

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620111151995

UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

我国股市动量效应和反转效应规律探究

Contrarian and Momentum Effect in Chinese Stock Market

薛昊昕

指导教师姓名: 郑 鸣 教授

专 业 名 称: 金融 硕 士

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2014 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

() 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

() 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

有效市场假说认为，所有可获得的信息都已在价格中充分体现，投资者不可能通过分析已有信息获得超额收益。各类金融异象表明有效市场假说或许并不成立。大多数金融异象在发现后都会引起投资者的广泛关注，进而逐渐消失，但目前依然没有证据表明动量效应和反转效应已经消失或正在消失，故而引起了大量研究者的兴趣。目前，针对美国等成熟市场的研究表明动量效应主要存在于 3-12 个月的观察期和持有期，而反转效应则存在于 1 年以上。

我国股票市场成立二十余年，规模和效率都发生了翻天覆地的变化，在我国经济发展中起到举足轻重的作用。对我国股市的规律变化进行全面的研究，得出清晰可信的结论是十分必要的，不仅能促进投资者理性操作，促进市场有效发展，对于制度的制定者设计实施更有利于市场正常运行的管理机制也有十分重要的意义。而检验动量效应和反转效应是否存在，验证弱有效市场假说是否成立是这类研究很好的基础和开端。

本文首先对国内外现有相关研究进行总体回顾，然后将过去 20 年的股票市场交易数据按照股市涨跌形态分为四个阶段，分别以不同的研究方法分析年、月、周、日四类检验周期上是否存在动量效应或反转效应，并分析其变化规律。

本文研究发现：在 2-5 年的检验周期，我国股市存在显著的反转效应；3-12 个月为检验周期并未观察到动量效应或反转效应，1-2 个月为观察期时存在微弱的反转效应；以周为检验周期的数据显示，早期在极少数观察期持有期组合中存在微弱的动量效应，随着时间的推移，动量效应逐步消失，反转效应出现并越来越显著；以日为检验周期，股权分置改革前，牛市熊市都只存在隔夜动量效应，股权分置改革后动量效应和反转效应都有所加强，其中牛市动量效应更强，而熊市则是反转效应占主导。动量效应主要存在于观察期为 1-2 个交易日的组合，反转效应则多存在于中等长度的观察期和持有期组合。

关键词：动量效应；反转效应；检验周期

ABSTRACT

Efficient Market Hypothesis (EMH) implies that all information about the security market can be reflected in the stock price promptly. Investors cannot get excess returns based on the public information. All kinds of financial anomalies show that the stock market doesn't work as EMH. Most financial anomalies caused widely attention of investors, and then gradually disappeared. But there isn't any evidence show that contrarian and momentum effect disappeared or disappearing, that's why more and more academician and practitioners focus on it. Now, studies about developed markets such as American stock market show that momentum effect exists mainly in 3-12 months and contrarian effect exists in more than 1 year.

The stock market plays a very important role in the economic development of our country. A comprehensive study of the regularity of Chinese stock market to get a clear and credible conclusion is very necessary, not only to promote the rational investors operation, but also to promote the management mechanism which can make the market more efficient. The examination of momentum and contrarian effect is the foundation and the beginning of this research.

In this paper, I found that in 2-5years, there is significant contrarian effect. In 3-12 months, neither contrarian effect nor momentum effect can be observed. There is weak contrarian effect when the observation period is one or two months. When I study on weak data, I found that there is a little momentum effect in early years. Later, the momentum effect disappeared and contrarian effect grows up. Study on daily data shows that as time goes on, both momentum and contrarian effects grow up. Momentum effect is stronger in the bull markets and contrarian effect is stronger in the bear markets. The momentum effect exists when the observation period is one or two days while the contrarian effect often shows up in the medium length of observation and holding period.

Key words: momentum effect; contrarian effect; test period

目录

第一章绪论	1
第一节研究背景及问题提出.....	1
第二节研究目的.....	2
第三节本文的优势所在.....	3
第四节本文结构.....	4
第二章文献综述	5
第一节有效市场假说及其挑战.....	5
第二节金融异象的发现.....	6
第三节国外关于动量效应和反转效应的实证研究	7
一、关于反转效应的存在性实证研究.....	7
二、关于动量效应存在性的实证研究.....	8
三、动量效应和反转效应影响因素实证研究.....	10
第四节国内学者的实证研究.....	12
第五节国内研究综评.....	15
第三章我国股市动量效应和反转效应检验模型	17
第一节实证方法.....	17
第二节样本时间区间选择.....	18
第三节样本股票选择.....	19
第四节检验周期和抽样方法设置.....	20
第五节收益率计算方法.....	22

第四章我国股市动量效应和反转效应检验结果	23
第一节长期规律——年收益率检验结果	23
第二节中期规律——月收益率检验结果	25
第三节短期规律——周收益率检验结果	27
一、第一阶段只观察到微弱的动量效应.....	27
二、第二阶段部分组合观察到反转效应.....	28
三、第三阶段部分组合观察到反转效应.....	30
四、第四阶段多数组合观察到显著反转效应.....	31
五、本节小结.....	32
第四节超短期规律——日收益率检验结果	32
一、第一阶段观察到隔夜动量效应和少数反转效应.....	33
二、第二阶段观察到隔夜动量效应和部分反转效应.....	35
三、第三阶段观察到少数动量效应和部分反转效应.....	37
四、第四阶段观察到少数动量效应和大量反转效应.....	39
五、本节小结.....	40
第五章结论及未来研究方向展望	42
第一节结论	42
第二节未来研究方向展望	43
参考文献	45
致谢	49

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Background and Problems	1
Section 2 Objective.....	2
Section 3 Characteristics and Innovations	3
Section 4 Structure.....	4
Chapter 2 Researchs Review.....	5
Section 1 EMH And Challenge	5
Section 2 Financial Anomalies	6
Section 3 Foreign Research about Contrarian and Momentum Effect.....	7
1. Existence of Contrarian Effect.....	7
2. Existence of Momentum Effect	8
3. Factors influence Contrarian and Momentum Effect.....	10
Section 4 Research about Chinese stock market.....	12
Section 5 Comment on Chinese Research.....	15
Chapter 3 Empirical Study Model.....	17
Section 1 Research Method	17
Section 2 Data Time Interval	18
Section 3 Stocks Choice	19
Section 4 Test Period	20
Section 5 Return Calculation	22

Chapter 4	Emperical Study Result.....	23
Section 1	Result from Annual Data	23
Section 2	Result from Monthly Data	25
Section 3	Result from Weekly Data	27
1.	A Little Momentum Effect in the First Period	27
2.	Some Contrarian Effect in the Second Period	28
3.	Some Contrarian Effect in the Third Period	30
4.	Much Contrarian Effect in the Fourth Period	31
5.	Brief Summary	32
Section 4	Result from Daily Data.....	32
1.	Overnight Momentum Effect and a little Contrarian Effect in the First Period	33
2.	Overnight Momentum Effect and some Contrarian Effect in the Second Period	35
3.	Some Momentum Effect and Contrarian Effect in the Third Period	37
4.	Some Momentum Effect and Much More Contrarian Effect in the Fourth Period	39
5.	Brief Summary	40
Chapter 4	Conclusions and Future Research.....	42
Section 1	Conclusions	42
Section 2	Futruue Research.....	43
Reference.....		45
Acknowlegment		49

第一章绪论

第一节研究背景及问题提出

经济学强调理性人假设，并在此基础上建立起经济学的各个学科，在金融领域，基于理性人假设的有效市场假说和资本资产定价模型是构成现代金融理论的两大基石。根据有效市场理论，所有市场上可获得的信息都已经充分反映在价格之中，投资者无法通过股票的历史信息分析预测其未来价格。

然而，基于历史数据的研究往往对理性人假设和基于该假设的传统金融学模型形成挑战。Roll (1977)^[1]的研究表明资本资产定价模型 (CAPM) 不能解释历史股价的波动，随后，各类金融异象陆续被发现，包括 French (1980)^[2]发现“周末效应”、Shiner (1981)^[3]发现“股价过度波动之谜”，Gultekin (1983)^[4]发现“一月效应”，Mehra 和 Prescott (1985)^[5]发现“股权溢价之谜”，Lakonishok 和 Smidt (1988)^[6]发现“节假日效应”，De Bondt 和 Thaler (1985)^[7]发现反转效应，Jegadeesh 和 Titman (1993)^[8]年发现动量效应等。

大多数金融异象被学术界发现之后，都会引起投资者的广泛关注，进而逐渐消失，但是直到目前为止都没有证据证明动量效应和反转效应已经消失或者正在消失。弱有效市场假说是否成立，股票的历史收益率是否能够预测未来的超常利润成为学术界和投资者普遍关心的一大问题。基于历史回报率的投资战略有截然相反的两大类，一是反转投资战略，即认为过去涨幅高的股票在未来将面临下跌，而涨幅小的则有较好的上升潜力，建议买入过去的输家卖空过去的赢家。二是动量投资战略，该类投资者与反转投资战略投资者的观点正好相反，试图通过买入过去的赢家卖空过去的输家取得超额收益。两种观点的主要不同在于时间周期，通常认为动量策略适用于中短期，而反转策略适用于长期投资。

基于大量金融异象的存在，行为金融学迅速发展起来，与传统金融学不同，行为金融学并不是建立在公理性假设的基础之上，而是从心理学的角度研究投资者的实际决策行为，开创了金融研究的新领域。行为金融学提出，现实的投资者并非理性的，过度反应和反应不足充斥着资本市场，动量效应和反转效应则是过度反应和反应不足的现实表现。

第二节研究目的

我国股市于 1990 年 12 月 19 日正式成立,至今已经走过了二十多年的历史,二十多年中,我国股市一步步走向完善,并且具有了相当的规模,在我国经济生活中占有举足轻重的地位,基于此,对我国股市进行全面的研究,得出清晰可信的结论是十分必要的,也是十分迫切的,而针对市场弱有效性的检验正是这类研究的基石。

有效市场假说提出后,不断发现的金融异象对这一假说提出质疑,然而,大多数金融异象在发现后都逐渐减弱直到消失,但动量效应和反转效应在 1985 和 1993 年分别被发现后,至今依然没有证据表明二者已经消失或正在消失,国外针对成熟市场的研究都证实了二者的存在,且动量效应主要集中在 3 到 12 个月的中短期,反转效应主要集中在 1 年以上的长期投资。

然而,从下一章引证的文献可以看出,针对我国股票市场的研究并没有得出清晰一致的结论,有些研究认为我国市场上既不存在动量效应,也不存在反转效应;有些研究表明在我国股票市场上观察不到动量效应,只能观察到反转效应;而另外一些研究则表明我国股票市场上存在动量效应,只是周期比美国等成熟市场要短。

本文总结现有相关研究的利弊,利用沪市 1994 年至今二十年的数据,依照股市的涨跌形态分为四个阶段,就年、月、周、日四种检验周期分别对我国股票市场动量效应和反转效应的存在性及其规律进行实证研究,检验我国股票市场市场是否有效。本文研究中采用尽可能全面的数据和检验周期,针对不同检验周期使用不同的研究方法,力求获得最能准确描述我国股票市场动量效应和反转效应规律的结论。

揭示我国股票市场上动量效应和反转效应的存在规律,一方面为后续研究奠定基础,后续在研究我国股市投资者行为时不仅要参考国外文献,更要考虑我国市场的特有规律;另一方面为投资者提供制定合理投资策略的基础,帮助投资者获取更高收益的同时促进市场有效发展;还能帮助制度制定者设计和实施更为有效的管理机制。

第三节本文的优势所在

本文的主要优势包括以下几点：

1. 利用超长的时间样本，并在必要时进行分段研究。我国股市成立以来二十多年发生了翻天覆地的变化，以往的研究通常只选取几年的数据，很少有研究数据样本超过十年的，研究区间过短可能导致对长期反转效应的检验结果有偏。而少数研究区间超过十年的研究又不曾对研究区间进行分段，无法考证我国股市发展过程中规律的变化。本文选择了 1994 年到 2014 年 20 年的数据，并按照股市走势将其分为四个阶段分别考证，优点包括：剔除了早期市场规模过小波动过大的影响；采用了最新数据；20 年的超长时间序列满足了统计大样本的需求；分为四个阶段分别考察能探究我国股市发展过程中的规律变化。

2. 样本选择更全面，更符合实际。本文在股票样本选择了沪市所有 A 股股票，而非某一时点前上市的股票，并且没有剔除 ST、*ST 等被特别对待的股票，这与以往的研究有较大的不同。这样的选择一方面能更好的满足统计大样本的需求，另一方面更符合投资现实，投资者在购买股票时不会刻意选择较早上市的股票，而特别对待的股票并未停牌，依然属于投资者的可选范围，并且长期投资者在购买时不可能知道某只股票未来是否会特别对待。

3. 检验周期更全面。以往的研究大多模仿美国以月为检验周期，在有学者提出我国股票市场散户占比较大，流动性更强之后，多数研究改以周为检验周期，并且最多只研究到 48 周，也就是不足一年的观察期和持有期。本文在研究中分别以年、月、周、日为检验周期检验我国市场上长期、中期、短期和超短期的动量和反转效应规律，结果显示，最短的动量效应存在于隔日水平，而长达五年的观察期和持有期上依然存在显著的反转效应。

4. 针对不同数据分别选择适用的研究方法。以往的研究中都只采用一种研究方法，由于本文涉及的检验周期最短为 1 个交易日，最长达到 5 年，根据数据量的不同，选择了不同的研究方法。以年为检验周期时，对全样本使用重叠的观察期抽样方法；以月为检验周期时，对全样本使用不重叠的观察期抽样方法；以周和日为检验周期时，则分阶段采用不重叠的观察期抽样方法，确保每种检验周期都能得到与现实最为相符的检验结果。

第四节 本文结构

本文旨在利用最新数据优势，通过对不同检验周期的研究，全面考证我国股票市场上动量效应和反转效应的存在规律，共分为五章。

第一章介绍了研究背景和研究目的，作为传统金融学的基石的有效市场假说和资本资产定价理论受到了各种金融异象的挑战，其中最为显著也最为持久的就是动量效应和反转效应，针对美国等成熟市场的研究已基本确定 3-12 个月的中期动量效应和 2-5 年的长期反转效应的存在，而针对我国市场的研究一直无法得出统一结论，本文将利用最新数据采用最为全面的检验周期详细分析我国股票市场上动量效应和反转效应的存在规律，力求获得最真实的结论。同时本章还介绍了本文的几项优势所在。

第二章是相关文献回顾，这部分对动量效应和反转效应的发现过程及相关研究做了一个全面的回顾，包括有效市场假说及其挑战、各金融异象的发现、国外关于动量效应和反转效应的研究、国内关于动量效应和反转效应的研究和研究综述五节。从国外研究现状看，成熟市场上动量和反转效应的存在性已基本确定，目前的研究主要针对动量效应和反转效应存在的原因及其影响因素，这一方面尚无定论。而针对国内市场的研究在动量效应和反转效应存在与否上尚未得出令人信服的结论，这也是本文研究的目的所在。

第三章为实证模型介绍，包括实证方法、时间区间选取、样本股票选取、检验周期和抽样方法、收益率计算方法等内容。本文通过对以往研究的比较分析，取精去粕，选取过去 20 年在上海证券交易所挂牌交易的所有 A 股数据，以年、月、周、日为检验周期，利用不同的方法全面考察我国股市动量效应和反转效应的存在性及其规律。

第四章为实证结论，依照检验周期的不同分为四节，结果显示，我国股市长期存在反转效应，中期动量效应和反转效应均不甚显著，短期存在反转效应，日度数据上动量效应和反转效应共存，动量效应主要存在于 1 个交易日的观察期的组合内，反转效应则集中于几个交易日的观察期和持有期。

第五章是对本文研究的总结和对未来研究的展望。

第二章文献综述

第一节有效市场假说及其挑战

随机漫步理论认为股票价格的变动路径是不可预测的，1970年，Fama^[9]提出股票价格收益率序列在统计上不具有“记忆性”，并提出了有效市场假说。

Fama 将有效市场分为三个递进的层次：弱式有效市场假说认为市场价格已经充分反映出所有历史价格信息，技术分析无法获得超额收益；半强式有效市场假说认为价格已充分反映所有已公开的信息，基础分析也无法获得超额收益；强式有效市场假说则认为市场价格已反映出所有公开和非公开信息，即便有内幕消息亦无法获得超额收益。有效市场假说提出后，引起了社会各界的普遍关注，如果有效市场假说成立，投资者所能获得的只是经过风险调整后的市场平均收益，无法获得超额收益。

有效市场假说实际依赖三个依次放松的前提，首先是投资者理性假设，所有投资者均拥有相同的信息，能进行客观的判断并理性地交易；其次，如果不能满足投资者理性假设，投资者的非理性交易也是随机的，不会对资产价格产生影响，市场整体是理性的；再次，即便非理性交易不是随机的，非理性的交易结果也将被理性的套利行为所抵消。

行为金融学则对有效市场假说的三个前提依次提出质疑：首先，现实世界是复杂的，不确定的，投资者的认知能力是有限的，在投资决策时不可能完全掌握并处理所有可得的信息，即便有能力，处理所有信息的成本也是过高的，所以投资者不可能是完全理性的。行为金融学实验表明，投资者存在回避损失、减少后悔、过度自信等偏差。

其次，行为金融学认为投资者的非理性交易往往也不是随机的，而是以相同的方式偏离，这主要源自投资者的从众心理，在资本市场上形成“羊群效应”，如荷兰的郁金香狂热、法国的密西西比泡沫、英国的南海泡沫等都属于盲目跟风形成的“羊群效应”，致使资产价格严重偏离基本面信息，导致市场非有效。

最后，行为金融学家认为无限套利机会并不存在，首先，现实中并非每种投资品都有完美的替代品，其次，现实中的套利并非无成本的，搜集信息的成本，交易佣金费用以及卖空交易的保证金等成本都会使套利机会减少。

除了理论上的挑战之外，有效市场假说还受到来自诸多实证研究的挑战。

第二节金融异象的发现

金融异象是指实证得到的结果与有效市场假说和资本资产定价模型预测不符的现象，大量金融异象的发现促使学者们更加关注行为金融学。目前为止发现的金融异象大致可分为三类：

第一类金融异象与公司基本面信息相关，如规模效应、市盈率效应、股利之谜等。1981年，Banz和Reinganum^[10]将纽约证券交易所和美国股票交易所的股票按市值进行排序后组成10个等权重组合进行研究，结果显示小公司股票有较高的经风险调整的收益率；1993年，Fama和French^[11]提出了著名的“三因素模型”，其中就包含公司规模的影响。Peavy和Goodman（1983）^[12]在对公司规模、行业因素、交易链该等因素调整后，发现P/E最低的股票比P/E最高的股票经风险调整后的回报率最高，之后，在日本、台湾、新加坡市场也都陆续发现显著的P/E效应。

第二类金融异象与时间相关，如一月效应、周末效应、周一效应等。Gultekin在1983年对1959年到1979年17个证券市场进行研究，发现其中13个市场一月份的收益率显著高于其他月份。纽约和日本的研究发现周一的收益率要显著低于其他交易日，我国沪深两市的研究结果也显示周五的收益率最高。

第三类金融异象是与前期价格信息相关的，也就是本文的主要研究对象，包括反转效应和动量效应。动量效应又称惯性效应，指股票的收益率有延续原有运动方向的趋势，即过去一段时间收益率较高的股票在未来仍会获得较高的收益率，反转效应则正好相反，指在一段较长的时间内表现差的股票在之后的一段时间内会有强烈的趋势经历大逆转。

1985年，De Bondt和Thale^[7]发表论文《股票市场反应过度了吗？》，以纽约交易所股票为样本，首次对反应过度问题进行实证研究，发现观察期和持有期均为三年的组合存在反转效应。Jegadeesh和Titman^[8]在1993年对纽约交易所所

有股票的短期行为进行实证,得出在观察期和持有期均为六个月的中短期组合中存在动量效应的结论。

第三节国外关于动量效应和反转效应的实证研究

一、关于反转效应的存在性实证研究

对动量效应和反转效应的研究始于反应过度带来的反转效应,1985年,De Bondt 和 Thaler^[7]发布论文《股票市场反应过度了吗?》,认为股市存在过度反应的现象,他们将纽约股票交易所的所有股票根据过去三年的累计收益率进行排序,将前期累计收益率最高的35只股票作为赢家组合,前期累计收益率最低的35只股票作为输家组合,然后持有这两个组合满三年,实证研究结果表明,在1926年到1982年的整个检验期内,输家组合的平均累计收益率比赢家组合高出了8%,证实了长期反转效应的存在。

Jegadeesh 和 Lehmann^[13]在1990年发表的文章中发现,投资前几周或前几个月收益最低的股票往往会获得比平均收益水平更高的利润,从而证明了短期反转效应的存在。

为了避免单个市场数据造成研究结果的偏差,学者们纷纷对美国以外的市场展开研究。Ahmet 和 Nusret (1999)^[14]发现其他7个工业化国家的股票市场中也存在长期反转效应。Chang (1995)^[15]年证明了在日本市场存在短期反转效应,Hamed (2000)^[16]证明了马来西亚股票市场存在短期反转效应。Foster 和 Kharazi (2008)^[17]研究伊朗德黑兰交易所1997到2002年的股票数据,并未发现反转效应。McInish^[18]研究了日本、台湾、韩国、香港、马来西亚、泰国和新加坡等国1990到2000年的股票数据,发现除台湾和韩国外,其他国家或地区短期内表现出明显的反转现象。

Mun (1999)^[19]使用非参数的多因素资产定价模型,对德国和法国市场1991年到1998年的股票进行研究,结果显示在1年的持有期内反转效应最为显著,2年则相对弱一些,3年最不显著。Gaunt (2000)^[20]对澳大利亚股票市场1974年到1997年的数据研究发现,以五年为观察期,在持有期开始后的18到35个月发现了显著的反转效应。Galariotis (2007)^[21]对伦敦证券交易所1964年到2005

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库