



国家级投资者教育基地
华福证券·守正学堂

行为金融学（投资心理学）



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

课程提纲



课程 提纲

● 传统金融学的不合理性

● 行为金融学在资本市场的体现

● 行为金融学在资本市场的应用

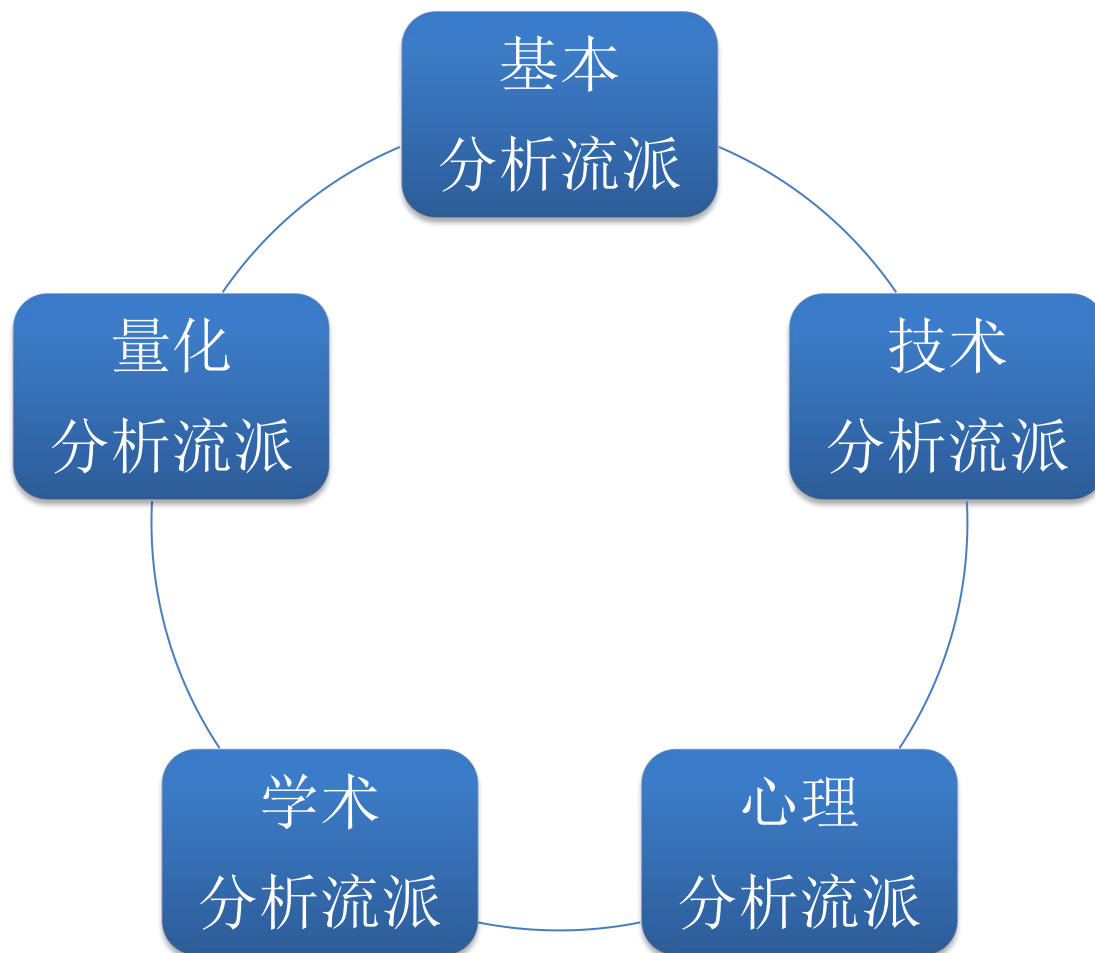
● 行为金融学在资本市场的投资策略



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

市场分析五大门派



各投资分析流派对证券价格波动原因的解释

分析流派	对证券价格波动原因的解释
基本分析流派	对价格与价值间偏离的调整
技术分析流派	对市场供求均衡状态偏离的调整
心理分析流派	对市场心理平衡状态偏离的调整
学术分析流派	对价格与所反映信息内容偏离的调整
量化分析流派	克服人性弱点，数量模型发现价值

传统金融学基本假设

传统金融学基本假设——理性人假设和有效市场假说

理性人假设：

1. 投资者在进行投资决策时都是以效用最大化作为目标；
2. 投资者能够对已知信息作出正确的加工处理，从而对市场趋势作出无偏估计

有效市场假说：

1. 弱势有效市场：投资者无法利用过去证券价格所包含的信息，评估错误定价的证券，获得超额收益，这时的技术分析无效；
2. 半强势有效市场：投资者不仅无法从历史信息中获取超额收益，而且基于公开资料所进行的基本面分析也毫无用处；
3. 强势有效市场：投资者即使拥有内部信息，也无法获得超额收益，此时的投资者采取消极保守策略，只求获得市场平均收益率



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

传统金融学体系

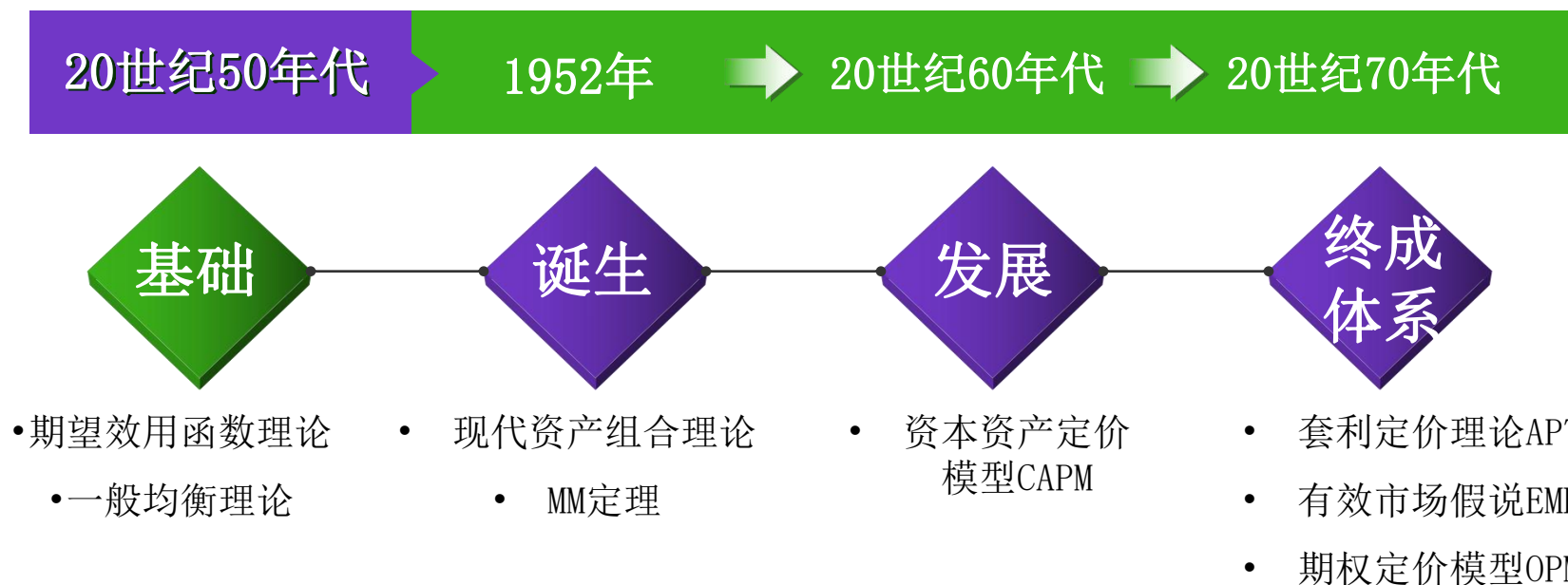
传统金融理论主要包括:

20世纪50年代,冯·纽曼和摩根斯坦(Von Neumann and Morgenstern)在公理化假设的基础上建立了不确定条件下对理性人(rational actor)选择进行分析的框架,即**期望效用函数理论**。阿罗和德布鲁(Arrow and Debreu)后来发展并完善了一**般均衡理论**,成为经济学分析的基础,从而建立了现代经济学统一的分析范式。这个范式也成为现代金融学分析理性人决策的基础。1952年马克威茨(Markowitz)发表了著名的论文“portfolio selection”,建立了**现代资产组合理论**,标志着现代金融学的诞生。此后莫迪戈里安尼和米勒(Modigliani and Miller)建立了**MM定理**,开创了公司金融学,成为现代金融学的一个重要分支。20世纪60年代夏普和林特纳等(Sharp and Lintner)建立并扩展了**资本资产定价模型(CAPM)**。20世纪70年代罗斯(Ross)基于无套利原理建立了更具一般性的**套利定价理论(APT)**。20世纪70年代法马(Fama)对**有效市场假说(EMH)**进行了正式表述,布莱克、斯科尔斯和莫顿(Black-Scholes-Merton)建立了**期权定价模型(OPM)**,至此,现代金融学已经成为一门逻辑严密的具有统一分析框架的学科。



华福证券
HUAFU SECURITIES CO., LTD.

传统金融学体系



量化分析流派（选择性讲解）

数量化分析：

数量化投资策略从20世纪70年代开始兴起，以1971年富国银行（ Wells Fargo ）发行跟踪纽约证券交易所1500只股票的指数基金为标志。

1979年，巴克莱全球投资（ Barclays Global Investor ）成立了第一支主动型数量化 投资基金，数量化投资开始在公募基金中得到运用。目前巴克莱全球投资与LSV资产管理公司数量化基金管理规模最大。

量化分析流派

量化投资的传奇人物詹姆斯·西蒙斯(James Simons)：

1989到2007年的平均年收益率高达35%，而股神“巴菲特”在同期的平均年回报也不过约为20%，即使2008年面对全球金融危机的重挫，“大奖章”的回报也高达80%。

数量化投资策略有如下五大势，主要包括纪律性、系统性、及时性、准确性、分散化等；

西蒙斯认为：模型较传统定性投资可以有效地降低风险，而依靠个人判断选股，可能一夜暴富，也可能在第二天又输得精光

招商证券量化投资分析模型（全能版资讯——衍生品研究）

量化分析流派

国内量化基金业绩——业绩无出众之辈

量化基金产品业绩表现

名称	成立日期	月比较		季度比较		今年比较		两年比较	
		涨幅(%)	同类排名	涨幅(%)	同类排名	涨幅(%)	同类排名	涨幅(%)	同类排名
光大量化核心	2004.08.27	-13.6	248/305	-12.3	213/292	-19	199/280	-26.6	154/173
上投摩根阿尔法	2005.10.11	-12	169/305	-8.9	136/292	-16	164/280	-15.9	106/173
嘉实量化阿尔法	2009.03.20	-14.7	286/305	-12.1	209/292	-18	193/280	—	—
中海量化策略	2009.06.24	-12.7	209/305	-6.5	100/292	-10	59/280	—	—
华商动态阿尔法	2009.11.24	-12.5	126/143	-2	24/143	-8	35/142	—	—
长盛量化红利策略	2009.11.25	-10.6	096/305	-9	146/292	-14.2	129/280	—	—
富国沪深300	2009.12.16	-14	273/305	-13.4	220/292	-20.5	218/280	—	—
南方策略优化	2010.03.30	-15	290/305	—	—	—	—	—	—
中证开放式股票基金指数	—	-11.8	—	-8.6	—	-14.9	—	-9.6	—

数据截至2010年5月21日

数据来源：Wind资讯



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

课程提纲



课程 提纲

● 传统金融学的不合理性

● 行为金融学在资本市场的体现

● 行为金融学在资本市场的应用

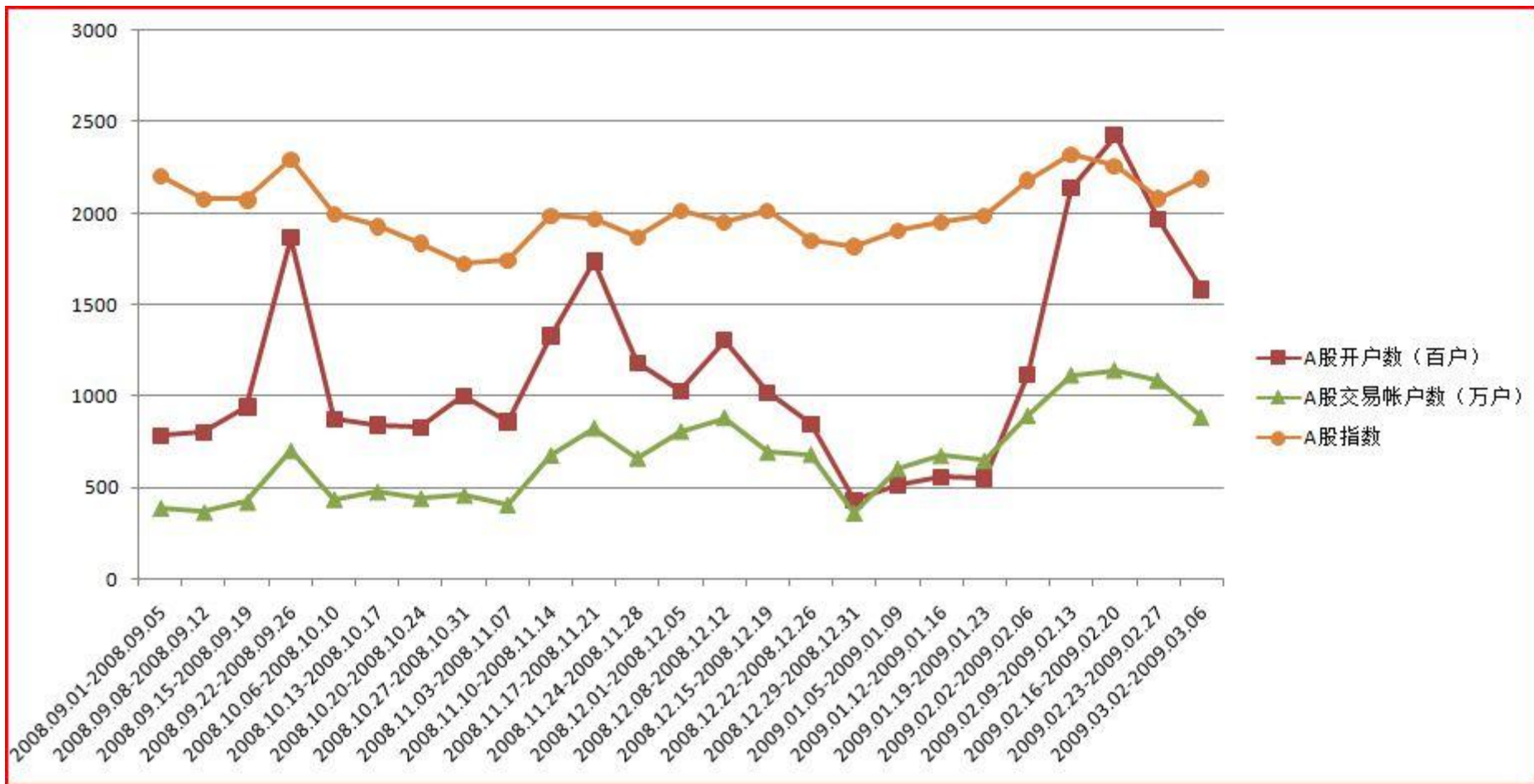
● 行为金融学在资本市场的投资策略



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

股市心理分析



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

资本市场怪相——丁蟹效应

历史上的“秋官效应”

1992年10月播放《大时代》，恒生指数1个月内暴跌超过1400点。

1994年11月播放《笑看风云》，恒生指数总共下跌近2000点。

1996年9月播放《新上海滩》，恒生指数下跌300点

1997年6月播放《天地男儿》，恒生指数下跌735点

1997年12月播放《江湖奇侠传》，恒生指数总共累积下跌2000点，跌穿10000点水平。

1999年6月播放《神剑万里追》，恒生指数累积下跌1176点

2000年9月播放《世纪之战》，恒生指数于首播日下跌近700点，七日内共下跌1700点

2004年3月播放《血荐轩辕》，恒生指数于三日内共下跌超过500点。

2007年2月回放《御用闲人》，农历新年后开市恒生指数两日内共下跌600点

2007年7月播放《荣归》 首播当日，恒指下跌115点，该剧播放期间，大跌1165点

2007年8月，播放《潮爆大状》，全球股市因次贷下跌。道指六个交易日内大跌1202点

2008年10月3日起中午重播《楚汉骄雄》，恒生指数至10日全星期总计下跌2886点

2009年3月30日，无线首播《桌球天王》，恒生指数暴跌663.17点，跌幅高达4.70%。

资本市场怪相——摩天大楼定律

历史上的摩天大楼定律：

1908	胜家大厦	纽约	高度612英尺	47 层	1907年开始的恐慌
1909	大都会人寿大楼	纽约	高度700英尺	50层	1907年的恐慌
1929	华尔街40号	纽约	高度927英尺	71层	大萧条
1930	克莱斯勒	纽约	高度1046英尺	77层	大萧条
1931	帝国大厦	纽约	高度1250英尺	102层	大萧条
1972	世贸中心	纽约	高度1368英尺	110层	70年代的滞胀
1974	西尔斯大厦	芝加哥	高度1450英尺	110层	70年代的滞胀
1998	马来西亚石油双塔	吉隆坡	高度452米		98东南亚危机

资本市场怪相——世界杯定律

全球：

1998年世界杯：赛事刚一开幕,伦敦股市开始走弱,金融时报指数在大赛间跌幅达6.6%。而就在世界杯刚一结束,巴黎指数开始持续下挫,最终跌幅高达30%。与此同时,日经、道琼斯指数等主要股指均处于调整之中。

2002年世界杯：大赛一开幕,日经指数开始下跌,到赛程结束时,该指数跌走2000点;道琼斯指数也是大幅下挫,期间跌去800点;而欧洲市场的伦敦金融时报指数更在大赛的近两个月中下跌近1500点,巴黎股市、法兰克福股市均全线下挫。

奇怪的是,与全球股市一样,中国A股市场也在历次世界杯期间多次出现下跌行情——

1994年世界杯：上证指数从开赛时的527点跌至结束时的413点,跌幅达30%。

1998年世界杯：股市从大赛开幕时的1368点跌至赛事闭幕时的1360点,虽然跌幅较小,但在其间曾一度跌至1297点。

2002年世界杯：上证指数从大赛开幕时的1515点曾一度跌至赛事期间的1455点,跌幅超过12%。



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

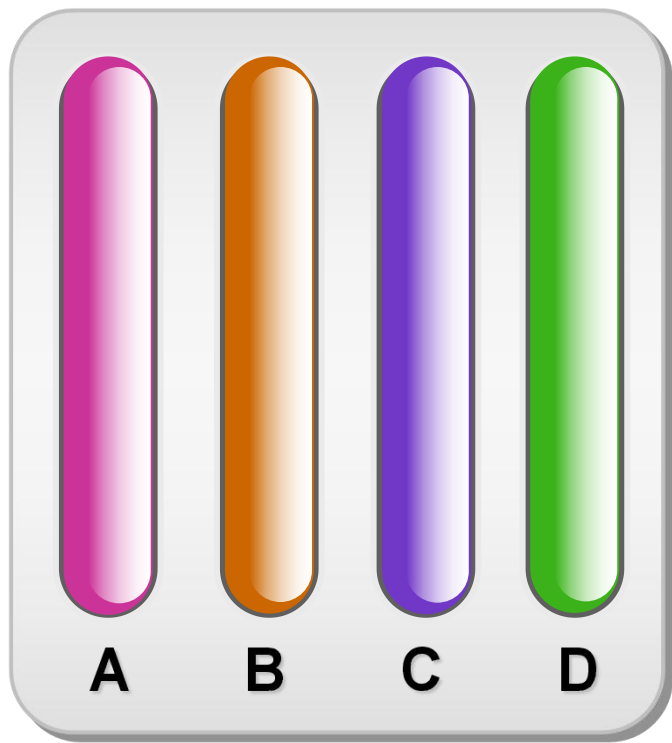
行为金融学地位——国际应用心理学 分支

- 1. Division of Organizational Psychology
- 2. Division of Psychological Assessment and Evaluation
- 3. Division of Psychology and National Development
- 4. Division of Environmental Psychology
- 5. Division of Educational, Instructional and School Psychology
- 6. Division of Clinical and Community Psychology
- 7. Division of Applied Gerontology
- 8. Division of Health Psychology
- 9. **Division of Economic Psychology**
- 10. Division of Psychology and Law
- 11. Division of Political Psychology
- 12. Division of Sport Psychology
- 13. Division of Traffic and Transportation Psychology
- 14. Division of Applied Cognitive Psychology
- 15. Student Division
- 16. Counseling Psychology

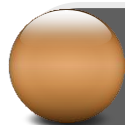
行为金融学的学科集合



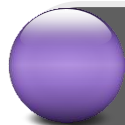
行为金融学四项基本前提



市场走在前面



市场是非理性的



混沌支配



技术图形自我实现



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

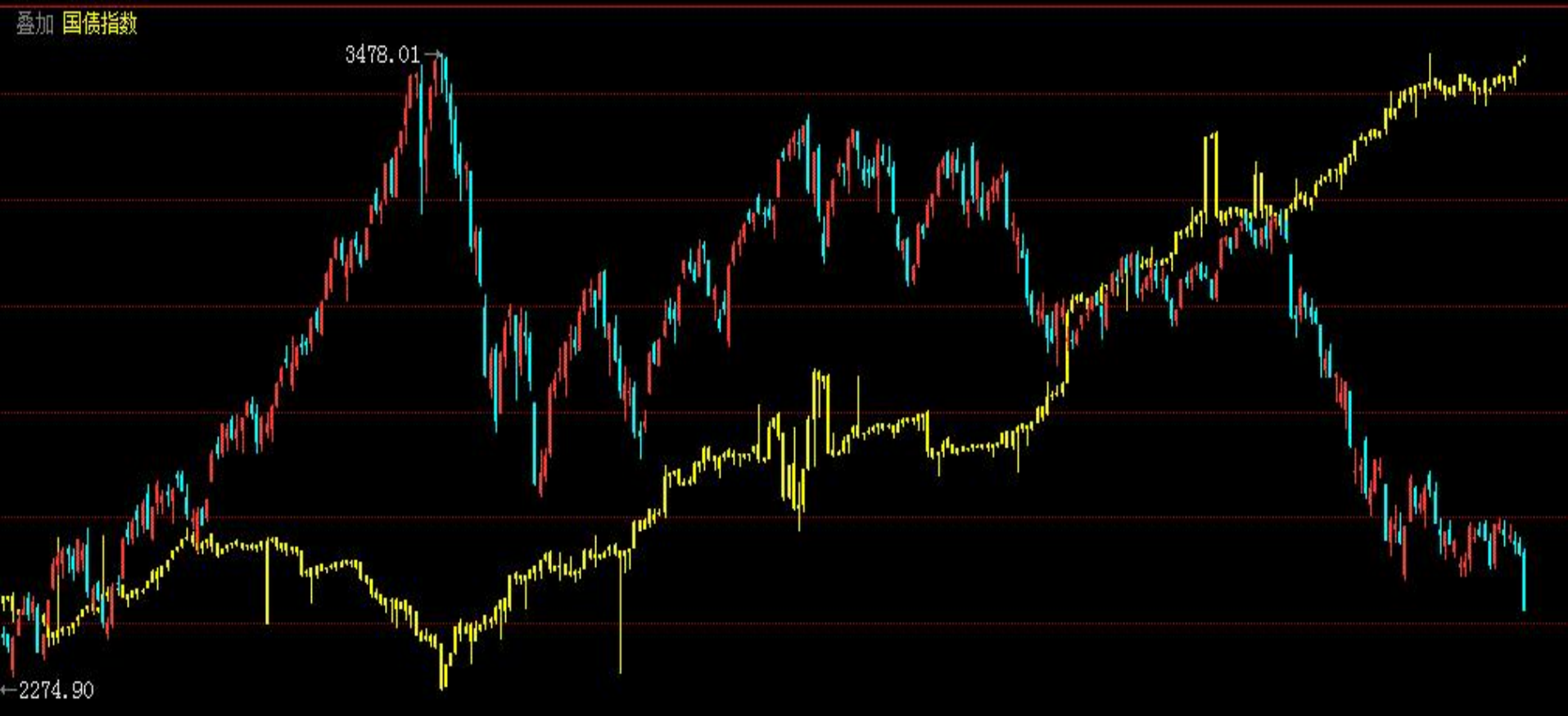
行为金融学四项基本前提——市场走在前面

1. 股市提前经济反应——巴布森晴雨表
2. 债市提前经济反应
3. 市场提前消息反应

巴布森晴雨表

股市波段 顶点时间	经济扩展期 高点时间	差异	股市低谷 出现时间	经济衰退 低谷时间	差异
1948年6月	1948年7月	1个月	1949年6月	1949年10月	4个月
1953年1月	1953年2月	1个月	1953年9月	1954年6月	10个月
1956年7月	1957年1月	6个月	1957年12月	1958年5月	5个月
1959年12月	1968年2月	2个月	1960年10月	1961年2月	4个月
1968年11月	1969年3月	4个月	1970年6月	1970年11月	3个月
1973年1月	1973年3月	2个月	1974年12月	1975年3月	3个月
1981年4月	1981年7月	3个月	1982年8月	1982年11月	3个月
2000年3月	2000年5月	2个月	2001年9月	2001年12月	3个月

债市提前股市反应



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

行为金融学四项基本前提——市场是非理性的

第一对决策：

A：投资者会稳赚2400元；

B：投资者以25%的概率得10000元，以75%的概率得0

第二对决策：

C：投资者会稳亏7500元；

D：投资者以75%的概率亏损10000元，以25%的概率亏损0

行为金融学四项基本前提

——技术图形自我实现

1. 市场下跌的本质影响因素
2. 投资如选美——技术分析的本质
3. 技术图形的自我毁灭

——每一个图形变化，等到所有的人都看出时，图形将失效



课程提纲



课程 提纲

● 传统金融学的不合理性

● 行为金融学在资本市场的体现

● 行为金融学在资本市场的应用

● 行为金融学在资本市场的投资策略



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

行为金融学与资本市场相关的32种现象

主要流派	有关现象	简单描述
行为主义	奇幻思维	
	确定性效应	
	预期理论	
格式塔理论	说服效应	
	自我说服	
	代表性效应	
	自我实现态度	
	知识态度	
	错误舆论效应	
	自我防御态度	
	身体标志理论	

行为金融学与资本市场相关的32种现象

主要流派	有关现象	简单描述
认知心理学	感觉综合征	
	后悔理论	
	认知失调	
	参照点	
	精神隔离	
	成本沉淀谬误	
	折取	
	同化错误	
	选择性暴露	
	选择性理解	
	过分自信行为	
	事后聪明偏见	
	验证性偏见	

行为金融学与资本市场相关的32种现象

主要流派	有关现象	简单描述
心理分析	妄想狂人格障碍	
	虚伪型人格障碍	
	自恋型人格障碍	
	回避型人格障碍	
	强迫型/冲动型人格障碍	
	抑郁型人格障碍	
社会心理学	自适应态度	
	社会比较	

课程提纲



课程 提纲

● 传统金融学的不合理性

● 行为金融学在资本市场的体现

● 行为金融学在资本市场的应用

● 行为金融学在资本市场的投资策略



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

行为金融学在资本市场的投资策略

——投资者类型

- ◆ 价格型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）
- ◆ 拓展型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）
- ◆ 逆流型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）
- ◆ 情感型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）
- ◆ 疑虑型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）
- ◆ 风险型投资者（优势分析/易入误区/投资建议）



行为金融学在资本市场的投资策略

——价格型投资者

序号	问题	说明
1	在上班或者去商场的路上，假如你恰好看到一个甩卖物品的小摊，你会马上停下来购买吗	
2	你愿意用500元买一件标价为1000元的服装，还是用300元买一件标价300元的服装	
3	你是否倾向于购买价格降到你认为最低的一只股票	
4	你是否格外关心你的朋友新添置的每件东西的价格	有时候太在乎东西的价格反而会忽略了东西本身的价值
5	是否常有人称你为自大狂	如果回答是，那不是价格型投资者

行为金融学在资本市场的投资策略

——价格型投资者

- 易入误区：
 - ✓ 喜欢买入低价股票
 - ✓ 错过好的投资机会
- 建议：
 - ✓ 最理想就是投资于具有更高收益与更低市盈率的股票
 - ✓ 追求物美价廉的前提是灵活运用投资策略

行为金融学在资本市场的投资策略

——扩展型投资者

序号	问题	说明
1	你有小孩了吗	即使肯定的回答也并不意味着你一定是具有丰富创造性的人，但抚养孩子的经历却能够使你明白前景的光明，不管过程中出现什么问题，都可以忍受
2	你有一个快乐的童年吗	肯定的回答并不意味着有任何的错误，只是，创造性想象力基于虚幻想象，而非现实中客观存在，因而令人满意的童年对创造想象力的培养是不利的
3	你知道股市每天什么时候关门吗	有创造性想象力的人民从来不注意此类事情
4	你常梦见现实中不存在的东西，且思考为什么现实世界不是这样吗	如果你想要成为一个具有创造性想象力的人，你就绝对不能缺少这样的经历
5	你经常心不在焉吗	有创造性想象力的人总是将注意力集中在特定的目标上，而对其他的事情表现的心不在焉

行为金融学在资本市场的投资策略

——拓展型投资者

- 优势：
 - ✓ 拓展型投资者具备的主要特征有两个，即信念坚定和实施，因此能超越让其他投资者感到困惑的市场找到真正的成长股
- 易入误区：
 - ✓ 当预测出现失误时，往往会错的非常严重
 - ✓ 一意孤行
- 建议：
 - ✓ 多元化投资
 - ✓ 分批买入——学会在逐步成功的过程中学会逐步投入资金

行为金融学在资本市场的投资策略

——逆流型投资者

序号	问题	说明
1	你曾经认为一个不知名的乐队组合将会击败某知名的乐队吗	也许你在当时并没有意识到，你喜欢不知名组合可能根本就不是源于对他们音乐的欣赏，而是源于内心对软弱者同情的本能
2	如果你在快餐店订餐被告去第一个窗口付款，那么你会不会对哪一个是第一个窗口感到疑惑呢？是在前面的第一个，还是在后面的第一个？	过分在意这一问题是典型的逆流型心理的表现
3	如果在一个事故多发地段发生了一起追尾事故后，市长发布命令要加强城市的交通安全措施，你是否会质疑为什么这个问题没有在早些被注意到呢	如果他们发现自己的行为是与自己性格相符的话，逆流型的人会比一半人感到更加满意
4	如果你在2007年某企业扭转劣势的时候大赚了一笔，你会不会因为还有其他的投资者也获得了成功而懊悔	逆流型的人很少喜欢其他人跟自己一样

行为金融学在资本市场的投资策略

——逆流型投资者

- 优势：

- ✓ 容易发现被错误定价的公司

- 易入误区：

- ✓ 过早卖出
- ✓ 预期错误
- ✓ 认为自己过分正确

- 建议：

- ✓ 避免投资于大众型的股票

行为金融学在资本市场的投资策略

——情感型投资者

序号	问题	说明
1	你会竭力游说以组织沃尔玛卖场进入你所在的社区吗	
2	当你持有的股票价格持续下跌，你会骄傲地宣布自己是一个长线投资者吗	如果是肯定，绝对的情感性
3	你所投资的公司不断创新以维持其竞争优势，对此你感到担忧吗	
4	你是家庭中最大的孩子吗	最大的孩子长大后一般都具有较强的竞争力和自信心，但同时也比较保守，不赞成革新

行为金融学在资本市场的投资策略

——情感型投资者

- 优势：
 - ✓ 喜欢与股票谈恋爱
- 易入误区：
 - ✓ 喜欢与股票谈恋爱
 - ✓ 选择股票过分看重股票背后的负面影响
 - ✓ 抛出股票时候恋恋不舍，甚至有负罪感
- 建议：
 - ✓ 购买股票前考虑选择一些以前不予考虑的股票

行为金融学在资本市场的投资策略

——疑虑型投资者

序号	问题	说明
1	你收到一封信，被告知获得了500万大奖，在现实来临之前你心跳会加速吗	只要心跳明显加快，就可以断定你是这一类型
2	你有没有要求自己在股市中投资的成功率要超过70%	投资失败给他们带来的沮丧心情要比投资成功给他们带来的愉快心情更强烈，即使是依然盈利的时候
3	你认为“没有投资一支优秀的股票并没有什么损失，但是投资了一只差的股票损失就大了” 有没有道理	
4	学生时代你是否因为犯过错误而遭到同伴的嘲笑	
5	“40岁以下的悲观主义者知道得太多；40岁以上的乐观主义者懂得太少” 这句话你认同吗	

行为金融学在资本市场的投资策略

——疑虑型投资者

- 优势：
 - ✓ 投资组合一般较为稳定
- 易入误区：
 - ✓ 完美主义
 - ✓ 当乐观者赚钱时，疑虑型投资者却往往犹豫不决，固步自封
- 建议：
 - ✓ 重审一下那些你所放弃的投资，想清楚当初你作出这样决定的原因

行为金融学在资本市场的投资策略

——风险型投资者

序号	问题	说明
1	如果你投资IPO，高科技股和生物概念股成功率为50%，你会对这种结果感到满意吗	
2	你喜欢谈论你各种各样的冒险经历吗	
3	你喜欢蹦极运动吗	即使喜欢，也不代表他在投资时会采取积极进取的冒险方式，通常，参加这种游戏的都是平时比较报数的人
4	你是否有过死亡的念头	许多风险型投资者沿着一条自我毁灭之路走完了他们的全部投资生涯
5	你用来投资的钱是你自己赚到的，还是继承来的	有些投资者喜欢冒险只是因为他们认为这些钱不是真正属于他们自己

行为金融学在资本市场的投资策略

——风险型投资者

- 易入误区：
 - ✓ 短线盈利，如果错了，可能会损失很多钱
 - ✓ 过分迷信技术指标，可能让人很迷惑
- 建议：
 - ✓ 除非意志特别坚强，否则别想做一位风险型投资者，随时做好被打击的准备
 - ✓ 降低风险的方法就是限制用来冒险的资金规模

常见投资者心理雷区

- ✓ 盲目跟风
- ✓ 举棋不定
- ✓ 过度自信
- ✓ 不忘过去
- ✓ 欲望无止
- ✓ 赌博心理
- ✓ 心理账户

盲目跟风心理

- **【行为表现】**通常市场开始上涨时，投资者不会马上进入，这样就失去了买入的最佳时机；同样，市场开始下跌时，人们也不会马上抛售，这也失去了最佳抛售时机。很多人在一起经常会谈论同样的一些股票。再如，中国基金经理王亚伟，每次投资一只股被媒体曝光后，很多投资者都去跟风。
- **【投资处方】**大家都在谈一只股票时，恰恰是抛这只股的时机，因为你进入市场获利的空间已很小了，当你知道大家都去投一只股票时，你要坚定地反其道而行——退出。投资者自律性很重要，定期查看个人金融资产可以大大降低受损时鸵鸟心态的出现。

过度自信

- **【行为表现】** 研究人员通常会问开车人一个问题：“你认为自己的开车水平是高于平均水平还是低于平均水平？”每次问这个问题，90%的受访男性都回答“我开车的水平高于平均水平”。
- **【投资处方】** 建议这种过于自信的投资者在每次投资前，要制定一个严谨的投资程序，避免高估自己的能力。其中，第一步是只投资自己熟悉的领域，然后进行基本的分析，要着眼于未来的预期收入，而不是以往的业绩；第二步是搜集与个人意见相悖的资料，并与持相反观点的人讨论一下自己的投资计划；第三步：谨记“止损出仓”是防止“拒绝承认错误”或“过早套利”的良方。



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

偏爱即得利益

- **【行为表现】**行为金融学调查中常会说到关于“选择”的问题，即要么立刻拿到100元钱，要么现在先不要，而一年后可能拿到多过100元但并不确定的收益，大多数人的选择往往会是前者——“火鸡效应”
- **【投资处方】**这种对即时可得利益的偏好，容易让人们看低未来收益的价值，看轻日后可享受利益的重要意义，这种心态不利于保障日后的生活。未来以及未来的所有信息是不可能完全控制的，如果对一项投资深入了解，且收益符合预期同时很安全，比如养老保险，就是典型的该及早并长期持有的投资选择之一。另外不要把“鸡蛋”放一个“篮子”里。



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

价格“锚定”观念

- **【行为表现】**很多人常常武断地以股票的买价作为参考值，在熊市中仍然奉行“我可以静待价值回升再抛售，从而避免亏损”这一观念。比如有一只股票，当时股价上涨时很多人跟进，80欧元时还有人跟进，但现在跌到14欧元，很多投资者一直不愿止损出仓，原因是已经亏了太多，想“锚定”损失——涨回到80欧元时再抛，把损失挽回回来。
- **【投资处方】**股票一直低迷，如果不懂得止损，就错失了买其他好股票的机会，很多投资者只想“锚定”股价最高点时抛出，这其实是不可能的。这种以股票买价作为参考值“锚定”的观念，除了令投资可能进一步亏损外，也会令其错失更好的投资机会。其实说到底，投资者是不喜欢损失的，或者说不希望看到自己损失的。



赢家心理

- ✓ 稳、忍、准、狠
- ✓ 不贪、不怕、不急、不拖
- ✓ 坚持独立思考
- ✓ 自律与果断
- ✓ 敢于认错的勇气
- ✓ 耐心是获利之本
- ✓ 创造性与强烈的投资冲动

心理调节

- ✓ 克服感情用事的天性
- ✓ 别让恐惧吓倒你
- ✓ 把控心理暗示
- ✓ 克服习惯性的投资偏好
- ✓ 正确看待庄家
- ✓ 培养投资自信
- ✓ 克服股市心理焦虑症
- ✓ 直面套牢
- ✓ 投资挫折与自我调节



华福证券

HUAFU SECURITIES CO., LTD.

行为金融学贡献

- 行为金融学的贡献包括：
 - ✓ 记录了投资者的真实投资行为；
 - ✓ 记录了与传统的投资模式及理性投资者行为不相符的价格模型；
 - ✓ 为这些投资行为及价格模型提供新的理论支持。

• THE
END



华福证券
HUAFU SECURITIES CO., LTD.
HUAFU SECURITIES CO., LTD.