

金融心理学

——掌握市场波动的真谛 (修订版)

The Psychology of Finance

Understanding the Behavioural

Dynamics of Markets (Revised Edition)

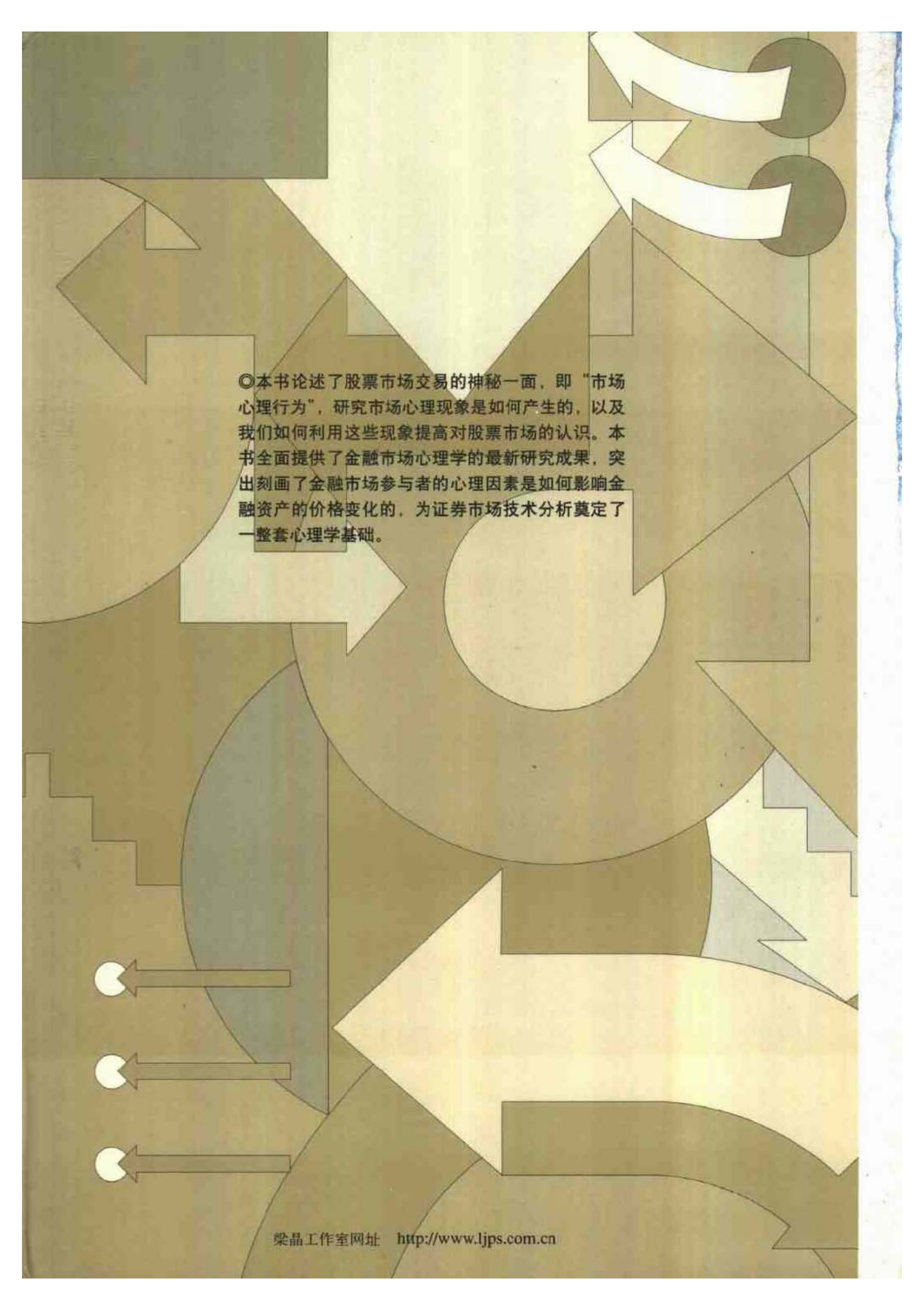
[挪威] 拉斯·特维德 著

Lars Tvede

中国人民大学出版社

金融学译丛



The background is a complex abstract composition of geometric shapes in shades of brown, tan, and grey. It features large circles, triangles, and irregular polygons. Some shapes are solid, while others are outlined. There are also some white curved lines and arrows pointing in various directions, adding to the dynamic feel of the design.

◎本书论述了股票市场交易的神秘一面，即“市场心理行为”，研究市场心理现象是如何产生的，以及我们如何利用这些现象提高对股票市场的认识。本书全面提供了金融市场心理学的最新研究成果，突出刻画了金融市场参与者的心理因素是如何影响金融资产的价格变化的，为证券市场技术分析奠定了一整套心理学基础。

金融心理学

——掌握市场波动的真谛 (修订版)

The Psychology of Finance

Understanding the Behavioural

Dynamics of Markets (Revised Edition)

[挪威] 拉斯·特维德 著

Lars Tvede

周为群/译校

中国人民大学出版社



梁晶
工作室
LIANGJING PUBLISHING & STUDIO



B1288558

金融学译丛

《金融学译丛》 推荐委员会名单

(按姓氏笔画排名)

- | | |
|-----|--|
| 王江 | Professor of Finance, Sloan School of Management,
Massachusetts Institute of Technology
麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授 |
| 许成钢 | Associate Professor of Economics, London School of
Economics
伦敦经济学院经济学副教授 |
| 何华 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 张春 | Professor of Finance, Carlson School of
Management, University of Minnesota
明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学教授 |
| 陈志武 | Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授 |
| 周国富 | Associate Professor of Finance, John M. Olin School
of Business, Washington University in St. Louis
圣·路易丝·华盛顿大学奥林商学院金融学副教授 |
| 林毅夫 | Professor, China Center for Economic Research,
Peking University
北京大学中国经济研究中心教授 |
| 钱颖一 | Professor of Economics, University of California,
Berkeley
加利福尼亚州立大学伯克利分校经济学教授 |
| 曹全伟 | Associate Professor of Finance, Smeal College of
Business, Pennsylvania State University
宾夕法尼亚州立大学斯米尔商学院金融学副教授 |
| 梅建平 | Associate Professor of Finance, Stern School of
Business, New York University
纽约大学斯特恩商学院金融系副教授 |
| 黄海洲 | Senior Economist, International Monetary Fund
国际货币基金组织高级经济学家 |

《金融学译丛》总序

金融学的核心问题是研究资本和资产的配置效率。在市场经济中，这种配置主要是通过金融市场来进行的。广义的金融市场包括证券市场、货币市场、各种形式的银行、储蓄机构、投资基金、养老基金、保险市场，等等。市场的参与者包括个人、企业、政府和各种金融机构，他们在资本市场中的交易形成了资本和资产的供求关系，并决定其价格。而价格又指导着资本和资产的供求及其最终配置。资本作为经济活动和经济发展中的关键因素，其配置效率从根本上决定着一国经济的发展过程和前景。因此，一个国家或经济的金融市场的发达程度明确地标志着它的经济发展水平。

中国正处在创建和发展自己的金融市场的关键时期。在谋求经济健康而快速发展的过程中，如何充分地吸引资本、促进投资，进而达到最有效的资本配置，无疑是成功的关键。因此，建立一个有效的、现代化的金融体系是我们的当务之急。中国经济进一步开放和国际金融市场全球化的大趋势更增加了这个任务的紧迫性。在这一点上，现代金融理论及其在西方的应用是我们急需了解和掌握的。

《金融学译丛》旨在把西方金融学的理论和实践方面最新、最权威和最有代表性的著作介绍给大家。我们希望这个系列能够涉及金融的各个主要领域，理论和实践并重，专业和一般兼顾。在我们所选择的书目中，既有反映最高学术水平的专著，也有西方著名商学院视作经典的教材，还有华尔街上通用的金融手册。内容包括金融和证券、资产定价、投资、公司财务、风险管理和国际金融，等等。但愿我们这个系列能为读者打开现代金融学知识、理论和技术宝库之窗，使它们成为发展中国金融市场的有力工具。

《金融学译丛》编辑委员会

2000年10月



前言

vii 职业投资的主要目的在于价值发现。例如，你可以买进某项金融工具，等待它的价格上涨，然后卖出，从中获利。

然而，仅仅考虑到价值被低估还不够。金融工具的价格永远在变，当其价格偏离内在价值时，它总是要价值回归的。但是，金融工具的价格有时也因其他原因而发生变化。

本书就是讨论这些“其他原因”，主要论述心理因素如何驱动金融资产价格变化。

金融分析师和职业股民已经撰写了许多论述金融价格变化内在动力的书籍和文章。他们大多使用所谓技术分析方法来探讨这一问题，其主要形式是利用图形研究市场结构和形态。其中的一些书籍和文章在其他职业股民和分析师中非常流行。其主要原因是：金融行业的大多数职业人士相信，金融价格的变化存在一定的结构和模式。然而，经常令人感到有趣和兴奋的是，股民的书籍和文章很少试图解释为什么他们提出的方法有效适用。他们提出的经验规律大多没有得到合适的理论支持。

另一部分（占较大比重）关于市场的文献是由科学家撰写的。这一部分或许有些枯燥无味，但是其力量在于它们是从科学的角度来研究市场的。它们当中大多数的结论是：市场价格变化是随机的或接近随机的。这似乎表明整个金融资产价格变化问题不是十分有意义。

这太奇怪了。科学家对这个市场的看法怎么与市场绝大多数参与者的看法不同呢？

我个人相信金融价格变化往往有其固有规律。我认为，虽然小的、流动性差的股票的价格变化主要呈现随机特性，但流动性较好的市场的价格变化往往不是随机的。得出上述观点的基本理由是：

viii

大多数股民都同意市场由反馈过程支配，并且这些过程产生趋势。经济学家已得出结论：无论这些过程是什么，其运动总和是价格或多或少地随机运动。但是，其他科学家（主要来自自然科学领域）有不同看法，他们经常证明：在一个由反馈过程支配的系统中，运动的总和是一种被称为确定性混沌的事物。这种混沌系统的固有运动规律很难预测，但不是不可以预测。

这就解释了为什么那么多股民一直坚信市场有其固有的模式。但是，为什么科学家们还在继续试图证明这些股民是错误的呢？

这是因为，如果你还是使用传统的标准统计方法来检测混沌系统，你将得到随机运动的错误诊断结论。因此，理解流动性金融市场动力学的最佳的整体框架模型是确定性混沌，而不是随机漫步。越来越多的科学家正在做这方面的工作，他们发现市场确实是混沌的，因此，集体性的错误只能慢慢纠正。

但是，如果科学家们的错误是如此之久，难道技术分析师就对了么？也不一定。你可以争辩他们事实上没有一点正确的地方——他们甚至还没有一条与我们有关的完善的主张。但是对于科学家，他们中有些人已经筹集到经费开始研究这之间的联系。这些人被称为“经济心理学家”、“心理经济学家”或者“金融行为学家”。但是，他们的数量依然稀少，这一点也不奇怪。要想得到赞助，研究与数十年来主流的学术观点相反的东西，必定是很困难的。

我相信心理学可以解释相当一部分市场行为，包括一些常用的技术分析方法。由于心理学现在还是一门有点空洞的学科，我缺少一些详细的研究作为资料参考，但我会尽力解释。

我希望你至少能够喜欢本书的部分内容，做出自己的判断。如果有些章节空洞乏味的话，敬请原谅。我们开始吧。

拉斯·特维德
于瑞士，楚格
2002年

目 录

第 1 篇	时间和无知之神秘力量	1
	第 1 章 理性人和实际世界	3
	第 2 章 一些实用术语	11
第 2 篇	金融市场的四项基本原理	15
	第 3 章 第一项基本原理：市场走在前面	17
	第 4 章 第二项基本原理：市场是非理性的	22
	第 5 章 第三项基本原理：混沌支配	31
	第 6 章 第四项基本原理：技术图形自我实现	39
第 3 篇	人类心理	45
	第 7 章 心理学的起源	47
	第 8 章 主要流派	53
第 4 篇	群体行为	65
	第 9 章 炼金师	67
	第 10 章 心理与金融相结合	72
第 5 篇	市场信息心理学	79
	第 11 章 最快的游戏	81
	第 12 章 无风起浪?	88

	第 13 章 小鱼和大鱼.....	93
	第 14 章 框架和态度.....	103
第 6 篇	趋势市的心理	111
	第 15 章 趋势开始形成.....	113
	第 16 章 和谐与共振.....	134
	第 17 章 认识庞氏先生.....	145
	第 18 章 牛市与熊市的差异.....	153
第 7 篇	平衡市的心理	157
	第 19 章 怀疑和犹豫.....	159
	第 20 章 当市场过分扩张时.....	166
第 8 篇	转势时的心理	173
	第 21 章 趋势反转时到底发生了什么?.....	175
	第 22 章 主要趋势反转时的预警信号.....	180
第 9 篇	崩盘时的心理	189
	第 23 章 追踪怪物的足迹.....	191
	第 24 章 动物本性.....	196
第 10 篇	领先一步	201
	第 25 章 风险暴露和时机选择.....	203
	第 26 章 毁灭之路.....	214
	附录 1 普通心理学年表.....	216
	附录 2 经济心理学年表.....	223
	附录 3 技术分析年表.....	225
	附录 4 历史上的金融危机年表.....	227
	附录 5 趋势市、转折市和崩盘时可能出现的心理现象总结.....	230
	术语解释.....	233
	参考文献.....	241
	索引.....	256
	译后记.....	282

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

第1篇

时间和 无知之 神秘力量

1 股票市场波动印证的并不是事件本身，而是人们对事件的反应，是数百万人对这些事件将会如何影响他们的未来的认识。换句话说，最重要的是，股票市场是由人组成的。

——伯纳德·巴鲁克
(Bernard Baruch)

第 1 章 理性人和实际世界

3 在批评他人之前，你必须设身处地为他人着想。这样，你在批评他人时，就已经和他们相距不远，站在相同的立场。

——弗里达·诺里斯
(Frieda Norris)

本书内容只是股票交易的一方面，而股票交易常常是充满神秘感的。本书讨论“市场心理学”：市场行为是如何产生的，我们如何认识、了解它们。

产生价格波动的部分行为机理是理性的和明智的，另一些则是愚蠢的和荒谬的。但是，正如我们反复看到的，只要股票市场存在下去，这种现象就永远不会消失。

事情是这样开始的

股票交易的历史可以追溯到几个世纪以前，没有人能够确定具体是什么时候开始的，但是很多证据表明，它起源于 12 世纪的法国。公元 1114 年香槟协会引入标准远期合约交易：布匹、酒、鱼、木材和金属 (Sowards,

1965)。

虽然最早的类似于证券交易的市场出现在法国，但意大利很快就赶上来，扮演主要角色。从12世纪到16世纪，意大利一直是金融中心，主要交易黄金、白银和货币。

4 欧洲人用的名词“bourse”（证券交易所）出现在16世纪，当时位于布鲁日（Bruges）的荷兰的范德伯尔斯（Van der Beurs）家族成为当地的金融和证券交易中心。人们蜂拥而至“Beurs”，这就是证券交易所一词（Bourse）的来源。在同一个世纪，证券交易在欧洲流行开来，大部分交易品种是皇家债券，有时甚至还有基金。

在此之后，事情一件接着一件。世界上第一个官方证券交易所1613年在阿姆斯特丹拔地而起，很快，欧洲其他国家也仿而效之。同时，第一种严格意义上的金融工具——期权，开始在荷兰使用，这事刚好发生在1636年著名的郁金香狂热之前。1654年，日本大米市场第一个采用期货合约交易。大米期货的交易遵守“大米期货市场”原则，这种原则制定了严格的大米期货合约标准和各种不同大米等级的确定标准。所有的交易都由一个非营利的清算公司监督执行，所有的价格差异都用现金结算；但不包括大米的实物交易（Bakken, 1953）。

看不见的手

只要证券交易存在，价格变动就一直令我们感到惊奇。许多人试图解释这些波动的原因，大部分理论家都采用下述似乎最自然的解释：

长期来看，股票价格反映其真实价值。另一方面，短期波动反映供求关系的小幅变化，这种变化应该认为是不可预测的和随机的。

人们假设市场反映真实价值，因为人是理性的，而且其行为按照学术界的说法，也是理性的。

5 几个世纪以来，经济学家一直在讨论个人和公司是否真的按照上述理性假设行动，如果是真的，又真到何种程度。大多数赞成这种观点的人倾向于所谓经济理论的新古典主义学派。他们的争论往往注重实效：通过假设经济世界完全由理性人组成，有可能构建出一个完全相反的世界。你可以建立数学模型，模拟每一个个体或组织的（逻辑上的）行为，然后将这些小模型加起来，组成一个大的模型，研究整个系统如何作用。这样的模型可以模拟一个公司、一个行业、一个国家，甚至全球的经济。你同样可以建立金融市场“理性人”的数学模型。这些模型假设所有参与者都对基本经济条件做了详细研究，并且根据他们的研究结果理性地确定金融资产的价格。作为“基本派”的市场参与者，尽量收集最多的信息以确定金融资产的“真实价值”，这样的市场定价是“有效的”，这就是所谓的“有效市场假设”。这些模型存

在的主要问题是，它们虽然在数学上很完美，但不实用。金融市场定价常常千奇百怪，极不理性。

经济预测的意义

当然，现在如果市场不反映真实价值，人们常常归咎于市场本身。投资者可以更多地关注基本派的预测。然而，事实是，那些真的按照基本派意见行事的人发现他们常常很难跑赢大盘。这是因为那种预测很少有准确的时候。实际上，它们的效果是如此之差，以致诺贝尔奖得主瓦希里·列昂惕夫（Wassily Leontief）这样评述经济模型：

没有哪一个实证研究领域使用如此众多精细的统计模型，却得到如此众多彼此迥异的结果。

很多情况下，学者们在几种不同模型间摇摆不定，这些模型给出的结果相差很多。例如，一种货币相对于另一种货币的价值可以根据以下几种方法计算：

- 购买力平价原则（PPP）：这种方法衡量本国货币在国内相对于在其他国家的购买力。
- 相对经济增长速度。
- 贸易收支差额。

除此之外，你还可以考虑其他因素，比如相对利率以及由于高额赤字或债务而导致的以外币结算的资本迅速外逃的风险。

6 即使两个学者使用的计算方法看起来相差不大，其最终结果也会由于所使用的假设有略微差异而相距甚远。举个例子，我们来估算股票市场的真实价值，也就是大量股票的组合价值。目前，一种最合理也最常用的方法是使用所谓的“美联储模型”。这个模型来源于美国联邦银行1997年发表的汉弗莱·霍金斯报告。该报告建议，估计股票合理价格的最好的方法是比较它们的市盈率（每股价格除以每股收益）相对于十年期国债的收益。如果国债收益较低，你就愿意接受较低的股票收益，也就是较高的市盈率。这不仅是因为其他投资方法（国债）收益较低，而且因为较低的国债利率意味着通货膨胀的可能性很小，金融收益保值或增值的要求也随之降低。虽然这种方法看起来非常合理，但是事实反复证明，不同的银行、不同的分析家同时对同一个市场应用同一种方法，得到的结果却大相径庭。其中的原因是方法间的微小差异。首先，绝大多数方法都要将预期收益代入模型，但是，这些预期收益如何增长？即使这些假设只存在微小差异，都将对结果产生重大影响。另外，有的方法是用不同到期的一揽子债券替换十年期国债，这同样会大大改变计算结果。最后还有时间因素。为了估计股票和国债收益的高低，必须研究历史平均收益水平。但是，研究多久的历史？5年，还是50年？时间的

选取对结果影响很大。

当不确定性起重要作用时，可以假设不同经济预测之间存在很大差异是合理的，这至少表明某种程度的不确定性。但是情况并非如此。有代表性地是，基本派的预测结果彼此相差无几，但是与实际情况却相差很远。1980年，《欧洲货币》杂志发表了16家顶尖分析研究机构对12个月后的美元/西德马克汇率的预测值。表1—1给出了这些预测结果。

12个月后，美元/西德马克汇率即非1.60，也非1.72，而是2.35！

资料来源：《欧洲货币》杂志，1980年12月号，第13—14页。

表1—1 16家顶尖分析研究机构对1981年7月1日美元/西德马克汇率的预测值

研究机构	预测值
亨利预测中心	1.72
Economic Models	1.71
伯克利咨询集团	1.70
花旗银行	1.70
米特兰银行	1.70
非力普德鲁	1.70
Predex	1.70
Data Resources	1.69
美国银行	1.68
大陆货币	1.68
布朗哈里曼兄弟	1.67
汉华银行	1.65
欧洲美国银行/福雷克斯研究所	1.65
Bi/Metrics	1.615
太平洋证券国立银行	1.61
哈里斯银行	1.60

注：该预测值最终的实际结果为2.35。

资料来源：《欧洲货币》杂志，1980年12月号，第13—14页。

一个重要的复杂问题

一个不容忽视的问题是**真实价值围绕价格波动**。这方面的一个很好例子是汇率的变化。如果一个国家的汇率上升，表明该国的通货膨胀率和利率开始下降，导致竞争力增加。在一段时间内，这将补偿汇率的上升。换句话说，汇率波动很大程度上是自我验证的。当价格上升时，价值也相应提高。

7

上述推理同样适用于股票。当股价上升时，该公司的信用改善，获得贷

款和增发新股的机会也增多。公司在用户中的形象也随之改善，并且可能赢得更多的用户。因此，价格波动影响真实价值。

期货市场的情况也相差不多。在大多数市场，供货商们结成联盟，以期控制价格。当价格上升时，联盟成员毫无问题会兑现他们的诺言，规则得以维持。但是，如果价格下跌，联盟中最弱的成员往往增加产量以寻求稳定的回报。结果供给曲线开始扭曲，导致短期来看，任何价格上涨都刺激削减产量，而价格下跌增加产量，这反过来又增加了价格下跌的压力。这就是所谓的自我验证过程，即供求关系的波动作为价格变化的函数，这在一定程度上使非初学者也感到惊奇。难怪有那么多人放弃了所谓的“长期投资”理念，其中之一就是约翰·梅纳德·凯恩斯。

凯恩斯的发现

8 在卡尔·马克思去世的 1883 年，凯恩斯生于英格兰。他从小就极其聪明。6 岁时就想研究他的大脑是如何工作的，到 28 岁时他已经是英国最著名的金融刊物《经济杂志》的编辑。在他的一生，他写了许多划时代的经济文献，并且曾任英国副财政大臣。

虽然卡尔·马克思的个人生活很不幸，但凯恩斯却沉浸在成功中，他不仅作为一个公众人物，同时还作为一个投资者。每天早晨他躺在床上花半个小时考虑其投资计划（凯恩斯偏好期货商品和外汇交易），试图挣 200 万美元以上。他同时还为剑桥大学管理一个基金，在他的领导下该基金增值 10 倍以上。因此，凯恩斯对投资和股市的看法很有影响力，那么，他到底写了些什么东西呢？在其 1936 年的著作《就业、利息和货币通论》中，他做了如下描述：

也许有人以为：有些人以投资为业，他们是专家，他们所有的知识和判断能力超出一般私人投资者以上；若听凭无知无识者自己去从事投资，固然可以使市场变化多端，但专家之间互相竞争，也许可以矫正这种趋势。然而事实上则不然。这批职业投资者与投机者之精力与才干，大都用在其他方面。事实上，这批人最关切者，不在比常人高出一筹，预测某一投资品在其整个寿命中所产之收益如何，而在比一般群众稍微早一些，预测决定市价之陈规本身会有什么改变。

从社会观点看，要使得投资高明，只有战胜时间和无知之神秘力量，增加我们对于未来之了解；但从私人观点，所谓最高明的投资，乃是先发制人，智夺群众，把坏东西让给别人。

很显然，凯恩斯认为股票市场是缺乏远见和非理性的，而且，与“时间和无知之神秘力量”的斗争远远难于“领先一步”。在他自己的股票操作中，他将经济学放在次要地位，而将主要精力集中于心理学，这是他投资取得巨

大成功的主要原因。

最大的难题

9 探寻真实价值的最大难题不在于构筑适当的经济模型上的困难，也不在于真实价值随价格波动，而在于描述真实世界动力学的经济仿真模型越好，它们得到的结果就越混沌。或者说，经济学家们越精细地完善他们的模型，那种模型根本不能预测长期发展的证据就越明显。

一些数学家对此加以嘲笑，因为他们一直怀疑这点。他们说：“原因在于，像复杂经济那种动态系统，其真实数学本质是非常混乱和高度不可预测的。”在数学家看来，很简单，经济学家在认识他们所从事的任务的真实本质上就已经失败了，因为他们没有考虑到非线性数学的本质。而且数学家们指出：“一般地，非线性数学的本质是，你只能预测系统的非常短期的行为。”

上述结论可以用一种通常称为“确定性混沌”的复杂独特现象加以解释。对许多或绝大多数经济系统而言，混沌意味着不可能做出客观和定量的长期预测。因此，在与“时间和无知之神秘力量”斗争时，我们只能转而寻求个人主观的猜测。而这当然与我们个人和主观的感受密切相关，例如希望、恐惧和贪婪。

技术分析和图学家

在《为投资生存而斗争》一书中，一个成功的投资者——美国人杰拉尔德·洛布（Gerald Loeb）是这样描述市场的：

根本就不存在所谓证券价值的最终答案这样一种东西，一打专家可能有12种不同的结论。如果过了一会儿，条件稍有变化，再给他们一个机会的话，他们立刻就会改变自己的预测。市场价值与资产负债表和损益表仅有部分关系，市场价值主要由以下因素决定：人性的希望与恐惧、贪婪、野心，上帝的行动，金融应力与应变，天气，新的发现，时尚和其他无数的、不可能毫无遗漏地一一罗列出来的东西。

10 很显然，这些“大腕”可能对如何在股市上赚钱有分歧，但有一点是意见一致的，这就是：市场常常是非理性的，但是能否通过分析“希望与恐惧”、“贪婪和野心”来预测投资者的“金融应力和应变”呢？或者说，能否计算某个给定时刻的买气呢？或者预测什么时尚将会流行？

有一类投机客试图根据市场过去的行为预测其未来走势，他们被称为

“图分析师”或“图学家”。

今天，已经没有人能够搞清图形分析是什么时候第一次用于预测金融市场了，但是最古老的证据是日本的稻米市场。

1730年，日本开始采用稻米期货合约标准交易。这些合约与现在很多交易所的商品期货合约完全相同，但有一个例外：它并不需要对所交易商品进行实物交割。期货合约可以买卖，但它不需要稻米实物的交割。然而，一个问题出现了：虽然稻米的现金交易价格波动很小，但期货交易价格波动很大，而且永远如此。1869年，政府终于再也不能容忍这种情况，下令关闭了期货市场。

但是怪事出现了：期货市场刚一关闭，实物市场便开始剧烈波动。两年后，市场一片混乱，政府不得不恢复期货交易。不过，这次与以前不同了，期货交易必须伴随基础市场的实物交割，这样市场才逐渐稳定下来。

日本投机客由此得到的教训是，股票价格并不仅仅反映供求关系，它还包括心理因素。在此之后经纪人发展了一系列利用心理因素的方法。他们很快开始用图形表示价格变化，从中发现价格变化的规律，现在，全世界的股民广泛使用这种方法。

神秘力量

现在，让我们总结时间和无知之神秘力量的四项基本原理：

第一项原理：**市场走在前面**。所有的目前的和潜在的投资者的总的看法通常不是某个人所能掌握的。也许“其他人”知道一些我们不知道的事情？我们永远不能确信。我们不得不承认，要走在市场认识并且在价格上消化此认识之前，是一项艰巨的任务。

11 第二项原理：**市场是非理性的**。市场可能对事件反应非常快。但这同样是主观的、感情的并且被狂想所控制，这种狂想又被变幻的趋势所左右。有时候，价格与投资者的经济情况和利率同步波动，在大众的疯狂和冷漠中摇摆不定，而不是由证券价值决定。每个投资者都试图理性，但实际上却表现出非理性行为。

第三项原理：**环境是混沌的**。宏观经济预测通常太不精确，对投资无任何帮助。尤其明显的是，由于经济间的相互关系常常受到小的，但非常关键的细节影响，这种细节可能改变一切，但无人可以预测到或猜测到。更糟糕的是：上述原理同样适用于金融市场。

只要市场存在一天，上述原理就一直适用。虽然不是所有人都明白其真正含义。

但是，现在还有第四项原理，这是由那些使用技术图形分析市场的技术分析师们创立的。这条原理是：图形是自我实现的。如果许多人在相同的图形上画着相同的线，并且输入到装有相同决策软件的计算机中，则其效果是

自我强化的。因此这第四项原理是：

第四项原理：图形是自我实现的。如果许多人使用同样的图形系统，他们可能从中获利，而无论这些图形的实际含义是什么。

投资有点像游戏，要学会这个游戏必须理解上述四项基本原理。我们将在第3章~第6章中仔细讨论这些原理。但是在此之前，需要解释一些实用术语，下一章就是为此打基础的。

第 2 章 一些实用术语

12 他们告诉我，对像我这把年纪的人来说，买这个股票比较合适。它确实管用。仅仅一个星期，我就成为老年人了。

——埃迪·康托尔
(Eddie Cantor)

在讨论游戏规律之前，我们首先了解一些基本术语。

三种图形

本书所用的价格曲线称为图形，它具有一定的含义。当你阅读此书看这些图形时，你就成为一个图学家了。这些图形大部分是条形图，每条线表示一天的价格范围，一周的交易可以表示如下：



条形线上的那条短的水平线表示当日收盘价，这通常是多空双方搏斗一天的短线妥协结果，它较好地表现了市场供求关系。当你画出条形图判别后市走势时，如果知道收盘价，最好集中精力于此。

13

条形图的一种简单变形是折线图，它仅仅表示收盘价的变化规律，如下图所示：



折线图所表示的信息没有条形图丰富，但它简洁明了。

上涨市场和下跌市场

市场有涨有跌，描述涨跌有专用术语。在较长时间范围内保持上升趋势的市场称为牛市，反之，如果市场下跌，则称为熊市。看涨的人是牛气冲天，看跌的人则是熊气弥漫。人们不清楚这种牛熊表示方法的起源，但流行的解释是牛总是昂着头（=上涨），而熊总是耷拉着脑袋（=下跌）。事实上，牛在向前冲时头也是低着的，这又多了一层相反的意思。

当市场上涨时，牛气的人买进，称为多头，当价格下跌时他卖出。如果他退出市场，术语称他在旁观，或观望。

如果一个投资者非常熊气，他会早走一步，提前卖出他的股票。设想一个小麦农场主，计划9月份收获大量小麦。但在2月份，他就有一种强烈的预期，今年小麦会有一个好收成，小麦将供过于求，价格看跌。因此他立刻卖出他的小麦，但交货还是在9月份。他卖出了他现在还没有但预期将会有的东西，在股票市场他的小麦头寸称为空头。他这样做的惟一动机是为了防范预期价格下跌，他是一个对冲商。在小麦安全收获之前，他不会再有任何新的举动，直到交割他的小麦，通过实物完成他的合约。

14

但是，我们假设到了3月份，小麦价格的下跌已经超过他的设想值，他可以买回在同一天交割的与他卖出数量相同的小麦。这将令他获得一笔投机利润，此时他不再是个对冲商，而是一个投机客。这种目的在于从价格下跌中获利的交易称为卖空。

作为投机客，卖空的一个关键步骤是迟早必须买回你的合约，以便结束这笔交易。但是，如果到时候没有人愿意卖，那你无论出多高的价，都必须找到一个卖家。此时，价格可以快速上涨。如果真的发生这种情况，我们称之为“轧空”或“杀空”。这种情况在19世纪中叶经常出现，那个年代策划轧空被认为是一个职业交易商所必须通过的终极测试。一次“船长”范德比尔特考虑轧空丹尼尔·德鲁，德鲁请求他宽恕时，范德比尔特说：

谁卖出不属于他自己的东西，谁就必须买回来，或者进监狱。

轧空如今已经很少见到，但它确实存在。

一些特殊的投资工具

很多市场都有一些特殊的金融工具，利用这些工具既容易做空又容易做多，这些工具就是**期货和期权**。

期货是在证券交易所上市交易的某种证券或商品的一种标准合约，它以预先确定的价格在预先确定的日期交割。如果史密斯先生买了在3月份交割的美国国债，他现在就要确定价格，但必须等到3月份完成支付，他才能接货。与此同时，布朗先生可以卖空该合约，以后再买回来，到时可能以更低的价格，通过买卖价差获利。如同传统的牛市和熊市交易，这样做的好处是，只要正确判断出市场的运行方向，则无论市场上涨还是下跌都可以获利。另一个好处是只需适当的担保。也就是说，事先只要存上一笔相当于合约总额很少一部分的保证金即可。

一类有趣的期货是**指数期货**，它由一个国家最具代表性的股票组成（在期货合约中被称为“基础证券”）。如果你认为股票指数会跌，你惟一要做的是卖空指数期货，以便从价格下跌中获利。许多大的证券市场都有这类合约。

15 **期权**与期货相类似。原则上，期权是一类合约，在考虑了适当的风险溢价后，亏损的风险被限制在一定范围内，而盈利则没有上限（如果不是买进期权而是卖出期权，则情况完全相反。逻辑上，投机客一般都愿意卖出期权，因为平均而言，风险溢价超过实际风险）。期权提供了一些额外机会，但它有些复杂。为简单起见，本书不再进一步讨论期权问题。

期货和期权还可以用于外汇交易，当然，最常用的金融工具是**远期外汇合约**。远期外汇合约是一种限时交易，投资者在一种外汇上做多，同时在另一种外汇上做空。当头寸接近时，要么盈利，要么亏损，除非价格没有变化。利润源自多头外汇的附加利息减去支付给空头外汇的利息之差，这实际上也是一种亏损。

有时投资者也会看多传统弱势货币，看空传统强势货币，其原因是弱势货币的利率远远高于强势货币的利率，两者之间的利差带来的利润有可能超过价格变化带来的损失，这称为**利率套利**。出售弱势货币的一方往往是商业公司，而买家大多是职业投机客。

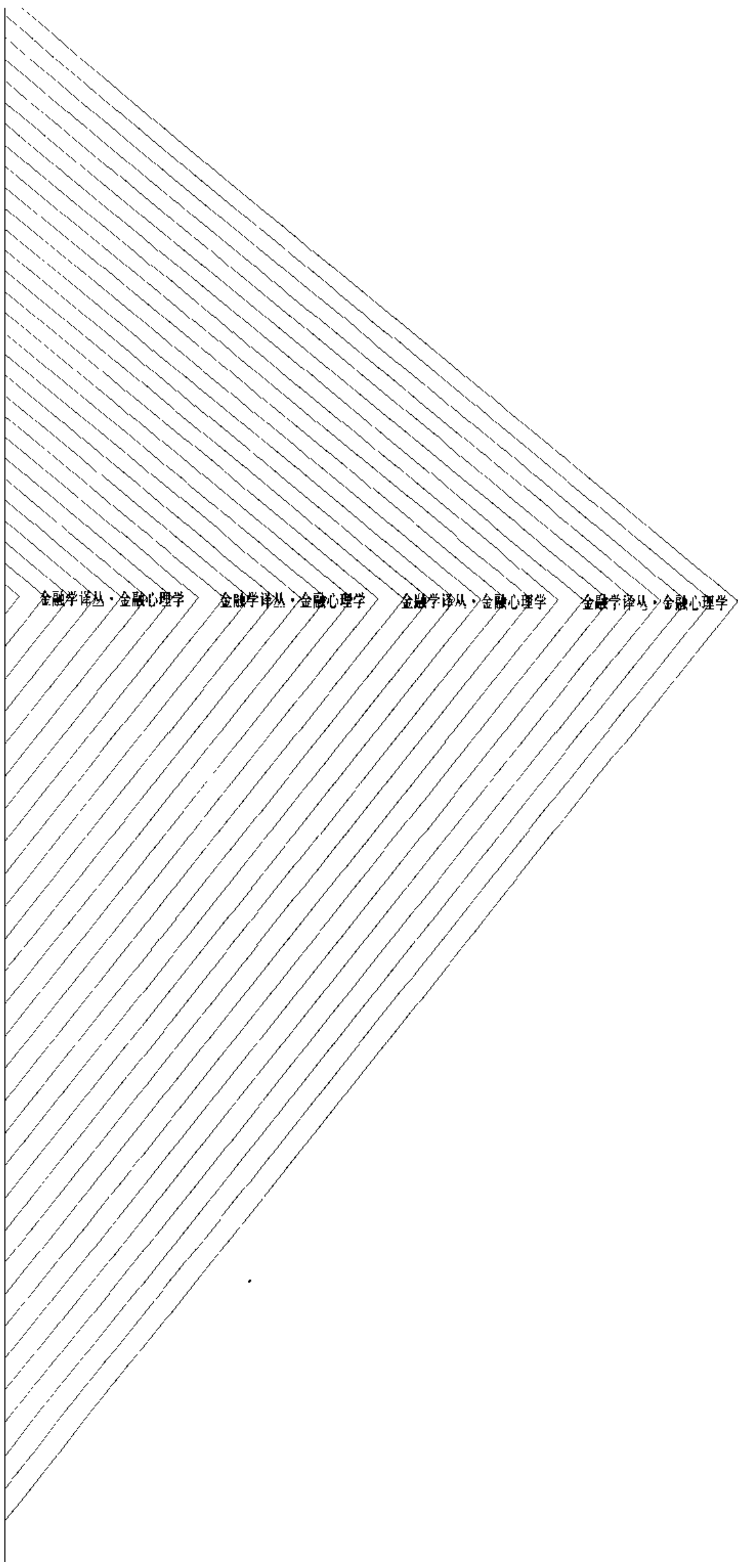
上述灵活的投资工具得到广泛使用，由此导致的一个后果是上升市场和下降市场的差异没有以前那么大。本书在讨论牛市和熊市时还要用到这个结论。

图形的选择

最后一个问题是市场。本书用作范例的技术图形源于流动性大的市场，这对于理解市场动力学尤为重要。本书的例子包括利率市场、股票市场、债券市场、指数期货市场、外汇市场、贵金属市场和商品期货市场。

16 读者可能会觉得奇怪，怎么商品期货市场也包含在内，咖啡、铜和石油与股市有什么关系？不仅有，而且很密切。到目前为止，国际上绝大多数商品是通过证券交易所完成交易的，价格取决于那些根本就不需要这些商品的投机商的投机活动。（事实恰好相反，如果这些投机商手里有卖不出去的商品，他们会觉得很恐惧！）每天 24 小时，全球各地的人们都在仔细研究生猪、活羊或铜锭的价格走势，其目的仅仅是回答一个永恒不变的问题：市场处于什么状态？

有关技术名词就讲到这里。有了上述基础，我们就可以讨论关于时间和无知之神秘力量的四项基本原理。



金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

第2篇
金融市场的
四项基本原则

啊，伟大的上帝！这就是那神奇的地方！

——罗伯特·福尔肯·斯科特爵士
(Robert Falcon Scott)

第 3 章

第一项基本原理： 市场走在前面

19 无论自觉还是不自觉，市场价格的变化不仅反映过去，而且反映未来。将要发生的事情投下它们的影子，照在纽约证券交易所。

——W. P. 哈密尔顿
(W. P. Hamilton)

在股票市场泡过一段时间的人都注意到，那些预测市场走势的人，包括分析师、经济学家、投资咨询人员和记者等，总是在新闻发生之后无可奈何地分析该事件的影响，而市场早已对此做出反应。换句话说，市场走在新闻之前。

证券投机商科斯托兰尼 (Kostolany) 在他的著作《这就是股票市场》中是这样描写的：

一般来说，消息不产生价格波动，而是价格波动产生消息，这无论在巴黎、伦敦还是纽约都一样。一天的交易结束后，每一个人都在为当天的价格变化或者趋势反转寻找借口，而这些借口是他两小时前怎么也想不到。

一个可能的解释是，当市场上涨时，人人都兴高采烈，没人喜欢坏消息和难听的话。这不是人们所需要的，如果听到了也就装聋作哑，不相信就是

了。多多少少在无意识之中，一般大众得到的信息就是分门别类的，用以强化市场情绪，而总有一些股民渴望经济学家出面证实这种趋势。当市场见顶回落时，来自各方面的消息和分析总是正面的。

但是，还有另外一个明显的解释，当市场走在新闻之前时，这仅仅说明一个事实：市场提前反映经济。

巴布森的晴雨表

20

第一个提出上述观点引起大众注意的是美国著名人士罗杰·沃德·巴布森 (Roger Ward Babson)。巴布森 1875 年生于马萨诸塞州，1898 年以工学院学生身份毕业，毕业后直接当了一名证券经纪商（因此证券经纪商们永远不会忘记他）。几年后，他不幸感染肺结核，到哪里都被拒之门外，于是，他自己开了个露天公司，1902 年他的“巴布森统计组织”正式成立，其主要职能就是金融分析（后来人们认为他是美国有史以来靠统计赚钱最多的人）。巴布森身穿一件特制的大衣，大衣背部装有电加热器，伴随他的秘书必须戴上拳击手套，使用小的橡皮榔头打字，在寒冷的室外，巴布森创立了他的公司，由此成为新闻人物，而且与好几任美国总统交上了朋友。

1907 年，巴布森身体恢复，此时市场笼罩在一片恐慌之中。受此影响，他开始进行专项分析，利用他自称的“巴布森图形”，他比较了国民经济发展和证券市场价格变化的规律。1910 年他出版了第一本书《积累财富用经济晴雨表》，随后他又写了五十本书。在这本早期著作中，他总结了股票市场和经济走势的关系，他写道：

事实上，如果不是人为操纵，商人们几乎可以完全利用股票市场作为经济活动的晴雨表，而让这个大市场的管理者承担收集必要数据确定基本条件的一切费用。

巴布森的假设不是针对微观经济，他并不期望某个小公司的股价变化能预测该公司的未来。但是，如果把所有公司加在一起，整个股票市场就能准确预测总体经济发展。如果不是某些市场机构能够成功地操纵股市，这个宏观经济晴雨表将会非常有用。

21

在巴布森的《积累财富用经济晴雨表》出版 12 年后，《华尔街日报》主编威廉·彼得·哈密尔顿出版了一本名称与之相似的书《证券市场晴雨表》(1922)。哈密尔顿部分受到巴布森理论的影响（虽然哈密尔顿主要是受查尔斯·道的影响），他描述了市场提前反映经济的一个经典例子。1907 年股市恐慌之后，哈密尔顿于 1908—1909 年担任《华尔街日报》主编，他被洪水般的来信淹没，人们愤怒地质问他，反对华尔街的证券交易。其原因是那段时间股市在涨，而国家的经济形势却十分糟糕。这些信中最温柔的责问是：当罗马着火时，华尔街却在演奏钢琴庆贺。

然而，这个时期哈密尔顿形成了他自己的观点，市场仅仅是在提前反映即将到来的经济好转。实际情况确实如此。市场事实上预示着来年的经济复苏。因此哈密尔顿同意巴布森的观点——股票市场是经济的晴雨表，但他不赞成巴布森的大的市场投机机构可以操纵股市的看法。在哈密尔顿看来，那些机构可以短期影响市场，可以操纵单个股票，但它们不具有控制整个市场价格运动的能力，因此股市实际上是“独一无二的晴雨表”。

测试股市晴雨表

没有人能够想像出比1929年华尔街大崩盘更好的例子来测试股市的经济晴雨表功能。早在大崩盘的前两年，巴布森的咨询机构就建议股民卖出手中的股票。但是股市继续飙升，在很多人看来，巴布森迂腐可笑。他对股市前景的悲观看法找不到一个知音，这更加深了他在人们心目中的迂腐形象。几乎所有的专家，从经济学家到投资咨询家，都极度乐观，他们强力推荐买进股票，而不是卖出。

市场欣赏的是普林斯顿大学教授劳伦斯（Lawrence）的观点，他在1929年说：怎么也看不出股价被高估了。另外一个专家，耶鲁大学的欧文·费雪（Irving Fisher）教授是股市基本面分析的理论权威。他宣称：股市似乎到了永恒上涨期。但这还不是乐观主义的极端例子，一群哈佛大学经济学家主编的时事通讯《哈佛经济学会》连续出版多年，该杂志主要评估经济走势。其权威观点是，从1929年崩盘刚刚开始前到1932年的春天，经济将持续增长，而事实是日益严重的萧条。由于对经济形势连续三年判断失误，这个学会最终不得不解散。

犯同样错误的还有胡佛总统、银行总裁、纽约证券交易所主席以及这个国家大部分的权威金融杂志，它们直到崩盘后，大萧条已经来到很久还保持乐观看法。

22 但是巴布森固执己见。1929年9月5日，当市场刚刚低于才创下的历史新高后，他就在“国家年度经济大会”发表演讲，除了重申他的一贯看法，卖出股票外，还预测股指会下跌“60~80点”，并且随之而来的是大萧条，工厂倒闭，人们居无定所，四处漂泊。这番话标志着华尔街崩盘的开始，这就是几乎延续了整个30年代的大萧条的起始点。巴布森的晴雨表通过了最严格的测试。

一阶负导数

1939年，约瑟夫·熊彼特在他的著作《经济周期》中试图解释股票市场

的早期反应。他发现市场对“摩擦”不敏感，而产业界则对此敏感得多。根据熊彼特的说法，大萧条后，当经济前景开始好转时，许多公司已被拖得不成样子，最终还是倒闭。这就是产业界的“摩擦”滞后。但股票市场却没有这种滞后。

因此，可以很自然地预计到，一般地，在没有外界不利因素的影响下，股市的上升要比相应的经济回升来得早，而且快得多。

基于同样的原因，与对应的经济萧条相比，股票市场熊市结束得也早。熊彼特还认为，在牛市时，股市比经济基本面上升得快，上升得猛，而且提前见顶：

虽然国民经济总体上往往是以井然有序的方式缓慢衰退，但股票市场极少见到这种情况。衰退意味着利润减少，这对很多人来说或多或少会引起一些麻烦。于是看空的人有了机会。即使不出现上述情况，甚至上述预期也不出现，仅仅是价格再也没有理由上涨这一事实（除非出现特殊情况）也足以令投机客失去持股兴趣。

23

上述推断建立在投资者实际上对未来经济变化有所了解的基础上。例如，股票价格有效提前反映未来经济发展，这一事实是由于投资者对将要发生的事情早已有所预期和心理准备。如果一个人注意到某个公司所处行业需求将减少，他将会卖出自己持有的该公司股票，或许比该公司的管理人员更提前意识到公司的危险。如果他发现所订的货不能按时收到，他应该能想到该公司订单已满，需求旺盛，他会买入该公司的股票。

这种市场洞察力是市场快速反应的基础。但是，正如熊彼特所表述的，更重要的事实是，如果投资者觉得没有理由再买入股票，他们就会抛售。换句话说，市场价格并不是大众感觉的直接反映，而是它的负一阶导数。实际情况就是这样，虽然经济形势很好，但是如果没有更多的好消息，股市将下跌。虽然情况大多如此，但有时市场的表现与经济形势相反。

进一步的研究

1981年，《美国经济述评》刊登了尤金·法马（Eugene F. Fama）的一篇综述文章。这篇文章详细研究了股票收益和经济活动、通货膨胀和货币供应的关系。该研究工作基于1953年以后的美国实证材料。法马最后总结如下：“股票收益领先于所有实际指标，这表明市场对实体经济的预测是理性的。”这项研究使他得到如下结论，他认为市场是这样理解信息的：

有证据支持“理性预期”或“有效市场”观点，即：就股票市场的投资过程而言，市场能够利用最新的信息判断其未来走势。

换句话说，股票市场是对经济的提前反映，这个提前量不是很远，但是