

股市有风险 ■ 投资需谨慎

证券投资中的 心理偏差和五力宝典投资分析

PSYCHOLOGICAL BIAS IN SECURITIES INVESTMENT AND
INVEST ANALYSIS OF FIVE POWERS BIBLE

王冀宁 编著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

股市有风险 ■ 投资需谨慎

证券投资中的 心理偏差和五力宝典投资分析

PSYCHOLOGICAL BIAS IN SECURITIES INVESTMENT AND
INVEST ANALYSIS OF FIVE POWERS BIBLE

王冀宁 编著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资中的心理偏差和五力宝典投资/王冀宁编著. —北京: 经济管理出版社, 2014.12
ISBN 978-7-5096-3482-0

I. ①证… II. ①王… III. ①证券投资—投资分析 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 265995 号

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 瑞 鸿

责任印制: 黄章平

责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 10.5

字 数: 146 千字

版 次: 2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3482-0

定 价: 39.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序

在纷繁复杂的股票市场上，到底如何才能盈利？如何才能年复一年保持恒久的盈利？如何能在市场重大风险到来时有效地规避风险？这些都是萦绕在投资者脑海中的问题。影响股票涨跌的因素有很多，包括宏观经济、微观经济、企业的产品技术管理、个股和大盘的技术走势、股票估值的高低等，更重要的是，每个投资者自身的心理偏差和交易行为也是至关重要的因素。

笔者在 2000 年学习金融工程时有幸接触到行为金融学，并对 2 万余名个人投资者的心理偏差和投资行为及其投资绩效进行了研究，以此为依据，完成了博士论文《中国个体投资者行为研究》。在理论探索的基础上，笔者尝试将行为金融学中投资者心理偏差的分析，结合宏观经济、微观经济、股票估值、技术分析的相关指标，研究出一套比较可行的股市分析系统，定名为“五力宝典投资模型”，即从宏观经济、微观经济、估值、技术和心理五大方面，综合研判 60 个左右的指标，对股票市场总体格局和个股进行研究，选股结果用五星指标来显示。从 2011 年 6 月至 2014 年 10 月，笔者在东方财富网建立了“王博士侃股”博客 (http://blog.eastmoney.com/wangjining/bloglist_0_1.html)，历经 3 年半的时间，撰写了大量的博文，内容有周评、日评、杂评、图解等多种形式，发现此模型基本能反映股市的走向，选股的成功率较高，能取得比较好的投资收益，博文受到了读者的支持和鼓励，因



此，笔者将上述研究内容整理成此书，以飨读者。

证券投资中的心理偏差来源于行为金融学，指的是由于个体投资者在信息收集、加工与处理能力方面具有一定的局限性，而在投资中产生一定程度的心理偏差。1979年，两位美国行为科学家卡尼曼和特沃斯基针对投资者心理决策过程建立了“期望理论”，发现投资者的投资行为呈现有限理性特征，投资者在面临不确定的条件下，常常以经验法则或直觉作为决策依据，在股票投资决策中存在种种心理偏差，投资群体的心理偏差和有限理性行为时常会导致股票价格偏离理性，出现股价的“异象”（异常现象），最终引发股票市场的震荡，对投资者的财富造成损失。

本书首先阐述了投资者心理偏差的各种表现形式，然后详细介绍了“五力宝典投资模型”的指标体系及其运用，最后用博文作为案例，详解“五力宝典投资模型”的实战操作。本书的编写历时数年，其间恰逢笔者给2010级、2011级、2012级和2013级的数十位硕士研究生开设《金融理论与金融前沿》课程，同学们在课程学习之余，也参与了收集数据和案例，为本书的编写贡献很多，因学生人数众多，不一一赘述，在此对他们的辛勤工作表示诚挚的谢意！

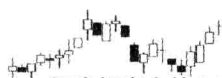
笔者用行为金融学的投资者心理偏差分析和“五力宝典投资模型”来研判股市行情，算起来已有14年的时间了，总体感觉此方法是比较灵验的，但仍有很多地方亟待修改完善，因此，笔者将来打算把“五力宝典投资模型”研制成计算机专家决策软件系统，通过电脑的自动判断，最大限度地去除人为的干扰因素，并建立网站每日发布五力五星评价结果，希望对广大投资者有所帮助。

王冀宁

2014年9月于石城金陵

目 录

第一章 股票投资中的心理偏差概述	001
第二章 投资者对于市场价值判断的心理偏差	013
第一节 政策性依赖偏差	013
第二节 暴富心理	019
第三节 情感依托	023
第四节 赌博心理	028
第三章 投资者对股票信息分析的心理偏差	033
第一节 可得性偏差	033
第二节 框架效应	040
第三节 分离效应	044
第四节 锚定心理	049
第五节 代表性偏差	054
第四章 牛市中投资者最易犯的心理偏差	059
第一节 过度自信	059
第二节 追涨式“羊群行为”	067
第三节 处置效应	071
第五章 熊市中投资者最易犯的心理偏差	077
第一节 过度恐惧	077
第二节 杀跌式“羊群行为”	082



第三节 损失厌恶	085
第六章 平衡市中投资者最易犯的心理偏差	091
第一节 后见之明	091
第二节 保守性偏差	096
第七章 五力宝典投资模型的应用	101
第一节 五力宝典投资模型介绍	101
第二节 五力宝典投资模型选取的宏观经济指标	102
第三节 五力宝典投资模型选取的微观经济指标	106
第四节 五力宝典投资模型选取的估值指标	110
第五节 五力宝典投资模型选取的技术指标	114
第六节 五力宝典投资模型选取的心理指标	118
第七节 五力宝典投资模型的五星决策标准	118
第八章 案例分析	121
第一节 牛市中五力宝典投资模型分析博文	121
第二节 熊市中五力宝典投资模型分析博文	137
第三节 平衡市中五力宝典投资模型分析博文	141
第四节 五力宝典投资模型的个股诊断及日评分析博文	147
参考文献	155

第一章 股票投资中的心理偏差概述

对证券投资者真实的投资决策行为、投资者在投资决策活动中呈现的心理特点、交易行为对证券价格的影响及在不同行为特质驱动下投资者的决策活动效率等方面进行研究，是一项十分新颖而又极富挑战性的工作。长期以来，传统经济学研究通常将人看作经济人或理性人，即能根据未来的价格变化和对未来风险的估计而对自己的决策行为进行最优化，然而，在现实的金融证券市场活动中，大量有悖传统金融理论的异象（Anomalies）引发了经济学家、金融学家、心理学家、社会学家和其他行为科学家的关注和进一步探索。诺贝尔经济学奖得主西蒙（Simon）最早提出投资者“有限理性”的观点，Slovic（1977）研究了人类判断的心理学及其对投资决策的影响。

一、股票投资者的认知偏差及有限理性行为的发现

心理学研究发现：每一个投资者开始投资时总是试图进行理性投资，并希望规避风险。但是，当市场出现种种不确定因素时，投资者发现自己有限的能力和认知水平无法把握未来投资行为的可靠性，投资者就会向政策的制定者、媒体、专家或自己的感觉、经验等寻求心理依托。投资行为的前景越不明朗，投资者的心理依托感就会越强烈，人类特有的认知偏差的弱点就会显现，即尽管投资者作为心理健康且具备良好思辨能力的正常人，仍有可能出现认识上的偏差，从而产



生种种不理智和冲动的行为，这就是投资者存在的认知偏差（Cognitive Bias）。

随着行为金融研究的不断深入，越来越多的投资者决策行为特征不断被揭示出来，这些发现也进一步验证了投资者存在的有限理性（Bounded Rationality）交易特征及传统金融理论所存在的瑕疵。经过检验发现：投资者除具有 Kahneman 和 Tversky 提出的三类行为特征外，还存在以下三大类典型的有限理性决策行为特征：

1. 心理账户（Mental Account）效应

即每个投资者会根据自身设定的参考点制订一个决策方案（Kahneman 和 Tversky, 1984），或是投资者在对未来投资结果不明确的前提下，将个体决策分成几个不同的心理账户，各账户采取独立的投资之道（Thaler, 1985）。Shefrin 和 Statman（1994）的研究发现个体投资者常将自己的投资组合分成两部分：一部分为低风险的安全投资；另一部分为高风险但期望高回报的投资，即将投资决策划分为两个心理账户——安全账户和风险账户。Kahneman 和 Lovallo（1993）认为，投资者倾向一次只考虑一个决策。Shefrin 和 Statman（2000）以 PT 为基础，构建了行为投资组合理论（Behavioral Portfolio Theory, BPT），分别研究了单一心理账户（BPT-SA）和多重心理账户（BPT-MA）下的决策行为。这些心理账户很好地解释了投资者在投资安全性证券产品的同时，又追逐高风险收益的行为之谜。

2. 经验法则类偏差（Heuristic-driven Bias）

投资决策的做出依赖于既有的经验或法则，具体表现为：

（1）可得性偏差（Available Heuristic）。投资者习惯将易获取的资讯或已知的事件作为决策参考，这是由于投资者的信息获取的不完备所致（Kahneman 和 Tversky, 1984）。Shiller（2000）指出，投资者将网络的发展作为 20 世纪 90 年代美国股市兴盛的主要动因就是出自此

种偏误。

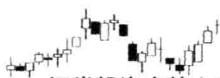
(2) 代表性偏差 (Representative Heuristic)。Grether (1980)、KT (1971, 1974) 的研究发现: 投资者倾向用过去的或相似的情况对事件加以分类, 并据此评估事件发生的概率, 在此基础上做出自己的投资决策。De Bondt (1991) 的研究显示: 证券投资者有类似赌徒谬误的偏差, 在经过 3 年的牛市后会对市场产生悲观的预期, 而在 3 年熊市后又会对市场过度乐观。

(3) 过度自信偏差 (Overconfidence Bias)。这种偏差被认为是人类所具有的最根深蒂固的行为特征, 投资者在决策时往往会过于相信自己的判断力, Odean (1998a)、Odean (1999) 通过对投资者交易账户数据的实证检验发现: 投资者基于对自身能力的过度自信, 会在抛售股票后又迅速地买进另一只股票, 而在扣除了交易成本后, 卖出股票的收益高于所买进的股票成本。这种偏差也是个体投资者高交易频率的直接动因。

(4) 锚定 (Anchoring) 和调整 (Adjustment) 效应。Kahneman 和 Tversky (1984) 认为: 投资者在评估决策行为时会受到起始定位值的影响, 且其后的调整往往也不够。Shefrin (2000) 的研究发现: 证券分析师对新信息的定位过于保守, 调整得也不及时。

(5) 后见之明 (Hindsight)。Shiller (2000) 研究发现: 投资者往往觉得自己能预料到事件的结果, 存在事后英明的行为偏误。Kahneman 和 Riepe (1998) 认为这种偏差对投资决策很有害, 使投资者高估自己的预测能力, 助长了过度自信的偏差, 会导致过度交易。

(6) 群体文化与社会认知的趋同性。Shiller (2000) 对美国大众文化情结和社会认知的研究表明: 投资者群体对网络文明的狂热导致了网络股的过度泡沫, 公众传媒对股市的聚焦引发了社会对其过分关注。这些社会认知会在特定的投资群体的决策行为中显现。



3. 认知框架 (Framing) 偏差

投资者决策时会受到情境、心态或表述方式的不同而产生不同的选择。这种决策偏差行为也有几种形式：

(1) 捐赠效应 (Endowment Effect)。投资者一旦拥有某种物品，会对其价值评估大幅增加 (Thaler, 1985)。因为投资者具有对自己投资品种珍爱和高估的倾向，易产生安于现状的偏误，即使在面临收益更高的品种时，往往也不轻易改变投资组合 (Samuelson 和 Zeckhauser, 1988)。

(2) 沉没成本 (Sunk Cost) 效应。投资者在决策时会受到沉没成本的影响，在发生未实现的损失后，仍会继续自己的投资行为，因为投资者通常不愿意接受投资遭受损失的事实，并继续追加投入，以确保沉没成本不被损失的心理 (Thaler, 1980)、(Arkes 和 Blumer, 1985)。

(3) 后悔效应 (Regret Effect) 与处置效应 (Disposition Effect)。Thaler (1980) 用 PT 理论中的价值函数检验得出：投资者有对自己决策后悔的行为，因为在 PT 的价值函数中，每下降一单位的收益所下降的效用大于原来的状况，每增加一单位的损失所产生的效用也大于原来的状况。所以，Shefrin 和 Statman (1985) 的研究认为：投资者为避免后悔，会采取继续持有发生损失的股票而卖出获得盈利的股票的处置方法。

(4) 归因理论 (Attribution Theory)。投资者决策时会将以往成功的投资归因于个人能力，而将失败的结果归咎于外在因素，Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam (1998) 用此决策心理建立了著名的 DHS 模型，来解释股价的过度反应与反应不足。

投资者可能存在的有限理性行为特征远不止这些，随着行为金融理论和心理学研究的不断深化，将有更多的投资者有限理性行为特征

被揭示出来。

二、中国证券投资者的类型及特点

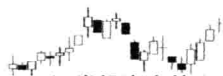
依照不同的投资群体划分，我国证券市场上的投资主体可划分为机构投资者与个人投资者两类。根据证券登记中心公布的统计数字，至 2011 年底，在沪深两个证券交易所开户数达 17316.13 万户，其中个人投资者占 99.5%，机构投资者占 0.5%，整个投资者群体呈现如下特征：

(1) 在投资群体中，个人投资者占绝对多数且高度分散，这与国际上投资群体结构化的趋势相反。尽管中国证监会努力在推进超常规发展机构投资者，但在短期内，证券市场仍将是散户占主导的市场。反观美国证券市场，至 1995 年，投资基金已达 5000 多家，甚至超过股票的数量（见美国证监会主席亚瑟·莱维特 1999 年 5 月 19 日演讲）。

(2) 弱势群体占很高的比例。据我们在 2001 年 7 月的调查显示，40 岁以上的投资者占被调查者总数的 49.42%，30 岁以下的投资者仅占被调查者总数的 21.78%，投资者队伍呈老龄化。投资者以工薪阶层为主，68.56% 的投资者的主要家庭收入来源于工资，入市资金额在 10 万元以下的中小投资者占被调查者总数的 44.92%，个人投资者群体抗风险能力不强。

(3) 缺乏相应的投资知识及技能。我国证券市场的设立只有 20 年的历史，相比美国证券市场 140 年的发展过程，无论是市场的成熟度、经验与教训的积累、数据的积累还是投资者教育与保护均远远不够。各级学校中除了大学财经院系外，基本上没有开设专门的投资理财的系统教育，投资者总体的投资知识很不系统，投资水平比较低。

(4) 短期投机的操作理念成为主流。基于各方面的因素，我国证券投资者中长期投资的比例偏低，而短期投机的比例很高，与其他成



熟市场相比，换手率居高不下，这种现象反映我国证券市场短期投机气氛较重，风险较大。

(5) 投资者的自我保护意识和风险防范能力较弱。由于我国证券市场的制度建设和与之配套的法制建设尚处在不断完善又相对滞后的状态，市场的各种违规现象层出不穷，对弱小的中小投资者群体易造成严重的伤害。

从机构投资者的构成来看，我国机构投资者的分类如表1-1 所示。

表 1-1 我国证券投资机构分类

编号	名称	行为特点
1	证券经营机构	全国约 120 余家，除收取交易佣金外，还可开展股票自营，中长短线结合
2	投资基金	分为开放式、封闭式两种，现已达 50 家，多元化组合投资为主
3	企业（上市公司等）	利用自有或借贷资金，以委托理财、直接投资等为主，短期投资居多
4	保险基金	各保险公司的资金进入证券市场，以中长期投资为主
5	社会养老保险基金	以社会养老保险基金结余部分投资股市，以中长期投资为主
6	私募基金	以大量的民间游资、短期投资为主，流动性和风险大
7	外资	海外资金利用在内地的独资、三资企业入市，以短期投资为主

三、我国个体证券投资者的认知偏差的发现

我国个体证券投资者的交易行为具有明显的过度反应倾向，这种状况的深层次的原因是投资者存在的种种认知偏差，投资者的这些有限理性的投资行为会导致证券市场对信息或政策的反应超过应有的幅度，其市场特征为突出的“政策市”、“消息市”、“庄家操纵”、“从众跟风”、“羊群效应”等痕迹，往往会通过投资者群体的信息传导机制引发市场的反馈放大效应，从而使股市震荡加剧，广大中小投资者的损失加重，也使大量的“噪声交易者”和“内幕信息交易者”有机可乘，牟取暴利，加剧了证券市场的波动性，导致市场风险的放大。我国投资者存在的认知偏差主要有以下 10 种：

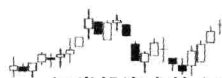
(1) 过度自信 (Over Confidence)。投资者往往过于相信自己的能力，高估自己的成功机会，在实际投资活动中表现出过度频繁交易。从交易频率调查结果来看，个人投资者交易的频率较高。其中每天均有交易，每周、每月交易 2~3 次的投资者占被调查者总数的 79.36%。该比例远高于美国证券业协会 (Security Industry Association, SIA) 2000 年度对美国投资者调查的统计结果。据 SIA 调查，2000 年全美有 60% 的投资者全年交易次数低于 6 次，这反映我国投资者短线投机倾向比较浓厚。

(2) 过度恐惧 (Over Dread)。当投资者受到侵害或遭受损失时，大部分投资者会有恐惧感，尤其是在媒体或股评人士推波助澜的情况下。这种心理状态也基本符合国外投资者行为研究所揭示的投资者群体内的信息传导效应和环境压力因素对投资者行为产生的趋同和放大现象。调查表明：82.75% 的被调查者存在恐惧心理，其中 57.06% 的投资者经常有恐惧感，这种恐惧感导致投资者在非理性情况下做出错误的决策。

(3) 庄家情结。43.35% 的被调查个人投资者认为股票价格是由庄家决定，这一方面反映出我国证券市场庄家行为的有恃无恐，另一方面也反映出投资者认识的一个重大误区，即将自己的投资决策寄托在虚无的庄家身上，而忽视对决定价格的本质因素的研究。

(4) 损失厌恶 (Loss Aversion)。指相对于收益，投资者过分看重损失，国外投资者行为研究证明：在大多数情况下，人们通常将损失等同于 2 倍的收益。调查显示：我国的投资者同样具有此类认知偏差，仅有 10.06% 的投资者在股票被套时会采取及时止损的策略，而绝大多数投资者则绝不割肉，被动等待，最后当持续下跌时，许多投资者又会在过度恐惧感的支配下而斩仓出场，从而加剧了市场波动。

(5) 保守性偏差 (Conservatism Bias) 及维持现状偏差 (The Status



Quo Bias)。投资者对新生事物或新的信息反应不足，安于现状，缺乏接受新挑战的勇气，哪怕新事物会带来巨大的收益。最典型的调查结论是：尽管有超过 90% 的投资者认为网上交易具有方便、速度快、无时间空间限制、交易成本低的优势，但 70% 以上的投资者通常去营业部交易，仅有 7% 的投资者使用网上交易，50% 以上的投资者对新的交易方式采取观望或不接受的态度。

(6) 赌博与投机心理 (Gambling Behavior and Speculation)。投资者虽然有时会有损失厌恶心理，但为寻求更高的收益，也会采取冒险投机行为。从问卷调查统计中发现：有 79.64% 的投资者认为庄家的存在是合理的，超过 50% 的投资者有追高的投机倾向。

(7) 选择性偏差 (Representative Bias)。投资者将事物划分为有代表性的几类，然后在对事物评价时，会过分强调这几类的重要性，而忽略其他事物。问卷调查中表现得最典型的是大多数投资者最看好绩优蓝筹股和科技股，其依据是以往的表现和业绩，但过去的表现和业绩未必代表将来的成长性。

(8) 偏好股票的差价及送红股，而轻现金红利的心理。研究表明，大多数投资者投资股票的目的是赚取差价和得到红股而非红利，这固然有我国上市公司红利回报差的原因，但这种认知偏差无疑也导致了投资者短线投资之风。

(9) 对政策的依赖性偏差。调查显示，近 90% 的投资者认为政治经济因素及证券市场政策法规因素对其投资决策的影响最大，这说明投资者对政府和政策存有过分依赖的心态，这种认知偏差会使投资者对政策信号经常人为地放大。

(10) 暴富心理偏差。投资者迫切希望尽快获得丰厚的投资回报而将风险的回避放在次要的位置。调查发现，虽然有 60% 以上的投资者在 2000 年取得了远高于银行利率的投资收益，但仍有 70% 以上的投资

者对自己的收益不满。

上述认知偏差，有的在国外的研究中已有发现，有的则具有“中国特色”，它们对投资者行为的交互作用，导致个体证券投资者的交易行为呈现有限理性的特征，如图 1-1 所示。

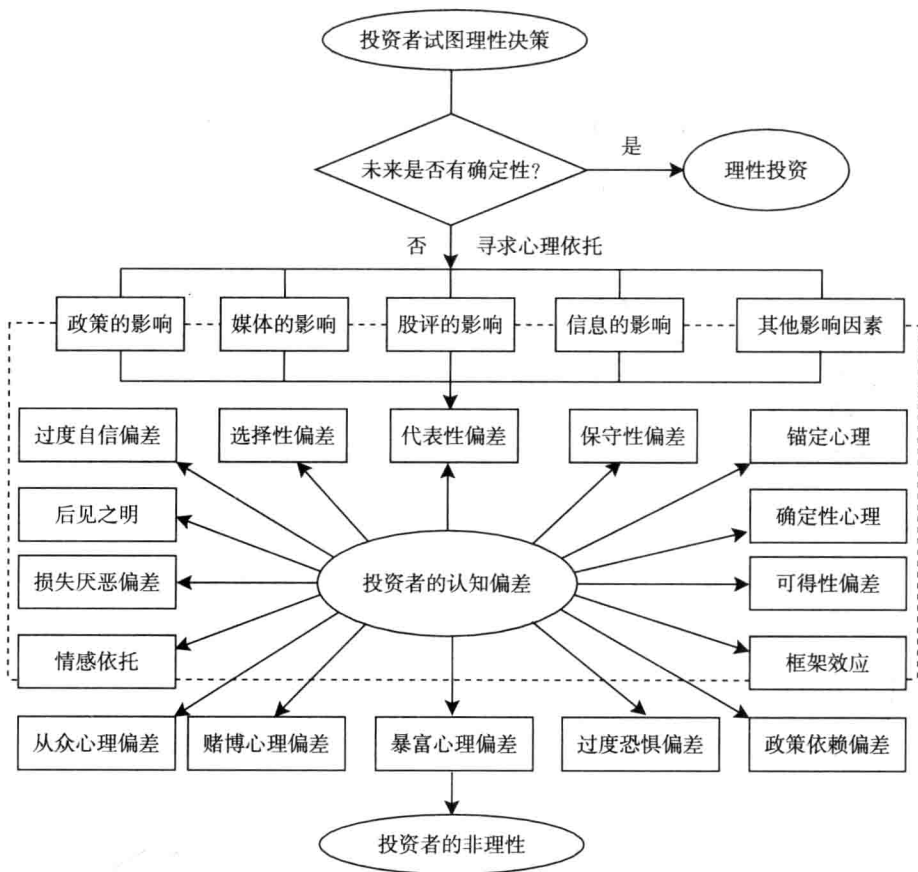


图 1-1 投资者心理及行为变化

“有效市场假说”认为，在金融市场的竞争过程中，理性投资者总能抓住每一个由非理性投资者创造的套利机会，使得非理性投资者在市场竞争中不断丧失财富，从而最终被市场淘汰，因此，证券市场的投资行为是由理性投资者主宰的。但是，行为金融学的研究成果显示，当投资者进行投资决策时，并不总是以理性的态度做出投资决策，其



心理因素会随着外界环境的变化而发生微妙的改变，尤其是当证券市场面临着很多不确定性时，个体投资者知识和能力的局限决定其必须向外界寻求心理依托。人类固有的各种认知偏差必然也会在投资行为上显现，证券产品的价格也并不完全呈现理性均衡的特征。

在认知心理学看来，投资行为是一个系统的信息处理过程，包括对投资感觉的输入、变换、简约、加工、存储直至变成具体投资行为的全过程。每个阶段都是对输入信息进行特定操作的单元，在其中任一阶段对信息的理解发生偏离，都有可能導致认知偏差的产生。而投资者在计量风险和收益时会受到诸多心理因素的影响，即使心理、知识水平和行为均很正常的人也会受到环境的影响而对事物的认识产生一定程度的非理性偏离。证券投资行为会呈现出各种偏激和情绪化的特征，具体表现就是股票价格的各种“异象”（Anomalies）。

一系列实证检验结果反映：我国的个体投资者在投资行为上存在诸多的认知偏差，如“确定性心理偏差”、“损失厌恶偏差”、“后见之明”、“过度自信偏差”、“过度恐惧偏差”、“政策依赖偏差”、“暴富心理偏差”、“赌博心理偏差”、“从众心理偏差”、“代表性偏差”、“可得性偏差”、“情感依托”、“锚定心理”、“保守性偏差”和“框架效应”等。

此外，政策对我国股市及投资者的行为有显著的影响，投资者在对政策的反应上存在着“政策依赖性偏差”，而在具体行为方式上存在着“过度自信偏差”与“过度恐惧偏差”。投资者的交易频率随政策的出台与导向发生着变化，一旦利好政策出台就会加剧投资者的“过度自信偏差”，导致交易活跃，交易频率增加；而如果利空政策出台，投资者的“过度恐惧偏差”往往会超出限度，导致交易频率不断降低。投资者总是处在一种追随政策、缺乏自主投资意识的状态之中。由于投资者存在着明显的过度自信的投资倾向，因此相当多的投资者始终处于高度紧张的状态，频繁换手，希冀不断抓“黑马”，赚大钱，而长