

# 如何让聪明的钱更理性？ | 机构投资 · 行为金融 · 专业洞察

## 一、大象起舞：机构投资者时代的正在来临

目前机构投资者已经成为我国资本市场的重要参与力量。Wind 数据显示，截止 2025 年 2 季度末，机构持有 A 股流通市值的比例为 50.84%，创下三年多来的新高。同时，机构投资者持有公募基金的比例也从 2019 年底的 38.47%，逐步增长到 2025 年 2 季度末的 43.55%，公募基金正逐渐成为机构投资者青睐的资产配置工具。

然而，一些关键问题也随之而来：机构投资者是否总能保持理性、做出最优的资产配置决策？如果他们也存在非理性的行为偏差，又该如何利用行为金融学的洞察，“少犯错、走对路”？

因此，上海证券基金评价中心联合鹏友会·鹏华基金投资者教育基地共同推出了《机构投资·行为金融·专业洞察》专栏，和大家一起探究机构投资行为及行为偏差，以及不同类型机构投资者的投资偏好和特征等多方面内容，并通过行为金融学的独特视角深入剖析背后驱动因素，力求给我国机构投资者群体进行精准画像，揭开背后容易被人忽视的“真相”，引导机构投资者进行更理性的资产配置。

## 二、人心与市场：研究投资行为偏差的学问

行为金融学诞生于上世纪 70 年代，由 Daniel Kahneman 和 Amos Tversky 提出的前景理论 (Prospect Theory) 奠定了后续的发展基础。进入 20 世纪 80 年代后，一些学者开始将心理学研究成果应用于金融领域，正式开启了行为金融学的研究，并逐渐成为金融学的一个重要分支。20 世纪 90 年代后，行为金融学研究领域更是不断发展，并于 2002 年、2013 年和 2017 年获得诺贝尔经济学奖，成为金融学的主流分支。

简而言之，行为金融学就是通过融合心理学、社会学、经济学等多个学科的理论和方法，揭示人类行为在投资决策中的规律和特点，解释传统金融理论难以解释的市场“异象”的学问。例如，行为金融学挑战了传统金融理论的“理性经济人”假设和效率市场假说，提出了更符合现实的投资者行为模型；揭示了投资者的认知偏差和情绪对投资决策的影响，如过度自信、损失厌恶、羊群效应等；也为投资策略和风险管理提供了新的视角和方法，如逆向投资、动量投资等。

## 三、新方法：用行为金融学赋能机构投资者资产配置

在传统印象中，机构投资者是“聪明的钱”——理性、专业、风控严，而个人投资者容易受情绪影响，追涨杀跌。因此，行为金融学过去主要研究个人投资者的非理性行为。但近年来的研究发现：机构投资者也并非“百毒不侵”，其决策背后同样藏着心理因素的影子。

例如，关于机构投资者为何偏爱长期投资，就有多种心理学观点提供了不同角度的解释，其中施洛莫·贝纳茨 (Shlomo Benartzi) 和理查德·塞勒 (Richard Thaler) 提出的“短视型损失厌恶”理论认为：个人投资者普遍受短期业绩波动影响，因而倾向于短期投资，而机构投资者则恰恰相反，更能依赖资产的长期历史表现；而诺奖得主保罗·萨缪尔森 (Paul Samuelson) 认为：对长期投资的选择，可能建立在一个“框定型错误”上，这一认知偏差会让投资者误认为长期持有就不会出现亏损，从而导致长期投资倾向。再比如，海外市场观

察到的“高分红”偏好，以及产品设计中普遍设置的“止损线”机制，其背后均隐含着值得挖掘的心理学驱动因素。

也有部分研究认为机构投资者背后由人进行运作，不可避免也会受到人的情绪影响，存在非理性行事的可能。这方面的研究更关注机构投资者可能会出现某些行为偏差和认知偏差，例如羊群效应、处置效应、模糊规避、本土偏见以及过度自信等。现实中，机构投资者通常通过制度约束和团队决策来减少非理性行为，但在公司风控制度不完善的情况下，也会出现极端风险事件，例如震动全球金融界的上世纪末某历史悠久国际银行倒闭事件就是个人违规交易行为所导致。再例如，2020-2021年，公募基金抱团消费板块、医药板块、新能源和科技龙头等，从行为金融学视角，其背后就可能存在羊群效应，一方面基金经理抱团某些板块，另一方面投资者抱团明星基金经理，为基金抱团提供弹药。这种抱团现象反映了中国资本市场机构化进程中的阶段性特征，虽然在特定时期能够创造超额收益，但过度集中带来的流动性风险和估值泡沫引起了市场各方高度警惕，在各方努力下，目前基金抱团现象已经大大缓解。

那么，行为金融学如何帮助机构投资者优化资产配置？答案不是去批判谁不理性，而是要识别偏差、设计机制、引导行为。

例如，出现盲目跟风的“羊群效应”时，可以建立“反羊群清单”，主动审视估值和拥挤度，必要时逆向调仓；发生过早卖出盈利资产和长时间持有亏损资产的“处置效应”时，可以用机械化的再平衡原则打破心理包袱，避免“赚小钱、亏大钱”；遇上投资决策时过度依赖最先接触信息的“锚定效应”时，则可以采用多模型估值，减少单一锚点的绑架……

实际上，机构投资者相比个人投资者明显的优势，就是可以用制度和团队来纠偏。把行为金融学的理念和方法嵌入配置流程中，或许不失为一个好的方法。

后续本专栏将基于我国市场数据，聚焦普通投资者经常接触的三类机构：公募基金、银行理财、保险资管，挖掘其行为模式，系统分析其背后的成因，并形成基于行为金融学视角的建议。

对于有缘阅读本专栏的投资者，我们希望：如果您是机构投资者，希望我们从行为金融学出发的新视角，能够帮助您更清醒地认知自身的优势与局限；如果您是普通投资者，也希望您能够对机构投资者的行为逻辑有更清晰的认知，从而在未来接受各类机构服务时，能从从容容，游刃有余。

**【合规提示】**本文仅为行为金融理论与市场现象科普分析，不构成任何投资建议、投资分析意见或产品推介。基金过往业绩不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。