

BEHAVIORAL FINANCE

為何賣掉就漲 買了就跌？

行為金融學教你避開人性弱點，
擴大投資效益，實現財富自由！

陸蓉

金融學講座教授
——著

華爾街追捧的投資實戰智慧，幫你：

◆看懂市場 ◆理解人性 ◆避免犯錯 ◆應對風險與恐慌

《邏輯思維》羅振宇：

本書將是你在這方面能找到最好的金融投資通識書。

suncola
三采文化

金融學講席教授 陸蓉

得到 App 課程「陸蓉・行為金融學」主理人（將近八萬人學習）。教育部「新世紀優秀人才」、上海市「曙光學者」，連續破格晉升為博士生導師和教授。

上海財經大學金融學講席教授、博士生導師，期刊社社長；美國康奈爾大學、美國南加州大學訪問學者，跟隨行為金融學奠基者系統學習了該領域的理論知識；她的行為金融學課在金融投資圈備受關注，碩博課程一座難求。

擁有多年在大型證券公司和基金管理公司工作的實戰經驗，持續追蹤國內外的最新研究進展。

BEHAVIORAL
FINANCE

為何賣掉就漲， 買了就跌？

行為金融學教你避開人性弱點，
擴大投資效益，實現財富自由！

金融學講席教授 陸蓉

suncolor
三采文化

目錄

序言

Chapter

1

什麼是行為金融學？

行為金融學為何擅長投資實戰？

人是不是真的有智慧戰勝市場？

價格錯誤是如何產生的？

在現實生活中，你該如何套利？

Chapter

2

認知非理性

資訊蒐集階段的認知偏差：你能真正了解一家公司嗎？

6

13

14

23

31

37

47

48

決策非理性

資訊加工階段的認知偏差：為什麼股票分析不可信？

資訊輸出階段的認知偏差：為什麼人越自信賠得越多？

資訊回饋階段的認知偏差：踩過的坑為什麼還會踩？

參考點依賴：獲利和虧損要看參考點嗎？

獲利和虧損時的風險偏好：牛市賺不到頂，熊市一虧到底

錯判機率導致的決策偏差：為何投資人總把小機率事件擴大化？

框架效應：為何不能天天查看自選股？

心理帳戶理論：做股票虧了無所謂，吃飯錢丟了可不行

股票市場就像選美博奕：我得看你怎麼選？

典型的交易錯誤

分散化不足：買熟悉的股票不對嗎？

簡單分散化：為什麼把雞蛋放在不同籃子裡還是賠了？

過度交易理論：為什麼來回買賣不如不動？

賣出行為偏差：賣出獲利的還是虧損的？

買入行為偏差：「漲停敢死隊」是怎麼賺錢的？

羊群效應：投資是否應該追逐熱點？

股票大盤的奧祕

大盤可預測理論：大盤可以預測嗎？

股權溢價之謎和戰略資產配置：為何你應該買點股票？

價量關係理論一：米勒假說——怎樣解讀放量？

價量關係理論二：大笨蛋理論——你參與了股票市場的擊鼓傳花

行為金融交易策略

交易策略如何獲利：利用人們的錯誤

行為組合策略原理：為何會有「免費的午餐」？

規模溢價和價值溢價：買小公司股票和便宜的股票

如何好好使用股價規律：跌久必漲還是動能效應？

利用財務報表資訊制定交易策略：財報裡藏了什麼祕密？

持續獲得有效的投資策略：免費的午餐一直都有嗎？

行為投資策略的新進展：最具代表性的因子模型

後記

參考文獻

序言

我博士後出站（編按：指在取得博士學位之後，先於大學或科研機構等工作站中有限期地從事相關研究或深造，工作期滿後須退出工作站），在證券公司和基金管理公司工作了一段時間後來到大學任教時，院長對我說：「你開一門獨門的課吧。」「啊，什麼是獨門的課？」「就是其他老師沒有開過但又特別重要的課。」於是，就有了「行為金融學」這門課。

事實證明，我的選擇是對的，但也是艱難的。

我的選擇是對的，因為這是一門新興且需求量很大的課。學生們上課的熱情超出了我的想像。每次課程一推出，瞬間選滿。大四的學生不再忙著實習，集體上行為金融學課程；研究生課程的教室換到了最大的一間，還是不斷地有人旁聽；業內培訓的基金經理、投資顧問，甚至沒有金融專業背景的人，都搶著聽這門課。大家對於課程的興趣可能源於行為金融學的实操性。它告訴我們

金融市場實際是怎麼運行的（而非像傳統金融學講的金融市場應該是怎麼運行的）、為什麼存在有利可圖的交易策略（傳統金融學認為不可能存在這種交易策略）、怎麼避免投資錯誤、如何能夠獲取收益等。

我的選擇又是艱難的，因為行為金融學連一本通用的教材都沒有！而傳統金融學，例如投資學和公司金融學，擁有全世界通用的、已經更新了十餘版的教材，連教師用書、全套的教輔資料都齊全。「行為金融學」這門課的上課難度太大了！因此，我從上課時起，就決定要寫一本書，相比於其他相關的書，這本書要更加專業，也要更加通俗：讓學生擁有一本可信賴的規範教材，讓缺乏專業基礎的人能夠輕鬆自學，讓有一定專業知識的人串聯起資訊碎片，讓專業人士找到進階的正確方向。當然，這項任務的難度之大可想而知。

我希望這本書既有相當的理論高度，又有很強的可讀性。課程有理論高度，倒不是因為我的水準高，而是因為我站在巨人的肩膀上。我在學校教書初期，學院引進了一位海外院長——美國康乃爾大學的終身教授黃明，行為金融學（行為資產定價領域）世界頂級的大師。我有幸受到邀請得以在康乃爾大學

系統地學習了行為金融學的碩士和博士課程；大師的課程高屋建瓴、系統且權威，奠定了我今後行為金融教學和研究的基礎。為了保持學術的前瞻性，我帶領學術團隊持續不斷地追蹤行為金融學國內外研究的最新進展，並將前瞻性資訊和學習心得透過團隊微信公眾號向社會傳播。我也希望這近千篇的前瞻性研究精華能融入本書的血液中，全面展現給你。

無論你將本書作為教材還是自學材料，對照目錄，我帶你快速了解一下本書的結構，這樣你能夠很容易上手。

本書大體上包括行為金融學的原理和應用兩大部分。

行為金融學為何可以預測市場、制定有效的交易策略？實際上，我們可以從「行為金融學」這個名稱上得到答案。「行為」二字出自心理學，它區別於傳統金融學所根植的數學。心理學專門研究人的行為規律，而金融學則可以看成人在金融市場的行為結果，這就是金融市場在某種程度上能夠被預測的根源。

正是因為心理學是行為金融學的根基，所以本書首先系統介紹金融決策

的心理學原理。心理學研究發現，人的行為會偏離「正確」的路徑，正因為有偏離，我們才能夠預測價格相對於「正確」的來說是高了還是低了。這裡的「正確」指的是傳統的金融學對於市場均衡的判斷，即價格「應該」是怎樣的。能夠做出「正確」決策的人被稱為理性人。所以你在讀這本書時，可以在腦海中將傳統金融學當成一個靶子，而將行為金融學想成人的行為如何偏離了這個靶子。

本書的心理學原理部分介紹人的非理性根源，非理性是相對於理性（你可以想像為不會犯錯的機器人決策）來說的。你仔細想想，其實人的任何決定都是由兩部分構成。例如，你決定是否要買一檔股票：第一步，要先對股票的各種資訊有所認識和了解，這一步叫認知（belief，也可以翻譯成「信念」）；第二步，再對所掌握的資訊按一定的原則進行比較和選擇，這一步叫決策（preference，也可以翻譯成「偏好」）。所以，本書將心理學的原理又拆解為認知的非理性和決策的非理性。這些構成本書前三章的原理部分。

本書從第四章起講述行為金融學的應用。至今，我老師的一句話言猶在

耳：要珍惜給你上行為金融學課的人，因為他們當中很多人都已經轉做投資實務了。沒錯！行為金融學大概是與金融實作聯繫最密切的學科了。行為金融學對於投資實作有兩大主要作用：一是避免自身犯錯，二是利用別人的錯誤來獲取投資收益。本書的第四章講前者，第五章和第六章講後者。

第四章是對投資人行為的剖析，系統地告訴你，投資人會犯哪些典型的交易錯誤。傳統的金融學認為理性人不會犯錯，投資會遵循一定的規範——有「現代投資之父」之稱的馬可維茲（Markowitz）所提出的投資組合理論——充分分散風險、取得最大收益。而行為金融學認為投資人的行為會偏離這個規範，大多數投資人的買進和賣出是不理性的。這一章告訴你錯誤的原因以及該如何克服。

第五章和第六章講行為投資策略，告訴你怎樣預測大盤和制定有效的交易策略。做金融投資的人都知道，金融分析有「自上而下」一說：「上」指總體經濟，往「下」依次為產業（或者組合）和單個資產（例如個股）。那麼行為金融學認為哪個層次是有規律，從而是可以預測的呢？答案是：前兩個層次。

第五章和第六章分別對應這兩個層次，講大盤（市場）和投資組合的可預測性、怎樣獲得無風險的收益。行為金融學不討論最下面的層次，即單個資產的預測能力，這是因為單個資產即使能獲得收益也會存在（非系統性）風險。

行為金融學的內容很廣泛，本書側重於從投資人的立場講解，即行為資產定價。當然，也可以從融資者的立場來看，這被稱為行為公司金融，但這部分著墨相對較少。

雖然本書前面介紹的內容是比較嚴謹的，但我還是希望你能夠輕鬆閱讀。如果你把本書當作一本通俗讀物，能像學生上我的課時一樣感覺「有趣」，那我的初衷就達到了。本書可能比任何一本行為金融學圖書都更通俗易懂，書中穿插了大量實例，讓你常常產生「這不就是在寫我嗎？」的感受。

其實我在剖析你的行為時，運用了多個曾獲諾貝爾經濟學獎的理論，這些理論不僅適用於金融市場投資，甚至對於你的為人處世、看待社會和生活的方式都有說明。無論你是誰，對金融市場的了解程度如何，我都希望你看完這本書後，能更了解自己、更了解市場、更了解生活。

Chapter

1

什麼是行為金融學？

從字面意思看，「行為金融學」由「行為」二字加「金融學」構成，其中「行為」取自心理學中的行為主義，因此行為金融學是心理學與金融學交叉的學科。行為金融學與傳統金融學的學科地位對等，多位經濟學家以其為研究物件的研究成果獲得過諾貝爾經濟學獎。但兩者對金融市場的分析角度完全不同，行為金融學擅長投資實戰，更貼近人的實際行為，因此備受投資人追捧。本章介紹行為金融學的基本框架，解釋行為金融學為何擅長投資實戰，揭示投資人能夠打敗市場、獲取超額收益的原因。

行為金融學為何擅長投資實戰？

二〇一一年十一月，哈佛大學爆出了一則新聞：大約七十名哈佛大學學生集體退選了葛雷葛利·麥基（Gregory Mankiw）教授的經濟學原理這門課。麥