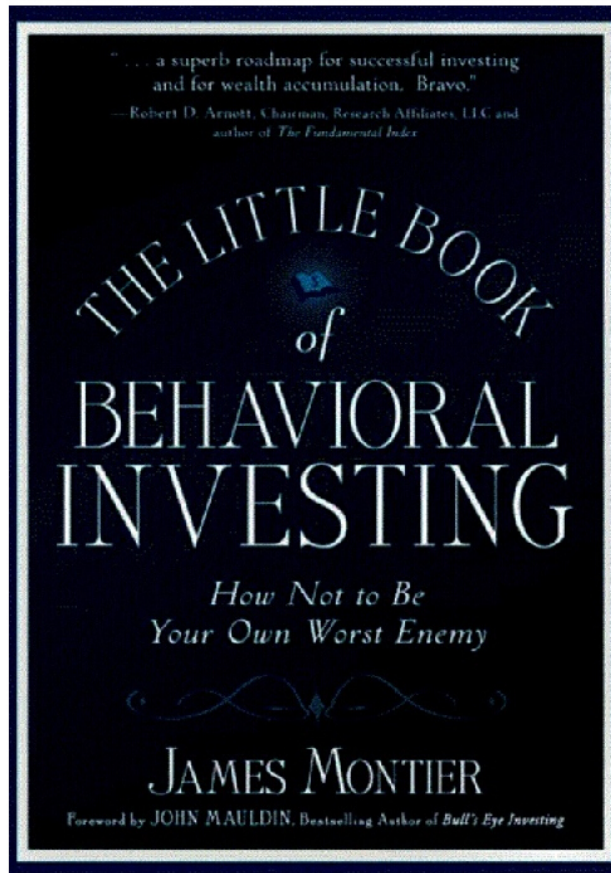


知乎

首发于
川流不息

让你投资亏钱的 15 个“偏差”



石川

量化交易 话题的优秀回答者

已关注

60 人赞同了该文章

最近被 James Montier 的一本小书 *The little book of behavioral investing: how not to be your own worst enemy*（行为投资学小册子：如何避免成为你自己最大的敌人）深深的吸引。全书不长，仅有 130 多页，分 16 个章节介绍了投资中常见的认知偏差以及它们产生的错误而深远的后果。作者引用了大量心理学实验来展示这些认知偏差，一气呵成，令人回味无穷，产生强烈的共鸣。这些认知偏差是无论机构投资者还是个人投资者都会经常犯的错误。本文以一个虚拟投资者的角度来简单梳理本书介绍的部分认知偏差，对每一个偏差都会通过例子辅以说明。

0 大脑中的 X 系统和 C 系统

认知神经学指出，我们每个人的大脑中都有两个决策系统：一个 X 系统，一个 C 系统。X 系统由情感控制，C 系统由逻辑控制。当我们需要做决策时，信息首先由 X 系统处理，对人来说它更是一种本能的反射，自动而不费力（但往往做出错误的决策）；而 C 系统则要求人们通过逻辑考来处理信息的各个方面而得到更合理的决策。当人在压力下做决策时，X 系统先于 C 系统更显著。

知乎

首发于
川流不息

在蛇身上。下面，有意思的事情发生了，当面前的巨蟒突然抖动身体时，你一定会本能的往后跳的。会发生这种结果的原因是，你脑子里的 X 系统要本能的保护你的安全。蟒蛇移动这个信息通过 X 系统迅速到达你大脑中负责感知恐惧和风险的部分，让你产生了躲避的行为。与此同时，这个信息以相对较慢的速度被传达到你大脑中的 C 系统，在那里，你会更加理性的判断出蟒蛇的移动对你来说并没有危险，因为它在一个密封的容器中，你和它之间有一层坚固的玻璃。然而当你的 C 系统让你意识到这一点的时候，为时已晚，你已经做出了向后躲避的举动。从生存的角度来说，一个假阳性（false positive）总好过一个伪阴性（false negative），你的情感再次（错误地）战胜了理智。

投资中的认知偏差就是因为人们太容易依赖 X 系统做决定造成的。因为 X 系统处理信息这让我们舒服、不费力，“符合人性”。但是，如果想在投资中生存，我们往往需要“逆人性”的 C 系统来做决策。

偏差 1 情绪温差

情绪温差指的是当你处于某种情绪状态时，就很难想象自己处于其他情绪状态的情景。举个例子，在你不饿的时候，就很难想象你在饥饿状态下的感受和行为。但你饥饿的时候，感觉就像你会永远挨饿。很多人是在享受了一顿节日大餐之后制定节食计划，但问题是你在不饿的时候很容易认同节食，但到了日后饥肠辘辘的时候就不行了。

在投资中，情绪温差也随处可见。假如你是一个坚定的价值投资者并通过严谨的调研和科学的分析后决定在某一个你认为合适的价位买入股票 A。假如在未来的某段时间内市场发生了对该支股票的抛售，其价格在短期内下跌 30% 到达了你的心理价位。在这种情况下，即便你反复考察确定该公司基本面没有新的变化，你仍会发现在别人都抛售它的时候很难做到逆流而上、坚持你的研究而买入该股票。

偏差 2 过度恐惧

来看一个游戏。在一开始给你 20 块钱和如下规则：游戏有 20 轮，每一轮你可以选择是否下注，下注的筹码为 1 块钱。下注后，结果由扔一枚公平的硬币决定，即你有 50% 的机会得到 2.5 元，有另外 50% 的机会损失你下注的 1 元。每次扔硬币的结果是独立的，与其他轮次扔硬币的结果无关。

怎么样？这个游戏简直是一个 free ride（天上掉馅饼）吧？首先，在每一轮，你的期望收益都是 $1.25 (= 2.5 \times 0.5 + 0 \times 0.5)$ ，减去你的下注成本 1 元，你的期望利润是 0.25。因此如果你每轮都下注，20 轮后的期望资产为 25 块。一点概率计算可以知道如果你每轮都下注，你最后的资产少于初始值 20 块钱的概率仅有 13%。此外，很重要的一点是，由于每轮扔硬币的结果是独立的，因此一个理性的 C 系统会告诉我们你当前的决策应该和之前的结果无关。然而，你的 X 系统却不这么看。

知乎

首发于
川流不息

不到恐惧。这两群人的试验结果表明，正常人仅平均在 58% 的轮次中投注，而感受不到恐惧的人在 84% 的轮次中投注，他们更加接近完全理性的决策结果（即 100% 投注）！进一步研究发现，对于正常人，如果上一轮他们的下注造成了损失，那么他们仅有 40% 的可能性在本轮下注！对损失的过度恐惧造成了他们在本轮的错误决策。

这个例子可以类比投资者在熊市中对于出现的有投资价值的“廉价”的好股票的“视而不见”。无论他们在之前对该公司做了有多么系统和科学的分析，在这种环境下，仍然很难挑出 X 系统产生的对损失的过度恐惧。因此，他们无法正确的做出决定——在便宜时买入有价值的好股票。

偏差 3 乐观主义和自利偏差

乐观主义可能是人们与生俱来的一种本能。在一项对 600 名基金经理的测试中，有 74% 的人认为自己比别的基金经理更好（这远远超过 50%）。同样的结果也发生在对分析师的测试中。但是事实怎么样呢？在 2008 年 2 月，有 91% 的分析师预测市场会有牛市、应该持股。

乐观又常常被控制幻觉所放大：我们总觉着结果是可控的，可以往我们的预期发展。而一些偶然的好结果又加深了我们的这种幻觉。比如在一个扔硬币的游戏中，如果一个人连续猜对了几次硬币的正反，他就会觉着他是“天选之人”，可以控制并继续正确地预测结果。

自利偏差也容易产生乐观主义。自利偏差是指人们的决策往往倾向于有利于自己的利益。审计师的行为就是这么一个例子。在一项测试中，5 个有争议和错误的会计报告被随机分配给 139 位审计师，每个报告都有明显的错误。这个测试中最有意思的部分是，这些审计师中有些被要求从这些会计报告涉及的公司的立场来评判这些报告，而另一些则要求从想投资这些公司的第三方投资人的立场来评判这些报告。结果，不说你也可以猜到，在认为这些报告没有问题的审计师中，从公司立场出发的要比从第三方投资人立场出发的多出 31%！而这项测试还是在安然公司出事之后做的！**在投资中自利偏差让我们愿意相信所有的消息都是有利于当前仓位的好消息：自利偏差产生乐观主义。**

投资中自利偏差的一个最好的例子就是 2008 年金融危机时的评级机构。那些垃圾 CDO 产品被评为 AAA 级投资品的最本质的原因是，评级机构是站在推出这些产品的金融机构的立场上做出评级的，因为是这些金融机构给评级机构提供了饭碗！

偏差 4 轻信专家

你的家人或者朋友是否时常对你说“你说话应该更有自信”？你有没有想过这可能不仅仅是因为你有时不够自信？**这是因为我们都喜欢听自信的观点。**来看一个实验，测试者被要求猜不同照片上人的体重。此外，每一轮都有四个提示者为测试者提供线索，提示者说话的自信程度是不同的（如有人可能会很肯定的说，这个人重 73 公斤，而另一个提示者可能会以很不确定的口气说，这个人大概在 60 到 70 公斤之间）。研究表明，大多数测试者都会接受说话口气最自信的提示者所

这就是我们容易轻信专家的原因。因为专家听起来让人可信（这毕竟是他们的拿手绝活）。此外，**研究发现在我们被告知观点来自专家时，我们大脑中便本能的放弃了部分抵抗，从而更加容易相信专家的观点。**

但专家做的如何呢？在一项选股实验中，很多广为人知的蓝筹股被两两配对分成很多组。测试者是投资专家和毫无经验的学生。这两组人被要求从每一对股票中选出其认为在未来 12 个月内收益会更好的那一支。结果令人大跌眼镜：学生猜对的正确率是 49%，这很接近随机选取的 50%，因为学生并没有选股经验，所以这很合理；然而我们的专家呢？他们的正确率仅有可怜的 40%！

专家不愧是“砖家”！

偏差 5 锚定偏好导致依赖预测

投资中有一个金玉良言是 Prepare - Don't Predict。意思是尊重市场，时刻做好准备，放弃预测。这说明预测是多么困难。价值投资之父格伦厄姆说过，预测股价不是价值投资的一部分。然而前赴后继的分析师夜以继日、日以继夜的做分析、预测股价。这是为什么呢？他们的回答是“因为客户想要听！”。

这其实不假！这是因为**我们在决策时喜欢用一个数字做锚定，然后在该数字的基础上做分析。**在一项实验中，600 名基金经理被要求写下他们手机号码的后四位，并同时预测伦敦有多少个医生。结果非常有趣。在手机后四位大于 7000 的那些投资经理中，大部分预测伦敦有 8000 名医生！而在手机后四位小于 3000 的投资经理中，大部分猜测伦敦有 4000 名医生！怎么样？就算你用脚趾头想也知道电话号码后四位和医生个数没有什么关系，但在这样一个实验的暗示下，投资经理们都用自己的手机号后 4 位作为了猜测的基准！

虽然分析师都知道自己预测的不准，但他们却死不承认。分析师常用的 5 个借口是：

1. **“假如”**：假如我的观点被采纳，那我预测的就会发生。假如联邦政府加息，那么我的投资决策就是对的。
2. **“条件不变”**：如果所有假设都满足，所有条件都不变，我就是对的。但是条件变了，因此不是我的错。
3. **“我几乎对了！”**：虽然结果有偏差，但我差一点就对了！
4. **“我没有错，只是我预测的尚未发生而已”**：想想一些著名的网红专家。
5. **“仅仅这一次错误而已”**：你不能因为我这一次失误（他们选择性的忘记了之前的失误）而否定我的水平！

偏差 6 信息过载导致过度自信



知乎

首发于
川流不息

数据，让他们评估哪些变量能最有效的鉴别出优秀的马匹，并给 88 个变量按照它们对判别马匹好坏的重要程度排序（类似多因子选股！）。在接下来的测试中，这些赌马者要逐一判断 45 场赛马比赛中每场最好的 5 匹马。这个实验的核心之处在于，在赌马者判断时，我们并没有一下把所有 88 个变量的数据都给他们。而是分批次的首先给他们 5 个他们认为最重要的变量，然后增加到 10 个变量，再增加到 20 个变量，最后增加到 40 个变量。你可以看出这是一个信息逐渐过载的过程。结果如何呢？随着因子个数的增加，赌马者判断的正确率并没有显著提升！换句话说，他们用 5 个因子选出马匹的正确性和用 40 个因子选出的正确性没什么不同！但是随着信息（因子个数）的增多，他们对他们预测的信心显著增加！这可不是什么好消息。

在一个类似的实验中，把同样的实验逻辑交给计算机（类似计算机量化选股！）。结果表明，随着因子个数的增加，计算机确实能发现一些新的有效因素，从而增加预测的正确性。可见，**在面对信息过载时，计算机有比人更好的处理能力，这就是为什么我们喜欢量化选股！**

偏差 7 易被无效信息干扰

我们打开电视随便翻到一个财经频道就能看到一个专家在那里讲 K 线；打开 Wind 或者 Choice 金融终端，不管大盘涨跌都有无数的专家**事后**出来分析 5 大利好 8 大利空。他们的观点（姑且称为观点）对我们来说毫无用处，只会带来负面影响。这是因为**我们很容易被无效信息干扰**。

心理学家设计了下面这个实验：有一队人在打印机前排队准备打印。这时有一个人想加塞。测试中，他使用了如下三种不同的问法：

1. “对不起，我有 5 页需要打，我可以使用打印机吗？” – **这是没有干扰信息的情况**
2. “对不起，我有 5 页需要打，我能使用打印机吗？因为我需要打印。” – **这是有无效干扰信息的情况**
3. “对不起，我有 5 页需要打印，我能使用打印机吗？因为我赶着去提交报告。” – **这是有真实有效信息的情况**

实验结果显示，对于第一种问法，有 60% 的人同意这个人加塞打印（你可以猜出来这一定不是在中国进行的实验）。然而对于后两种问法，同意这个人加塞打印的人居然达到了 90% 以上！对于第二种问法，仅仅是因为加塞者在问句中使用了“因为”一词，就能给别人造成一种暗示，即他的理由是合理的！可见我们都是喜欢“有原因的”，我们都容易被无效信息干扰！

回到投资里，市场中有太多的噪声、很多的无效信息。这就解释了我们为什么很难不迷失其中。所以，**关掉电视吧，退出那些金融终端，不要在妄言和聒噪的声音迷失自我。**

偏差 8 确认偏差（证实性偏差）



知乎

首发于
川流不息

意见相左的人吃饭或畅谈心声。

让我们来看一个实验：假设我心里定义了一个数列规则，然后你被告知满足我心里这个规则的一个数列例子为 2-4-6。你的任务是猜出我所想的这个规则；为此你可以说出任何一个由 3 个数组成的数列，然后我会回答该数列是否满足我的规则。你从我的回答中推测出规则是什么。很多测试者会马上问 4-6-8 是否满足，以及 10-12-14 是否满足。在得知我的回答为“满足”之后，他们便马上说我所想的规则是任何一个等差为 2 的等差数列，或者偶数列。但不幸的是，这并不是我所想的规则。

事实上，我心中的规则非常简单：任何一个递增数列，比如 1-2-3，0-10-43。但是很少有人能说对。这个游戏正确的做法应该是尽快的找出一组数列使得我的回答为“不满足”！只有分析这些数列才能有效的判断出真正的规则。遗憾的是，很少有人这么做。因为在面对这样一个问题的时候，人们早早就根据我给你的 2-4-6 这个数列产生了一个假设，例如偶数数列，等差为 2 的数列，然后便会寻找信息来支撑这样的假设。当他们听到我说 4-6-8，10-12-14 满足时，便会不假思索的证实了他们的假设。可惜，他们的假设在一开始就是错的。

在投资中，同样的场景屡见不鲜。在分析公司基本面时，分析员有时早早的就提出了假设，之后便陷入了证实性偏差：他努力的寻找所有能够证明他观点成立的论据和数据，而忽视了那些使之结论不成立的数据。这样的分析结果，你敢相信吗？

偏差 9 保守主义，当变不变

你一定多少同意这样的观点：**我们都有保守主义，即一旦观点形成，便拒绝接受新息、如果必须改变，那也是非常缓慢的。保守主义的原因是沉没成本。**因为我们已经花费了很多努力（包括财力物力和精力）才得到当前的结论，因此我们当然不愿意轻易推翻它，哪怕它是错的！

有这么一个造飞机的例子。一个飞机公司的 CEO 决定投入 1 千万美元制造一个隐形飞机。项目进行到 90% 的时候得知另一家公司已经造出了隐形效果更好、成本更低的飞机。那么现在的问题是，你是应该把最后 10% 的预算，即 1 百万美元，继续花费在该项目上？80% 的受访者认为应该。

在另外一个场景中，问题的描述有些不同。该公司有研究经费的最后 1 百万美元。公司一名员工提议用它研究隐形飞机。但同时该公司得知另外一个公司已经造出了隐形效果更好、成本更低的飞机。那么，你还应该把这 1 百万美元花在这个项目上吗？80% 的受访者认为不应该。

这两个例子的对比凸显了沉没成本（已经投入的那9百万美元）在决策时对我们的干扰。面对错误的决策，考虑沉没成本、当变不变只会让我们错上加错。

在保守主义这种偏差下，投资经理经常拒绝完全推翻之前的配置方案而重新配置资产，哪怕市场的运行方向证明其原方案是完全错误的。



人们都喜欢听故事，而忽略事实。一种新药，具有给定的药效科学统计数据，然后再给试验者讲一个故事。一个该药成功救治病患的故事比一个该药无效的故事对于试验者是否决定尝试这种新药的作用是一个天上一个地下的。

这是心理学家做的真实测试。这是因为人们爱听故事而忽略事实这种认知偏差造成的。同样的，在股市里，我们也都喜欢听故事。这解释了为什么人们热衷于打新，为什么事件驱动类的逻辑有更好的收益。因为每一个背后都有一个动听的故事。但如果你深陷其中，保不齐哪天你就成为了故事。

偏差 11 拒绝承认错误

“这不是我的错！仅仅是因为运气差！”这样的调调对你一定不陌生。**我们都经常犯自我归因偏差。在投资时，我们习惯于将好的结果归结于我们的能力，而将坏的结果归结于运气差。**

这样的例子在体育比赛中屡见不鲜。一项实验表明，球员和教练在 75% 的胜利中将胜利的原因归结为自身的实力或者战术；而这个数字在失败时显著地下降到 55%，即在失利时，球员和教练认为近一半的原因是因为坏运气！

决策和结果的归因可以由如下这个四象限矩阵表示：

	好结果	坏结果
好的推理	能力	坏运气
坏的推理	好运气	错误

虽然好的推理不一定会产生好的结果，但我们应该努力做到每个投资决策都是经过深思熟虑的。我们应该时常反思，当我们真正错误的时候，应该能够理性的接受并认真总结错误，避免以后再犯。

偏差 12 为了做而做

如果你熟悉足球比赛，你一定喜欢看踢点球。统计显示，在足球比赛中，主罚点球的球员有 1/3 的时候往左踢，有 1/3 的时候往右踢，有 1/3 的时候踢向中路。然而门将们确有 94% 的时候扑向左边或者右边！门将就是不愿意在中间站着！要知道，如果他们在中间站着，会有 1/3 的可能性扑出皮球，远远高于他们扑向左侧或者右侧！

但为什么会有这种结果呢？对此，门将们表示，**向左或者向右扑球至少让别人看出他在努力。他们选择站着不动，而球却被打进，这让他们看起来很不负责任。**也许门将们是“对的”，但从理性的角度来说，“他们看起来是否努力”与“是否把握住 1/3 的机会把球挡住”相比，显然后者更加重要！

知乎

首发于
川流不息

容易造成一错再错。

偏差 13 随波逐流，缺乏逆向思维

在做决策时，人们往往过度关注共享的信息，忽略其他信息。有这样一个例子，实验者需要从 3 位候选者中选出一个学生会主席。在实验设计中，1 号候选者较其他两人有着显著的优势。实验进行了两个不同的场景。在第一个场景中，实验者已知候选人的所有信息。在这种情况下，83% 的实验者选出了 1 号候选人。在第二个场景中，所有实验者仅仅知道 1 号候选人的一部分信息，而该候选人的另一部分信息随机的分配给不同的实验者。在选举时，这些实验者几乎都在讨论他们共享的关于 1 号候选人的信息，而没有试图综合利用不同人知道的关于 1 号候选人的其他非共享信息。在这种情况下，仅有 18% 的实验者选择 1 号候选人。

我们之所以喜欢随波逐流是因为群组有一种自我加强的机制，它会产生群租极化，即组内的成员都会倾向于相信同样的观点，因为这样的观点被一遍又一遍的重复。

投资中需要的不是在错误观点的洪流中随波逐流。勇于以科学分析为依据，敬畏市场和把握公司基本面的逆向思维投资者是值得尊敬的。但这样的人少之又少。

偏差 14 厌恶损失，错失卖出时机

当我们的头寸面临损失时，我们的本能反应就是拿着不卖。因为只要不卖，损失就没有“被实现”，就有可能再涨回来。这是每天都发生在我们身边的错误决策。这是一种面对损失时的错误风险偏好，其本质是对于亏损的厌恶。关于这一点，在《获得诺奖的行为金融学是怎么回事？》已经有大量的例子分析过。

在一项对美国共同基金经理的研究中，研究者分析了从 1980 到 2002 年间近 3 万支共同基金的交易表现。研究发现，基金经理偏好卖出赚钱的资产（当该资产还在赚钱的时候就卖出！），而死扛亏损的资产（当该资产亏损的时候仍然持有！）。这又称为处置效应。在比较这些共同基金的表现时，研究者发现表现最好的基金是那些能够及时卖出亏损资产的基金；而表现最差的基金则更愿意卖出上涨的资产！数据显示，表现最差的基金表现出来的水平和个人投资者无异！

偏差 15 注重结果忽视过程

奥运会比赛后对获奖运动员的采访中，记者们总会抛出这样一个“脑残”的问题：“你在比赛开始前脑子里想的是什么？你是否有考虑金牌？”运动员们的回答普遍是：“我主要是专注于过程，去想结果，过程好了，结果就不会差”。



知乎

首发于
川流不息

	好结果	坏结果
好的过程	应得的成功	坏运气
坏的过程	好运气	应得的惩罚

禁野@石川

虽然好的过程不一定会产生好的结果，但我们更不应该因为一个不好的结果就否定过程。在投资中，收益不可预测，风险控制有时也很有限，唯一能控制好的就是过程。而科学的投资，尊重事实，严谨分析数据就是能够形成好的过程的必要条件。

赌场就是一个好的重视过程的例子。在赌场里的游戏中，赌场的胜率都会稍微高于 50%。这样长期下来，赌场一定是会赚走玩家的钱的，因此赌场根本不在乎眼前一两局的得失。由于有一个好的过程（超过 50% 的胜率的游戏设计），赌场一定会实现好的结果。

16 结语

怎么样，看完了上述认知偏差，你中招了几次？其实，你并不孤单！从 main street 的个人投资者到 wall street 的专业机构，都在日复一日年复一年、乐此不疲的重复着这些错误，因为这些偏差行为源于根深蒂固的人性和思维模式。

可见，投资是多么不容易的一件事。本文仅仅只言片语的梳理了一下这本关于投资认知偏差的经典。它带给笔者的无尽的回味和深深的共鸣是这三言两语无法表达的。

我希望你也能有机会好好读读这本书，不论你是否做投资。这里面揭示的思维陷阱一定会让你受益匪浅。

（全文完）

免责声明：文章内容不可视为投资意见。市场有风险，入市需谨慎。

原创不易，请保护版权。如需转载，请联系获得授权，并注明出处，谢谢。已委托“维权骑士”（[维权骑士_免费版权监测/版权保护/版权分发](#)）为进行维权行动。

编辑于 2019-07-02

金融 行为金融学 心理学



文章被以下专栏收录



川流不息

北京量信投资管理有限公司是一家在中国基金业协会备案登记的专业私募基金管理人...

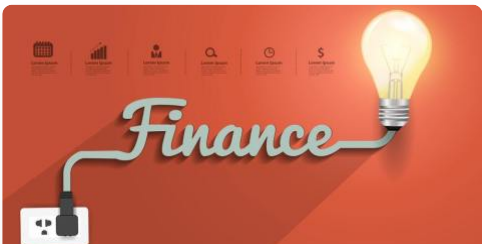
关注专栏

推荐阅读



【陈老师解析】学金融不如学商业分析BA/金融工程？

陈思炜



金融工程 Top 10 （上篇）

Shrai...

发表于申请达人点...

最强大的开
统，没有之

目前，对于I
化系统，在I
对某一标的
测显现是不
直接用期权
我们一般的
老关

3 条评论

切换为时间排序

写下你的评论...



吉姆

1 年前

量信投资的合伙人在海外对冲基金工作时候的战绩如何

赞



阿K

10 个月前

哈哈 感谢老铁分享啊。看着就带劲。话说有中文版的吗

赞



小崔

13 天前

总结的很全，写的也不错，但是目前还没有发现可以把这些行为偏差具体量化的比较好的资料
~ 请问有什么好的推荐吗

知乎



首发于
川流不息

