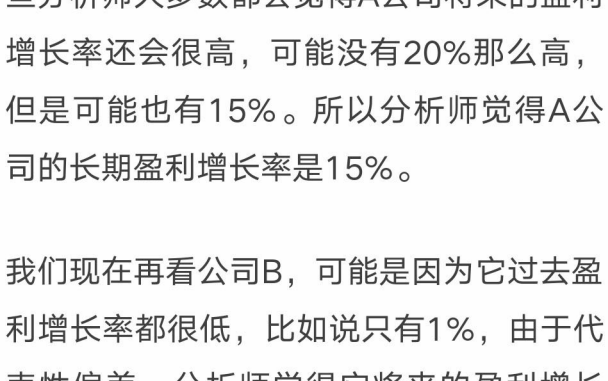


偏差，那我们能不能够从这些代表性偏差引出一个投资策略来？其实刚刚已经讲了一个投资策略，是市场择时的策略，就是你跟散户反着干。但是这个市场择时的策略虽然平均来讲会挣钱，但输钱的概率也会很大，所以我们不太建议你用这种策略。

下面我要讲另外一个横截面的策略，就像前面我们讲过，**预测一个股票涨跌是非常难的，但是预测一个股票A比一个股票B涨得多或者跌得少，这个相对来讲要容易一点**。所以我们现在想利用一下人的代表性偏差，去做一个横截面上的策略。

那下面先问你一个问题，考虑两个公司，A和B。A这个公司是分析师长期看好的，他觉得这个公司的长期盈利增长率会比较高；B是分析师不太看好的，觉得这个公司的长期盈利增长率会比较低。首先问你，你觉得你应该买哪个股票？

很多人的第一反应可能觉得我应该买公司A，公司A是分析师长期看好的，觉得它将来盈利能力会很高。但是我可以告诉你，在数据里面结果是完全相反的。



分析师长期看好的股票，也就是分析师觉得长期盈利增长率比较高的股票，它将来的收益率，反而没有分析师觉得长期盈利增长率比较低的股票高。

为什么会有这种现象呢？这可能是分析师的一个代表性偏差的体现，因为分析师也是人，他也会有代表性偏差。那下面我们看看他的代表性偏差是怎么体现的？先看看他的预期是怎么形成的。我先假设两个例子，这当然是我创造出来的例子。

假设A这个公司过去连续五年，盈利增长率都是20%，非常高。由于代表性偏差，这些分析师大多数都会觉得A公司将来的盈利增长率还会很高，可能没有20%那么高，但是可能也有15%。所以分析师觉得A公司的长期盈利增长率是15%。

我们现在再看公司B，可能是因为它过去盈利增长率都很低，比如说只有1%，由于代表性偏差，分析师觉得它将来的盈利增长率也会很低。但是可能没有它过去那么低，过去那么低可能也有一部分原因是运气，所以分析师就觉得它将来的盈利增长率可能是5%。

那你看将来会发生什么事？由于没有太多热手现象，所以平均来讲，可能A公司的盈利增长率没有15%，只有10%，没有你想象中那么高。

对公司B来讲，它的盈利增长率可能不是5%，而是8%，8%没有10%高，但是它也没有你想象中的那么低。明白了吗？由于代表性偏差，对A的预期过高，对B的预期过低，那将来下一个季度、再下一个季度，不停地会有盈利公告出现，盈利公告一出来你发现，A没有你想象中的那么好，B没有你想象中的那么差。

虽然平均来讲，A的盈利增长率确实比B高，但是没有你想象中那么高，就会导致A的盈利公告一出来是个坏消息，B的盈利公告一出来是个好消息。所以盈利公告出来之后，公司A平均来讲会跌，B的话反而会涨。分析师并没有完全错，因为分析师预期长期盈利增长率高的公司，确实是更高的，一个是10%，一个是8%。

但是在股票收益上，因为股票是对将来预期的反应，那些分析师预期增长率特别高的公司，现在股价已经太高了，所以它将来的收益率反而会偏低；那些分析师不看好的公司，它现在的股价太低了，它将来的收益率反而会偏高。

所以说**这就导致一个简单的策略，你买入那些分析师长期不看好的公司，卖空分析师长期看好的公司**。这是1997年的一篇学术论文的研究，在早期基本上每年大概能产生20%的收益率。在发表之后，从1998年到现在，这个策略基本上每年挣的钱也就大约10%，有时候还不到。这是很正常的，因为这个论文很有名，这个策略一出来，很多人在用，那么这个策略就没有那么容易挣钱了。

那现在的问题就是说，怎么才能利用我们学的东西，把这个策略进一步改进，化腐朽为神奇？这就跟前面讲过的盈利公告后价格漂移有点像。

如果这个策略能挣钱的原因是由于分析师的代表性偏差引起的，那我们要做什么呢？我们要找到分析师代表性偏差最强的时候，那这个时候你的策略就应该最管用，因为这个原因最强，结果就应该最强了，对吧？

每个公司都有很多分析师跟踪它，但分析师是不同的人群，不同的公司有不同的分析师，不同分析师的代表性偏差是不一样的。因为代表性偏差是人的一个特征，不是所有人都有一样的偏差。那我们可以去找出一拨公司，它们的分析师的代表性偏差特别强；再找出另外一拨公司，这拨公司的分析师的代表性偏差特别弱。

那怎么去找出这些分析师的代表性偏差呢？这里面就涉及到数学上很多复杂的回归分析，我就不讲了，我就把这个直觉讲给你们听。如果一个公司过去表现好，分析师立马就觉得它将来表现好，那就说明他非常有代表性偏差。如果这个公司过去表现好，分析师觉得将来表现不一定会那么好，那他的代表性偏差就弱一点。基本上就是这个思路，你可以用回归分析的方法，把这个系数给估计出来。对每个公司，你都可以估计出这个分析师的代表性偏差有多大。



那估计完之后，我们可以找出一拨公司，或者一拨行业，这拨行业里面的分析师的代表性偏差特别强，另外一拨行业分析师的代表性偏差比较弱。那我们能发现什么结果呢？你在分析师代表性偏差弱的那拨公司里面去做刚刚那个反转策略，买入分析师最不看好的股票，卖空分析师最看好的股票，你这个时候收益率会比较低。

但是如果你在分析师代表性偏差最强的那些公司里面去做同样的事情，买入分析师最不看好的股票，卖空分析师最看好的股票，这个时候你的收益率会翻三倍。所以说，由于分析师代表性偏差比较强，这个效果就更加大，然后导致这个策略的收益率更高，翻了三倍。

所以，我们理解了这个策略能挣钱的根源，我们才能去改进这个投资策略。一般没有学过这么系统的行为经济学的人，是很难去改进这个投资策略的。

## 总结

好，总结一下这节课讲的内容。

- 首先，我给你讲了代表性偏差的定义。
- 第二，给你介绍了生活中两个非常有名的现象，其实就是代表性偏差引起的，这两个现象就是赌徒谬误和热手现象。从热手现象我们会发现，大多数时候我们低估了运气的重要性，从而高估了能力。
- 第三，我们介绍了代表性偏差引起的在股票交易行为的一个现象，就是追涨杀跌。从追涨杀跌中，我们可以推出两种交易策略，一个是择时的策略，择时基本上就是跟散户反着干，当散户都进来的时候你要出去，当散户都出来的时候你要进去，这跟巴菲特说的话很像，这是择时。

还有一个是选股的策略，**选股的策略基本上就是跟分析师反着干，分析师长期看好的股票你反而不要买，要卖空；分析师最不看好的股票你要买进**，这个策略可以产生一定的收益率。同时我们也讲了怎么去改进这个投资策略。

下一讲我会讲你可能听过的一个概念，叫锚定效应，但是我会破解你对锚定效应的很多误解。

**作业：我们身边还有哪些热手现象？它是真的还是假的？欢迎举例子。**

我是余剑峰，咱们下节课再见。

划重点

添加到笔记

1. 我们总是默认某些事有特别的特征，但事实并不是这样，这就会产生代表性偏差。

2. 过去表现特别好的基金，它将来的收益率并不一定高，追涨杀跌并不会给你带来额外的收益率。

3. 一个选股策略：基本上可以跟分析师反着干，分析师长期看好的股票你反而不要买，要卖空；分析师最不看好的股票你要买进。

余剑峰·行为经济学

犯错少就是机会多

余剑峰