

Behavioral
Finance
and
Wealth
Management

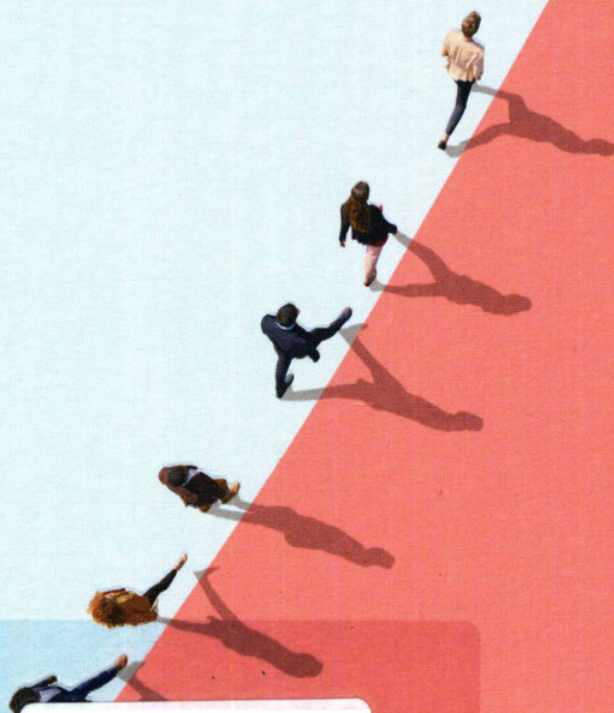
一本给投资者与财富管理
从业者的实用指引

财富管理 的

行为金融

[美] 迈克尔·M. 庞皮恩 (Michael M. Pompian) —— 著
邓鑫 —— 译

构建有效
投资策略，
应对
投资者偏差



财富管理的 行为金融

[美] 迈克尔·M. 庞皮恩 (Michael M. Pompian) —
邓鑫 —— 译

Behavioral
Finance
and
Wealth
Management

图书在版编目 (CIP) 数据

财富管理的行为金融 / (美) 迈克尔·M. 庞皮恩著;
邓鑫译. — 北京: 中信出版社, 2020.4

书名原文: Behavioral Finance and Wealth
Management
ISBN 978-7-5217-1520-0

I. ①财… II. ①迈… ②邓… III. ①金融行为—研
究 IV. ①F830.2

中国版本图书馆CIP数据核字 (2020) 第028120号

Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases by
Michael M. Pompian. ISBN: 978-1-118-01432-5

Copyright ©2012 by Michael M. Pompian.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition,
Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the
original copyrights holder. Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Chinese translation copyright © 2020 by CITIC Press Corporation.

本书仅限中国大陆地区发行销售

财富管理的行为金融

著 者: [美] 迈克尔·M. 庞皮恩

译 者: 邓 鑫

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: 23 字 数: 293千字

版 次: 2020年4月第1版

印 次: 2020年4月第1次印刷

京权图字: 01-2019-3776

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5217-1520-0

定 价: 79.00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

献给我的兄弟戴夫（Dave）和他的家人。

译者序

本书作者迈克尔·M. 庞皮恩（Michael M. Pompian）博士是一位私人财富管理领域的资深专家，尤其对推动行为金融学在财富管理中的应用做出了卓越的贡献。这本书为第二版，其内容基于该书第一版以及作者早期发表的一些学术论文成果，它不仅适合专业的投资者和投资顾问，也很适合对投资学和行为学感兴趣的普通读者。

这本书的语言形象而生动，案例有趣而意味深长。例如，吸烟为何让人明知故犯？德州扑克的输赢究竟能否被自己控制？同样的优惠金额为何会导致不同的消费决策？一个害羞的人更像是集邮爱好者还是宝马车主？类似上述问题分别引出了各章关于行为偏差的定义与诊断测试。身边的家人和朋友都饶有兴趣地接受了我对他们的测试，并从书中得到了宝贵的建议。

这本书的内容专业而严谨，深入浅出地讨论了 20 种常见的投资者行为偏差，并将其划分为认知型偏差和情感型偏差，其中认知型偏差又分为观念执着型偏差和信息处理型偏差。为了方便读者参阅，作者特意在各章使用了一致的框架，分别讨论每种行为偏差的概念、实际应用、研究概述、诊断测试以及修正建议。更重要的是，为了帮助投资者和投资顾问更好地实现财务目标，书中还介绍了由作者首创的既简单又实用的“行为阿尔法”（Behavioral Alpha）

下出现，这样一来，投资者才能坚持其投资计划，从而实现长期的财务目标。

本书上一版的编写，恰逢 20 世纪 90 年代后期的股票价格暴涨以及随后的互联网泡沫。这一次又遇到了 2008—2009 年爆发的住房和信贷泡沫引发的金融危机。世界各国的央行应对本轮危机的措施，依然是维持极低的利率水平，政策新意乏善可陈。因此，我认为我们最好为未来持续存在的不确定性做好准备。对非理性投资行为的理解与过去同样重要，甚至更重要。这一点不仅适用于整体市场，而且适用于个人投资者。这本书主要针对投资顾问，但同样可供资深的个人投资者用来反思其投资行为，并真正了解如何建立适合自己的投资组合。我不想这本书被当作一本成功投资学的书而被束之高阁，而是希望其能作为一本供投资者用来指导资产配置的实践参考手册。

当今的顾问-客户关系需要对个人投资者的行为偏差有更好的理解，要重视资产配置中存在的各种行为偏差。投资顾问需要更关注客户决策背后的原因以及是否需要调整或者转换决策。如果投资顾问能够成功完成这项艰巨的任务，那么其与客户之间的关系将得到极大的稳固，投资顾问将会获得客户很高的信任度和忠诚度。

在过去的 250 年中，许多经济学流派和社会思想都得到了发展，其中一些只是昙花一现，而另一些至今依然有举足轻重的地位。我们将从一些新兴观点开始探讨，由此引出时下对行为金融学的各种见解。在过去的 30 年中，全社会对行为金融学这门学科的兴趣，从初期涌现，到迅速升温，许多知名学者纷纷在权威刊物上发表文章，现在主流媒体上频繁出现相关的讨论。本书将回顾一下为行为金融学塑造现有思想体系的一些关键人物以及他们所做的贡献，希望能将行为金融的研究推向新的高度。本书将以投资顾问和投资者均能接受的方式，对最重要的行为偏差理论进行梳理，并采用案例研究的方式展示实际发生的行为偏差。本书还将探索行为金融学的

一些新领域，包括一些现在尚未过多涉及的问题，但这些问题也许在未来 30 年内会被广泛讨论。

一个充满挑战的环境

在本书的上一版中，我曾提出，投资顾问所处的工作环境从未如此充满挑战，还写道：“许多投资顾问认为他们在 20 世纪 90 年代后期身处天堂般的好时代，但到 2001 年和 2002 年，才猛然发现那只不过是身陷流沙般的表面繁荣。”以上说法同样也可以用来描述 2005—2007 年和 2008—2009 年的情形。正如一句老话所言：“事情改变越多，越能保持不变。”我们再一次发现，自己又处于低回报的环境中。与过去一样，投资顾问仍要忙于应付客户提出的各种棘手问题：

“这只基金的涨幅为什么不如另外一只基金？”

“市场上个季度表现不佳，那我们接下来该怎么做？”

“资产配置为什么如此重要？”

“我们为什么不选其他类型的投资产品？”

“我们为什么不采取同样的方法来投资大学基金和养老金？”

“我们为什么不减持股票以获取更高的收益？”

投资顾问非常需要一本处理投资方面的行为与情绪问题的指导手册，从而帮助他们的客户认识到自己难以坚持长期投资计划的原因。

为什么写这本书

在我对行为金融学的概念及其实际应用进行了日积月累的研究和学习后，本书第一版才得以完成。20 世纪 90 年代后期，互联网泡沫全面膨胀，我开始关注行为偏差如何影响投资组合，当时很想

搜寻一本相关的书，却始终找不到。我当时并无写书计划，只是自己觉得有兴趣并开始阅读相关的资料而已。直到有一天晚上妻子回到家，正处在工作交接时期的她谈到她做了一套迈尔斯-布里格斯（Myers-Briggs）的性格测试题，这时我才开始考虑写一本关于行为金融学的书。我当时的想法很简单：不同性格类型的人会采用不同的投资方式，这难道不是合乎情理的事吗？但我找不到任何相关的参考书。因此，在我的一位同事约翰·隆戈（John Longo）博士的协助下，我开始研究行为金融学的实际应用，他当时在纽约证券分析师协会 [New York Society of Securities Analysts，简称为 NYSSA，纽约当地特许金融分析师（CFA）组织] 私人财富委员会工作。我们合作完成了一篇题为《行为金融学实际应用的新模式：人格类型和性别与既有行为偏差的关联性》的论文，最终发表在 2003 年秋季的《财富管理杂志》（*Journal of Wealth Management*）上，并成为那一期最受欢迎的文章之一。

自此，我陆续写了很多文章，还撰写了一本由威利出版社出版的名为《家族办公室与超高净值客户的资产配置指南》（*Advising Ultra Affluent Clients and Family Offices*）的专著，还在晨星顾问网站（Morningstar Advisor.com）开设了月度专栏，并由此拓宽了我的工作范围。2008 年，我在《理财日报》（*Journal of Financial Planning*）上发表了题为《投资者行为类型》的文章，在文中我尝试根据“行为投资风格”将投资者分为 4 类。本书会简要回顾这 4 种投资行为类别，还会在我即将出版的新书《行为金融学和投资者类别》（*Behavioral Finance and Investor Types*）中进行详尽解释。作为一名理财顾问，我发现了理解行为金融学的重要价值，并发现了一些可行性方法来调整存在行为偏差的投资计划。本书将为读者介绍这些方法。我希望通过编写本书，分享我的所学所获，以便其他顾问及客户可以从中受益。

本书适合哪些读者

该书最初作为一本指导理财顾问帮助客户配置和管理资产组合的指导手册。随着版本的更新，个人投资者显然也可以从中受益。以下是本书的目标读者：

- 传统证券经纪顾问。美国和外国的绝大部分财富都掌管在传统的证券经纪顾问手中。从历史角度来看，这些顾问通常达不到传统的受托人标准，他们与客户之间的关系主要基于财务规划，这些财务规划被附在投资经纪合同后。在现代社会，许多人认为这一现象将有所改变，因为“财富管理”、“投资建议”和“经纪业务”将合为一体，而且这一变化确实有一些权威机构中已经出现。因为投资顾问将要达到更高的责任标准，所以与客户建立更牢固的关系变得至关重要。随着金融服务行业的不断发展，行为金融学的应用将是这些变化中的关键一步。
- 私人银行顾问和投资组合经理。美国信托、贝西默信托等私人银行一直以庄重严肃的态度对待客户的资产组合，但数百年来都是以持有股票、债券和现金为主。最近，许多私人银行已经将一些非传统产品添加到资产组合的配置中，例如风险投资、对冲基金以及其他投资产品。然而，许多客户，包括许多高净值客户，仍然主要持有股票、债券和现金三大类产品，而不论其表现好坏。私人银行将开始采用循序渐进的方式为客户服务。银行客户往往比较保守，但他们也愿意放手让自己信任的顾问去管理资产。这种客户基础表明这是一个可以应用行为金融学的广阔前沿市场，因为这些客户要么没有认识到他们的资产组合并不合理，要么还未意识到应该适当采取更积极的资产管理策略。当私人银行与客户已经建立

起良好的信任关系时，就应利用这种信任关系将行为金融学纳入投资顾问与客户的关系中。

- 独立理财顾问。我们把持有美国证券经纪人执照但不隶属于几大股票经纪公司的理财顾问称为独立注册代表或独立理财顾问。他们具备独特的机会，可以将行为金融学应用于客户关系中，因为他们通常没有就职于大型企业，也不像证券经纪同业人员那样受到许多限制。这些独立理财顾问虽然也受到监管机构的审查，但他们可以选择独特的客户服务方式。他们运用行为金融学所获得的出色业绩被越来越多人发现，他们的业务领域不断得到拓展，他们与客户的关系也随之得到加深和巩固。
- 注册投资顾问。在所有可以将行为金融学运用到理财服务的顾问中，我相信注册投资顾问一定具备条件。之所以如此，是因为注册投资顾问所在的公司通常规模较小，所受的监管力度小。可以设想，注册投资顾问会这样问客户：“你觉得这个资产组合怎么样？”或者“如果我们把你的资产配置得更积极些，你会如何反应？”但是，许多其他类型的顾问，由于考虑到监管、定价、投资选择等其他原因，不会以这种方式提问。
- 个人财富顾问和其他投资顾问。为个人投资者、家族办公室或者其他实体提供理财顾问服务的人也可以从本书获益。这本书在认识客户投资决策方式、投资原因以及为顾问提出投资建议等方面，都可以产生极大的影响。当投资者对其资产配置表示满意，并从心理上认同顾问的决策时，顾问的任务就圆满完成了，同时还会受到该客户的长期信任。
- 个人投资者。对于有能力反思自己并评估自身行为偏差的个人投资者而言，这本书也是一本理想的读物。许多个人投资者要么独立投资，要么靠投资顾问获取外部投资建议，往往

会发现自己无法将自身情绪与投资决策过程分开。但这一情况并非不能改变。只要通过阅读本书并对自身行为进行深入研究，个人投资者也可以学会调整自己的行为，并创建出能坚持下去的投资组合，以此实现自己的长期财务目标。

本书适用于哪些时候

本书适用于期望在资产配置过程中应用行为金融学，为客户或自己优化投资组合的读者。具体可以用于以下情况：

- 当有机会从头开始或重新进行资产配置的时候。顾问们深知只用现金投资的乐趣所在。这属于一种非常理想的投资状态，此时不存在税收影响，也不存在与某些资产种类或既有资产配置附带的一系列问题相关的情感依恋。因此，当人们有机会只使用现金投资或者对现有投资组合进行大清理时，正是使用本书所介绍的各种原则的最好时机。
- 当生活遇到困境时。顾问们经常会遇到非常情绪化的客户，他们也许正处于诸如离婚、亲人去世或失业等人生低谷，而他们同时又面临关键的投资决策点。此时，顾问们可以通过运用本书提出的各种原则，极大地帮助客户改善处境。
- 当股票头寸很集中时。当客户持有单一股票或集中持有某些股票时，情绪通常很高涨。从本人的经验来看，很难在短时间内让人们将手中持有的单一股票调整得多元化。常见的理由是，“我很了解这家公司，所以我觉得能放心持有它的股票”，“我觉得卖掉股票是不忠诚的行为”，“如果我卖掉手中任何股票，我的同行会看不起我”，“我爷爷就持有这只股票，所以我不会卖掉它”等。类似例子不胜枚举。然而，这恰恰是可以运用行为金融学的时候。顾问绝不能受到客户行为偏差的影响，而应该与客户一起努力减轻这些偏差造成

的压力。在应对上述情况时，本书可以起到关键作用。

- 当达到退休年龄时。当客户进入退休阶段时，行为金融学变得至关重要。不同的资产组合，可能会意味着究竟是过舒适的退休生活，还是过超越现有资产水平的生活。退休通常意味着重新评估资产组合，这正是顾问将行为金融学纳入客户关系并使关系深化的好机会。
- 当考虑财富转移和分配遗产时。许多高净值客户都有留下遗产的意愿。这难道不是最容易让人情绪化的问题吗？由于人们很难开诚布公地讨论什么是可能的、什么是不可能的，而且各方案之间总是在情绪上存在冲突，顾问最好能避开这些矛盾。然而，如果将行为金融学纳入考虑范围，并加入第三方局外人的客观视角，客户在分配遗产时，就很可能得出妥善的结论。
- 当与客户创建信任时。与客户建立信任的过程，也是客户暴露心理偏差的一个情绪化过程。这让人联想到了心理账户。如果一个客户对自己说，“好吧，我有一大笔信托基金放在这个地方投资，还有一大笔钱放在另一个地方投资”，那么这个客户很可能对整个投资组合缺乏全局意识。此时，应用行为金融学也是很有帮助的。

当然，本书还有许多适用之处，在此不再一一列出。

本书的框架结构

本书这一版对内容和结构进行了更新。在上一版中，第一部分介绍了行为金融学的实际应用，还介绍了如何将投资行为纳入客户的资产配置过程。在这一版中，第一部分包括行为金融学的定义及其历史回顾，还加入了一个新章节对行为偏差进行概述。资产配置调到第五部分的案例分析中。第二、第三和第四部分对最常见的一

些行为偏差进行了全面回顾，包括基本介绍、总体描述、专业说明、实际应用、研究概述、对投资者的影响以及相关诊断和建议。这一版将行为偏差分为认知型偏差（分为观念执着型偏差、信息处理型偏差）和情感型偏差，依次出现在第二部分、第三部分和第四部分。第五部分主要包括更新后的案例分析以及前文提到的行为金融学在资产配置中的应用情况。最后，第六部分主要是本人对 4 种投资者行为类型的最新研究。

目录

第一部分 行为金融学简介

- 第1章 什么是行为金融学 / 003
- 第2章 微观行为金融学历史 / 026
- 第3章 行为偏差导论 / 048

第二部分 观念执着型偏差的定义与说明

- 第4章 认知失调偏差 / 059
- 第5章 保守性偏差 / 069
- 第6章 确认性偏差 / 079
- 第7章 代表性偏差 / 091
- 第8章 控制错觉偏差 / 106
- 第9章 事后偏差 / 115

第三部分 信息处理型偏差的定义与说明

- 第10章 心理账户偏差 / 127
- 第11章 锚定与调整偏差 / 146
- 第12章 架构偏差 / 155

第 13 章	可用性偏差	/	167
第 14 章	自我归因偏差	/	178
第 15 章	结果偏差	/	186
第 16 章	近因偏差	/	193

第四部分 情感型偏差的定义与说明

第 17 章	损失厌恶偏差	/	207
第 18 章	过度自信偏差	/	216
第 19 章	自我控制偏差	/	229
第 20 章	现状偏差	/	242
第 21 章	禀赋偏差	/	250
第 22 章	后悔厌恶偏差	/	262
第 23 章	喜好偏差	/	273

第五部分 行为金融学在资产配置中的应用与案例研究

第 24 章	行为金融学在资产配置中的应用	/	285
第 25 章	案例分析	/	296

第六部分 投资者行为类型及其识别过程

第 26 章	投资者行为类型识别过程	/	315
第 27 章	投资者行为类型	/	328

致谢	/	347
----	---	-----

第一部分

行为金融学简介

第一部分包括 3 章。第 1 章主要围绕“什么是行为金融学”这一问题展开，同时简要介绍行为金融学领域一些关键人物。第 2 章追溯行为金融学的演进历史，重点介绍近年来不断发展的理性行为经济学和非理性行为经济学之间的差异。第 3 章介绍行为偏差的主要类型，涉及 20 种。

第一部分旨在让读者了解行为偏差的基本概念及其对投资过程的影响，从而帮助投资者及其顾问改善经济状况并实现预定的财务目标。

