

与 财 富 有 约 系 列

the inner game of investing

投资的心理游戏—— 股票投资心理探微



ACCESS THE POWER OF
YOUR INVESTMENT PERSONALITY



(美) 德里克·尼德曼 著
王晓芹 郭超贤 等译



与财富有约系列

投资的心理游戏

——股票投资心理探微

(美) 德里克·尼德曼 著

王晓芹 郭超贤 等译

机 械 工 业 出 版 社

Derrick Niederman : The Inner Game of Investing : Access the Power of Your Investment Personality

ISBN:0-471-31479-X (英文版书号)

Copyright © 1999 by Derrick Niederman.

Authorized Translation from English language Edition Published by John Wiley & Sons.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2002-0517

图书在版编目(CIP)数据

投资的心理游戏——股票投资心理探微/(美)德里克·尼德曼著. 王晓芹, 郭超贤等译. —北京: 机械工业出版社, 2002.5

(与财富有约系列)

书名原文: The inner game of investing: Access the power of your investment personality

ISBN 7-111-10282-7

I. 投... II. ①尼...②王...③郭... III. 股票-证券投资-心理学 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 031152 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)
责任编辑:常淑茶 版式设计:霍永明 责任校对:樊钟英
封面设计:陈 沛 责任印制:付方敏

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002 年 7 月第 1 版第 2 次印刷

890mm×1240mm A5·6.375 印张·143 千字

4 001-7 000 册

定价:18.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换
本社购书热线电话(010)68993821、68326677—2527
封面无防伪标均为盗版

译者序

在当今的社会中，股票市场已经日益成为人们关注的焦点之一。人们关注股票，是因为股票能为他们带来财富，让他们实现梦想。但是在实际生活中，并不是每一个人都能在股市中一帆风顺。那么，为什么会出现这种情况呢？是因为巴菲特们聪明，而这些人比较笨吗？不是。决定一个人投资股票能否取得成功的因素并不是他的智商有多高，而是他的性格特征。因为不同的人有不同的性格特征，而不同的性格特征必定会影响到他的投资风格，也必将会对他的投资对象、投资技巧、投资时机的选择产生十分重大的影响。一个人在股票市场中失败，实际上是因为他所选择的投资对象、投资时机和投资技巧出现了差错。为什么他们会出现这种差错？他们能够不犯这种错误吗？要回答这个问题，就需要对人们的性格特征以及由此而形成的投资风格进行分析。而这正是本书所要介绍的主要内容。

在这本书中，作者将投资者分成了很多种类型：情感型，逆市型，开创型，冒险型……每一种性格的投资者都有其自身的投资风格，投资风格各不相同并不一定是一件坏事。因为某一种性格的人

IV

必然是既有缺点，又有优点。而与此相对应的，他们在股票投资中比较容易犯某一类错误的同时，又有其自身的优势。要想投资股票获得成功，就要充分发挥自身的这些优势，尽量去弥补自身的劣势。要做到这一点，首先就要对自己的优缺点十分清楚。而作者对不同类型投资者的性格特点，与此相对应的投资风格，以及他们自身的优势和劣势均作了详细的分析。我们翻译这本书，也是为了将作者的这些真知灼见提供给读者，希望能够帮助读者认识到自身存在的优点与不足，进而不断完善自己，从而在股票投资中获得成功。

难以忘记的是，张乐、陈劲松、卢海祺等作为本书的审译者，对本书的翻译提出了很多宝贵的建议。特此奉上衷心的感谢！

由于水平所限，难免在译文中出现这样或那样的错误，恳请读者批评指正。

译者

2002 年 4 月

序 言

大多数人都对自己所投资的股票业绩不甚满意，而几乎所有的人都希望自己能做得更好，那么我们如何能做得更好？是更辛苦的工作，还是做更多的研究？

如果答案如此简单，那么恐怕现在街上到处都是百万富翁了，因为几乎所有的投资者都愿意拼命工作，以取得更好的业绩。但是仅有出色的分析能力是不够的，我们还必须对那些能够帮助我们获得成功或是阻碍我们取得成功的生理上和心理上的因素有所了解，如果一个人能够正视并完善自身的弱点，他(或她)肯定能够成为一个更优秀的投资者，这是一个很浅显的道理。而这正是我们这本书所要讨论的内容。

想一想沃伦·巴菲特和乔治·索罗斯，这两位 20 世纪最杰出的投资家，他们俩除了在股票市场上都获得了巨大的成功外，其他毫无相似之处，甚至于他们各自的投资风格也截然不同，巴菲特是典型的长线投资者，他持有的几乎都是世界知名、规模庞大的公司的股票，例如可口可乐、美国运通、吉列等等；而索罗斯则恰恰相反，他是一个极为“狡猾”的投资者，他的风格是短线投资，而他

投资的领域更是涉及外汇、期货及各种新兴市场，几乎无所不包，他喜欢在这些市场冒险。而不管是巴菲特还是索罗斯，他们带有传奇色彩的投资经历听上去总是那么自然。但要知道，如果让巴菲特去跟索罗斯竞争，他肯定会失败；反之亦然。

这个道理十分清楚，不是吗？可是在现实中，大量的投资书籍总是想告诉人们“你该这样做”，“你不能那样做”，甚至直接告诉读者“像我这样做”，也许这些做法对于这些书的作者确实是十分管用，但并不是对于所有人都适用。退一步说，也许这些做法确实是正确的，也很棒，但大多数的读者并没有从投资的心态上进行调整，从而也就不能将这些做法付诸实施。例如，这些书籍告诉投资者“不要在股价最高时买进股票”——恐怕没有一个专家对此有不同意见——但是，仅知道这一点是不够的，因为它没有解释人们为什么应该这样做。当我们对酗酒者说：“禁止喝酒”，这几个字真能管用吗？显然这是不可能的，同样的道理也适用于投资世界：如果你对自身的坏习惯缺乏了解，你就不可能改掉它。

在过去的 15 年里，我有幸接触到形形色色的投资者——从个人投资者到杂志的编辑部，从社区的投资俱乐部到机构投资者，在与他们接触过程中我发现，人们的性格特征在很大程度上决定了他们的投资方式。

我想起我的一位朋友格伦·格林伯格，曾和我一起参加过软式网球巡回赛，但他是我的对手。他自己是领袖基金的总裁之一（另一位总裁是约翰·夏皮罗），之所以叫领袖基金，是因为他们总是挑选出一批预期未来有可观现金流的企业，如船运公司 Gotaas-Larsen、油品服务公司 Tidewater、木材公司 Burlington Resources，然后买进这

些企业的股票，之后便是静候这些企业在华尔街上市从而获得可观的回报。但是这种投资方式并不适合所有人。1984年，就在领袖基金公司成立后的几个月之后，就有两个家庭因采用这种投资方法而损失惨重。因为利率上升，使得他们的投资组合价值下降了20%，‘静观其变’的道理有时候听起来很不切实际。但是还有一个家庭在经过一番考虑之后决定持有这些股票，15年之后这些股票的价值变为当初的23倍，这一直是散户投资获得成功的一个奇迹。除了耐心之外，信息不完全也有可能使你在数以百计的股票投资上失误（领袖基金看不上眼的一些增长型股票都曾在90年代有过不凡的业绩），但是你仍有可能获得成功，只要你有足够的资金按照既定的投资策略进行投资。

另外，还有格雷琴·莫根逊，她是一位资深的财经作家（《福布斯》、《纽约时代周刊》），也是我在《价值》杂志工作时的同事。格雷琴一跃成为明星人物是因为她具有突出的能力：从宏观角度，她在1991年提出一个具有分水岭意义的见解，即“品牌本身是没有生命力的”，这一观点的提出大大早于所谓的“临时冲动”的观点，这迫使那些消费品制造企业如Kellogg，P&G，Bausch & Lomb大幅降低产品价格——但是他们的收入和股票价格仍能保持不变。从微观角度来看，格雷琴在1994年详细分析了加拿大饮料罐装企业Cott公司的经营状况和未来前景，并断言该公司的经营状况还将变得更糟。而后来情况确实如此！在整个股市处于牛市的状况下发现问题往往是不受欢迎的，但是格雷琴在1994年发表了一篇著名的文章，在这篇文章中她发表了对于计算机类股票前景的悲观看法，这篇文章对股市的健康发展产生了很大的作用。尽管康柏和戴尔公司在接

下来的三年中以 60% 的平均速度发展，从而推翻了她的悲观论断，但是谁又能保证自己永远是对的呢。实际上，如果你总想着小心谨慎，那么往往你会较早地抛掉股票，错失更好的获利机会。

那些经常过早地抛售股票的投资者可能十分希望具备我父亲那样的投资潜质，我的父亲是一个经验丰富的兼职投资者，多少年来他一直独具慧眼，能够发现股市中那些极具潜力的企业：在 1982 年看好 Damon 公司，此时生物科技浪潮尚未兴起；1990 年的 Carter-Wallace 公司，他感觉到爱滋病的扩散和避孕套的广泛应用将会极大促进公司业绩；最了不起的是，大约在 1960 年，他就看好 Haloid 公司，而不久之后 Haolid 公司成了著名的施乐公司。不幸的是尽管我的父亲判断准确，眼光独到，但是由于他往往在最佳时机还不愿出手股票，所以这种优势又在很大程度上被抵消了——例如在生物科技公司股票疯涨 100 倍之时，以及避孕套卖疯了的时候，他仍然不愿出售手中的股票。因为他认为，如果在这些股价高峰期卖掉股票会使他失去其所钟爱的“长线投资者”的称号。这完全正确——因为他的财富来得实在是太快了。

当然，我推出新书时需要考察我的同事和多个投资家庭的实际反应，却从不承认我投资的唯一本钱是我自己，这一点确实是有失偏颇。我于 1982 年开始我的投资生涯，当时我是一名极为普通的投资分析员，我很容易地就发掘出在当时业绩并不太出色的一些股票，例如克莱斯勒，以及名气不及它的制鞋企业切诺基集团，这家企业以每年 20% 的速度扩张，而它的股票在华尔街上市后利润上涨了四倍。这一切对于一个初入门者还算不错吧？

然而，我对麦当劳和可口可乐这样的超级大公司的股票却有一

种病态的抵触情绪，实际上，所有的人都乐于买这样的股票。我认为我是在反其道而行之，事实上主要是因为我自己思想的局限性造成的。到 20 世纪 80 年代末期，我发觉我所放弃的那些投资机会使我的成功更加困难了，更别提那些失策的投资多少年后也未能有所起色。回忆过去，我坚信我需要有人指点，才能摆脱这种投资定式。

意识到这一切是很令人沮丧的，但幸运的是，那时我已经成为 Fidelity 的专栏作家，在那里我可以从容地修正自己的错误，我没有向初入道者介绍当年我不愿投资的一些股票，在这一点上我做得是比较成功的。（假如我没有一次次地在投资过程中碰壁，我会这样做吗？）。我刚开始投资股票时非常极端地否定一切，一概反其道而行之，再后来又变为非常盲目地听从别人的意见，当我认识到我的缺点之后，我就在考虑怎样才能成为一个完美的投资者。当然，只要你能掌握我们所讨论的各种投资方式的精髓，你就会获得成功，无人能及。

但是，实际上你是不可能做到这一点的，人不可能样样精通，十全十美，我们有可能做到的只是尽可能地多了解股市大潮中的各种投资习惯、投资方式和投资倾向。毕竟，我们只会犯一些特定的错误：我们可能将股票抛售的太早，可能买进太晚，或者持有股票的时间太长，以及其他一些类似的错误，只不过对于某一个投资者来说，他犯某一种错误的可能性要比其他投资者更大而已。认识到这些缺点和错误并努力去改正，是我们这本书所讨论的主题。只要你运气够好，你就完全有可能辨别出你自己的投资特点和投资方式，而且你完全有可能比我做得更出色。

1. 股票市场的一些基本知识

尽管这一节的题目是“股票市场的一些基本知识”，但你可能会很惊讶地发现我并不准备谈论股利、市场组合、债务资产比率这样一些华尔街上的股票术语，这些我们以后再谈。

为了给我们讨论投资心理和股票市场定一个基调，我首先要陈述两个观点，第一点是股票市场并不疯狂，第二点是市场并不总是有效的，认识到这两点，我们就可以自由地制定投资策略了。

(1) 股票市场并不疯狂。如果你在关注股市，你肯定遇到过这样的情况：某一企业的季度收益情况十分出色，但是它的股票价格在其报表披露之后却下跌了5个百分点，这类事情时常发生，从而使股市得到了不好的名声。更糟糕的是，这给那些新的投资者们产生这样的印象，即公司业绩与股票价格并无多大关系，甚至是反向变动。但事实上情况并非如此。我始终坚持的观点是好的就是好的，坏的就是坏的，股市也是如此。

为什么在收益报表令人满意的情况下股价会下跌呢？可能是发生了以下情况：

1) 在当期的季度报表(好消息)发布之前，该企业的负责人发表了对企业的谨慎预测(坏消息)，这在很大程度上会抵消报表带来的正面影响。而且，这种坏消息作为企业信息发布的一部分，市场显然要对这种事前信息作出反应，而不是等财务报表公布时才作出反应。

2) 该公司的收益情况，与其他公司或者与整个市场比较属于

相对较好的，但是它可能仍低于人们预期的收益水平。

3) 可能市场对该公司的良好业绩早有预期，股价已经透支，部分投资者决定在报表披露后收回投资。

那么相反的情况是什么样呢？一个公司宣布裁员 5000 人，但该公司的股价飙升，市场的反应对不对呢？实际上，企业进行裁员，市场对此作出正面反应，意味着市场认为该企业经过裁员之后，成本降低、收益必会上升。要知道那些利好消息引起正面反应的企业大多数是那些步入缓慢增长期的老式企业，它们一般只能通过有效的降低成本，提高效率，以提高业绩，而不可能依靠市场份额或销售量的迅速扩张。假如一个新兴的增长型企业要改变经营领域并宣布减员增效(一般都是因为预期的增长没有实现)，华尔街的反应恐怕就不会那么乐观了。

市场做出这样的反应很奇怪吗？我觉得一点都不奇怪。我们之所以觉得这种看似矛盾的反应不能理解，是因为信息披露的时间问题：当一个企业披露其收益情况或是宣布裁员时，这是一条新闻；但往往是在同一时刻，我们看到股票价格的变动不太合理，我们就会立即留下深刻的印象，很不幸的是，我们总是缺乏相关的背景知识，所以无法真正地深入了解股价变动的真实原因，我第一次碰到这种奇怪现象是在 1983 年，当时我正好注意到 Claiborne 公司在公布其收益状况之后，公司的股价下跌了 5 点(几乎是 20%)，而实际上 Claiborne 公司公布的收益状况，在每一个刚开始投资的人看来，都会觉得相当不错。而实际上这次股价下跌只不过是其在 5 年多时间内上涨了 10 倍之后的一次暂时性的调整。

但前面所说的这一切并不是说股市的短期反应总是正确的，市

场的错误反应有时可能会持续 12 个月，甚至几年。但这只是市场反应错了——这可以为你提供将来的投资机会，这不等于股市总是将坏的当作是好的，永远陷于混乱。如果是那样的话，只会让投资者愤怒地举起双手，怒斥投身股市无异于赌运气。实际上情况并非如此。

(2) 市场并不总是有效。我们需要澄清的另一个错误观点，恰好是处于另一极端的，即投资者认为股票市场永远正确，并且先知先觉，无所不知。这些人之所以会落入这一陷阱，是因为大学课堂中讲授的有效市场理论(EMT)。这一理论认为，一个企业所有公开的、可以得到的信息都会反映在该企业的股票价格上。这个理论不仅仅是错误的，而且还十分危险。这一理论意味着除非你能得到内部消息，否则你永远不可能打败市场，而且你很有必要进行细致的分析研究，因为每个人都这么做。这完全是一派胡言。我也学过这一理论，但我十分肯定地告诉大家，有效市场理论绝对是一派胡言。这一点我还将在后文中多次提及。

是的，市场是在努力地做到有效，当有事件发生时，市场也努力地做出反应。但是，市场要变得完全有效仍然是不可能的，原因十分简单，因为市场的主角——投资者，是人而不是其他。

如果你要出售你的房子，如果房屋墙面平整、地面干净、窗户明亮等等，你肯定能卖一个好价钱，所有一线的地产商会告诉你要留意这些地方。从理论上说，一个精明的购房者大概看一下房屋的外观就能估计出这些改进所能带来的表面价值，但是实际上这是不够的。确凿无疑的证据要比可能性可靠得多。

我们会竭尽全力，但我们毕竟能力有限，无法预知未来。当演

员得以饰演重要角色时，他们会欣喜异常；他们正如股票市场一样，会对好消息做出积极的反应。但是亨利·温克勒在被邀请扮演《幸福时光》中的冯齐时，会对店铺里的景象感到高兴吗？再比如《笑看人生》中的高尔迪·霍恩或者《实地》中的杰森·亚历山大。回想一下，当重要消息发布后股价上涨4点的情形你见过几次，你又有几次能立刻感受到市场的有效性，但是如果多年以后，你再看同一家公司，你就有可能发现那个利好消息推动股价上涨了30点。

失败的故事总有相似之处。据说泰坦尼克号的设计者得知船只撞到冰山、遭到损坏后，立即意识到他所心爱的巨轮难逃噩运，但是你认为他最初的反应是他唯一的想法吗？当巨轮开始侧倾并开始向大西洋的深处下沉时，他没有其他想法吗？此时此刻的他会意识到这场灾难将给全世界的人们留下长达一个世纪的记忆吗？显然这是不可能的。

股票市场有时也像这艘下沉的巨轮，让我们回到1933年，当时有一个叫Lomas的金融公司。Lomas的主要业务是抵押贷款服务，它主要的资产是各种抵押组合，但是由于利率大幅下降，导致众多投资者不再进行抵押贷款，从而Lomas公司所拥有的资产也大幅缩水，更糟糕的是，由于这些抵押品纷纷撤出，从而使该公司立即丧失了盈利能力。以前他们可以在拥有抵押品的期间内摊销成本，但现在这段成本摊销期却骤然缩短了。由于一些不当的花费以及几笔高风险的互换交易最终失败，所以这家公司最终的命运只能是彻底的失败。毫不奇怪，所有关注这家公司的华尔街分析师们都给它作了最低的信誉评级。当我刚接触这只股票的时候，它的股价为7美元每股，略低于以前的最高价值。

对于那些相信有效市场理论的人来说，这一切是毫无道理的，市场肯定已经知道 Lomas 公司糟糕的财务状况。而我不相信这一理论，所以我毫不犹豫地将这只股票列入《价值》杂志中由我主笔的“本月不宜投资的十只股票”一栏内。两年后，Lomas 公司股票价格跌到 $3/4$ 美元，即每股 75 美分。对于那些股票持有者来说，资产贬值了近 90%，即使公众都已知道了 Lomas 公司的负面消息，但 Lomas 这艘船还是不可挽回的沉入了海底。

之所以会发生如此大幅度的贬值，是因为投资者在最初时极为震惊而手足无措，许多 Lomas 公司的坚实拥护者可能根本就不知道成本摊销的好处——在现代社会中，这种方式并不是不能忍受的，只不过对于一个抵押贷款服务公司的股东们来说，情况稍微严重一些而已。此外，公司授权的股票(高层管理者所拥有的)能在相当程度上稳住股票的跌势，而且这些人轻易是不会售出股票的，有可能是公司在某一时刻买入价格低迷的股票，再次拉起股票价格，在我公开批评 Lomas 金融公司之后不久，好像该公司就进行了一次这样的操作，从而其股票价格从 7.5 美元上升到 9 美元，但是随着时间的流逝，“坏的就是坏的”这一真理必然发挥作用；Lomas 公司再也没有了翻盘的能力，所以，谁也不要对我说什么市场是有效的。

那些公众十分关注的行业，市场有可能是有效的，例如制药行业。人们可以百分之百地确信，那些不断有令人兴奋的新产品推出的企业的市盈率要比那些生产高档药品、但即将失去专利保护的制药企业(这将使得那些生产普通药品，但价格却低得多的企业抢占市场成为可能)的市盈率高得多，之所以在制药等行业市场可能有效，是因为这些行业一直备受关注，无数的顶级分析师一直在对这些企

业的经营基础进行细致而周密的研究。

然而，这样一来，当市场在为不同行业、不同国家的股票制定价格标准时，要做到有效变得更加困难。有效市场理论一个荒谬之处在于：这一理论存在于学者们的头脑中已经有几十年了——在此之前及在此期间，各国的股票市场发展并不均衡，如果这些市场都是十分有效的，那么 Lyford Cay 公司的约翰·坦普尔顿和他的数十亿资金为什么早早地抽出股市呢？

也许现在的市场比 15 年前要有效的多，但是这又能怎样？你仍然能从制药类股票挣到大笔钞票，尽管这个行业股票的定价是十分有效的。1994 年，Warner - Lambert 公司的股票价格为每股 30 美元，而且这一定价看起来确实也是十分合理，但是，四年之后，由于该公司又新研制出几种疗效极佳的新药，它的股价已飙升至每股 200 多美元。

而且，市场要实现真正的有效还有一个巨大的障碍，那就是：我们需要跟踪记录的股票太多了，每一天都有令人激动的事情发生，即使现在有更多积极的投资者在关注股票市场，但是伴随着人口增长，从来没有对个股进行过跟踪记录的人也是越来越多。如果华尔街日报只根据已经获得的公开信息对企业做出积极的评论，那么对于那些人来说这些消息永远都是最新的，股市一开盘他们就会冲进股市，踊跃投资。

推翻有效市场理论之所以重要，是因为有效市场理论在那些没有经验的投资者中被胡乱应用：例如，他们认为对股票市场进行研究毫无用处，因为所有的人都在这么做。依此类推，那么一支专业的运动队是不是不用担心自己的体能状况呢——因为其他人也是从

事同样的运动。对于这一点心理调节大师帕特·赖利表达得十分简洁，即“保持体型并不能直接给你带来什么，但是如果你做不到这一点，有机会你也抓不住”。每一个错误地应用有效市场理论的人都应牢记这一点。

总的来说，股票市场既不疯狂，也不是总有效。我承认股市并不公平，也无需公平。投资股市可能包含着大量的运气成分，尤其是短期投资行为，但这正是我们与有效市场理论者不同的地方，我们的目标是：通过对投资心理的研究而获得长期的收益，这一点我们完全有可能做到。

2. 为什么只有研究是不够的

在批驳这些误导投资者忽视研究工作的错误观念之后，我要宣布自己的观点，以为本书后面的内容定下基调，那就是：只进行简单的研究是不够的。对于公司情况进行基本分析是投资普通股的第一步，而不是最后一步。

我之所以持有这一观点是因为我们首先是人，其次才是投资者。在这一部分，我们来看看普通投资者在决策前、决策中、决策外常会面临的一些问题。有一些对于你说可能比较陌生，但也有一些你可能非常熟悉，这些人类所具有的特征，或是所遇到的问题会对整个投资过程产生不利的影响，正如前两个问题所说的，在研究尚未开始之时，心理因素可以扮演决策的角色。

(1) 突如其来的想法。我们的头脑中时不时地会产生一些奇妙的想法，我得承认，我也是这样。下面是一个真实的例子，