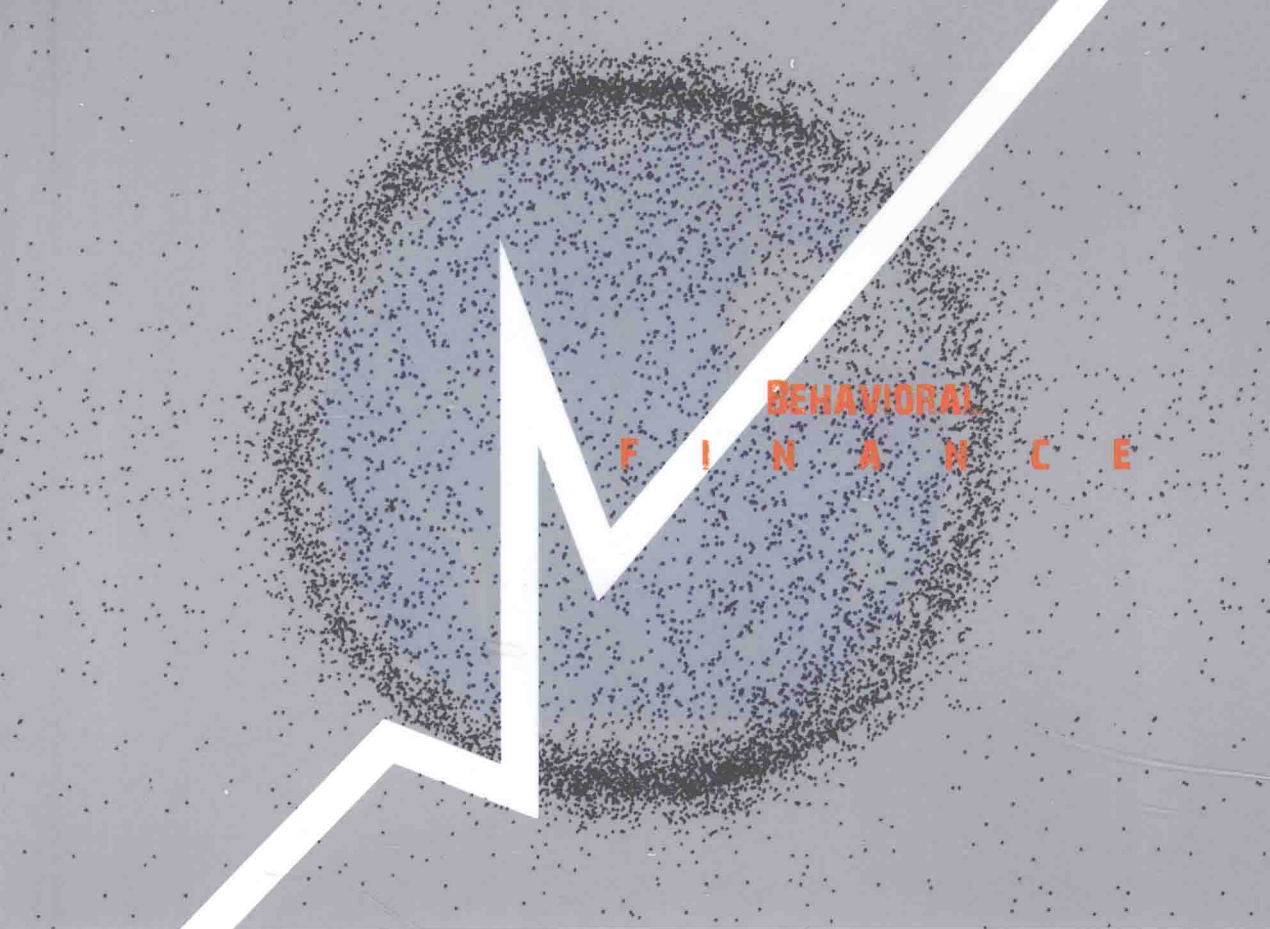




新常态股市投资智慧

你不可不知的行为金融

郑磊 编著

读懂

上手

国内最新介绍行为金融学的投资著作

1.2亿股民不能不知的股市秘密 资本市场不能忽视的心理陷阱

但 斌

东方港湾投资管理公司董事长

徐洪才

中国国际经济交流中心经济研究部部长

王 庆

重阳投资总裁

孙立坚

复旦大学金融研究中心主任

管清友

民生证券研究院执行院长

林 华

厦门创投、金圆资本总经理

房四海

香港九方宽客宏观研究院院长

黄 嵩

北大金融与产业发展研究中心秘书长

洪 灏

交银国际研究部董事总经理

鹿长余

上海科技金融研究院教授

联

合

推

荐



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

BEHAVIORAL
F I N A N C E

新常态股市投资智慧

你不可不知的行为金融

郑磊 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

新常态股市投资智慧:你不可不知的行为金融/郑磊编著. —北京:北京大学出版社,2015.5

ISBN 978 - 7 - 301 - 25713 - 5

I. ①新… II. ①郑… III. ①股票投资—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 087519 号



书 名 新常态股市投资智慧——你不可不知的行为金融

著作责任者 郑磊 编著

策划编辑 徐 言

责任编辑 朱梅全 王业龙

标准书号 ISBN 978 - 7 - 301 - 25713 - 5

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 sdyy_2005@126.com

新浪微博 @北京大学出版社

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071997

印 刷 者 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者 新华书店

730 毫米 × 1020 毫米 16 开本 21.5 印张 268 千字

2015 年 5 月第 1 版 2015 年 5 月第 1 次印刷

定 价 45.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

超越贪婪、希望和恐惧统治的世界

(代序)

我们生活在怎样的一个资本市场中？这个问题恐怕有无数种回答，但基本上能够分为几个大类。我想，如果是前几年，国内人士的回答大多会认为市场是可以预测的。这就不难解释为什么讲述股市技术分析的书那么流行的原因了。一把直尺走天下，支撑线、阻力线、三角形、旗形、楔形、黄金比例分割、艾略特波浪、江恩菱形、K线、蜡烛图组合等等，不一而足。坦率地说，没有什么流派比技术分析更显得高大上了。其他回答几乎都属于非主流，比如有人认为市场是有效率的，市场中存在着真正值得价值投资的标的。当然，也有人认为，市场是不可预测的、混沌的，以及市场是由不可预测的群体心理驱动的。

让我们回归到市场的本质上来，清晰地梳理一下思路。这时，现代经济学已有的一些公论和最新成果——特别是行为金融学，能够引导大家冷静地反思：资本市场到底是什么样的？

事实一：市场是信息不对称的，投资标的的信息大部分都无法准确及时获取，市场只是在部分时间里是有效的。

事实二：价格是资金驱动的，价格并不一定围绕价值波动，在很多时候甚至偏离很远。

事实三：信息对市场的影响很大，每个人对每个信息的关注度和理

解不同,据此形成对市场的态度,造成群体性影响。

事实四:市场参与者的情绪和心理驱动资金,导致市场波动。

事实五:市场情绪传染和程序化投资的推广,放大了“羊群效应”,导致市场在短暂时间内陷入恶性循环。

现在我们可以综合一下对于市场的认识了。尽管到了信息时代,但我们仍无法解决哪怕是改善信息不对称情况。当分析投资标的时,可能我们知道的所谓事实都不足真相的一成。在这种情况下,没有奢谈价值投资的空间。这种情况在中国尤其如此,所以估值模型的使用效果往往不佳。连企业的经营管理层都无法全面掌握的信息,更难以为外人所知。即便有了充足的信息,又如何预测内外部商业环境和条件的改变呢?我相信凯恩斯是对的,他说:“对于某只股票的未来收益,我们唯一可以确定的就是根本无法确定。”

让我们回到问题的本原,价格当然是由资金驱动的,在资金充足的情况下,人们对投资标的和市场的认识,特别是在一些信息或事件的情境下,以及参与者的情绪和心理,都起到了调动资金从而对市场价格走势产生合力的作用。如果资金充足的假设不成立,那么信息、情绪、心理等因素对市场的整体影响力会明显减弱。中国股市从2005年下半年开始启动,快速攀升,再深陷谷底,这是一个完整的市场周期,我们可以看到几个明显的阶段。资金泛滥的连续爬坡,然后是金融危机的消息带来的恐慌、四万亿救市后的反弹,接着是资金不足,踏上节节败退的寻底之路。这一过程再次论证了一个观点:资金是王,信息(或者事件)和心理(包括情绪)是其两个婢女。

现在我们可以清晰地看到观察和分析市场的主线脉络:资金是否充足,这是市场的外生变量,我们在本书中不作为分析重点。那么剩下三个重要因素就是投资者对信息(事件)的认知偏差、心理偏好、情绪(情感)影响。它们可以被看作是内生变量,而且相互之间产生影响,并引

导着市场内的资金运动,从而最终从价格走势中体现出来。本书秉持行为金融学的原则,即认为人是有限理性的,我们将尝试引入心理学的理论和技术来分析投资者的真实决策过程。

当技术分析派在价格和指数图上比划来比划去的时候,他们只是资金运动的旁观者,看到的只是表象,却希望从中预测未来,这是缘木求鱼式的努力(当然我们不得不说,其实技术分析派本质上是想通过技术手段掌握市场参与者的心理和行为模式的人)。而价值投资者天真地认为,价格总是围绕着价格波动,即便偏离也终究会反映真实的价值。当然,这从理论上是成立的,但十分考验耐心。另外一个很值得推敲的悬疑问题就是,其实没有人真正知道投资标的价值是多大。这个发现很打击价值投资者的心(当然称得上价值投资的人都有一颗比凡人更强健的心)。我们活在一个由贪婪、希望和恐惧统治的世界,股市尤其如此。

以上只是个人看法。当然,本书不想兜售心理分析和行为金融就是万能灵药的观点,也没准备推销具体的投资方法论,只是尝试着把一个市场熟知但并未被公开揭示的真理,从行为金融和投资心理的角度重新论述,供广大读者窥其堂奥。因此,我们还是会从股市分析的各派逐一入手,尝试从行为金融的角度掀开市场大幕的一角。本书的内容是这样安排的:第一章回顾了主要的股票投资流派和代表人物的特点,以便读者能够全面了解各种投资模型;第二章主要介绍价格走势的市场结构(时间和空间),从中短期分析了成交量和价格之间的关系,从长期介绍了市场回归重心(均值)以及重心不断上移的结论;第三章从个人投资者角度讨论投资心理特征,以及由此产生的投资行为,综合整理了投资心理学的研究成果,以便让投资者清晰地了解自身心理局限对投资结果可能产生怎样的影响,并讨论了导致市场行为的群体心理;第四章尝试用技术分析的方法探讨如何观察作为群体的投资者的市场行为表现,揭示投资者整体行为偏差造成的市场波动;第五章继续对投资者群体行为

进行分析,讨论信息和事件对投资者群体和市场的影响;第六章对投资者的心理特点给出了神经科学上的解释,探讨了情绪,特别是对投资表现影响巨大的贪婪、恐惧、快乐、悔恨等情绪的生理产生机制;第七章从行为金融理论的角度,对市场波动和投资者的行为给出解释;第八章基于本书对于投资行为的解释,从投资管理体系的角度作出梳理,并给出操作建议,以便读者能够将所学知识应用于股票市场的投资实践中去;第九章是作者的投资感悟,指出人生如股市,投资如做人的观点,提醒大家正确认识和对待股市投资。

本书不能够让你读完就能掌握战胜市场的无敌法宝,世界上尚未发现此物,实际上我一直努力否定的就是这种错误想法。这是一本需要耐心和静心去读的书。我也不想用技术派、价值派还是心理情绪派给自己贴标签,希望读者能够通过阅读此书,了解自己,战胜自己,活出自己的精彩来。市场和财富都不是人一生中的全部,淡定、安然和快乐地生活,才是值得我们毕生追求的目标。

本书也许充满了谬误,但却是值得努力的尝试。本书引用了众多流派的方法和见解,书后参考文献将尽量列明。考虑到不少资料来自网络,很难查到原始来源,还请读者诸君谅解。好在我的目的并非著书立说,而是希望能够总结行为金融的最新成果,并与业界实践相结合,给大家献上一桌丰盛的思想大餐。请各位读者各取所需,祝大家好胃口!

郑 磊

2014年10月,香港九龙名人苑寓所

目 录

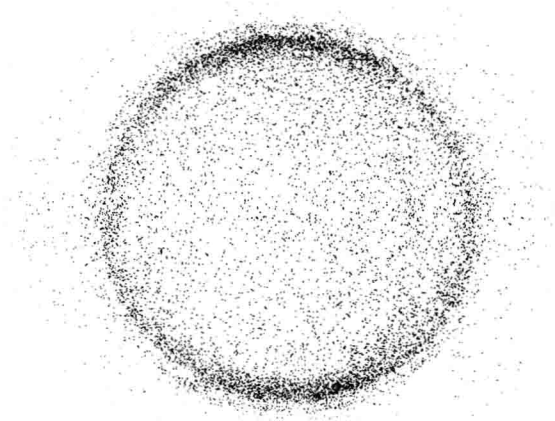
第一章 华山论剑的股市 门派之争	第一节 信徒遍布大江南北的技术流 / 3
	第二节 守候时间玫瑰的价值投资者 / 22
	第三节 深藏功名的心理大咖 / 36
	第四节 初露头角的“量化小子” / 40
	第五节 杂议“布丁派” / 44
第二章 时空转换下的 股市波动	第一节 给价格波动安上时间轴和空间轴 / 63
	第二节 市场价格运动的时空结构 / 73
	第三节 老板是价格,资金是马仔 / 82
	第四节 股市价值规律:给价值投资者的一贴 安慰剂 / 90
第三章 人性放大镜下的 炒股心理	第一节 炒股人常见的认知和心理误区 / 101
	第二节 专家也有出错时 / 114
	第三节 变化只在一念间 / 121
第四章 技术分析图上看 市场群体心理	第一节 K 线图的市场心理解读 / 149
	第二节 MACD 帮你辨认真正的价格动向 / 166
	第三节 从概率分布角度看价格异常行为 / 177

第五章	第一节	事件消息驱动的股价 / 188
你的心飘摇在 信息烟雨中	第二节	“黑天鹅”事件 / 201
	第三节	气候和季节性因素 / 221
第六章	第一节	大脑的惯性思维习惯 / 231
大脑进化速度赶 不上资本市场 发展	第二节	多巴胺、伏隔核和投资预期 / 236
	第三节	情绪的脑神经科学解释 / 247
第七章	第一节	前景理论诠释的投资者行为 / 259
你的情绪波动 决定了亏损 或是赚钱	第二节	投资决策的两大影响因素 / 263
	第三节	贪婪与恐惧 / 271
第八章	第一节	正确的投资理念 / 279
了解心理,管理 情绪,决胜对手	第二节	资金管理 / 289
	第三节	利用对手方的错误,以己之长克敌 之短 / 300
第九章	第一节	投资方法的思考 / 320
道与术	第二节	安度股市人生 / 327
跋 / 330		
参考文献 / 331		

第一章 华山论剑的股市 门派之争

知人者智，自知者明。胜人者有力，
自胜者强。

——《道德经》第三十三章



股市中的价值、技术、心理、量化四大流派,犹如《射雕英雄传》中描写的东邪西毒、南帝北丐,在江湖上互不相让,相互辩论得难解难分。其实,如同武林,世上又何止这四家之言,其中相互掺杂相互渗透之处,难以尽述。本书以此章开始,并非想在其中分出上下优劣,而是作为一个引子,让大家对各派有个初步了解。

第一节 信徒遍布大江南北的技术流

技术分析的优势在于它反映了过滤过程,股票价格和成交量精确地反映了百万投资者对其价值的判断,这里不仅反映了基本因素,而且还包括情感因素。

——马丁·普林格

技术流,这是我们给技术分析流派的一个高大上称号。技术,这个词足以让人心驰神往,相信对于任何一个民族都是如此。记得笔者1992年第一次接触股市的时候,看到有人购买股票行情传送机,配套的行情软件上那些红黄蓝绿交叉纵横的曲线、实心和空心的蜡烛图柱,真是眼花缭乱,如坠五里云雾之中。

国内最开始引进和流行的炒股书籍都是介绍技术分析方法的,从简单的蜡烛图、K线,到各种技术分析指标、道理论、艾略特波浪理论、江恩理论,都曾流行了很长一段时间。但是,舶来的技术分析方法毕竟数量

有限。近几年,更多的是各种独家的“炒股秘籍”类书籍充斥坊间。经过多年的股市洗礼,民间涌现出不少技术分析“牛人”,开始推广自创的技术分析战法。但是,万变不离其宗,技术分析的核心方法不外乎有限的几种。

1.1 从 K 线观察价格运动轨迹

K 线,这个最早可以追溯到日本江户时代大米商人预测米价的工具^①,大概是中国股市投资者习以为常的技术分析工具了。价格走势图上,那大小、有虚有实、有头有尾、长短不一的蜡烛形状,按时间顺序排列连成曲线,谱写了多少股市传奇,又见证了多少悲欢离合。其实,很早就有技术分析派大师^②指出:蜡烛的形状能够将特定时期内投资者的心理变化以可见的模式表现出来。每天的价格波动和成交量可以被看作投资者害怕和恐惧的指标。蜡烛图信号能够识别出当天、本周或者本月投资者情绪的波动变化。如果笔者引用这种观点作为对心理分析方法的支持证据,恐怕会被有些人认为是牵强附会。但确实有学者提出,技术分析的本质就是从投资者的心理层面去研究交易行为,通过研究投资者过去的行为所形成的价格走势,预测股票价格的未来走势。事实上,尽管将技术分析方法与投资者心理结合的说法早已有之,但深入的发掘不多,所以也只能算作是有先见之明的朦朦胧胧的不成熟看法而已。后来的技术分析派人士并没有在心理分析这条路上继续走下去。技术分析越来越沦为形式化和数量化工具,而忽略了对其背后心理因素的深入挖掘。总而言之,心理分析和技术分析其实一直都走得很近,但

① 根据百度百科的说法,在日本的“K”并不是写成“K”字,而是写作“罫”(日本音读 kei),K 线是“罫线”的读音,K 线图称为“罫线”,西方以英文第一个字母“K”直译为“K”线,由此发展而来。K 线又称阴阳线、棒线、红黑线或蜡烛线。

② 如日本蜡烛图的技术分析大师斯蒂芬·比加洛(Stephen W. Bigalow)。

也从未完美结合。^①

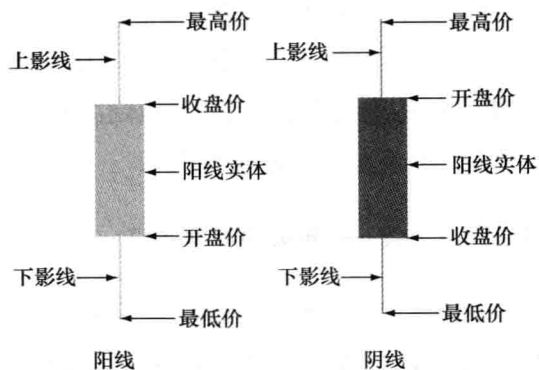


图 1-1 蜡烛体的结构

如果对于 K 线的认识只停留在这个层次,是无法用它理解深奥难测的股市的。K 线只是忠实地记录每个交易日的开盘、收盘、最高和最低价格,用 4 个数据勾画出当天的价格表现概况而已。

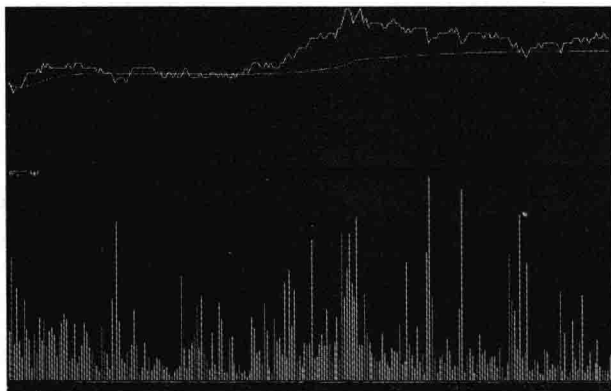


图 1-2 股票分时走势图

^① 技术分析有其经济学和心理学的基础,从对股市的实证看,技术分析的周期如果设在中长期,其分析结果还是比较可靠的。但是,在散户中,越来越多的人崇尚超短期操作,技术分析失效的情况并不少见。

熟悉技术分析的读者都知道,其实当天的分时走势图里包含了更多的交易价格的变化信息,可以看到每分钟的价格和成交量,而这些信息全部浓缩在一根蜡烛体中了。另外,根据每日收盘价加权计算出的移动平均线,也能辅助 K 线了解最近一段连续时间内的收盘价格运动情况。关于移动均线,后面还有更详细的介绍。

1.2 支撑线和压力线——重要的心理关口

一般来说,当股价跌到某个水平之后不再下跌时,我们称之为股价下跌遇到了“抵抗”,把这样的抵抗价格点串联成线,就可以得到一条阻止价格继续下跌的“支撑线”(也称为“抵抗线”)。反之,当股价无法继续向上突破时,同样是遭遇到了“抵抗”,把这样的点串联成线,可以得到一条阻止价格继续上升的“压力线”(又称为“阻力线”)。

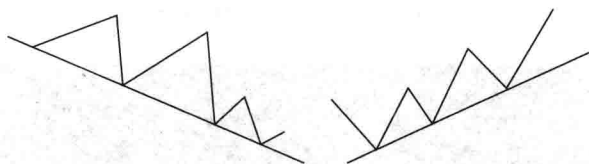


图 1-3 支撑线

常见的支撑线和压力线是移动均线,比如 120 日移动均线就是重要的支撑线或压力线。这是因为这条线上每个点都是连续半年价格的平均值,因此走势非常稳定。无论股价 K 线在这条线上还是线下运行,突破这条线的困难都很大。其实,60 日、120 日、200 日移动均线都是如此。这些移动均线代表了股价长时间的走势。股价只有连续和较长时间偏离原来的走势和价格水平,才可能导致长期移动均线改变运动方向。^① 顺着这个逻辑思考可以明白,在大多数情况下,每天的股价在这些长周期均线附近

^① 这些较大的周期参数是常见的压力线和支撑线。其他周期参数较小的移动均线一般不具有压力、支撑作用,但对于短线操作用处较大,比如日线、30 分钟线、15 分钟线、5 分钟线。

最经常出现的应该是两种走势形态：平淡不惊，或者上下交错波动。^① 两者的效果都表现为均线继续保持平稳，没有很明显的转折迹象。

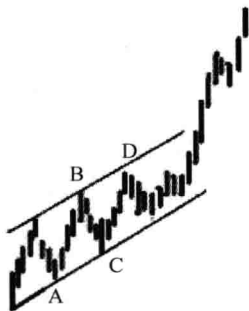


图 1-4 股价上行的压力线和支撑线

可以看出，无论是阻力线还是抵抗线，其实都是一条阻止价格朝向某个方向运动的“无形”的线。当价格从当前位置上升或下跌 50% 或 0.618 的位置时，这也是常见的压力或支撑线。此外，阶段性的最高价位也往往是阻力线，而最低价位可能是支撑线。关于这些位置为何成为支撑或压力线，各有说法，也有人认为是无稽之谈。有人将压力线和支撑线赋予了心理意义，我们引述网上一段文字，供大家参考。



阅读资料

压力线和支撑线的心理解释

一个市场上无外乎三种人，多头、空头和旁观者。旁观者又可分为持股的和持币的。假设股价在一个支撑区域停留了一段时间后开始向上移动，

^① 这其实给了我们一个提示，当股价围绕长期均线出现一个方向的较大波动时，很有可能很短的时间里，股价将出现相反的变动，至于变化时点、时间长度以及幅度，可以根据保持长期均线走势不变的假设作出粗略估计。另外，由于长期均线代表了长期的平均成本水平，要在这个价格产生较大波动，必须有相当大的交易量，所以价格偏离均线，尤其是向上突破，还需同时关注成交量。

在此支撑区买入股票的多头们很肯定地认为自己对了,并对自己没有买入更多而后悔。在支撑区卖出股票的空头们这时也认识到自己错了,他们希望股价再跌回他们的卖出区域时,将他们原来卖出的股票补回来。而旁观者中的持股者的心情和多头相似,持币者的心情同空头相似。无论是这四种人中的哪一种,都有买入股票成为多头的愿望。正是由于这四种人决定要在下一个买入的时机买入,所以才使股价稍一回落就会受到大家的关心,他们会或早或晚地进入股市买入股票,从而使价格根本还未下降到原来的支撑位置时又被推上去了。在该支撑区发生的交易越多,就说明越多的股票投资者在这个支撑区有切身利益,这个支撑区就越重要。

我们再假设股价在一个支撑位获得支撑后,停留了一段时间开始向下移动,而不是像前面假设的那样是向上移动。在该支撑区买入的多头意识到自己错了,而没有买入的或卖出的空头都意识到自己对了,无论是多头还是空头,他们都有抛出股票逃离目前市场的想法。一旦股价有些回升,尚未到达原来的支撑位,就会有一批股票抛压出来,再次将股价压低。

不知大家有没有注意到,这个例子说的是股票在下跌过程中,在支撑区由于心理因素而产生的市场行为。股价在这个区域的变化对于投资者形成判断非常关键。如果出现向上移动,可能引发更多买入,反之会引发更多卖出。为什么在支撑线附近会有这么敏感的变化呢?把这个例子继续引申,当价格继续上移到压力线附近时,此时又到了价格敏感地带,无论是出现上移或者下移,可能都会引发突破阻力或者掉头返回的情况。向上突破阻力或者向下突破支撑,都表示市场出现了不同寻常的变化。如果不是这样,价格就会在压力线和支撑线构造成的一个带状区间里波动。这个带子,可能是等宽度的,也可能是前宽后窄,或者前窄后宽,可能向上倾斜,也可能向下倾斜。

这里提到了支撑位(压力位也是如此),为何空头、多头和旁观者会在某个位置出现这种心理活动呢?为什么价格上升或下降的幅度达到