

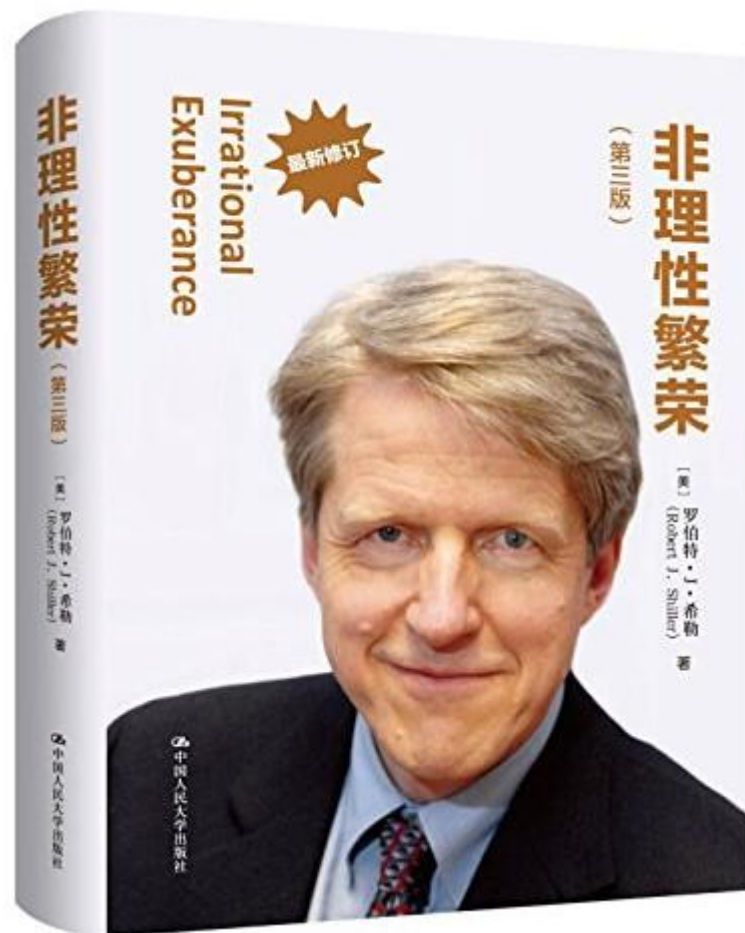
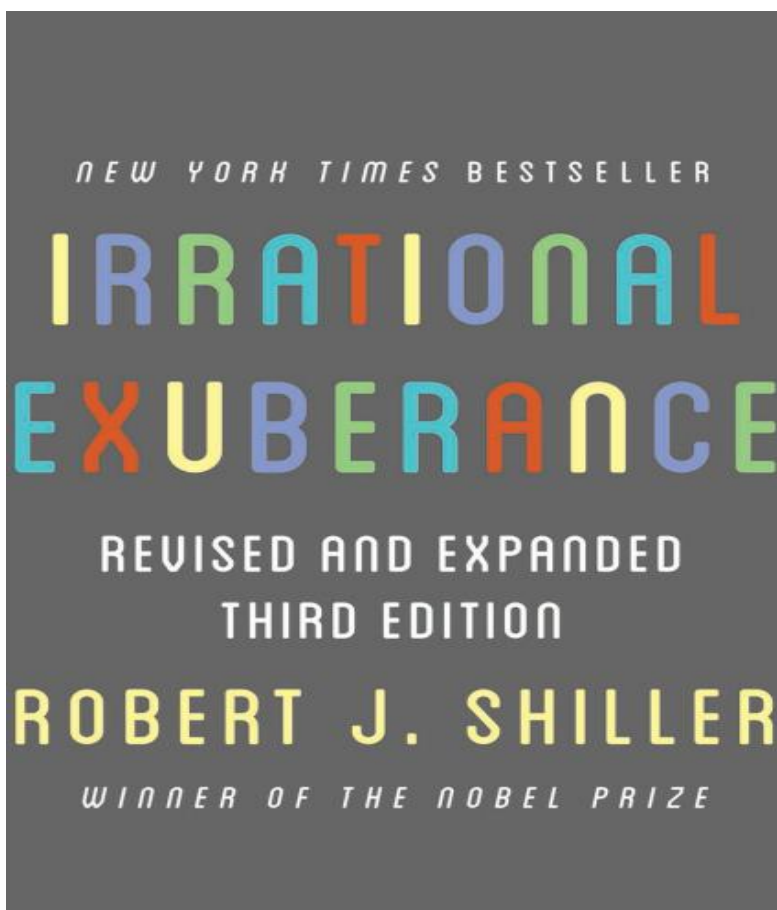
第9章 金融市场中的群体 行为与金融泡沫

Group behavior and bubbles





- 9.1 历史上的资产泡沫
- 9.2 个体行为偏差的作用
- 9.3 群体社会偏差的推动
- 9.4 市场机制与制度缺陷的推动
- 9.5 社会环境因素的推动



- 《非理性繁荣》（第三版）探讨了跨越百年历史长河的西方金融市场波动规律，基于对股票、债券、房地产市场的回顾，诊断了危机产生的结构、文化及心理根源。

引导案例：“非理性繁荣”

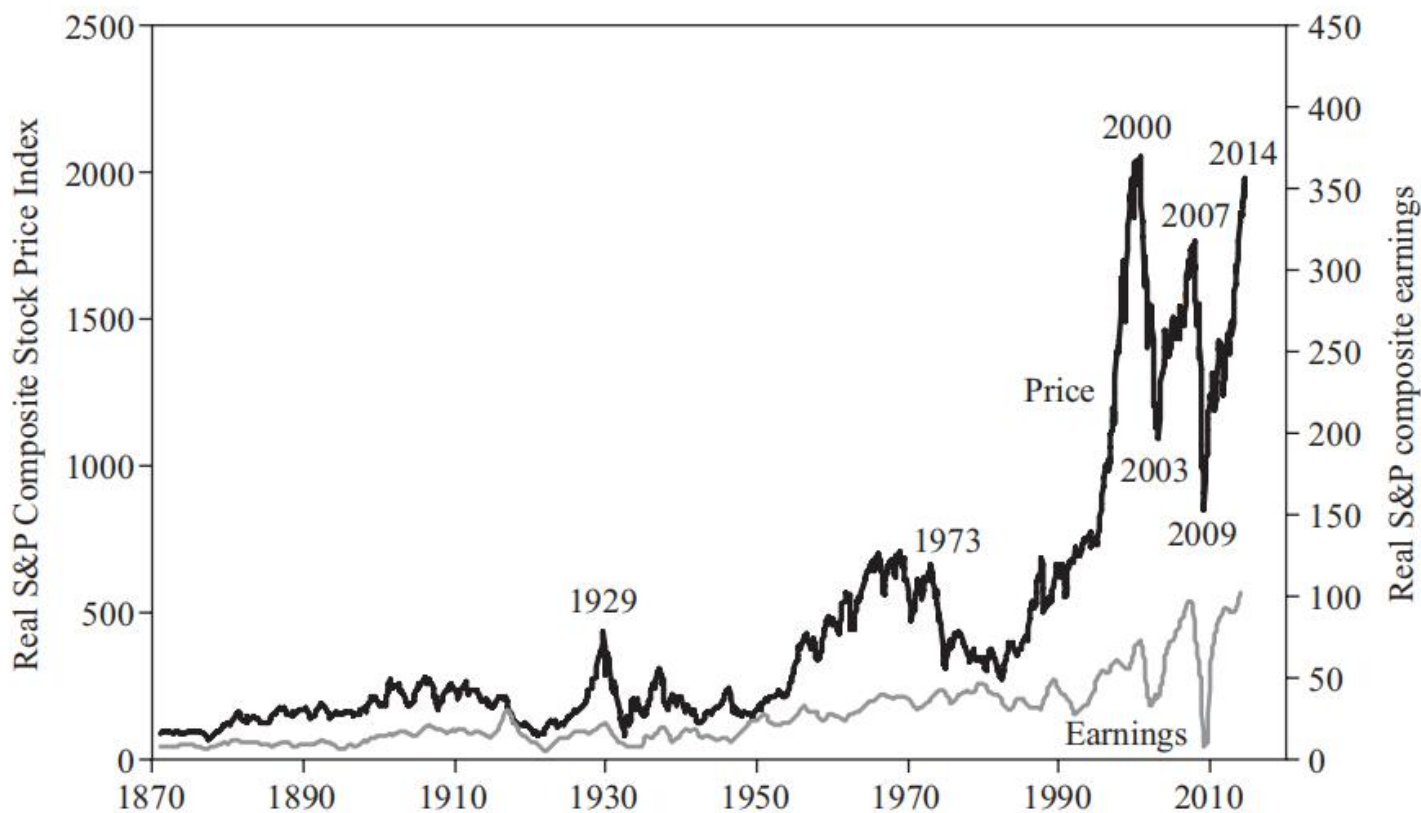


Figure 1.1

U.S. Stock Prices and Earnings, 1871–2014

- 股价大幅度的增长缺乏实际经济基础的支撑

案例思考

- 从新千年美国科技股泡沫的产生和崩盘，看到金融资产价格的涨落具有什么特征？
 - 是什么因素推动这种价格的大起大落？
 - 投资者的个体心理和群体行为在资产价格泡沫的形成中扮演了什么样的角色？
- “非理性繁荣” 的氛围是投资性泡沫(speculative bubble) 产生和持续的心理基础



历史上的资产价格泡沫

什么是泡沫？

是指一种或一系列的金融资产或被金融化的商品在经历连续的上涨之后，市场价格严重偏离实际价值的经济现象。

- 市场有大量投资者参与，其买卖行为直接对资产价格产生影响。
- 投资者共同形成非理性乐观预期 → 资产泡沫逐渐诞生
- 过度投资引起资产价格过度膨胀，导致经济虚假繁荣。

泡沫由于缺乏内在价值的支撑而最终会走向破裂，并对社会和经济带来巨大的负面影响。

投机性泡沫



价格增长的消息以一种心理感染的方式激发投资者热情……心理感染使投资者相信价格会持续上涨，也使他们进一步觉得追逐泡沫是理性的。

——Robert Shiller



- 历史给人类的唯一教训，
就是人们从未在历史中吸
取过任何教训。

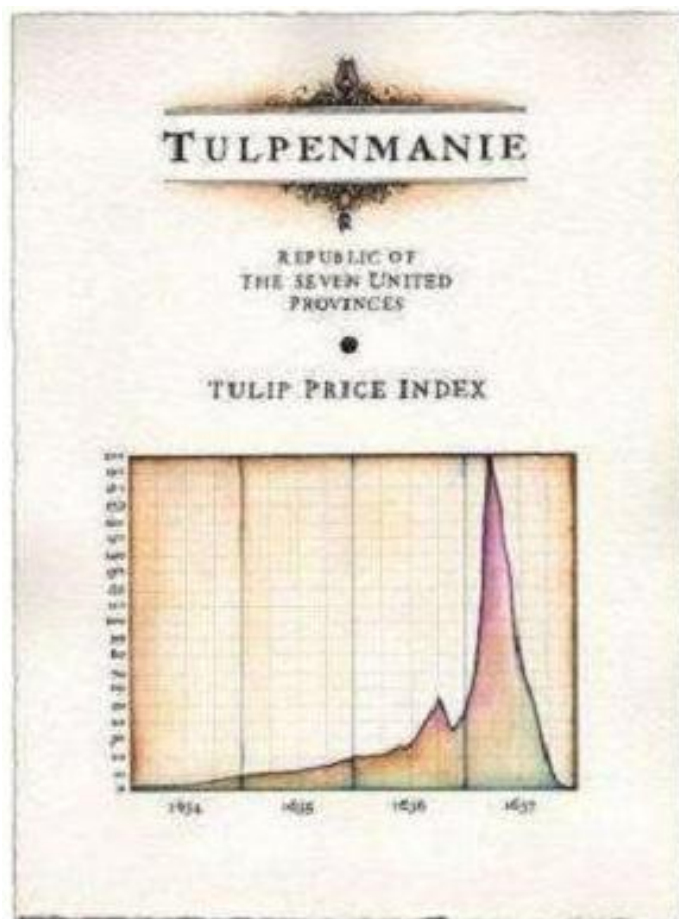
——黑格尔

历史中的资产泡沫

- 荷兰郁金香狂热1636-1638
- 英国南海泡沫1719-1720
- 法国密西西比泡沫1717-1721
- 1929年—大萧条1920s
- 1989年—日本经济泡沫1980s
- 2000年—美国互联网科技泡沫1990s
- 2007年—美国房地产次贷泡沫2005-2007

.....

➤ 想一想: 典型的资产泡沫有哪些特征?透过泡沫(幻灭)能看透什么样的经济之谜?



Dutch tulip mania

兰陵美酒郁金香，玉碗盛来琥珀光。
但使主人能醉客，不知何处是他乡。
----唐朝诗人李白

荷兰郁金香狂热

- “1636年，由于郁金香品种的需求量不断增长，…城市的交易所均设置了定期的销售市场…，许多人转眼之间便成了巨富。…，几乎所有人都相信郁金香热会永远持续下去，…，无论价格多高，都会达成交易。无论是贵族、市民、农民，还是匠人、船夫、随从、伙计，甚至是打扫烟囱的清洁工和年老的洗衣女工，都纷纷投身于郁金香交易。”

——查尔斯.马凯

- 然而，1637年2月初，市场出现了大量抛售，郁金香价格开始暴跌，市场陷入恐慌，郁金香市场全面崩溃。

《异常流行幻象与群众疯狂》(Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds)

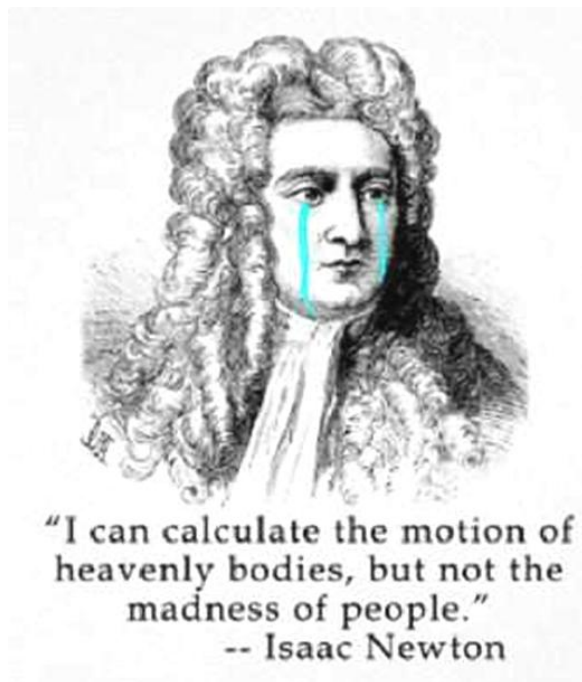
英国南海公司泡沫

- 17世纪末，长期经济繁荣给英国人带来大量储蓄
- 1711年，英国政府为扩张南美洲贸易，成立南海公司，南海公司被授权向公众发行股票
- 1719年，股票从129英镑狂飙到1000英镑以上，半年涨幅高达700%，公司的真实业绩严重与人们预期背离
- 后来因为国会通过了《反金融诈骗和投机法》，内幕人士与政府官员大举抛售，南海公司股价一落千丈，南海泡沫破灭



South Sea bubble

牛顿的困惑



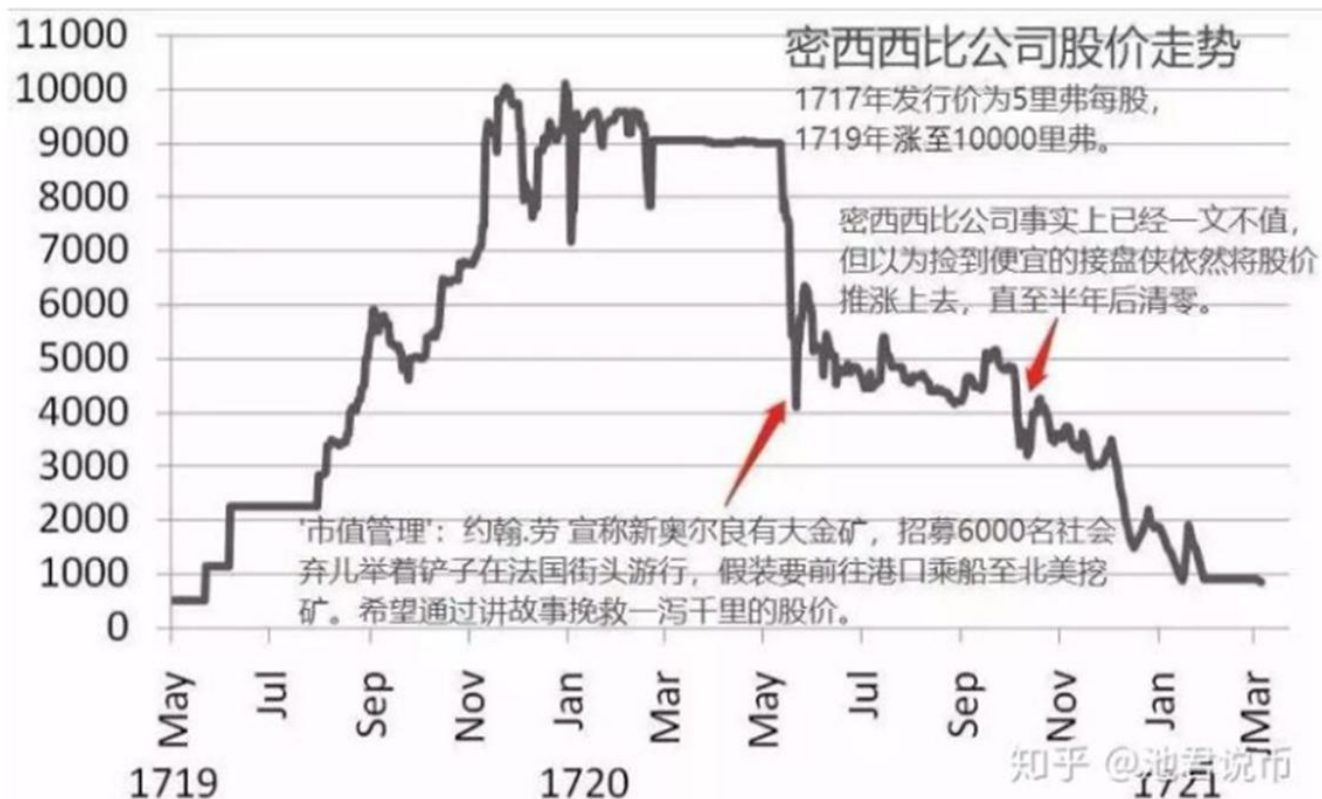
批判“南海泡沫”金融骗局的诗句

终于，腐败像汹涌的洪水淹没一切
贪婪徐徐卷来
像阴霾的雾霭弥漫，遮蔽日光
政客和民族斗士纷纷沉溺于股市
贵族夫人和仆役领班一样分得红利
法官当上了掮客
主教啃食起庶民
君主为了几个便士玩弄手中的纸牌
不列颠帝国陷入钱币的污秽之中



——18世纪英国大诗人亚历山大·蒲柏

法国密西西比泡沫（骗局）



<https://zhuanlan.zhihu.com/p/42743531>

《桃花扇》

“俺曾见，金陵玉树莺声晓，秦淮水榭花开早，
谁知道容易冰消！眼看他起朱楼，眼看他宴宾客，
眼看他楼塌了。”



1929年—大萧条

——华尔街有史以来形势最为严峻的时刻。



The Great Depression

大萧条

- 一战后，美国经济走向柯立芝繁荣
- 经济环境和乐观的情绪助推股票市场高度繁荣
- 工业指数从1921年的66.24点不断攀升至1929年9月19日469.49点
- 1929年美国股市泡沫破灭使世界陷入大混乱，形成全球经济大萧条

Wind: DJI.G

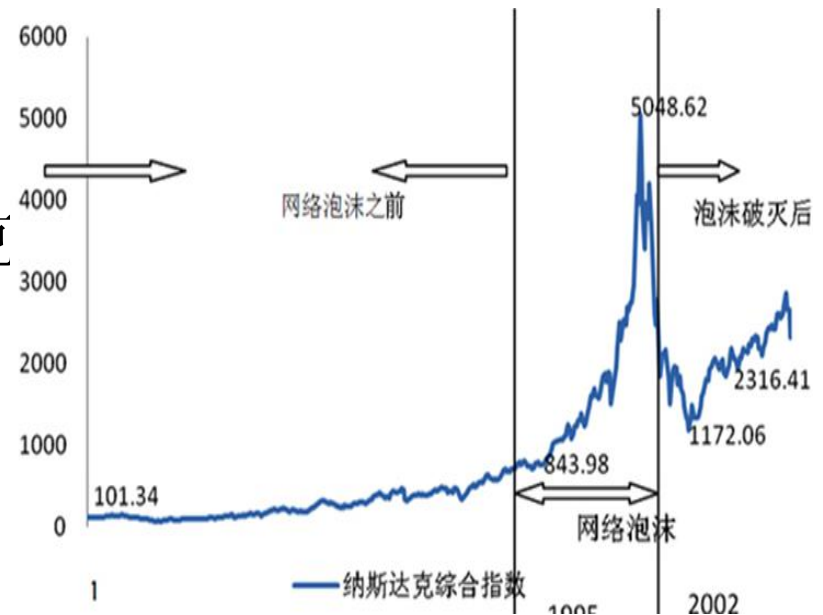


1989年—日本经济泡沫



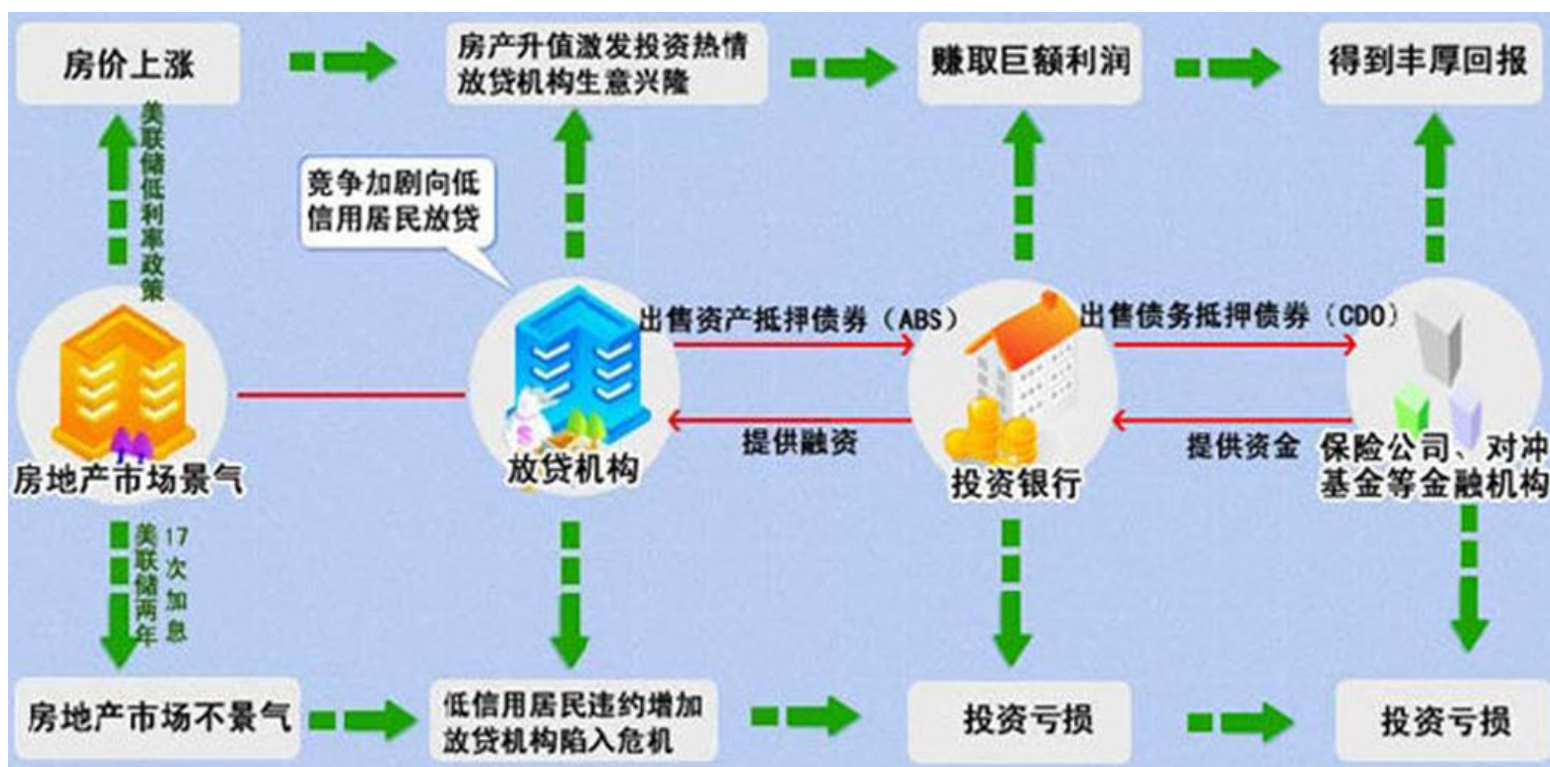
20世纪90年代—美国互联网泡沫

- 网络股的热潮兴起于1995
- 到1999年网络原始股平均涨幅为230%
- 2000年3月12日起，纳斯达克指数持续暴跌
- 2001年4月4日，指数跌至1638.80点，较2000年的最高点跌去了2/3

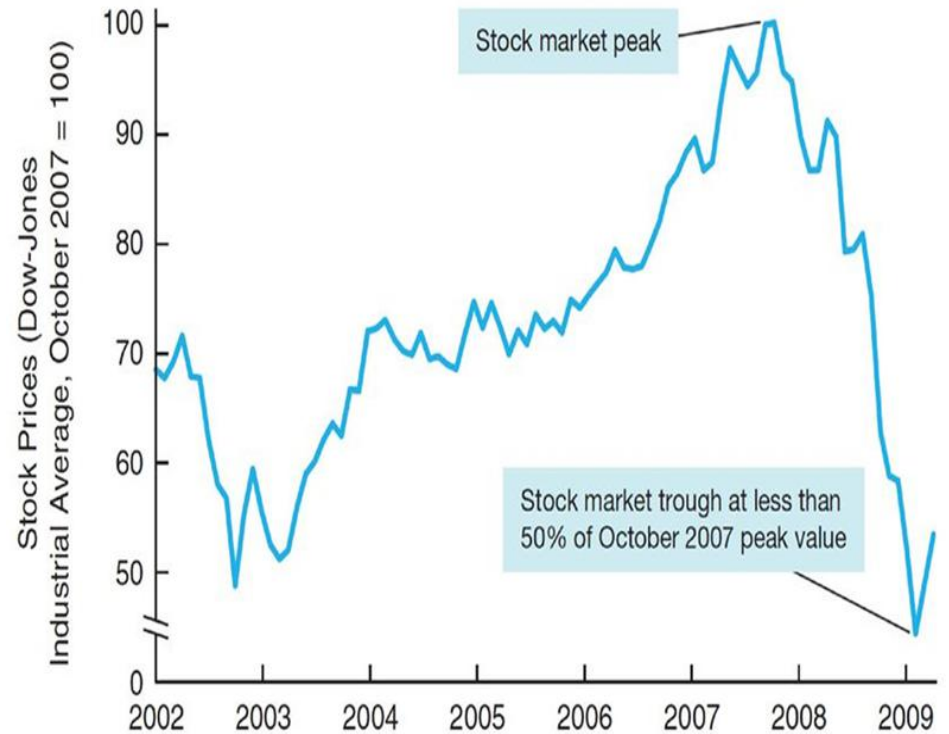
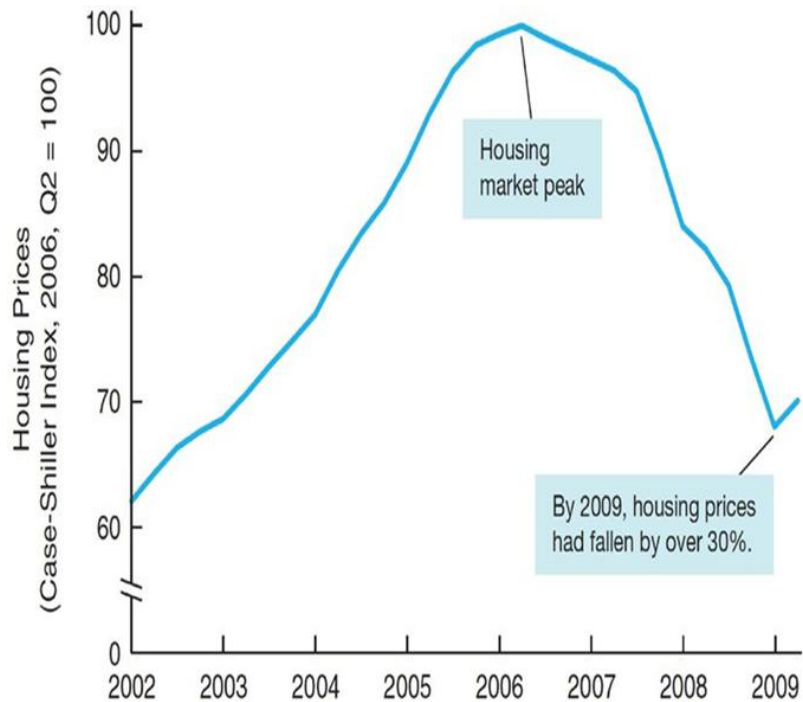


2007年—美国次贷危机

- 2007年8月，美国次贷危机突然爆发，不但房地产泡沫终于破灭，美国还陷入了自20世纪30年代大萧条以来最为严重的金融危机。



次贷危机——房价与股价



总结与思考：究竟是什么导致了资产泡沫？

- 早期经济理论认为，即使所有投资者都是理性的，价格泡沫仍然可能存在——**理性泡沫**
 - 理论上市场有效，则资产价格等于基础价值，泡沫不存在
 - 但真实世界中基础价值较难测度
 - 投资者不会依据资产的基础价值交易，而是基于投机性目的预期未来价格上涨获益
 - 价格可能持续地偏离基础价格，从而生成泡沫

理性泡沫理论观点及不足

- 理性泡沫存在的“横截性条件”：
 - 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
- 显然，理性泡沫理论在解释现实世界时存在困难

“动物精神”

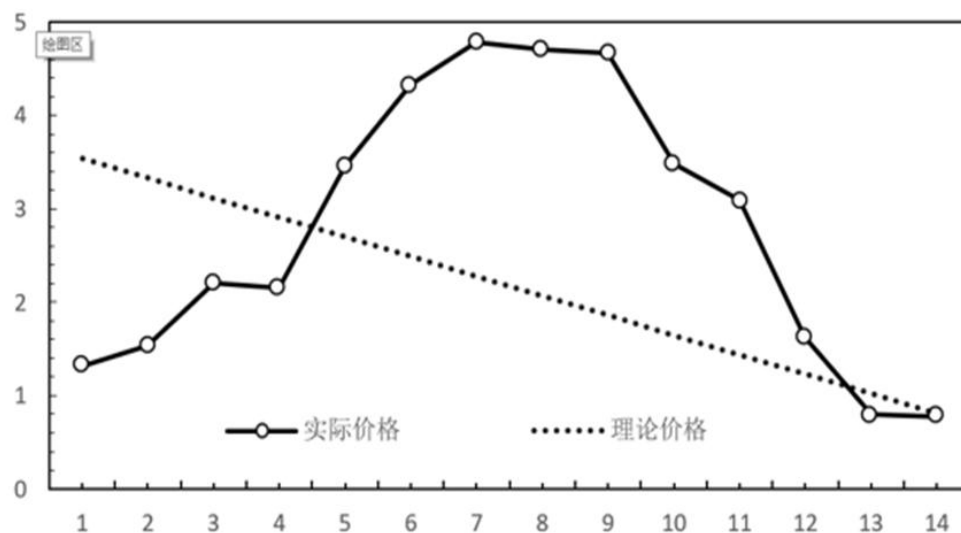
- 席勒指出“动物精神”，即人类经济决策中的非理性，是全球金融危机的根源，是市场经济体系脆弱性的基础
- [textbook pp.186]有太多的宏观经济学家和金融学专业人士在“理性预期”和“有效市场理论”的道路上走得太远，以致根本不能考虑经济危机最重要的动力机制。如果不把动物精神添加到理论模型中，我们就会丧失判断力，也就无法认清危机的真正根源。



个体行为偏差的作用

个体的有限理性

- Shiller对1987年“黑色星期一”的调查发现有大约三分之二的投资者认为股市崩盘是由心理因素造成
- 实验室实验中同样发现个体的有限理性是导致金融泡沫产生的重要原因



资产价格的变化图（横轴为交易期）
Smith, Suchanek and Williams, 1988

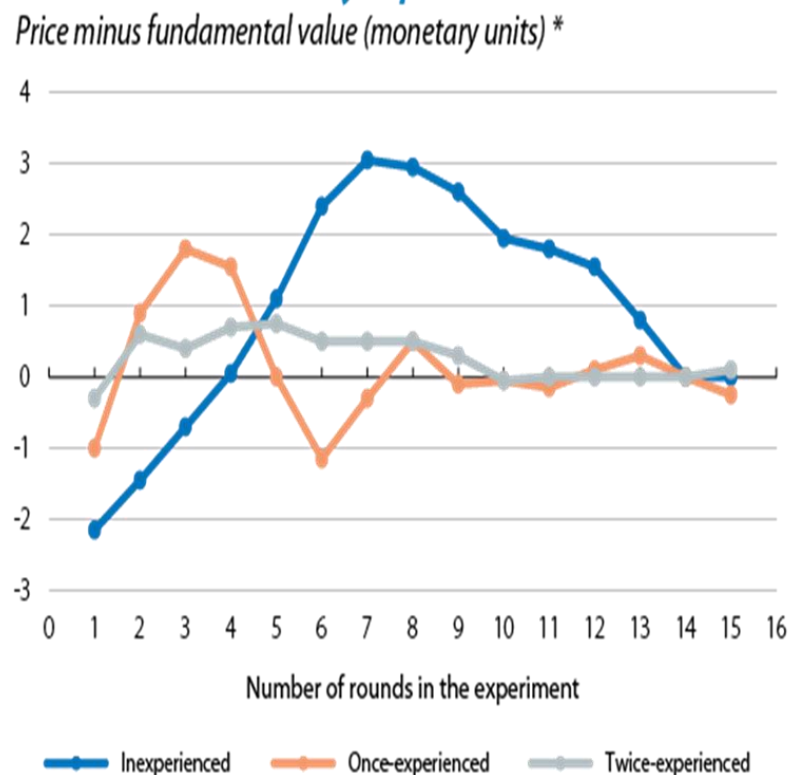
➤ 泡沫周而复始发生的背后伴随着投资者的有限理性

噪声交易导致泡沫

- 市场存在理性交易者与噪声交易者，噪声交易者的出现则使资产交易更为频繁
- 噪声信息掩盖真实信息，使真实信息被逐渐在价格中隐藏与累积，导致资产价格偏离真实价值
- 在噪声交易者的乐观预期与知情交易者更高的风险溢价下，资产价格将快速上涨并偏离基础价值而形成泡沫

缺乏经验的交易者

- 实验发现在市场只存在无经验交易者时，资产价格与理论价值的偏离最为严重
- 实证证据认为年轻的基金经理增长是导致2000年科技股泡沫的重要原因

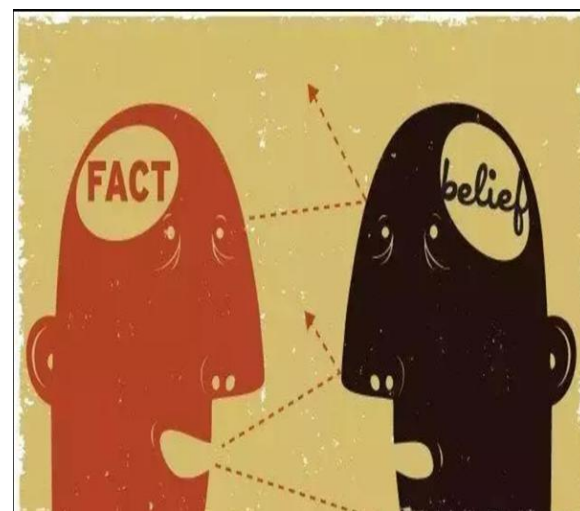


异质信念与卖空限制引发泡沫

- 不确定性条件下，投资者由于私人信息不对称和个人理解的双重差异，而对资产价值产生不同的预期，这种预期差异就是异质信念
- 卖空约束导致悲观投资者预期不能被充分表达，市场更多反映乐观者的期望，导致资产价格被高估
- 乐观投资者情绪和过度自信形成**正反馈效应**推动资产泡沫的膨胀
- 噪声交易者和无经验交易者受乐观情绪传染而产生更高的投资预期与投机心理，导致泡沫进一步膨胀

证实偏差

- 心理学认为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
- 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



启发式偏差

- 启发式偏差导致决策者偏离以贝叶斯理性为基础的信息处理过程
- 驱使投资者将更多的权重放在“吸引注意力”的消息上，从而导致过度反应
- 当股价连续几天上涨时，代表性启发法偏差使投资者认为自己找到了盈利增长的规律，产生未来股价还会上涨的预期，从而导致过度买入与股价上涨



群体行为偏差的推动

——系统性的群体偏差

信息瀑布 *Information cascade*

- 概念：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的现象
 - 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

羊群行为

- 不确定条件下，为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
- 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

正反馈机制

- 泡沫的发生像是投资者自我实现的预期
- “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”。形成金融泡沫膨胀过程中的正反馈循环
- “信心乘数效应”



新投资者的持续涌入

- 每一轮泡沫中，资金少、敏感性最低的新手投资者最后跟进
- 新投资者并无经验，带有较高的乐观情绪与风险偏好，容易产生过度自信的交易行为而引发泡沫

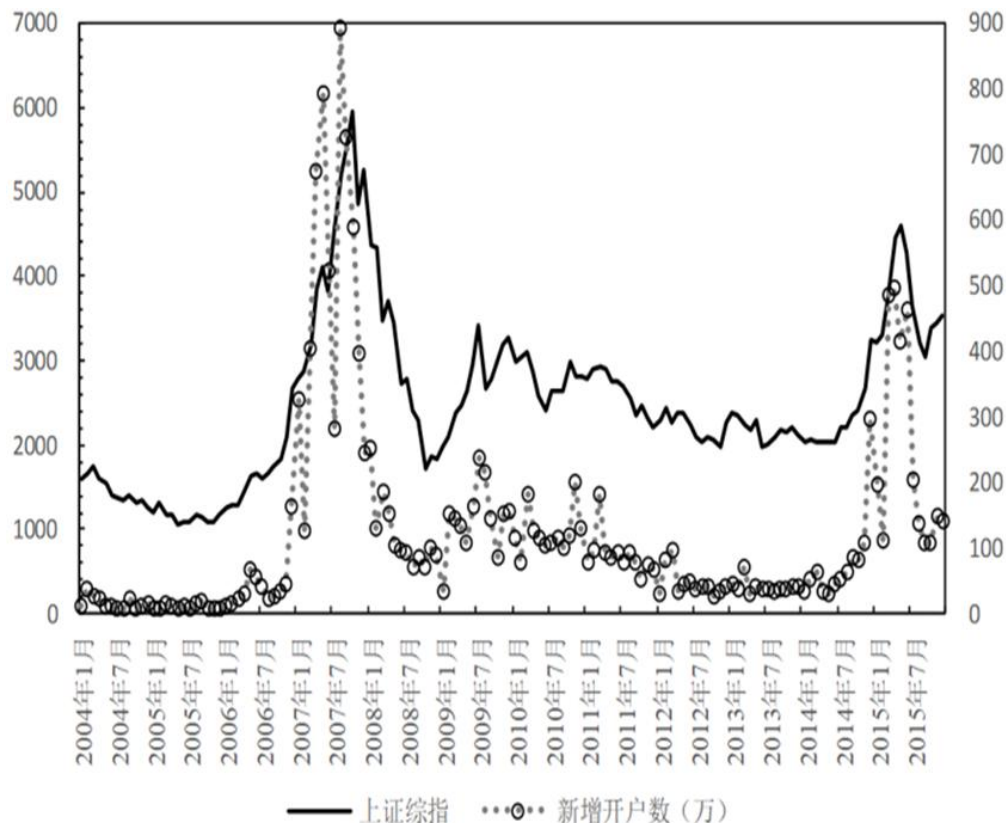


图9-3 上证综指与新增开户数关系



市场机制与制度缺陷的推动

代理冲突

- 机构投资者作为代理人只承担有限风险，其存在**内生的风险转嫁**问题
- 当市场上很大比例投资者是代理人时，其内生的风险转嫁机制会使风险资产的均衡价格超过基本价值，导致泡沫
- 委托人监督约束的弱化造成代理人较强的道德风险
- 为获得更大的佣金收入，机构投资者利用资金与信息优势进行套利、内幕交易、暗箱操纵，从而推高市场乐观情绪与股价上涨

机构投资者的羊群行为

- **声誉效应导致羊群行为：**机构投资者为维持声誉（与薪酬）而选择与其他人的行为保持一致。即使失败，也可规避责任（**“共同承担责备效应” “声誉效应”**）
- 机构投资者羊群行为导致买卖压力超过市场所能提供的流动性，这种股票超额需求引发暴涨暴跌
- 基金经理的短期任期造成他为追求短期业绩与报酬，会选择更高风险的投资组合。这种冒险的投机行为可能导致金融市场泡沫的加速膨胀。

机构投资者套利的有限性

- 机构投资者被认为是重要的理性套利者，市场寄希望机构投资者来消除市场误定价
- **套利限制导致噪声交易者泡沫无法消除**
 - 噪声交易会把套利者变成正反馈交易者
 - 委托人约束机构投资者的套利行为
 - 卖空约束

机构投资者对资产价格的操纵

- 机构投资者占尽资金、人力、信息、工具、舆论的优势。能够应用资源操纵与拉升股价，人为地制造“泡沫”

交易操纵过程与市场参与者行为描述

时期	特征	股价	操纵者行为	套利者行为	跟风者行为
1	买入期	小幅上升	买入	买入	卖出
2	吸筹期	加速上市	继续购买	卖出	大量买进
3	抛盘期	下降	大量抛售	卖出	继续买进

资料来源：彭文娟.机构投资者交易视角下的股票交易操纵研究[D].西安工业大学, 2011.

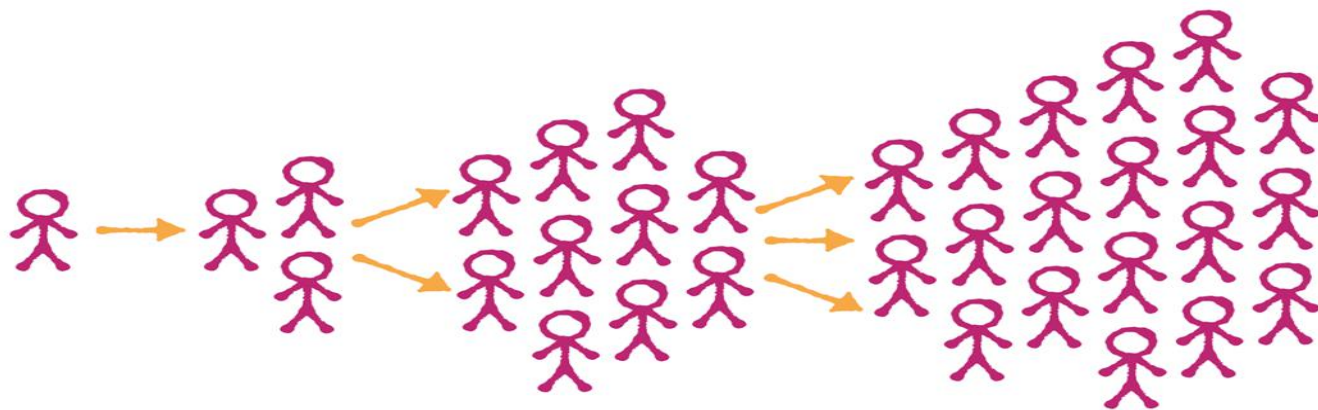


社会环境因素的推动

——社会互动：信息和情绪的传递

口头信息传递

- 当股票市场处于非理性繁荣时。赚钱诱惑力就会通过口头传播，成为人们效仿的动力，从而形成正反馈机制，推动股价持续偏离



媒体信息传递

- **媒体的作用**
 - 降低信息成本，提高投资者依赖性
 - 受利益冲突，而选择性报道信息（媒体偏见）
 - 为吸引关注而对信息加工（信息偏好）
- **媒体助推泡沫**
 - 强化投资者观点，形成正反馈
 - 报道乐观预期，宣传投机性价格
 - 提醒公众关注过去市场上繁荣

市场情绪

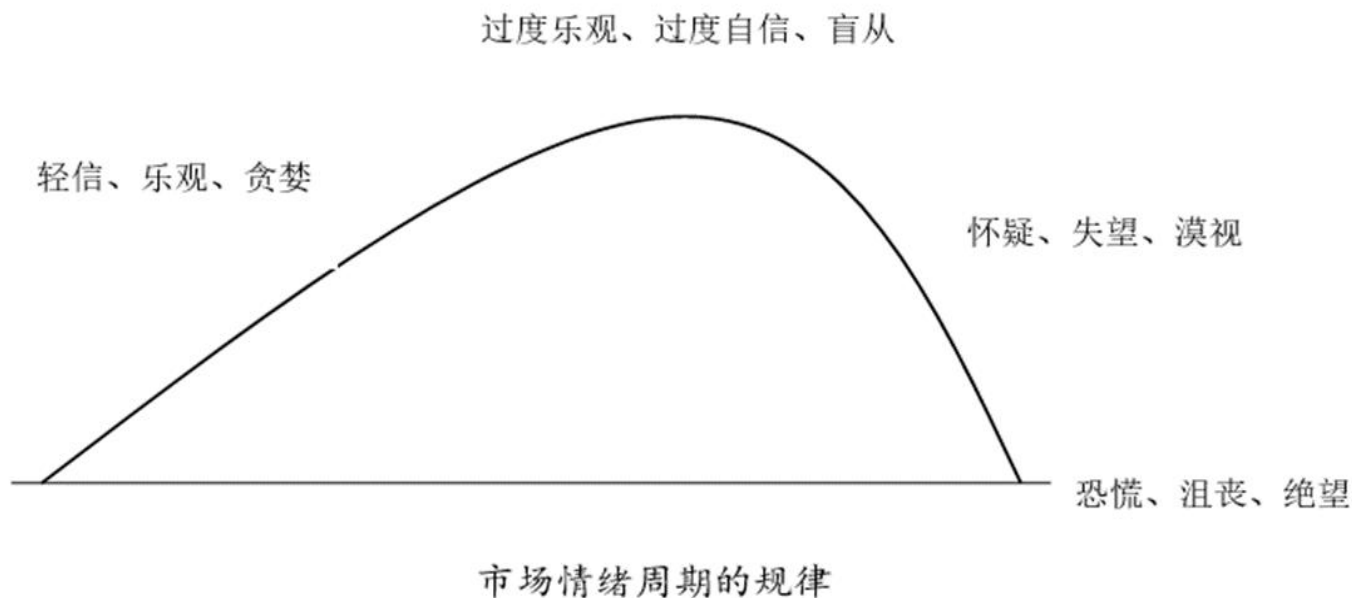


市场在绝望中落底，在欢乐
中升腾，在疯狂中毁灭。

——乔治·索罗斯

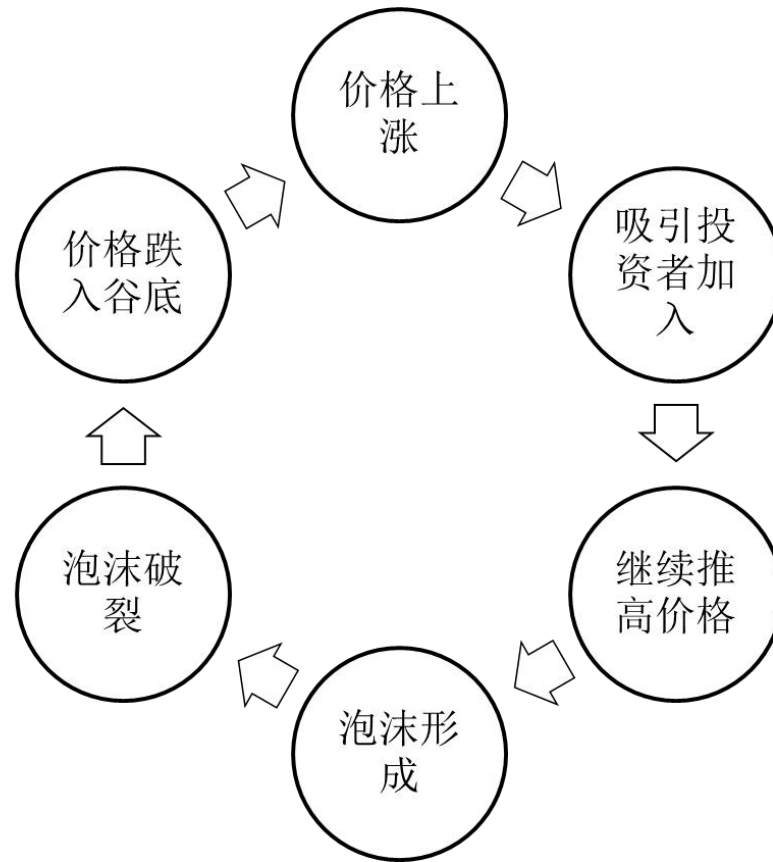
社会情绪推动泡沫

- 证券市场存在情绪周期
- 泡沫由开始到最后破裂分为五个时期：正向冲击、乐观的繁荣、非理性疯狂、获利抛售及大恐慌



投资者的情绪周期

- 繁荣初期，市场处于上升情绪，投资者普遍积极乐观。证实偏差使他们轻信利好信息，忽略坏消息
- 不断上涨的价格强化投资者的初始判断，肯定了其初始决策，赚钱效应吸引更多的投资者加入
- 正反馈机制推动投资者乐观情绪达到顶峰，变得过度自信的，他们相信市场会继续向好
- 刺激泡沫破裂的因素出现后，甚至可能并没有特定因素，价格突然下跌，投资者从怀疑到失望并进而陷入恐慌



- 泡沫形成与破裂的周期性演变



- 不同市场行情中的投资者心理

本章小结

- 金融泡沫普遍存在，是人类贪婪与恐惧趋势的必然结果。
- 个体非理性是诱发金融泡沫的微观基础，群体行为偏差则是关键因素，金融市场参与主体的一致性偏差加速了泡沫的形成与破裂。
- 委托代理关系的存在使金融机构倾向于购买高风险的投资组合，推动了金融泡沫的产生。
- 社会互动信息的传递推动了市场情绪的演变，形成了非理性的繁荣与恐慌，助长了泡沫的形成与破裂。