

第二节 典型交易行为解析

一、交易的情绪化

尽管投资者不断告诫自己做决策时不要情绪化，但是绝大多数投资者似乎仍然如此。投资者对风险的认识往往是由“感觉”和情绪所导致的，投资者往往通过自己对消息的生动性、及时性以及风险所处社会环境的感觉来进行决策。更重要的是，决策导致的结果会对情绪施加影响，这将使投资者接下来的反应受到情绪的影响，从而影响对未来的风险作出的反应。

媒体对事件描述的生动性将直接左右投资者对风险的评估，如果风险更加生动，投资者将会认为这种风险更大。特沃斯基和卡尼曼（1981）做了相关实验，他们对学生提出了如下简单问题：政府预测 600 人将死于流感蔓延，然后让学生选择下列两种方案中的一种作为解决方案：

方案 A：有一种疫苗可以救治 200 人。

方案 B：有一种疫苗的有效概率为 $1/3$ ，如果疫苗有效，将会阻止每个人死亡，但是如果疫苗无效，所有人将得不到治愈。

其中 75% 的学生选择了方案 A，眼睁睁看着 600 名患者死去的风险确实太大，这无法被期待所有人都可以痊愈的愿望弥补。随后特沃斯基和卡尼曼重新阐述了该问题，并向另一组学生询问：

方案 C：接受 400 名流感患者死亡。

方案 D：提供一种疫苗，有效概率为 $1/3$ 。如果疫苗有效，将会使每个人治愈。但是如果疫苗无效，将会导致 600 名患者都死亡。

面临的健康威胁保持不变，但是 $2/3$ 的同学选择了方案 D。即使方案 C 和方案 A 结果相同，只是以更可怕的词语表达，但“400 人将死亡”的陈述，足以使大部分学生感到恐慌而拒绝了方案 C。很明显，对事件描述的生动性将会影响投资者的决策。

106 投资者情绪化实例：1987 年美股崩盘中的恐慌和反馈交易

1987 年 10 月 19 日，标准普尔 500 指数经历了自记录以来的最大跌幅：下跌 22.6%。而当日似乎没有明确的消息导致了股票的崩盘。10 月 19 日当天，恐惧的投资者在价格的暴

跌时纷纷选择卖出股票，投资者形象地认为这是 1929 年股灾的重演。这种断言经常出现在股市崩盘的对话以及报道中，它具体化了投资者的恐惧，成为了投资者在股市崩盘中卖出股票的诱发因素。

这种情绪在市场当中传导的非常迅速，投资者遥相呼应，以至于越来越多的人卖出手中的股票。此外，因市场大幅的下跌，很多投资者因为下跌的压力而呈现出一种生理反应（难于集中注意力，出汗或者呼吸苦难），他们已经表现出了焦虑的生理症状。这也是他们决定卖出股票的一个重要原因。这些典型的情绪化交易造成了如此巨大的跌幅。

投资者的情绪化交易往往是由于没有一个固定的交易策略或者没有按照之前制定的交易策略进行交易。恐惧是情绪化交易的一个重要原因，恐惧的来源有两种：对亏损的恐惧和对错过行情的恐惧，其中第二种恐惧也可以解释为贪婪，贪婪和恐惧是造成投资者交易情绪化的重要原因。而一套交易系统或者一套资金管理系统可以减少这种情况的发生。在后面的章节中，我们将详细介绍资金管理的有关内容。

二、过度自信

金融界有一句名言：一切取决于信心。我们最好明白保持怀疑的重要性——加尔布雷斯（1975）

大量的研究表明，各种各样的“专业人士”，例如医生、律师和投资专家，都存在着

过度自信。过度自信简而言之，就是他们低估其他人对市场价值的认知能力，高估自己对市场价值的见解。因为投资者高估自己的私人信号的准确度而低估其他交易者所认为的价值信号。这使他们在交易中更加的武断，相对于理性的交易者，过度自信容易使投资者过多的交易。

交易者的过度自信会减少他们从交易中获得的利润。一方面过度的自信使得投资者交易频率增大，其中的很多交易可能在没有考虑交易成本的时候都是无利可图的。另一方面过于自信可能会使投资者相信积极的资金管理策略更加有利可图，特别是在较大规模的单边行情中，过多的交易也更容易使得他们的获利减少。

过度自信使交易者损失惨重。对于过度自信的交易者来说，接受失败是困难的。如果投资者没有一个适当的资金管理体系或者由于过度自信而不愿去执行之前的资金管理体系，那可能将会导致投资者损失惨重。

107 过渡自信导致失败的案例——张卫星“爆仓”事件

2008 年 8 月 29 日，北京高德黄金联合金银制品有限公司（简称“高德黄金”）海外炒金“爆仓”。高德黄金总裁，国内投资界知名人士张卫星承认，在这一次国际黄金市场的大跌当中，高德黄金的判断失误，导致了投资的亏损，他在境内外的黄金期货交易中损失数千万元，已爆仓出局。

其爆仓的根本原因在于高德黄金的操作计划上出现了失误，并且过渡自信，不愿意及时面对和改正判断的失误。张卫星认为，过去每年在 6、7、8 月份到来年的 2 月份之间都是牛市，他们一般的情况下是在 6、7、8 这三个月左右的时间里，建好仓位一直等到春节之前，等待一个销售旺季和牛市到来的收获，但是 2008 年，张卫星犯了经验主义错误，也是在 6、7 月份开始建好仓位，准备放到春节坐等收获，但是却在这个时候遭遇了 20 多年黄金市场上最大的一个暴跌，因为根据他们的统计，黄金最大的回调幅度在百分之十几到百分之二十几，所以他们依旧自信的坚持做多，但是这一次的波动的幅度达到将近百分之三十（当时黄金最大的跌幅如图 5-2 所示达到 34%）这个暴跌使得他们按照正常年份操作的“安全仓位”，在如此巨大的跌幅面前无法承受，最终由于资金不足导致爆仓。

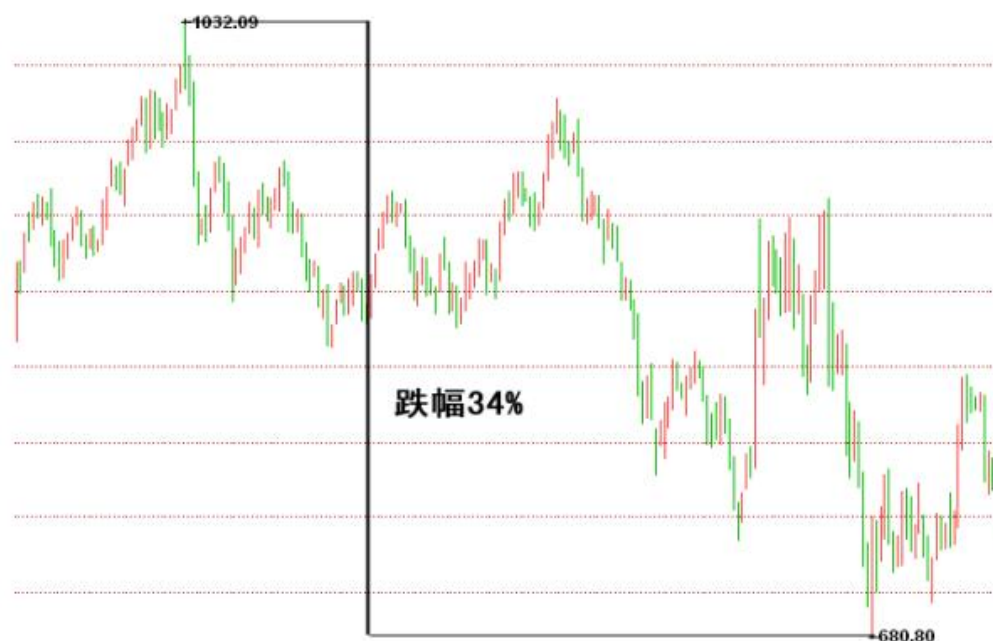


图 5-2 2008 年 3 月-11 月黄金现货走势图（日线）

突如其来的大幅暴跌，使得张卫星原有的经验被打破了，由于过度自信，采取经验主

义策略，仍然继续做多，才最终造成了这次的损失。

108 三、过度反应与反应不足

各种消息影响着市场，尤其是重要事件，对价格走势能够起到决定性的作用，但是由于投资者存在认知偏差，投资者在交易过程中往往带有情绪化等因素，导致证券市场上出现反应过度与反应不足的现象。过度反应和反应不足是都体现了投资者对相关信息反应的敏感程度。

1. 投资者对消息的过度反应

过度反应是指黄金价格超过其内在价值，随后再以反向修正的形式回归到其应有的价格水平。投资者们的过度乐观使之前的利好消息在程度和持续性上产生了进一步的放大，将黄金价格推至过分的高度（或低位），当随后的实际信息达不到市场预期时，金价就会反转下跌（或上涨）。如图 5-3 所示，美国东部时间 8 月 5 日晚间标普下调美国主权债务评级

从最高的 AAA 级调降至 AA+级，评级展望为负面。黄金受此消息影响连续暴涨，不断刷新记录

高点，黄金的避险功能被投资者疯狂追捧，当时投资者对于此消息的反应是：在这个世界上最具有信用的金融资产都失去了投资者的信任，唯有黄金这种硬通货才能成为最终货币的象征。

之后市场上利多消息不断，欧洲债务危机升级，希腊国债收益率飙升至 72%，再度引爆市场的避险情绪，加上美国第三轮货币量化宽松政策的预期（QE3）使得黄金不断创出新高。由于此时投资者情绪高涨，将任何市场非负面的消息时都解读为利多因素，使得金价更易涨难跌，导致黄金连续大幅攀升，已经偏离其本身的价值，直到欧债问题有所缓解，美国 QE3 预期有所减弱，之前的利多因素均逐渐消失之时，投资者才发现金价已经处于一个非常高的价格区间，大量的获利了结卖盘使得黄金瞬间从高位跌落并且形成顶部。这是一个典型的投资者对于信息的过度反应。



图 5-3 2011 年 6 月-9 月黄金价格走势（日线）

2. 投资者对信息的反应不足

反应不足是指投资者对自身的判断过度自信，或是一味依赖过去的历史经验作为判断的参照标准，对市场出现的新趋势和新变化反应迟钝，丧失了获利的良好时机。当新的

信息公布之后，黄金价格并没有立即充分地调整（或上涨）到位，而是在接下来的时间里逐渐向均衡价格靠拢。消息是逐步反应到价格中的。

3. 出现过度反应与反应不足的原因

市场出现过度反应的主要原因在于投资者对待历史信息和当前信息态度的差异，当投资者高估当前信息、低估历史信息时，就会对当前信息做出超理性反应，金价出现高出预期水平的上涨或下跌。经过一段时间，投资者能够合理评价、修正时间的影响时，金价便会出现反向修正。出现反应不足的原因正好相反，当投资者低估当前信息、高估历史信息时，就不太会对当前信息采取行动，要经过一段时间金价才会变化至其内在价值。因此，反应过度 and 反应不足归根到底是由于信息效率和信息传递不均衡导致的。

过度反应往往出现在顶部（或底部）形成过程的前半段，由于跟随趋势的倾向是人性的基本特征之一，也是许多金融决策的基本特征，所以更加容易造成过度反应的发生，这也是顶部往往快速拉升（或下探）的原因。而反应不足更多的出现在筑底（或筑顶）的过程中，由于之前下跌（或上涨）的惯性，导致了投资者对于利好（或利空）的反应不足和迟钝。当市场存在反应过度或反应不足时，投资者需要灵活对待，积极转变思路以获得理想收益。

110 四、羊群效应

羊群效应最早是股票投资中的一个术语，主要是指投资者在交易过程中存在学习与模仿现象，“有样学样”，盲目效仿别人，从而导致他们在某段时期内买卖相同的股票。金融市场中的“羊群行为”是一种特殊的非理性行为，它是指投资者在信息环境不确定的情况下，行为受到其他投资者的影响，模仿他人决策，或者过度依赖于舆论，而不考虑自己的信息的行为。在黄金市场中也同样存在着羊群效应。

1. 羊群效应形成的原因

羊群行为的形成的原因从心理学角度分析，是源于人类的从众心理，其主要产生原因是由于金融市场信息相似性和信息不完全。

机构投资者具有高度的同质性，他们通常关注同样的市场信息，采用相似的经济模型、信息处理技术、组合及对冲策略。在这种情况下，机构投资者可能对盈利预警或证券分析师的建议等相同外部信息作出相似反应，在交易活动中则表现为羊群行为。

信息可以减少不确定性，投资者获得准确、及时和有效的信息就意味着可以获得高额利润或者避免重大的经济损失。但是在现实市场中，信息的获得需要支付经济成本，不同投资者获得信息的途径和能力各不相同，机构投资者拥有资金、技术、人才的规模优势，个体投资者在信息成本的支付上远远不能同机构投资者相比。由此导致的直接后果是机构投资者比个体投资者获得更多的有效信息，个体投资者在获取有效信息和获得投资收益时处于不利地位。个体投资者为了趋利避险、获得更多的真实经济信号，将可能四处打探“内幕消息”，在更大程度上助长了市场的追风倾向。

而实际上即便是机构投资者，信息也是不充分的。在这种市场环境下，投资者无法直接获得别人的私有信息，但可以通过观察别人的买卖行为来推测其私有信息时，就容易产生羊群行为。尽管机构投资者相对于个人投资者处于信息强势，但是由于机构投资者相互之间更多地了解同行的买卖情况，并且具有较高的信息推断能力，他们反倒比个人投资者更容易发生羊群行为。

2. 羊群行为的影响

（1）“羊群行为”者往往抛弃自己的私人信息追随别人，这会导致市场信息传递链的中断。所以“羊群行为”由于具有一定的趋同性，从而削弱了市场基本面因素对未来价格走势的作用。

（2）如果“羊群行为”超过某一限度，将诱发另一个重要的市场现象——过度反应现象，这个在前文中已经讲述。在上升的市场中（如牛市），盲目的追涨越过价值的限度，只能是

111 制造泡沫;在下降的市场中（如熊市），盲目的杀跌，只能是危机的加深。投资者的“羊群行为”造成了金价的较大波动。

（3）所有“羊群行为”的发生基础都是信息的不完全性。因此，一旦市场的信息状态发生变化，如新信息的到来，“羊群行为”就会瓦解。这时由“羊群行为”造成的金价过度上涨或过度下跌就会停止，甚至还会向相反的方向过度回归。这意味着“羊群行为”具有不稳定性和脆弱性。

五、有选择的吸收信息

一些投资者拥有自己的投资者偏好，例如，一个投资者在黄金市场中经常性的扮演多头角色，在他的分析中，他认为“黄金具有强大的避险功能”非常重要，能够对价格走势起到决定性影响，所以他根据当前形势选择长期买入黄金。这是一个拥有自己个人投资偏好的投资者，当他得到一系列消息时，他往往会将消息曲解以符合自己的投资偏好，并且忽视那些与自己的偏好不符的信息。这种现象称为个人偏好现象。这可能是由于某些相关信息（黄金具有强大的避险功能）吸引了他的注意力，使他的投资具有了一定的倾向。特别是在他持有仓位的时候，他对信息的有选择性吸收将更为明显。持有多单的这位投资者往往会对于利好消息选择吸收和放大，而对于利空消息，很可能是选择忽视或缩小。例如，这位投资者只看到黄金具有避险功能，而没有发现经济衰退对黄金造成的冲击，仍然坚持看多黄金市场，这时如果黄金体现出商品属性，随着经济下滑，金价也逐步回落，那么这位投资者认定的黄金具有的避险属性将不被激发，他也将由于对信息的有选择性吸收而遭受损失