

第19课：数字货...

大家好，我是丹华。

本节我们把目光转向投资者群体，讨论框架的第二个核心变量：市场情绪周期。

什么是情绪？

每个人都有情绪，喜怒哀乐，七情六欲。每个人都会被情绪所影响，甚至主导。你我都有过情绪激动甚至失控的时候。

所谓情绪，实际上是我们对身体知觉到的内外部刺激的一种复杂反应，情绪会激发生理反应、感觉、认知以及行为。情绪具有较强的情景性、机动性和暂时性。

情绪具有普遍性和跨文化性，是人类适应和沟通表达的工具。达尔文认为，情绪是人类几千万年进化的产物，情绪帮助我们适应世界，是适应的一种工具。进化学家们越来越清楚，情绪是一种遗传性的、对外部环境作出定性分析、并激发适应行为的一种心理机制。

情绪的适应价值

情绪的适应性价值在于：情绪反应是无意识的，往往先于我们的理智和知觉发生，目的是对外部环境和情境做出快速评价。按诺贝尔经济学奖得主、心理学家丹尼尔·卡尼曼的观点，情绪属于大脑的系统1，是快思考，理智和分析等功能，则对应于大脑里的系统2，属于慢思考。

简单来说，情绪反应，能在瞬间帮我们回答三个对生存繁衍至关重要的问题：

1. 这东西危险吗？
2. 能吃吗？
3. 能和它交配吗？

情绪驱动我们趋利避害

情绪是长期进化的产物，是原始人类适者生存的关键机制。情绪，帮助人类快速评估环境中所有事物和行为的适应意义。它将感官数据简单粗暴地分为两类，好的——对我有利，或坏的——对我有害。

大自然这一实用主义分类的结果是：所有个体都积极趋向有利刺激即奖励，努力避开有害刺激即惩罚。比如，情绪为我们先天性地设定了许多选择偏好，如甜和苦，冷和热，森林和荒漠，香和臭，美和丑，对花朵和果实的喜爱，勇敢和懦弱等等。

价格波动决定情绪

在21世纪的今天，依然存在着激烈的生存竞争和优胜劣汰，只不过战场从大自然转移到了人类社会——金钱、权力和社会地位。不得不承认，金钱、权力和社会地位，直接决定了我们在社会中的适应能力和水平。

具体到资本市场上，情绪主要取决于价格波动。因为，价格的波动意味着你的个人财富在波动。

价格上涨时的情绪

- 股价上涨的时候，肾上腺素加速分泌，看着账面资产增加，自尊和金钱同时得到了市场的奖赏，感到兴奋和满足。
- 虽然我们只是面对屏幕，但内心和几十万年前我们扛着一头野猪哼着小曲走回村落的感觉，完全一样。我们知道自己判断正确，并将之归功于自己的英明神武。
- 面对浮盈我们沾沾自喜，认为还会上涨。我们持续盯着屏幕，也许会有下跌，但那不重要，那是偶然现象，一定还会继续上涨的。不经意地，我们选择性地忽视负面信息，放大利好信息。
- 随着价格上涨，内心的目标价一步步调高。
- 这时我们可能会后悔买的太少，不然就能赚的更多。也许应该趁胜追击，激进者甚至开始考虑加杠杆。
- 上涨会改变我们的认知。三根阳线改变三观。股价上涨迫使我们调整认知，以解释当前走势。

价格下跌时的情绪

- 当股价下跌的时候，眼睁睁看着账面盈利变为亏损，人们的心情多数五味杂陈，是郁闷、紧张、恐惧和后悔，神经系统引导肾上腺释放荷尔蒙，进而导致内部组织释放血糖、升高血压，心跳加快，瞳孔放大，增加出汗和唾液分泌，皮肤温度降低。郁闷是因为自己判断失误，被市场惩罚，损失了财富。紧张是因为担心股价可能进一步下跌，导致亏损加大，并时刻准备着是不是要止损。恐惧和害怕导致身体暂时“被冻住”，全身僵硬，无法行动。我从来没见过一个人在面临下跌时极度兴奋、活蹦乱跳的，除非他做空了。至于后悔，当然是抱怨自己没有及时卖出，产生“我之前明明就是想卖出的”的幻觉。
- 价格下跌也会产生侥幸心理，认为下跌只是暂时的，一定会涨回来。
- 股价下跌，同样会改变认知。人们会怀疑自己是不是搞错了，开始反思，寻找各种负面因素来解释下跌。有时候负面因素是显而易见的，有时却并不那么明显。无论如何，人们会找到足够的理由来说服自己：市场确实要下跌了。一旦说服了自己，人们就会采取行动，减仓甚至清仓，这又会加剧下跌趋势。随着市场持续下跌，越来越多的人挖掘甚至炮制负面信息，扭转自己的观点。这时利好信息往往会被选择性地忽视。

价格涨跌如何形成情绪循环？

图1和图2展示了一个典型的个人投资者的情绪周期，可能很多朋友都当做笑料转发过。可以看到，投资者的态度和情绪是如何被价格涨跌周期所左右的。在市场上，价格周而复始，情绪周而复始。人们对资产价格的信心的波动和资产价格本身的波动是几乎同步的。如果你有过多年的投资经验，相信会深有感触。

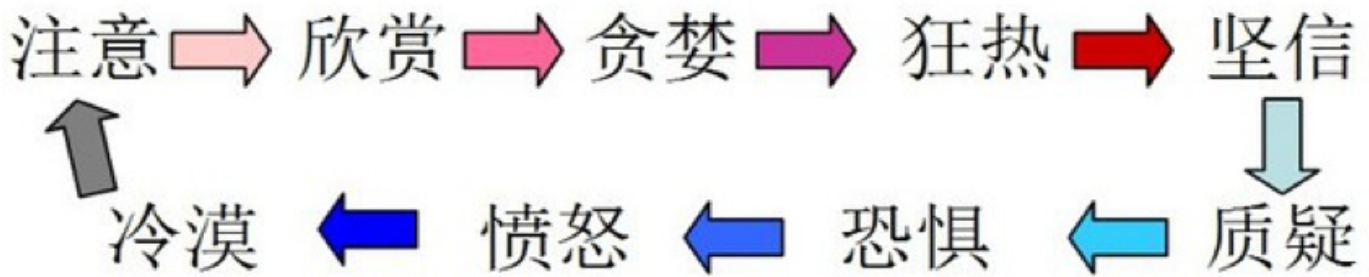


图1 个人投资者的典型的情绪波动循环

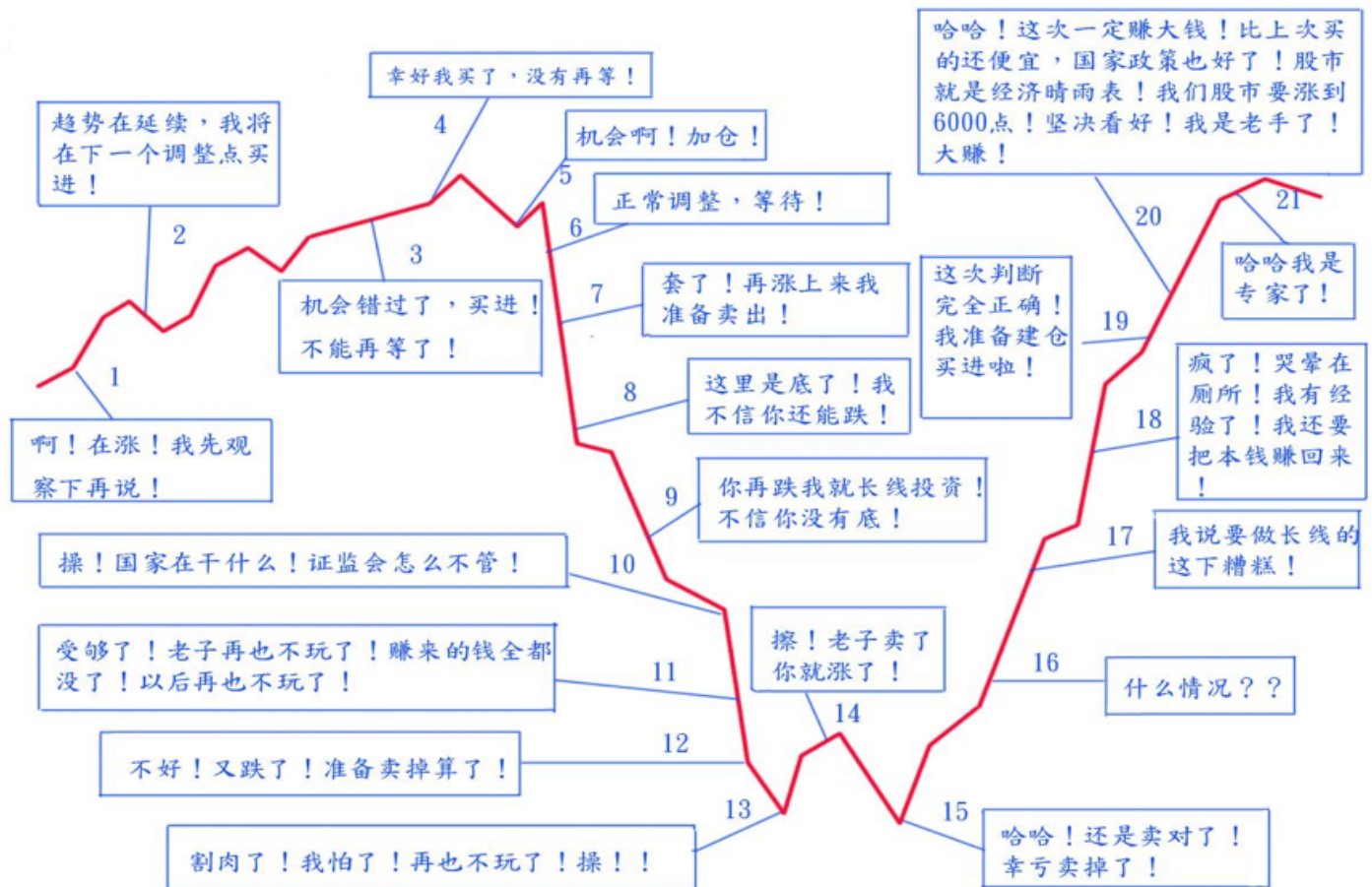


图2 典型投资者在牛熊周期中的情绪表现

价格-情绪周期：从个人到群体

有了上述的理性和感性储备以后，我们可以再进一步，把这些感性认识系统梳理一下，看有没有可能发现一些重复的模式。

我们很容易想象，在面对价格涨跌时，市场中千千万万的投资者会因产生相似的情绪波动，而且情绪还会像病毒一样，在投资者之间广泛传播。当所有个人的情绪汇集成海后，就变成了群体的情绪。

在资产价格循环中，人们无数次地观察到，投资者群体的情绪呈现出极为相似的周期性，即所谓情绪周期，在价格上涨时从乐观到疯狂，价格下跌时从疑惑到绝望。

价格周期和情绪周期，二者互为因果，如影随形。我们可以通过情绪周期来更准确地判断价格周期。

价格情绪周期5阶段

通过进一步的梳理和挖掘，我们发现，任何资产的长期价格波动中，投资者的群体情绪反应都可以被划分为特征明显的五个阶段。

第一阶段：牛市初期，每个人都悲观和迷茫

第二阶段：牛市形成过程，大众看法逐渐趋同

第三阶段：泡沫化过程，疯狂与贪婪达至顶峰

第四阶段：熊市开始，从激动到怀疑和悲观

第五阶段：熊市后期，情绪绝望低迷

第一阶段：牛市初期，每个人都悲观迷茫

- 熊市已经持续了较长时间，市场不再低迷，但人们依然沉浸在熊市氛围中；
- 价格已经持续上升了数月，甚至更久，期间会有一定的调整或横向盘整；
- 市场乐观情绪开始滋生，并且开始相互传染，蔓延开来；
- 大部分人开始疑惑市场到底能涨多久，何时应该入场；
- 预期回报率依然很低，落袋为安的保守主义盛行；
- 保守谨慎的人希望等待一次大跌再进场；
- 市场上存在着大量的机会，似乎很难做决定——多数投资者变得无所适从；
- 一旦大幅调整，人们往往认为市场会恢复正常，不会出现明显的上涨或下跌趋势。

第二阶段：牛市形成过程，大众看法逐渐趋同

- 市场调整的时间比多数人预想的要短，幅度也小得多；
- 价格节节攀升，不断创出短期新高；
- 没有买入而踏空的人不断抱怨“涨幅惊人，市场疯了”；
- 从专业人士到财经记者，人们越来越趋向市场会继续上涨，但随时会有大幅调整；
- 对价格的预测逐渐乐观，市场的自我强化开始形成；
- 人们对价格涨幅（收益率）的预期越来越高；
- 每个人都不愿意错过机会，原本保守者开始买入，早期进场者已经大赚；
- 开户数增加，交易活跃，新“韭菜”不断涌入，多数没有经验却极度自信；
- 大牛市的观点开始出现，市场加速上升，这强化了人们对趋势的信心；
- 谨慎保守者和泡沫论者遭到大众的无情嘲笑；

第三阶段：泡沫化过程，疯狂与贪婪达至顶峰

- 价格持续大幅上涨，已经攀升到很高；
- 所有人都认可有泡沫，但认为这次有所不同，新世界已经提前来临；
- 对未来价格的预测高得离谱，梦想一夜暴富；
- 没有人做认真细致的研究和分析，没有人在乎真相；
- 所有人都在追逐风险，故事越讲越大，越讲越离谱；
- 街头巷尾都在谈论投资该领域，全民投入，疯狂押注，不再安心工作；
- 外行鄙视内行，胆大鄙视胆小，“韭菜”们很快就赚了很多钱，飘飘然到处吹嘘；
- 长期持有、非卖品、十年牛市、超级牛市的说法大行其道，听不到反对声音；

- 人们对收益率预期非常乐观，如随便买、至少50%、至少翻倍等；
- 到处都充斥着某某三个月十倍、财务自由、移民海外的传说；
- 每个人都默认牛市会继续，人们开始超前消费和炫富，尤其是所谓“大佬”；
- 相关产品热卖，瞬间抢购一空，瞬间百亿，新人换旧人；
- 频频有文章强调大牛市对于国家、民族的重要性；
- 全球峰会论坛特别多，垃圾品种涨幅超过主流品种；
- 长期牛市培育出许多成功法门；长期持有，BTFD（Buy the Fucking Dip），回调就买，投资就是买未来；

第四阶段：熊市开始，从激动到怀疑和悲观

- 由于某种可知或不可知的原因，市场开始暴跌；
- 暴跌初期，人们往往认为是正常调整，千载难逢的买入良机，甚至越跌越买；
- 开始下意识地否定谣言和悲观信息，认为下跌只是暂时的，中长期前景依然向好；
- 熊市前几个月，投资者依然沉浸在牛市情绪中，垃圾票涨的多，依然很活跃。
- 峰会论坛依然很多（参考币圈），忙着圈钱拉人头，项目由少变多，投资者由多变少；
- 跌幅扩大，投资者的账面盈利快速消失，甚至开始亏损；
- 人们开始惊慌失措，恐惧心理在市场蔓延，继而加剧了下跌的趋势；
- 媒体会炮制出一套逻辑来解释下跌，如最常见的外资阴谋论、大佬砸盘；
- 人们开始破口大骂或调侃之前看多的分析师、大V、专家、交易所等，挖出无数黑幕，都是无耻的骗子；
- 随着下跌持续，大众情绪从恐慌到麻木，内心逃避损失，选择闭口不谈或卧倒装死，甚至以长期投资安慰自己；
- 所有实质性的利好消息都无法阻挡市场下跌；
- 一直看空者开始跳出来装大神，论证自己如何英明神武；
- 投资者开始接受现实，幻想从“回到牛市高点”变为“回本就行”；
- 痛定思痛，发誓永不炒股，好好工作才是王道；
- 人们变得谨慎和淡漠，风险意识提升，认为任何机会都有风险；
- 人们开始重新重视确定性和保守投资，适配于熊市的认知框架建立；

第五阶段：熊市后期，情绪绝望和低迷

- 反弹的幅度越来越小，价格波动区间越来越小，成交量极小，行情低迷；
- 大部分资金都已经撤走，先前叫嚣“长期持有”的人亏损严重，保持沉默；
- 每个人都很悲观，每个人都认为还会暴跌，而且随时可能暴跌；
- 价格对信息的反应比较麻木，只有重磅利好才会刺激价格上涨；
- 一有下跌立即清仓，短线交易、有赚就跑、积少成多的投资理念在市场中弥漫；
- 投资者心里感知的跌幅远远大于实际跌幅，暴跌暴涨的标准在降低；
- 投资者极度厌恶风险，认真的分析研究逐渐盛行；
- 每个人都非常谨慎保守，保守投资、价值投资、低风险低收益率的策略受到追捧；
- 认知上，人们已经形成一套比较公认的长期熊市逻辑/研究框架，且该认知深入人心。
- 之前的牛市逻辑被完全抛弃，被认为是集体狂热和泡沫，甚至大骗局；
- 分析逻辑走向另一个极端，市场开始追捧新的逻辑框架；
- 没有人举办会议和线下聚会，新项目由多变少，投资者由少变无；
- 产业趋冷，基金难以发行，长期困局后产业抱团，部分项目团队解散；

情绪周期有什么用？

每个市场（股票、外汇、债券、房地产）的价格周期都无一例外对应着投资大众的情绪演化周期。

价格周期难以捉摸，而情绪周期则有大量的蛛丝马迹可供投资者观察和推断，因而更具操作性。投资者可以通过观察自己、周围朋友、媒体和互联网社群等，来识别大众的情绪特征，以确定当前处于五个阶段的哪一个阶段，从而形成一个中长期的判断。比如，在熊市末期和情绪恢复期应该逐步买入，甚至越跌越买；全面牛市和熊市初期应该考虑减仓或清仓。



情绪周期模型在比特币中的验证：比特币的情绪周期（2013.6-2016.9）

（可加作者微信danhua80索取清晰大图）