

S HUIZHI JINRONG TOUZIZHE DE
XINGWEI YANJIU

数字金融投资者的 行为研究

张迎新 © 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press



图书在版编目 (CIP) 数据

数字金融投资者的行为研究/张迎新著. -- 北京:
经济科学出版社, 2022. 5
ISBN 978 - 7 - 5218 - 3540 - 3

I. ①数… II. ①张… III. ①数字技术 - 应用 - 金融
投资 - 投资行为 - 研究 IV. ①F830. 59 - 39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2022) 第 051319 号

责任编辑: 刘怡斐
责任校对: 王京宁
责任印制: 张佳裕

数字金融投资者的行为研究

张迎新 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

编辑部电话: 010 - 88191348 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京财经印刷厂印装

710 × 1000 16 开 9 印张 240000 字

2022 年 7 月第 1 版 2022 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 3540 - 3 定价: 46. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

序

20 世纪 90 年代互联网的诞生，为人类社会更快的信息共享鼓与呼。但随着过去 10 年间社交媒体的发展，人类又越来越强烈地感受到被信息淹没的焦虑。每天都有大量的社交媒体消息铺天盖地而来，特别是在网红经济模式下，人们对特定消息的关注越多，该类消息也越多，以至于被陷入一张没有边界的消息（或者说信息）“大网”中。信息如此之多，变化如此之快，人们头脑思考系统的承载能力能跟上人们产生信息的能力吗？如果不能，如此大量的信息会对人们的思维模式乃至行为模式产生怎样的影响？有人怀疑鉴于人脑思考系统承载能力有限，当信息爆炸时，人们会陷入信息越多，反应越快、思考越少的困境。

我国著名的学者金观涛曾经说过，人类在这个世界上需要充分地认知三个方面内容：对大自然的认知，对社会（他人）的认知，对人自己的认知。三者缺一不可，否则就会失去平衡。近 200 年来，随着科技革命的多次兴起，推动着人类对自然的认知能力快速地提升，人类对社会的认知也在稳步地前行，但人类对自己的认知似乎远远地落后于前两者。数字信息技术的发展将人对自己的认知，尤其思维方式认知的重要性再次提出，尽管依然没有太多人意识到这一点，但近年来“认知”这个词开始在学界越来越多地出现，认知科学也成为了一门年轻的学科。在中国认知科学学会的网页上，对认知科学的定义是这样的：认知科学是研究人类的认知和智力的本质和规律的科学，其研究范围包括知觉、注意、记忆、动作、语言、推理、抉择、思考、意识乃至情感动机在内的各个层次和方面的人类的认知和智力活动。认知科学的一个重要特点是空前的高度跨学科，是在心理学、计算机科学和信息科学、神经科学和脑科学、科学语言学、比较人类学和进化相关科学、其他多个基础科学和数学、科学哲学乃至其他多门社会科学的交界面上涌现出来的新兴科学。在当前信息过载的时代，如何让脚步慢一些，让头脑冷静些，可能最好的办法就是首先要了解认知科学，了解大脑的决策方式并利用这些来指导自己的思考和学习。

2017年6月,张迎新来到我的办公室,跟我讨论其博士论文的选题。基于在网络借贷活动中发现的大量快速投资行为,她提出了探究投资者快思考的影响因素以及投资表现的研究想法。“快思考”对于金融领域的研究而言似乎是一个陌生的词汇,然而,从大脑思维方式探究投资表现听起来是一个有趣并值得研究的选题。随着知识的创新和发展,学科的交叉、融合与相互渗透已广泛地发生在各个学科领域,从金融投资的角度研究人们的快、慢思考,实在是一个探讨个人决策和行为模式的好角度,既能了解个人的投资决策中的思维特点,又可以为认知科学的发展添砖加瓦。经过近两年的努力,张迎新完成了她的博士论文研究,本书是张迎新博士论文的延续之作。

在本书中,作者以交叉学科为背景,将双系统决策理论引入金融学研究领域,集中探讨了投资者采用快思考决策方式的影响因素以及对投资表现带来的影响。作者深入地讨论了在投资决策中投资者的决策方式和行为,从双系统激活环境和运作条件的角度探讨了内外部因素对转变决策方式的影响,为进一步地理解投资者行为提供了新思路和新证据。这项研究对完善行为金融学和认知科学均有很好的学术意义。

中国有14亿多人口,资本市场中个人投资者已突破1.9亿人,了解如此庞大的个人投资者群体决策和行为特征,无疑对于资本市场有序发展、政府有效监管、投资者有效投资均有重要的意义。尽管目前已有更多关于投资者行为的研究,但大部分研究围绕着投资者的选股行为、投资业绩以及行为偏差等方面展开,鲜见关于决策行为背后的思维 and 选择过程研究,而后者恰恰是解释行为的深层逻辑所在。也正因此,本书对于决策行为研究同样具有很重要的实践意义。

人类对自然的认知已经取得了巨大的成就,但对自身的认知却刚刚起步,期待作者能以本书的出版为契机,继续探索投资者行为相关领域研究,为认知科学的发展作出更多的努力,也为了解投资者进而促进资本市场的持续发展作出更大的贡献。

李 焰

2021年12月

前言

2017年1月2日，在济南前往香港的飞机上，偶然间翻开飞机上的杂志，看到了一篇有关自控力的文章。文章提到在行为经济学上有一个概念叫做决策疲劳，指的是短时间内，你作出的决策越多，精力越疲惫，内心越不愿意再一次权衡利弊，导致你的决策越来越随意。文章还提到减肥的经历。在大量运动消耗了你的意志力之后，是不是更抵挡不了巧克力的诱惑了？总是想找机会“慰藉”自己一下，导致前功尽弃。看完这篇文章时，让我联想到了《思考，快与慢》（*Thinking, Fast and Slow*）中同样出现的巧克力例子，即测试者需要在限定时间内记住一串7位数的数字，同时被告诉记住这串数字是其首要任务，当有人端着甜点让测试者在蔬菜沙拉和巧克力蛋糕中选择时，大部分测试者选择了诱人的巧克力蛋糕，表明系统2在忙碌时，系统1对行为的影响更大。由此系统1更加偏爱甜食。自此，我将决策疲劳、系统1和系统2记在了心里。而在回到香港后，李焰老师让我去统计一下某网络投资平台投资时间的分布状况时，这让我想到了系统1和系统2在现实中的衡量方式，并在此基础上，在广泛地阅读了双系统理论的文献后，开始思考从哪些角度入手研究投资者决策方式以及投资表现。

本书基于某网络投资平台真实的交易数据以及基于互联网运行的特殊机制设置，探讨了投资者经验、投资时间段以及睡眠状况对投资者采用快思考决策方式的影响。进一步，详细的还款记录使得检验决策方式对投资表现的影响成为可能。《思考，快与慢》这本书自上架以来长期雄踞各大网站的畅销排行榜前10名，其美誉度不言而喻。该书提出的双系统在当前信息化社会具有重要的时代意义。当前人们经常感觉到时间被偷走，注意力越来越涣散，难以集中，这是因为技术的发展和生活方式的改变使人们的生活逐渐变得碎片化，同时人们也身处一个需要经常作出迅速判断和决策的时代。因此，了解人们如何作出选择以及为什么这样选择可能会在自己要犯错误时充当一个提醒的“铃声”作用。

思考，快与慢或者系统1和系统2，又或者快思考和慢思考看似耳熟能详，

但是在经济学和金融学的领域是一个全新的概念和领域，在研究初期打过很多次“退堂鼓”，而在李焰老师和吴峰老师的鼓励下以及自己浓厚的兴趣下，终于完成了这本书的主要内容。关于投资者决策和行为金融学，自2015年入学开始阅读文献以及在上完行为金融学这门博士课程后，就强烈地吸引着我，一直到现在我从一名博士生转变为青年老师，并逐渐指导学生成为研究生导师，一提到行为金融的研究仍然能让我眼睛放光，可能这就是真正的热爱吧，一种发自内心的兴趣。目前，我正在从文化、环境、污染等角度探讨对投资者或企业管理者行为的影响，期待更多的学者关注行为金融领域以及期待与各界学者展开深入的交流。

感谢北京工商大学对出版此书的资助。本书涵盖金融学研究生课程行为金融学的部分内容，是北京工商大学金融学一流专业建设的成果之一。在此，特别感谢李焰教授、吴峰教授、杨德勇教授、倪国华教授、张正平教授、李飞副教授、郝俊红副教授、王琳老师、盛思思博士后和孙春兴对我的大力支持。感谢我的学生徐姝雨、王杰、孙春雨和杜怡静对本书的文稿校对。

张迎新

2021年12月

目 录

第1章 引言	1
1.1 数字时代的新挑战	1
1.2 思考, 快与慢	3
1.3 本书研究内容	5
1.4 研究意义	6
第2章 文献综述	9
2.1 双系统信息加工系统	9
2.2 投资者经验与快决策	17
2.3 投资者有限注意力与快决策	25
2.4 投资者睡眠剥夺与快决策	29
2.5 文献评述	34
第3章 数据结构	36
3.1 数据来源	36
3.2 “快思考” 衡量方式	36
第4章 决策经验与快思考	39
4.1 本章引论	39
4.2 研究设计与研究假设	42
4.3 样本数据与变量定义	43
4.4 实证结果	46
4.5 进一步分析	52
4.6 本章小结	65

第5章 有限注意力与快思考	67
5.1 本章引论	67
5.2 研究设计与研究假设	69
5.3 样本数据与变量定义	70
5.4 实证结果	73
5.5 进一步分析	77
5.6 排除其他解释	78
5.7 稳健性检验	83
5.8 本章小结	92
第6章 睡眠缺失与快思考	93
6.1 睡眠缺失	93
6.2 研究设计与研究假设	96
6.3 实证策略	98
6.4 实证结果	100
6.5 进一步分析	109
6.6 本章小结	116
第7章 结论	118
7.1 主要研究结论	118
7.2 研究的主要创新点	120
7.3 研究不足与研究展望	120
参考文献	122