

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620061151079

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国 A 股市场泡沫与正反馈投资研究

Research of Bubbles in Chinese A-share

Market & Feedback Trading

郑雷

指导教师姓名: 康国彬 副教授

专 业 名 称: 投资学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 内容摘要

股票市场泡沫问题一直是理论界和实务界关注的重点之一，历史的经验告诉我们，泡沫的破灭不仅可能酿成金融危机，而且可能给一国的经济带来沉重的打击。因此了解泡沫产生和破灭的机理，监测泡沫形成的程度，以及如何防范和抑制泡沫，对于维护金融稳定和促进经济发展都是具有重要的意义。

本文的研究主要围绕着三个问题展开，并希望通过对这三个问题的解答，得到对稳定、发展我国A股市场做出合理的分析与政策建议。第一、关于资产泡沫的研究方法和研究领域种类繁多，本文将选择什么方法，采用什么研究领域来解释泡沫的生成和破灭的过程；第二、导致我国A股市场泡沫的产生和破灭的原因是什么；第三、实证检验是否支持该原因存在；第四、我国A股市场泡沫程度有多大。

在回顾前人研究成果的基础上，综合国内A股市场的实情，本文基于投机泡沫混合理性模型，修改假设条件，补充了对与泡沫破灭阶段的过程描述。模型显示：正反馈投资者存在时，在投资者之间的交互行为下，一定条件下会导致泡沫的产生与破灭。通过实证检验，发现我国沪深A股市场上显著的一部分投资者为正反馈交易者；同时，中国证券市场正反馈交易并不对称，市场下跌期间比上涨期间正反馈交易要明显得多。通过对2004年到2007年末沪深A股市场整体泡沫的测度，揭示该四年年末的沪深A股市场的整体泡沫程度相对规模及其变化趋势。文章最后在这些研究结论的基础上，提出了防范泡沫和抑制泡沫产生的相关对策和建议。

**关键词：** 混合理性；泡沫；正反馈交易

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Abstract

Stock market bubbles are momentous financial events that are fascinating to academics and practitioners alike. Historical experiences teach us the break of bubble could be the disaster of economy of one country and lead to financial crisis. So it is of great significance to maintain financial stability and promote economic development that we know how the bubbles generate, how they exist, how to test them, and how to prevent and suppress the bubbles.

This paper tends to answer the three questions we mentioned below. And we hope the answers to such three questions will bring the right advises to the stability and development of our stock market. The three questions are listed below. First of all, the research methods and areas of research range are so much, which we will use to analyze the process of bubbles generation and burst. Secondly, what are the reasons of the bubbles generation and burst in Chinese A-share markets. Thirdly, empirical test whether or not to support such reasons. Forth, what about the situation of relative scale of the bubbles in Chinese A-share markets.

At the basis of the results of previous studies on stock bubbles, combined with the facts of Chinese A-share markets, we modified the assumption of hybrid-rational model of speculative bubbles and added the description about the bubbles how to burst. The model shows a bubble may occur when the investors' interaction is influenced by optimistic news when there are positive feedback traders. Our empirical evidence shows that positive feedback traders are present evidently. We get the result that positive feedback trading is asymmetric in Chinese A-share stock markets, it is more evident after the price fall than the price rise. Basing on the results of measure, we know that in Shanghai and Shenzhen A-share markets the relative scale of bubbles and its trends. Finally we use those conclusions to give some advises to Chinese A-share markets.

**Key Words:** Hybrid-rational; Bubbles; Positive Feedback Trading

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景及问题的提出	1
第二节 本文主要内容和研究框架	2
第三节 本文的主要创新点	5
第二章 证券市场泡沫现象和文献综述	6
第一节 泡沫定义	6
第二节 有关泡沫研究文献综述	7
一、理性泡沫模型	7
二、非理性泡沫模型	9
三、基于信息论和博弈论的泡沫理论	12
第三章 基于投机泡沫混合理性模型的研究	15
第一节 混合理性泡沫模型	15
第二节 对混合理性模型的扩展	19
第三节 对影响泡沫生成和破灭的参数分析	23
第四章 我国沪深两市A股市场正反馈交易实证检验	25
第一节 检验模型描述	25
第二节 数据选择	27
第三节 实证检验与检验结果分析	29
第五章 我国沪深两市A股整体泡沫程度测度	34
第一节 Feltham-Ohlson模型及其修正后模型描述	34
第二节 数据说明与测度结果	36
第六章 本文结论与不足	39
第一节 A股市场上轮股市周期泡沫产生和破灭的原因以及对策分析	39
第二节 政策建议	42
第三节 本文不足与进一步研究建议	43
[参考文献]	44
后 记	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# CONTENTS

<b>Chapter 1 Introduction</b> .....	1
<b>1.1 Research Background &amp; the Questions Raised</b> .....	1
<b>1.2 The Main Contents &amp; Research Framework</b> .....	2
<b>1.3 The Main Innovation</b> .....	5
<b>Chapter 2 Literature Review</b> .....	6
<b>1.1 The Definition of Bubble</b> .....	6
<b>1.2 The Literature Review of Bubble</b> .....	7
1.2.1 Rational Bubble Theory.....	7
1.2.2 Irrational Bubble Theory.....	9
1.2.3 Bubble Theory Based on Information or Game.....	12
<b>Chapter 3 Study on Hybrid-rational model of Speculative Bubble</b> .....	15
<b>3.1 Hybrid-rational model of Speculative Bubble</b> .....	15
<b>3.2 The Extended Model</b> .....	19
<b>3.3 Analysis of the Parameters</b> .....	23
<b>Chapter 4 Empirical Test of Chinese A-share</b> .....	25
<b>4.1 Description of Empirical Model</b> .....	25
<b>4.2 Description of Data</b> .....	27
<b>4.3 Analysis of Test Results</b> .....	29
<b>Chapter 5 Measure of the Total Bubble in Chinese A-share</b> .....	34
<b>5.1 Description of the Modified Fetham-Ohlson Model</b> .....	34
<b>5.2 Description of Data &amp; Results</b> .....	36
<b>Chapter 6 Summary</b> .....	39
<b>6.1 Main Conclusion</b> .....	39
<b>6.2 Policy Recommendations</b> .....	42
<b>6.3 The Insufficiency of the Paper &amp; Future Research</b> .....	43
<b>Bibliography</b> .....	44
<b>Postscript</b> .....	48

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 第一章 绪论

## 第一节 研究背景及问题的提出

现代意义上的证券交易所自1608年诞生于荷兰的阿姆斯特丹以来，证券市场因为其对于促进一国的经济增长、提高经济运行效率和优化资本配置等方面起到的积极作用，已经发展成为现代经济社会中必不可少的组成部分。但是在证券市场的发展历程中，总是伴随着价格的潮起潮落，过度的波动尤其是急速的下跌同样可能造成金融危机，给当地的经济带来巨大的负面影响，甚至波及全世界。

纵观世界证券市场泡沫历史，从来不缺乏证券市场泡沫破灭的案例。其中比较著名的有1719年发生的法国“密西西比泡沫”；1720年英国的“南海泡沫”；1929年10月发生的由于市场情绪过度狂热，资金链难以为继触发的美国股市大崩溃，不仅给美国带来了其后数年的经济大萧条，而且经济危机蔓延到整个欧洲，甚至引发了欧洲的社会动荡；1987年10月的“黑色星期一”，首先从美国股市暴跌开始，迅速蔓延，引起全球其他主要股市暴跌；1997年首先爆发于泰国，后迅速扩散至整个东南亚并波及世界的“东南亚金融危机”，使得一些东南亚国家的金融系统乃至整个社会经济遭受严重创伤；20世纪末到本世纪初由于IT企业和网络股被热炒而形成的纳斯达克泡沫，在泡沫破灭后，截至2001年4月4日，纳斯达克指数相对2000年最高点跌去了2/3，市值相对下降了52.84%，绝对值下跌了35000亿美元，相当于1999年美国GDP的35%。

我国A股市场曾被称作“猴市”，发展历程中也不缺乏大起大落。其中在1993年的2月、2001年6月和2007年10月，股市就分别出现过股市出现阶段性峰值后迅速下跌。鉴于历史上多次股市泡沫破灭对金融市场和实体经济的破坏作用，以及我国国内A股市场有效性较弱，易暴涨暴跌。因此，为防范国内股票市场泡沫生成以及泡沫出现后及时有效的治理，对股票市场的泡沫生成、破灭的研究具有重要的实际意义。

具体到研究目的，本文的研究主要围绕以下四个问题：一、前人关于资产泡沫的研究已经形成了大量的研究成果，然而由于研究方法和研究领域不同，结论也差异较大，本文将选择什么方法，采用什么研究领域；二、导致我国A股市场

泡沫的产生和破灭的原因是什么；三、实证检验是否支持该原因存在；四、如何对我国A股市场泡沫程度进行监控。问题一、二、三是为了找出我国A股市场泡沫生成和破灭的机理，以便寻找治理策略；问题三则是为各种不同的宏观调控和治理措施提供时机选择依据。这也是本文研究的逻辑体系：

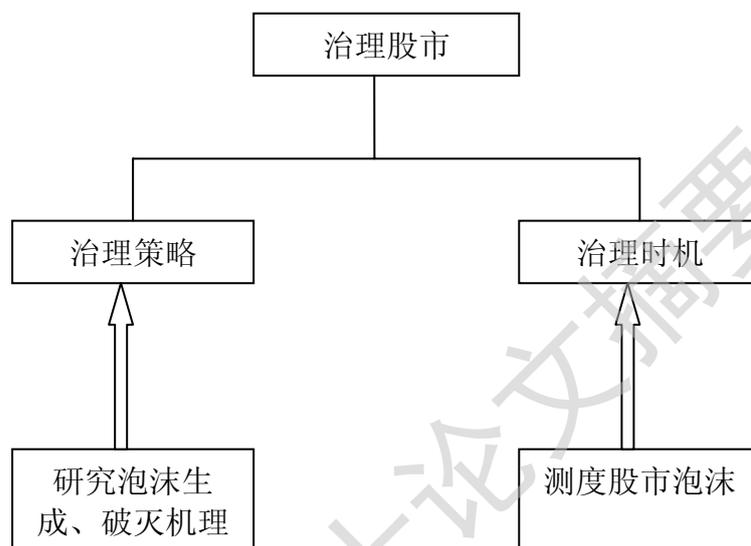


图1.1 论文逻辑体系

## 第二节 本文主要内容和研究框架

本文由五部分组成：

第一章：绪论。简述研究背景以及本文的研究意义，提出本文的研究框架以及说明本文的创新之处。

第二章：证券市场泡沫现象和文献综述。本章先讨论了“资产泡沫”的定义，接着从理性预期、非理性预期与信息不对称三个方面简要介绍了前人对“资产泡沫”的研究成果。

第三章：基于投机泡沫混合理性模型的研究。在张晓蓉等提出的投机泡沫混合理性模型的基础上，补充了在股市泡沫从最高点反转直下时，正反馈投资者尚未退出时，市场出现利空消息或者利好消息时，股市价格和成交量的变动过程，完善了模型对正反馈投资者参与的整个泡沫生成和破灭过程的描述。

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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库