聪明还是愚蠢的投资者？

2005 年以来的中国股市以震荡闻名世界，图 1 给出了 2003-2011
年上证指数和 S&P500 的波动趋势，可以看出，相对于作为成熟市场
的美国股市，上证指数的波动性更强。在普通投资者损失巨大的同时，
但以社保基金为代表的另一类投资者却有着截然不同的表现，他们往
往⢐Ɍ됳�类投资者却ᴘƐɅ戃鄏ꅛʉ$쭃　类ᣌ텠表的
，ൟၐ敪。䎐分啦“凁嬀
2005 -ൟ坠兒惗켩�̏렁为 2005
图
 㙁蟏⏲쭀펰芠瘉Œ保Őꅠﾰ娷켣땼⃒�`ퟏ⤂^ᔀ

如果说以社保基金为代表的法人投资者是聪明的投资者，那么为
什么他们要在市场巨跌的时候进场？如果它们是愚蠢的，那又为什么
屡屡在市场顶部逃出？（见图 2）这些法人投资者是否能预知政策信
息，又为何故意犯错？经管学院的刘淳教授计划寻找这些问题的答案。

图 2 上证指数与社保基金上证 50 成分股重仓数

数据来源：WIND
刘淳目前任清华经管学院金融系副教授，他长期从事资产定价和
实证金融方面的研究，在国际和国内顶级杂志上发表了一系列成果。
刘淳认为，国外对投资者作用的研究文献中，均缺乏像中国这样的转
型经济国家的一些重要特性考虑进来的微观模型和理论框架。
我国的股市与西方发达国家有很大不同，大量研究都是基于西方
成熟市场的金融模型，因此研究的对象都集中于以券商和基金为代表
的券基投资者和个人投资者。他们模型中都没有涉及我国市场中另外
一类特殊的投资者：法人投资者。我国市场上存在着大量的有国家背

景的法人投资者（例如社保基金），而这类特别的投资者由于很多具
有国家背景，投资目的和投资行为与其他投资者有很大不同，他们同
时承担国家和企业的双重责任，他们的行为受政府的管制和调控，不
以利润最大化为唯一目标，这就不难理解社保基金为什么有时会做出
明显“愚蠢”的举动。法人投资者的资金量巨大，在我国市场上总持
股比例超过了 30%，有着举足轻重的作用。
实际上，类似的法人投资者在国际并不鲜见。他们一般是主权财
富基金，例如阿联酋的阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment
Authority，6270 亿资金规模），还有俄罗斯利用石油收入成立的国家
财富基金（National Welfare Fund），等等。同时，对主权财富基金的
批评一直都有，包括：主权财富基金的投资政策鲜为人知，些许评论
或谣言就可能加剧资本市场的波动，因此需要“高治理标准和适当的
透明度”。此外还有主权财富基金易受到政治上的影响与官僚干预，
被迫追求多元目标，牺牲其独立性与专业化运作能力，难以实现投资
风险与回报最佳的匹配。尽管批评很多，但是迄今为止，并没有明确
的证据证明这类基金绩效很差，当然，对国际经验和教训的总结仍然
有助于避免中国的法人投资者重蹈覆辙。
刘淳教授的研究没有止步于此，他还计划研究在中国股市的强波
动状况下，法人投资者的行为是否会随市场发生明显改变。举例来说，
在市场剧变的时候，法人投资者会一直担负稳定市场的责任，还是会
利用自己的信息优势趁机赚一把？
 想寻找这个问题的答案没有那么简单，但是对统计学家来说并不

困难，贝叶斯方法正是解决之道。简单举例来说，假如根据历史数据，
我们预测法人投资者会在市场下跌期买入证券，但近期数据发现法人
投资者在下跌期卖出证券，那么我们可以认为法人投资者行为发生了
变化，其原先稳定市场的目标发生了偏移。当然，影响投资者行为的
因素很多，我们不能简单以此做判断，需要建立复杂的计量模型，力
图控制其他多种因素。总之，贝叶斯方法更加适合中国这种还未成熟
的处于不断发展变化的市场。
基于以上的研究，他将致力于在理论上建立一个专门针对中国的
证券市场贝叶斯变结构模型。通过严密的数据分析，希望不仅为投资
者提供投融资和风险管理的依据，而且为监管机构进行金融监管和金
融法规的制定提供重要的参考。（编写 刘阳阳 编辑 科研事务办公室）

注：清华大学经济管理学院金融系副教授刘淳主持的《使用贝叶斯变结构模
型研究我国投资者在金融市场中的动态作用》课题通过使用我国独有的投资者持
股日度数据，并结合中国实际，对包括有国家背景的法人投资者在内的我国股市
主要投资者进行分析，研究了他们随环境变化在市场中所起的不同作用。此课题
的研究，在理论上将贝叶斯计量引入到金融市场，提出了随市场环境发生变化而
动态调整的符合中国市场特征的变结构模型；在现实意义上，此课题的结果将有
利于投资者的投融资决策和风险管理，而且对我国政府部门加强资本市场的审慎
监管，维持金融和宏观经济稳定具有重要参考价值。该项目于 2012 年获得国家
自然科学基金青年科学基金项目。