



大投机家科斯托拉尼精选集

Der Grosse Kostolany

证券投资 心理学

[德] 安德烈·科斯托拉尼 著 郑磊 译
(André Kostolany)



机械工业出版社
China Machine Press

大投机家科斯托拉尼精选集

证券投资 心理学

Der Grosse Kostolany

[德] 安德烈·科斯托拉尼 著 郑磊 译
(André Kostolany)



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资心理学 / (德) 安德烈·科斯托拉尼著; 郑磊译. —北京: 机械工业出版社, 2017.5

(大投机家科斯托拉尼精选集)

ISBN 978-7-111-56618-2

I. 证… II. ①安… ②郑… III. 证券投资-市场心理学 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 066675 号

本书版权登记号: 图字: 01-2017-2055

André Kostolany. Der Grosse Kostolany.

Copyright © by Ullstein Buchverlage GmbH, Berlin. Published in 2000 by Econ Verlag.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2017 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with Ullstein Buchverlage GmbH through Andrew Nurnberg Associates International Ltd. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Ullstein Buchverlage GmbH 通过 Andrew Nurnberg Associates International Ltd. 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

证券投资心理学

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 黄姗姗

责任校对: 殷虹

印刷: 北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版次: 2017 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 147mm × 210mm 1/32

印张: 7.25

书号: ISBN 978-7-111-56618-2

定价: 49.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版 本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

科斯托拉尼被誉为“欧洲股神”，但他并非科班出身的经济学家，这并不奇怪。就像学习语言学的学生不一定能够成为作家一样，经济学家中真正的股市投资高手，据我所知也只有凯恩斯一人。其实在证券交易场上，应用最多的不是经济学理论，而是融合了心理学和金融学的相关知识，现在这个领域发展成了一个专门学科，就是行为金融学。但在科斯托拉尼生活的那个年代，还没有这样的认知水平和理论，这正是这本书的超前之处。

听一位股市资深投资家讲他对投资者心理的认识，显然要比听传统的心理学课程有趣和接地气得多。科斯托拉尼认为90%的市场行情是由心理因素造成的，这个说法我基本同意。可能大家对于这个比例还有争议，但已经没人否认心理因素在一定程度上主导着市场行情。

从跨学科应用来讲，证券交易是一个非常复杂的领域。既需要理论指导，又不能完全由理论来解释。其中既有学理的东西，又有实践的艺术成分。至于有多少属于科学，有多少属于艺术，即便科斯托拉尼这样的市场交易大师也难以说清楚。这是现今行为金融学尚未取得突破性成就的一个例证，也是多年来研究证券市场行为金融的我，对此书感兴趣的一个原因。我希望能借助实践层面的读物（比如这本书）加深对理论探讨方向的认识。

行为金融学对于证券市场给出有关市场动态结构的模型，这不仅应该是一个分期模型，而且应该考虑到不同的时间结果。实际上，在不同的时间结构上，市场的形态都是重复发生的，这是一个嵌套结构，用数学术语说，就是分形。我们必须分析到最基本的证券市场分形结构，才有可能通过大规模的运算，模拟出整体市场运动轨迹，并获得证券市场价格运动的更接近真理的认识。这就是我所理解的证券市场投资的“科学”部分。至于证券交易的艺术，其实我理解那是一种“人类行为艺术”，并非受理论支配或能够被现有的理论精确解释，而是更多地来自个体特征（比如投资者的个性、认知水平、情绪和思维特征等）。对于这种艺术的研究，如果从归纳和统计的角度，可能现实意义会更大一些，也更为可行。当然，也许在不远的未来，人类在神经和大脑科学以及心理学方面研究的飞跃发展，有能力从科学测量层面搞清楚其中的复杂机制吧。

如果证券交易的结果确如科斯托拉尼所说，其中 90% 来自心理因素，那么我只能赞同一个观点，即证券交易的“艺术”成分要远高于“科学”成分。作为行为金融研究者，我更关注如何揭示和解释后者，而作为一名专业投资人士，其实我很享受在交易中体会人性并由此在人生修为方面获得的收益。股市如人生，既是交易，也是修炼过程。

最后我想谈谈价值投资。有人将科斯托拉尼看作“欧洲的巴菲特”，我觉得这个称号不够贴切。其实他本质上是一位投机家，非常了解投资和投资者的本性，尽管他关注证券的基本面，但操作时不拘泥于此。因此我认为科斯托拉尼的“基本面”概念，与大多数价值投资者的基本面不是一回事。

绝大多数价值投资者都想搞清楚所投资公司的价值到底有多大，为此他们使用了各种方法，比如类比法、现金流贴现法等，其实这些方式本身就是徒劳的，和缘木求鱼、刻舟求剑没有多大区别。这是因为企业内在价值不是静态的，也不是绝对的，从实践角度上讲，甚至可以贴上一个“不可准确测度”的标签。以我二十多年与商业企业打交道的经验看，一家企业的 CFO 或 CEO 大多数没有及时掌握企业经营现状的能力，遑论做出中长期经营预测，基于这种情况而用各种数学模型计算出的所谓“企业内在价值”，其实整个过程就是“垃圾进，垃圾出”，没有太大的现实意义。这就是杰克·施瓦茨批评的那种因

为贪图方便和懒惰而采用数学模型来衡量经济事务的一种惯常做法，也是证券交易市场上的“传统智慧”。

以我个人拙见，何谓“企业内在价值”？以目前人类的技术和认知水平来说，是没有确切答案的。理论上讲，其实就是绝大多数市场参与者认同的“企业价值”，这个量值应该是一个不太准确，而且会随时间变化的数值区间。投资者与其徒劳地“计算”企业内在价值，不如搞清楚绝大多数市场参与者心中认可的那个“企业价值”在什么范围，是一致认同的每股收益、一致认同的市盈率还是一致预测的股价，这些往往与股票的市场价格贴得更近一些。

有人可能会说这是“唯心主义”观点。如果这个“心”指的是抽象概念，那我不打算陷入“唯物”和“唯心”的论战。这个“心”字，我认为指的是“心理”的“心”，“心情”的“心”。与其说证券市场价格体现了证券的“内在价值”（这实在是一个空泛缥缈不易琢磨的概念），不如说它主要体现了“人心”向背。当然，这个“人心”并非是指某个人的心理或心情（情绪），而是市场参与者的大众之“心”，而这本书说的正是市场群体的“心理”导致的证券市场动态运动机制。

略有遗憾的是，这不是一本教科书，而是一代投资心理派大师的经验之谈，其中包括了证券市场发展过程中的种种奇闻逸事。在今天，特别是研究行为金融和投资者心理的学者看来，这些观念并无新奇之处，但是我们不能忘记，这些都来自一个

证券交易界“骨灰级”大师的亲身实践和体验。这是最为珍贵的传承，是人类精神世界那些熠熠生辉、绵延不绝的闪光思想。这是古老而又最贴近现代证券交易的思想，对于今天这些走入迷途的人来说，有必要阅读经典，拨乱反正，回到本原，站在大师的肩膀上，重新出发。

| 前 言 |

我读过的科斯托拉尼发表的第一篇专栏文章是在 1965 年，标题是“一个投机者的告白”。

他在一本书中写道：“我成不了财政部部长，也不愿当银行家，我就是投机者和操盘手。”

从 20 世纪 70 年代起，科斯托拉尼就栖身于市场行情变幻莫测的股票交易所里，那是一个能够展现经济实况的地方，其中也夹杂着虚构的故事和不实的谣言。在那里，贪婪和恐惧往往会引发股市非理性的涨跌波动。

对科斯托拉尼来说，股票交易不仅是工作，（直到今天）它是一个值得研究的课题。第一次世界大战结束后，科斯托拉尼从故乡布达佩斯移居巴黎，开始投身于这项终生事业。对于科斯托拉尼而言，这不仅是一个职业，更是他的生活。科斯托拉尼说：“股市就像一片热带丛林。”他在那里获得了收益，尽管

所交的学费足以读好几个哈佛学位了，但毕竟收获更大。

和其他股市经纪人的发展路径（先学理论，再通过帮别人做投资来积累经验）相反，科斯托拉尼是从实践到理论，先用自己的钱操盘，从中归纳出股市规律。从最初操作股票的经历中，他就已经明白：在股市里，没有什么事是不可能的。

科斯托拉尼认为光是获得所有股票信息是不够的，想象力才是市场投机的原动力，也是成功的先决条件。因此，科斯托拉尼非常鄙视完全不具想象力的投机操盘系统和股市分析软件。股市经常是波动起伏的，同时也具有人性化的特点，有时甚至太过人性化了，而这正是本书要讨论的主题。

科斯托拉尼认为德国人不擅长谋划金钱方面的事情。作为浪漫主义者、哲学家或是音乐家的德国人，在处理金钱问题时反而表现得并不浪漫，也没有发挥出想象力。这可能是真的。当我 1969 年在慕尼黑第一次遇见他时，我们交流过这个问题。他说德国人至少需要积累 30 年的投资经验，否则无法脱颖而出。我问他，是否想过公开他的操盘经验，帮助德国人减少在股市中的损失。也就是从那一刻起，我们开始了几次“合作”，包括财务咨询及股市研讨会。

股市研讨会的反响超出我们的预期，越来越多的人，尤其是年轻人报名参加。所讲的内容就包含在 1986 年出版的《科斯托拉尼的投资者和投机者股市研讨会》一书中。这本书成了当时的畅销书。很多人读过该书，按照书中的建议选择股票，

因而避免了损失。

该书是成功的股市操盘手及股票投资者必备的参考书，不但揭示了股市秘密，还培养读者提高独立思考和操作股票的能力。该书不像课堂上用的教科书，反而更像一本出自科斯托拉尼之手小说，科斯托拉尼自己也说：“我不是在授课，我只是在对学生讲故事。”

由于具有职业、物质和精神上的独立性，科斯托拉尼坚持自己的原则，他在书中写道：作为一个反对墨守成规的人，我认为，勇敢、义无反顾地，甚至狂热地为纯粹的资本主义而奋斗，为此而不择手段，反而会得到更糟糕的结果。他没有去银行工作，是的，这让他感到更开心，因为他即便有失误的时候，也不会招致客户的批评。

我希望读到这本书的人能够得到精神上的满足和财富上的成功，祝福本书的作者、我的忘年交和合作伙伴科斯托拉尼先生，能够继续保持魅力和乐观精神，在传道授业中享受快乐生活，在证券投资方面取得更大的成功。

戈特弗雷德·海勒 (Gottfried Heller) ^①

① 安德烈·科斯托拉尼的长期合作伙伴。——译者注

译者序
前 言

开篇 遇到“新的自己” …1

第 1 章 90% 的行情来自心理因素 …5

我绝对没有高估心理学在股票交易所扮演的角色。股市的短期涨跌中有 90% 是受心理因素的影响。股市心理学是一门极具敏锐触觉的学问，几乎可以称得上是一种艺术了。

第 2 章 金钱的诱惑 …13

人为了拥有独立和自由，会需要钱；为了享受舒适生活，也需要钱。我的老朋友厄恩斯特·门泽尔，虽然脑子已不太清楚，但他说了句很有道理

的话：“钱对一个年轻人重不重要？我不知道。但我知道，上了年纪之后，钱可以带来满足感和安全感。”

第3章 群众是无知的…43

投资人决定投资策略时所依据的利好的基本面情况，有可能与技术面相互抵消，这就是投资人无法理解的有时候明明是利多格局，而股市行情却没有做出积极反应的原因。

第4章 大崩溃——群体心理学案例…65

股票市场行情跌得越深，就有越多的指数期货合同被卖掉。另外，此时的利率上调更是把指数期货市场打入谷底。引起这场市场灾难的罪魁祸首便是芝加哥指数期货市场中反常的交易条件，上千名无辜散户的指数期货投资也连带被止损平仓，让投资大众完全陷入了恐慌之中。

第5章 先知、教授和各路“股市大师”…87

我并不是说教授都是一无是处的，我感谢他们教给我字母表和外语，但是在经济预测或者股市方面，他们就像占卜者或占星师，对我没有太大帮助。

第6章 股市和世界的其他部分…105

事实上，政治人物应当比投资人更早采取行动，

起码讲话要谨慎。在所有股市及市场上，这是众所周知的道理。当投资人对一种货品、货币或是有价证券行情持有或高或低的预期时，或是被大众媒体说服后，投资人会大量买进或卖出，直到行情达到期待的价格。在这个疯狂的行动中，没有人会多加思考，因为没有人能从大众心理中解脱出来。

第 7 章 德国人的心理…119

我认为德国的浪漫天赋不适合用在政治上。但在经济上，我就比较喜欢浪漫的“接触”。然而我在德国人身上至今仍未发现金钱方面的浪漫，在这方面，德国人一直很正直，也不懂得乐趣。

第 8 章 我的交易生涯…129

投机真的不是一般人能从事的职业，应该说这是一个具有使命感的职位，投机者有其经济上的职权，而且是处于自由资金系统之中，即使他并没有对 GDP 做出贡献。他无论在何处都介于投资者和交易所玩家之间，而且似乎是两者的混合体；投机者是必要的、机动的货币推手，总是在周期性的股价或行情波动时做出适宜的投资。

第 9 章 我接触过的形形色色的人…141

如同其他居住在美国而且有闲钱的人一样，我也

一直持有美国电话电报公司的股票，不过经过这次事件后我便不再持有了。因为对一家我竟然能够吓唬的企业，我宁可做它的顾客而不是合伙人。

第 10 章 股市心理学：迷信、拜物教和瘾癖…161

当一个人依赖迷信来进行财务投资时，他便成为一个玩家，就好比年轻时的经历：我知道游戏的规则，而且是在痛苦中学习的。随着年龄和经验的生长，现在的我，是一个不折不扣的固执的人，我认为让自己有一些无害的迷信和拜物心理，那是可以的。

第 11 章 傻瓜的价值…177

投机者从别人的愚蠢中所获得的利益往往比靠自己的智慧得来的多，人们可以从别人的愚蠢中学习，尤其是学习如何不重蹈覆辙。

第 12 章 日不落帝国：股市…193

全世界的股市都连在一起，成为一个系统，且彼此依赖，如同恺撒大帝的帝国——一个太阳永远不西沉的帝国。

后记 我的三段职业生涯…205

遇到“新的自己”

国际银行业大会在慕尼黑举办期间，我在一家著名的巴伐利亚式农庄大厅——大世界的聚会地点，正巧赶上美国金融寡头在开会，遇到了许多知名且重要的经济界和金融界人士。这时，从一个不起眼的角落里传来一个大约 20 岁年轻人的声音。我认得他，他叫安德烈·科斯托拉尼。他自诩为投机者，因为他不做其他生计，每天只是分析事件，然后在不同的交易所里做交易。我走近他，他不友善地说道：“是的，我也认得你。你就是那个‘老年时的我’。你是要问我，我在这里做什么吗？你难道看不到所有人都围坐在这里吗？哪怕我仔细听到一句话、一个信息，都可以给我带来财富。”

我：天啊！你被信息误导了，以为获取信息是多么重要。你没听说过我讲过：知道信息等于毁灭吗？

他：您是说这些先生们什么都不懂吗？

我：他们不懂得什么是最重要的。他们知道所有的数据，却一点也不清楚当今美国是否处于经济衰退之中。有个人说要增加货币供应，另一个人却说要减少货币供应。有人主张加税，另一些人则鼓吹赤字财政。有人预见到国际收支平衡表存在着巨大风险，也有人对此嗤之以鼻。如果他们连正确判断现状都做不到，又如何能够预见未来呢？

他：我早说了吧，您已经落伍了。您难道不知道，今天的人都是用计算机做分析的吗？

我：你以为一切都是精确科学。学术界举办的这场大会就是一个错误。国民经济和金融学不仅仅是科学，也是一门艺术。与其参加这种象牙塔学术大会，还不如待在家里。

他：为什么您居然是这样一个悲观主义者？

我：我不是悲观主义者。积累了 70 年经验，我变得更有辨别力了。以前我也是直接冲着赚钱目的而去，现在我反向操作，这是一个有价值的提示。而现在这些大人物的说法几乎正好和他们想要做的事情背道而驰。英国财政部部长斯塔福德·克里普斯（Stafford Cripps）爵士不是曾在议会上说英镑会贬值吗？结果 14 天之后，同样还是这位财政部部长，却给出了相反的说