

证券市场的

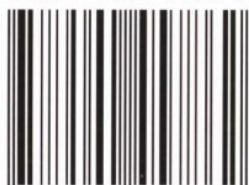
ZHENG QUAN SHI CHANG
DE FENG XIAN YU XIN LI

风险与心理

波涛·著

中国社会科学出版社

ISBN 7-5004-5786-3



9 787500 457862 >

ISBN 7-5004-5786-3

定价：36.00元

证券市场的

风险与心理

波涛·著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场的风险与心理/波涛著. —北京: 中国社会科学出版社, 2006. 9

ISBN 7-5004-5786-3

I. 证… II. 波… III. 证券投资—经济心理学 IV. F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 103014 号

责任编辑 郭晓鸿 (guoxiaohong149@163.com)

责任校对 朱小青

封面设计 王华设计室

版式设计 戴 宽

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029453 传 真 010—84017153

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 华审彩色印刷厂 装 订 广增装订厂

版 次 2006 年 9 月第 1 版 印 次 2006 年 9 月第 1 次印刷

开 本 710×1000 1/16

印 张 16.75 插 页 2

字 数 260 千字

定 价 36.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 人生观与风险观	(1)
第一节 正确看待风险.....	(1)
第二节 人性弱点与风险观	(11)
第三节 心理健康与风险观	(23)
第四节 思维模式与风险观	(47)
 第二章 投资理论与投资方法中的风险观	(78)
第一节 指数化投资的投资风险观	(78)
第二节 价值投资学派的投资风险观	(90)
第三节 成长投资学派的投资风险观.....	(108)
第四节 统计分析投资学派的投资风险观.....	(122)
第五节 心理分析学派（逆向投资学派）的投资 风险观.....	(126)
第六节 技术分析学派的投资风险观.....	(135)
 第三章 大众投机事件中的风险与心理	(144)
第一节 正确对待历史上的大众投机事件.....	(144)
第二节 人类社会的重大创新对大众投机	

事件的影响·····	(154)
第三节 信用的大幅扩张推动大众投机泡沫的 形成·····	(176)
第四节 政府操控市场的企图推动大众投机 泡沫的形成·····	(186)
第五节 媒体的推波助澜推动大众投机泡沫的 形成·····	(204)
第六节 大众暴富心理的激发推动大众投机 泡沫的形成·····	(216)
 第四章 投资界长期争论问题中的风险与心理·····	(229)
第一节 什么样的投资分析技术有用? ·····	(229)
第二节 市场是对的吗? ·····	(231)
第三节 把鸡蛋放在几个篮子里? ·····	(233)
第四节 什么是长期投资? ·····	(238)
第五节 历史是否重复自己? ·····	(239)
 第五章 如何防范证券市场的人性风险·····	(243)
第一节 为什么正统的数学模型方法难以防范 人性风险? ·····	(243)
第二节 能帮助防范人性风险的交易系统应当具备 哪些基本特征? ·····	(250)
第三节 用交易系统帮助防范人性风险的实例说明·····	(254)

第一章

人生观与风险观

第一节 正确看待风险

什么是风险？一个人应当如何看待风险？

在一些人看来，风险单纯意味着不利事件发生的可能性及其可能带来的不利后果。而在另一些人看来，风险同时还意味着机遇，意味着尝试，意味着挑战。这就好像杯子里盛有半杯水，一些人看到了杯子里的空的部分，他们想：“杯子里只有半杯水。”而另一些人则看到了杯子里满的部分，他们想：“杯子里还有半杯水。”

人的态度不同，人们眼睛里看到的事物就不同。

这就好像我们常说的“危机”。在一些人看来，“危机”仅仅意味着“危险的时机”。而在另一些人看来，“危机”意味着“危险与机遇同在”。在一些人只能看到事物可能存在的负面影响的时候，另一些人还可以看到有利条件的存在、事物由不利向有利转化的可能性以及这一转化所需要的主客观条件。

美国著名的发明家爱迪生曾经说过：“不管你做什么，要么

就做出辉煌的成就，要么就辉煌地失败。必须敢干，才能有进展。”他还说：“失败也是我所需的，它和成功一样对我有价值。只有在我知道一切做不好的方法以后，我才知道做好一件工作的方法是什么。”

美国英特尔公司总裁格罗夫（Andrew Grove）也说过：“正确的决策最好，错误的决策也可以。最糟的决策是避险（Hedge），避险就是失败。”

美国著名大提琴演奏家马友友曾说过：“要敢于承担风险。问题不在于你是否失败，问题在于你是否尝试。”

在危险的事物面前，在风险面前，人的本能的反应就是“怕”。恐惧心理是人的本能，而且从本质上而言是一种积极的本能。恐惧可以使人的肌体处于高度紧张状态，从而使人的肌体能够释放出在常态下不可比拟的能量，使人可以最大限度地应对不利条件的挑战。但由“怕”而退缩却不是人的本能。

对待风险的态度是区分强者与弱者的分界线。无论对一个人、一个民族、一个国家都是如此。1994年11月，美国联邦储备委员会主席格林斯潘说：“（投资人）是否愿意主动承担风险，对自由市场经济的发展至关重要。如果一个社会中的所有储蓄者及其金融中介机构都只投资于无风险资产，则社会经济发展的潜力将永远无法实现。”

市场经济的本质是为社会成员中愿意冒险尝试新的商业机会的人按照对社会公平的游戏规则提供不加限制的实践机会的社会组织体系。

对一个社会而言，其社会成员总体上愿意主动承担风险的意愿越强，并把这种意愿付诸实践的机会越多，这个社会就越具有活力。纵观历史，前苏联东欧国家制度的解体，其最根本的原因



之一就在于长期高度集中的中央集权制度，已经从根本上扼杀了其社会成员中愿意主动承担风险的创新精神。在这种只有由国家代表社会成员的冒险意愿（如加加林的第一次航天飞行），而极度缺乏社会个体成员间的冒险意愿（社会极度缺乏商业冒险精神）的社会中，社会发展的创新动力只能日益趋于枯竭。其实，法国著名的社会心理学家勒旁（Le Bond）早在 19 世纪中期（即巴黎公社建立之前）就预见到了中央集权式的制度将对社会创新能力所必然形成的桎梏以及由此而必然给社会带来的政治经济恶果。

当一个社会中的多数社会成员具有强烈的主动承担风险的意愿之时，对风险交换的社会需求便会应运而生。这就是证券期货市场产生的社会、政治、经济基础。

从本质上而言，证券期货市场是一种风险交换的场所。在证券期货市场上，不同市场参与者对投资风险的不同认识被转化成不同的市场产品，并根据市场的不同供求关系进行流通。在证券期货市场上，市场参与者交换的是其对于未来的看法。由于对未来看法的准确性在本质上具有不确定性，投资风险由此而生。

在证券市场上，市场参与者相互交易的是在当前这一时点上人们对未来价格水平的不同预期。

在期货市场上，市场参与者相互交易的是从当前这一时点到未来某一规定时点之间人们对未来价格水平的不同预期。

在期权市场上，市场参与者相互交易的是从目前这一时点到未来某一规定时点之间人们对未来价格水平的波动程度的不同预期。

从社会发展历史观的角度看，从世界经济的超宽视角看，一个社会经济中的证券期货市场越发达越活跃，则说明这个市场经



济体中社会成员承担风险的意愿越强，从而社会创新能力越强。因此，证券期货市场的发达程度和活跃程度，是一个国家经济活力和创新能力的标志之一。

不论证券期货市场的参与者以何种社会分工形式出现（如个体投资者和机构投资者，包括券商、保险机构、养老基金、信托基金、共同基金、理财顾问等），按照他们对待投资风险的态度差异，大体可分为以下三大基本类别：

1. 主动的风险承担者。主动的风险承担者必须具备以下条件：

- (1) 有能力对市场中的不同投资风险进行分类；
- (2) 愿意主动地承担其中某类投资风险；
- (3) 把投资收益看作是主动承担其中某类投资风险的报偿。

2. 被动的风险承担者。被动的风险承担者通常具有以下特点：

- (1) 通常没有能力对市场中的不同投资风险进行分类，但有能力对自己准备承担的投资风险进行定量分析；
- (2) 不愿意主动地承担投资风险；
- (3) 把投资风险看作是追求某类投资收益所必须付出的代价。

3. 盲目的风险承担者。盲目的风险承担者通常具有以下特点：

- (1) 对投资风险缺乏明确认识，既不了解其中的类别，也没有能力对其进行定量分析；
- (2) 只着眼追逐投资收益，完全割裂投资风险与投资收益之间的关系；
- (3) 把投资风险看作是事后的、外在的和强加的市场因素。

在证券期货市场上，主动的风险承担者主要由理性的长期投资者构成。被动的风险承担者主要由具有明确的交易方法体系的投机者构成。盲目的风险承担者则由上述两类参与者以外的市场参与者构成。

在证券期货市场上，主动的风险承担者中的代表人物可以举出格拉姆（Graham）、巴菲特（Buffett）、彼得·林奇（Lynch）、坦博顿（Templeton）、道氏（Dow）等人。被动的风险承担者中的代表人物可以举出利维莫（Livermore）、格拉维尔（Graville）、蔡（Cai）、涅德胡佛（Niederhoffer）等人。著名的金融投机家索罗斯（Soros）是介于主动风险承担者与被动风险承担者之间的人物。主动的风险承担者与被动的风险承担者之间的最主要区别是对“利”（收益）与“弊”（风险）相互间关系的侧重点不同：

对主动的风险承担者而言，他们对投资奉行的是“风险最小化”原则。对风险的比较是他们决断与行动的主要关注点。

对被动的风险承担者而言，他们对投资奉行的是“利益最大化”原则。对利益的比较是他们决断与行动的主要关注点。

对盲目的风险承担者而言，决定他们行动的既不是对“风险”的比较与判断，也不是对“收益”的比较与判断，而是其他市场参与者的示范效应。如果其他市场参与者的某种行为显示有利可图，他们会在自己心理上感到确信有把握重复的时点上群起效法。

对主动的风险承担者与被动的风险承担者而言，他们对“利”与“弊”的相互关系的侧重点不同，反映了他们不同的投资哲学与人生哲学。

对主动的风险承担者而言，他们信奉的是“有所失才能有所得”。对这类投资者而言，往往社会责任感比较强烈，对自己市



证券市场的风险与心理

场行为应尽的社会义务通常有较明确的看法。

对被动的风险承担者而言，他们信奉的是“有所得必有所失”。对这类投资者而言，相对来说，社会责任感比较淡漠，对自己市场行为应负的社会义务通常不太在意。

而对盲目的风险承担者而言，他们一心希望的是“只得不失”。他们各方面的市场行为通常体现为一种“不劳而获”的强烈欲望。

因此，在证券期货市场上，在市场重大的关键性的转折关头，主动的风险承担者往往是市场流动力的主要提供者。而在市场的一般发展时期，被动的风险承担者往往是市场流动力的主要提供者。对盲目的风险承担者而言，他们一般只是市场价格噪音的制造者。主动的风险承担者、被动的风险承担者以及盲目的风险承担者构成证券期货市场上的投资主体。他们与投资客体（被投资对象）间的关系具有明显的差别：

对主动的风险承担者而言，他们与投资客体（投资对象）间的关系是一种相当稳定的权责利明确的契约关系，往往体现双方之间“同甘共苦”、“共生共荣”、“患难与共”的明确愿望。这种关系在很大程度上类似于社会日常生活中可见的稳定的两性关系或稳定的婚姻关系。

对被动的风险承担者而言，他们与投资客体（投资对象）之间的关系相对来说不那么稳定，主要体现了双方之间在一定时期内相互需要的愿望。这种关系在很大程度上类似于在社会上日常生活中可见的、不稳定的婚姻关系或不稳定的同居关系。

对盲目的风险承担者而言，他们与投资客体（投资对象）之间的关系最不稳定，相互之间没有足够的信任关系，带有强烈的



偶发的性质，其关系类似于社会日常生活中可见的偶发的两性关系。

由以上分析我们可以推断，如果社会和市场从长期而言是公平的，那么：

对主动的风险承担者而言，由于他们对社会、对市场、对投资客体承担了最稳定的责任和义务，他们理应获得最为稳定的并且相对丰厚的投资回报。

对被动的风险承担者而言，由于他们对社会、对市场、对投资客体承担的责任和义务相对较弱，并且功利色彩较为浓厚，那么，他们将获得的投资回报的稳定性会有所下降，并且会相对不那么丰厚。

而对盲目的风险承担者而言，由于他们对社会、对市场、对投资客体承担了最少的责任和义务，他们获得的投资回报理应最不稳定并且相对最薄。

对证券期货市场而言，不论它存在于任何一个国家，如果它从长期而言是不公平的，那么，它只能以解体而告终。这是由证券期货市场“自愿性参与”的原则所决定的。

在证券期货市场上，对投资者个人而言，是属于主动的风险承担者，还是被动的风险承担者，抑或是盲目的风险承担者，并不完全由其个人的主观意愿及其自身的投资理念所决定。由于市场条件的变化，例如，投资载体的变动，都可能使其市场定位发生变动，使投资人从一个投资者群体自觉不自觉地转换到另一个投资者群体。

例 1：由盲目的风险承担者转化为主动的风险承担者

《参考消息》曾转载英国《金融时报》的一篇文章，讲的



是芬兰首都西北 80 公里有一个 1800 个居民居住的普基拉村的故事。故事的主人公叫翁尼·奴米尔，1885 年生于该村。他曾在村中开了一家小店，但后来破产了。他曾在美国闯荡了 15 年，发了一笔小财。奴米尔于 1962 年去世，身后没有子女。他把在首都赫尔辛基的一套住房和数目不大的一笔钱留给了他出生的普基拉村，还留下了 760 股诺基亚公司的股票。他留下的诺基亚股票当时值 6.3 万芬兰马克。奴米尔在遗嘱中规定村民们不要把诺基亚公司的股票卖掉，股票的红利用于为村里建设一个老年之家。

奴米尔去世以后的 35 年中，村民委员会把股票所得红利的一部分用于建造老年之家，大部分用于购买诺基亚公司新上市的股票。到了 1999 年，村民委员会拥有的诺基亚公司股票价值约 2.25 亿芬兰马克。

在奴米尔去世时，诺基亚公司还只是一家生产纸张和橡胶制品的小公司。而现在，诺基亚公司已经是以生产移动电话为主的欧洲最大的公司。由于奴米尔在所留遗嘱中的规定，使普基拉村的村民们承担了诺基亚公司业务转型期的巨大风险，并进而享受了这一转型成功所带来的业绩起飞的经济果实。这 30 多年来，除股票红利收入之外，股票投资的资本收益率已接近平均每年 30% 的复利增长。这一成绩远远超过世界上任何一位职业投资家所曾经取得过的结果。

例 2：由被动的风险承担者转化为盲目的风险承担者

1999 年，由著名的诺贝尔奖得主莫伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·莫顿（Robert Merton）所建立的对冲基金——长期资本管理公司宣布破产。这一事件曾震动全世界，因



为很多人困惑：为什么由两位诺贝尔奖得主主持的著名公司会这么快全军覆灭？

其实，原因并不复杂。斯科尔斯和莫顿的投资方法原本就属于被动的风险承担者这一范畴。当 1998 年 8 月俄罗斯政府宣布“赖债”时，引发了严重的俄罗斯金融市场的流动性危机。这一危机的爆发迫使长期资本管理公司的投资经理由被动的风险承担方式转向盲目的风险承担方式，即“杀跌”，进而使财务状况更加恶化，直至宣布破产。

在市场流动力危机的紧急关头，市场流动力的提供者将获得回报，市场流动力的提取者将受到惩罚。斯科尔斯和莫顿原本就没有认真思索风险承担方式这一最基本的投资哲学问题，这与他们原来纯粹的学者背景有很大关系。这也是导致他们经营失败的最根本的原因。

例 3：由主动的风险承担者转化为盲目的风险承担者

由主动的风险承担者转化为盲目的风险承担者是比较少见的市场现象。这是因为，主动的风险承担者往往是目的最明确、眼光最长远、意志最坚定的市场参与者，他们通常不会改变自己的立场。但是，在特殊的市场条件下，这种情况也有可能发生。

1929 年 10 月 24 日，历史上称之为“黑色星期四”。纽约证券市场上的恐慌情绪已达高潮。是日的前一天晚上，大量的追加保证金的指令（Margin Calls）和抛盘指令已堆积纽约证券交易所。为应付更加疯狂的市场恐慌和抛压，纽约证券交易所大量增加了电话接线生的数量，并指令其 1100 名会员全部参加 10 月 24 日的开盘。但是，24 日开盘后不久，随着抛压的一浪接一浪地涌入，报价延迟现象越来越严重，股价下跌，开始



以 5 美元和 10 美元的间隔连番进行。一些股票的买盘已彻底消失。

在这种危急情况下，是日正午 12 点整，美国最著名的银行家 J. P. 摩根开始组织“救市”行动。在 J. P. 摩根公司总部，由摩根牵头，组织起著名的“银行家集团”（the Bankers' Pool），参加者有托马斯·拉蒙特（Thomas W. Lamont，J. P. 摩根公司行政总裁）、阿尔伯特·韦金（Albert Wiggin，大通国民银行董事长）、威廉·波特（William Potter，纽约保证信托公司董事长）、瓦希德·普罗舍（Seward Prosser，纽约银行家信托公司总裁）等人。“银行家集团”当日组织起 1.25 亿美元，按预先确定的比例由各参加者对自行选定的股票分头组织“护盘”。

但是，由 J. P. 摩根组织的银行家“救市”行动并未奏效。一方面，“银行家集团”的行动带有非常“自私”的目的，其成员所建立的买盘只针对各自家族利益中关系密切的个别股票；另一方面，“银行家集团”所运用的资金都是各自银行的周转资金，带有明显的短期资金的性质。这样，当“银行家集团”的逆势而动抵挡不住一浪接一浪汹涌而来的其他市场参与者的疯狂抛售时，“银行家集团”的各成员眼见大势已去，便先后各自加入了抛售大军。

美国商业银行资金的从股市大举撤退，加重了美国股市的流动性危机，是使美国股市在 1930 年初步平稳后继续下跌至 1932 年底，美国经济由衰退转为大萧条的主要推动因素之一。

由主动的风险承担者转化为盲目的风险承担者的另一案例是富达基金。1987 年 10 月 19 日，美国股市上著名的“黑色星期一”。包括著名投资家彼得·林奇领导的麦哲伦基金在内的富达基金体系一天之内共抛售了 2580 万股股票，创美国投资基金业

之最，远远高于美国开放式基金业当天平均抛售 2% 的水平。

在证券期货市场上，决定一个投资人是属于上述的“主动的风险承担者”、“被动的风险承担者”，还是“盲目的风险承担者”，其主要决定因素是人性特点。

不论一个人是面对人生道路的抉择，还是在证券期货市场的决策，他都不可避免地要面对风险。一个没有风险的世界是不发展的世界，不发展的世界是死亡的世界。

在一个人所可能面对的各种风险中，由人性弱点所带来的“人性风险”始终是最大的风险。

第二节 人性弱点与风险观

证券期货市场是人生的缩影。

证券期货市场是人性的镜子。

证券期货市场是人性弱点的放大镜。

证券期货市场是人类社会所能构建出的最完备的“人性竞技场”。

在证券期货市场上，市场参与者之间最终较量的是人性。市场参与者之间最终较量的是人品。在证券期货市场上，最有希望最终胜出的人通常是最有能力控制住人性弱点的人，通常是人性较为完整的人，通常是人品较为高尚的人。

正是在这个意义上，我们说市场是有效的。一个有效的市场，在本质上必须是一个公平的市场；而一个不公平的市场，从本质上而言是不可能长期存在并正常运转的。

作为一名证券期货市场的职业投资人，当有一定人生阅历和

