

## 行为金融学与期货投资策略

传统金融学的核心内容是“有效市场假说”。这一假说认为：金融产品的价格中已经包含了所有的公共信息。有效市场假说，是基于理性人假设这一基本前提。在传统金融理论中，理性人假设通常包括两个部分：一是以效用最大化为目标，二是对能够对一切信息进行加工和处理。然而，大量实证研究表明，金融市场中存在着大量与有效市场假说相悖的现象。基于理性人假设的“有效市场假说”存在着内在缺陷，投资者并不是完全理性的。行为金融理论将心理学尤其是行为科学的理论融入到金融学中，从微观个体行为以及产生这种行为的更深层次的心理、社会等动因来解释、研究和预测资本市场的现象和问题。它否定了传统金融学理性投资者的简单假设。对广大的期货投资者而言，可以采取针对非理性市场行为的投资策略来实现投资目标。

### 一、羊群行为

所谓羊群行为是指：由于受其他投资者采取某种投资策略的影响而采取相同的投资策略。投资者采取相同的投资策略并不一定是羊群行为，羊群行为强调对其他投资者投资决策的影响，并对他的投资决策结果造成影响。

社会中普遍存在信息不对称，即使在信息传播高度发达的社会上，信息也是不充分的。在信息不充分的情况下，期货投资者的决策往往不完全是依据已有的信息，而是依据对其他投资者行为的判断来进行决策，这就形成了羊群行为。在我国期货市场中，存在着大量的跟主力持仓的投资行为，或在同一期货公司开户的投资者往往持有同方向的期货合约。

由于羊群行为在期货市场中的广泛存在，期货价格的过度反应将是不可避免的，以致出现“涨过了头”或者“跌过了头”。这样投资者可以采取相反投资策略进行短线交易，以赢取过度反应向真实反应的价值回归过程中的利润。另外，期货交易是一个“零和游戏”。如果除去手续费等费用，期货交易严格说来是一个“负和游戏”，在这样的一个市场中，真理往往掌握在少数人手中。市场上的大多数人认为价格应该上涨的时候，价格往往会出现转机。

### 二、反应过度与反应不足

反应过度与反应不足是投资者对市场信息反应的两种情况。投资者在投资决策过程中，涉及与统计有关的投资行为时，人的心理会出现扭曲推理的过程。事件的典型性将导致反应过度，而“锚定”将引起反应不足。

事件的典型性是指人们通常将事情快速地分类处理。人的大脑通常将某些表面上具有相同特征而实质内容不同的东西归为一类。当事件的典型性帮助人组织和处理大量的数据、资料的时候，就会引起投资者对旧的信息的过度反映。比如说在大连大豆的期货市场上，从历史数据上和季节性因素看，大豆有多头月和空头月之分。在这些月份上，当基本面有变化的时候，人们往往会由于对多头月和空头月的概念反应过度而忽略这些变化，从而产生价格的失真。但是，并不是说投资者不会改变他们的观点，随着时间的推移，基本面的这种变化持续下去，投资者将最终改变错误的观点。

“锚定”就是指人的大脑在解决复杂问题时往往选择一个初始参考点，然后根据获得的附加信息逐步修正正确答案的特性。“锚定”往往导致投资者对新的、正面的信息反应不足。比如一个训练有素的推销员同买家的谈判总是从最高价开始的，然后把价格慢慢地逐步降

低。推销员的目标是把买家“锚定”在较高的价位上。在期货市场中“锚定”经常导致期货价格的暂时性失真。例如，期货市场上突然宣布基本面有实质性的变化，但是价格并没有上涨，或者上涨并没有利好所应该带来的上涨多。投资者认为这种利好是暂时的，并不能影响大局。实际上，投资者把价格“锚定”在较低的水平，投资者对利好消息对期货价格的影响“抛锚”了。但是，投资者的观点也跟事件的典型性一样，会随着时间的延长而修正。

在期货投资中的策略就是在大多数投资者意识到自己的错误之前，投资那些价格有偏差的期货品种，并在期货价格正确定位后抛出获利。

### 三、心理偏差

行为金融学研究市场中的一些心理偏差，有过度自信、损失厌恶、风险容忍度等。

投资者往往过分相信自己的判断能力，这个现象称为过度自信。当人面对不确定时，无法作出适当的权衡，更容易出现行为认知偏差。人们往往认为自己的观点更有把握，而选择自己的观点。过度自信并不单单影响投资者，对市场的专业人士也构成影响。

而损失厌恶则表现为：人们面对同样数量的收益和损失时，感到损失的数量更加令他们难以接受。这就是投资者在获得收益时会马上平仓，而在损失时会继续持仓的解释。人并不是一成不变的风险厌恶者或者风险追求者，面对不同的情形，人们对风险的态度也有所不同。当涉及的是收益的时候，表现的是风险厌恶；当涉及的是损失的时候，则表现为风险追求。

行为金融学指导下的期货投资策略具有一定的合理性与普遍性。但这些理论并不是对传统金融理论的否定，而是一种补足。只有把两者结合起来考虑，才能全面把握期货市场这个复杂多变的空间。

原作者：王沛

西南财经大学中国金融研究中心 苟宇 摘自《期货日报》