

2013年诺贝尔经济学奖得主、  
耶鲁大学经济学教授罗伯特·席勒作序推荐

The Investors' Enemy

# 投资者的敌人

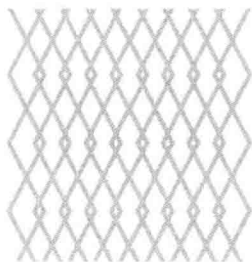
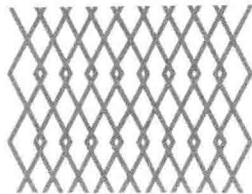
朱宁◎著

王亚伟、王江、王巍、布拉德·巴伯、陈志武、张磊、张维迎、罗伯特·席勒、胡祖六、  
哈里森·宏、特伦斯·奥丁、高西庆、威廉·戈茨曼、阎庆民、黄海洲、屠光绍、梁信军

联袂推荐



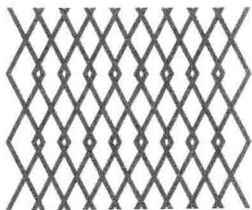
中信出版社 CHINACITICPRESS



The Investors' Enemy

# 投资者的敌人

朱宁◎著



中信出版社 · CHINACITICPRESS · 北京 ·

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

投资者的敌人 / 朱宁著. —北京: 中信出版社, 2014.2

ISBN 978-7-5086-4342-7

I. ①投… II. ①朱… III. ①投资-研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 ( 2013 ) 第 269270 号

## 投资者的敌人

著 者: 朱 宁

策划推广: 中信出版社 ( China CITIC Press )

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

( 北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029 )

( CITIC Publishing Group )

承 印 者: 北京盛通印刷股份有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 14.5 字 数: 312 千字

版 次: 2014 年 2 月第 1 版

印 次: 2014 年 2 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-4342-7 / F · 3067

定 价: 58.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

## 嘉评

The Investors'  
Enemy

---

投资者的“敌人”往往不容易发现，甚至被忽视，使得许多投资者深受其困，饱遭其扰。投资者的“敌人”既需要投资者自己识别，也需要朋友们帮忙辨认，朱宁教授就是这样一位投资者的朋友。他的新著《投资者的敌人》通过深刻的分析和生动的描述告诉我们，投资者的敌人其实来自于投资者自身！因而，树立正确的投资理念，掌握科学的金融知识，运用合理的投资手段，真正做到了解自己、了解金融、了解风险，投资者就能打败敌人。

因此，作为投资者的朋友，我愿意向投资者推荐这本书。同时，作为上海交大高级金融学院的理事长，也为我们学院有朱宁教授这样一位投资者的睿智朋友感到欣慰！

上海交通大学上海高级金融学院理事长 屠光绍

朱宁教授的《投资者的敌人》一书通俗易懂，通过大量发生在国内外金融市场的典型实例、生动故事，及有说服力的数据，解释了许多令人困惑的金融现象，揭示了金融学的一般原理，并提出了许多专业投资者和散户投资者在实践中都应该予以认真考虑的建议。

春华资本集团创始人、董事长，  
高盛银行前大中华区主席 胡祖六

朱宁教授是席勒教授的高足和行为金融学研究的先行者。本书功力深厚、理论前沿、内容丰富、案例多彩、笔调流畅，将成为行为金融学研究者、广大投资者以及对行为金融学有兴趣者的挚爱。

中国国际金融有限公司首席策略师 黄海洲

一本好看而且实用的书！作者从人性的角度道出投资者思维的偏差，用行为金融学的分析方法让我们感受到市场情绪对投资者的误导，用实际的数据显示了令人大跌眼镜的结果，最后将我们引入不得不服的结论：投资者最大的敌人就是他自己。

中国投资有限责任公司总经理 高西庆

朱宁教授是一位具有良好教育背景、研究视角极宽的学者，在本书中他尝试以行为金融学为视角研究投资风险和失败，融会贯通了公司财务、投资学、管理学、政府监管和社会心理学等诸多领域。我们知道，在信息不对称的前提下追涨杀跌，是投资最大的忌讳，但现实中却几乎永远是市场的常态。多少投资者为此损失惨重，但前赴后继者仍大有人在。本书提到：“投资者面临的最大敌人是自身和对风险的有限了解”，并诠释了风险与不确定性的区别，

可谓一语道破真谛。本书结构新颖、语言通炼、案例生动，将枯燥的投资理论娓娓道来，令人掩卷深思，值得一读。

中国银行业监督管理委员会副主席 阎庆民

本书文字简洁幽默、逻辑严密、知识系统、视野开阔、中西通达、结论简明，既吸收了各个时期的历史研究成就，又反映了当今投资界的最新理念，无论对初入门的投资者，还是对已经熟稔各类模型、理论的投资者，都有非常大的帮助。对我，阅读的过程就是系统梳理知识的过程。

我认真地读了两遍朱宁教授的书，尽管第一印象以为是给普通投资者的普及书，结果看了第一遍，几乎就摘录了上万字的笔记，体察到是作者用心写就的充满真知灼见、又浅显易懂的专业投资教材，于是欣然看了第二遍。

我以为好的学问者，就得自己真懂，还要能用最浅显的语言清晰传达出来，我窃以为作者做到了这一点。

为了提高对本书的阅读效率和加速知识把握，我的建议是，先浏览一遍目录中每个章节的内容提要部分，提要已经清晰地勾勒出作者的层层递进的逻辑，选出你急需、特别想看的章节先看，有投资经验甚或是痛苦投资失败经历的投资者也可以在章节目录上做点自己的疑问或者设问，看看是否在阅读中找到答案。

本书实际上还揭示了一个有意思、但令人深思的事实：整个市场是由自以为聪明的主动投资者和追逐平均收益的被动投资者两部分构成，被动投资者拿到了平均收益，因此主动投资者也不过就是拿到了平均收益，主动投资者收益高的幻想实际上是他们自己内部之间的对赌而已，大部分主动投资者得不到平均收益，才会造就少数人获得超越平均收益的成就。因此对个体投资者，理想的选择，

还是老老实实做个追逐平均收益的长期被动投资者，或者真的找出那些能超越平均收益成就的少数管理人。

复兴集团创始人之一、副董事长、首席执行官 梁信军

投资总是说起来容易，做起来难！也许以前你不知道，之所以是这样，恰恰是因为我们的行为偏差，让情绪和迷信主导我们的买卖决策！朱宁教授帮助我们理清这些误区，改善我们的投资业绩。

耶鲁大学金融学教授 陈志武

金融是为人服务的。它要达到这个目的，则需要对人的行为有切实的了解。而经典金融的理论、应用和技术在这方面是有所欠缺的。新近兴起的行为金融学，正是力图弥补这方面的不足。朱宁教授是这个领域的开拓者，极有建树并享有盛誉。他的这本书，不仅以深入浅出、丰富生动的风格，将行为金融学最新和核心的分析、发现和理论介绍给读者，而且密切融汇我们日常特别关心的投资和经济决策问题。尤其难能可贵的是，朱宁教授充分结合了我国现有的投资环境、选择、困惑和挑战。使人读来觉得身在其中而又其在身中，特别亲切而又深有感悟，而这正是行为金融学的真正境界。每个对投资和经济决策有兴趣的人，都会从这本书中得到丰富的启发和智慧，对市场和自己更深刻的了解，以及智力和精神上的享受。

麻省理工大学金融学教授 王江

人的行为既受理性的支配，也受情绪的支配；我们既贪婪，又无知。这就是人类犯错误的根源。减少错误的唯一办法就是不断学习，既从自己的经验中学习，也从别人的经验中学习。读一读朱宁

教授这本通俗的行为金融学著作，或许可以帮助你成为一个更理性的投资者。

著名经济学家 张维迎

金融，归根究底是人的行为。人的性格、态度、行为和立场都在冥冥之中制约甚至决定了金融过程的命运，而我们总是大而化之地寻找环境因素，这真是理性吗？

中国金融博物馆理事长 王巍

《投资者的敌人》是一面镜子，帮你认清自己，战胜心魔。

高瓴资本创始人、董事长 张磊

股市如战场，投资者需要做到知己知彼。然而知彼不易，知己更难。朱宁教授从行为金融学的角度，运用大量生动而极具说服力的例子，对市场及各类参与主体非理性行为的成因及后果作了深入浅出的阐述。阅读此书，有助于投资者走出认识误区，纠正行为偏差，在制定投资决策时理性思考，趋利避害。

国内知名基金经理 王亚伟

作为行为金融领域的专家，朱宁教授《投资者的敌人》一书是一本帮助我们了解中国投资者和金融体系的及时之作，对于全球的投资者和监管者都将大有帮助。

普林斯顿大学经济金融学教授 哈里森·宏

朱宁教授在行为金融领域做出过非常有影响的开创性研究，揭示了人类金融决策中普遍性的行为偏差。他的《投资者的敌人》一



书涵盖了行为金融的主要领域，对于投资者、监管者、企业高管熟悉金融特别是行为金融领域都有重大的帮助。

加州大学戴维斯分校金融学教授 布拉德·巴伯

最近的主流金融研究发现，散户、机构投资者和企业高管都难免陷入一些行为误区。这些偏离理性的决定导致金融市场比人类之前想象得要复杂得多。跟风、过度自信和情绪激动会导致泡沫的形成和破裂。特别是像中国这样拥有众多缺乏（投资）经验的金融市场的地方，特别容易造成泡沫经济。朱宁教授是我的研究伙伴，也是行为金融领域的专家，他的新书是关于中国资本市场发展和中国投资者的必读之作。

加州大学伯克利分校金融学教授 特伦斯·奥丁

## 序一

The Investors'  
Enemy

---

投资是一门科学，也是一种博弈。投资之所以像投入博弈，是因为要想做好投资，须具备这样一种能力，即掌控自己的冲动，洞察他人的冲动。一个人若对与投资相关的心理学没有深刻理解的话，是做不好投资的。

大多数人依靠本能和直觉进行投资，很少获得什么指点。这也是大部分人一生中接触事物时的常态，因为大家所受的教育都是泛泛的，并未系统地受过关于如何生活的指导。我记得当我的第一个孩子出生时，我太太和我带着我们的宝宝返回医院，想要寻求一些育婴方面的指导。这么说吧，假如把宝宝出生这件事同购买商品做一下比较，譬如你买了一台电视机，把它带回家时，厂家总会附带一张说明书或操作手册什么的吧！但是关于我们该如何搞定这个接下来将占据我们一生所有重要时光的、柔弱娇嫩的、奇迹般的小生命，医生告诉

我们的却少得可怜。

做好投资与养育好一个孩子简直一样复杂，心理学极其重要。这是一项持续一生的重要活动，而且投资还有游戏和竞争的成分。不可能有像买电视机那样自带的一本关于投资的说明书，因为投资的游戏是如此的微妙；也不可能对必要之事用三言两语进行总结，因为人们对于投资的基本知识必须有既深又广的了解。

我认识朱宁已有多年，他是耶鲁大学的优秀毕业生。当他十年前在耶鲁读书时，我和他一起经历了行为金融学大发展的时期，朱宁作为一个研究者积极参与其中。从那时起，到在加州大学戴维斯分校和在上海高级金融学院工作，他在这个领域都是佼佼者。我相信他完全有资格为金融领域的这次革命著书立说。

行为金融学综合了金融学者和心理学者的研究成果，致力于帮助人们如何更好地投资。实际上，它包含一些极其实用、人人都必须知道的知识。而且，正如朱宁在书中所展示的那样，这一领域本身也很有趣。行为金融学对于包括经济行为在内的人类行为提供了一种深入的观察视角，向我们展示了人类天生会去欺骗，然而从天性而言，人类也会努力为社会创造伟大事物。

与其他国家的投资者一样，对中国的投资者来说，行为金融学与他们也有着紧密的联系，因为人类的天性世界皆同。事实上我认为，行为金融学对于新兴国家，例如中国来说，更为重要。正在中国发生的经济变革，无论是从其根源还是它对未来的期望而言，都是源自心理。这场至关重要的革命，始于1978年十一届三中全会确立改革开放政策之后，如果没有点燃心理的力量并驱动行为，它是无法实现的。这种精神最终反映在了金融市场上，而且创生的金融结构也支持着这种精神。最好的企业家精神能够驱动经济行为，需要被培育；但企业家精神也是柔弱的，如果没有正确理解它的心

理基础，是很容易脱轨的。

朱宁的书涉及行为金融学中的广泛议题，是一部视野广阔的金融理论入门读物。读者能够以理解它们真正价值的视角获得各种金融指导；亦可了解人类历史上几次大规模的泡沫事件和股市崩盘，及人类心理在其中扮演了何种角色；还能了解商业生态及金融激励如何塑造了我们的行为；以及政府决策者该如何看待自己的行动，如何制定更合理的法律法规。但最重要的是，从这本书中，我们可以学习如何将经济世界的视野整合在一起，帮助我们更好地投资，让我们每个人都有更美好的未来。

诺贝尔经济学奖得主、耶鲁大学经济学教授 罗伯特·J·席勒

2013年7月

## 序二

The Investors'  
Enemy

---

现代金融市场是一个异常特殊的技术体系，它为全世界人民提供了一种储蓄未来财富的方式，一种对生活中不确定性进行对冲的手段，使人们能够投资于提供商品和服务的大小企业。尽管金融如此重要，然而对大多数人来说，它却依然难以理解。金融分析似乎是个很抽象的概念，而且好像与传统的思维方式相脱节。或许，金融思维是人类智慧的新维度。

金融要求我们把自己理解为既活在当下又活在未来的物种。然而金融计算和规划是一种定量的技能，它不是自然产生的。未来的不确定性很难通过简单的手段理解、量化和分析。在人类历史上，人类在做经济决策时都是依赖家族、群体的指引和影响，或是遵从某位领袖的意见。理性的经济决策本不应依赖于以上任何一种。然而，我们从文化上，从脑神经上，都是天生地用传统方式去做决策。

金融分析和传统思维之间的冲突和矛盾会导致我们犯错。这种失误不仅发生在个人投资者身上，企业高管甚至监管部门和政策制定者都不可避免。毕竟，你我皆凡人。朱宁教授此书便是对经济决策中这一基本矛盾的一次探索。我过去曾与朱教授在多次项目研究中愉快合作，他的研究（行为金融学，也即本书主旨）深度结合了金融学和人类心理学，成就不断，我非常钦佩。

在过去 30 年间，行为金融学像是一片沃野，向我们揭示了大量关于人类思维在做决策时，理性和天性上的矛盾，并切实给了人们有益的指导，本书主要讲述了个人和组织如何能够理解和克服天性（即那些欠佳的行为）的限制。

本书的出众之处在于，作者采用了多个不同的写作角度。本书除了指出散户投资者存在的大量决策失误，同时也将行为金融学的内涵延伸至企业、监管机构和政府部门。朱教授向我们展示了，在以上的场景中，决策制定如何受到最常见的心理倾向的影响，以及它是如何地与人类的基本天性紧密联系。本书不仅论证了行为金融学为何重要，还证明了个人认知的局限性是可以被克服的，只要我们意识到这一点。

耶鲁大学金融学教授、耶鲁大学国际金融中心主任 威廉·戈茨曼

2013 年 9 月

## 序三

The Investors'  
Enemy

---

中国改革开放以来，金融市场发展很快，金融体系规模迅速扩大，金融在经济和社会中的作用和影响显著上升。中国的企业、金融机构与政府通过参与金融市场获得信贷、股票或债券融资，改善资产负债平衡表，或进行风险管理。随着人均收入的上升和私人财富的积累，中国的普通百姓不再是仅通过银行存款、信用卡、按揭贷款等传统方式参与金融体系，也越来越多地把自己的储蓄投资于可交易的股票、债券、保险、基金、外汇、黄金、商品期货和流动性较低的房地产与私募股权等另类资产。鉴于此，利率、汇率、黄金价格的变化，尤其是股票市场的波动，自然牵动着成千上万普通投资者的心。财经媒体尤其是互联网24小时的高频报道，让大众对金融市场高度关注，掌握了大量的信息，增加了对于金融的理解。但同时因为金融市场的复杂性与多变性，

普通投资者觉得金融神秘莫测，产生了不少认知与投资行为上的错误，甚至相信盛行一时的“阴谋论”。

朱宁教授《投资者的敌人》一书通俗易懂，通过大量发生在国内外金融市场的典型实例、生动故事及有说服力的数据，解释了许多令人困惑的金融现象，揭示了金融学的一般原理，并提出了许多专业投资者和散户投资者在实践中都应该予以认真考虑的建议。朱宁是我非常欣赏、钦佩的金融学者，他治学严谨，聪颖但踏实，且人品极佳。我有幸经常与他讨论金融问题，受益良多。他的新书面世，令我感到极大的欣喜。我热情地把此书推荐给对于金融有兴趣的朋友们。

朱宁在耶鲁念研究生时期就师从于罗伯特·席勒（2013年诺贝尔经济学奖获得者），此后一直把行为金融作为自己的一个主要研究领域。行为金融学是近年来经济学与金融学最为活跃的研究领域之一。传统金融理论的基本假定是效率市场、理性投资者和预期效用最大化。虽然资产定价模型在新古典框架下逻辑上严谨有序，数学表述上简洁明了，但在实证上面临着许多挑战。最严重的是，传统金融理论通常解释不了金融泡沫和金融危机。在实际生活中，除了宏观经济和企业经营的基本面因素，金融市场往往还受到投资者情感与心理的影响，贪婪、恐惧、过度乐观或过度悲观、羊群效应等等，导致资产价格偏离基本面，市场过分波动，重者造成投机泡沫。行为金融学则脱离了效率市场和理性的严格假设，以认知心理学和不完全套利为出发点，来研究分析许多原先令人困惑的金融现象，或者所谓的不规则形态（Anomalies）。此书融汇了作者对于行为金融领域的深刻理解，以平常的语言和实例，介绍了当代行为金融前沿研究（包括作者本人的）一些最有趣的发现和结论。

难能可贵的是，作者还结合了中国金融发展的实际情况，与读



者分享了他深入的观察和中肯的分析。比如，他从信息不对称一针见血地切中了中国新股发行制度的弊端，主张把行政审批改为披露注册，与我一贯所持的立场高度吻合。因为十八届三中全会全面深化改革决定的强有力推动，IPO发行制度终于迎来了改革的契机，令作者和我等长期关注资本市场改革的金融从业者感到欣慰。

本书第八章对于历史上金融泡沫案例以及金融危机教训的论述，非常精辟。在评述政府其中的作用时，作者尖锐地指出，“每一次泡沫背后都离不开政府的推手：无论是泡沫背后泛滥的流动性，还是政府直接参与或者促成和鼓励泡沫的形成，或者是政府为市场中的投机行为提供隐性的担保，都是政府对于泡沫形成该负的责任。”全球金融危机后，危机震源地国家如美国、欧洲，引入一系列金融监管改革，可能有其必要性，但最终效果如何还需时间检验。但是，中国许多观察家却把危机归结为自由市场经济制度本身，主张变本加厉地加强政府的金融管制。事实上，正如哈耶克所云，通往奴役之路通常由美好愿望铺成。政府监管不但无法避免金融危机，反而可能成为危机的推手。无论存在何种不完善，现代金融市场在资本配置上的效率还没有一种其他机制可以相比。

显然，中国的金融体系需要加速深化系统性改革、减少管制、加强法制建设、取消垄断、加强竞争、改善透明度并加强投资者教育。可以相信，如果中国能够成功打造透明、竞争、有深度和流动性的金融市场，那么，市场在资源配置中的决定性作用将可以充分发挥和释放出来。让我们共同努力，推动金融改革的目标早日完成。

春华资本集团创始人、董事长，高盛银行前大中华区主席 胡祖六

2013年12月

北京