



如何避免投资中“错误”的行为？



文/意见领袖专栏作家 黄大智

推荐书目：行为经济学的代表作《“错误”的行为》，作者是芝加哥大学商学院教授理查德·塞勒，诺贝尔经济学奖获得者，也是行为经济学和行为金融学领域的重要代表人。



与一般的经济学著作不同，《“错误”的行为》中没有那么多的数理模型和各种假设前提。作者塞勒通过各种人在现实中的各种行动和案例，把高高在上的经济学带回现实中，并且还讲得通俗易懂。

从《“错误”的行为》到《助推》再到《赢家的诅咒》，在塞勒的这几本书中，作者通过人类心理学的近期成果以及他对动机和市场行为的真知灼见，引导读者学习如何在日渐复杂的世界中做出更理智的决定。从家庭

理财到学院分办公室，从电视竞猜类节目到美国国家橄榄球联盟选秀，再到优步（Uber）这样的公司，塞勒向我们展示了如何将行为经济学应用到各个领域。

由于金融领域数据的完整性和长期的连续性，行为经济学的很多结论都可以在金融投资领域得到验证。以“非理性繁荣”为例，在《“错误”的行为》一书中，塞勒用 1880 年至 2014 年美国股市（标准普尔 500）的长期市盈率为例子，展示了金融投资中并不总是理性的，或者说绝大多数时候投资者都是“反应过度”的，市场价格总是在偏离均线运行。如果我们回顾 A 股不长的历史，应该也可以发现“非理性繁荣”时有出现，譬如 2007 年上证指数的 6124 点，2015 年的 5178 点，以及新冠疫情后带来的“繁荣的牛市”。

塞勒指出，非理性繁荣导致的这种“市盈率效应”是由过度反应引起的。因为投资者对股价的未来增长过度乐观，市盈率高的股票（即成长股，之所以称作成长股，是因为此类股票的价格必须疯涨才能证明其高市盈率的合理性）价格涨得“过高”；而因为投资者过度悲观，市盈率低的股票或价值股的价格又跌得“过低”。如果该假设成立，价值股的高收益和成长股的低收益将呈现“趋均数回归”的现象。

对此，塞勒也给出了明确的建议，即“投资者应该避免在市场显示出过热迹象时将资金投入其中，但也不应该期待通过短线操作而获得巨大收益”。这一点对于个人投资者则更为重要，因为当市场过热时，每个人都

会将高估值、高增长等视为合理，进而忽略其中的风险。比起判断泡沫何时会破裂，发现我们是否处于泡沫当中其实更容易。另外，试图通过波段操作获利的投资者几乎都很难如愿以偿。

根据人们这种总是“乐观时过于乐观，悲观时过于悲观”的心理，塞勒还提出一个很有意思的结论，即小市值和价值股的投资性价比更高，成长股的风险或许比价值股的风险更大。

这些结论其实也并不仅仅适用于股市，对房地产市场也同样适用。通过研究 20 世纪 90 年代的美国房地产市场数据，塞勒指出：“当房价严重偏离历史水平时，不管是偏高还是偏低，这些信号都某种预测价值”，目前我们一些城市住宅的平均房价与平均租金相比的“租售比”，似乎有点高得离谱了。并随后在媒体上公开提出了存在房地产泡沫的警告，最终事实证明席勒是正确的。

当然，这些预测无论是在时间上还是幅度上，都不够精确，但它们并非一无是处。房价偏离历史水平越远，这些信号越应该被严肃对待。与股市的投资相同，投资者应该避免在市场显示出过热迹象时将资金投入其中，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40018

