

向恐惧、贪婪和市场的非理性宣战

股市心理学

(第二版)

[英] 乔纳森·迈尔斯 著 虞海侠 译

Profits
Without
Panic

INVESTMENT
PSYCHOLOGY
FOR
PERSONAL
WEALTH



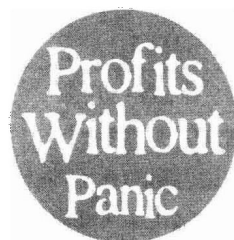
中信出版社·CHINACITICPRESS

股市心理学



[英] 乔纳森·迈尔斯 著
虞海侠 译

(第二版)



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

股市心理学 (第二版) / (英) 迈尔斯著; 虞海侠译. —北京: 中信出版社, 2010. 4

书名原文: Profits without Panic: Investment Psychology for Personal Wealth

ISBN 978-7-5086-1762-6

I. 股… II. ①迈…②虞… III. 股票—证券交易—心理学 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 197550 号

Profits without Panic: Investment Psychology for Personal Wealth by Jonathan Myers

Copyright © 1999 by Jonathan Myers

This edition arranged with NICHOLAS BREALEY PUBLISHING through Big Apple Tuttle - Mori Agency, Inc., Labuan, Malaysia.

Simplified Chinese edition Copyright © 2010 by China CITIC Press

All RIGHTS RESERVED.

股市心理学 (第二版)

GUSHI XINLIXUE

著 者: 乔纳森·迈尔斯

译 者: (英) 虞海侠

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)
(CITIC Publishing Group)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32 印 张: 10.5 字 数: 186 千字

版 次: 2010 年 4 月第 2 版 印 次: 2010 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2003-3037

书 号: ISBN 978-7-5086-1762-6/F·1803

定 价: 25.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

结论 | 克服恐惧、贪欲以及市场的非理性

在短期内对流动性的过度追求其实并不是一种市场现象，而是一种由恐惧引发的心理反应。

——艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）

本书告诉读者如何从容应对投资市场的狂热，如何避免被投资大众或自己的错觉所误导。在本书中，你可以找到培养自己金融意识的有效方法，从而踏上成功的投资之路。无论你是一位专业投资者还是私人投资者，阅读本书将有助于你理解自己对市场的反应，更好地运用有效的金融策略，实事求是地分析自己所犯的错误，防止牵强附会或被自己的偏好所左右。

你将发现投资心理学和行为金融学方面的研究为我们提供了进行明智投资决策的方法——这种方法并不意味着选择最佳的投资组合，它还需要你密切关注这种组合的动态，让它为你所用，然后选择最佳时机准确出击。此外，你还会看到我与其他同仁所提出的一些最新理论是如何发展成为一种新型投资方法的。该方法超越了纯粹金融学的范畴，提供了一种更有效地衡量投资价值的方式。

重蹈覆辙

在当今社会，拥有作出明智投资决策的能力已经变得至关重要。因为投资在股票上的资产在个人财富中所占的比例达到了前所未有的高度，甚至超过了房产。在1990年年末，美国联邦储备委员会指出，大约33%的美国家庭持有股票，价值总额为3.1万亿美元。而到了1997年年底，已经有44%的美国家庭将资金投进了股票市场（包括直接入市及经由共同基金间接入市），他们所拥有的股票市值更是飙升至令人难以置信的11.4万亿美元。与此相对应，同期的美国家庭房产拥有量仅从6万亿美元上升至8.7万亿美元。然而，尽管在投资数量上有了明显的提高，他们的投资质量却并不尽如人意。

越来越多的资金离开了回报稳定、具备长期增长潜力的行业，投入到那些热点领域进行短线投机。虽然某些投机可能在几年内都具有较高的收益，但更多的情况下，它们只是一种不稳定的账面资产，其未来极不确定。问题在于当股票市场处于牛市时，过度乐观的情绪会取代对股票价值的正确评估，成为推动股价上涨的主要力量。投资者对一切股价即将下跌的征兆置之不理，一相情愿地认定股价将一如既往地继续上涨。而当股价开始下跌时，对形势过度悲观的估计又会驱使众多投资者急不可待地抛售手里的股票，由此遭受巨额损失。

更先进的科技并不一定能促进投资效益的提高。随着高性

能电脑的广泛使用，投资者普遍认为自己能作出更明智的决策，因为他们现在能在第一时间捕捉到市场的异动。只要他们能了解到正确的信息，利用适当的系统，他们就能找出市场的变动轨迹，顺利实现自己的投资目标。然而，现实情况往往并非如此，他们总是与自己所期待的黄金投资机会失之交臂。正如美国个人投资者协会主席约翰·马奇斯（John Markese）所指出的：

与12年以前的投资者一样，今天的投资者仍然犯着同样的错误。只不过他们现在用着价值3 000美元的电脑，通过互联网进行交易。他们现在犯错误的代价更大，频率更高，速度更快。

投资者可以依据精确的曲线和图表进行决策。但是，当市场上存在的投资者反应迟钝或反应过度的现象蔓延开来时，投资大众的心理状态会妨碍他们对价格的正确估计，从而加大了他们在把握投资时机及选择投资组合上的难度。

另外，投资者在投资行为上彼此影响，常常使得市场走势呈现螺旋式上升或下降的局面。而这种局面的形成，事先并不可预知。进入21世纪，这一现象显得更加突出。通过电子化交易，世界各地的市场紧紧联系在了一起。用纽约股票交易所的首席执行官理查德·格拉索（Richard Grasso）的话说：“自由市场的原则和权益性资本市场正呈现出一种全球化趋势。”现在，投资和市场的不稳定性会在国际市场上迅速传导——一个市场打个喷嚏，世界另一边的某个市场就会感冒。

心理经济学——一种衡量价值的新方法

随着越来越多的人意识到具备全面的知识对实现成功投资至关重要，分析金融学的优势地位开始受到投资心理学的挑战，并催生了一种用途广泛的研究方法——心理经济学（psychonomics）。该理论强调投资者独特的内在特质——一个存在于他们头脑中的市场与外在金融市场上的压力及影响之间的关系。对这一关系的两个方面的有效协调可以确保稳定的收益。当然，能否有效协调取决于诸多因素，例如你对外界及媒体信息的敏感程度，你的个人偏好、愿望、期望、生活状况与人生目标，以及你进行正确的金融价值评估的能力等。事实上，这些人性特点对投资者决策的影响远远超过了大多数投资书籍和投资理论所揭示的程度，成为引发价格波动和市场交易活动的重要驱动力。

心理经济学这一术语并不是心理学与经济学的简单结合，而是意味着为寻求某种解决方案而结合在一起的若干个独立要素。在某些特定的投资或经济体中，有些很重要的要素并不能对其实际价值进行直接衡量，因此，心理经济学有着广阔的应用空间。这些要素包括那些能够间接影响公司价值的无形因素，比如品牌忠诚度的价值、公共关系、人力资本或创新能力等。此外，无形因素还具有递延效应。例如，管理上或行政上的决策会在未来数月甚至数年内影响公司的发展。可能基于这些因素的多样性及主观性的特点，传统上的金融分析模型并没有将

它们考虑在内。但是，它们在确定一项投资的潜在价值时起着举足轻重的作用。

衡量价值的两种方法

心理经济学指出，在现实生活中，可以通过两种方法对投资机会的价值进行衡量。第一种方法是先确定一项投资的内在价值——它的基本价值或有形价值，再加上无形价值。成功的投资者一般都特别擅长这种分析。他们往往对影响公司业绩及未来发展的非金融性因素有着中肯的判断，并利用一系列客观性、主观性指标对其价值进行衡量。当然，这并不意味着他们从来不犯错误，例如，任何人都不能精确地判断下一代核心技术的内容及价值所在，但是，他们的判断往往以正确居多。

衡量投资价值的另一种方法是降低犯系统性错误的概率。所谓系统性错误，是指人们因受个人成见驱使或因受外界投资大众影响而一再重复的同类型错误。行为金融学对我们普遍所具有的这种心理倾向作了大量的研究。例如，我们总是试图找出股票市场上价格变动的模式，并乐于相信自己已经找到了它的变化趋势，从而可以利用这种趋势从中获利。我们还试图相信这种趋势会得以继续。因此，当市场处于狂热的牛市时，我们会期望不切实际的、超过平均水平的高收益而忽视了那些更合理的、长期性的投资机会。一条符合人性特点的规律是：失去1美元的痛苦往往比得到1美元的喜悦来得更为强烈。

避免系统性错误

现实情况跟过去广受经济学家认同的随机运动理论并不吻合。事实上，股票价格并不总处于随机运动的状态。芝加哥大学商学院的行为金融学教授理查德·泰勒（Richard Thaler）指出，人类的非理性特质会使市场随投资者对风险的感知程度而发生变化。在实际生活中，投资者的决策基础往往建立在预感、小道消息、潮流、谣言或纯粹对损失的恐惧之上。一种有趣的现象是，投资者总是认为自己的投资决策更为理性。你可以通过特定的投资者行为轻易地发现价格的上涨或下降趋势（市场走势）是如何形成的。一个典型的例子是“价格定位”。投资者总是认为自己购买时的股票价格即为该股票的合理价位。如果ABC公司的初始股价是5美元，并呈上升之势，那么在后入市投资者的心目中，新的价格至少会稳定在他们入市之前的水平之上，就这样，价格从6美元、7美元一路上扬。尽管有些投资者认为ABC的股价会回落到6美元的水平，但只有很少的投资者认为价格会跌到5美元或者更低。结果，更多的投资者将加入购买大军，进一步将股价推离其合理的水平，从而埋下了日后股价跳水的隐患。

另一种心理现象是“思维定式”，这是由丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）与阿莫斯·特维尔斯基（Amos Twerski）发现的，意指投资者对某项投资的操作在很大程度上受最初作该项投资决策时的思维方式的影响。通常，投资者倾向于选择那

些看起来风险较小的投资——并不是因为那是最佳投资选择，而仅仅是因为这些投资让他们在心理上更容易接受，因而具有更大的吸引力。这就是你的个人判断，可以归结为你的个人理解力或偏好。然而，当众多投资者都以这种方式进行投资决策时，市场上的不稳定性大大增强了。随着价格走势不确定性的日益加剧，股票价格时而一飞冲天，时而一落千丈。

现在，假定你对股票市场的高涨有着无比的信心。在市场上获利颇丰之后，你会理所当然地认为形势将继续保持一片大好。但是，过度自信会令投资者错误地估计市场前景，同时低估市场低迷的可能性与后果。1996年，在全球股市持续高涨之时，耶鲁大学经济学教授罗伯特·希勒（Robert Shiller）调查了400位投资者，询问他们是否同意这样的观点：“即使出现像1987年黑色10月那样的市场崩盘，整个市场也可以在短短几年间恢复原来的繁荣局面。”调查结果显示，82%的被调查者对此表示认同。

当这种过度自信占据上风时，投资者往往无法意识到自己的行为已经完全被情感所支配。然而，一次次的试验结果表明，股票市场的波动幅度往往大大超过投资者的预期。这对市场的不稳定性而言，无疑产生了火上浇油的效果。因为在惊讶及焦虑情绪的影响下，投资者所预计的情况会远远超过市场的真实情况，从而作出一些过激的投资行为。

当然，你可以说，投资者会采取最时兴的投资策略或出于恐惧、贪欲、非理性而匆忙采取投资行动，并适可而止。但是，真正的原因要更为复杂。事实上，对市场情况具备真正的把握

是很重要的，只有这样才能达到投资的双重目标：获得较高的投资收益以及为企业或行业发展提供充足的资金。

基本上，来自于你内心深处的内部压力与来自于市场上的外部压力会互相作用，共同影响你的决策。如果在进行决策时你不能把握好这种心理上的平衡，你很可能会错误估计投资价值，以至于实施不恰当的投资行为。在这种时候，市场价格将更多地取决于心理因素而不是经济因素。因此，只要你能区分这些内部因素与外部因素，你就可以轻而易举地发现投资机会。此外，由于投资者总是犯同样类型的错误，在你清醒地意识到这一点之后，你便可以化别人的错误为自己的可观收益。

把握了自己行为背后的原因及自己的投资者类型之后，你便可以更有效地运用各种策略，作出一项项既明智又令自己心情愉快的投资决策。对自己的把握包括确定自己属于（或应该属于）冒险型的投资者抑或是谨慎型的投资者，并了解自己处理风险的方式。这样，你不仅可以避免投机性过强的交易，还可以正确理解、从容应对市场上的突发事件，如1997年10月由亚洲金融危机导致的股市振荡，以及1998年8月由俄罗斯经济灾难引发的股价大跌。如果相似的局面再次出现，你就不会因惊慌失措而作出错误的买卖决策。因为你已经对自己、对市场具备了充分了解，能够游刃有余地应对市场的任何变化。

投资者的各种偏好与错觉对市场产生的影响包括：导致了市场正常运转的失效，并为那些精明的投资者提供了绝妙的投资机会，让他们能充分利用市场价值与实际价值之间的价差获利。实际上，这些影响造就了一些高效的投资策略。据估计，

目前大约有 720 亿美元的资金已经按照心理学原理进行投资，行为金融学方面的专家也不再把大学这一象牙塔当做自己的唯一阵地，而开始到股票市场上一显身手。芝加哥的 LSV 资产管理公司就是这样一个例子。该公司的主要管理者是三位金融学教授：约瑟夫·拉科尼肖克（Josef Lakonishok）、安德烈·施莱弗（Andrei Shleifer）和罗伯特·维什尼（Robert Vishny）。LSV 资产管理公司的投资方法以这三位教授的研究成果为基础，致力于找出那些刚刚开始价值回归的股票。除此之外，他们还利用投资者对公司盈利情况、分红、股票拆分等信息的滞后反应对这类股票进行操作，从中获利。关于这种投资的具体操作，我们将在第一章作更详细的介绍。

不言而喻，成功的投资不可能源于一时冲动之下进行的交易。只有缜密地计算投资的内在价值或尽量降低犯系统性错误的机会，或两者兼而有之，才是投资的制胜法宝。在你阅读本书时，要时刻牢记这一点。

市场价值真的准确吗

尽管心理学上的重要发现揭示，如果个人投资者都按自己的意愿行事的话，他们的表现将有多么大的不同，但实际上投资者却愿意与大众保持一致，因为那样他们感觉更加安全。而可笑的是，前几年的金融经济学却试图告诉投资者，市场是一个理性的地方。经济学家认为，股票或其他投资的定价不仅反映了它们目前的真实价值，同时还包括已知的、对它们的未来

具有影响的所有其他因素的价值。这种思想在有效市场假说中得以体现。

经济学家认为，理性与价值具备本质上的联系，并假定投资者在市场上总能保持理性，现时的价值衡量已经囊括未来因素。然而，该理论并不能解释投资者的一些异常行为，比如说当公司宣布的收益高于投资者预期时的表现。另外，该理论也无法解释在公司的基本情况并没发生变化的情况下，投资者认知的变化是如何导致对该公司产生毫无理由、超乎寻常的兴致的；该理论还无法解释当公布新的研究发现时，为何股价总是暴涨。

有一个笑话，讲的是两位金融学教授在华尔街讨论有效市场假说的故事。这两位教授在走路时发现地上有 100 美元，开始争论是否该捡起它。一位认为应该捡起它，因为别人的损失就是自己的收益；而另一位则认为不值得一捡，因为如果这钱是真币的话，别人早就捡走了，所以这钱肯定是假币。根据这种观点可以得出这样的结论：在完全有效的市场上，现在没有的迹象，未来也不可能有任何突破。同样，在未来不可能有理论或技术上的突飞猛进，因为如果有的话，早就有人这么做了。所有的信息都会被大家所知晓并及时作出反应。按照这种逻辑，世界上第一只克隆的哺乳动物，那只叫多莉的小羊现在根本就不存在，因为如果它可以存在的话，别人早就已经把它创造出来了。当然，这是荒谬的。我最近听到的消息是，多莉还活着，而且活得很不错！（多莉死于 2003 年——译者注）那是不是应该告诉它：“你其实并不存在？”

有利可图的投资机会

心理经济学方法带来的影响之一是，它迫使我们重新审视理性的含义以及理性与股票定价之间的关系。实际上，心理经济学与当前的投资方法存在很大的分歧。现在的专业人士一般把溢价视为基本价值与市场价值之间的差价。在他们看来，理性投资者的行为导致了这种差价的产生：随着投资者不断调整自己对未来收益增长、公司成长潜力、分红增长等方面的预期，市场上的供求不断变化，从而产生差价。

心理经济学模型把很多因素都纳入了考虑范畴，告诉我们在错误、偏见、情感、恐慌等因素导致市场溢价的情况下，非理性的投资者认知如何决定市场价值。正是这种体现在市场价值中的溢价，为我们提供了有利可图的投资机会。正如世界上最伟大的投资者之一沃伦·巴菲特（Warren Buffet）所指出的：只要仔细观察市场就行了。如果当天有人作了错误的决定，你就可以把他的错误变成自己的利润。图 1 将有助于解释心理因素在决定股票价格方面的重要性。

心理经济学模型最重要的特性在于它是动态的。在某一特定时刻，由投资者的情绪所决定的心理价格成分可能只在总价中占一小部分，也可能占据很大一部分。由于市场价格中包括对潜在利润的预测，所以价格中不可避免会存在心理成分。换言之，潜在的利润并未真正实现，投资者只是根据自己对未来的判断操作。这种判断可能是对的，也可能是完全不切合实际的。

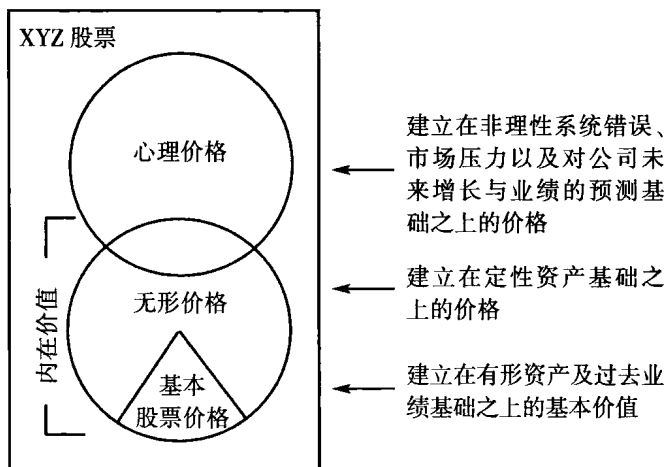


图1 股票价格的心理因素构成成分

从理论上讲，图1中会有这样一个点位，股票价格在此点位时，心理价格会为所有的股票价格成分买单，包括无形价值和基本价值，并且这将会是一只充满投机泡沫的股票，人们仅仅是因为他人买进自己也就买进，而无任何实质性的理由。相反，在没有恰当理由的情况下，也存在某一股票价格低于其基本价值的情况。正如你将在本书以后章节中看到的，你可能无法充分衡量所有的主观因素，但是你能够学会怎样处理它们——这将极大地增强你的投资获利能力。

间或的理性

上述种种情况揭示了这样的一个事实：市场上不可能存在经济意义上的完全理性。有效或无效的预期，乐观或悲观的态

度，以及个人心理都会影响投资者的行为，进而导致价格的变化。我们只能肯定有些时候的市场是理性的。而市场如此表现的主要原因在于，市场是由那些时而具备经济上的理性，时而又失去理性的个人投资者组成的。

实际上，所有的金融市场都会时不时地受到大众情绪或他们的疯狂行为的影响。在这种背景之下，对冲基金试图消除市场的非理性，并利用包括衍生工具、期货、股票、债券等在内的一系列投资工具，使自己无论在市场处于上升还是下降的状态时都可从中获利。而最近这些具有高度投机性的基金面临严重的灾难，以长期资产管理公司为例，其损失高达35亿美元。这些灾难强调了这样的事实：仅凭复杂的数学工具或仅凭对各种投资工具的优化使用并不足以控制市场的非理性，也无法完全避免市场风险。这就像一个小孩子试图把手指塞到大坝的缝隙里以阻止水往外泄漏，只有这个缝隙变得足够大时，这样的做法才有效果。一旦非理性投资者行为的影响完全超过了苛刻的金融模型或所谓“合理”估价的影响，上述策略将完全失效。由于对冲基金总是在短期内调动大量资金进行交易，它们的交易行为会反过来对市场造成很大影响，从而进一步推动价格的剧烈变动。

因此，金融市场的理性随投资者的兴致、潮流以及投资大众所产生的压力而不断变化。要想取得投资上的成功，你必须了解市场上投资者行为之间的相互作用，并正视这种局面。你无法改变市场，但你可以提高自己的洞察力。如果其他投资者都对某条最新的热门消息作出了强烈反应，就像鱼群那样齐刷

刷掉头而去，你也不一定要这么做。作为个人投资者，保持理性意味着不断提高把握自己情感特点的能力，从而作出最符合自己心理特点的决策，而不会轻易被其他投资者所左右。如果你能做到这一点，那么在某种意义上，你已经实现了自己头脑中的内部市场与存在于外界的外部市场的协调——你再也不会慌里慌张地进行交易。

P. R. O. F. I. T. S

本书通过心理经济学理性中的 P. R. O. F. I. T. S 体系（见图 2）为我们提供了一种将心理学与金融学上的有关问题相联系的简单方法。P. R. O. F. I. T. S 分别代表个性（Personality）、关系（Relationships）、特立独行主义（Outlierism）、灵活性（Flexibility）、信息（Information）、陷阱（Traps）以及策略（Strategies）。本书每一章将介绍一种对上述因素的组合方式。我们可以对心理经济学理性下一个简单定义，即尽可能准确评估一项投资中各种基本因素及无形因素的价值，同时尽量避免犯系统性错误。言下之意在于，在充满不确定性或不稳定性的市场上进行交易时，为了更好地掌控自己的投资行为，我们需要很好地把握 P. R. O. F. I. T. S 体系中的各个要素。

本书分为两个部分。第一部分主要讲述与金融市场相关的投资者行为，揭示了市场在心理因素作用下冲向牛市或跌入熊市的过程。你将意识到要想成为成功的投资者，无论是过度惊慌还是偏信媒体对股市的点评都不可取。投资大众可能会在某