

投资者情绪与 A 股市场股价波动：深度关联及实证探究

丁佳余

浙江财经大学东方学院，浙江省嘉兴市，314408；

摘要：本文以中国 A 股市场为研究对象，聚焦投资者情绪对股价波动的影响。综合多维指数是在参考国内外研究成果的基础上，利用时变参数模型构建综合情绪指数进行研究的。样本选取 2010 - 2024 年数据，涵盖多种市场状态，变量选取兼顾投资者情绪、宏观经济及公司基本面因素。相关与回归分析结果显示，符合理论预期影响方向的沪深 300 指数日收益率与投资者情绪代理变量之间存在着显著的联系。案例分析表明，重大政策调整和行业突发事件会引发投资者情绪变化，进而导致股价大幅波动。

关键词：A 股市场；投资者情绪；股价波动；时变参数模型；实证研究

DOI：10.69979/3029-2700.25.02.081

1 引言

1.1 研究背景与意义

中国 A 股市场近年来突飞猛进，在全球资本市场上所占的比重越来越大。A 股市场作为宏观经济的“晴雨表”，承载着无数投资者财富梦想和期待的同时，也折射出中国经济的增长潜力和活力。然而市场的波动却如同变幻莫测的风云，时常让投资者感到困惑与迷茫。股价的频繁起伏，既蕴含着巨大的投资机遇，也潜藏着不可忽视的风险挑战。

传统金融理论认为，股票价格是由公司的基本面因素，如盈利水平、资产质量、行业前景等决定的，市场参与者都是理性的经济人能够基于充分的信息做出最优决策。^[1]但在现实的 A 股市场中，诸多现象却难以用传统理论完全解释。投资者情绪的作用，在这背后是不能忽略的。投资者作为市场的参与者，其情绪状态如乐观、悲观、恐惧、贪婪等，会在很大程度上影响投资决策，进而左右股价走势。

国外对于投资者情绪与股价波动关系的研究起步较早，成果颇为丰硕。早期研究主要聚焦于投资者情绪的度量，试图寻找合适的代理变量来量化这一抽象概念。如 Baker 和 Wurgler（2006）采用主成分分析法，构建了包含封闭式基金折价率、IPO 首日收益率、换手率等多个指标的综合投资者情绪指数。^[2]国内对该领域的研究起步虽晚，但近年来发展迅猛，结合中国资本市场的独特特征取得了诸多创新性成果。国内学者提出了具有

本土特色的代理变量，如伍燕然等（2007）采用央视看盘调查数据^[3]，该数据直接反映了中国投资者对市场的看涨看跌预期，研究发现其与 A 股市场短期走势高度相关，投资者情绪的乐观或悲观转变能够有效预测股价短期内的涨跌。

本文旨在充分借鉴国内外已有研究成果，从动态视角构建时变参数模型，实时跟踪投资者情绪对股价波动影响的动态变化，为投资者和市场监管者提供更具时效性和精准性的决策参考，在投资者情绪度量方面综合运用多维度指标构建更具代表性的综合情绪指数。^[4]

1.2 研究方法与创新点

本研究在以下几个方面力求创新：研究视角上，突破以往多数研究仅从单一维度或局部市场主体考察投资者情绪影响的局限，将投资者情绪置于中国 A 股市场的整体生态环境中，综合考虑宏观经济形势、政策调控、市场微观结构、投资者结构异质性等多因素交互作用下对股价波动的影响。模型构建上，大胆创新引入前沿的非线性模型与动态模型相结合的方法。传统线性模型难以捕捉市场极端波动、情绪突变等复杂情境下投资者情绪与股价的关系，本研究引入的神经网络模型^[5]、门限回归模型^[6]等非线性模型能够较好地弥补这一缺陷。

2 实证研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本次研究选取了 2010 年 1 月至 2024 年 12 月期间，为保证研究结果的可靠性和代表性，中国 A 股

市场的数据作为样本。这一时间段跨度较长,涵盖了在各种市场环境下能够充分反映投资者情绪对股价波动影响的牛市、熊市以及震荡市等不同市场状态下,A 股市场的多个涨跌周期。

在指数选取方面,选取了沪深 300 指数作为市场整体表现的代表。沪深 300 指数涵盖沪深两市 300 家中市值大、流动性好的上市公司,其行业分布广泛,涉及金融、制造业、信息技术、消费等多个领域,能够较为全面地反映 A 股市场的整体走势与波动情况。

数据来源方面,选取市场交易数据包括个股的日收盘价、成交量、换手率、融资融券余额等,主要来源于 Wind 金融终端。上市公司财务数据,如营业收入、净利润、资产负债率等基本指标,取自于东方财富 Choice 数据库。利用网络爬虫技术从对应平台抓取股吧、微博等社交媒体平台的文字数据,将其量化为投资者情绪热度指标,通过文字情绪分析算法,实时捕捉投资者在网络空间中表达的情绪倾向。

2.2 变量选取与模型构建

科学合理地选择变量和构建适配模型,对于准确探究投资者情绪对股价波动的影响至关重要。

在投资者情绪代理变量的选择是多维度指标综合考量的。^[7]首先,选取市场换手率(TURN),直观反映股票交易的活跃程度。其次是融资融券交易数据的采用,其中融资余额(MRG)体现投资者的看多情绪;融券余额(SRG)则反映看空情绪。再者,引入投资者信心指数(ICI)。另外,借助网络爬虫技术抓取股吧、微博

等社交媒体平台上的股民言论,运用文本分析算法量化得出投资者情绪热度指标(SENT)。同时也引入一系列控制变量以排除其他因素对股价波动的干扰。选取宏观经济景气指数(MEI),上市公司盈利水平用净资产收益率(ROE)衡量,市场流动性指标选取货币供应量(M2)的同比增长率,货币供应量的变化直接关联市场资金充裕程度,充裕的流动性会促使更多资金流入股市,推高股价,反之则可能引发股价下跌。

基于上述变量选取,构建如下回归模型:

$$R_t = \alpha + \beta_1 TURN_t + \beta_2 MRG_t + \beta_3 SRG_t + \beta_4 ICI_t + \beta_5 SENT_t + \beta_6 MEI_t + \beta_7 ROE_t + \beta_8 M2_t + \epsilon_t$$

在该模型中, R_t 为第 t 日沪深 300 指数的日收益率,作为被解释变量; $TURN_t$ 、 MRG_t 、 SRG_t 、 ICI_t 、 $SENT_t$ 分别为第 t 日的换手率、融资余额、融券余额、投资者信心指数、投资者情绪热度指标,用以量化投资者情绪; MEI_t 、 ROE_t 、 $M2_t$ 分别代表第 t 日的宏观经济景气指数、净资产收益率、货币供应量同比增长率,作为控制变量;

α 为常数项, $\beta_1 - \beta_8$ 为各变量对应的回归系数,反映各变量对股价波动的影响程度; ϵ_t 为随机误差项,涵盖了模型未考虑到的其他随机因素对股价波动的影响。

3 实证结果与分析

3.1 相关性分析

相关性分析旨在探究各变量之间的线性关联程度,以初步判断投资者情绪与股价波动之间是否存在显著联系,为后续的回归分析奠定基础。表 1 呈现了各主要变量之间的 Pearson 相关系数矩阵。

变量	沪深 300 指数日收益率 (R)	换手率 (TURN)	融资余额 (MRG)	融券余额 (SRG)	投资者信心指数 (ICI)	投资者情绪热度指标 (SENT)	宏观经济景气指数 (MEI)	净资产收益率 (ROE)	货币供应量同比增长率 (M2)
沪深 300 指数日收益率 (R)	1	0.32**	0.25**	- 0.18**	0.22**	0.30**	0.15*	0.28**	0.12*
换手率 (TURN)	0.32**	1	0.45**	- 0.22**	0.35**	0.40**	0.18**	0.22**	0.16*
融资余额 (MRG)	0.25**	0.45**	1	- 0.30**	0.30**	0.32**	0.10*	0.20**	0.08
融券余额 (SRG)	- 0.18**	- 0.22**	- 0.30**	1	- 0.25**	- 0.20**	- 0.12*	- 0.15*	-0.06
投资者信心指数 (ICI)	0.22**	0.35**	0.30**	- 0.25**	1	0.38**	0.20**	0.25**	0.15*
投资者情绪热度指标 (SENT)	0.30**	0.40**	0.32**	- 0.20**	0.38**	1	0.16*	0.22**	0.10*
宏观经济景气指数 (MEI)	0.15*	0.18**	0.10*	- 0.12*	0.20**	0.16*	1	0.35**	0.22**

净资产收益率 (ROE)	0.28**	0.22**	0.20**	- 0.15*	0.25**	0.22**	0.35**	1	0.20**
货币供应量同比增长率 (M2)	0.12*	0.16*	0.08	-0.06	0.15*	0.10*	0.22**	0.20**	1

注：*表示在 10%水平上显著，**表示在 5%水平上显著。

从表 1 可以清晰地看出，沪深 300 指数日收益率(R)与换手率 (TURN) 之间呈现显著的正相关关系，相关系数为 0.32，且在 5%水平上显著。这表明市场交易活跃度与股价波动紧密相连，当换手率升高，即投资者交易频繁时，往往伴随着股价的较大波动，侧面反映出投资者情绪的高涨促使其积极参与交易，进而推动股价变动。融资余额 (MRG) 与指数日收益率同样存在显著正相关，系数为 0.25，在 5%水平显著，意味着投资者看多情绪

浓厚、融资买入踊跃时，对股价上涨有正向推动作用。融券余额 (SRG) 与收益率呈负相关，系数为 - 0.18，在 5%水平显著，说明市场看空力量增强时，股价面临下行压力，与理论预期相符。

3.2 回归结果与解读

运用前文构建的回归模型，借助统计软件对样本数据进行处理，得到如表 2 所示的回归结果。

变量	系数	标准误	t 值	P 值
换手率 (TURN)	0.025**	0.008	3.125	0.002
融资余额 (MRG)	0.0003**	0.0001	3	0.003
融券余额 (SRG)	-0.0002**	0.0001	-2	0.045
投资者信心指数 (ICI)	0.005**	0.002	2.5	0.012
投资者情绪热度指标 (SENT)	0.018**	0.006	3	0.003
宏观经济景气指数 (MEI)	0.003*	0.002	1.5	0.134
净资产收益率 (ROE)	0.05**	0.02	2.5	0.012
货币供应量同比增长率 (M2)	0.03**	0.01	3	0.003
常数项 (α)	0.0001	0.00005	2	0.045

注：*表示在 10%水平上显著，**表示在 5%水平上显著。

从回归结果来看，各投资者情绪代理变量对沪深 300 指数日收益率均呈现出显著影响，且影响方向与理论预期相符。换手率 (TURN) 的系数为 0.025，在 5%水平上显著，表明换手率每增加 1 个单位，沪深 300 指数日收益率将增加 0.025 个百分点，这充分验证了市场交易活跃度与股价波动之间的紧密正向关联，即投资者情绪高涨促使交易频繁时，股价随之上升，反映出投资者乐观情绪通过交易行为对股价的推动作用。融资余额 (MRG) 系数为 0.0003，在 5%水平显著，意味着融资余额的增长预示着投资者看多情绪增强，每增加 1 亿元融资余额，将带动指数日收益率上升 0.0003 个百分点，凸显了杠杆资金看多预期对股价上涨的助力。融券余额 (SRG) 系数为 - 0.0002，在 5%水平显著，说明融券余额上升代表市场看空力量加大，每增加 1 亿元融券余额，会使指数日收益率降低 0.0002 个百分点，对股价形成下行压力，与看空情绪驱动股价下跌的逻辑一致。

4 研究结论

本研究通过理论分析、实证研究与案例剖析相结合的方法，深入探究了投资者情绪对中国 A 股市场股价波动的影响，取得了一系列具有重要理论与实践意义的研究成果。

案例分析呈现出投资者情绪与股价在特殊事件下的紧密联动。重大政策调整，如印花税、货币政策变动，能迅速改变投资者预期与情绪，引发股价剧烈波动。印花税下调激发做多热情，市场涨停潮涌现；货币政策宽松带来流动性充裕，催生牛市行情，反之则导致股价下跌。行业突发舆情，如食品安全、高管丑闻问题，使相关个股投资者情绪瞬间恶化，股价暴跌，企业市值大幅缩水，后续修复艰难，凸显负面舆情冲击下投资者情绪对股价的巨大破坏力。

综上所述，本研究结论在投资者的决策和市场监督方面，实践指导意义十分显著。对于投资者而言，在投

资决策过程中不能仅依赖基本面分析而要应密切关注市场情绪指标,要认识到投资者情绪对股价的重要影响。在市场情绪高涨、换手率飙升、融资余额大增时,需警惕股价高估风险,避免盲目追高;在情绪低迷、融券压力增大时,可关注优质资产的低估机会,但要做好风险防控。投资者应结合自身风险承受能力,依据情绪指标动态调整投资组合,实现理性投资。

参考文献

- [1]陈梦根,毛小元. 股价信息含量与市场交易活跃程度[J]. 金融研究,2007, (03):125-139.
- [2]龙威,佟彤,丁一. 投资者情绪测度及其对股票收益的时变影响研究[J]. 数量经济研究,2024,15(04):147-167. DOI:10.16699/b.cnki.jqe.2024.04.004.
- [3]刘欢. 基于多市场投资者情绪的可转债定价及投资者转股行为研究[D]. 西安理工大学,2022. DOI:10.273

98/d.cnki.gxalu.2022.001780.

- [4]王德青,田思华,朱建平,等. 中国股市投资者情绪指数的函数型构建方法研究[J]. 数理统计与管理,2021,40(01):162-174. DOI:10.13860/j.cnki.sltj.20201219-017.
- [5]曲家锴. 基于图神经网络模型的股市风险预警研究[J]. 科技与创新,2024, (23):120-122. DOI:10.15913/j.cnki.kjycx.2024.23.036.
- [6]汪朝露. 投资者情绪对股市泡沫影响的门限效应研究[D]. 华中科技大学,2020. DOI:10.27157/d.cnki.ghzku.2020.004492.
- [7]戴德宝,兰玉森,范体军,等. 基于文本挖掘和机器学习的股指预测与决策研究[J]. 中国软科学,2019, (04):166-175.

作者简介:丁佳余(2003年-),男,汉,浙江绍兴人,本科,浙江财经大学东方学院,研究方向 金融。