

那是不是处置效应在中国也会导致动量投资策略？刚刚讲过的那个策略，过去六个月收益率高的股票将来收益率也会高，过去六个月收益率低的股票将来收益率也会低。我可以告诉你，在中国是没有这种现象的。

为什么呢？回头我们会细讲，这是中国跟美国不一样的地方，虽然这个偏差是一样的，但是最后导出来的策略是不一样的。所以很多时候美国人可以用的策略在中国不一定适用，具体的根源我们最后一节课再讲。

刚刚我们主要是讲了，损失厌恶引起的一个交易行为叫做处置效应，再从处置效应导出了一个投资策略叫做动量投资策略。下面我们用处置效应，去改进一下已知的策略。

下面讲的是耶鲁大学的一个博士生做的一篇博士论文，他就因为这篇博士论文找了一个挺好的教职，在波士顿大学做助理教授。当时他在念博士，念了五年，他的一个主要研究成果其实就是下面要讲的东西。

历史上有一个比较有名的策略叫做内幕交易策略，这里面讲的内幕交易策略当然不是指违法的那个内幕交易策略，而是指内幕人员做的一些策略。比如说如果你要想去买一个股票，正常来讲应该怎么做？你应该去不停地研究这个股票，研究它所有的财务报表、历史、它的竞争者。最后你发现这个股票可能被低估了，就要去买它。同样，如果你想卖掉这个股票，也是要不停地研究，如果发现它可能会跌，你就去卖掉它，你可以做很细的研究。但是我可以这样说，无论你做多少研究，可能你对这个股票的理解都没有这个股票的CEO、大股东懂得多，理解得深，这应该是可以被人们接受的。

所以说一个非常简单的策略是什么呢？

跟着那些大股东、CEO、高管去做买卖，这些大股东和高管叫做内幕人员，所以这个交易叫做内幕交易，因为这些内幕人员的任何买卖，都要报备证监会、报备SEC。所以说这个策略是可行的，他们说要买，你就跟着他们买，他们说要卖，你就跟着他们卖。

这个策略在历史上早期确实是挺挣钱的，但现在我可以告诉你，从80年代到现在，这个策略每年只能挣5%。原因很简单，因为很多人知道这个内幕交易策略，就都会跟着内幕人员去做买卖，那这个策略自然就没有那么有效了，所以导致现在它每年只有5%左右的超额收益率。

下面我们看看怎么用刚刚讲过的处置效应去改进这个投资策略。这是一个极其聪明的改进方法。

我假设内幕人员买了两个股票，A和B，两个股票的高管以前都是100块钱买的。股票A跟前面例子一样，从100块钱涨到150块，现在内幕人员把它卖掉了；股票B是从100块钱跌到80块，现在内幕人员也把它卖掉了。你觉得内幕人员卖出的哪只股票含有的信息量大？

你想，股票A从100块钱涨到150块，把它卖掉，是不是符合人性的行为？正常人都想锁定盈利，所以它可能不一定含有什么坏的信息，只是想把它卖掉。B是从100块钱跌到80块，这个时候内幕人员在卖，是违反人性的行为，我们中国人把这个东西叫做“割肉”。

你想这些内幕人员都在“割肉”，一定是含有更多的信息量，可能是内幕人员觉得这个股票将来真的不行了，所以要忍痛割肉了。

所以说，你要跟着那些内幕人员去做买卖的话，如果是正常的处置效应，股票涨了他们把它卖了，不一定是含有坏的信息，你不用跟着他们去卖。但是如果股票真的跌了你跟着他们去卖的话，这个时候确实是更有用的，因为它可能真的含有更多的信息量。

如果我们把这个策略稍微改进一下，**内幕人员在买，你就跟着他买，内幕人员在卖，尤其是在实现损失的时候你跟着他卖，他在实现盈利的时候你不用跟着他卖，你可以把你的策略的收益率从每年5%提高到13%**。你看见没有，同样只是把处置效应跟这个内幕交易策略结合起来，你就可以把你的策略的收益率提高100%多。

总结

好，到现在我们应该把损失厌恶彻底讲明白了，下面我总结一下这节课讲的主要内容：

- 第一，损失厌恶是符合错配原理的，在进化的过程中，损失厌恶是帮助我们生存和繁衍后代的，让我们在损失的状态下更加有动力去冒险、去努力工作。
- 第二，我们讲了框架效应，框架效应指的是什么呢？就是指同一个东西你可以放在一个框架下，它会显示盈利的状态，但是你把它放在另外一个框架下，显示的是损失的状态。
- 第三，我们讲了由于大家的参考点依赖和损失厌恶，导致大家在交易的过程中有处置效应。处置效应指的是人们有卖掉自己过去盈利股票，继续持有自己输钱股票的倾向。

最后，我们讲了如何利用人的行为偏差去导出一些投资策略。一般来讲分三步：

- 第一步，首先我们要找出人进化过程中产生的一些偏好中的偏差，比如损失厌恶；
- 其次，再从这些偏差中找出一些交易行为上的偏差，比如说处置效应；
- 最后，再从这个交易行为上的偏差导出一个投资策略，比如说动量投资策略。

作业：你应该学过沉没成本这个概念，就是要懂得止损，过去的成本应该把它给忽略掉，我们应该向前看。但是这节课我们讲了我们会有损失厌恶，我们不想止损，那你不能说出在生活中或者工作中你遇到的一些大家不能够忽略沉没成本的例子？

好，下一讲内容更有思辨性，我们会讲人为什么会作一些自我矛盾的选择。

我是余剑峰，咱们下一讲再见。

划重点 [添加到笔记](#)

1. 损失厌恶：对大多数人来讲，损失所带来不爽的程度远远要高于同等盈利带来的快乐程度。
2. 损失厌恶导致的行为：大家不想实现损失，在处于损失状态的时候，可能会去冒险。
3. 框架效应：就是同一个东西在一种框架下，是处于盈利的状态，但是放在另外一个框架下，显示出它是个损失的状态。
4. 处置效应：人们倾向于卖掉挣钱的股票，留下亏钱的股票。

余剑峰·行为经济学
犯错少就是机会多

清华大学五道口金融学院教授