

# 投资者信心指数十年回顾： 从投资者信心看证券市场、看宏观经济

为持续监测反映投资者信心变化，投保基金公司自 2008 年 4 月起，按月开展投资者信心调查并编制投资者信心指数。2013 年，投资者信心指数被纳入国务院证券期货行业运行情况风险预警监测指标体系，为管理层了解投资者信心变化、监测证券市场风险、加强预期管理提供了参考。为进一步发挥投资者信心指数在研判市场风险、分析宏观经济运行态势中的作用，我们运用动态条件相关（DCC）多维 GARCH 模型、非线性 Granger 因果检验、谱分析和白噪声检验等方法，对十年投资者信心指数与证券市场和宏观经济主要指标进行了相关性及传导效应研究。

## 一、投资者信心指数十年运行情况

投资者信心指数由八个子指数构成（图 1），指数数值介于 0-100 之间，50 为中性值。指数大于 50 时，表示投资者中持乐观、积极看法的比例大于持悲观、消极看法的比例，投资者信心整体偏向乐观。指数值越高，表示投资者信心越强。指数小于 50 时，表示投资者中持乐观、积极看法的比例小于持悲观、消极看法的比例，投资者信心整体偏向悲观。

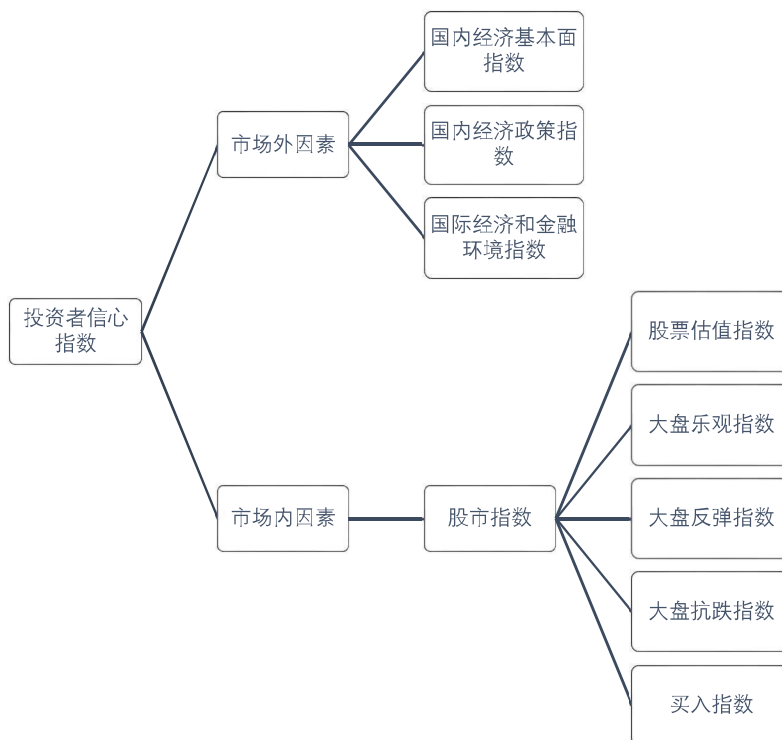


图 1：投资者信心指数构成图

2008 年 4 月至 2018 年 4 月，投保基金公司共编制投资者信心指数 121 期（图 2），高于 50 中性值的有 91 期，低于 50 中性值的有 30 期。2014 年 12 月指数达到最高值 71.2，最低值为 2008 年 8 月的 36.3，历史平均值 54.7，整体位于偏乐观区间。从年度平均值来看，2009 年投资者信心指数平均值最大，为 62.2，其次是 2014 年和 2015 年，平均值同为 59.5；2008 年（4 月至 12 月）指数平均值最小，仅为 44.8，也是唯一低于 50 中性值的年份。从年度振幅来看，2015 年振幅最大，为 70.7%，其次是 2008 年（4 月至 12 月）61.4%、2014 年 52.1%。自 2016 年以来，投资者信心指数企稳修复特征明显，2016 年振幅 26.3%，2017 年仅为 19.8%，指数波动幅度逐渐减小，投资者对市场保持稳定偏中性的态度。

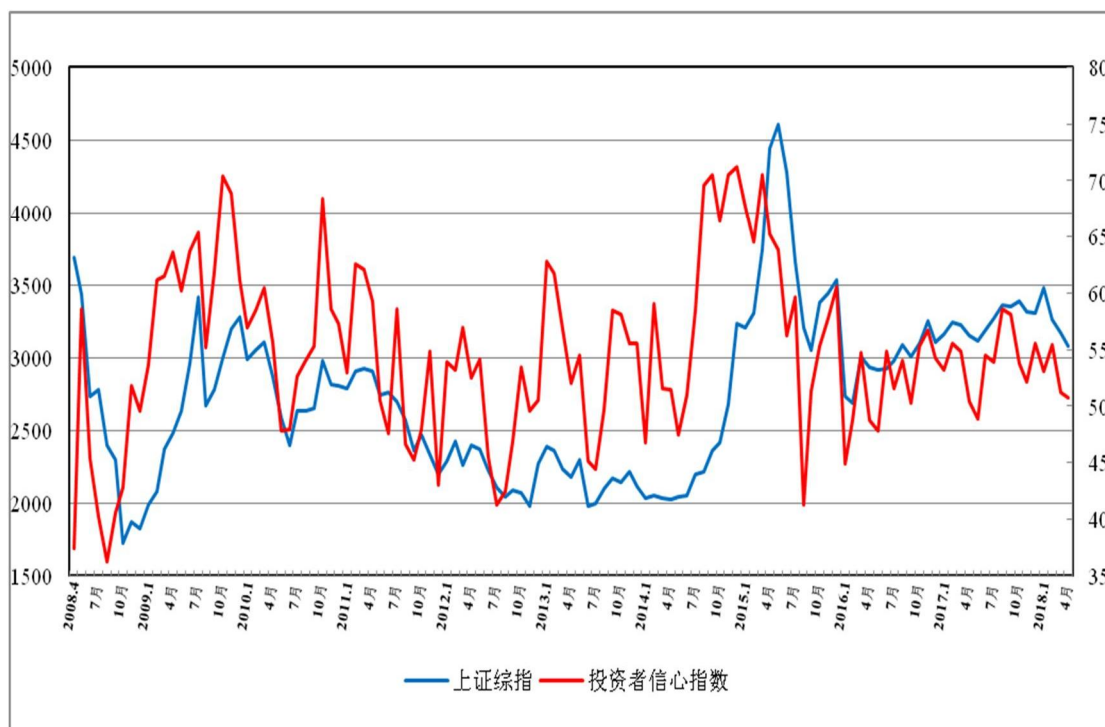


图 2：投资者信心指数（右轴）与上证综指走势对比图（2008 年 4 月—2018 年 4 月）

八个子指数十年来呈现出不同的特点。国内经济政策指数均值达到 58.8，且大部分时间都在 50 中值上方运行，而国内经济基本面指数均值为 54.4，特别是在投资者信心指数处于乐观区间时，投资者对政策的信心明显高于基本面，反映出我国投资者对政策红利的依赖性较强。国际经济金融环境指数均值较低，仅为 41.1，大部分时间投资者对海外市场环境都保持谨慎态度。股票估值指数均值 52.3，整体来看投资者对 A 股总体估值水平的判断中性偏积极，该子指数在关键时间节点通常领先于总指数发生变动。大盘乐观指数均值 55.5，与总指数走势基本一致。大盘反弹指数均值为 48.9，2008 年以及 2011 年至 2014 年上半年，长期位于 50 中值以下。大盘抗跌指数均值达到 60.7，除 2008 年和 2015 年初持续下降外，十年间波动幅度较小。买入指数均值为 53.6，与总指数走势大致相同。值得注意的是，2016 年以来，买

入指数大部分时间均低于 50 中值，投资者追加投资股市的积极性不高。

## 二、投资者信心指数与证券市场的互动关系

### (一) 投资者信心指数与证券市场主要指数均存在明显正相关性，与上证 50 的相关性最强

研究发现，投资者信心指数与上证综指之间存在显著的正相关性，特别是在大盘波动率较高时期（2008 年 4 月至 12 月、2009 年 1 月至 2010 年 4 月、2014 年 6 月至 2015 年 7 月），两者的动态相关关系更加明显。另外，为进一步研究投资者信心指数与不同板块分类指数的相关性，我们选取沪深 300、上证 50 和中小板指进行比较分析（表 1、图 3）。结果显示，投资者信心指数与不同板块分类指数同样存在很强的动态相关性。其中，与上证 50 的动态相关性最强，系数为正的比例达到 85.34%，均值和中位数达到 0.31 和 0.35，标准差为 0.24；与沪深 300 的动态相关性次之；与中小板指动态相关性弱于上证 50 和沪深 300。相比中小板指数，投资者信心指数与大盘蓝筹指数的协同变化趋势更加明显。

表 1：投资者信心指数与证券市场主要指数的动态相关系数统计表

	最大值	最小值	标准差	均值	中位数	系数为正的 比例
上证综指	0.84	-0.57	0.31	0.36	0.41	83.62%
沪深 300	1.00	-0.46	0.27	0.24	0.26	80.17%
上证 50	0.75	-0.26	0.24	0.31	0.35	85.34%
中小板指	0.75	-0.58	0.37	0.17	0.24	68.97%

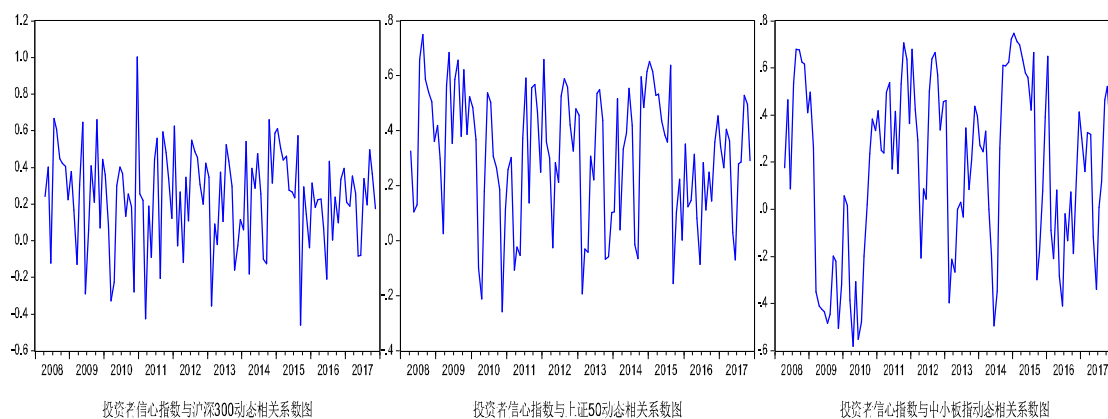


图 3：投资者信心指数与证券市场主要指数动态相关系数图

子指数方面(表 2)，股票估值指数与上证综指动态相关系数最大值为 0.30，最小值为-0.87，负相关关系显著，表现出一定的不对称性，这说明投资者在股价上涨时倾向于认为股价被高估。而国内经济基本面、大盘抗跌、大盘反弹以及国际经济和金融环境指数与大盘走势存在较强的正相关关系，特别是近两年国际经济和金融环境指数与大盘的正相关性明显增强，说明投资者对 A 股受海外市场影响的关注度逐渐提高。此外，由于投资者往往过高估计国内经济政策对大盘走势产生的影响，使其判断出现偏差，导致国内经济政策指数与大盘的动态相关关系不强且波动较大。而买入指数与大盘的动态相关性也不稳定，正负相关参半，一定程度上表现出我国投资者缺乏稳定的投资策略，追加或减少投资的随意性较强。

表 2：投资者信心子指数与上证综指动态相关系数统计表

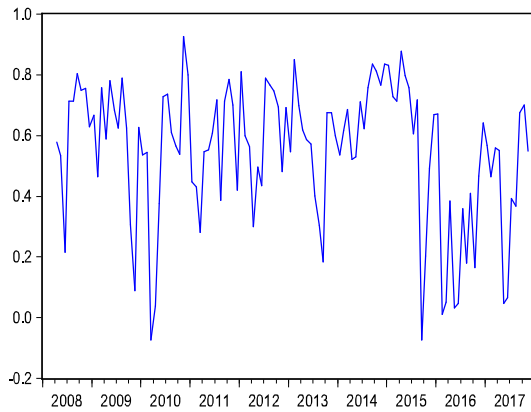
	国内经济基本 面指数	国内经 济政策 指数	国际经 济和金 融环境 指数	股票估 值指数	大盘乐 观指数	大盘反 弹指数	大盘抗 跌指数	买入 指数
最大值	0.92	0.81	0.92	0.30	0.84	0.92	0.70	0.73
最小值	-0.54	-0.83	-0.45	-0.87	-0.54	-0.55	-0.51	-0.61
标准差	0.37	0.42	0.31	0.29	0.32	0.34	0.23	0.33
均值	0.48	0.10	0.61	-0.57	0.32	0.62	0.27	0.01
中位数	0.61	0.11	0.73	-0.68	0.37	0.76	0.27	-0.02
系数为 正比例	84.48%	60.34%	92.24%	2.59%	77.59%	90.52%	87.93%	48.28%

## （二）投资者信心指数较好反映了市场活跃度，在市场不同运行阶段与大盘波动率的相关性也不同

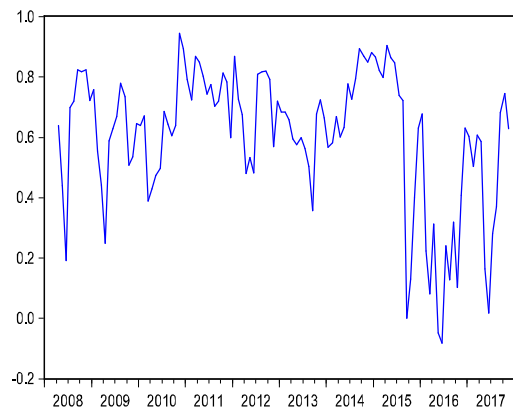
投资者信心指数与股票日均成交量、成交金额存在很强的动态相关关系，且相关性稳定（表 3、图 4）。数据显示，投资者信心指数与上述两项指标的动态相关系数为正的比例均达到了 98.28%，均值分别为 0.55 和 0.60，中位数为 0.60 和 0.65，2015 年下半年相关系数略有下降，2016 年逐渐回升，多数时间保持在 0.4 以上，较好反映了证券市场的活跃度。

表 3：投资者信心指数与日均成交量、成交金额动态相关系数统计表

	最大值	最小值	标准差	均值	中位数	系数为正的 比例
股票日均 成交数量	0.93	-0.07	0.23	0.55	0.60	98.28%
股票日均 成交金额	0.94	-0.08	0.23	0.60	0.65	98.28%



投资者信心指数与股票日均成交数量动态相关系数图



投资者信心指数与股票日均成交金额动态相关系数图

图 4：投资者信心指数与日均成交量、成交金额动态相关系数图

尽管投资者信心指数与大盘波动率大多数时间呈现负相关关系，但在市场出现大幅上涨的时期（2008年11月至2009年7月、2010年7月至11月、2014年7月至2015年5月），两者却呈现出明显的正相关，即波动率越大，信心指数越高；当市场处于下行阶段时（2008年4月至11月、2010年1月至6月、2015年6月至2016年2月），两者的负相关关系急剧增强，即波动率越小，信心指数越高。由此可见，在市场不同运行阶段，投资者信心指数与大盘波动率的相关性也不同。监管部门可参考这一规律特征，根据市场形势变化，及时采取有效措施使股市维持在合理波动区间，避免由投资者的非理性行为演化为系统性的群体偏差，防范市场风险。

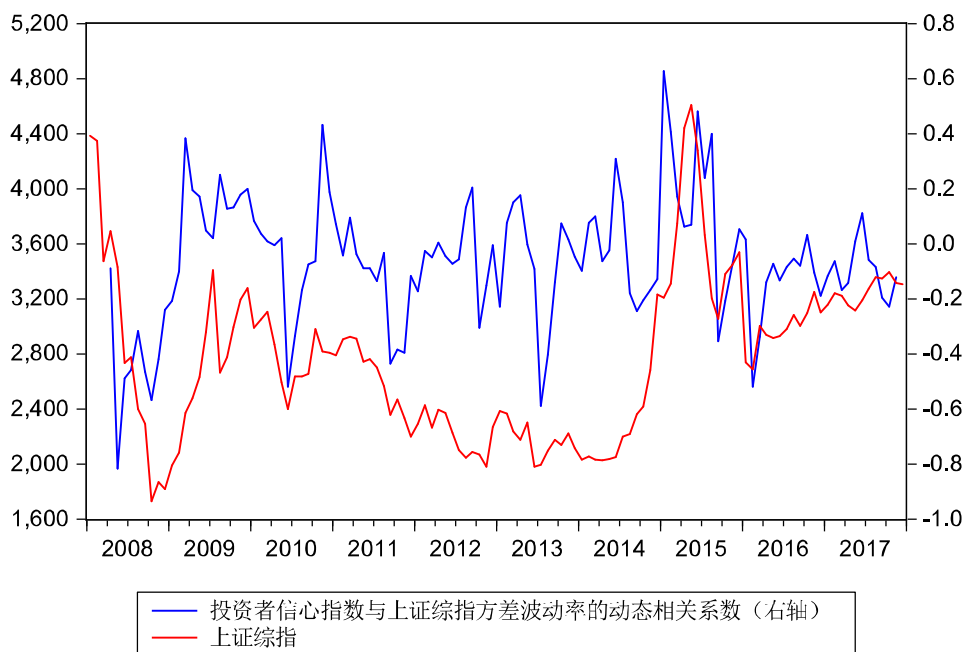


图 5：投资者信心指数与上证综指方差波动率的动态相关系数图

### （三）投资者信心指数对证券市场主要指标具有传导性，可做为证券市场先行预警指标

研究发现，投资者信心指数对我国证券市场主要指数、市场波动率以及股票日均成交金额等主要指标均具有良好的传导效应（表 4），分别表现出不同程度的先行性特征，对市场重大转折点的预测作用显著，可做为证券市场的先行预警指标。2008 年，金融危机全面爆发前的几个月投资者信心持续下滑，8 月降至最低值 36.3，而上证综指在 10 月达到底部，投资者信心指数比上证综指提前两个月见底；2015 年 3 月，投资者信心指数达到年内最高 70.5，随后即出现明显下降，而上证综指则是在 5 月达到顶部，投资者信心指数较上证综指提前两个月见顶。具体来看，传导效应由快到慢分别为沪深 300、上证 50、股票日均成交金额、上证综指和中小板指。可以看出，投资者信心的变动更容易对大



盘蓝筹股走势产生影响。另外，投资者信心指数对大盘波动率也具有传导性，特别是信心指数连续几个月呈现趋势性变化时，传导效应更加明显。同时，投资者信心指数对证券市场指数的传导速度快于对波动率的传导速度，可以为防范市场大规模波动提供决策时间。

表 4 投资者信心指数与证券市场指标的非线性 Granger 因果检验统计表

指标 X	滞后阶数	原假设				判断
		指标 X 是信心指数 Y 的原因		指标 Y 是信心指数 X 的原因		
上证综指	1	p=0.8604	T=-1.082	p=0.0366**	T=1.7909	Y 是 X 原因
股票日均成交金额	3	p=0.1257	T=1.1470	p=0.0821*	T=1.3904	Y 是 X 原因
沪深 300	1	p=0.4264	T=0.1853	p=0.0372**	T=1.7838	Y 是 X 原因
上证 50	1	p=0.4481	T=0.1302	p=0.0682*	T=1.4890	Y 是 X 原因
中小板指	1	p=0.9409	T=-1.5629	p=0.0928*	T=1.3234	Y 是 X 原因
上证综指方差波动率	2	p=0.0428**	T=1.7185	p=0.0865*	T=1.3621	互为因果
上证综指已实现波动率	3	p=0.0461**	T=1.6835	p=0.0466**	T=1.6778	互为因果
上证综指极差波动率	1	p=0.1053	T=1.2518	p=0.0393**	T=1.7579	Y 是 X 原因
沪深 300 方差波动率	2	p=0.0467**	T=1.6768	p=0.1130	T=1.2104	X 是 Y 原因
沪深 300 已实现波动率	3	p=0.0533*	T=1.6130	p=0.0489**	T=1.6552	互为因果
沪深 300 极差波动率	2	p=0.0496**	T=1.6480	p=0.0845*	T=1.3750	互为因果
上证 50 方差波动率	2	p=0.0466**	T=1.6779	p=0.0464**	T=1.6798	互为因果
上证 50 已实现波动率	2	p=0.0399**	T=1.7511	p=0.0458**	T=1.6863	互为因果
上证 50 极差波动率	1	p=0.1219	T=1.1651	p=0.0306**	T=1.8710	Y 是 X 原因
中小板指方差波动率	6	p=0.4623	T=0.0946	p=0.0744*	T=1.4435	Y 是 X 原因
中小板指已实现波动率	4	p=0.2153	T=0.7878	p=0.0942*	T=1.3150	Y 是 X 原因
中小板指极差波动率	2	p=0.0929*	T=1.3226	p=0.2147	T=0.7902	X 是 Y 原因

(注：\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%显著性水平上拒绝原假设)

### 三、投资者信心指数与宏观经济的内在联系

#### (一) 投资者信心指数与我国主要宏观经济指标具有较强的相关性

在总量经济方面，除了 2014 年下半年大盘大幅上涨期间以外，投资者信心指数与宏观经济景气指数中的先行指数和滞后指

数、采购经理人指数（PMI）、GDP 季度累计同比增速以及工业增加值同比增速均具有较强的正相关关系。特别是与 PMI 的动态相关系数为正的比例达到 84.48%，表明投资者信心指数能够较好地反映宏观经济走势；而与 GDP 季度同比增速、工业增加值同比增速动态正相关，则表明投资者信心指数对经济增长也具有一定的解释能力。

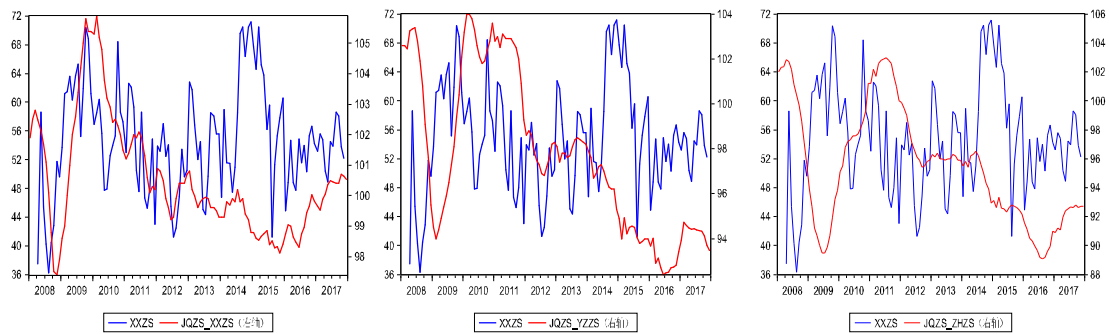


图 6：投资者信心指数与宏观经济景气指数走势对比图

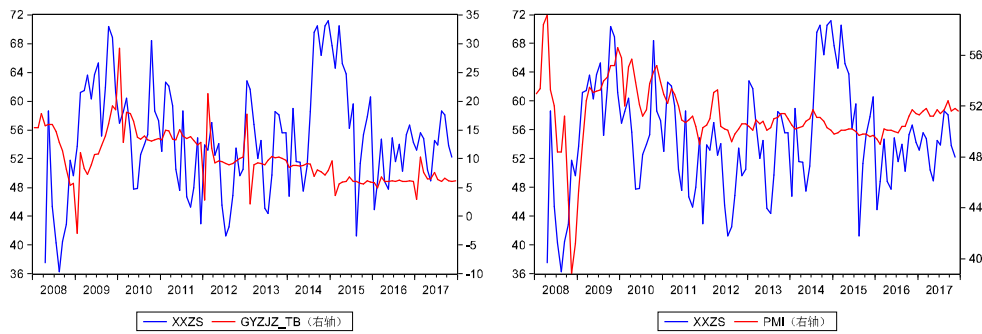


图 7：投资者信心指数与工业增加值同比增速、PMI 走势对比图

消费方面，投资者信心指数与 CPI 的相关性不明显，与消费者信心指数存在一定关联性。特别是 2015 年以来，投资者信心指数与 CPI 动态相关系数稳定在负数，与消费者信心指数则出现了明显的上升趋势，主要原因是两者都包含了对于未来经济走势的预测。

金融方面，投资者信心指数与 M1 同比增速的动态相关系数为正的的比例达到 67.24%，均值为 0.15，中位数 0.17，表现出较

明显的正相关，特别是近几年有逐渐上升的趋势；与社会融资规模的动态相关系数虽不大，且变动幅度较大，但系数为正的比例较高，达到 73.28%，且 2015 年以来基本稳定在正相关，社会融资规模对投资者信心的正面作用日益凸显。

国际贸易方面，投资者信心指数与进出口总额相关系数为正的比例达到 66.38%，均值为 0.16，中位数 0.22，总体呈现正相关，但标准差达到了 0.44，说明两者的相关关系波动较大。值得注意的是，2017 年以来，两者基本稳定在正相关区域。

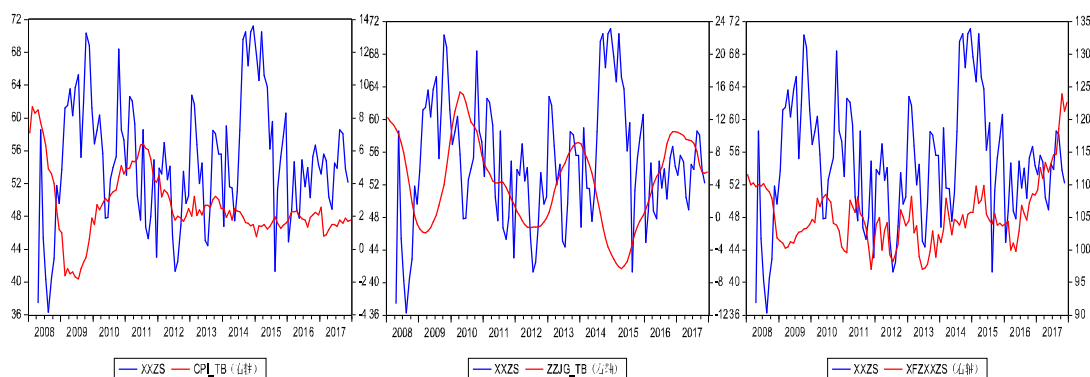


图 8：投资者信心指数与 CPI 同比指数、70 个大中城市新建住宅价格同比指数、消费者信心指数走势图

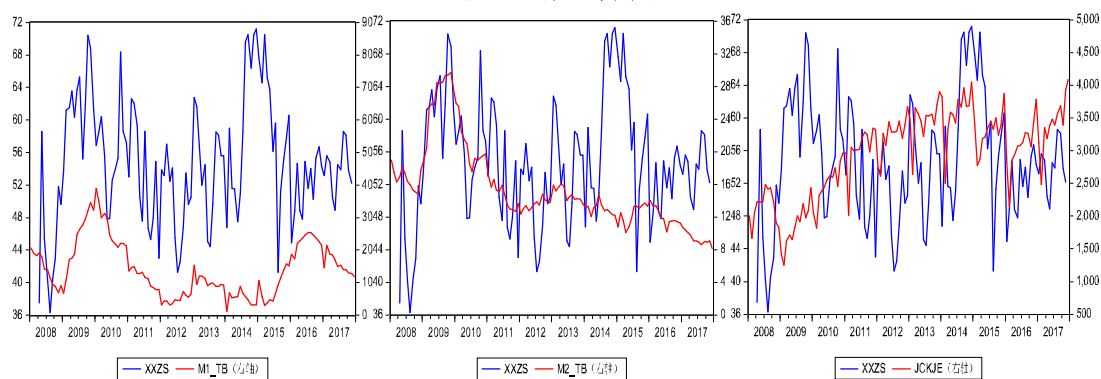


图 9：投资者信心指数与 M1 和 M2 同比增速以及进出口总额走势图

## （二）投资者信心指数与不同宏观经济指标之间具有相互传导效应

投资者信心指数能够较好地反映我国宏观经济发展的景气状况，尽管领先期数明显大于对证券市场的领先期数，但与宏观

经济景气指数中的先行指数走势基本保持一致，略领先于一致指数，明显领先于滞后指数。就到达重要波峰和波谷的先后顺序来看，投资者信心指数相比 PMI、工业增加值同比增速均具有一定的领先优势，说明投资者信心的提高能够带动工业生产活动的活跃度。我们还发现，投资者信心指数针对消费者信心指数的领先期数较少，主要原因在于投资者对股市和宏观经济的信心首先会影响到其消费行为，较快传导至终端消费领域，这也符合经济学原理和市场实际情况。

另外，投资者信心指数对 CPI 的影响作用有限，但 CPI 同比增长对投资者信心指数产生一定传导效应，主要原因是 CPI 反映了货币发放速度，对市场资金面构成影响，进而影响到投资者信心；同时，进出口总额以及 70 大中城市新建住宅价格同比指数对投资者信心指数也产生传导效应，说明投资者对这两个指标也较为关注。

#### 四、结论和建议

第一，证券市场生态系统中，涉及宏观经济基本面、经济政策、外部环境等诸多因素，而投资者信心与大盘走势具有相关性和传导效应，与各因素耦合后往往会产生较大的共振效应，从而引起市场大幅波动。有关部门应持续关注投资者信心变化，改善舆论环境，在重要时间节点提前对市场做出正面引导，使投资者建立起稳定的心理预期。特别是对投资者信心产生显著负面影响的因素，应重点关注，加强正面宣传解读和舆论引导。

第二，投资者信心指数与市场波动率存在显著的动态相关性和一定的传导效应，有关部门可将投资者信心指数做为衡量市场风险的参考指标，对波动率进行预判，及时采取措施防范股市出现异常波动。在维护金融安全的大背景下，投资者信心指数对波动率的预测作用具有更加深刻的意义。

第三，投资者信心指数能在一定程度上反映出我国宏观经济发展状况，尤其是对 PMI、工业增加值同比增速具有一定的领先优势，可做为有关部门研判宏观经济走势的参考性指标。

第四，我国投资者对政策因素敏感度高，而政策影响通常具有时效性，导致投资者信心波动较大。因此，有关部门首先应做好新政发布前的调查研究工作，根据市场实际情况把握新政出台的时间和节奏。新政发布后，通过各主流媒体、自媒体平台全方位加强政策解读，稳定市场预期。

（中国证券投资者保护基金公司调查评价部）

2018 年 5 月 28 日

## 免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。