

中国证券市场中的投资行为与市场波动性研究

刘海飞^{1,*}, 王梓骏^{1,2}

¹ 广州商学院经济学院, 广东广州, 中国

² 广州商学院现代信息产业学院, 广东广州, 中国

*通讯作者

【摘要】近年来, 我国股票市场发展迅速, 但存在高波动性与投资者非理性行为的问题。本文以沪深 300 指数为研究对象, 运用行为金融学理论, 采用定性与定量相结合的研究方法, 深入剖析非理性投资行为与市场波动性之间的关系。研究选取 2019 至 2024 年的日度数据。通过构建广义自回归条件异方差模型 (GARCH), 将投资者情绪指标作为自变量进行量化分析。研究结果表明, 非理性投资行为会加剧市场波动, 在市场上升阶段, 投资者过度自信表现明显; 投资者存在跟风效应, 导致成交率和波动率短期内变化巨大。

【关键词】投资行为; 市场波动性; 沪深 300; 行为金融学; 时间序列模型

【基金项目】2024 年度广东省本科高校教学质量与教学改革工程立项项目《证券投资学课程“实战化教学”研究 (项目编号: 2024JXGG02)》; 中国商业经济学会 2024 年度规划课题《绿色金融发展对新质生产力的影响效应与机制研究 (项目编号: 20252057)》; 中国职业技术教育学会—新时代中国职业教育研究院 2025 年科研课题《“实战化教学”理念下的证券投资学课程教学改革 (项目编号: SZ25A104)》; 广州商学院 2025 年度校级质量工程项目: “AI 赋能《Python 量化投资分析实训》课程改革 (项目编号: 2025ZLGC15)”

1.引言

1.1 研究背景

随着社会经济的发展, 我国股票市场的规模逐年增长, 在全球排名前列。跟西方成熟的市场进行对比, 我国股市的波动性特点更为突出, 同时投资者在进行投资时的行为存在显著的非理性特征, 例如羊群效应、过度自信及追涨杀跌等现象, 不但导致市场价格出现巨大波动, 同时资本的合理配置也会受到负面干扰。通过全方位剖析投资行为跟市场波动这两者的关联性, 能够有效发现市场波动存在的根本原因, 为资本市场的稳定发展提供理论层面以及实践层面的指导。在行为金融学理论原理的支持下, 深入探究投资者的心理以及决策行为是怎样对市场波动产生作用的。

1.2 研究目的

此次研究以沪深 300 指数作为研究对象, 全方位剖析投资者行为对市场波动性产生的影响以及相对应的作用机制。结合行为金融学相关理论利用实证分析法主要是为了明确非理性投资行为[1]。怎样影响市场波动性, 同时对其波动形成过程当中的核心作用, 展开全方位的剖析。此外, 在研究的过程当中重点关注政策变动对市场波动影响的

具体量化, 通过对外部因素跟投资者行为关系的验证, 明确政策调控是如何作用市场波动的。除此之外, 在此次研究中也重点关注止损策略的功用, 通过对实效性的评估, 探究止损策略在提高投资者风险管理以及决策优化方面起到的作用。总的来讲, 此次研究不但可以帮助投资者来实现科学的决策, 同时还能够为市场参与者以及监管机构掌握市场波动原因、优化投资行为, 实现风险的全方位管理, 保证推动我国证券市场的稳步发展。

1.3 研究方法及内容

本次研究利用定性跟定量分析相结合的方法, 通过实证论证再结合理论支持, 探究投资者行为跟市场波动性这两者存在的联系, 从方法论上基于行为金融学的理论支持, 并且分析沪深 300 指数的具体数据, 将 2019-2024 年的日度资料作为此次研究的样本参考, 利用时间序列模型来实现详细的量化剖析。并且, 把政策变动等因素作为此次研究的考量因素, 评估这些因素对市场波动性产生的作用。此次研究选择的数据源于 Wind 数据库、沧海数据等, 同时利用专业科学的数据可视化技术, 将市场波动的具体变化直观地展现出来。

此次研究首先针对投资行为跟市场波动性的关系的文献资料进行总结、归纳，确定行为金融学理论在股票市场当中的理论框架。其次，将沪深 300 指数作为研究对象，利用市场指标来展开具体的论证分析。并且，通过探究非理性投资行为，比如过度自信等是怎样影响市场的稳定性，止损策略在市场波动上产生的影响，政策变动能够对市场波动发展起到的作用[2]。此次研究全方位探究这些内容，为理解投资决策对市场波动性的作用提供充分的理论支持，并且也为投资者在市场当中的决策行为提供有效的风险管控。希望能够通过相关要素关系的剖析，提高投资者在市场当中投资决策的科学性。

1.4.国内外关于投资行为与市场波动性研究现状

1.4.1 国外研究情况

对于投资行为及其与市场波动之间的关系，国内外学者已经开展了长时间的研究。国外关于行为金融学的理论框架研究，学者们深入探究了投资者的心理偏差能够对金融市场产生的作用[3]。非理性繁荣明确表示情绪因素能够对资产价格产生作用，从而造成其价格跟原本的实际价格存在差距。相关实证进一步研究[4]，跟随大众的行为模式及过度自信的态度，同样能够对市场的波动性产生明显的作用，这样就会造成资产的价格存在无法稳定地情况，有时候价格比较高，有时候价格比较低。除了这些，西方国家的研究还关注了政策变动等外部因素，通过对这些因素的探究，借助专业、科学的时间序列模型，对市场波动的发展规律有一个全方位的把握[5]。

关于投资行为跟市场波动性关系方面的研究，1990 年，DeLong et al.从噪声交易的层面出发，对非理性行为对市场波动产生的放大作用展开全方位的剖析，明确提出这种行为能够对市场价格产生严重影响，造成市场价格出现较大偏离。1998 年，Barberis et al.在进行研究时对行为金融学理论展开深入性的剖析，利用科学、专业的实证研究明确提出投资者的认知偏差以及情绪能够对市场的价格产生一定的作用。在 2000 年，Shiller 在进行研究的过程当中，也同样提出投资者的情绪波动以及心理偏差是影响其市场价格的主要原因之一，该学者还表明过度自信以及羊群效应在市场当中的作用尤为的

突出，是市场波动的主要原因之一。

随着经济的发展，学者们对政策事件以及外部冲击等因素的影响越发重视。2001 年，Hirshleifer 从心理学层面对情绪因素展开具体剖析，明确提出该因素不但可以利用影响投资决策来实现市场风险的进一步增加，同时还会造成市场价格的不稳定。这一系列研究都为之后对中国市场的研究提供了理论支持。除此之外，2016 年 Baker et al.在进行研究时，明确表明经济政策的不确定性，确实能够对投资者的情绪产生一定的作用，从而进一步对市场的波动造成影响。这些学者的研究可以清楚地看出政策事件跟市场波动率这两者存在明显的关联性，前者提高，那么市场波动率也会相应增加。

1.4.2 国内研究情况

国内学者结合中国股票市场的特有属性，从多个角度分析了投资行为与市场波动性的关系。汪毅在 2008 年发表了《我国股票市场的非理性投资行为研究》，他指出，羊群效应和投资者偏好短期操作是中国市场波动的重要成因，并强调非理性行为在政策事件驱动下表现得尤为明显。在 2012 年刘海娟在《我国公募基金投资行为对股票市场波动性的影响研究》中揭示了基金经理的频繁交易和追涨杀跌行为如何显著增加市场的不稳定性[6]。

此外，陈家炜在 2015 年发表了《机构投资者对中国股票市场波动性影响研究》，其中分析了机构投资者的短期套利行为，并指出这种行为加剧了市场波动[7]。同时，他还提出，政策导向显著放大了投资者的情绪效应。在 2018 年，杨亦东量化分析了情绪变化和高频交易对市场短期波动的驱动作用[8]。这些研究针对中国市场的独特环境，深入探讨了投资者行为与市场波动性之间的内在联系，进一步丰富了行为金融学在新兴市场中的应用。

目前，国内关于该主题的研究获得了一些成果。2008 年，汪毅在研究中明确提出羊群效应跟投资者偏好这两个影响因素是我国市场波动产生的主要原因，并且明确提出在政策事件的驱动下，投资者产生的非理性行为会出现的更多。2012 年，刘海娟在进行研究当中明确提出基金经理的频繁交易跟追涨杀跌行为确实能够对市场产生一定的作用，而这种作用是负面的。

除此之外，2015 年，陈家炜在研究过

程当中，针对投资者的短期套利行为作出具体剖析，明确提出该行为对市场的波动起到了负面作用。并且强调，政策导向能够进一步激化投资者的情绪。2018年，杨毅东学者在研究过程当中对情绪变化跟较高频交易这两个影响因素展开具体剖析，确定了这两项影响因素确实能够对市场波动产生一定作用。综上所述，这些学者基于中国市场，针对投资者行为跟市场波动这两者的联系展开具体剖析，对行为金融学在新兴市场当中的应用提供了丰富的支持。

1.5 市场波动性和投资行为相关理论

1.5.1 行为金融学理论

行为金融学认为并非所有投资者均是理性的，投资者是理性与非理性的共同体他既有理性的面又有非理性的面，即投资者是有限理性。故在投资市场中，理性与有限理性的投资者都在起作用。并且有限理性投资者时时刻刻均是有足够控制力的，因为在特定条件下，有限理性投资人的控制力也许是不受控制的，即投资者是有限控制。在特定的环境条件下，投资者会受到利益等因素作用，理性的思维并非时刻保持[9]。

阮佳琪在研究当中明确提出模糊厌恶情绪是投资者在市场当中出现的主要心理特点之一，该情绪会造成投资者在面对无法判定的信息时有着较为明显的过度反应，从而导致市场的波动性进一步加剧。除此之外，我国学者还重视政策变动跟市场情绪这两者存在的关联性，明确提出我国股票市场出现波动，不单单是受到了投资者行为的作用，同时还跟宏观环境上的政策事件以及市场机制存在着一定的关系[10]。

换手率作为投资者情绪的代理变量，在行为金融学领域具有广泛的理论支持。换手率的异常升高常与市场情绪波动密切相关，尤其是在散户主导的市场中，非理性交易行为会显著推高换手率。中国股市的政策敏感性和高散户占比特征，使得换手率成为衡量情绪化交易的有效指标。

上述研究能够充分验证行为金融学在解释市场变动跟相关因素的联系上确实有着不错的效果。从认知心理学、经济学等多个学科层面出发，明确提出行为金融学不但丰富了传统的金融理论，同时还能够为市场波动的有效管理以及投资者的科学决策提供理论层面的有效指导。

1.5.2 行为金融学在股票市场中的应用

对于传统金融理论而言，行为金融学是重要的补充说明，能够将投资者非理性行为跟市场波动存在的关联性作出具体的说明。在股票市场当中，通过行为金融学理论对投资者的认知偏差跟行为波动展开全方位的剖析，能够有效说明很多原来理论当中没有办法清晰解释的行为[11]。Shiller 在进行研究的过程当中明确提出“非理性繁荣理论”，该理论表示投资者的过度自信以及羊群效应确实能够对市场的价格产生较为明显的影响，并且表明这种影响是有驱动作用的。

在国内关于行为金融学的应用研究慢慢地结合中国的实际发展国情。相关研究表示非理性行为，比如追涨杀跌在 A 股市场当中会更为的常见[12]。通过全方位剖析价格波动跟行为偏差这两者存在的关联性，明确表明我国市场的投资行为在政府政策事件的推动下，其波动效果会更为的突出。相关研究也进一步表示，政策一旦存在不确定性，那么投资者的情绪波动就会变得突出，从而市场的波动性也相应地会受到影响[13]。上述研究为行为金融学理论在我国市场当中的应用提供了理论以及实证层面的有效支撑。

综上所述，行为金融学在股票市场当中的应用，并非只是为非理性行为的研究提供理论框架，同时也能够为市场波动管理以及投资者的决策投资行为提供理论层面的指导。结合我国的实际市场发展情况，基于理论框架，可以对市场的发展情况以及决策者的决策模式有一个更为深层次的理解，从而为资本市场的健康稳定发展提供有效支持。

1.5.3 市场波动性基础概念

金融市场想要保持稳定，那么最重要的是要确保市场波动性处于合理的范围内[14]。Engle 在进行研究时明确提出科学、合理的 ARCH 模型[15]，之后又提出更加详细的 GARCH 模型，都为市场波动率的研究提供了理论框架。而我国在这方面的研究，任佳顺在研究时运用科学、合理的 GARCH 模型，通过实证分析法论证了沪深 300 指数的波动具体状况，明确表明政策变动投资者情绪以及交易政策确实能够对其波动性产生主要的影响。因此，这三个影响因素至关重要。张芳在研究时明确表示，尽管股指期权可以在目标指数波动降低上产生不错的效果。不过，非理性的投资情绪还是会对市场有着比较突出的负面影响。

2.信息传播与市场情绪互动机制

2.1 信息传播的基本概念

信息传播，就是构建人类的社会关系、推动知识共享的核心的机制。信息传播的基本概念就是指信息从发送者到接收者的过程，在这个过程中，信息一般会通过某些渠道和媒介传播，例如，口头交流、电视、互联网、社交媒体等。信息传播过程不仅是简单的传递，还强调信息在传播过程中如何被接收者解读和再加工，进而对其行为和情绪产生影响。这一基本概念在不同的学科中都有广泛的应用，例如传播学、信息科学、社会学等学科。

2.2 市场情绪的形成与影响

投资者的心理特质跟外部信息的联合作用下，从而催生市场情绪的出现。一旦投资者在面对新闻报道等媒体讨论的过程当中，因为认知偏差等心理因素对市场的前景形成预期心理认知，那么他们的个人情绪就会通过社交网络或者与他人的沟通中实现传播，进而造成决策的趋同性，严重的时候就会出现追涨或者恐慌性抛售股票的行为，那么股票的价格就会受到严重影响，市场风险也会进一步增加[16]。

2.3 信息传播与情绪互动对市场的影响

2.3.1 市场反应

倘若信息在投资者之间广泛地传播，那么集体行为就会出现，他们的决策就会存在趋同性，市场需要第一时间来应对这种情况。一旦投资者感受到情绪化信心，他们的情绪就会出现波动，从而就会发生追涨或者恐慌的抛售股票行为，股票的价格在短期内会发生巨大的波动，这种反应甚至还会进一步造成市场泡沫。一旦市场崩盘，那么负面影响非常大。

2.3.2 信息冗余与噪音

现阶段市场当中信息随处可见，信息的质量参差不齐。这种海量的信息，会造成投资者在进行甄别信息时存在偏差。一旦选择的信息是错误的，那么市场的不确定性就会增加市场波动提高，相对应市场风险也会进一步加大。

2.3.3 社交媒体效应

随着互联网时代的到来，信息的传播速度以及涵盖范围都在快速地提高。当前市场投资者能够在第一时间获得大量关于股票的信息，他们的情绪跟观点会在短时间内迅速形成，并且通过交流来实现传播。社交媒体当中的点赞、转发以及评论等行为会进一步

激化情绪，不管是正面的还是负面的情绪，都会在第一时间内得到快速传播。最终对市场稳定性产生影响。

3.沪深 300 市场波动性与投资行为的关系

3.1 沪深 300 指数的市场代表性

沪深 300 指数是我国股票市场当中的重要指数构成，包括沪深两市市值最大、流动性最强的 300 只股票。成分股涉及多个行业，主要包括金融、科技、能源等等，因此该指数能够整体地表现出我国经济环境的发展以及投资者的投资偏好。通过对沪深 300 指数的分析，就能够对整个中国的股市情况有一个综合地了解。

3.2 市场波动性概念与衡量指标

金融市场波动性，从广义层面分析是指金融性资产相关指标的变化，如交易数量等等。从狭义层面分析指的是金融性资产价格的变化，也就是某个特定金融产品市场价格在特定时间范围内围绕一个固定数值上下波动，这种波动能够为投资者带来投资的良好机遇，但是也可能会存在风险危险。一旦市场波动处于较高的状态，代表市场价格波动的范围就越为的广泛，相对应市场风险也会进一步增加。相反。如果波动处于较低的状态，那么整个市场价格就处于稳定状态，风险出现的几率也会大大降低。

市场波动评估方法众多，多通过历史波动率、隐含波动率和 GARCH 模型等指标来进行评估[17]。其中，历史波动率指的是通过对之前某段时间价格标准差的计算，对市场波动的水平有一个综合性的评估，它主要是以过去市场的实际情况来进行评估。隐含波动率指的是利用期权市场的价格来进行有效的推算，该指标主要是通过投资者对未来市场风险的预期认知来进行评估。GARCH 模型主要是利用客观、科学、专业的时间序列数据来进行评估，能够将市场波动的即时变化充分地展现出来。跟历史波动率进行对比，该模型描述的精准性会更为的好[18]。

综上所述，为了能够将市场波动性充分地评估出来，本文选择历史波动性跟 GARCH 模型结合的方式进行评估，这样才能够对市场波动跟投资者行为这两者存在的关系有一个深刻的论证。

3.3 投资行为的定义与类型

投资行为指的是投资者基于市场相关因素的综合考量作出决策，并且实施行为的活动过程。这些行为不但会对经济理性决策影

响，同时投资者个人的心理因素、情绪波动等因素，也会对其决策产生一定的影响。从行为金融学理论层面出发，投资者在作出决策时没有办法始终保持理性思维，会受到认知偏差、情绪等因素的影响，从而在市场当中做出一些非理性的行为。投资行为的深入剖析主要是为了了解这些非理性行为能够对市场产生怎样的作用。

一般情况下，投资行为包括下面三种类型：第一是理性投资行为，也就是投资者在面对市场发展做出投资决策时，会综合各个因素作出理性分析，基于得到的市场信息，结合风险的高低以及回报的大小来做出最为科学、合理的决策行为。理性投资往往跟经典金融理论保持统一，觉得投资者能够综合自身的考量来实现最大效用，并且对市场价格的评估是精准的。

第二是非理性投资行为，该行为主要受到投资者自身认知以及情绪这两个因素的影响，比如过度自信指的是投资者在作出决策时对市场的发展动态进行预测，但是预测出来的结果存在高估的情况，这样就会造成投资者需要承受比较高的市场投资风险。羊群效应指的是投资者在市场当中没有个人的理性思维，只会跟随其他人的行为选择，特别是在市场上涨时集体买入，下跌的时候直接集体抛售，从而导致市场的价格在短时间内出现巨大的变化。除此之外，损失厌恶也是投资者出现的常见的非理性行为之一，指的是当投资者获得收益时并不会有太大的反应，但是一旦损失的收益跟之前获得的收益相同时，情绪就会变得更为敏感。

第三是情绪驱动投资行为，指的是投资者的过渡跟迟缓反应。前者指的是投资者对市场新闻或者信息的反应超出正常，造成价格跟实际存在脱离；后者指的是投资者对于市场的变化感知度不高，没有在第一时间内基于市场的发展，进行自身投资策略的有效调整。

这些投资行为类型，都能够对市场的稳定性造成一定的作用，影响到市场的价格以及风险。非理性行为由于缺乏理性思考，会导致市场在短时间内出现巨大波动，所以本文深入探究投资行为对市场波动性的影响，对于科学、合理地预测市场动态有着很好的作用。

本研究专注于非理性投资行为，旨在为市场动态预测和风险管理提供新的视角和理

论支持。

4.研究设计与数据来源

4.1 实证模型构建

4.1.1 时间序列模型的选择

本研究选用广义自回归条件异方差模型（GARCH）作为主要实证分析工具。GARCH模型可以很好地拟合具有集群效应的金融数据，使得预测金融的走势变得简单有效[19]。GARCH模型能够有效捕捉时间序列数据中波动性的动态特征，适用于金融市场中价格与波动率的分析[20]。此外，研究还将考虑在模型中加入外部冲击变量，如政策事件，以增强模型对市场波动性的解释能力。GARCH(1,1)模型基本形式：

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \epsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

其中， σ_t^2 为条件方差， ϵ_{t-1} 为前一期的残差， ω 、 α 、 β 为待估参数。

4.1.2 变量的选取及量化过程

在本研究中，变量的选取与量化过程基于行为金融学理论和市场微观结构的实际情況，结合沪深 300 或由其计算得到的波动率，用于衡量市场波动性的变化趋势；核心解释变量包括投资者情绪与市场流动性两大指数相关数据进行系统构建。被解释变量为沪深 300 指数的日收益率类指标。投资者情绪通过换手率、收益率波动的标准差，以及资金净流入等指标加权构造情绪指数，以反映投资者的非理性预期和行为偏差；市场流动性则以日成交量为主要衡量指标，反映市场交易活跃度与资金分布状况。同时，为考虑宏观政策对市场的外部冲击，引入政策事件变量，按事件发生日构造虚拟变量，在模型中作为控制变量使用。所有数据来源包括 Wind 数据库、沧海数据平台、中国人民银行及中国证监会公告等。为确保数据适用于 GARCH 等时间序列模型分析，在量化前对所有变量进行了标准化处理，包括单位统一、缺失值剔除、对数转换等，以提高模型的拟合效果与解释力。

4.2 样本数据选取及数据来源

4.2.1 数据来源说明

数据主要来源于 Wind 数据库、沧海数据平台以及多家权威机构发布的政策公告和宏观经济数据。参考了中国人民银行和中国证监会发布的政策公告，将政策事件作为外部变量引入分析框架，并结合国家统计局发布的宏观经济数据，进一步完善了研究背

景。这些数据来源不仅具备高度的权威性与可靠性，也为全面分析投资者行为与市场波动性的关系提供了坚实的支持。

4.2.2 数据时间范围和样本描述

数据时间范围选择 2019-2024 年，样本数据涵盖日收盘价、成交量、波动率、政策事件时间节点、沪深 300 成分股发展信息，通过这些信息的综合分析，探究投资行为跟市场波动性这两者存在的关系。沪深 300 指数成分股是我国证券市场中的关键构成，其构成系统，可以充分展现市场发展情况。

4.3 数据处理与可视化分析

4.3.1 数据清洗与预处理

在数据处理阶段，首先对沪深 300 指数的原始数据进行清洗，剔除异常值及缺失值，以确保数据的质量和可靠性。其次，通过计算每日收益率、波动率和换手率等关键指标，将原始数据转化为研究所需的分析变量。此外，时间序列平稳性检验和多重共线性检验也被用于确保数据满足模型分析的假设条件。

4.3.2 数据可视化及市场波动趋势分析

利用 Python 实现数据可视化，将我国市场波动的情况、投资者的行为特点直观地展现出来。

图 1 展示了沪深 300 指数在 2019-2024 年期间的月度波动率变化情况。从图中可以看出，波动率呈现一定的波动趋势，反映出市场在不同时期的风险程度变化。某些月份波动率较高，意味着该时段市场价格波动较为剧烈，投资风险较大；而波动率较低的月份，市场价格相对稳定。这与现实情况相符，当市场面临重大政策调整、经济形势变化或突发事件时，投资者情绪波动，交易行为改变，进而导致市场波动率上升。

图 2 呈现了沪深 300 指数每日收益率的分布状况。通过观察可以发现收益率分布的特征，如是否集中在某一区间，有无极端值等。这有助于了解市场每日收益的波动情况，为投资者评估投资收益风险提供参考。在现实中，每日收益率的变化反映了市场的短期波动，受多种因素影响，如宏观经济数据发布、公司业绩披露、行业动态等。

5.实证分析

5.1 非理性投资行为对市场波动性的影响分析

本研究利用时间序列模型，分析量化非理性行为对沪深 300 指数市场波动性的影响。

响。其中，响应变量为日收益率。通过研究得出，这两者的关系存在一定相关性，尤其是在上升时，投资者的过度自信情况特别的明显。

图 3 展示了沪深 300 指数月度平均收益率的走势。可以从中分析出市场在不同月份的平均盈利水平，若平均收益率较高，说明该时期市场整体表现较好，投资者盈利机会相对较多；反之则市场表现不佳。这与市场实际的投资环境和经济形势密切相关，例如在经济增长强劲、政策利好时期，市场平均收益率往往较高。

利用 GARCH 模型估计的沪深 300 指数月度波动性，相比其他简单的波动性衡量指标，能更精准地反映市场波动的动态特征。从图 4 中可以看出其波动趋势，与实际市场波动情况相互印证。当市场出现重大变化时，该指标能及时反映出波动性的变化，为投资者和市场参与者提供更准确的市场风险信息。

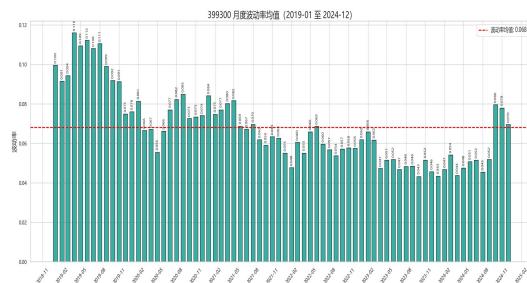


图 1.399300 月度波动率 (2019 年 1 月 - 2024 年 12 月)

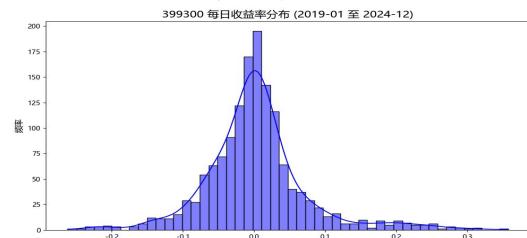


图 2.399300 每日收益率分布 (2019 年 1 月 - 2024 年 12 月)

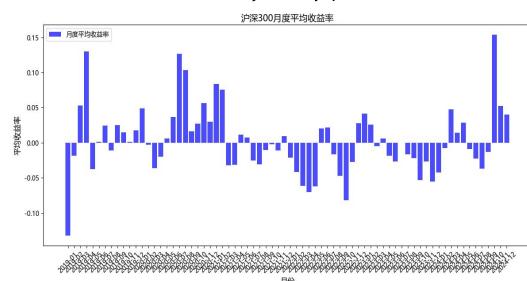


图 3.沪深 300 月度平均收益率 (2019 年 1 月 - 2024 年 12 月)

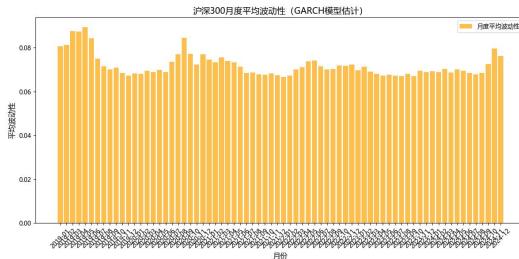


图 4.沪深 300 月度波动性_GARCH (2019 年 1 月-2024 年 12 月)

5.2 不同时间段内市场波动性变化与投资者情绪分析

将数据分为波动率高、低阶段，探究投资者情绪跟波动性关系。情绪指数选取沪深 300 指数每日涨跌幅及换手率的极值分布构造。结果表明，波动率高的时间段内，投资者情绪更加非理性，表现为成交量异常放大、价格剧烈波动。

在波动率高的时间段内，如图 5 所示，成交量异常放大，价格剧烈波动。这表明当市场处于高风险状态时，投资者交易行为活跃，情绪波动较大，多空双方博弈激烈，导致成交量和价格大幅变化，进一步验证了投资者情绪与市场波动性之间的紧密联系。

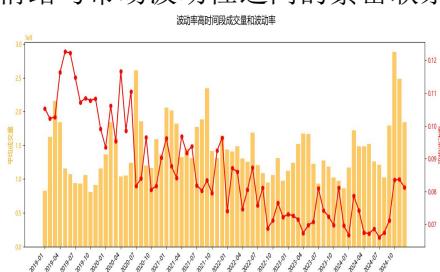


图 5.波动率高时间段成交量和涨跌幅变化 (2019 年 1 月-2024 年 12 月)

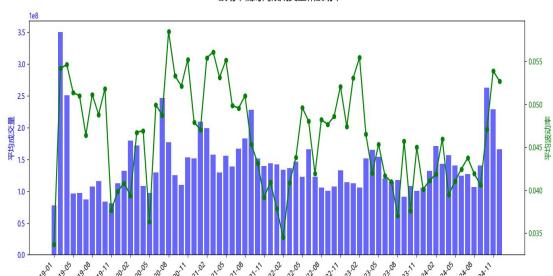


图 6.波动率低时间段成交量和涨跌幅变化 (2019 年 1 月-2024 年 12 月)

与波动率高的时间段相反，如图 6 所示，波动率低时成交量和涨跌幅相对稳定。这说明市场在相对平稳时期，投资者情绪较为稳定，交易行为相对理性，市场波动较小。

图 7 清晰展示了波动率高低不同时间段内情绪指数的分布差异。波动率高的时间段，情绪指数均值较高，表明投资者情绪更加非理性；而波动率低的时间段，情绪指数均值较低，投资者情绪相对理性。这与前面各图所反映的市场现象相互呼应，从情绪指数角度进一步证明了投资者情绪与市场波动性的相关性。

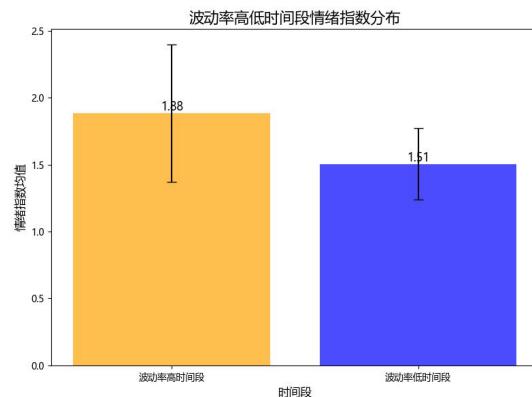


图 7.波动率高低时间段情绪指数分布 (2019 年 1 月-2024 年 12 月)

从图 8 可以看出 2020 年 1 月至 2021 年 12 月期间，政策事件与市场波动性的动态关联：当重大政策密集出台时，当月市场波动性均攀升至 80 以上，反映政策不确定性对投资者的即时冲击；但随后 1-2 个月波动性平均下降 15%-55%，表明政策明朗化后能有效稳定预期。值得注意的是，2021 年 10 月政策真空期反而出现两年最低波动性，暗示高频政策干预可能强化市场对监管信号的依赖，形成“越干预越敏感”的循环。

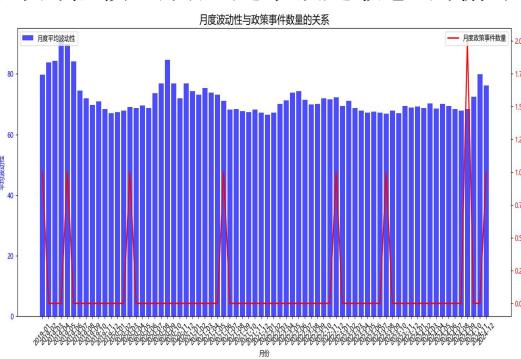


图 8.月度波动性与政策事件关系图 (2019 年 1 月-2024 年 12 月)

5.3 异常波动事件案例分析

在样本时间，沪深 300 的整体波动性处于平稳状态，不过在 2024 年 9-10 月指数发生明显改变，可见市场对突发事件的极端反应。2024 年 9 月 24 日，我国国务院正式颁

布存款准备金率等出现调整，其中存款准备金率下调 0.5%，逆回购利率下调 0.2%，二套房首付比例由 25% 降到 15%。9 月 26 日，中央政治局会议强调必须要重视经济的振兴与发展，明确货币与财政政策应该朝着宽松的方向发展，保障市场发展情绪处于高涨的状态。政策已经颁布，散户开户数量在短时间内大大提高，但是后期高位震荡却进一步导致了谨慎情绪的发生。

6.结论与建议

6.1 研究结论

此次研究基于行为金融学理论研究框架，对沪深 300 指数数据展开全方位的剖析，得出在市场波动中，投资者的非理性行为是主要的影响因素，一旦市场发生巨大的波动，那么非理性行为的表现就会尤为的突出。

此次的研究实证得出，政策事件确实能够对沪深 300 指数的波动产生一定的影响。一旦政策发布，那么股票市场会存在一段时间的高波动，在这段时间投资者会存在跟风效应，导致短时间内成交率以及波动率出现巨大的变化。同时，科学有效的止损策略可以很好地降低市场波动的负面效应，对市场的稳定起到正向促进作用。

6.2 投资建议

投资者应当避免无目的的追随市场趋势以及过度自信的态度，加强对市场基本状况的研究，并通过量化分析与数据解析来制定更为合理的投资策略。金融机构可以通过提供指导性的政策支持和教育工具，协助中小型投资者学习并掌握基于科学方法的投资技巧。

想要利用理性决策减少市场波动的影响，那么应该重视市场透明度的提高，同时完善市场信息披露机制，这样就可以最大程度降低投资者在作出决策时存在的非理性预期。除此之外，还应该选择科学、有效的止损举措。按照投资者自身的风险承受能力来确定最为合适的阈值。

参考文献

- [1]余康兴, 李晓云.我国股票市场波动性分析[J].合作经济与科技.2023 (23) : 49-51.
- [2]张芳.沪深 300 股指期权对标的指数波动性的影响研究[D].河南: 郑州大学, 2022.

- [3]Yu Xiaoling, Huang Yirong. The impact of economic policy uncertainty on stock volatility: Evidence from GARCH-MIDAS approach[J]. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Volume 570, Issue2.2021. P1-10.
- [4]Luo Yi; Huang Yirong. Long memory or structural break? Empirical evidences from index volatility in stock market[J]. China Finance Review International, Volume 9, Issue 3. 2019. P324-337.
- [5]Alexandru Todea. Cross-correlations between volatility, volatility persistence and stock market integration: the case of emergent stock markets[J]. Chaos, Solitons and Fractals: the interdisciplinary journal of Nonlinear Science, and Nonequilibrium and Complex Phenomena, Volume 87, Issue. 2016. P 208-215.
- [6]刘海娟.我国公募基金投资行为对股票市场波动性的影响研究[D].湖南: 中南林业科技大学, 2023.
- [7]陈家炜.机构投资者对中国股票市场波动性影响研究[D].山东: 山东大学, 2020.
- [8]杨亦东.中国股票市场波动性分解的实证研究——以创业板市场为例[D].浙江: 浙江大学, 2013.
- [9]汪毅.我国股票市场的非理性投资行为研究[D].北京: 北方工业大学, 2019.
- [10]阮佳琪.模糊厌恶对投资者行为、选股择时策略的影响研究[D].江苏: 南京财经大学, 2023.
- [11]黄雨萱.股票市场中投资者行为的影响因素分析[J].中国管理信息化.2023, 26 (23) : 131-135.
- [12]赵文凤.经济政策不确定性对股票市场波动的影响研究[D].安徽: 安徽大学, 2023.
- [13]任洁.机构投资者对股票波动性的影响及股指预测研究[D].山东: 山东工商大学, 2023.
- [14]周健, 白科, 王营营.基于 ARCH 类模型的新三板市场股票收益波动性分析[J].中国物价.2022 (11) : 76-80.
- [15]徐丹蕾, 王云媛.基于 ARCH 族模型的股票超高频数据的波动性研究--以浦发银行为例[J].中小企业管理与科技.2024 (16) : 56-58.
- [16]周悦.投资者情绪对企业投资行为的影响

- 研究[D].陕西：西安理工大学，2024.
- [17]Rangan Gupta; Jacobus Nel; Joshua Nielsen; Christian Pierdzioch. Stock market volatility and multi-scale positive and negative bubbles[J]. North American Journal of Economics and Finance. Volume 75, Issue. 2025. PP 102300.
- [18]雷鹏举.价格对股票市场波动性的影响--基于 A 股的实证检验[D].四川：西南财经大学，2023.
- [19]任佳顺, 胡学平.基于推广 ARCH 模型的沪深 300 指数对数收益率波动性研究 [J].安庆师范大学学报（自然科学版）, 2020, 26 (04) : 29-33.
- [20]冀南南, 杨天兴.基于 GARCH 族模型股票收益的波动性研究[J].中国管理信息化.2021, 24 (23) : 128-129.