

《行为金融学》作业参考答案

第9章

一、思考习题

1、理性泡沫与非理性泡沫的区别是什么？

答：①理性泡沫理论是以“理性预期”和“有效市场理论”为前提进行分析研究的。理性泡沫存在的条件为：资产永续存在、投资者拥有完美同质的理性预期、泡沫的增长率等于贴现率。②非理性泡沫理论关注泡沫形成和破裂中的行为因素，强调噪声交易、正反馈交易、羊群行为以及情绪和社会舆论传染在泡沫形成过程中的作用。

2、推动资产泡沫形成的个体心理偏差有哪些？系统性群体偏差的因素有哪些？它们如何对资产泡沫的形成发生作用？

答：个体心理偏差：①有限注意与过度自信。乐观投资者因仅注意到正面信息而产生过度自信的交易行为，进而造成市场乐观情绪上涨。悲观投资者因卖空约束而不能是否信息，而乐观投资者情绪和过度自信将形成正反馈效应而推动资产泡沫的膨胀。②自我归因偏差。人们倾向于收集支持自己信念的信息，而将与其固有信念相反的信息视为噪声。因此，投资者会选择性的根据某些支持自己信念的噪声来修正自己的价值预期。使价格朝着初始信号的方向运动，使价格偏离基础价值，从而导致泡沫的产生。③启发式偏差。投资者将更多的权重放在“吸引注意力”的消息上，从而产生对股价的过度反应。例如：若投资者不认为股价服从随机游走而是具有某种趋势性，因此当股价连续几天上涨时会使投资者产生未来股价还会上涨的规律，从而导致过度买入与股价上涨

系统性群体偏差：①信息瀑布。主体因信息不对称倾向于利用前面的决策者公布的决策信息，而放弃使用自己的私人信息，以致后面所有人的决策产生趋同。信息瀑布导致公开信息缺乏信息含量。倘若投资者放弃负面的私人信号，会使资产价格无法反映坏消息而推动价格高涨。②羊群行为。投资者认为选择与大多数人的决策保持一致是最优决策。当市场处于乐观状态时，羊群行为将推动社会乐观情绪的高涨，看涨的心理预期将推动资产价格上涨以滋生泡沫。此外，羊群行为使理性投资者也转向以噪声交易为占优策略的从众投机，并进一步加剧资产价格对基础价值的偏离，从而加快泡沫的膨胀。③正反馈机制：受价格趋势影响，并进一步推动价格朝同一方向变化的市场交易被称之为正反馈交易。价格上涨—价格上涨预期—抢购—价格进一步上涨—预期进一步增强，便形成了金融泡沫膨胀过程中的正反馈循环。④新的投资者的持续涌入。泡沫由内幕消息者、噪声交易者与机构大户推动，再由技术分析能力强的人跟进，

而新投资者最后行动。新投资者并无经验，带有较高的乐观情绪与风险偏好，产生过度自信的交易行为而引发泡沫

3、个人、群体、机构、社会等因素如何相互作用，最终导致金融泡沫的形成？

答：个体因为自己的有限理性，会产生心理偏差，在交易中会使得市场价格对其基础价值的偏离，从而会产生价格泡沫，投资者个体的非理性是诱发金融泡沫的微观基础。而大量的研究表明个体投资者的心理偏差通常并不会相互抵消，而是通过个体与个体之间的互动影响，形成系统性的群体偏差，系统性的群体行为偏差则是资产泡沫持续放大和膨胀的关键因素。而在真实的世界中，机构是推动金融泡沫加剧的不可忽略的因素，委托代理关系的存在使金融机构倾向于投资风险资产并加剧其投机的行为，而这种风险转嫁机制使金融机构有动机推动虚拟财富创造和金融泡沫的产生。投资者的互动和交易行为是引起资产价格变化的直接因素，而他们所处的社会环境以及彼此之间在市场外互动，包括口头信息传播和媒体信息传递等因素推动了整体市场情绪的演变和发展，形成非理性的繁荣与恐慌，助涨了泡沫的发展和破裂。

4、请思考如何能够更有效的减少非理性行为对金融泡沫产生和推动的影响？

答：①从个人投资者角度：通过金融教育等方式传递正确的投资理念，帮助投资者认识自身存在的心理与行为偏差。以期在以后的行为中尽量避免非理性行为，培育合格的投资者。寻找专业或智能的投资顾问，避免自身的情绪干扰。②从机构投资者的角度，需要培育成熟的机构投资者市场。机构投资者作为专业投资者，因信息优势与认知优势被市场寄予厚望，更多的机构投资者将有利于市场的稳定。设计合理的机构投资薪酬体系，降低委托代理冲突。③从监管者角度：建立公正透明的信息披露体系，降低投资者的信息不对称。抑制噪声交易的发生；加强对机构投资者操纵以及媒体炒作、上市公司合谋等行为的监管。避免监管漏洞导致的人为泡沫；建立智能监管体系，通过对投资者交易行为的精确识别来发现异常现象；完善货币政策的传导，疏通流动性。④从市场角度：进一步降低套利约束，减轻套利者的套利风险与成本；建立智能交易系统，培育更强的理性套利者市场。

二、案例分析

1、疯狂的普洱茶

一百多年前，云南运输以马帮为主的年代，茶商把一些劣质的或隔年报废的茶叶及茶碎末渥堆发酵后压成饼，低价卖给贫困的马锅头使用。因为便宜而

且紧密好带，很适合随身携带饮用。通过马锅头的传播，普洱茶被带到部分藏民地区，因为便宜，当地人用它来配酥油茶。后来人们渐渐发现它的颜色、味道等独特的优点，普洱茶的市场逐渐扩大。到了近代，随着马帮的消失，多数云南人已经不喝普洱茶了，它主要的市场是销往内地部分藏区、广东、香港及遍布粤籍华侨的东南亚。

2005年3月，思茅市茶叶节策划了被誉为有关普洱茶的最大的行为艺术的“马帮茶道 瑞贡京城”活动。云南的一些茶商披蓑戴笠、牵马驼垛，扮演成马锅头的样子，沿着旧时马帮进京的路线一路北上，声势浩大地率领120匹骡马驮着6吨优质普洱茶，于10月18日抵达北京。媒体对此争相报道，在全国引起极大轰动。在这种炒作行为的带动下，普洱茶价格一步步走高，并一发而不可收拾。

2006年9月，昆明首届中国普洱茶国际博览交易会上，一种双绿牌宫廷散茶一百克茶叶以22万元被成功拍卖。

2007年3月，普洱茶价格开始增大飙升的力度，与2006年相比，猛涨3-5倍。老牌“大益 7542”从2006年的4000多元一件涨至8000多元，很快升至12000元、18000元、22000元，甚至上演了一天之内三次提价的盛况。收藏普洱茶的人越来越多，甚至有人卖掉宝马车收购普洱茶，一块七子茶饼拍出160万元的天价。茶叶市场形成了排山倒海的普洱热：普洱茶成了神话，普洱茶成了钞票印刷机！人们可以从各色人等、各种信息渠道听到令人耳热心动的财富说教：陈年普洱茶“比黄金还贵”，是“能喝的古董”；一块存放了50年的普洱茶饼，身价已经和本田车差不多；在香港的一些茶行里，不经意拿出的一片茶砖就能换来一辆奔驰车。

这期间，许多茶厂玩起了对倒游戏。以每公斤100元的价格，将普洱茶卖给经销商，经销商却并不主动推销这些产品，而是等待茶厂“回收”，回收的价格可能是200元、300元甚至500元。这样，在普通散户看来，普洱茶的价格似乎节节攀升，其实交易只在庄家内部对倒而已，一些按捺不住的散户就会高价抢入。在普洱茶价格疯狂蹿升的日子里，一些大茶行的员工们需要做的事就是一天去昆明茶市看一次价格，彼此谁也不敢出手卖货，剩下的时间就是整天沉浸在发大财的美梦中不能自拔……在当时全国数千万的“普迷”心目中，普洱茶已经具备了和法国勃艮第葡萄酒之类的高档奢侈品一样的全球性名贵地位和身份特征，甚至有人产生了拜物教徒的幻觉。

面对疯涨的普洱茶，茶商们的“抢新”行动异常疯狂。4月份是收春茶的季节，全国各地的茶商蜂拥到云南抢货，而云南本地各大茶厂也派人到茶山争抢原料“茶菁”。一大早，五六个采茶人同时爬上一棵茶树采摘，收茶人在树下或坐或

站，焦急地等待春芽被摘下来。普洱茶市场疯狂的程度可以从买茶的方式略见一斑，那就是，茶叶还没有发芽的时候就已经付钱了！很多茶商冬天就跑到茶农家里收购茶叶，而这时的茶叶甚至还看不到一点新芽的踪影，收茶的人是用麻袋装着现金，睡在茶农家里，等待着树上的春芽。

2007 年下半年，大崩盘开始了，普洱茶价格持续下滑，普洱茶毛茶价格从 2007 年 4 月的每吨六万多元跌到 2008 年的一万多元。据业内人士估算，价格的雪崩至少使国内的普洱茶市场价值蒸发了 150 亿元左右。普洱茶价格的下滑可以用“恐怖”来形容，一位茶商说，“跳水快得让人来不及反应，就 3 天时间，前天还是 22000 元一件，第二天上午就跌到 15000 元，下午就 12000 元，第三天刚睡醒就是 9500 元了。”

时至今日，在昆明、西双版纳、思茅、宁洱等地，往日的过度喧嚣都已经终止。尽管外地游客每天还要被导游强制性的引导到大大小小的茶行购物，宣讲普洱茶的种种诱人之处，但那些人为附着在一种普通植物饮料身上的不着边际的大话、神话已经无人认同，它的基本消费品功能重回正位，投资品功能逐渐被世人淡忘。

问题：

(1) 投资者个体和群体的买卖行为推动普洱茶泡沫产生的机理是什么？还有哪些社会因素对普洱茶泡沫产生推动作用？

(2) 中国的普洱茶热潮与 16 世纪的荷兰郁金香热潮相比有什么异同点？这个过程中，个人、社会媒体、茶商等各自扮演了怎样的角色？对泡沫的形成起到了怎样的推动作用？

(3) 在中国，类似于普洱茶的投资热潮还有兰花、冬虫夏草、和田玉等，请查阅相关的资料，分析各种热潮的形成和演变过程。

(4) 怎样才能从制度安排、规则制定、社会诱导、认知教育等方面理性诱导人们对实物的投资？

2、“全民狂欢”——2007 年中国股市的盛宴

2007 年中国股市只可以用四个字形容，“全民狂欢”。这是自 1999 年之后资本市场的又一场无度盛宴。自 2006 年上证股指突破 2000 点之后，股市的复苏已成事实，曾经在 2007 年 2 月底出现过一次有预谋的大洗盘，紧接着便是一路高歌。在 4~9 月的半年时间里，股指连连上攻，热点频繁转换，市场价值呈几何级膨胀，市盈率高达五六十倍，甚至成百上千倍的股票相当之多。在这段时间里，新开户股民每天多达 30 万人，涌进来的这些人不仅有城市白领、理财老手，还有大学生、农民、小商贩、邻居的大妈们。

8 月 9 日，沪深两市上市公司股票总市值达到 21.147 万亿元，超过 2006 年

21.087 万亿元的国内生产总值总量，这意味着我国 A 股上市公司股票总市值首次超过国内生产总值。如果把香港上市的内地公司市值计算在内，中国股市总市值已经超过日本，成为全球第二。8 月 23 日上午，在万众期盼中，上证指数一跃突破 5000 点大关，从而实现了中国股市的历史性跨越。在很多交易日，中国股市的成交额甚至超过亚洲其他市场的交易总和。随着资本市场进入历史最繁荣的时期，中国公司的市值达到了前所未有的高度。到 8 月份，中国铝业的市值已经超过全球最大的两家铝业公司市值的总和，深圳万科的市值竟比美国最大的 4 家房地产公司市值之和还要高出 40%。10 月 16 日，全球最大的金融信息提供商彭博社公布数据显示，在全球市值最高的十大上市公司中，中国公司已和美国公司平分秋色，各占 4 席。其中中国石油排名第二，中国移动、工商银行和中国石化排名依次为第四、第五和第八。这条新闻发布后的 20 天，中国公司再一次震惊世界商业界。11 月 5 日，中国石油在上海证券交易所上市，股价高开，市值达到 1.1 万亿美元，不仅一举摘下“全球市值规模第一”的桂冠，将历史纪录整整扩大了一倍，高于紧随其后的埃克森美孚石油和通用电气的市值总和。对于这种高市值现象，国内业界表现出极其复杂的心情。中石油的表现进一步证明垄断的力量以及股市的巨大泡沫。有人将之与埃克森美孚比较发现，后者的营业收入是中国石油的 4 倍，而利润率只有中国石油的一半，显然，很难将中国石油的这种盈利优势归结为其竞争力的体现。中国内地股市规模现已超过日本，但中国的国内生产总值只有日本的 60%。这是与中国经济的发展阶段不相称的。

透过股市的狂欢，人们看到的是中国经济上升期所伴随的资本躁动，以及非理性的市场繁荣。这座由泡沫堆积的大厦终究还是在 2008 年的金融危机中轰然倒塌。

问题：通过对 2007 年中国股市的分析，我们可以总结出股市泡沫经历了哪几个阶段？哪些因素推动着股票价格泡沫的形成和放大？泡沫的形成、积聚、演化和发展过程具有什么规律和特点？

案例 1 答案：

(1) 答：原理：①投资者过度自信与自我归因偏差。在普洱茶价格上涨过程中，投资者因对价格未来上涨的预期盲目乐观。所以，他会忽略来自普洱茶价格变化不利噪声信号而仅保留正面的信号。从而导致更强的购买意愿，推动普洱茶价格上涨。②羊群行为。在不完全的市场中，投资者决策总面临较大的不确定性。为了降低决策的风险与最大化投资收益，投资者认为选择与大多数人决策保持一致是最优决策。在普洱茶价格上涨中，羊群行为使后续投资者会选择与群体保持一致的乐观情绪，这种乐观情绪进一步推高价格泡沫。③正反

馈机制。在普洱茶价格上涨中，投资者会认为上涨是因为该项资产符合大多数投资者的价格预期，市场最终会给予其较高的定价，因此纷纷买入，这使需求进一步增加，价格进一步上涨，上涨的价格由进一步强化了投资者的心理预期，如此循环，形成了一种自我增强的正反馈机制。从而推动普洱茶价格泡沫出现

其他社会因素：①媒体的推波助澜。普洱茶价格上涨的开始就伴随着的媒体策划、报道与炒作。从而推动价格一步步上涨，走向高位。②茶厂与经销商的价格操纵。许多茶厂玩起了对倒游戏，茶厂通过低价将普洱茶卖给经销商。然后再以高价从经销商手中收回，如此来推高普洱茶价格。一些按捺不住地散户就好高价抢入。③社会情绪的推动。在普洱茶价格疯狂攀升的日子，“普迷”沉浸在发大财的美梦中不可自拔。在这种社会狂热的情绪作用下，无论是茶商还是普通的投资者，都认为普洱茶价格会一直这样上涨下去，导致了更为频繁的购买行为，推高普洱茶价格。

(2) 答：异同点：①相同之处：两场热潮的推动过程与原理极为的相似。在价格上涨的泡沫中，投资者行为表现出惊人的一致性。羊群行为、狂热的情绪、正反馈机制的酝酿。②不同之处：第一，炒作的对象不同，一个是普洱茶，一个是郁金香球茎；第二，兴起的原因不同，普洱茶价格兴起来自于茶商与媒体的炒作；而郁金香球茎则起因于上流社会为彰显身份而产生的兴趣；第三，媒体的作用差异，在当代普洱茶价格泡沫的兴起与媒体的推波助澜密不可分。而在郁金香时期，媒体的信息传播作用还并不明显，更多是政府与商家的推波助澜。

个人、社会媒体与茶商的作用：①个人投资者是最后进入普洱茶热潮中的，这些最后进来的投资者无对普洱茶清晰的认知，仅凭着较高的乐观情绪而产生过度自信的交易行为。随着茶商的操纵与媒体的信息传播，个人投资者因狂热与贪婪而进入热潮，从而将普洱茶价格推高至泡沫的顶峰。②茶商：茶商作为知晓普洱茶内在价值的知情交易者，是普洱茶泡沫最开始兴起的制造者。随着普洱茶被炒作起来后，茶商通过内部交易手法不断推高价格。当大量的新投资者涌入时，茶商开始逐渐大量出货以退出市场。③社会媒体：在茶商初步完成炒作后，社会媒体开始跟进并推波助澜。通过大量噪声信息与乐观信息的暴跌来给未入场与正准备入场的投资者制造一个乐观的预期。营造出一种非理性繁荣的氛围，从而强化个人投资者的正反馈机制。

(3) 答：①君子兰泡沫：<https://xueqiu.com/7833041002/80781496>

②冬虫夏草价格泡沫：

<http://china.caixin.com/2016-04-12/100930939.html>

③和田玉：http://blog.sina.com.cn/s/blog_535264250100b5w5.html

(根据查阅资料，按照泡沫形成的过程整理即可)

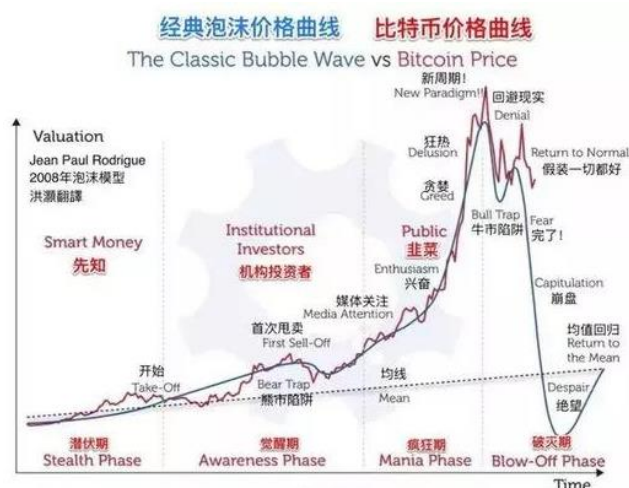


图 1 价格泡沫走势图

资料来源: <https://www.aicoin.net.cn/article/55362.html>

(4) 答: ①完善信息披露制度。无论是郁金香泡沫还是普洱茶泡沫, 背后都离不开商家虚假信息的过度宣传。因此, 这要求更为公开透明的信息披露制度, 降低投资者与商家的信息不对称。如此, 才可能避免商家的过度宣传。②规范媒体等信息中介者的信息传播行为。普洱茶泡沫的推高离不开媒体关注对信息的扩散与传播。因此, 当媒体因自身利益进行有偏的信息操纵时, 会成为推动市场趋势形成的力量。所以, 必须加强媒体的独立性, 让媒体更好的做好信息中介者的作用。③强化政府的监管者角色。运用政策引导市场预期、抑制投机、建立健全信息系统和预警机制。④建立有效的投资者教育或金融教育, 提高投资者的金融素养水平。使投资者对理性投资的合理收益率、估值区间有更充分的认识, 合理引导实物投资。

案例 2 答案:

答: 股市泡沫阶段: ①隐秘期。一些感知到新技术和趋势发生的人会灵敏地嗅到那些未来可能会大幅升值的新机会, 但由于他们的假设未被证实, 所以风险很大。这时, “聪明的钱”往往悄悄地, 谨慎地投资那些资产类别。这类投资者往往有更好的信息获取渠道, 而且有更高的能力去理解找到会引发资产升值的环境和时机。这一时期资产的价格逐渐上涨, 但普通人往往完全没有意识到。而随着这些聪明的投资者开始更好地了解投资的基本面并且确信投资会在将来大幅升值的时候, 他们会逐渐建立起更大的头寸。②觉醒期。这阶段许多

投资者开始注意到这一势头，带来了额外的资金，推高了价格。由于少数投资者获得了第一笔利润（可能还有几个卖出阶段，每个阶段都比前一阶段高），可能会出现短暂的抛售阶段，而一些聪明人借此抛售期加大持仓力度。在这个阶段的后期阶段，媒体开始注意到这一新兴技术，并开始报道宣传这一新兴经济体如何通过“创造”财富而有利于经济，吸引越来越多的普通散户。③疯狂期。价格正在上涨，都不假思索地认为将来的价格还会像过去一样一路上涨下去。更多的资金投入进一步推高了资产的价格，创造更高的预期。价格越高，投资越多。但在这场新的狂潮中，普通大众没有注意到的是，聪明的钱以及许多机构投资者正在悄悄地退出和出售资产。而一些“一夜暴富”的传说和人性的贪婪进一步让市场变得更加旺盛。很多人在对市场和基本面一无所知的情况下也纷纷加入，倾其所有并且通过融资杠杆的手段来投资，进一步拉高价格。④崩盘期。某一个事件触发点到了，几乎每个人同时意识到情况已经改变。许多人试图抛售他们的资产，但接盘者却很少；大家都期待价格进一步下滑。纸牌屋就这样倒塌，后来入场的人（通常是大众）只有那些高位套现者手中买来的贬值资产。价格暴跌的速度比膨胀泡沫的速度快得多。许多高杠杆的投资者破产，引发额外的平仓抛售。此时的普通大众认为这是“最糟糕的投资”。而这也是聪明的钱开始重新低价收购资产的时候。

推动泡沫放大的因素：①投资者个体的行为偏差，例如过度自信与自我归因；②卖空约束与异质信念，A股市场卖空机制的缺乏使得坏消息不能及时释放到股票市场，从而导致市场更多反应好消息。可以认为，在卖空约束下，投资者有更高的概率在下一期以更高的价格将资产出售给乐观投资者，由此形成再售期权。

③投资群体的羊群行为与正反馈机制，股票市场价格泡沫的出现必然存在着投资者自我实现预期的形成。即过去价格的上涨使投资者认为未来价格也必然上涨，由此推断价格进一步上涨。④机构投资者的操纵股价行为。股市中的机构投资者，占尽资金、人力、信息、工具、舆论的优势，它能够主动地、积极地认识市场和进行操作，从而把自己控制的某种股票的价格拉起来，使这种股票价格远远高于它的合理价位，人为地制造“泡沫”。⑤机构投资者因委托代理关系而存在羊群行为，即基金经理人或分析师为维持声誉与薪酬会选择与其他基金经理人或分析师一致的投资判断。从而推高股价泡沫。⑥投资者的场外互动。投资者通过场外互动会成为新投资者入场的驱动力，从而形成正反馈机制。⑦社交媒体关注的有偏信息操纵以及整体社会环境的乐观情绪刺激投资者维持高估值预期，使得资产价格持续偏离理性估值区间。⑧政府利好政策与经济增长的乐观预期进一步激发财富增长幻梦。

泡沫的形成、积聚、演化和发展过程规律特征：①索罗斯曾经说过：“市场在绝望中落底，在欢乐中升腾，在疯狂中毁灭。”可见，泡沫的兴起与破灭的过程就是一个完整的情绪周期过程。②经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）在其著作《稳定不稳定的经济：一种金融不稳定视角》中将经济泡沫由开始到最后破裂分为五个时期：正向冲击(displacement)、乐观的繁荣(boom)、非理性疯狂(euphoria)、获利抛售(profit-taking)及大恐慌(panic)。③在繁荣的初期，市场处于上升情绪，投资者普遍持积极乐观的态度，证实偏差会使他们忽略不好的信息，轻信利好的信息，基于公共信息跟从媒体的推荐或模仿他人的行为，因而形成系统性的行为趋同。不断上涨的价格强化了投资者的初始判断，肯定了其初始决策，多方以胜利者的姿态出现，赚钱效应吸引更多的投资者加入。由于市场上有很多投资者，即使一批投资者认为价格过高时，总有另外一批投资者进入市场推高价格，或者是原来看空的投资者转变观点。在不同群体的投资者的推动下，价格会越来越高，泡沫形成。正是这种正反馈机制推动投资者情绪达到乐观的极端，这个时候投资者往往是过度自信的，他们相信市场会继续向好，忽略负面的信息，不断推动资产价格泡沫接近顶峰。当某种刺激泡沫破裂的因素出现后，有时甚至并不存在某个特定的因素，价格会突然开始下跌，措手不及的投资者从怀疑到失望并进而陷入恐慌的情绪，恐慌中的大量抛售加速了泡沫的破裂，在情绪的最低端，投资者对市场已经完全失去了信心。

参考资料：

一招看穿一切旁氏骗局——泡沫的形成、发展与破灭，以及复利的魔力。

<https://zhuanlan.zhihu.com/p/19956481>

外部硬约束是唯一能让人冷静下来的东西。

<https://zhuanlan.zhihu.com/p/20177292>

罗伯特·席勒. 非理性繁荣[M]. 2013.

行为金融学教材 P201-P205