

成本是多少。平均持仓成本跟现在股票价格去比，如果大多数人都处于账面盈利状态，这些股票就容易被低估，将来收益率高，我们应该买入这些股票。

同样，如果一些人过去平均持仓成本比较高，现在股票价格比较低，大家都处于账面亏损的状态，这些股票可能容易被高估，将来收益率应该比较低。

所以从这篇论文里面你也能看到，虽然动量投资策略在中国不成立，但是中国人的处置效应也一样可以导出一个投资策略来。

下面要讲的是最近在全球范围内特别火的一种投资理念，就是指数被动的投资理念。这个东西在中国是不是也特别适用？

我先从历史讲，其实影响最大的应该是早期的一篇论文，1968年有一篇论文，是Michael C.Jensen做的一篇学术论文，当时他在罗切斯特，现在在哈佛。当时他研究了美国115个主动型管理基金的表现，那个时候美国只有主动型管理基金，没有被动型管理基金。

他发现这115个主动型管理基金的平均表现还不如大盘，有79个都跑不过指数。在收取一些费用之后，它的表现还比指数要差很多，这基本上说明了一个问题。

市场是相对来讲比较有效的。因为如果市场不是很有效，这些专业的基金经理天天在那想着找定价错误的股票，就应该能挣到钱，但是发现挣不到钱。为什么这个结果意味着市场相对来讲是比较有效的呢？

在当时有一个普遍的观点，如果市场不有效，就会有定价错误，如果有很多定价错误，那些专业的基金经理就应该能挣钱，现在你看到专业的基金经理都不能够挣钱，那市场相对来讲比较有效，投资相对就比较简单了。

刚刚讲的是在学术上影响非常大的一篇论文的重大发现，主动型管理基金还不如指数的表现。下面讲一个业界中的重大事件，这里面涉及到一个人叫做Jack Bogle，这是先锋基金的创始人。

他在1949年末、1950年初，是普林斯顿的本科生，他做了一篇本科毕业论文。当时据说他上Samuelson的课拿的都是C，表现也不太好。如果想成为一个优秀毕业生，那就得写一篇好的论文，所以他花了很多时间去写这篇本科毕业论文。

他的本科毕业论文的发现就跟后面1968年Michael C.Jensen发现的东西是类似的，他也发现了主动型管理基金经理还不如指数的表现。

然后Jack Bogle就出去工作了，过了十多年突然想起来，我这篇本科毕业论文其实有很大的意义。那个时候那么多主动型管理基金经理的表现还不如指数，他们每年还收1%~2%的管理费，甚至比2%还要高，这不对呀。所以他在1973年就成立了Vanguard，这是第一个指数基金。指数基金投资就特别简单，你也不用给基金经理付特别多的钱，因为跟踪指数就行了。

其他一些基金基本上要收2%的管理费，结果表现还不如指数，它刚开始不收什么费用，现在也就千分之一左右的费用，表现还比主动型管理基金要好，当然来讲这是非常有效的一种投资方法了。

所以自从Vanguard启动了第一个指数基金之后，指数投资这个想法慢慢被大家接受，现在光Vanguard自己的指数基金就管着好几万亿美金，每年给投资人省下了好几百亿美金的钱。

那这个投资理念是不是在中国也成立呢？我们看一下中国主动型基金的表现。

下面我要讲一个研究，是上海高级金融学院的教授迟业光发现的一个结果。他研究了中国所有的主动型管理基金，发现中国的主动型管理基金剔除系统风险之外，每年大概还有4.75%~8%的超额收益率，就是看不同的基金类型、不同的样本时间段，你可以理解成百分之四点多到百分之八点多的超额收益率。

所以说我想传递一个概念就是，**在中国，指数投资不一定是最好的，因为在中国这些主动型投资基金经理确实能够产生超额收益率，这在美国是没有的。当然超额收益率可能会随着时间段越来越变小，但是至少在现阶段它还是有的。**

## 总结

好，刚刚给你分享了投资者的四个误区：

- 第一，一个国家GDP增长快或者是一个行业你特别看好，并不代表这个国家或者这个行业股票的收益率会很高。
- 第二，AI、智能投顾并不能够解决所有问题，比如克服我们所有的行为偏差。
- 第三，很多在欧美赚钱的策略在中国不能直接拿过来用，因为中国的投资环境、投资人的特征都不一样。
- 第四，被动的指数投资理念在美国是非常好的，因为它的成本比较低，但是在中国现在这个阶段，其实我们的主动型管理基金经理还是能够产生超额收益率的，所以说我们配置资金的时候可以配一些主动型管理基金，也可以配一些被动型低成本的基金。

到此为止，我们所有的知识点都讲完了，现在我给你梳理一下整个课的知识点。

**首先在第一个模块中，我们花了三节课，讲了影响人类行为偏差的三个重要因素：**

- 一个是神经元，
- 一个是荷尔蒙，
- 一个是基因和环境。

这里面导出了一个重要概念就是错配，指的是我们的很多偏好都是在远古时期这种环境形成的，现在我们的环境变了，导致那个时候的偏好在现在已经不适用了，所以导致我们会很多行为偏差。

**第二个模块中我们讲了预期中的偏差，你要估计一个事件发生的概率，正常来讲你要用贝叶斯公式，但是我们人类的大脑思维习惯肯定不是用贝叶斯公式，从而导致我们会犯很多错。**我们讲了四个重要偏差：

- 有限注意力、
- 代表性偏差、
- 锚定效应，
- 还有过度自信和过度乐观。

我们讲了各种偏差在生活、市场营销和管理中的应用，最重要的是在投资中的应用。我们从每个偏差基本上都可以导出一些投资策略。

**第三个模块，我们讲了风险偏好中的偏差，我们尤其强调了我们会有：**

- 参考点依赖，
- 会有损失厌恶，
- 对小概率突出事件放大或者高估，
- 当然我们还会有心智账户，心智账户一般要跟其他东西结合起来，会导出很多应用。
- 当然我们也讲了羊群效应和当前偏差。

基本上我们把这些风险偏好中的偏差也导出了一些有意思的投资策略。

**最后一个模块，我们讲的是行为偏差在投资中的应用，它稍微有点复杂，因为它要求很多逻辑性的思维，我们把好几个行为偏差结合起来，最后会导出一些有意思的投资策略，同时也可以改进投资策略，而且还解释了一些看起来很让人迷惑的现象。**

最后我想说，**行为经济学不是雕虫小技，不是我们茶余饭后的谈资，它确实是能够影响公共政策，影响投资，影响公司管理的重要因素。**

好，我是余剑峰，感谢你的收看，咱们以后再见。

划重点

添加到笔记

1. 投资者的四个重要误区：国家或基本面好，就误认为股票收益高；AI和智能投顾，听起来厉害，就误认为收益高；在欧美很赚钱的策略，误认为在中国也很适用；被动指数投资理念在美国收益高，误认为也适用中国。

2. 行为经济学，不是雕虫小技和谈资，它确实能在现实中发挥重要的影响。