收入增加和财富价值的增长。负的财富效应作用下,消费需求萎靡,供大于求也影响投资增长,并且由于“金融加速因子”的存在,将出现恶性循环,进一步减少消费和投资,从而使经济进一步萎缩。最终导致经济增长乏力,经济增长乏力又会进一步导致财富价值的缩水。在信用体系发达的国家,如果消费信贷比例较大,这一趋势将更加严重化。

美国经济学家根据对1929年和1987



年美国股市涨跌对消费支出的影响的研究表明,由于财富效应,美国股市市值每涨跌1美元,直接影响消费支出4-7美分。一方面,股价每上涨1美元,可能拉动消费增长4美分,这笔支出可使美国年GDP增长1个百分点;另一方面,股价每下跌1美元,可能减少消费支出7美分,股价下跌对消费的负面影响表现的更为显著。同样,尽管财富效应的正面作用在我国不明显,然而负财富效应对于我国的影响却非常显著,后果尤为严重。我国沪深股市自2001年6月从2200多点持续下跌,至今累计跌幅达30%以上,2002年1月份,更是加速下跌,最为严重时,下跌40%以上。股市大幅下跌,造成投资者财富大幅萎缩,股票市值和流通市值损失严重,消费者信心和股市投资者信心遭受沉重打击,导致经济增长开始放缓,通货紧缩迹象又重新抬头。

对于理论研究者来说,仅借助现代金融学的方法无法全方位和深层次的考量股市的财富效应,我们应充分重视行为金融学这一新兴理论方法,将行为金融学的研究成果运用到我国证券市场的实践中,合理引导投资者的行为,发挥财富效应的作用。

一个持续繁荣的证券市场是股市财富效应发挥作用的土壤,我国的证券市场是一个新兴的市场,在许多方面尚未成熟。目前制约财富效应的一个突出问题是过度投机性,而其产生的最主要原因就是众多中小投资者的非理性行为。证券市场的投资者可分为机构投资者与普通投资者,前者在资金实力、分析手段与信息获得与把握上具有优势;而后者由于势单力薄,经常揣摩、打听前者的消息或行动,作为自己决策的参考依据。在我国,中小投资者占投资者的绝大部分,他们的决策行为在很大程度上决定了市场的发展状况,而他们又以弱势人群的

姿态出现,其决策行为的非理性严重导致了市场的不稳定。对于广大中小投资者,要通过投资教育来使其趋于理性化,对于机构投资者,要提高其投资管理水平,提高证券市场投资者的投资决策能力和市场的运作效率。

对于政策制订者来说,人们对宏观经济形势的预期、收入预期及股市行情的预期对当前的消费有着极为重要的影响作用。当前,应着力构建中国股市的稳定机制,减少证券市场的政策性波动,减少投资者来自于股票财富的不确定性;改善股市发展的基础,创建持续繁荣、稳定的证券市场,在增加投资者财富的同时,增加市场信心。另外,还应完善社会保障制度,降低因改革产生的种种不确定性,进而改变人们的不良预期以提高其边际消费倾向。④

参考书目:

[1]杨胜刚,吴立源.非理性的市场与投资:行为金融理论述评[J].财经理论与实践,2003,(1).

[2]股市对经济增长的贡献:美国案例[J].世界经济,2000,(9).

[3]曾康霖,金融经济学[M].西南财经大学出版社,2002.

[4]楚鹰,张青.行为金融学对证券投资战略的影响[J].经济师,2002(9).

[5]黄范章.投资、投机及我国股市的投机性分析[J].金融研究,2001(5).

(责任编辑:王岩松)

(责任校对:柳翠)