

“牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究^{*}

陆蓉

徐龙炳

(中山大学博士后流动站 510275) (广发证券发展研究中心 510075)

内容提要:“利好”和“利空”信息对股票市场具有不平衡性的影响,研究这一现象对资产定价、投资组合构造及风险头寸确定都有重要作用。而新信息的出现对股票市场的影响应该区分股市所处的位置,这一点正是已有的波动性研究所忽视的。中国股票市场总体上不平衡性信息表现与国外不同,本文将股票市场波动划分为“牛市”和“熊市”两个阶段,采用 EGARCH 模型实证研究我国股票市场在牛市和熊市阶段对“利好”与“利空”的不平衡性反应特征。然后从投资者预期、结构、心理和交易机制等方面解释产生“强市恒强、弱市恒弱”现象的原因,指出进一步研究的方向,以期能为投资者选择投资策略和政府制订政策提供参考。

关键词:利好 利空 牛市 熊市 不平衡效应

有效市场理论指出,股票价格体现了所有市场参与者对其所掌握信息的反应。信息是决定股价的最主要因素。影响股票市场的信息又分“利好”信息和“利空”信息。在强式或半强式有效的市场状态下,股票的价格将包含所有的公共信息,信息在其公布之后将立刻反映到股票价格中,而股票价格未来走势只与将来市场中出现的新信息有关,因此“利好”和“利空”信息对股票市场的影响是相同的。而在弱式有效市场上,存在对新信息过度反应的情况,这使得重大“利好”或“利空”信息出台后股票价格在短时期内发生巨幅波动,这就是股票市场对“利好”和“利空”信息的不平衡性反应。

关于股票市场“好消息”与“坏消息”的反应在国外已有广泛探讨,这一研究对于股票市场资产定价、投资组合构造与风险头寸的确立都有重要的作用。国外的研究结果发现,“好消息”与“坏消息”对股价波动的影响是不平衡的。这种不平衡效应在很多国家和地区的股票市场都存在,如 Booth 等(1997)发现在丹麦、挪威、瑞典、芬兰,Koutmos 等(1993)发现在希腊,Cheung 和 Ng(1992)发现在美国,Koutmos(1992)发现在加拿大、法国、日本,Poon 和 Taylor(1992)发现在英国的股票市场均存在对“好消息”与“坏消息”的不平衡反应。总的结论是“坏消息”对股票市场的影响较大(香港和台湾的股票市场也有相同的表现(Yeh 等,2000))。

国内尚未见对信息如此区分并系统性研究其对股票市场的不平衡性影响的论著。但一些研究结果暗示了中国股票市场可能存在对信息的不平衡性反应。如吴林祥和徐龙炳(2002)的研究发现,股价对可能导致“涨停”的信息存在过度反应,而对可能导致“跌停”的信息不存在过度反应;股票发生涨停的概率大于发生跌停的概率;现有市场机制对多方做多较为有利。胡金焱(2002)对中国股市“政策市”的考察也得到在利空政策下,沪、深股市存在着较长时期的延迟反应的结论。笔者对中国股票市场从开业至 2003 年的样本研究发现,我国股票市场上“好消息”的影响要大于“坏消息”的影响(陆蓉、徐龙炳,2003)。

^{*} 本文得到国家社会科学基金项目(03CJY024)和国家自然科学基金项目(70273062)资助。

我国股票市场总体上对信息的不平衡性反应与国外不同,对这一现象应进一步研究。股票市场总是处于不断的涨跌之中,处于上涨阶段的股市对信息的反应是否与处于下跌阶段的股市的反应相同呢?如果股市在上涨阶段(牛市)与下跌阶段(熊市)对信息具有不平衡性的反应,那么在资产定价、投资组合构造及风险头寸确定时,考察新信息的出现对股票市场的影响就应该区分股市所处的位置(牛市或熊市)。而这一点正是已有的波动性研究所忽视的。

本文将股票市场波动划分为牛市和熊市两个阶段,采用 EGARCH 模型实证研究我国股票市场在牛市和熊市阶段对“利好”与“利空”的不平衡性反应特征。本文结构如下:第一部分讨论度量信息不平衡性效应的理论依据;第二部分介绍样本的选取;第三部分为 EGARCH 检验的具体过程;第四部分为结论。

一、度量不平衡性效应的理论依据

为了度量“利好”与“利空”信息的不平衡性影响,定义“利好”为收益的非预期的正向冲击(Positive shock)，“利空”为收益的非预期的负向冲击(Negative shock)。这样定义的好处是不必区分导致股价波动的信息来源,而只关注所造成的事实。

设 y_t 为 $t-1$ 到 t 期的股票收益, F_t 为 $t-1$ 期及以前的所有信息集,投资者在 $t-1$ 期做决策时已掌握了所有 F_t 的信息,那么投资者面临的预期收益与波动性就是在 F_t 下的 y_t 的条件期望和条件方差,分别定义为 m_t 和 h_t ,即 $m_t = E(y_t | F_{t-1})$, $h_t = Var(y_t | F_{t-1})$ 。这样 t 期的非预期收益 $\epsilon_t = y_t - m_t$ 。 ϵ_t 是 t 期的新信息的反映,正的 ϵ_t (非预期的价格上升)表示“利好”消息冲击,负的 ϵ_t (非预期的价格下降)表示“利空”消息冲击。 $|\epsilon_t|$ 的值越大表示新的信息越大、越显著,因为它引起了价格非预期的大幅度波动。

在各种刻画波动性的模型中,使用最为广泛的是 ARCH 类模型,ARCH 模型最早由 Engle 于 1982 年提出。在该模型中, h_t 被写成滞后 ϵ_t 的函数,也就是说,可预测的波动依赖于过去的信息。ARCH(q) 模型可以表示成如下的 p 阶自回归条件异方差模型:

$$h_t = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \epsilon_{t-i}^2 \tag{1}$$

其中, ω , α_i , q 以及 p 都是常数参数。 i 期以前的收益冲击对当期波动性的影响由参数 α_i 决定。通常假定对于 $i > j$,有 $\alpha_i < \alpha_j$,即信息越旧,其对当期波动性的影响越小。

Bollerslev(1986)将 ARCH(q) 模型推广到 GARCH(p, q) 模型:

$$h_t = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i \epsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} \tag{2}$$

在实践中,GARCH 模型对波动性的描述是非常成功的。由于考虑了收益的时变性,以及能够处理时间序列数据的自相关、异方差问题,GARCH 模型得到了广泛的应用。

尽管 ARCH、GARCH 模型在模拟波动性方面有很大功效,然而它们却不能反映数据中的重要信息,那就是非对称效应(Black, 1976; Nelson, 1990)。非对称效应指“好消息”(非预期价格上升)与“坏消息”(非预期价格下降)对预期波动性的影响程度不同。非对称效应的存在说明对条件方差函数中过去各 ϵ_t 施以对称性的约束是不恰当的。

解决非对称效应的一个方法是对 GARCH 进行一些修改,解除其参数的非负性约束

$$\ln(h_t) = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i g(z_{t-i}) + \sum_{j=1}^p \beta_j \ln(h_{t-j}) \tag{3}$$

其中, $g(z_t) = z_t + (|z_t| - E|z_t|)$, $z_t = \epsilon_t / \sqrt{h_t}$, $z_t \sim N(0, 1)$ 。

此模型由 Nelson(1990)提出,称为指数 GARCH 或 EGARCH 模型。系数 α_1 使得 EGARCH 模型是非对称的。如果 $\alpha_1 > 0$,那么收益的正冲击 ($z_{t-1} > 0$) 对市场波动性的影响将大于负冲击的影响; $\alpha_1 = 0$,那么收益的正冲击 ($z_{t-1} > 0$) 将与收益的负冲击对市场波动性的影响相同;如果 $-1 < \alpha_1 < 0$,那么收益的正冲击对市场波动性的影响将小于负冲击的影响;如果 $\alpha_1 < -1$,那么收益的正冲击将减少市场的波动性而收益的负冲击将增加市场的波动性。典型的情形是 $\alpha_1 < 0$,表示收益的正冲击比负冲击对波动性的影响小。

Engle 等(1993)比较了用 GARCH(1,1)模型和 EGARCH(1,1)模型来描述信息对波动性的影响效应。过去收益冲击(新信息)和当期波动性的关系可用图 1 表示。

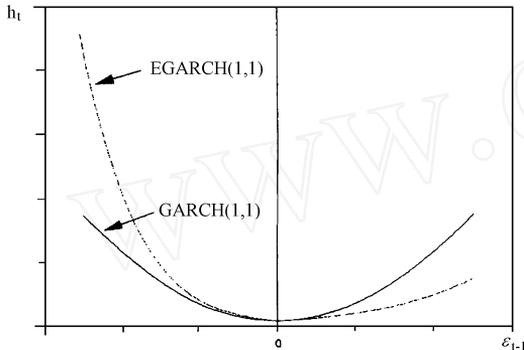


图 1 信息效应曲线

图 1 中实线表示 GARCH(1,1)模型的信息效应曲线,虚线表示 EGARCH(1,1)模型的信息效应曲线。在 GARCH 模型中,信息效应曲线为以 $z_{t-1} = 0$ 为中心的二次曲线;EGARCH 模型的信息效应曲线以 $z_{t-1} = 0$ 为最低点,在最低点的两边以指数形式上升,但系数不同。从图 1 可以看出 EGARCH 模型的显著特点:

1. EGARCH 模型能够反映好消息与坏消息对波动性的不同影响,而 GARCH 模型则不能够。
2. EGARCH 模型允许大消息对波动性产生(比 GARCH 模型反映的)更大的影响。

选用非对称波动模型刻画“利好”和“利空”信息对波动性的不同影响对投资组合选择与资产定价有很重要的作用。比如,经历了一个巨大的非预期价格下跌冲击,如 1987 年的黑色星期一,由 GARCH 模型和 EGARCH 模型所给出的市场波动性预测值有很大的不同。由于市场波动性预测与市场风险溢价有关,于是根据两个模型所确定的有条件的资产定价模型的风险溢价将是不同的。波动性预测对期权定价也有重要意义,因为股票市场波动是决定期权价格的主要因素,因此在一个大消息到来之后不同的波动性预测将导致完全不同的期权定价。在坏消息来临后,由不同模型计算的波动性所确定的对冲头寸也将大不相同。

本文将采用 EGARCH 模型实证研究中国股票市场在“牛市”和“熊市”阶段对“利好”和“利空”信息的不平衡性反应。

二、样本的选取

1990 年 12 月 19 日上海证券交易所开业,1991 年 4 月 3 日深圳证券交易所开业,标志着我国股票市场正式形成。本文实证研究所采用的数据为上海、深圳股票市场的每日股价指数:上市选用上证综合指数每日收盘指数;深市选用深证成份指数每日收盘指数。研究的总样本为开业至 2003 年 1 月 29 日的数据。下文的研究以上海股票市场为例,深圳股票市场的研究方法相同。以上海股票市场为例,1990 年 12 月 19 日至 2003 年 1 月 29 日的上证综合指数走势情况见图 2。

从图 2 可以看出,上海股票市场从 1990 年 12 月 19 日至 2003 的 1 月 29 日主要经历了 8 个峰值和 8 个谷值,具体见表 1。

为了对股市波动进行较为准确的划分,需要设定一些标准将股市波动划分成不同的阶段。本

$\alpha_1 < 0$ 的这种情形被称之为“杠杆效应”,指股票价格下降减少了权益的价值(对比公司债而言),股票价格的大幅度下降将增加企业的杠杆作用,这样就会相应增加持有股票的风险。

文根据艾略特波浪理论并结合我国股市发展的政策干预和制度变迁特征,将上海股票市场价格波动划分为 13 个波段共 4 个波浪,详见表 2。

表 1 中国股票市场波动周期划分表

	上证指数	时间
峰值 1	1429 点	92.05.26
低谷 1	386 点	92.11.17
峰值 2	1558 点	93.02.16
低谷 2	325 点	94.07.29
峰值 3	1025 点	94.09.13
低谷 3	512 点	96.01.19
峰值 4	1258 点	96.12.11
低谷 4	855 点	96.12.25
峰值 5	1510 点	97.05.12
低谷 5	1047 点	99.05.17
峰值 6	1756 点	99.06.30
低谷 6	1341 点	99.12.27
峰值 7	2245 点	01.06.14
低谷 7	1339 点	02.01.29
峰值 8	1748 点	02.06.25
低谷 8	1311 点	03.01.06

表 2 波段划分表

序号	波段	波动趋势、波幅	波浪
1	90.12—92.05	上升:95 点—1429 点	浪
2	92.06—92.11	下跌:1429 点—386 点	
3	92.11—93.02	上升:386 点—1558 点	
4	93.02—94.07	下跌:1558 点—325 点	浪
5	94.08—96.01	盘整:325 点—1052 点—512 点	
6	96.01—97.05	上升:512 点—1510 点	浪
7	97.05—99.05	下跌:1510 点—1047 点	
8	99.05—99.06	上升:1047 点—1756 点	
9	99.07—99.12	下跌:1756 点—1341 点	
10	00.01—01.06	上升:1341 点—2125 点	浪
11	01.06—02.01	下跌:2125 点—1339 点	
12	02.02—02.06	上升:1339 点—1748 点	
13	02.07—03.01	下跌:1748 点—1311 点	

其中、浪主要为上升浪,、浪主要是下跌浪。按此波动阶段的划分,将总样本区分为两部分:其中 1990 年 12 月 19 日—1993 年 2 月 16 日和 1996 年 1 月 20 日—2001 年 6 月 14 日为股市的上涨阶段(称为“牛市”阶段,样本简称 Bull); 1993 年 2 月 17 日—1996 年 1 月 19 日和 2001 年 6 月 15 日—2003 年 1 月 6 日为股市的下跌阶段(称为“熊市”阶段,样本简称 Bear)。对牛市和熊市阶段分别进行研究,以考察“利好”和“利空”信息在“牛”、“熊”市中的影响是否具有不同的表现。

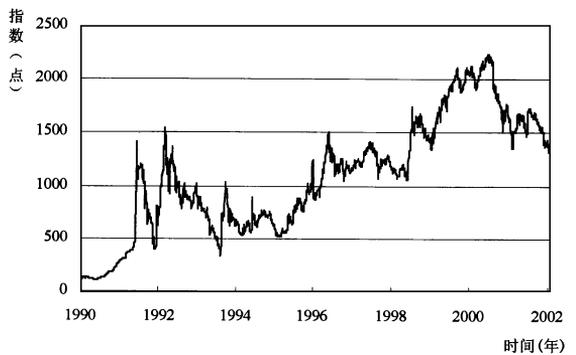


图 2 上海股票市场综合指数走势图

三、实证研究

EGARCH 是对股票收益模型的残差,即非预期股票收益进行分析的,因此首先需要建立股票收益模型,获得非预期股票收益。Pagan 和 Schwert (1990) 提出了一种获得非预期股票收益的方法:首先调整周末效应,然后自回归去除收益序列中的可预测部分,余下部分才为非预期股票收益。股票收益率 R_t 取对数收益率,即 $R_t = \ln(P_t/P_{t-1}) = \ln P_t - \ln P_{t-1}$,其中 P_t 为 t 时刻股价指数。

Cross 和 French 分别于 1973 年和 1980 年发现在纽约证券市场上,从周五交易收盘至周一交易收盘这段时间内股票收益率一般低于一周中的其他交易日,即存在着周末效应。所谓股票收益的周末效应是指股票平均收益率周一为负,且比一周其他交易日的股票收益率都低。俞乔(1994)、徐剑刚(1995)、戴国强和陆蓉(1999)等的研究发现中国股票市场上也存在周末效应。

1. 首先将股票收益序列分离周末效应,建立模型:

$$R_t = \phi_0 + \phi_1 TUE_t + \phi_2 WED_t + \phi_3 THU_t + \phi_4 FRI_t + v_t \quad (4)$$

其中, R_t 是每日股票收益, $TUE_t, WED_t, THU_t, FRI_t$ 是虚拟变量,

$$TUE_t = \begin{cases} 1, \text{周二} \\ 0, \text{其他} \end{cases} \quad WED_t = \begin{cases} 1, \text{周三} \\ 0, \text{其他} \end{cases}$$

$$THU_t = \begin{cases} 1, \text{周四} \\ 0, \text{其他} \end{cases} \quad FRI_t = \begin{cases} 1, \text{周五} \\ 0, \text{其他} \end{cases}$$

2. 对上述模型的残差进行自相关性检验

若残差存在自相关,则进行自相关性纠正:

$$\hat{v}_t = \hat{v}_{t-1} - \rho_1 \hat{v}_{t-1} - \rho_2 \hat{v}_{t-2} - \dots - \rho_m \hat{v}_{t-m} \quad (5)$$

Durbin-Watson (DW) 检验是广泛使用的自相关性的检验方法。根据高惠璇等(1998), DW 检验零假设 $H_0: \rho_j = 0, (j = 1, \dots, m)$, 指定 1—5 阶残差自相关性的 DW 检验, 检验的结果为:

表 3 残差自相关性的检验

	DW	Pr < DW	结论
Bull	1.7718	< 0.0001	存在自相关性
Bear	1.8835	0.0292	存在自相关性

DW 为 Durbin-Watson 统计量的值, Pr 为边缘概率, 若边缘概率小于显著性水平 (指定显著性水平 $\alpha = 0.05$), 则表示正自相关 ($\rho_j > 0$), 若边缘概率大于 $1 - \alpha$, 则判定负自相关 ($\rho_j < 0$) 存在。

从表 3 的结果可以看出, Bull 市场 1 阶 Durbin-Watson 检验为显著正自相关, 因此 2、3、4、5 阶检验被忽略。Bear 市场 2 阶 Durbin-Watson 检验也为显著正自相关, 因此更高阶检验被忽略。表 3 的结果说明无论是牛市还是熊市阶段的样本自回归模型的残差均存在自相关性, 因此必须进行自相关性的校正。

3. 确定自回归误差模型的阶数

DW 检验不应用于自回归阶数的确定。为得到模型(5)残差的自回归阶数, 选用逐步自回归方法, 通过指定 SAS AUTOREG 过程的 BACKSTEP 选项得到。初始阶数为 $nlag = 6$ (一星期有 5 个交易日, 阶数选择为 $5 + 1$), 估计采用极大似然法。对 Bull 市场来说, 自回归项向后消除的报告显示在时间间隔 5、4、2、6 的自回归参数不显著并且被消除, 因此自回归残差模型为 AR(1, 3), 对 Bear 市场来说, 自回归项向后消除的报告显示在时间间隔 3、1、4、5、2 的自回归参数不显著并且被消除, 因此自回归残差模型为 AR(6)。

4. 检验残差的异方差性

然后检验残差 v_t 的异方差性。普通回归模型的关键性假设之一是误差的方差保持不变, 如果误差方差不为常量, 那么数据被称为有异方差。异方差性的存在使得普通最小二乘回归估计 (OLS) 不是有效的。指定 SAS AUTOREG 过程的 ARCHTEST 选项进行残差的异方差性检验, 从 Q 统计量和 LM (拉格朗日乘子) 检验结果显示, 在显著性水平 $\alpha = 0.05$ 下, Bull 和 Bear 市场均存在 ARCH 效应, 这样就可以进一步估计 EGARCH 模型。

5. 估计 EGARCH 模型

上述检验表明, 牛市和熊市阶段股指收益序列自回归模型的残差不仅存在自相关性, 而且存在异方差性, 经过自相关性校正后最后估计的 EGARCH 模型见表 4 和表 5。

阶数的选法见高惠璇等编译《SAS 系统 SAS/ETS 使用手册》, 中国统计出版社, 1998 年版, 第 123 页。

表 4 牛市股指收益 EGARCH 模型

变量	系数	标准误	t 值	Pr > t
常数	0.002885	0.0000377	76.51	<0.0001
Tue	-0.000535	0.000694	-0.77	0.4410
Wed	-0.002836	0.000124	-22.93	<0.0001
Thu	-0.000978	0.0000410	-23.87	<0.0001
Fri	-0.001073	0.000394	-2.72	0.0065
AR1	0.0285	0.0563	0.51	0.6122
AR3	-0.0588	0.0181	-3.24	0.0012
EGARCH0	-0.3568	0.1127	-3.17	0.0015
EGARCH1	0.8577	0.0546	15.71	<0.0001
EGARCH1	0.9432	0.0129	72.90	<0.0001
	0.1535	0.0444	3.46	0.0005

表 5 熊市股指收益 EGARCH 模型

变量	系数	标准误	t 值	Pr > t
常数	-0.005028	0.000413	-12.17	<0.0001
Tue	0.007616	0.001074	7.09	<0.0001
Wed	0.003434	0.000112	30.78	<0.0001
Thu	0.002681	0.000756	3.55	0.0004
Fri	0.002929	0.002289	1.28	0.2007
AR6	0.1037	0.0259	4.00	<0.0001
EGARCH0	-0.1069	0.0257	-4.16	<0.0001
EGARCH1	0.2516	0.0289	8.70	<0.0001
EGARCH1	0.9813	0.003917	250.51	<0.0001
	-0.3509	0.0690	-5.09	<0.0001

四、结论及原因分析

本文采用 EGARCH 模型检验了在牛市和熊市阶段我国股票市场对“利好”和“利空”信息的不平衡性反应。表 4 和表 5 的结果显示上海股票市场存在显著的 EGARCH 效应(牛市:AR(1,3)-EGARCH(1,1),熊市:AR(6)-EGARCH(1,1))。从 EGARCH 模型的检验结果看,在 $\alpha = 0.05$ 的显著性水平下,牛市 β 显著为正(0.1535),熊市 β 显著为负(-0.3509)。深圳股票市场的检验结果与上海股票市场类似,深圳股票市场也存在显著的 EGARCH 效应(牛市:AR(1,3,4)-EGARCH(1,1),熊市:EGARCH(1,1))。从 EGARCH 模型的检验结果看,在 $\alpha = 0.05$ 的显著性水平下,牛市 β 显著为正(0.0864),熊市 β 显著为负(-0.1635)。说明我国股票市场存在显著的非对称信息效应,且牛市和熊市的非对称信息效应表现不同。牛市阶段股票市场的非对称信息效应体现为显著的收益正冲击效应,即“利好”消息对股票市场的影响大于“利空”消息对股票市场的影响;熊市阶段股票市场的非对称信息效应体现为显著的收益负冲击效应,即“利空”消息对股票市场的影响大于“利好”消息对股票市场的影响。

实证研究的结果体现了我国股票市场强市恒强、弱市恒弱的现象,是什么原因造成我国股票市场在牛、熊市中对“利好”和“利空”信息产生不平衡性的反应呢?

1. 从投资者的预期看,我国股票市场上显著的非对称信息效应是一种正反馈交易(Positive feedback)行为的体现。正反馈交易行为建立在适应性预期的基础上,由于过去的价格增长产生了对价格进一步增长的预期,反之亦然。其特点是对价格过度预期或对价格走势的积极跟进(如“追涨杀跌”)。这种反馈主要是对价格持续增长模式的反应,而不是对价格偶然变化的反应。在牛市中价格持续上涨(“利好”)使得投资者产生价格进一步上涨的预期,于是积极跟进(追涨);对于牛市中的“利空”则认为是价格的偶然变化,不会产生价格反向变化的预期,所以在牛市中对“利空”的反应不是很强烈。在熊市中价格持续下跌(“利空”)使得投资者产生价格进一步下跌的预期,于是竞相抛售(杀跌),其效应远大于在熊市中不会产生持续性预期的“利好”效应,所以价格趋向于进一步下跌。正反馈交易使价格的变动趋势被加强,价格变动的幅度增大。

2. 从投资者的构成来看,我国证券市场的投资者从对市场的影响力来看可分为两类:具有资金、信息绝对优势的券商、投资基金、私募基金、个人大资金等,这部分投资者可以被概括为机构投资者或“庄家”;另一类是在数量上具有优势,但资金量相对很小,信息获取和分析能力较弱,协同行动也很困难的中小投资者,市场称之为“散户”。散户投资者在获取、鉴别和利用信息方面的能力远不如机构投资者。由于在获得信息的及时性、准确性方面处于劣势,散户投资者往往认为机构投资者的操作方向包含了自已尚未获得的信息,因此在操作上积极跟进机构投资者,这就形成了散户追涨杀跌的操作风格。而机构投资者为了实现超额收益,有可能采取分仓对倒、制造虚假成交量的手法,人为制造滞后甚至虚假的信息,诱使中小投资者跟风,使中小投资者成为正反馈交易者,加剧了证券市场的波动。

3. 从投资者的心理来看,对投资者行为的研究表明:市场参与者所做决策往往并不是从自身的最优价值判断出发,而是首先推测其他参与者的判断。这种从众行为也称选美博弈或羊群效应。这一行为是由于在群体一致性的压力下,个体寻求试图解除自身与群体之间冲突、增强安全感的手段。导致人们的从众行为除了心理因素,还有新闻媒体的消息传播、市场流言以及市场人气等等因素。从众行为会产生一种信号的放大机制,市场上一条并不很重要的信息就很有可能通过这套放大机制在市场投资者中产生很大的共振。而牛市中的“利好”和熊市中的“利空”就容易产生“羊群效应”,因为这种信息更符合大多数人的判断。

4. 从交易机制来看,我国股票市场目前还缺乏双边机制或做空机制,这决定了我国股票价格变化方向上的不对称性,加剧了市场价格单向波动趋势。单向操作使投资人在股票市场的价格波动中只能随波逐流,即追涨杀跌,从而更加剧了价格的波动幅度,使投资的风险加大。同时由于缺乏一些常用的避险手段如股票期货、指数期货或期权等金融衍生工具,投资者无法进行套期保值和风险规避。在牛市行情中,投资者将资金不断投入股市,其结果是股价不断攀升,股市风险加大。面对增大的风险,投资者只能通过减仓来降低风险,而不能使用期货进行套期保值。在熊市行情中,投资者只能卖出股票,等待行情见底时建仓,而不能运用期货卖空来减轻股市下跌的压力。此外,我国证券市场投资品种稀少,只有股票、国债、企业债券和可转换债等少数几种,加之股权中占大部分的国有股、法人股不能上市流通,股票的供求关系的失衡,投资者也不能通过分散投资减少对股市的依赖,这会加剧股市风险单向累积。

本文用实证的方法揭示了我国股票市场在牛市和熊市阶段对“利好”和“利空”信息的不平衡性反应特征,并对其产生的原因进行了简单的分析。对这一实证研究结果可进一步进行研究。如对于投资者来说可对这一现象进行反向利用:当“利好”对市场的影响大于“利空”时,可大致判断市场处于强势阶段;反之当“利空”的影响大于“利好”时,市场可能处于弱势阶段。再如对不平衡性反应

