

《行为金融学》作业参考答案

第 11 章

一、思考习题

1、为什么技术分析法和基本面分析法通常都是有用的？对于有效性程度不同的市场，两种方法的适用性各自有什么不同？

答：现实生活中，大多数投资者都是有限理性的，而基本面分析法和技术分析法就是基于市场的不完全理性来确定投资对象与交易时点。基本面分析法以公司内在价值为依据，认为资产价值是公司未来现金流的贴现值，通过对比资产当前价格与实际价值的大小则可确定资产价格走向；而技术分析法认为任何商品或服务的市场价值都是由供给和需求的相互作用决定的，资产价格的趋势会根据供求关系变化而变动，当市场中投资者对资产的需求心理趋于稳定时，资产价格的趋势也随之确定。

对于基本面分析方法，半强式有效市场，股票价格已经反映了公司所有的公开信息，那么通过基本面分析是无法获得超额收益的。然而，现实市场并没有达到半强型有效，大量投资者运用基本面分析方法来判断公司的内在价值，从而投资获得超额利润。

对于技术分析方法，技术分析是从投资者的心理层面去研究交易行为，进而利用投资者过去交易行为形成的价格走势，去预测股票价格的未来走势，最终发现最佳的买卖时机。在一个有效市场中，股票价格的未来走势应该是呈现随机游走的趋势，人们无法预测，投资者也不能通过历史信息而获利。但现实中市场普遍地没有达到弱式有效，市场的非有效性是普遍存在的。人们通过分析证券市场过去和现在的市场行为，来预测证券价格未来的变化趋势。历史信息能够推断股票价格的走势。

2、基本面分析方法中可能存在哪些偏差？

答：①受到公司的框定诱导。人们试图透过复杂的表现形式认清上市公司的本质，并对其做作出准确的估算，但往往会不自主地受到表面现象的干扰，特别是当上市公司为了掩盖自身经营中存在的问题时，往往会进行一些“框定诱导”，即利用框定效应来诱导人们对事件的判断从而影响人们所作的选择。②受到错误定价的干扰。基本面分析试图针对特定股票、商品或金融工具考虑所有可能影响供给与需求之间相对平衡或失衡的变量。该类分析主要利用数学模型评估各种因素，以预测未来某一时点的价格。这种使用模型进行分析的方法存在一个问题，就是很少把交易者当成变量来考虑。现实市场中，根据自己的信念和对未来的期望进行买卖并造成价格波动的是人，而非模型。事实上，很多

情况下能够造成价格向任何方向剧烈波动的交易员通常根本不知道影响价格的基本供需因素；大部分时候，交易行为都是针对情感因素所做的反应，然而这些情感因素却完全没有纳入基本面分析模型的参数中。

3、技术分析的依据是什么？这一分析方法具有什么优势与局限性？

答：技术分析是以统计学为技术基础，通过图表或技术指标的记录，研究市场过去和现在的行为反应，以推测未来价格的变动趋势，它包括指标技术分析和形态技术分析。它的理论依据在于① 市场行为包容消化一切影响价格的任何因素：基本面、政治因素、心理因素等等因素都要最终通过买卖反映在价格中，也就是价格变化反映供求关系，供求关系决定价格变化。② 价格以趋势方式演变对于已经形成的趋势来讲，通常是沿现存趋势继续演变。③ 历史会重演技术分析和市场行为学与人类心理学有一定关系，价格形态通过特定的图表表示了人们对某市场看好或看淡的心理。

优势：技术分析能够分析市场上投资者决策行为、及其行为背后的心理博弈过程，技术图形的信号反映市场上当天、本周、或者本月投资者资金的去向，并且反映出投资者情绪波动的变化，反映了投资者的心理思维过程；市场处于非理性状态时，投资者能够通过技术分析分析市场趋势、利用群体的心理偏差而战胜市场；特别的情况下，技术分析能够基于股价波动中人们普遍的心理反应而对群体非理性行为推动的股价走势作出判断。投资者通过技术图形寻找交易价格的底部信号和顶部信号，形成一个买入和卖出的不带任何情绪的操作法则。技术图形使投资者判断出什么时候有人开始买进某个股票，而不必知道为什么会发生，投资者只需要关注哪些股票会涨和哪些股票会跌。

局限性：在扣除交易费用之后，大多数的技术交易法则都无法获得超过市场收益的利润，而剩下的交易规则大都难以被有效检验。更为重要的是，技术交易法则难以复制。当一个技术分析方法获得成功时，会引来很多跟风的投资者。如果这种技术交易规则越来越受欢迎并且跟风的人越来越多，那么，它的作用会越来越弱直至完全失效。因此，在应用技术分析法投资时，投资者必须时刻调整技术分析法则以适应当下的市场环境，这无疑加大了技术分析法的应用成本。

4、各种行为投资策略进行投资选择的依据分别是什么？它们为什么存在战胜市场的优势？

答：①小盘股投资策略。依据：投资于规模较小、账面市值比较低的股票可以获得超额收益，从而战胜市场。存在战胜市场的优势的原因是由于小盘股流通盘较小，市场上投资者所犯系统性错误对其股价波动的影响更大，从而为掌握该种投资策略的投资者带来超额投资收益。

②逆向投资策略。依据：买进过去表现差的股票而卖出过去表现好的股票来进行套利。存在战胜市场的优势的原因是由于投资者在投资决策中，往往过分注重上市公司近期表现，并根据公司的近期表现对其未来进行预测，导致对公司近期业绩做出持续过度反应，形成对业绩较差公司股价的过分低估和对业绩较好公司股价的过分高估现象，这就为投资者利用逆向投资策略提供了套利的机会。

③惯性投资策略。依据：买进开始上涨，并且由于价格粘性和人们对信息的反应速度比较慢，而预期将会在一定时期内持续上涨的股票，卖出已经开始下跌而由于同样的原因预期将会继续下跌的股票。存在战胜市场的优势的原因是由于价格粘性和人们对信息的反应速度比较慢。

④基于情绪指数的投资策略。依据：情绪指数能够明显地反应股票水平处在历史的阶段，在低风险（情绪低迷）区域购买股票，在高风险区（情绪高涨）卖出股票，反情绪周期操作。存在战胜市场的优势的原因是由于人们天生是趋利避害、厌恶风险的，当市场上涨时，激发了人们的投资情绪和投资比重，投资者变得贪婪，从而助长了上涨趋势，这种正反馈效应使股市节节攀升，形成股市高估。反过来，市场下跌时，投资者情绪低落形成恐慌心理而对投资失去信心，纷纷卖出股票也会影响股市，造成股市低估。

⑤基于投资者关注度的投资策略。依据：投资者利用百度搜索指数、谷歌搜索指数等新兴工具进行投资，在投资者关注（搜索量）上升的领域买入股票，进行投资；而在投资者关注减弱的领域卖出股票。存在战胜市场的优势的原因是由于经过主流媒体报道的消息，能够引起投资者的热烈关注，从而导致市场的强烈反应，能够带动股价的上涨与下跌，从而投资者能够基于此进行投机获利。

5、基于对异象的挖掘和对非理性投资行为的认识，你是否可以寻找和设计出更多的行为投资策略？

答：此题为开放题，可以根据自己的投资经验作答，言之有理即可。

6、投资过程有哪些环节？每个环节可能存在哪些不同的心理偏差与决策错误？

答：证券投资基本上由以下五个环节组成：确定投资目标、选择投资标的、构建投资策略、建立和平衡投资组合以及评估投资目的。首先，在确定投资目的阶段，投资者有可能对预期收益和自身承担风险的能力认识不够准确，所形成的投资目标和投资标的要么过于保守，要不过于激进。其次，在选择投资标的构建资产组合的阶段，投资者容易受制可得性偏差的影响而挑选自己相对熟悉的资产或者受代表性偏差的影响而购买过去盈利状况较好的资产，在投资过

程中容易对忽略有价值的市场信息或者过度关注重复或者次要信息而产生错误的估值，或者产生过度交易行为，从而导致投资损失。最后，投资者通常更加注重已经兑现的盈亏过于账面上的盈亏，或者注重绝对盈亏而不是根据投资基准进行投资表现的评估，从而导致下一轮的错误决策。

7、从心理过程分析为什么人们常常觉得出售比购买要难得多？

答：①进入股市的动机决定出售比购买难。进入股市的动机都是为了实现资本增殖，而绝大部分散户进入股市更是为了实现快速致富的梦想，因此就特别容易决定买入。而对散户来说，在大部分情况下持股时都是亏损或盈利不多，与快速致富的梦想相差甚远，因此决定卖出也就很难。当现实的情况与进入股市的动机相差甚远时，要决定卖出有时候是比登天还难。

②散户对买入卖出的心理感觉存在差异。买入与卖出时的心情截然不同。买入永远都是在乐观的心情下进行，而卖出只有在某些情况下，才会为我们带来直接的经济利益。即使卖出代表获利，也难免透露出不祥的征兆，因为卖出通常都不是最佳选择。对大部分散户来说，在最高点卖出只是停留在理论上的事件。因此，卖出也是意味着我们同意自己进行一项并不完美的行动。今天抛掉的股票，可能在今天收盘之前再上涨几块钱，或者在月底前再涨上几十块。更加糟糕的是，现在卖出的股票，却有可能成为未来几年中最热门品种。万一发生这类情况，都会让我们觉得自己是上愚蠢的笨蛋！

所以人们常常觉得出售比购买难得多。（言之有理即可）

参考链接：http://blog.sina.com.cn/s/blog_6390322d0100hjtn.html

二、案例讨论：“好教授”与“忙碌先生”

郝教授是德高望重的物理学教授，因性格温和、为人友善被称为“好教授”，他的好朋友刘满禄是一位金融从业人员，对股票投资操作颇有经验，因为其性格比较急躁、做事雷厉风行而被朋友用其名字的谐音称为“忙碌”。

在股市充满诱惑力的2006年，郝教授也想拿点资金出来分享股市红利，但他完全不知道如何进行投资操作，好朋友满禄很愿意帮忙，他让郝教授开户以后把证券账户的用户名和密码告诉他，由他捎带着在账户里直接帮着买卖操作就行了。满禄对自己的炒股水平非常自信，他每天投入很多精力研究上市公司的估值，他选股很精准，常常能选出有潜力的个股，获得了不错的收益。郝教授所做的事情就是每天打开账户看一眼账户里的股票有什么变化，市值增加了多少。久而久之，郝教授能跟满禄谈论股票了。满禄的股票操作还真是很“忙碌”，郝教授发现自己账户里的股票经常在变动，满禄的投资策略是比较短线的，他特别注意挖掘上市公司的动态信息：哪个公司有重组的预期、哪个公司投资

了一个有前景的项目、哪个公司的控股公司即将上市，等等，他根据信息算出股票的目标价格，于是就会果断买入股票，等待这个信息被市场所挖掘和认同，股价大幅被拉升，达到他的目标价格后就卖出。这种策略总体来讲很成功，但也有很多次失误，问题不在他对股票的选择，而在持有和卖出上，他没有足够的耐心和信心，常常买入后，股票长时间没有动静，当他终于对其失去信心而卖出时股票却开始上扬。这种情况发生了很多次，令他不仅无比沮丧而且很没有面子。最典型的一次是，他选中并买入的一只股票阴跌了半个多月，终于按捺不住在某一天上午把它卖了，极具讽刺的是，这支股票当天下午就以涨停报收，并在随后的几天里连续多个涨停。郝教授看在眼里急在心中，努力装作无所谓，有时候会拿这个事情开开满禄的玩笑。但满禄却感受着加倍的懊恼，因为他自己的账户用更多的资金进行了同样的操作，眼睁睁地与盈利失之交臂。满禄越来越感到自己帮朋友理财承受了太大的压力，终于有一天，满禄提出不再帮郝教授管理股票账户了。不需要任何移交手续，他构建了一个股票组合后就告诉郝教授他不再进这个账户了。

郝教授只好自己来管理，他所做的事与以前相比没有任何差别，他不看财经新闻，不看公告信息，不看财务报表，甚至不看其它的股票……，只看自己的股票账户每天的市值是多少。他还经常向满禄通报自己账户的信息，告诉他今天挣了多少钱，或今天亏了多少钱。满禄常常给他一些建议：股票涨得好的时候，满禄建议他可以卖了，郝教授不同意，他说“股票在涨呢，怎么就卖呢？”股票又回跌的时候，满禄又建议他赶快卖掉股票守住利润，郝教授还是不同意，他说“更高的价格都没卖，跌下来了怎么还卖呢？”于是，自从他接手以后，账户里的股票组合和仓位就再也没变过。但他每天会去看，每天都感受着赚钱的乐趣或亏钱的失落。满禄告诉他不要在乎每天的涨跌，既然不操作就不要天天去看了，做长期投资吧。但他依然是每天要看的……

问题：

（1）满禄的投资策略属于技术投资还是价值投资？是否形成了自己独特的投资策略？这种策略有什么可取之处和不足之处？

（2）满禄的投资策略是否值得总结和发扬？是什么心理阻碍了他赚取更丰厚的报酬？作为个人投资者应该如何克服这种心理？如果他是基金公司的操作人员，那么个人的这种心理是否也同样会影响其决策？公司是否可以设计一些制度安排来避免个人心理因素所导致的决策错误？

（3）郝教授为什么会产生这种“交易惰性”？如果没有满禄当时给他构建的股票组合，他可能会怎样买卖股票？什么心理使他每天都看股票市值的结果，并对从没有兑现过的盈亏产生情绪波动？你会对郝教授有怎样的建议？

(4) 在现实投资实践中，你属于“好教授”类型还是“忙碌先生”类型？你如何在这两者之间寻找到恰当的投资理念和策略？

(1) 答：属于技术投资。形成了自己独特的投资策略，满禄研究上市公司的估值，关注上市公司重组、项目投资等信息，精确选股，快进快出。

可取之处：重视观察和研究，选股精确，及时止损。

不足：没有长期投资理念，处置效应明显。

(2) 答：值得。阻碍了满禄赚取更丰厚的报酬的心理主要有短视心理，缺乏信心和过度关注。因为短视的心理，使他没有耐心等待价值分析时预期的公司价值的反应就意见抛售了股票，因此不能获利。缺乏信心和耐心的满禄对分析的公司价值没有足够的信心和耐心等待公司价值在股价上的反应，出现短线投资的特点。过度关注让满禄时刻关注自己的股票持有情况，对股票的波动会产生心理波动，在股票阴跌了半个多月的时候，受情绪影响抛股，无法实现长期持有，实现所选股票的价值升值。

个人投资者如何克服：①长期持有，价值投资。持有股票的时间越长，代表市场中的个股信息越完全，股票的波动风险越低。此外，持股时间越长，收益将形成复利累积效应。因此，长期投资意味着收益的稳定性。而价值投资关键在于获知股票的准确价值，基本面分析的理论家认为“股票的价值等于投资者预期从股票中获得回报的现值”。价值投资青睐于经营时间足够长，而平均营业利率也较高但股价却较低的公司。②不要频繁的查看股票行情。股市是一个用来股票交易的市场，既然是市场，必然会有价格的出现，以及价格时时刻刻的波动，由于每只股票的属性不同，基本面也不一样，还会受到其它外围因素的影响，所以出现价格的波动实属正常。过度关注股票的行情变化，容易引起投资者的情绪波动，做出非理性的投资决策。③管理好自己的情绪。当投资者在具体应用上述提到的交易原则时，总会因一两次的意外导致原则并不能帮助投资者取得预期的收益。这会使投资者产生极大的情绪波动，认为交易原则无效而选择放弃使用。相反，当投资者应用该类原则取得超出预期的收益时则会产生极大的过度自信，低估市场风险而高估自我的认知能力，并最终在投资者偏离投资原则与交易规则的边界。类似的情境造成投资者情绪大起大落，进而引发不合理性的投资现象。投资者有必要通过一定的行为习惯来控制自我的情绪变化，以提高行为管理的有效性。

如果满禄是基金公司的操作人员，他的个人心理也会影响他的投资决策。公司可以通过设置以下制度来避免个人心理因素导致的决策食物。①设定严格的交易规则。严格的交易规则是帮助投资者在交易过程中避免过度交易与“处置

效应”的最直接有效的方法，交易规则通过建立定量的交易标准，使投资者直接通过标准来判断是否应该买入股票或卖出股票。②自动化交易克服人性弱点。随着大数据技术应用到金融领域，应用人工智能以及大数据处理软件的优势，量化投资公司与智能投顾系统先后兴起。二者应用人工智能而发挥更强的信息处理优势，而程序化交易系统又可以克服专业投资者固有的认知与心理偏差，因此可以对投资者行为偏差的管理发挥最大的效力。③成立投资小组，形成专业的、有经验的投资经理带领新人的层次，信任更专业的人可以有效解决个体心理偏差的影响。

(3) 答：“交易惰性”产生的原因之一是禀赋效应。交易惰性的产生,主要源于投资者对于自身所持有的股票,由于其禀赋效应的存在,需要市场更高的出价才肯卖出,从而使其不愿意进行。其次他不懂金融，没有知识基础，不知道如何进行投资操作也造成了交易惰性。

如果没有满禄当时给他构建的投资组合，郝教授可能会出现羊群行为和噪声交易。郝教授没有投资经验，不懂股票分析，在股票市场中面临极大的不确定性，为了降低决策风险和最大化投资收益，他会选择和大多数人的投资决策保持一只，出现羊群行为。郝教授不看财经新闻，不看公告信息，不看财务报表，甚至不看其它的股票，无法以市场的真是信息做为决策依据，成为噪声交易者。

损失厌恶和后悔厌恶使他每天都看股票市值的结果，并对从没有兑现过的盈亏产生情绪波动。损失厌恶是指人们在面对收益和损失的决策时表现出不对称性：面对确定是的收益表现出风险厌恶，而面对确定的损失表现出风险寻求，而且，面对同样数量的收益和损失时，损失会使他们产生更大的情绪波动。后悔厌恶使得郝

(4) 答：好教授或忙碌先生。树立价值投资理念，重视技术分析，尽力克服心理偏差的负面影响。