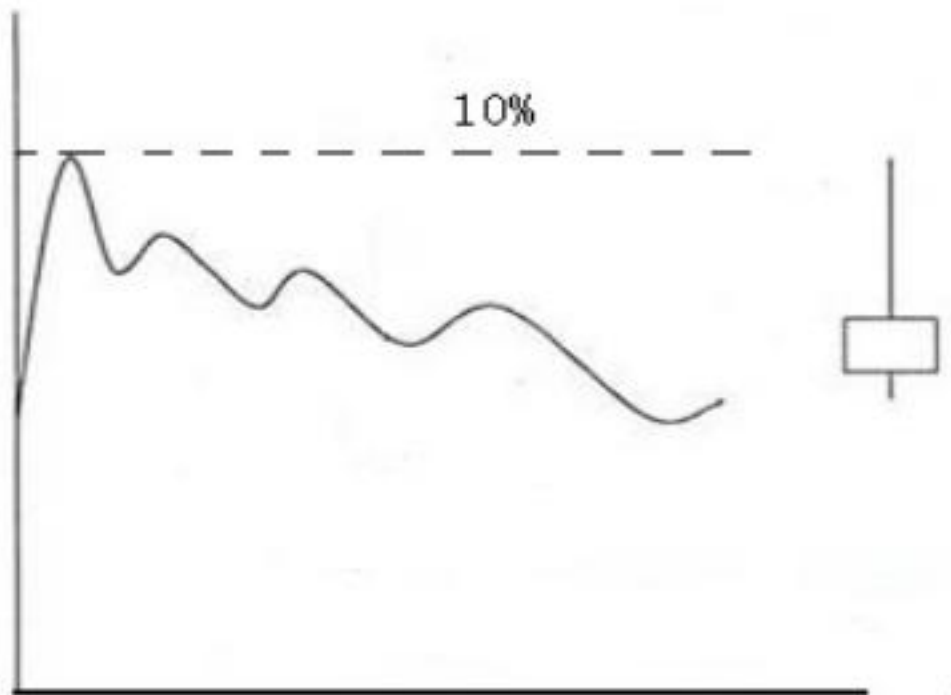


第11章 行为投资策略与管理

Behavioral Investing



引导案例：涨停的诱惑



涨停之后的“流星线”

案例思考

- 为什么投资者在涨停后继续持有甚至买入该股票呢？
- 涨停的价位对投资者的决策产生了怎样的影响？
- 以某个价格为参考点，股票价格升高或降低分别会对投资者产生怎样的心理影响？





- 11.1 基本面分析 VS 技术分析
- 11.2 如何管理好自己的投资行为
- 11.3 利用市场非有效的投资策略



基本面分析 VS 技术分析

（一）基本面分析

- 分析决定证券价值及价格的基本要素，关注股票**内在价值、合理价位**
- 通过研究宏、中、微观的丰富统计资料对企业价值做出客观评价，从而获得超额投资收益
- 意义：提供以价值投资、长期投资为目标的投资分析工具

宏观经济环境、形势

中观行业兴衰、区域分析

微观企业经营现状与前景

基本面分析的局限性

- **框架依赖偏差**→框定诱导
 - 指利用框定效应诱导人们对事件的判断从而影响其决策
- 上市公司利用框定效应形成对投资者的干扰，以掩盖其经营问题
 - 错综复杂的业务结构
 - 频繁的资本运作（如并购活动）
 - 眼花缭乱的财务表现形式



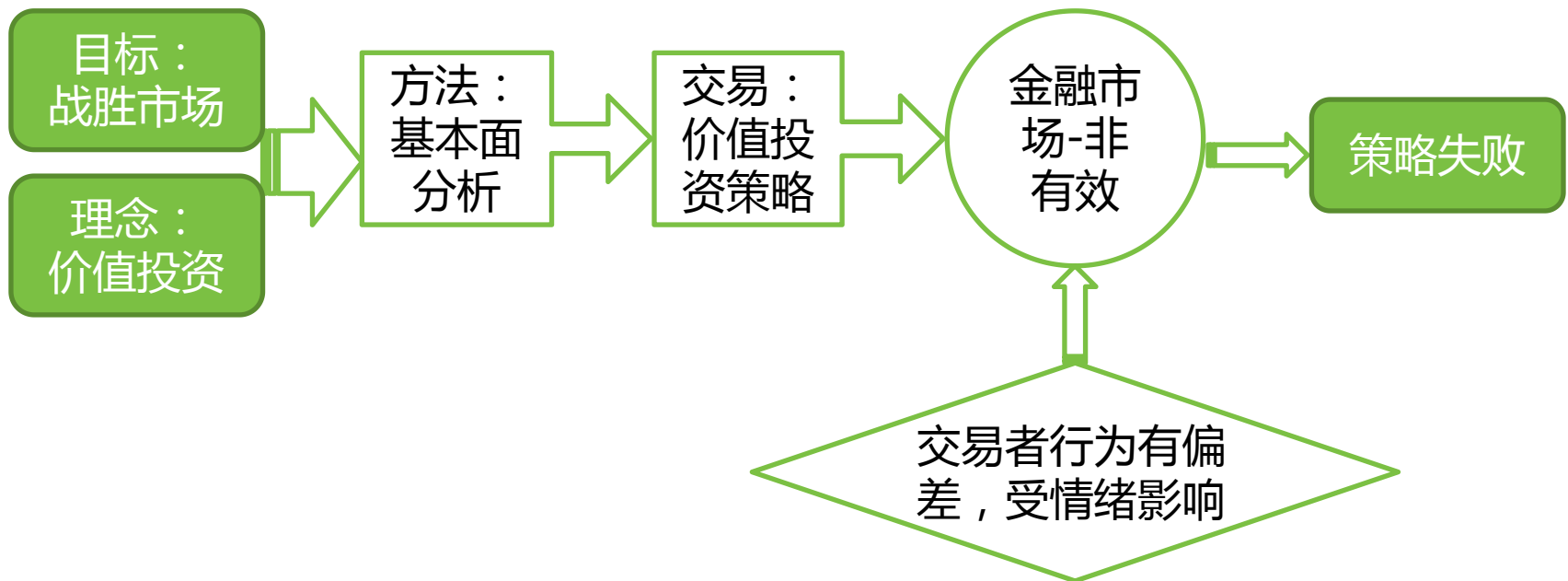


工作中的沃
伦·巴菲特
(Warren E.
Buffett)

“I haven't read an accounting book in years. I think I read Finney in college. I'd suggest reading Berkshire reports and things like magazine articles about accounting scandals. You need to know how figures are put together, but also have to bring something else. Read a lot of business articles and annual reports. If I don't understand it [an annual report], it's probably because the management doesn't want me to understand it. And if that's the case, usually there's something wrong.”

基本面分析面临的质疑

- 基本面分析未将影响交易的情感因素等纳入模型
- 在系统性偏离时，基本面分析面临考验
 - 非理性繁荣时，价值投资缺乏高成长性的光彩
 - 非理性恐慌时，价值投资抵挡不了抛售压力

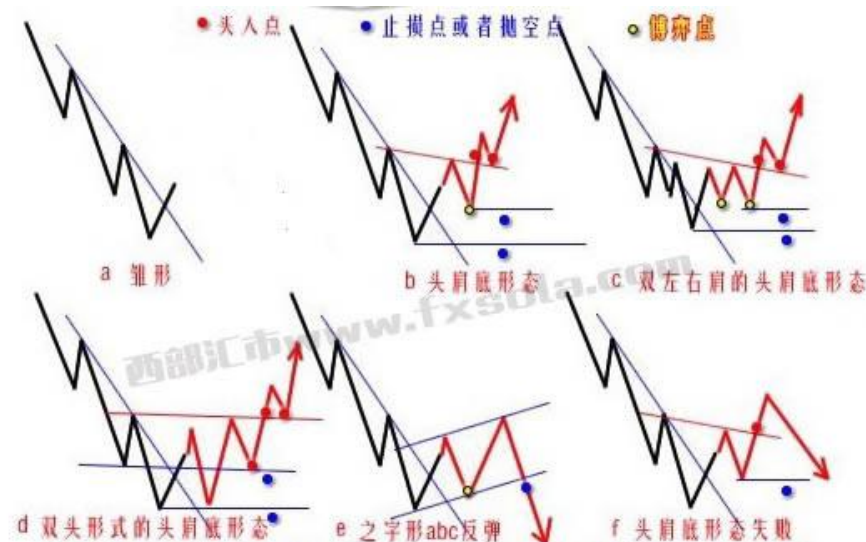


（二）技术分析

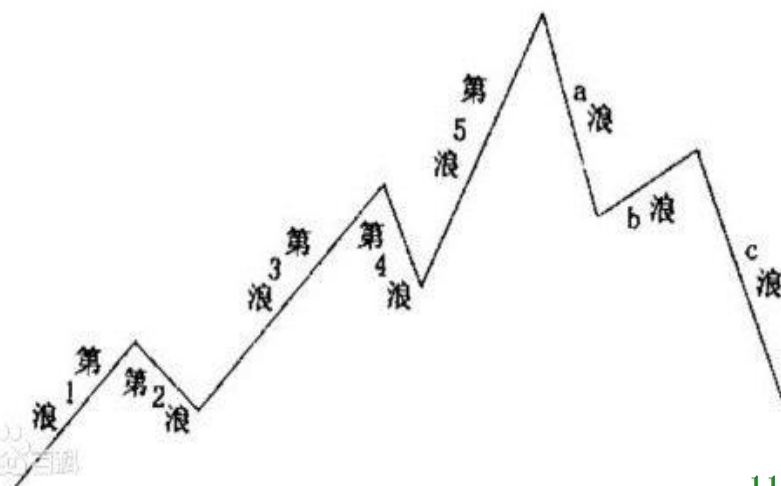
- 以统计学为技术基础，通过**图表**或**技术指标**，研究市场过去和现在的行为反应，推测未来价格的**变动趋势**
 - 指标技术分析
 - 形态技术分析
 - 技术分析法判断短期趋势和确定买卖时机
- 行为反应？（想一想，如何理解？ pp. 246）
- 投资者的心理和情绪
 - 群体博弈心理、行为与力量

技术分析方法

- 技术分析理论的主要代表有道氏理论、波浪理论、江恩法则等。
- 主要分析方法包括：K线图、移动平均线、切线、形态（反转、持续）、量价关系等。
- 主要分析指标包括：趋势型指标、超买超卖型指标、人气型指标、大势型指标等内容。



艾略特8波浪示意图



技术分析的局限性

- **启发式认知偏差**

- 技术分析实质是一种代表性启发法
- 即人们试图用过去熟悉的模式来对不确定的未来做出判断，不考虑这种模式产生的客观信息基础，或这种模式重复的可能性
- 这种代表性启发策略使复杂的价格预测问题变得简单
- 但其预测结果有可能是错误的，导致可能犯启发式认知偏差，特别是代表性偏差

技术分析面临的质疑

- 扣除交易费用之后，无法获得超过市场收益的利润
- 交易规则大都难以被有效检验
- 技术交易法则难以复制
(想一想，如何理解？ pp. 246)

总结与讨论

➤ 基本面分析与技术分析的联系？

- 股票价格除了取决于公司的内在价值，还会受到市场上投资者情绪的影响，也就是说取决于市场上千千万万的买者和卖者的心理和判断。
- 基本分析考虑的是公司的内在价值，技术分析考虑的是投资者的心理和情绪。

实验11-1 选美博弈理论：你的理性有几步

- 请在0到100之间任选任意一个数，如果你选的数与所有人选的数的平均值的50%最接近，那么你就是赢家。
- 你的选择是什么？



实验结果及分析

- 参与者分类
 - 第一类：数字大于50的，属于盲目的实验参与者
 - 第二类：数字接近于0，属于近乎完全理性的实验参与者
 - 第三类：大多数人的数字在20-40之间，说明人们介于理性与非理性之间
- 实验数字分布宽，从1-85，平均数26.8
- 赢家的数字是13左右，其博弈过程既考虑到博弈的均衡值为0，也考虑到其他参与者理性程度

对金融市场投资的启示

➤ 在一个大多数参与者都是有限理性的金融市场中，怎样才能战胜市场？

- 完全的理性人和完全的盲从者都可能在市场博弈中失败
- 投资决策中，既要保持自己的理性，也要理解市场的非有效性
- 投资策略上，需将价值投资理念和技术分析相结合，在两者间寻找一种平衡和节奏





如何管理好自己的投资行为

投资者行为偏差

- 投资者行为偏差损害金融幸福度(financial well-being)
(投资者行为偏差, 回顾第 ? 章)
- **个人投资行为管理** → 抑制行为偏差
降低负面作用 → 改善投资绩效

I-设定简易的投资原则

- 直接运用成熟的投资原则降低出现行为偏差的概率
 - 长期持有、价值投资
 - 确定属于你的资产结构
 - 不要忘记“黑天鹅”

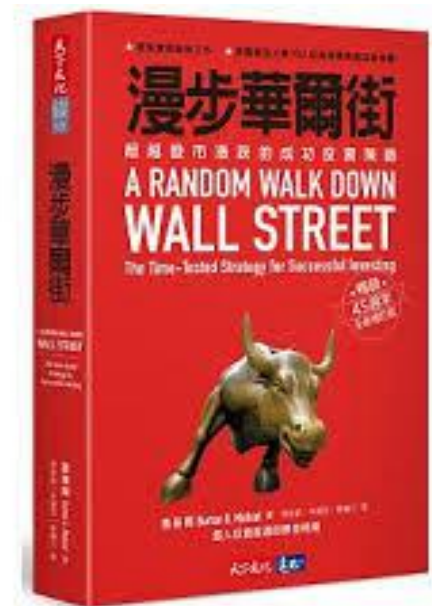
I.1-长期持有、价值投资



如果你不打算持有一只股票10年，
就不要持有它10分钟。

——沃伦·巴菲特

- “当公司的股息增长率越高，增长的持续期越长、股利支付越多、股票风险和市场利率水平越低时证券的基本价值就会越高”。
——《漫步华尔街》
- 价值投资者青睐于经营时间足够长、平均营业利润率较高但股价低的公司。



I.2-确定属于你的资产结构

- 现代资产组合理论
 - 当资产之间的相关性越低时，组合的整体风险越低
 - 当资产组合内的资产种类增加时，组合的整体风险也将降低

确定投资组合原则

- 保证股票投资组合分散化
 - 按照充分分散的原则，增加组合中个股的数量
 - 降低个股之间的收益相关性，使投资组合具有国际化、行业多样化的特征
- 保证整体投资结构的分散化
 - 确定合理的股票、债券、现金的投资比例
 - 根据个人风险态度来确定资产组合中不同资产种类的比例与投资期限

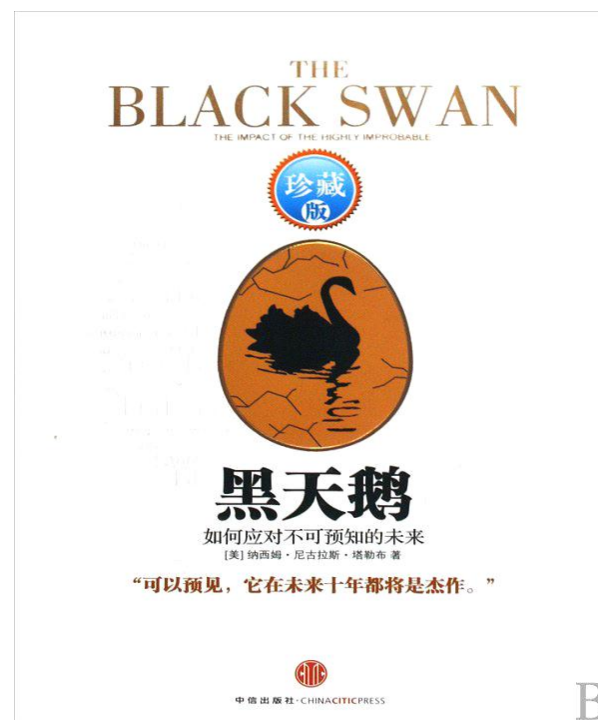
表11-2 不同年龄段的资产配置情况

年龄阶段	股票或股票型基金	债券	现金（货币基金或短期债券型基金）	房地产投资信托组合	风险特征
25-35	65% (2/3国内成长股, 1/3国外新兴市场股)	20%	5%	10%	节奏快，收入稳定，风险承受能力强
35-45	60% (2/3国内成长股, 1/4国外新兴市场股)	25%	5%	10%	中年危机，子女教育压力，收入达到峰值
45-65	50% (2/3国内成长股, 1/5国外新兴市场股)	32.5%	5%	12.5%	面临退休压力，考虑收入保障问题
65以上	35% (2/3国内成长股, 1/6国外新兴市场股)	40%	10%	15%	退休，无收入来源，风险承担能力低

来源：《漫步华尔街》第四部分生命周期（不同年龄段）投资指南

I.3-不要忘记“黑天鹅”

- 投资是对未来的决策，未来是不确定的
- 人类的知识是对已有经验的积累，不足以估计不确定事件的发生
- 必须为无法改变的突发事件作好计划和准备，否则一次“黑天鹅”事件的发生将使投资绩效完全崩塌



II-设定严格的交易原则

- 设定你的止损点
 - 达到止损点时立刻卖出股票以避免损失扩大
- 在正确的时间对盈利的股票加仓
 - 通过逐步的市场观察找到盈利的股票，并在合适的价格位置增加筹码
- 其他经验法则
 - 不要购买低价股、不要频繁的查看股票行情、别被社交论坛的言论影响等

III-管理好自己的情绪

- 投资者不可控的情绪将阻碍其坚定地执行设定好的投资、交易原则，投资者需要**情绪管理**
 - 坏的经历总有价值
 - 注意你情绪的变化
 - 自我控制训练

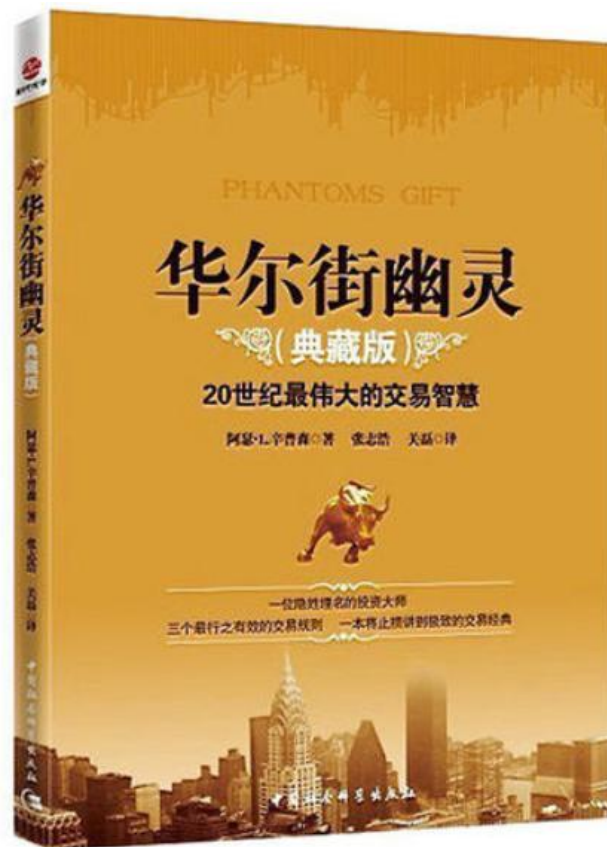
III.1-坏的经历总有价值

- 投资经验越丰富，越趋于理性
- 投资失误增加风险厌恶
- 正确面对负面经历
 - 接受一个前提“假设你的投资是错误的”（想一想，如何理解？）
 - 根据经历总结教训
 - 以开放的心态不断地纠错以稳定个人情绪

III.2-注意你情绪的变化

如果你因为手中的仓位而耳热心跳，寝食不安。那么，请立刻清仓，不要让情绪主导你的投资。

——《华尔街幽灵》



III.3-自我控制训练

- 通过日记记录每天的情绪变化过程，培养自省习惯
- 通过沉思、自我催眠或者重复弹手指等非情绪化的处理可以抑制情绪化
- 学会控制投资环境，尝试以等间隔的方式查看投资组合

IV-信任比你更专业的人

- 情绪管理不能解决投资者认知局限性造成的投资错误，其可以寻求专业代理人的帮助
 - 咨询投资顾问与专业投资者
 - 被动投资法：选择指数基金



案例11-6 先锋集团的懒人投资策略

期限	“懒人策略” 回报率	大学捐赠基金平均回报率	前25%大学 捐赠基金回报	前10%大学 捐赠基金回报
3年	6.40	5.20	6.30	6.60
5年	6.50	5.40	6.20	6.60
10年	6.00	5.00	5.30	5.40

来源：经济学家夏春的投资必修课第64课 单位：%

V-自动化交易克服人性弱点

- 专业投资者具有知识优势，但同样受制于人类固有的认知与心理偏差局限，不能最大化投资收益→大数据+人工智能
 - 选择量化投资基金
 - 寻找智能投顾

V.1-选择量化投资基金

- 优势
 - 程序化交易系统
 - 具有纪律性、系统性、及时性、准确性、分散性
 - 克服认知和行为偏差
- 劣势
 - 结果依赖于参数准确性
 - 参数因子根据历史数据总结
 - 不能对极端事件做出反应

表11-4 量化投资策略与传统策略的对比

投资策略	指数化策略	结构化策略	高度风险控制主动策略	主动量化策略	分散化策略	专业化主动策略
选股方法	复制指数	量化选股	量化选股	量化选股	基本面选股	基本面选股
年跟踪误差	0.2%	1%-2%	2%-3%	3%-4%	3%-4%	>4%
与基准组合的差异	无差异	个股有限差异	个股温和差异、行业有限差异	个股温和差异、行业有限差异、规模/风格有限差异	规模/风格温和差异、择时无/有限差异	无约束

V.2-寻找智能投顾

- 量化投资理念与财富管理的结合
- 利用人工智能的优势，结合投资人的风险水平、期望收益以及市场动态
- 通过算法和模型完成以往人工提供的理财顾问服务。
 - **优势：**避免认知偏差与心理偏差
 - **劣势：**依赖输入投资策略、选股模型的准确性，无法处理不确定问题

案例11-8 智能投顾有效吗？



利用市场非有效的投资策略

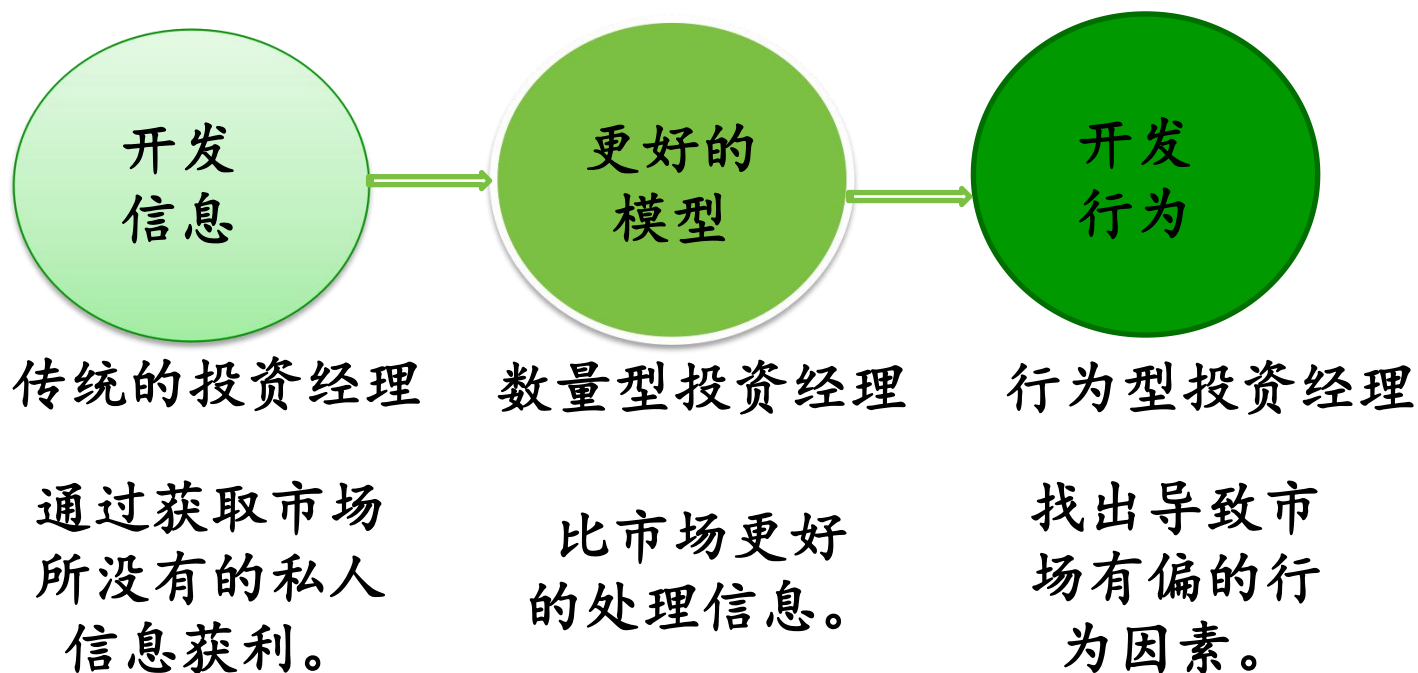
行为投资策略

- 根据行为金融学理论，投资者的行为偏差是证券市场异象（错误定价）的成因，投资者要想战胜市场、获取超常收益，就必须建立在**别人犯错而自己不犯错**的基础上来采取相关的投资策略。

A simple rule dictates my buying: Be fearful when others are greedy, and be greedy when others are fearful.—by Warren E. Buffett

- 行为投资策略——战胜市场的武器
 - 就是利用投资者所犯系统的认知偏差所造成市场的非有效性来制定的投资策略。

超额收益来源



行为投资策略的种类

- 小盘股投资策略
- 逆向投资策略
- 惯性投资策略
- 基于情绪指数的投资策略
- 基于投资者关注度的投资策略
-

(一) 小盘股投资策略

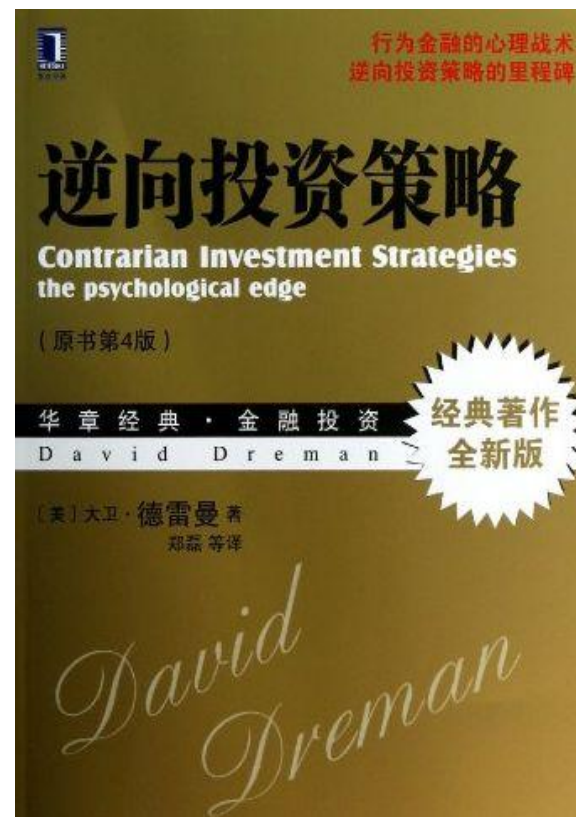
- 投资策略
 - 利用规模效应与账面市值比效应
 - 投资规模较小、账面市值比较低股票
- 超额收益原因
 - 小盘价值股价值暂时被低估
 - 小盘股流通较小，系统性错误对其股价波动影响更大

（二）逆向投资策略

- 投资策略
 - 利用市场上存在的“赢者输者效应”（反转效应）
 - 买进过去表现差的股票
 - 卖出同期表现好的股票
- 超额收益原因
 - 过度关注公司近期表现（反应过度）
 - 对业绩差的公司股价过分低估
 - 对业绩好的公司股价过分高估

逆向投资之父——戴维·德瑞曼

- 研究投资者在股市中的过度反应，根据市场反转效应实施逆向投资策略
- 四种逆向投资选股策略
 - 低P/E策略、低P/CF策略
 - 低P/B策略、低P/D策略



（三）惯性投资策略

- 亦动量交易策略
- 投资策略
 - 利用动量效应所表现的股票价格粘性
 - 买入开始上涨，并且预期将会持续上涨股票
 - 卖出开始下跌，并且预期将会继续下跌股票
- 超额收益原因
 - 投资者对信息反应速度较慢（反应不足）

（四）基于情绪指数的投资策略

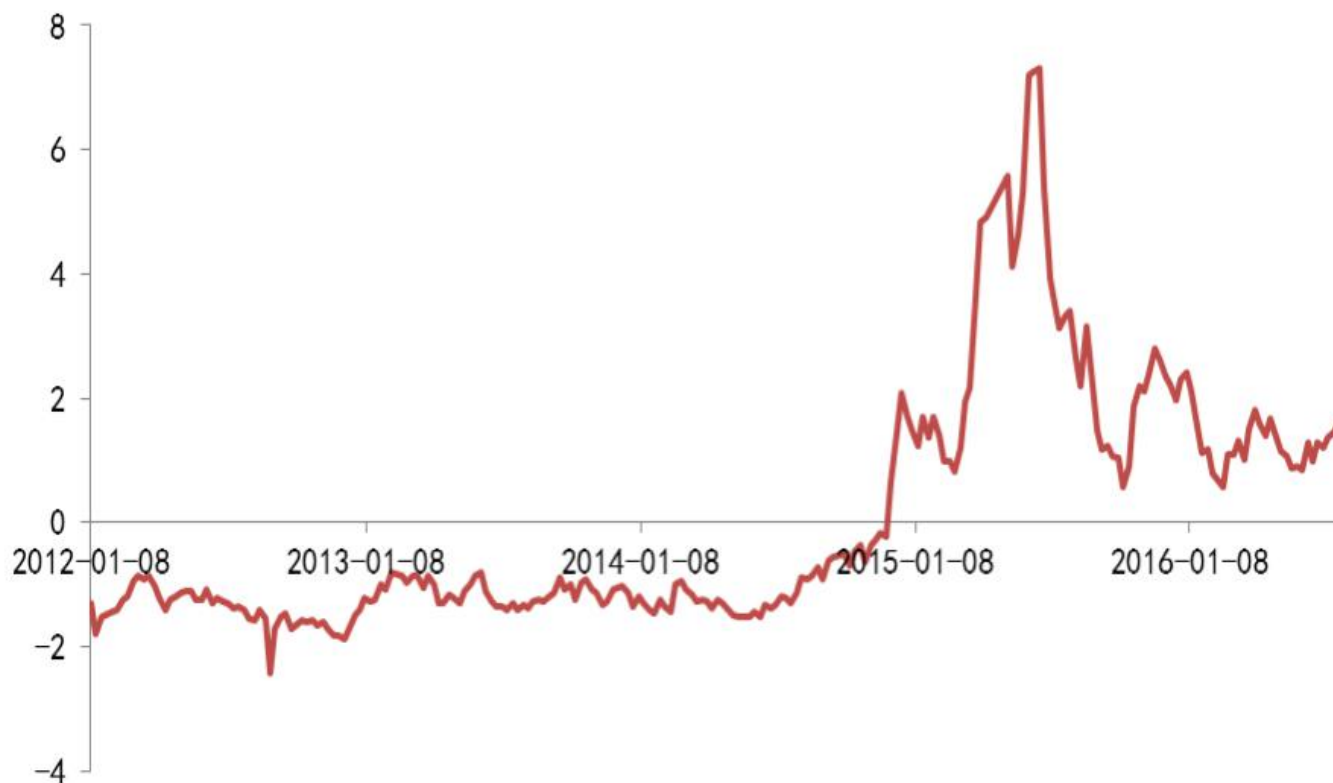
- 心理情绪造就90%的行情，市场情绪的波动能指导投资
 - 择时策略
 - 长期看区域和短期看变化
 - 反情绪周期操作
 - 在低风险区（情绪低迷）买入股票
 - 在高风险区（情绪高涨）卖出股票
 - 板块选择
 - 投资者情绪对不同板块股价有不同的影响
 - 对投机性股票影响更大

情绪代理指标

- 主成分分析法构建综合情绪指标
- 大数据挖掘文本情绪信息
- 社交媒体评论信息



中国股市的情绪指数



数据来源：东北证券



证券研究报告

发布时间：2016-08-03

证券研究报告/ 策略专题报告

行为金融：来自情绪面的择时与选股

（五）基于投资者关注的投资策略

- 投资者注意力影响金融市场，可以利用投资者关注来指导投资
 - 利用百度搜索指数、谷歌搜索指数
 - 在投资者关注加强、搜索量上升的领域买入股票
 - 在投资者关注减弱，搜索量减少的领域卖出股票
- **指数基金与百度大数据：中证百度百发100指数**
首款引入利用大数据技术开发的互联网金融产品

本章小结

- 基本面、技术分析方法各有实用性和局限性
- 基于投资者非理性和市场异象可制定行为投资策略
- 为避免投资决策失误需认识并克服心理偏差