

投资者的 朋友

朱宁 著

副院长

上海高级金融学院

上海交通大学

清华大学国家金融研究院

诺贝尔经济学奖得主 罗伯特·席勒
香港大学讲席教授 陈志武 / 作序推荐

笃定价值投资，
实现财富保值增值

判断大势
淡定择时
多元配置
把握节奏

.....

投资者的 朋友

朱宁
著

中信出版集团 | 北京

图书在版编目(CIP)数据

投资者的朋友 / 朱宁著. -- 北京: 中信出版社,
2020.6

ISBN 978-7-5217-1761-7

I. ①投… II. ①朱… III. ①投资 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第060916号

投资者的朋友

著者: 朱宁

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)

承印者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开本: 787mm×1092mm 1/16 印张: 17.25 字数: 211千字

版次: 2020年6月第1版 印次: 2020年6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 978-7-5217-1761-7

定价: 69.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

推荐序一

投资是一门科学，也是一种博弈。之所以说投资是一种博弈，是因为要想做好投资，必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知识没有深刻理解，是做不好投资的。

大多数人依靠本能和直觉进行投资，很少得到指点。这也是大部分人一生中在接触事物时的常态，因为大家所受的教育都是泛泛的，并未系统地接受应如何生活的指导。我记得当我的第一个孩子出生时，我的太太和我带着我们的宝宝返回医院，想寻求一些育儿方面的指导。这么说吧，假如把宝宝出生这件事同购买商品进行比较，譬如你买了一台电视机，把它带回家，厂家总会附赠一张说明书或操作手册，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、柔弱娇嫩、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，在投资过程中，心理学知识极其重要。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。它不可能像买电视机那样自带一本说明书，因为投资的游戏如此微妙。人们也不可能对投资的必要之事用三言两语进行总结，因为投资者必

须对投资的基本知识有深刻且广泛的了解。

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，他作为一个研究者积极参与其中。从那时起，到他加入加州大学戴维斯分校和上海高级金融学院，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刻的观察视角，向我们展示了人类天生会欺骗，然而从天性而言，人类也会努力为社会创造伟大的事物。

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紧密联系，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，如中国来说，更为重要。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，都源自人的心理。这场至关重要的革命，始于1978年十一届三中全会确立的改革开放政策，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金融市场，而且创生的金融结构也支持这种精神。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，它很容易脱轨。

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。读者能够获得各种金融指导，可以了解人类历史上几次大规模的泡沫事件和股市崩盘，以及人类心理在其中扮演的角色，也能了解商业生态和金融激励如何塑造了人们的行为，更能帮助政府决策者正确看待自己的行为，以便制定更合理的法律法规。最重要的是，我们可以从这本书中学习如何将行为经济学的各种视角整合在一起，以便我们更好地投资，拥有更美好的未来。

罗伯特·席勒

诺贝尔经济学奖得主

耶鲁大学经济学教授

推荐序二

投资是每个人都关注的话题，尤其是年轻人和成家不久的少壮派，都很迫切地要实现亿万财富梦。问题是，通往罗马的捷径在哪里呢？不仅你想知道，我也想找到答案，以便能将其告知我的两个女儿，她们又可将其告知自己的后代。是的，谁不想建立自己的世家豪门，然后让其延续下去？可是，正如朱宁教授在《投资者的朋友》这本书中叙述的，答案肯定不是整天盯着 A 股走势，频繁买卖股票。有时，短线炒作也许能赚点钱，但往往是捡起芝麻，丢了西瓜。

2019 年的一件事让我很震惊。一天，我的一位学生小孙告诉我，他的妹妹把亚马逊的 100 万股股票变现了，近 18 亿美元。目前，他的妹妹苦于手头现金太多。

小孙来自台湾，他的父母拥有不少土地。在 20 世纪八九十年代经济腾飞的过程中，他的父母赚了很多钱。于是，1997 年，他的父亲给子女每人几百万美元，每个人自由支配自己的小金库。拿到这笔钱后，他的妹妹因之前特别看好已经上市但连年亏损的亚马逊，于是，以每股四五美元购买了 100 万股亚马逊股票。这一投资的风险过于集中，但她就是看好亚马逊作为世界电商龙头的未来。经历 2001 年互联网泡沫破裂、2008 年金

融危机等股市浪潮，她一直持亚马逊股票。2019年，由于中美之间出现贸易摩擦，联邦调查局等部门的工作人员因为小孙妹妹的华人姓氏找她谈话，他们问：“这么多年，你一直持有这么多亚马逊股票，是出于什么目的？你有什么动机？”谈了两次后，她决定清仓，以结束烦扰。此时，亚马逊的股价已达1800美元！

当然，你可能会说这只是个案。这的确是个案，不排除巧合，而且我真的不主张所有人将全部鸡蛋放进同一个篮子。那样的话，风险过于集中。其实，这个故事蕴含许多道理。

第一，如果小孙的妹妹频繁买卖亚马逊的股票，她会成为亿万富豪吗？历数世界上的亿万富豪，很少有靠短线炒股发家致富的。事实上，小孙的妹妹持有亚马逊的股票20多年，本质上，跟创业致富一样。她在20多年前就看好电商行业的前景，也看好贝佐斯的创业理念和商业模式。虽然她没有创办公司，但是通过长期持有自己看好的上市公司的股票，就等同于创业。也就是说，注重长期趋势，看准后长期持有优秀公司的股票，这才是投资和基于短线炒作的投机的区别。马化腾、李彦宏、盖茨、扎克伯格、马斯克等人，都十分注重长期持有。因此，理解投资与投机的区别十分有益。

第二，交易成本意识是关键。由于小孙的妹妹一直持有亚马逊的股票，过去20多年里没有相关的交易费用，也没有错过上涨趋势，更没有为各年的利得缴税，而是在最终退出时，才缴纳了很少的长期资本所得税。同样重要的是，这让她避免用千百个不眠之夜盯着亚马逊的股价。做过短线投机交易的朋友都知道，你每时每刻都要反复思考何时买进、何时

卖出、以什么价格买进、以什么价格卖出……这些问题会让你寝食难安。

第三，事业的长期趋势才是你真正的朋友。与其每天钻研股价，不如多学习人类经济史、社会史、政治史的知识，看透人性，钻研科技趋势，先于他人把握长期趋势。投资是一门大学问，投资者需要把握人性，顺势而为。

当然，知易行难。等到投资时，每个人都有人性的弱点，稍不注意，就会让“投资者的敌人”战胜“投资者的朋友”。朱宁教授的这本书可以帮你分清谁是投资者的朋友、谁是投资者的敌人，进而找到自己的投资法门。

陈志武

香港大学讲席教授

前 言

虽然从长期投资的角度来看，股票的回报要远远高于债券，但是为什么全球的投资者多选择投资债券市场？

为什么众多投资股市的投资者虽然积极参与股市，每天读书看报，学习相关知识，到证券营业部报到，但到头来投资业绩还不如大盘的一般表现？

虽然在预测未来业绩时，过往业绩的参考价值有限，但是为什么许多基民把主要精力都放在研究某只基金的过往业绩上？

为什么资产价格的长期趋势非常清晰，但就是有那么多投资者为了短期的蝇头小利而完全忽视市场的长期规律，结果捡了芝麻，丢了西瓜。

以上这些可能是全球的投资者、研究者、监管者一直在思考，但一直得不到答案的问题，也是广大散户在进行日常财务规划和投资时不断思考的问题。正如很多人感叹“为什么懂了这么多道理，但依然过不好这一生”一样，很多自认为非常了解投资的散户往往发现自己的投资业绩十分惨淡。

很多散户往往在一次次失败中，才逐渐意识到被自己一直奉为圭臬的“内幕消息”“频繁操作”“追涨杀跌”“跟风从众”等投资理念和交易思路

恰恰是他们的投资业绩赶不上大盘表现，甚至蒙受巨额损失的主要原因。

一些散户在指导别人投资时，说得头头是道。等到自己投资时，却会重复甚至放大自己曾提醒别人一定要避免的错误。赚钱了，很多散户会扬扬自得；亏损了，就把自己的失败归咎于金融市场的起起伏伏。

其实，市场的涨跌只不过是对投资者心理的测试和挑战。了解市场，了解自我，了解投资者的心理，才是散户在资本市场长期生存的必备技能。正如在战争、军事、外交等领域，每个国家必须清醒地认识到谁是自己的朋友、谁是自己的敌人，广大散户在一个高度变化的经济金融环境里，也必须清醒地意识到谁是自己的朋友、谁是自己的敌人，才有可能把握资本市场提供的机会，对自己的财富进行布局和规划，理性投资。

如何认识市场，如何认识自己，如何区分敌人和朋友，是广大散户必须思考的重要问题。此时，行为金融学，这一横跨经济金融学、心理学、社会学、行为科学的交叉学科，能帮助散户更好地了解自己和市场。

随着罗伯特·席勒教授和理查德·塞勒教授因为行为金融研究分别在2013年和2017年获得诺贝尔经济学奖，社会各界人士对于行为金融研究的兴趣和运用行为金融学知识解决现实问题的信心明显大增。

行为金融学的一个重要分支关注的是投资者的投资行为和投资业绩，以便让广大散户以更加客观、公正、超然的视角观察和评价自己的行为，认识到谁是自己的敌人、谁是自己的朋友。

行为金融研究发现，影响散户投资业绩的真正敌人恰恰是投资者自己的行为。研究发现，越是激动的投资者，越是受行为偏差影响的投资者，越是想赚钱的投资者，越是容易蒙受损失。因此，投资者认识并战胜敌

人，即自己的行为偏差和局限，对于提升投资收益至关重要。作为投资者的朋友，行为金融为散户提供的是关于市场和自我“第一性”的认识。例如，广大散户必须清醒地意识到，自己刚进入股市，就成为弱势群体。不亏钱，少亏钱，赶上大盘的平均业绩，这些对于广大散户而言，就是值得肯定的投资成就。

假设整个市场由自作聪明的主动投资者和追逐平均收益的被动投资者构成，如果被动投资者取得平均收益，那么主动投资者也只能取得平均收益。其实，主动投资者可以取得高收益的幻象，不过是他们内部对赌，大部分专业的投资者也没取得市场平均收益。恰恰是因为大部分主动投资者（特别是广大散户）得不到平均收益，才会让少数主动投资者取得高于平均收益的“股神”般的成就。因此，散户比较理想的选择还是老老实实追逐平均收益。

每个投资者的收益或者损失会对资本市场和金融体系的稳定产生举足轻重的影响。正是投资者的狂热促成了人类金融史上一个又一个事后看来荒谬可笑的泡沫，也正是投资者的惊恐和绝望，一次又一次地戳破了被投资者吹起来的泡沫，给全球金融经济体系带来一轮又一轮惊涛骇浪。

其实，投资者的投资决策过程和人类的很多决策过程一样，很容易受其他人和社会共识影响。从这个角度来讲，就像每片雪花都要对雪崩负责，每个散户都要对社会共识和市场预期的形成负责。每个投资者的非理性行为不仅有可能导致市场层面的理性缺失，研究更表明，有时投资者完全理性的决定，也有可能导致市场层面的非理性后果。因此，散户在思考自己的行为和决策时，必须关注自己在决策过程中可能出现的错误和自身

的局限，也必须认真思考千千万万个散户的心理。

《投资者的朋友》提醒广大散户，虽然外部经济环境和资本市场走势确实在快速变化，但是金融体系和资本市场的本质，一直都没有改变。从这个意义来讲，虽然资本市场一直都是信息的市场，但很可能也是投资者心态和投资者行为的市场。所有信息，只有被投资者解读和消化，才能通过投资者的交易影响市场走势。而市场走势本身又会反过头来影响和决定投资者的收益和财富。从这个意义来讲，散户所有追求更高收益的尝试都离不开对自身心理和市场心理更深入的理解与把握。

基于行为金融理论在过去数十年的研究成果和本书的详细讨论，笔者向广大散户提几点投资建议。

第一，多元化投资。虽然巴菲特的投资理念是“把所有的鸡蛋放在同一个篮子里，并看好那个篮子”，但对绝大多数投资者，尤其是经验一般的散户而言，把鸡蛋放在不同的篮子里的多元化策略仍然不失为最佳选择。

第二，关注资产配置，消极投资，仍然是事半功倍的投资策略。许多投资者由于过度自信，打探消息，频繁操作，结果往往还不如投资于不同市场和资产的指数型基金。

第三，关注长期收益和交易成本。在考虑投资收益时，一定要关注扣除交易费用之后的净收益，因为那些才是投资者最终到手的真金白银。

第四，增强风险意识和自我控制纪律性，克服散户不愿止损的缺点，及时锁定损失敞口，控制下行风险。

第五，投资更像马拉松，而不是百米冲刺。散户一定要坚持长期复利

投资和增长，积少成多，持之以恒，才能产生优异的投资收益。

人生在世，必须不停地在未知和确定、今天和未来、内心与外界之间进行选择。这种选择的本质也恰恰是投资的精髓所在。根据一些发达国家资本市场的研究，一旦投资者意识到自己在投资过程中的朋友和敌人，就能在一定程度上修正自己的错误，提升自己的投资业绩。

就像席勒教授不止一次提到的，他希望行为金融学成为“好”的金融学，希望金融学能够帮助社会成为“好”的社会。我衷心希望本书就行为谈理性，就投资谈人性，帮助广大散户朋友成为更优秀的投资者，这样也算是实现了笔者帮助散户、回馈社会的初衷。

笔者衷心希望行为金融学知识、本书能够成为散户最亲密的朋友。

推荐序一 罗伯特·席勒 _ VII

推荐序二 陈志武 _ XI

前 言 _ XV

01

散户赚钱，天理难容？ _ 001

很多时候，散户就是在做慈善，把自己兢兢业业通过本职工作赚的钱慷慨地送到收入和投资能力都比自己高出不少的专业机构投资者手中。不少散户在投资时只考虑收益，不考虑风险；只考虑自己是否能赚钱，不考虑自己为赚钱需要付出多少成本或者承受多少风险。

02

大势是散户的朋友吗 _ 017

对散户而言，泡沫往往是事前丰满的理想和事后无奈的现实，绝大多数散户非但没能在泡沫中发财，很多恰恰成为泡沫崩盘过程中的炮灰。散户都知道有泡沫，但是不知道泡沫会在何时破裂，都觉得自己可以在泡沫破裂之前把烫手山芋传给下一个不明就里的投资者。

03

华尔街是投资者的朋友吗 _ 045

投资者在阅读金融机构的报告，或者和金融机构打交道时，就能充分意识到，这些专业人士在传递信息、提供服务的同时，也在竭力追逐自己的利益。其实，他们都是委托代理关系的代理人，可能会和委托人、代理公司产生利益冲突。

04

监管者是散户的朋友吗 _ 069

政策和监管的力度，其实是由市场和广大散户的预期决定的。只有当投资者对投资和金融有了正确的认识时，监管者才可能成为投资者真正的朋友。投资者不切实际地将市场上涨和赚钱的希望全部寄托在监管者身上，非但不能让自己赚钱并推动市场上涨，反而会破坏市场秩序，让市场出现更大的波动，并给自己带来更大的损失。

05

行为金融学：投资者的朋友 _ 093

行为金融学以心理学为基础，通过对不同投资者行为的研究，洞悉资本市场和公司的运作。投资者不仅要了解人类的行为偏差和系统性错误，还要了解它们如何影响每个人的投资决定、投资业绩，整个金融市场，甚至全球金融体系的有效性和稳定性。

06

把握交易节奏 _ 111

在扣除交易费用之前，交易频繁的投资者的收益水平就已很低，其最终收益水平会更低。因此，无论以换手率作为标准，还是以平均持股时间作为标准，我们都能发现一个非常明显的趋势，即换手率非常高或者持股时间非常短的投资者的业绩会比较差。

07

持有多元化投资 _ 133

投资学的一个基本原理是“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”。投资者要多元化投资，以便分散风险。投资者在每次投资前，都坚信自己会赢利，反而会忽视通过多元化投资防范股价下跌的风险。如果投资者一味寻找自己比较熟悉的投资标的和投资机会，就会限制自己的投资空间，也无法保证获得优异业绩。

08

从容选股 _ 159

散户的投资决策在很大程度上会受机构投资者、上市公司以及媒体影响。因此，有些基本面非常好的公司，仅仅由于宣传力度不够而被投资者忽略；相反，有些公司即便在财务方面存在问题，但只要与媒体保持良好关系，这些负面消息就会在一定程度上被隐瞒。