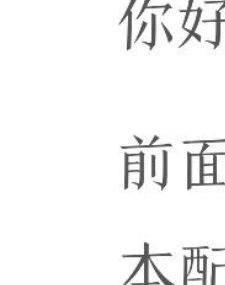


# 18 | 卖出盈利的还是亏损的？卖出行为偏差



陆蓉

昨天



18 | 卖出盈利的还是亏损的...

10:13 9.35 MB



| 陆蓉 亲述 |



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

前面几讲你已经了解了投资者容易在资本配置和交易频率上犯什么错，接下来就到了很多人非常关心的买卖环节了。

这两讲我就分别和你说说投资者在买入和卖出上的行为偏差。

相对于从无限的可选项中买入，卖出相对容易一些，因为你手里持有的是有限的，从里面选择不想要的卖出就行了，所以这一讲我先讲卖出行为偏差，下一讲再介绍买入行为偏差。

## 普遍存在的处置效应

我先问你一个问题：如果你现在手中有一只盈利的股票、一只亏损的股票，急需钱用，必须变现一只股票，你会变现哪一只呢？

我猜你可能会变现盈利的那一只吧？不光你会这么做，大多数人也都会这么做。

行为金融学家泰伦斯·欧迪恩(Terrance Odean)在1998年的时候分析了美国一家大型券商10000个投资者的账户数据，他们测算了投资者们实现浮盈的比例和实现浮亏的比例，通过大样本的统计数据发现：

**投资者更倾向于卖出盈利的股票，而不愿意卖出亏损的股票。**

这个现象其实并不稀罕，有一个专有名词叫做“处置效应”，指的就是投资者不愿意以低于购买价格出售资产的现象。

也就是说，投资者倾向于“售盈持亏”。这是行为经济学家赫舍·谢弗里(Hersh Shefrin)和他的合作者梅尔·斯塔曼(Meir Statman)早在1985年就提出来的。

## 售盈而持亏不对吗？

你可能会问了，售盈而持亏，这种做法难道不对吗？毕竟现在亏损的，未来还有可能上涨啊？

我们可以通过交易一段时间之后的结果，来检验这个投资决定是否正确。

还是回到上面那个测算，欧迪恩检验后发现：

在投资者们交易之后的84个交易日，也就是4个月后，被投资者卖出的盈利股票仍然在盈利，被投资者留在手中亏损的股票仍然在亏损。

在交易之后的252个交易日，也就是1个交易年后，被投资者卖出的盈利股票仍然在盈利，被投资者留在手中亏损的股票还是在亏损。

在交易之后的504个交易日，也就是2个交易年后，被投资者卖出的盈利股票和留在手中亏损的股票都转为盈利了，但仍然是被卖出的盈利的股票赚钱更多。

所以，无论从短期还是长期来看，投资者们都卖错了。

如果从行为金融学来看，人为什么不倾向于出售亏损呢？

回忆一下之前你学到的，试试看有没有找到答案？

是的，这完全可以用前景理论来解释。

**人在收益和损失区域的风险偏好不同。盈利时，投资者讨厌风险，所以希望落袋为安；亏损时，投资者偏好风险，希望放手一搏。**

## 处置效应在投资实践中有何表现？

处置效应在投资实践中很常见。

我在2007年的时候曾经写过一篇文章，发表在国内经济学顶尖学术期刊《经济研究》上，研究了投资者在赎回基金时的一个异常现象，它就是处置效应在基金市场的体现。

说是异常现象，但只要你投资基金，基本上都会遇到这种情况，所以，下面，你好好听，看看是不是这样。

公募基金的运作方式是这样的：投资者把钱投给基金，基金管理者用这些钱去投资，收益全归投资者，基金管理者按基金规模收固定的管理费。

照理说，管理者应该把基金业绩做得越高越好，因为如果业绩做好，理性的投资者应该会越投资这个基金，这样基金规模变大，管理者就可以收到更多的管理费。反之，业绩不好，理性的投资者应该会撤资，导致基金规模变小，管理者的管理费就收得少。

总之，基金业绩与投资者的现金流应该是个正反馈的过程。没错儿吧？

然而，非常奇怪的是，实际情况恰恰相反，我在基金公司工作的时候，常听基金经理抱怨：现在业务很难做，做得好吧，投资者就会撤资，真不知道净值要做到多少才好。

这个对话促使我深入思考，写了这篇文章。

经过大样本的检验我发现，在基金业绩提高，也就是投资者处于盈利状态时，投资者不仅没有如理论预期的那样追加资金，反而赎回了。而业绩差时，却并没有赎回。

我将这个现象称为基金的“赎回异象”，指基金申购和赎回的现金流，与基金业绩的关系与理论预期相悖离的现象。

**实际上，基金的“赎回异象”就是投资者的处置效应造成的。**在盈利区域，投资者讨厌风险，希望“落袋为安”，所以会赎回基金；而在损失区域，投资者却是风险喜好的，所以反而不会赎回。

这样造成的结果就是，基金业绩做得越好，投资者越赎回。这对于基金行业来说，是非常不利的。

因为基金管理者会无心专注于投资。做得越好，投资者越撤资。基金管理者了解投资者有这种非理性心理，就会去迎合这种心理。

**一个常见的现象就是，基金管理者没有将心思全花在提高业绩，帮用户赚钱上，但却对能有效提升基金规模的事情乐此不疲。**

我在2014年《经济研究》上发表的一篇论文，就揭示了这样一种现象——基金拆分。

举例来说，当一只基金净值很高时，例如到了4元，就将1份基金分成4份，变为1元钱1份。按照理性理论，这种行为没有改变基金的价值，不会影响投资者的申购和赎回。

而实际上，投资者受到名义价格幻觉的影响，会大量申购这种拆分后变得“便宜”的基金。

基金规模有效扩大，比对投资者实际有利的提升业绩有效得多。关于名义价格幻觉，我在第二讲讲股票高送转的故事中详细介绍过。

[关联阅读：02 | 人是不是真的有智慧战胜市场？](#)

上面我讲的这一点，可能投资了很多年基金的人也未必能够意识到。

总之，不管你是做专业金融工作的，还是一般投资者，希望你能记住我对基金赎回异象的讲解，下次再看到这类现象时就能触类旁通，冷静分析。

## 如何克服处置效应？

那你可能要问了，这个原理我懂了，但是在卖出时，我具体应该怎么做呢？

首先，你应该了解处置效应是一种决策错误。

处置效应本质上是由决策参考点导致的，由于存在参考点，人会不自觉地在盈利和亏损的感知区域进行决策。而盈利和损失区域的风险偏好不同，就会导致“售盈而持亏”的卖出决策。

你现在已经知道售盈、持亏是不对的。我问你，下次你再出售时，是出售盈利的还是亏损的呢？

你是不是要回答，那就出售亏损的。

如果你真的是这样回答的，就是我担心的了。我只说过出售盈利是不对的，但从来没有说过出售亏损就是对的。

实际上，出售盈利和出售亏损都是不对

Aa



写留言



0



请朋友读