文摘

行为金融学与基金投资策略分析

行为金融学是金融学和人类行为学相交叉的边缘学科。它的意义在于确立了市场参与者的心理因素在决策、行为以及市场定价中的作用和地位，否定了传统金融理论关于理性投资者的简单假设，更加符合金融市场的实际情况，其产生是对传统金融理论的一个巨大挑战。对于投资者（包括机构投资者和个人投资者）而言，行为金融学的巨大指导意义在于：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。近年来，在美国的共同基金中已经出现了基于行为金融学理论的证券投资基金。

一、羊群行为与相反投资策略

在股票市场上的羊群行为是多种多样的，在这里列举两种。

基于信息的羊群行为（information-based herding）。传统的金融理论大多隐含完全信息的假设，但事实上，即使在信息传播高度发达的现代社会，信息也是不充分的。在信息不充分的情况下，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的投资行为的判断来进行决策。这样就形成了羊群行为。

基于名誉与基于报酬的羊群行为（reputation-based and compensation-based herding）。这种现象在基金经理中相当普遍。它的基本理论是：由于雇主不了解基金经理的能力，基金经理也不了解自己的投资能力，为了避免因投资失误而出现的名誉风险，基金经理有模仿其他基金经理投资行为的动机。如果许多基金经理都采取同样的行动，羊群行为就发生了。在股票市场中，许多证券投资基金对基金经理的报酬是建立在相互业绩比较的基础上，如果表现比同业出色，基金经理将获得额外的报酬，否则将受到惩罚。如果基金经理是风险厌恶者，那么他们之间就有采取相互模仿的倾向，以保证基金业绩趋同，避免受到惩罚。如果市场中有许多的基金经理都采取模仿行为，那么羊群行为就形成了。

由于市场中广泛存在的羊群行为，证券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”。投资者可以利用可以预期的股市价格反转，采取相反投资策略（contrarian strategy）来进行套利交易。相反策略就是针对羊群行为而制定的一种积极的投资策略。

二、反应过度、反应不足与行为金融学投资策略

反应过度（overreaction）和反应不足（underreaction）是投资者对市场信息反应的两种情况。行为金融学的投资策略行为金融学的目的就是要发现股票市场中投资者对新信息的过度反应或者不足反应的情况，反应过度和反应不足都将导致股票价格的错误定价。因此，行为金融学投资策略的目标就是在大多数投资者认识到自己的错误以前，投资那些定价错误的股票，并在股票价格正确定位之后获利。

三、中国证券市场中基于行为金融学的投资策略

我国证券市场同成熟的证券市场比较，还是一个新兴的证券市场——历史短、不规范。传统金融学的实证研究表明：中国证券市场是无效率的。在无效率的市场上，基于传统的金融学投资理论的基金投资策略将很难成功，因为满足发达证券市场的投资理论的一些前提条件在中国是并不存在的。结合行为金融学的理论，考察中国证券市场的投资者行为特点，制定科学的投资策略，是中国的投资者，特别是中国的证券投资基金面临的一大课题。

——对政策的反应与行为投资策略。考察中国证券市场的历史走势，我们会发现在重要的顶部或底部区域，在消息面上总是伴随着一些重要的股市政策的出台。政策常常左右着中国证券市场的走势，一方面给市场的“先知先觉者”带来了巨大的收益，另一方面也使“后知后觉者”承担了巨大的风险。不同的投资者对政策的反应是不一的。机构投资者由于具有较强的研究力量，往往对政策的把握有一定的预见性。而普通个人投资者由于信息的不完全，往往对政策信息表现出过度反应。针对普通个人投资者的行为反应模式，投资基金可以制定相应的行为投资策略——相反投资策略，进行积极的波段操作。

——ST现象与行为投资策略。ST现象是指那些被冠以特别处理的上市公司，其股价在特别处理消息公布后不跌反升的现象。对于特别处理这样的“坏消息”，ST股票的价格不跌反涨显然是违背了有效市场假说。从行为金融学的理论来看，这种现象是有道理的。ST公司会因此成为潜在的并购目标，将伴随着大量的现金注资、资产重组、政府保护等活动。考虑到壳资源在中国证券市场上的稀缺性，ST公司的价值无疑是巨大的。这样，ST现象就很好理解了。

原作者：长江证券有限责任公司总裁 田丹

西南财经大学中国金融研究中心 苟宇 摘自《中国证券报》