




# 现代投资心理学

*Xiandai touzi xinlixue*

◎陆剑清 / 主编

 首都经济贸易大学出版社



---

# 现代投资心理学

---

*Xiandai touzi xinlixue*

◎ 陆剑清 / 主编



首都经济贸易大学出版社

· 北京 ·

## 图书在版编目(CIP)数据

现代投资心理学/陆剑清主编.—北京:首都经济贸易大学出版社, 2009.1

ISBN 978-7-5638-1582-1

I. 现… II. 陆… III. 投资—经济心理学 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第166244号

现代投资心理学

陆剑清 主编

---

出版发行 首都经济贸易大学出版社  
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)  
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)  
网 址 <http://www.sjmcbs.com>  
E-mail [publish@cueb.edu.cn](mailto:publish@cueb.edu.cn)  
经 销 全国新华书店  
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部  
印 刷 北京大华山印刷厂  
开 本 787毫米×980毫米 1/16  
字 数 355千字  
印 张 19  
版 次 2009年1月第1版第1次印刷  
印 数 1~4000  
书 号 ISBN 978-7-5638-1582-1/F·934  
定 价 28.00元

---

图书印装若有质量问题,本社负责调换  
版权所有 侵权必究

# 现代投资心理学

主编：陆剑清

编委(以姓氏笔画为序,排名不分先后):

孙清芬 李建华 陆剑清 吴海燕 姚欣

# PREFACE

## 前言

近年来,伴随着中国经济的持续发展,广大国人的投资需求日益强烈,投资意识正不断提升。由于投资行为本质上是人类的一种心理活动,因而如何帮助广大投资者了解和掌握投资活动的心理规律与特点,尤其是有效消除投资者心中的种种疑惑,帮助其跨越心中的重重误区,进而战胜人性中的弱点,真正达到超越自我的投资新境界,便具有了重要的理论与现实意义。

基于上述考虑,笔者在本书的写作过程中一改以往传统渐进式的教科书体系,大胆尝试,采用类似电视系列片的专题式结构,力求使读者感到耳目一新、易于理解。具体而言,笔者首先对于纷繁复杂的各种投资心理活动现象进行分析和筛选,进而归纳整理出引发投资者决策失误的十大心理陷阱,并通过专题形式分章节逐一进行深入的理论阐述与案例分析,期望能对广大投资者起到传道、答疑、解惑的作用。

本书中各章的主题具体包括:第一章“自我控制与投资心理”,第二章“锚定效应与投资心理”,第三章“心理账户与投资心理”,第四章“沉没成本与投资心理”,第五章“过度自信与投资心理”,第六章“后悔厌恶与投资心理”,第七章“框定偏差与投资心理”,第八章“代表性偏差与投资心理”,第九章“禀赋效应与投资心理”,第十章“羊群效应与投资心理”。上述各章之间在内容上既相互独立,又彼此呼应,具有一定的内在联系。同时,各章中都配有“案例分析与探索实践”和“复习思考题”以供读者回味和思考。

总之,本书文笔清新、案例生动,是一部好看更耐看的学术著作,在保证学术严谨性与规范性的同时,又能有效满足现代人快节奏的阅读习惯,真正做到学术性与趣味性的统一。本书的主编为陆剑清博士,其他编写人员为(以姓氏笔画为序,排名不分先后):孙清芬、李建华、吴海燕、姚欣。此外,本书的出版得到了首都经济贸易大学出版社编辑赵侠女士的大力支持,在此深表谢意!

陆剑清  
2008年10月18日

# CONTENTS

## 目录

### 第一章 自我控制与投资心理 // 1

第一节 自我控制的心理与行为分析 // 3

第二节 投资决策中的自我控制 // 11

第三节 案例分析与探索实践 // 17

复习思考题 // 28

### 第二章 锚定效应与投资心理 // 29

第一节 锚定效应的心理与行为分析 // 31

第二节 投资决策中的锚定效应 // 35

第三节 案例分析与探索实践

——“文革”系列收藏品投资中的锚定效应 // 42

复习思考题 // 44

### 第三章 心理账户与投资心理 // 47

第一节 心理账户的心理与行为分析 // 49

第二节 投资决策中的心理账户 // 56

第三节 案例分析与探索实践 // 71

复习思考题 // 78

### 第四章 沉没成本与投资心理 // 79

第一节 沉没成本的心理与行为分析 // 81

第二节 投资决策中的沉没成本 // 89

第三节 案例分析与探索实践 // 92

复习思考题 // 98

**第五章 过度自信与投资心理 // 99**

- 第一节 过度自信的心理与行为分析 // 101
- 第二节 投资决策中的过度自信 // 106
- 第三节 案例分析与探索实践 // 112
- 复习思考题 // 120

**第六章 后悔厌恶与投资心理 // 121**

- 第一节 后悔厌恶的心理与行为分析 // 122
- 第二节 投资决策中的后悔厌恶 // 131
- 第三节 案例分析与探索实践  
——现实生活中后悔厌恶的表现分析 // 142
- 复习思考题 // 146

**第七章 框定偏差与投资心理 // 147**

- 第一节 框定偏差的心理与行为分析 // 148
- 第二节 投资决策中的框定偏差 // 162
- 第三节 案例分析与探索实践  
——框定偏差的影响因素分析 // 169
- 复习思考题 // 171

**第八章 代表性偏差与投资心理 // 173**

- 第一节 代表性偏差的心理与行为分析 // 176
- 第二节 投资决策中的代表性偏差 // 187
- 第三节 案例分析与探索实践  
——代表性偏差的主要形式及启示 // 190
- 复习思考题 // 203

# CONTENTS

## 目录

### 第九章 禀赋效应与投资心理 // 205

第一节 禀赋效应的心理与行为分析 // 207

第二节 投资决策中的禀赋效应  
——处置效应 // 226

第三节 案例分析与探索实践  
——基于禀赋效应的投资决策模型 // 233

复习思考题 // 244

### 第十章 羊群效应与投资心理 // 245

第一节 羊群效应的心理与行为分析 // 247

第二节 投资决策中的羊群效应 // 260

第三节 案例分析与探索实践 // 271

复习思考题 // 283

### 参考文献 // 284



## 第一章 自我控制与投资心理

《庄子·齐物论》中有这样一个故事：庄子有一次做梦，忽然发现自己变成了一只蝴蝶，但是他醒来之后，思绪却陷入了长久的迷糊之中：“不知周之梦为蝴蝶欤，蝴蝶之梦为周欤？”（即不知道是庄子梦中变成了蝴蝶呢，还是蝴蝶梦见自己变成了庄子？）这就是十分著名的“庄周梦蝶”。唐代大诗人李白还创造性地将这一典故写入了自己的诗中：“庄周梦蝴蝶，蝴蝶梦庄周，一体更变易，万事良悠悠。”

庄周作为中国古代最为著名的思想家之一，早在两千多年前就提出了这样一个让人困惑至今的哲学命题：我是谁？谁又是我？我是如何控制自己的？而自己的心态、感知，又受到什么因素的影响而不断变化？

20世纪美国哈佛大学教授梅奥(G. Mayo)在西屋电气公司的霍桑工厂做过这样一个实验:调查研究工厂的照明条件、环境质量、工人的休息和作业时间、工资形态等条件的变化,与工人的自我控制与作业效率的变化有着什么样的关系。

实验研究的结论是:生产效率的决定因素并不是工作条件,而是员工自己的情绪。而这种最终控制人的心态与劳动生产的情绪,主要是由车间内的综合环境以及人际的相互关系所决定的。据此梅奥指出:人并不是传统意义上人们所认为的“经济人”,而更应该是一种“社会人”,需要很好地进行自我控制。工人们所需要的不仅仅是报酬和休息,更需要一种让人觉得满足的心理感受,其中包括了慰藉、安全感、和谐、归属感等诸多情感。只有这种综合的条件获得高度的满足,工人们才能够发挥出很大的劳动积极性,生产效率才能得以大幅度地提升。这就是非常著名的“霍桑实验”。

上述两个故事一古一今、一中一外,所要体现的含义都是有关人类如何看待自己、如何认识自己并发挥自我的主观能动性的。这正是本章所要详细讨论的内容。

## 第一节 自我控制的心理与行为分析

### 一、自我控制的基本内涵

所谓“自我控制”(self-control)是指:控制自己的情绪,并能够在保持理性的前提下,对各种事件作出自认为最合理、最有利的判断和决定。具体到证券投资市场上,每一个投资者都有自觉的“自我控制动机”:渴望能够使自已把握住局面,以有效应对瞬息万变的交易市场,不要让自己成为市场博弈中的“输家”。

著名的投资心理学家泰勒(Thaler)和谢夫林(Shefrin)早在20世纪80年代就发表专著,对于“自我控制”作出如下表述<sup>①</sup>:在每个人的内心深处都存在理性的部分,我们可以将其形象地称为计划者或者导航者(leader),同时也存在着原始的情绪冲动的非理性部分,我们称之为实施者或者代理者(substituter)。虽然计划者的意愿能够在开始的计划过程中以及所制定的买卖契约中得到贯彻和体现,但实施者的实际操作仍将在很大程度上影响到个人的决策行为。他们认为,投资者从内心深处认为自己是能改变所处境遇的导航者,但在实践中,计划者会在与实施者的对抗中处于劣势,换言之,投资者并不能很好地做到自我控制。

### 二、自我控制的认知偏差

一般而言,投资者的终极目标都是要最大限度地获取收益。为了达到这个目标,其途径也无非是通过调查研究、技术分析以及在适当的时机作出合理的行动决策并付诸执行。然而在实际操作过程中,十有八九会出现与“理想化”预期不相符的认知偏差。投资心理学研究表明,对于人类而言,其本性中都在不停歇地试图尽可能地解决客观感受与主观思维之间的冲突和不协调。所有的人都试图最大限度地支配自己和周遭的环境。但事与愿违,世界从不轻易地以个人的意志为转移。于是,一种未能

<sup>①</sup> Richard Thaler, Hersh Shefrin. An Economic Theory of Self-control. Journal of Political Economy, 1989.

实现的控制欲就会对个体的心理造成比较大的负面效应,具体包括:悲观失落、对现实把握能力的削弱、对损失的厌恶与恐惧等。一旦人们意识到原本很有信心的“自控能力”正在不断减弱和消失,这种令人不适的感觉就会迅速蔓延到其日常生活的方方面面,让人感受到生活的痛苦与压抑。

自我控制的认知偏差具体表现为以下三个方面。

#### (一) 风险过分规避 (risk averse)

这里并不是传统投资学中所谓的风险偏好,而是指投资者违背自身的风险偏好,过分远离可能造成损失的所有风险。传统投资学认为人们在投资过程中,普遍存在风险厌恶的倾向。而投资心理学研究表明:人们的风险偏好并不是固有不变的,其在很大程度上取决于个体意识中自我控制能力的大小。

例如,工程师老王几十年工作勤勤恳恳,工资节余全部存入了银行。前两年周围的同事纷纷投身股市,做起了“股民”,而他觉得自己的投资理财能力十分欠缺,始终不涉足股市。近来,出国留学攻读经济学的儿子学成归来,经过一番分析后认为现在的中国股市是一个具有很大投资潜力的市场,建议老王拿出几十年的辛苦钱“转战”股市。老王自身对于“炒股”可谓一窍不通,但他还是毫不犹豫地取出存款,让儿子代为投资操作。

事实上,老王对于投资股市的心态转变过程就非常典型,刚开始时他认为自己无法控制炒股所带来的风险,于是选择了回避;之后因为相信儿子的专业能力,这提升了其针对股市风险的控制能力(他认为儿子是经济学方面的内行人,有能力抵御风险赚取比银行存款更多的收益),于是老王转变成为一个并不规避风险,甚至是爱好风险的投资者。在此我们应意识到,并没有任何事实能够证明老王的儿子就一定能很好地控制风险获取投资收益,但基于对儿子的信任,基于一种对风险控制能力的盲目判断,老王对于股市风险的偏好态度来了个180度的大转弯。这一例子很好地说明了人们对待风险的态度是很容易根据某些因素的变化而发生极大改变的。

然而不幸的是,老王的儿子没有能够给他带来预期的回报,反而亏损了一部分本金。可想而知,老王的心情糟糕至极,他甚至宣称一旦“割肉”,将永不踏足股市。显然,他不但回到了原先的风险厌恶状态之下,甚至是有过之而无不及。这也就是所谓的自我控制的认知偏差所导致的风险过分规避。

可见,风险过分规避是由自我控制不足所造成的,其规避程度将由自我控制不足的因素所决定。即所投入的资金量越大,事后偏差效应也越大,尤其是在投资遭受损失的时候体现得尤为明显;在此之后将会保留“后悔厌恶”的心态,并意识到自控能力的下降,在将来的类似事件上,风险规避的倾向将体现得更为明显。

## (二) 控制幻觉(control illusion)

当投资者自信满满地认为“一切尽在掌握”(但事实上却并没有能力控制)时,就会出现这种感觉。这是一种与金融市场相关的非常重要的现象,因为在金融市场上,交易之所以能够达成,就是因为不同的参与者各自拥有不同的预测值及对这些预测值的信心。在市场上,只有交易一方坚定地认为价格将会上升,而另一方坚持相反的观点时,才能够达成一笔交易。如果大家都没有自我控制的信心,无法辨别到底市场趋势如何,那市场观望气氛就会很浓,所能达成的交易就会很少,市场也就会变得很冷清。然而,如果人们因为自我控制的认知偏差导致出现控制幻觉,那就很可能低估市场风险。

例如,投资者张先生在过去一段时间内,每笔交易都被市场证明其判断是正确的,他因此幸运地获得了一定的收益,于是他产生了过度自信的骄傲情绪,开始高估自己的投资能力,此时的控制幻觉就会导致他不断加大投资规模,使他无法冷静地作出决策,即使在市场发生“牛熊”反转,应该及时抽身退出时他还是去冒险,最终被“套牢”而无法自拔。

一般而言,当控制幻觉被施加到对事件的预测上时,最容易产生“过度自信”,而过分相信自己的能力则将会导致个体感知产生偏差(本书有专门的章节介绍“过度自信效应”)。导致控制幻觉发生的具体因素<sup>①</sup>如下:

1. 代表性偏差(representation)。绝大多数的投资者都相信,自己对于某样事物的控制程度越高,他就越能够对这个事物产生其想要的影响。然而,当个体代表性偏差一旦幸运地接连成功了几次,基于这种惯性思维方式,他就会百分之百地坚信事物完全在自己的控制之中。可见,代表性偏差为自我控制幻觉提供了确凿的证据(Abramson 和 Alloy, 1980)。

2. 自我成就归因偏差(self-esteem serving attribution)。人们普遍存在

<sup>①</sup> Langer, Ellen J. The Illusion of Control. Journal of Personality and Social Psychology, 1975.

着这样一种归因倾向,即成功的事情都归于自己的功劳,而失败则由他人或者某些客观因素所造成。在证券市场上,投资者的这种归因偏差现象就表现得尤为明显。总之,没有一个投身到股市中的人承认自己不具备投资的天赋,然而在具体的交易之后,如果有人取得了成功,他就会当然地认为这是因为自己投资手段高、技术分析能力强、把握时机很准、挑选股票的眼光独到等;可是,一旦投资失败,他便会不自觉地将责任推卸到诸如大盘掉头、基本面不好、负面消息的突发影响等原因上去。甚至会自我安慰:“股票买卖其实还不是碰运气么,这次亏了仅仅是因为自己这两天运气不好罢了……”

3. 浅尝辄止偏差(learned carelessness)。这是指投资者一旦拥有一系列成功的投资经历之后,他就会处在一种自以为掌控一切的幻觉中,从而不再顾及市场风险,贸然踏入更大的风险中去(Frey 和 Schulz - Hardt 等, 1996)。在著名的巴林银行倒闭事件中,交易员里森(Leeson)在出事之前曾被业界称赞为“明星交易员”,他长期操作股指期货曾为巴林银行带来相当丰厚的利润,但正是因为长时间的成功,让他变得越来越骄傲自大,视风险为无物,在遭受一系列损失后把一个窟窿越填越大。最终,一个曾被同事称为拥有“点石成金”能力的人,就这样在与日俱增的漫不经心和妄自尊大中,将拥有百年历史的老牌英国投行巴林银行毁于一旦。

4. 有效性偏差(availability bias)。人们普遍存在着这样的记忆规律,越早发生的事情往往记得越模糊,越不幸的事情更是被人们选择性地遗忘。在投资过程中,这种情况也体现得尤为明显,伴随着事件有效性的逐步下降,事件的重要性也随之下降。损失发生后的时间间隔越长(在记忆中越不引人注目),风险评价对投资决策的影响就会越小,而这种自我控制上的偏差会直接导致在以后的投资过程中交易风险被不断地放大。

5. 事后诸葛亮偏差(hindsight bias)。这个偏差是指人们通常容易高估自己对客体的了解程度。例如,投资者几乎都有这么一种经历,自己曾经看好某只股票,但因为资金或者其他一些因素而没有实际购入。也许过了几天该股票确实有一定程度的上涨,于是投资者内心会涌现出这样的想法:“哎哟!我就知道这个股票有戏,怎么上次就没有买进呢?”事实上,没有谁能够准确知道股价究竟会发生怎样的变动,只是当我们在回首的时候,才发觉自己曾经预感到它将要上涨。反之,如果这个股票过了几

天跌去了10%，我们会更有理由说：“哈哈！还好我有先见之明，没有买进，一直看跌真是明智哦。”这就是典型的事后诸葛亮偏差。“后见之明”帮助投资者构建起了一个对过去决策似乎是永远合理的事后法则，使其对自己的决策能力感到自豪。由于人们在潜意识中不愿意承认自己对某股价波动几乎没有控制能力，倾向于认为自己实际上在当时就知道将要发生的一切，因此事后诸葛亮偏差也被丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）称为“回顾性控制幻觉”（retrospective control illusion）。受到这种事后诸葛亮偏差效应影响的投资者，会不适当地将以前的一些类似情形套用到当前的事件上。例如：张先生手中持有某ST股票A。以前该股票曾有过涨停，而张先生过早地卖出了该只股票，可它又连续不断地在几个交易日内被封涨停板，张先生少赚了不少钱，懊悔不已。因此，当它再一次涨停时，张先生便会毫不犹豫地坚定持有，坚信它会像以前那样继续疯长，可事实却是该股票为报复性反弹，继而掉头向下一泻千里，张先生再一次受到严重损失。可见，这种认知上的偏差具有以下两方面的危害：其一是它会让人产生过度自信，会助长投资者产生事情是可预测的错觉；其二是投资者在股票下跌之后，基于这种认知偏差会责问那些股票分析师们：“为什么你们作为专业人士也不能在下跌前事先发现风险，从而给出卖出股票的警示呢？”事实上，股市有风险，没有一个人敢说自己的判断和预测是永远正确的，而这种认知偏差不但导致投资者遭受损失，也会使得相关的从业分析人员在作出判断时，其客观性受到影响。

### （三）失去控制（loss of control）

投资心理学家米勒（Miller）和诺曼（Norman）早在20世纪80年代，就曾做过许多涉及自我控制的心理实验，主要研究的是失去控制现象。即某个人一开始非常坚定地认为自己有能力控制某特定的事件或情形，或者至少能够对其施加非常强烈的影响，但之后，事物的实际发展进程已完全不受其约束或与预测不符，直至最后此人必须承认其根本不能进行其所谓的“控制”，这时，一些自尊心较强而抗压能力又相对较弱的投资者就会产生这种“失去控制”的现象。失去控制将会导致人们体会到严重的挫折感，不确定性折磨着人的思维，进而使人产生抑郁、害怕甚至恐慌，无法理性地作出决策。

米勒和诺曼两位学者分析了投资者在产生“失去控制”状态之后，可

能存在的三种反应<sup>①</sup>：

1. 投资者会转而过分依赖那些似乎能够控制情形、把握局势的“专家”，比如某著名经济分析师或者股评家。Schachter 等人在一项调查研究中发现：当股市处于上升通道中时，那些著名股评家关于金融市场目前与未来发展的观点对投资者的行为仅有很小的影响。大牛市中似乎人人都能赚钱，人人都是“杨百万”，自然没有人会既耐心又虚心地去听专家建议。但当股市处于下降通道时，专家们就立刻变得受欢迎起来，其言论会产生较大的市场影响。换言之，这个时候的广大投资者普遍遇到失去控制的问题。

2. 投资者会努力去寻找与自己具有相似观点的人群。因为人群中的相同观点会让人产生有效性幻觉，这种幻觉有助于提升投资者的自信心，恢复投资者以往的控制感。中国古时候有个“三人成虎”的故事：

某人某日于家中独坐，忽然门外跑来一邻人，大呼曰：“城内大街上不知道从哪里跑来一斑斓猛虎，正朝这边跑来。”某人大笑：“城中安得有虎哉？”须臾，门外又路过一相识之人，对其曰：“城中有虎。”某人仍然不信，但心中也已开始有些犹豫。再者，当门外又跑过一个陌生路人，边跑边喊“有虎”之时，此人也开始相信真有老虎出没，于是也跟着一起逃命去也。

可事实上，热闹的县城又不比那荒郊野地景阳冈，哪里真会跑出一只大老虎呢？这个故事能很好地反映现在的股民心态：一个人说要跌，你不屑一顾，坚决做多；五个人说要跌，你心中开始升起疑问，于是持币观望；当整个交易大厅一片“唱空”声时，你十有八九也就跟着“坚定看跌”了。

又如，尽管之前的股价走势与你的预测相去甚远，让你甚为灰心，但是如果进入一个集体环境中，你突然发现还是有人认同你的判断，那么你就会好像抓到一根救命稻草般兴奋，因为你认为这么多人不可能都犯错误，于是你就不再感到孤单。然而请注意，整个股市可不会因为你个人的情绪和心态而改变运行，它该涨还是会涨，该跌还是会跌，控制感仅仅是一种你个人的内心感觉，它根本不是“金手指”或者“魔术棒”，不会那么容易就让你赚到想象中的“大钱”。

3. 如果投资者接连不断地出现判断失误，备受打击，并且得不到重新

<sup>①</sup> 乔齐姆·高德伯格. 行为金融. 中文版. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.



获得控制的感觉,就有可能变得非常紧张而心态失衡。在这种紧张和压力之下,人的情绪会变得愤怒、烦躁,既可能因头脑发热而作出非理性行为,也可能因一蹶不振而彻底退却,甚至产生抑郁、悲观的心理。

总之,失去控制是一种结果性的反应,我们应该尽力避免这种不良心态的出现。如何才能不被这种不良情绪所困扰,问题的关键在于决策初期的“自我控制”,即在开始的时候就不断提醒自己应该冷静,不要过度自信,尽量科学理性地分析形势作出投资决策。只有这样,我们才能最大限度地做到对自身财富的有效保值和增值。换言之,只有清楚地认识自我,才能科学决策,快乐理财,从而获取精神和物质上的双丰收。

### 三、自我控制的偏差效应——皮格马利翁效应

“自我实现的预言”(self-fulfilling prophecy)一词,最早出现于心理学家罗伯特·默顿(Robert Merton)的著作之中。用默顿的话说:“起初,自我实现的预言是指由情况的错误定义所引发的一种新行为,这种新行为使得最初的错误概念变成了真实的情形。自我实现预言的外在效果是使得错误的盛行得以延续,因为预言者会引用真实的事件进程来证明他从一开始就是正确的……这就是社会逻辑意义上的反常之处。”

早在1968年,罗森塔尔和雅各布森两位学者就发表过一篇著名的研究报告,其主要内容就是关于自我实现预言方面的实验研究。在该研究中,两位学者做了如下极具典型意义的实验:他们找到一些在小学教学的普通教师,然后向其提供了许多关于班上学生的各方面诊断性信息,在这些信息中,他们有意反复提供了一种强烈的信息暗示,告知这些教师在班中约有20%的学生拥有相对较大的智力优势,将会在未来的学业中获得长足发展。

18个月后,两位学者又一次找到这些学生,并对其进行IQ测试。结果发现,无论是学习成绩还是智商发展,那些20%范围内的孩子都远比其他学生长进得快,这个所谓的“有优势的”学生群体,在18个月之后被研究表明确实高人一筹。但是请注意,在最初的时候,他们仅仅是被“随机”选择出来的。换言之,两位学者从一开始,给出的所谓“强烈的信息暗示”,事实上并无任何的科学依据,纯属误导。那么,为什么一开始只是被“随机”选出的普通孩子,在经历了短暂的18个月后竟真的成为相对优秀的一个群体呢?很显然,原因在于教育他们的教师给予了这些学生以更