

投资组合第六周——投资中的思维偏差

第一环节：课前提问

1、判断题：决策偏差指的是因错误判断事情发生的概率而导致的非理性决策行为，通常投资者只看到小概率事件带来的回报，却忽视了事情发生的概率。

答案：对。

我们在投资时，应该把重心放在高概率的事件上。

而从历史数据上来看，优质资产的价格大概率是在不断上涨的。

2、判断题：选择【成本价】作为参考点，能让我们更容易保持理性。

答案：错。

成本价并不是正确的参考点，因为我们在实际投资中很难买在最低点，即使是在低估时买入，也有可能经历一段时间的浮亏。而受到“损失厌恶”的影响，我们就有可能会做出一些不理性的投资行为。

相反，如果股价上涨，我们以成本价作为参考点，依然容易受到“损失厌恶”的影响，有所盈利就开始厌恶风险，打算落袋为安，最终可能还没等到股价回归合理就提早卖出，导致出现“小赢小亏”的无谓交易。

所以，我们应该以公司的合理估值作为参考点，而不是以买入时的成本价作为参考点。

3、判断题：在查看自己的持仓时，我们应该聚焦于某一项资产上。

答案：错误。

如果我们聚焦于某项资产的价格波动，会很容易把单项资产的波动当成风险，却忽视了投资组合中各项资产是具有一定的相关性的，可以抵消一部分的波动。

此外，由于亏损带来的痛苦会远高于盈利带来的喜悦，如果我们过于关注单项资产的涨跌情况，一旦某项资产出现浮亏，那么很有可能会影响我们的情绪，进而导致我们做出一些不理性的投资行为。

正确的做法是站在全局的角度，理性查看整体持仓的盈利情况，这样更有利于我们在做投资决策时保持理性。

同学们回答得非常棒，下面我们进入下一个环节。

第二环节：认识思维偏差

不知不觉我们的课程已经进入到了尾声，同学们也学习了投资组合实操的七步法，后续大家一定要多多练习，搭建出适用于自己的投资组合，降低整体持仓的波动性，让自己在持有的过程中体验更好。

不过，虽然投资组合可以有效降低整体持仓的波动性，让我们更容易保持理性，但是由于我们是一个完整的个体，也会有冲动、焦虑等情绪，依然有可能会做出非理性的投资行为。

而金融学中有一个名为“行为金融学”的学科，其融合了金融学、心理学、行为学、社会学等多个学科，力图揭示金融市场的非理性行为和决策规律。

比如我们视频课中所提及的参考点依赖、狭义框架、决策偏差等等，都是行为金融学中提及到的投资者普遍存在的思维上的偏差。

人一旦存在某种思维偏差，就有可能在不经意间做出一些非理性的投资决策行为。

巴菲特的合伙人查理·芒格说过一句经典名言：如果我知道我会死在哪里，我就一定不会去那个地方。

如果我们能认识到自己的思维存在某些偏差，那么我们在投资时就可以有意识地避免这些偏差对我们的投资决策造成影响。

而常见的思维偏差有很多，今天老师就选取几个比较常见的思维上的偏差。同学们在听讲时对照一下自己是否存在同样的情况，并想想自己该如何克服。

如果我们将投资的步骤进行拆分，大致可以分为三个环节：“买入前”、“持有中”、“卖出时”。

三个环节中都会有各种不同的思维偏差，下面我们来讲解部分常见的思维偏差。

买入前

（一）有限注意力偏差

有限注意力，指的是在日常生活中，我们的注意力是有限的，不可能一直关注某一件事情。

这其实和我们的身体机能有关，如果我们一直保持着注意力高度集中，会持续耗费大量的能量。

所以我们在处理某些问题时，会经常用直觉来处理。

这种偏差在我们的生活中也很常见。

【提问】同学们觉得发生车祸的司机中，是男司机多还是女司机多？

据公安部 2018 年统计的数据表示，全国男女驾驶员比例为 7：3。

而据交通运输部 2019 年统计的数据表示，2019 年道路交通事故男女比例为 17：3。

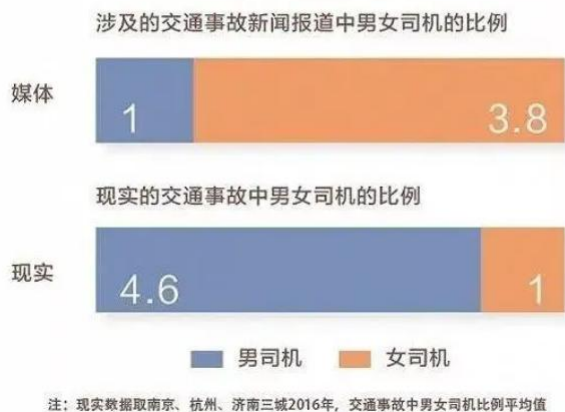
也就是说，男司机发生车祸的概率比女司机要高得多。

但是为什么大家会普遍认为女司机更容易出事故呢？

这其实是与我们的媒体特别喜欢报道女司机出车祸有关。

据潇湘晨报中的一篇名为《对不起，女司机！》的报道显示，媒体大概报道 3.8 个女司机出车祸，才会报道 1 个男司机出车祸。

**媒体与现实中，
造成交通事故男女司机比例**



由于我们的注意力有限，并且接收到女司机出车祸的报道较多，所以回答上述问题时很容易就直接凭直觉作答，并没有深入探究其中的真实情况。

但在投资当中，如果凭直觉进行投资，那么我们可能会付出沉重的代价。

比如在 2013 年 9 月 12 号，Twitter 公司，也就是特朗普经常使用的推特，宣布即将进行 IPO。

在消息公布后，另一家名字特别相似的公司 Tweeter 竟在 3 天内上涨了 13 倍，但殊不知，这家公司已经破产。

这就是投资者的注意力有限，进而凭借直觉进行投资所造成的有趣的现象。

无独有偶，我国 A 股市场在 2015 年时，P2P 概念受到市场的追捧。

而在此时，多伦股份将公司名字变更为“匹凸匹”。在名字变更后，公司的股价立马就出现连续涨停的情况。

上海多伦实业股份有限公司 更名完成工商变更登记公告

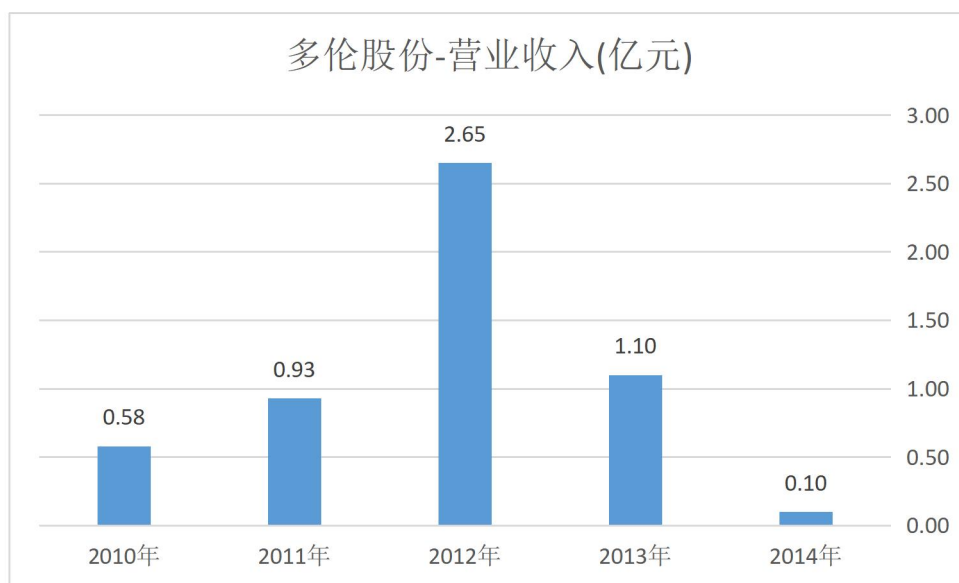
本公司董事会及全体董事保证本公告不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

上海多伦实业股份有限公司（以下简称“多伦股份”）于 2015 年 5 月 7 日召开第七届董事会第十次会议，审议通过《关于公司名称变更为匹凸匹金融信息服务（上海）股份有限公司的议案》，同意对公司名称进行变更。详见 2015 年 5

图片来源：巨潮资讯网



当然，由于该公司当时的经营情况并不理想，没有业绩的支撑，股价也迅速回落。



此外,还有一些团队专门利用投资者的有限注意力,赚取投资者不理性行为的钱,比如曾经轰动一时的“涨停敢死队”。

根据交易所相关规定,在单日涨幅或跌幅排名靠前的个股中,交易量最大的营业部是需要被公布的。

而曾经有一段时间,宁波的一家营业部经常上榜,说明该营业部中可能有固定的机构专门运作涨停的股票,市场人士给这家机构起名为“涨停敢死队”。

这种情况也引起了上海证券交易所的关注,于是交易所就对该营业部进行调查,看看其是否存在操纵股价的行为。

事后交易所发现,该营业部中的这个机构采用的策略是在股票第一次涨停后买入,然后在第二天卖出。

这种做法并不违规,因为他们不是通过交易把股票价格拉升到涨停的,而是正常的交易行为。

那么这个机构是怎么盈利的呢?

第一,他们需要买到涨停的股票。

我们都知道,涨停的股票基本是买的人多,卖的人少。

不过，由于市场上一般会有众多涨停的股票，同时也会有一部分投资者会把手上的股票卖出，以求落袋为安，这样就给这个机构有买入的机会。

第二，他们需要将买到的股票，在第二天卖出去。

这个看似平常的操作，如果结合媒体的力量，就能让部分投资者犯错，而这个机构就能从这些投资者的错误中获利。

具体是怎么做的呢？他们利用的就是别人的有限注意力偏差以及追涨杀跌的心理。

我们在平时的交易日中，会经常看到各种各样的涨跌幅排行榜，比如“龙虎榜”等。

无论是国内还是国外，都有研究表明能上榜的公司对投资者有着巨大的吸引力。

特别是那些没有任何消息却出现涨停的股票，投资者会觉得其中可能蕴含着某些别人知道但自己不知道的消息，会更加关注。

这时投资者的注意力就会被这些股票所吸引。

由于这个机构是在股票涨停的第一天买进，所以他们所持有的股票一定在涨幅排行榜之内。

再加上股票涨停会引起部分投资者追涨杀跌的情绪，于是在第二个交易日中，就会有一部分不理性的投资者进行买入。

此时该机构就可以将手中的股票卖给这些投资者，利用他们的不理性进行盈利。

根据上交所的调查显示，“涨停敢死队”账户的日收益率平均为 1.16%，而在次日买入的个人投资者，平均需要承受 0.88% 的损失。

追热点也是类似的原理。

我们在日常投资中，经常会听到 XX 热点、XX 题材、XX 板块涨得好，这些很可能是某些机构在低位时买入，然后通过媒体的力量，让投资者的注意力关注在某几只股票上。

此时再利用投资者追涨杀跌的心理，引诱投资者作出不理性的投资行为，机构就有机会从投资者的错误中获利。

但如果被炒作的股票没有业绩支撑，通常股价的上涨也只会是昙花一现，随后又会快速回落，犯错的投资者就会损失惨重。

随后媒体又会以“板块轮动”为观点，将投资者的注意力吸引到下一个热门话题上。

【提问】同学们现在回想一下，自己在投资时有没有出现过类似的经历？

想想当时自己的投资决策是通过详尽的分析还是单凭直觉进行投资的呢？

如果是凭直觉投资，买入后有没有出现患得患失的情况？

正是由于我们的注意力是有限的，如果我们不能把有限的注意力放在正确的事情上，就很有可能被外界各种各样的消息所吸引，进而凭感觉买入，在持有时患得患失，最终可能还得不到一个较好的投资结果。

那么我们应该把自己有限的注意力放在哪里呢？

我们都知道，买股票就是买公司，公司的内在价值才是我们重点关注的对象。

所以，我们的注意力更应该放在研究公司的经营情况上，而不是关注市场上各种各样的噪音。

只有对公司有足够的了解，才能让我们在买入时更容易保持理性，不被外界繁杂的信息所影响。

（二）代表性偏差

第二个容易影响我们买入决策的思维偏差叫做代表性偏差。

什么是代表性偏差呢？

这里老师举一个例子帮大家理解。

【提问】小明是一个内向、不擅长于社交、喜欢整洁和条理、极其注重细节的人，同学们觉得，小明是以下哪个职业的概率更大？

A、图书管理员

B、农民

相信很多同学会选择图书管理员，因为对小明的描叙，太符合图书管理员的代表性特征了。

但事实上，小明是农民的概率更大。

为什么呢？

因为农民的基数，比图书管理员的基数要大得多。

目前我国农民的数量，至少还有 5 亿人。而据国家统计局公布的数据，2017 年全国公共图书馆业从业人员数量也仅为 5.7 万人，也就是 0.00057 亿人，远远小于农民的数量。

也就是说，虽然像小明这样特征的农民可能属于小数，但由于农民的基数较大，即使是 1000 个农民中有 1 个符合这样的描述特征，其总个数都要比全国的图书管理员人数要多得多。

这就是代表性偏差，人们常常会因为一些代表性特征，而忽略了其他的信息，进而做出错误的判断。

这种思维上的偏差，在赌场上也很常见。

比如，如果我们抛硬币，连续 10 次出现正面，那么大家在第 11 次时会押正面还是反面？

我们知道抛硬币正反两面的概率都是 50%，但如果多次出现正面，那就太不正常了，所以很多人会选择押反面。

但是，实际上第 11 次出现反面的概率，依然是 50%，并没有任何改变。

我们只是受到前面 10 次结果的影响，会错误地认为下次出现反面的概率会大大增加，这也是受到代表性偏差影响的表现。

而在投资中，我们也会受到代表性偏差的影响。

耶鲁大学经济系教授、2013 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·席勒曾做过这样一份调查问卷。

问卷调查的是在不同的时期，人们认为最好的投资标的是什么。

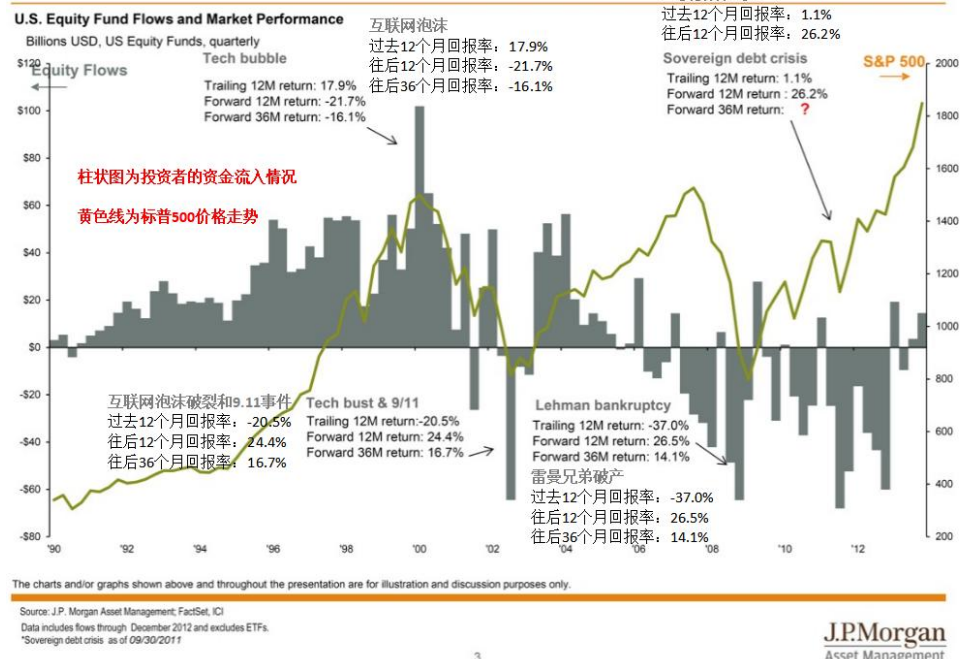
在 20 世纪 90 年代，大部分人会选择股票，因为当时的股票市场异常繁荣，道琼斯指数总体是上涨的。

但是如果退回到 20 世纪 70 年代后期，大部分人会选择房地产。因为在此前的 1973 年至 1974 年，投资者刚刚经历了股灾。

无独有偶，摩根大通资产管理公司的一份研究报告显示，当股票市场在过去一年收益率很高时，投资者往往会认为将来的一年收益率也会很高，于是投入更多的资金到股票市场当中。但事实上，将来一年的收益率往往会非常低。

相反，当股票市场在过去一年的收益率很低时，投资者也往往会认为将来的一年收益率会很低，于是把大量资金从股市中撤出。但是从历史数据来看，将来一年的收益率往往会比较高。

Bad investor behavior...



而我国 A 股市场中也有类似的情况，新增开户的数量与股市的走势高度相关，说明当股市在过去大幅上涨时，会吸引更多的投资者进场。



图片来源: <https://legulegu.com/stockdata/new-investors>

但这些行为其实都是受到代表性偏差的影响，因为在此时，投资者往往会受到刚刚发生的异常事件影响，从而忽略了其他的信息，进而可能会做出一些不理性的投资行为。

这归根到底，是选错了参考点。

受到代表性偏差影响的投资者，往往是选择“往回看”，其参考的是市场过去的表现，认为市场未来的表现也会和过去这段时间一样。

但实际上，我们更应该“向前看”。因为过去的已成事实，我们更应该关注当下是否存在风险，对未来是否会有影响。

此外，也会有人利用别人的代表性偏差进行谋利，同学们在生活中要特别留意，常见的比如有所谓的“荐股专家”。

这类“专家”是怎么谋利的呢？

首先他们要获取别人的信任。

怎么让别人相信他们呢？

首先，他们可以先给一群人推送信息，比如向 400 人推送某某股票会涨，再向另外的 400 人推送相反的信息。

这样一来，总会有 400 人收到其判断正确的信息。

然后再将这 400 人平均分成两组，一组推送某某股票会涨，另一种推送相反的信息。

这样就会有 200 人收到这位“专家”连续 2 次猜对的信息。

随后，继续将这 200 人平均分成两组，继续推送两条相反的预测信息。

第三轮过后，就会有 100 人收到这位“专家”连续 3 次说对股票涨跌的信息。

此时可能会有投资者对这位“专家”的预测深信不疑，被其表现出来的代表性特征所迷惑，进而可能会被诈骗。

所以，同学们在日后如果遇到类似的事情，一定要保持理性，千万不要被代表性偏差影响。

（三）过度自信

第三个容易影响我们买入决策的思维偏差叫做过度自信。

可能有同学会说，中华文化中经常教导我们要谦虚谨慎，不要骄傲自大，自己怎么会过度自信呢？

但事实上，过度自信是一种普遍存在的心理偏差，只是人们往往意识不到这种偏差的存在。

同学们不妨回答一下以下问题：

【提问】

- 1、大家觉得自己的智力是否高于人类的平均水平？
- 2、大家觉得自己的工作能力是否会比一般的人要更强一点？
- 3、大家觉得自己的驾驶技术是否会高于人类的平均水平？

如果有同学回答两个或以上的否，那么这位同学很有可能是一位比较谨慎的人。

但据心理学家们的粗略统计，70%以上的人对上述题目的回答都给出“是”。

此外还有一些比较有趣的统计结果，比如在学校里，会有80%以上的学生觉得自己的学习能力比一般人要好；在基金业内，有70%以上的基金经理觉得自己的投资水平比行业的平均水平要高；90%以上的女性认为自己比一般人要好看得多……

同学们想一想，70%以上的人会觉得自已超过平均水平，这明显是不符合实际情况的，这就是受到过度自信的影响。

那么过度自信对我们的投资会产生什么样的影响呢？

这就不得不提到加州大学的特伦斯·奥丁教授的研究成果了。

特伦斯·奥丁教授在一个经纪商中获得了一万多个真实股票账户在 1987 年到 1993 年的交易记录。

随后他对这些数据进行了仔细的分析，发现了一些特别有趣的现象。

首先，对自己特别有信心的投资者，其交易频率一般会更加频繁。因为这类投资者对自己的判断非常自信，总是觉得自己的判断是对的，所以会经常进行交易。

但事实上是，那些交易频繁的投资者，其总体的投资收益比市场的平均收益整整低了 30%，同时交易得越频繁的账号，亏损越多。

所以同学们在日后的实际投资中，一定要控制好自己的情绪，不要因为冲动而频繁交易。

第二个比较有趣的现象，是关于不同性别投资者的交易行为。

【提问】同学们猜猜，男性和女性的投资者，哪个更容易出现过度自信而导致过度交易的行为？

答案是：男性。

根据特伦斯·奥丁的文章《BOYS WILL BE BOYS》中的数据中显示，男性普遍比女性更喜欢交易，平均的交易频率比女性多 45%，但平均每年的收益率却低 2.65%。

We document that men trade 45 percent more than women. Trading reduces men's net returns by 2.65 percentage points a year as opposed to 1.72 percentage points for women.

It's not what a man don't know that makes him a fool, but what he does know that ain't so.

Josh Billings, nineteenth century American humorist

中文翻译：

我们记录了男性的交易额比女性高出45%。交易使男性的净回报率每年减少2.65个百分点，而女性的净回报率为1.72个百分点。

不是男人不知道的事让他变傻，而是他知道的事让他变傻。

——约什·比林斯，十九世纪美国幽默家

图片来源：特伦斯·奥丁的《BOYS WILL BE BOYS》

也就是说，男性更容易高估自己。

如果再根据已婚和未婚进行划分，会发现单身的男性亏损是最严重的。

这其实是与人的生理本能有关。

由于大部分单身的男性有寻找配偶的需求，于是会本能地想做出一些特别出众的事来证明自己的能力，以吸引其他人的注意，所以可能会变得非常敢于冒险。

所以，男同学们，特别是单身的男同学们，在实际投资中要注意了，千万不要因过度自信而进行频繁的交易。

此外，同学们在挑选主动型基金时，也需要关注一下基金经理的情况，如果是年纪较小、还是单身的男基金经理，即使其过去的业绩表现良好，我们也不能把所有的资金都投入进去，因为该基金过去的业绩很可能是冒着较大的风险而获得的。

现在我们了解了一些可能会影响我们买入决策的思维偏差，下面我们来了解一个可能引起我们在持有期间作出不理性决策的思维偏差。

持有中

（四）因果推论

【提问】同学们在日常投资中，有没有出现过这样的情况：当自己持有的某只股票大幅上涨或大幅下跌时，就很想知道是什么原因所导致的？

这其实是受到因果推论的影响。

人的本性就是很喜欢做因果关系的推断，也就是说当我们看到一个现象时，就觉得其背后是存在着某种因果关系。

比如公司的股价上涨了，就会觉得应该是受到某些消息的影响所导致的，这样才会显得合理。

但事实上，短期的股价涨跌其实是市场博弈的结果，我们需要理性看待。

这里给大家讲一个有趣的故事。

2003 年 12 月 13 日，伊拉克前总统萨达姆被抓，当时的美国国债应声上涨。

此时，彭博社发布了一条新闻：US treasuries rise; Hussein Capture may not curb terrorism.

意思是美国国债上涨，萨达姆被抓可能无法遏制恐怖主义。

为什么这么说呢？美国国债上涨，可能是人们觉得萨达姆被抓依然不能阻止恐怖活动，还是需要寻找能避险的金融资产。而美国国债相对安全，所以就会上涨。

但随后半小时内，美国的债券市场和股票市场就发生了反转，国债市场开始下跌，股票市场反而上涨。

此时彭博社又发布了一条新闻：US treasuries fall; Hussein Capture boost allure of risky asset!

意思是美国国债下跌，萨达姆被抓，增强了风险资产的吸引力！

我们可以看到，短期的资产价格涨跌，其背后的原因可以说是公说公有理，婆说婆有理。

但是这些理由往往都是为了迎合价格已经上涨或已经下跌这个既定事实的。

如果我们在持有的过程中过分关注此类消息，很可能会影响我们的投资心态。

正确的做法应该是怎么样的呢？

我们都知道，资产的价格是围绕着资产的内在价值上下波动的，所以我们应该把精力放在研究公司的经营情况上。

最后，我们再来了解一个可能会影响我们卖出决策的思维偏差。

卖出时

（五）处置效应

同样的，来先问大家一个问题。

【提问】我们的持仓中有两只股票，一只盈利，一只亏损。如果现在要卖出一只，你会选择哪一只，为什么？

相信很多同学会选择卖出盈利的股票，其理由可能是有盈利的股票卖出后可以落袋为安，亏损的股票未来还有可能涨回来。

看似合理的解析，但是这其实是一种名为“处置效应”的思维偏差。

投资大师彼得·林奇曾说过：“一些投资者总是习惯性地卖出‘赢家’—股价上涨的股票，却死抱住‘输家’—股价下跌的股票，就如同‘拔掉鲜花却浇灌野草’一样”。

【提问】但如果现在再问大家一遍：如果我们的持仓中有两只股票，一只盈利，一只亏损。如果现在要卖出一只，你会选择哪一只，为什么？

同学们是不是要回答：出售亏损的。

但是，这个回答依然是错的！

彼得·林奇的话还有下半句：“另外一些人则相反，卖出‘输家’—股价下跌的股票，却死抱住‘赢家’—股价上涨的股票，这种投资策略也高明不了多少。”

同学们可能有疑惑了，卖出盈利的也不对，卖出亏损的也不对，那到底什么才是对的呢？

【提问】有同学知道上述的两个行为到底错在哪里么？

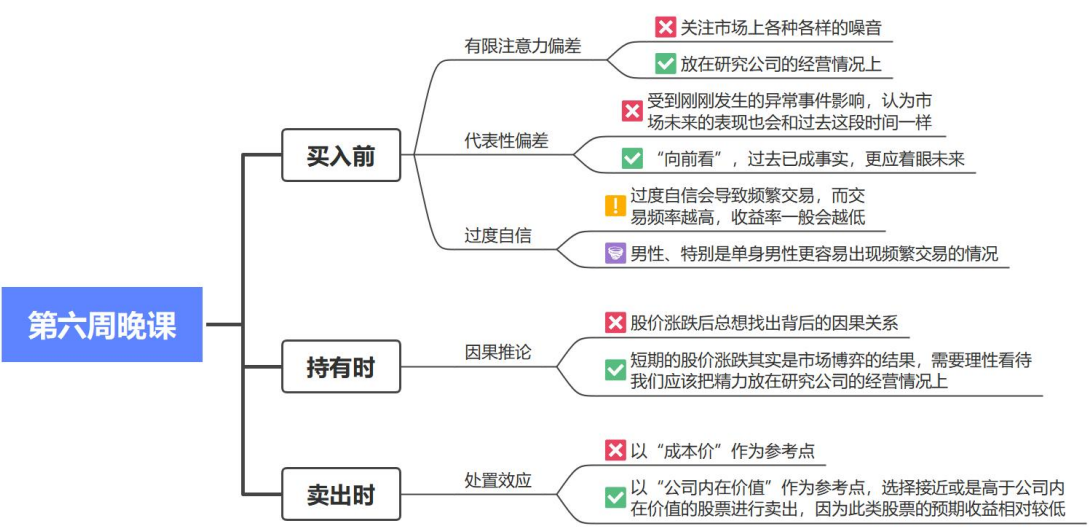
错在选择的“参考点”上。

实际上，无论是选择卖出盈利的，亦或是卖出亏损的，我们都是以“成本价”作为参考点。

但我们持仓的成本价，和公司的内在价值、未来的经营情况毫不相关。

正确的做法是，我们卖出时，对比的应该是公司的内在价值，选择接近或是高于公司内在价值的股票进行卖出，因为此类股票的预期收益相对较低，而不是对比持仓的涨跌情况。

好啦，本节课我们主要讲解了投资中常见的 5 种思维偏差，以及其可能对我们造成的影响，下面我们来总结一下：



巴菲特曾说过的一句话：“投资不是一个智商 160 就能够战胜智商 140 的游戏。一旦你智商正常，你最需要的是能够控制让你冲动的情绪，因为这些让你冲动的情绪会导致你在投资中犯错。”

其实价值投资就是一场长跑，比拼的并不是谁先跑得快，而是比谁能用正确的方法坚持得更久。

投资市场中还有一句经典哲理名言：“市场从来不缺明星，但缺寿星。”

我们要做的，是少犯错、多思考，严格执行自己的投资计划，降低冲动对投资决策的影响。

好啦，以上就是今晚的课程内容，同学们深夜学习辛苦啦。

重要声明：

1、以上关于内容仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议。投资有风险，入市需谨慎！

2、教学活动中使用的任何网站、平台、工具等，都只作为教学演示使用，微淼与这些机构没有任何合作关系，在使用过程中，如果出现广告、开户、链接、收费、工作人员加好友、加微信群等情况，请务必小心，严防被骗！