

证券市场的非理性研究分析（上交所投资者教育网站）

郁金香泡沫、密西西比泡沫、南海泡沫，以及最近的美国科网泡沫等此类黑天鹅事件并不鲜见，若按照概率学的正态分布来研究，如此频繁的暴涨暴跌是不可能的，但事实上却发生了，究竟是什么造就了这一现实与理论的偏差，我以为答案就存在于人性的弱点中。

究竟这人性弱点如何导致证券市场不间断地出现非理性繁荣及恐慌性崩盘呢？或许透过现象我们可以找到问题所在。

先来看看人类历史上最早有记录的泡沫经济案例——荷兰郁金香泡沫。据说郁金香的原产地是中国，经由丝绸之路带到土耳其再传入奥地利最后逐步传向西欧各国，当时并没有人料到小小一株郁金香居然给欧洲经济带来如此的悍然大波。17 世纪初期，郁金香一些珍品卖到了不同寻常的高价，正是因为其数量十分有限，并逐渐成为了显摆的物品，其中最新和最稀有的品种被富人竞相在花园中展示。此时此刻，郁金香不再是仅供观赏的郁金香，它是一种时尚，更是一种财富、地位、名声的象征，尤其在荷兰这种情况更甚。到了 17 世纪 30 年代，荷兰人在舆论的鼓吹下，开始对郁金香产生一种痴迷、一种爱慕，竞相抢购，最后竟演变成全民运动。加之投机商囤货以及其繁殖方法复杂，导致郁金香供应量不足，当时 1000 美元一朵的郁金香，不到一个月就升值为 2 万美元，某些稀有品种更是达到了可换一辆马车或几匹马的地步，其中一年的价格涨幅更是达到 59 倍，面对近乎癫狂的回报，下至贫苦阶层如随从、伙计、扫烟囱的工人，也不惜变卖自己那仅剩的家产去投资这种花卉以求脱贫致富。当人们都认为这种郁金香的价格涨势会永远持续下去的时候，灾难悄然而至，1637 年 2 月 4 日，由于潜在买方力量近乎枯竭而卖方又突然大量抛售，大众们开始陷入恐慌的状态，郁金香市场崩盘，一礼拜后，价格下跌了 90%，就拿普通品种来说，过去辉煌的身价一去不复返，现在价格连一颗洋葱都不如。这次的郁金香投机事件给予荷兰打击相当大，3 年内经济陷于瘫痪。

郁金香泡沫破裂后的 80 年又出现了另一个著名的泡沫——法国密西西比股市泡沫。密西西比公司费尽心思获得当年的美洲法属路易斯安娜（有现今美国的

三分之一大)的独家开发权。由于该公司有着广袤的土地及开发独享权,股价在短时间内飞涨了40倍,如同郁金香再世一般,疯狂的赚钱效应让上至王公贵族下至贩夫走卒皆倾尽身上所有购买这股票。然而没过多久,总有一些人率先理智起来,意识到这片土地给公司所带来的经济效益无法支撑现有的高股价,慢慢的,当大众们都意识到这个问题的时候,卖出恐慌就出现了,于是乎泡沫破了,法国经济随之陷入不振,经济、金融处于混乱状态,多年之后还难以恢复。相对郁金香泡沫来说,密西西比泡沫更具现代特色,因为郁金香只不过是一种商品,所涉人群较窄,但是密西西比是一间公司,发生在股票市场,把法国几乎全国人民都牵扯进来,影响巨大。

再说一个类似的个案,南海泡沫,不同的公司不同的地点但有相似的手法,利用其与政府密切的合作关系以及独特的营销方法(宣称自己在南美贸易上赚取了丰厚的利润)打造出一美好的愿景,群众便如飞蛾般扑火,接着泡沫一如既往的爆裂,其中有趣之处是,著名物理学家牛顿爵士也是受害者之一,可以看出,不论智商高低与否,贪婪常在,它制造出一个又一个的泡沫。

前三个案例皆发生在遥远的过去,那么能否说现代人的心智更加成熟,或者说机制更加完善,这种泡沫不再发生呢?且看美国2000年的科网泡沫。此次事件同样具备一个美好的蓝图——互联网技术将开创新的营业模式及大大改善人类生活,就如过去给人们带来福音的其它技术——1840年代的铁路,1920年代的汽车和收音机,1950年代的晶体管,1960年代的分时共享计算机,以及1980年代早期的家用电脑和生物技术。在这一愿景基础上,再次出现了非理性繁荣,2000年3月,以技术股为主的纳斯达克综合指数攀升到5048,将近翻了一番,科技网络泡沫达到顶峰,仅37天过后,就下跌32%至3321点。在泡沫形成之前,以格林斯潘为首的美联储就不断通过调利率控股市,众多经济学家屡屡给予警告,许多类似上述的努力在非理性面前显得如此的苍白无力,纳斯达克综合指数硬是疯涨了起来,但泡沫始终是泡沫,逃脱不了其固有的发展规律,当人们意识到互联网公司并没有很好的盈利模式且业绩不佳时,泡沫破裂。

透过以上四个泡沫经济案例来看,证券市场上过度的暴涨暴跌往往是因为人们的贪婪或恐慌,这两种非理性情愫在某一愿景或事件的引导下产生,接着通过羊群效应及自身反射效应得到惊人的放大,反射到投资者的买卖行为上,让市场

产生剧烈的波动，严重偏离价值。与国外市场作对比，A 股市场的换手率及市盈率都偏高，可见，A 股的非理性程度更高，一部分原因是我国证券市场制度建设方面不够完善，另一部分原因则是作为我国证券市场主力军的大多为投资理念、知识及技巧不成熟的中小投资者。

以重庆啤酒为实例，其刚刚上市一年，就收购了佳辰生物，从此与乙肝疫苗结上不解之缘。从 2009 年 2 月起，重庆啤酒的乙肝疫苗 IIb 期临床试验进入正式试验阶段，此时股价就开始不断攀升，到当年年末已经翻了两番。随后，分析师们更是轮番吹捧、推荐，其中平安证券研究员廖万国保守预测，乙肝新药上市后第一年可以实现近 5 亿元销售收入和 2 亿元净利润，上市后 10 年内每年可能有 30% 左右的增长率，产生数百亿元的收入，这就等于给投资者们画了一个大大的饼，在这一愿景下，虽然头脑清醒的投资者明白这疫苗只是进入试验阶段，仍需通过许多指标测试，论成败为时尚早，过早介入有较大风险，但接下来，神奇的事情发生了，总有一些冒失的人不多作考虑就进场随之股价是翻了一番后又翻了一番，就算你身边没有这样的人，单看着股价不断地往上跳，是否开始怀疑自己所谓的理性分析？开始后悔自己当初的观望呢？最后，之前头脑清醒的投资者们也忍不住出手购买股票，不久他们也开始赚钱了，于是开始通过美化、降低乙肝疫苗的不确定性来符合自己的投资理念，并开始广而告之，就好象病毒式传销一样，越来越多的人开始买入，每一次回调都有一股强势力量进场，不断推动股价往上蹿，自身反射也开始显现，股价的强悍走势让投资者们对自己判断更加确信，于是继续加码买入，就如同这个世界上没有永动机，同样也不存在一直上涨的股票，最后随着重庆啤酒的一则公告《关于“治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗”研究进度暨复牌公告》刊登，一直被市场寄予厚望的“乙肝疫苗”走下神坛，泡沫破裂，恐慌开始，接连跌停，买在高位的仁兄，那真是欲哭无泪。其实，回过头来看看，单从其主营业务收入和其净利润来看，2011 年，青岛啤酒是重庆啤酒的 9 倍和 11 倍；燕京啤酒是重庆啤酒的 4.5 倍和 5 倍。而重庆啤酒的 PE 更曾达到 108 倍，同时期的青岛啤酒和燕京啤酒只有 31 倍和 25 倍上下，出现如此大的反差应“归功”于疫苗概念以及舆论吹捧，不过一个偌大的啤酒公司的股价暴涨竟与其主营业务没有任何关系，就显得相当不靠谱了，疫苗研究的风险投资不由相关行业来拓展，而依靠一家生产啤酒的厂商来展开，多少有点啼笑皆非。

按照行为金融理论学说，投资行为是一个对外在经济变量进行处理、判断、进而决策的一个过程，人在心理上计量风险和收益以作出投资决策必然受诸多心理因素影响，认知偏差从而产生行为偏差，最终反映在股市上，出现严重背离价值的贪婪性或者恐慌性行情。根据西蒙学说，产生行为偏差的根源有以下几点：有限理性、时间限制、情绪因素、社会因素。

有限理性：这一概念最初由阿罗提出，他认为有限理性就是人的行为“即是有意识地理性的，但这种理性又是有限的”。人们面临的是一个不确定的、复杂的世界，而人的计算能力以及认知能力是极其有限的，并不像新古典经济学所假定的全知全能的经济人那样，另外，进行理性分析计算是有成本的，不可能如计算机一样无休止地运算。

时间限制：人一天就 24 个小时，除了吃饭睡觉外，还要连续性的做许多决策，不可能为做出一个最优决策花大量时间。

情绪因素：这是影响人类行为偏差的一个重要因素，与坏心情的投资者作对比，好心情的投资者往往做出风险偏好较高的决策。

社会因素：人作为社会的一员，自然容易受社会的价值观影响。

启发式模式：指人们在面对复杂、不确定的、缺乏现成方法的问题时，往往依靠直觉或以往的经验制定决策，即使他们在有更多时间和信息的情况下也是如此。

前景理论模式：评价盈利或损失的价值通常以当前的财富水准为评价及基础；对收益是风险厌恶的，而对损失是风险偏好的。

心理账户模式：指个人会根据资金的来源、资金的所在和资金的用途等因素对资金进行分类，各类资金是不可能替代的，且人们会用不同的计算法则来对不同的资金进行单独的心理计算。

框定效应模式：是指一个问题两种在逻辑意义上相似的说法却导致了不同的决策判断。

综上所述，人性的弱点（贪婪与恐慌）为认知与行为偏差的主导因素，其再通过行为模式去造就股市异像，那么要如何减少这种股市的异像？既然我国 A 股的主体是中小投资者，那么对他们进行教育，我想是一种解决方案。首先，教育的方式不能过于繁冗枯燥兼形式化，也不能仅仅只对一些证券投资基础知识进

行介绍就算完成任务了，可以向国外的投资者教育网站学习，尽量让文章篇幅精简及通俗易懂并具有针对性（不同背景的投资者应该应用不一样的教育方式），也不应局限于文章形式，可以多用视频教育方式，图文并茂更加生动。另外，投资者教育由非盈利性机构负责会更加妥当，皆因某些盈利性中介机构会为推广自己的服务产品而提供不一样的信息，那么就缺乏公正性。接着，应让投资者树立一种正确的投资理念、观念。或许投资者会因为一个“都市传说”某某因为某个股票而资金翻了多少倍，从而产生一种发财梦，进而频繁地操作或跟风交易，钱没赚到反而亏损一大笔，也许确实存在一些神人因重仓某只股票赚了很多，但这毕竟是少数，就好比每期福利彩票几乎都有人中头奖，但大多数人穷其一生也只中个尾奖，投资更是如此，如何跑赢大市保住本金才是投资者应该考虑的。对投资者进行理念教育，除了教导一些基础的基本面分析、技术分析、心理分析外，也应通过案例教育，让投资者了解投资收益率的基准线，及投资常态，巴菲特的年均投资收益率也仅有 20%多。然后，风险教育是投资者教育工作中的重点内容，要通过风险教育进一步提高投资者的风险意识和风险防范能力，保护投资者利益。树立风险意识是第一步，更重要的是如何在操作上控制风险，一般来说，有两个常规方法，即入市位置及仓位控制，还须有最后一道防线——止损价。

总之，中国经历了 30 多年的改革开放后，现正进入经济结构调整时期，按照国外的经验，短则 10 年，长则可达 20 年，同样地，投资也将进入慢速致富阶段，那些急于发财的投资者将受到创伤，只有那些懂得利用低潮入市高潮出货的理性投资者才能致富。

（作者：联讯证券惠州下埔路营业部）