

The
Psychology of
Finance

Understanding the Behavioral Dynamics of Markets

金融心理学

拉斯·特维德 (Lars Tvede) 著
周为群 译



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

013029468

F830.9
569

金融心理学

The Psychology of Finance
Understanding
the Behavioral Dynamics of Markets

拉斯·特维德◎著 周为群◎译

中信出版社·CHINACITICPRESS·北京·

F830.9
569

831250610

图书在版编目 (CIP) 数据

金融心理学 / (挪) 特维德著; 周为群译. —北京: 中信出版社, 2013.4
书名原文: The Psychology of Finance
ISBN 978-7-5086-3851-5
I. 金… II. ①特… ②周… III. 金融市场-市场心理学 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字 (2013) 第 036805 号

The Psychology of Finance by Lars Tvede

Copyright © 2002 John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England.

Simplified Chinese translation edition © 2013 by China CITIC Press.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled The Psychology of Finance, ISBN 978 0 470 84342 0 (HB) , by Lars Tvede, published by John Wiley & Sons . No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

金融心理学

著 者: [挪威] 拉斯·特维德

译 者: 周为群

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

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京中科印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 20.5 字 数: 379 千字

版 次: 2012 年 4 月第 1 版

印 次: 2012 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2011-4330

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3851-5/F · 2837

定 价: 66.00 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: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

职业投资的主要目的在于价值发现。例如，你可以买进某项金融工具，等待它的价格上涨，然后卖出，从中获利。

然而仅仅考虑到价值被低估还不够。金融工具的价格永远在变，当其价格偏离内在价值时，它总是要价值回归的。但是，金融工具的价格有时也因为其他原因而发生变化。

本书就是讨论这些“其他原因”的，主要论述心理因素如何驱动金融资产价格的变化。

金融分析师和职业股民已经撰写了许多论述金融价格变化内在动力的书籍和文章。他们大多使用所谓技术分析方法来探讨这一问题，其主要形式是利用图形研究市场结构和形态。其中的一些书籍和文章在其他职业股民和分析师中非常流行。其主要原因是：金融行业的大多数职业人士相信，金融价格的变化存在一定的结构和模式。然而，经常令人感到有趣和兴奋的

序言
THE
PSYCHOLOGY
OF FINANCE



是，股民的书和文章很少试图解释**为什么**他们提出的方法有效和适用。他们提出的经验规律大多没有得到合适的理论支持。

另一部分关于市场的文献（数量更多）是由科学家撰写的。这一部分或许有些枯燥无味，但是其力量在于它们是从科学的角度来研究市场的。它们当中大多数的结论是：市场价格变化是随机的或接近随机的。这似乎表明整个金融资产价格变化问题不是十分有意义。

这太奇怪了。科学家对这个市场的看法怎么与市场绝大多数参与者的看法不同呢？

我个人相信金融价格变化往往有其固有规律。我认为，虽然小的、流动性差的股票的价格变化主要呈现随机特性，但流动性较好的市场的价格变化往往不是随机的。得出上述观点的基本理由是：

大多数股民都同意市场由反馈过程支配，并且这些过程产生趋势。经济学家已得出结论：无论这些过程是什么，其总和是价格或多或少的随机运动。但是，其他科学家（主要来自自然科学领域）有不同看法，他们经常证明：在一个由反馈过程支配的系统中，运动的总和是一种被称为确定性混沌的事物。这种混沌系统的固有运动规律很难预测，但不是不可预测的。

这就解释了那么多股民一直坚信市场有其固有模式的原因。但是，为什么科学家们继续试图**证明**这些股民是错误的呢？

这是因为，如果你还是使用传统的标准统计方法来检测混沌系统，你将得到随机运动的错误诊断结论。因此，理解流动性金融市场动力学的最佳整体框架模型是确定性混沌，而不是随机漫步。越来越多的科学家正在做这方面的工作。

作，他们发现市场确实是混沌的，因此，集体性的错误只能慢慢纠正。

但是，如果科学家们的错误由来已久，难道技术分析师就是对的吗？也不一定。你可以争辩他们事实上没有一点儿正确的地方——他们甚至还没有一个与我们有关的完善的主张。但是对于科学家，他们中有些人已经筹集到经费开始研究这之间的联系。这些人被称为“经济心理学家”、“心理经济学家”或者“金融行为学家”。但是，他们的数量依然稀少，这一点儿也不奇怪。要想得到赞助，研究与数十年来主流学术观点相反的东西，必定是很困难的。

我相信心理学可以解释相当一部分市场行为，包括一些常用的技术分析方法。由于心理学现在还是一门有点儿空洞的科学，我缺少详细的研究参考资料，但我会尽力解释。

我希望你至少喜欢这本书的部分内容，做出自己独立的判断。如果有些章节空洞乏味的话，敬请原谅。让我们开始吧。

拉斯·特维德

2002年于瑞士楚格

序言 VII

第一篇

时间和无知的神秘力量

第1章 理性人和真实世界 / / 003

第2章 一些实用术语 / / 013

第二篇

金融市场的四项基本原理

第3章 第一项基本原理：市场走在前面 / / 021

第4章 第二项基本原理：市场是非理性的 / / 029

第5章 第三项基本原理：混沌支配 / / 043

第6章 第四项基本原理：技术图形自我实现 / / 053

第三篇

人类心理

第7章 心理学的起源 / / 063

第8章 主要流派 / / 071

第四篇

群体行为

第9章 炼金师 / / 091

第10章 心理与金融相结合 / / 099

第五篇

市场信息心理学

第11章 最快的游戏 / / 109

第12章 无风起浪? / / 119

第13章 小鱼和大鱼 / / 127

第14章 框架和态度 / / 141

第六篇

趋势市的心理

第15章 趋势开始形成 / / 153

第16章 和谐与共振 / / 181

第17章 认识庞氏先生 / / 195

第18章 牛市与熊市的差异 / / 207

第七篇

平衡市的心理

第19章 怀疑和犹豫 / / 215

第20章 当市场过分扩张时 / / 225

第八篇

转势时的心理

第21章 趋势反转时到底发生了什么? / / 235

第22章 主要趋势反转时的预警信号 / / 241

第九篇

崩盘时的心理

第23章 追踪怪物的足迹 / / 253

第24章 动物本性 / / 259

第十篇 领先一步

第25章 风险暴露和时机选择 / / 267

第26章 毁灭之路 / / 285

附录1 普通心理学年表 / / 289

附录2 经济心理学年表 / / 296

附录3 技术分析年表 / / 298

附录4 史上的金融危机年表 / / 299

附录5 趋势市、转折市和崩盘时可能出现的心理现象总结 / / 302

附录6 术语解释 / / 305

第一篇

时间和无知的神秘力量

THE
PSYCHOLOGY
OF FINANCE



股票市场波动印证的并不是事件本身，而是人们对事件的反应，是数百万人对这些事件将会如何影响他们未来的认识。换句话说，最重要的是，股票市场是由人组成的。

——**伯纳德·巴鲁克**

第1章

理性人和真实世界

弗里达·诺里斯

在批评他人之前，你必须设身处地为他人着想。这样，你在批评他人时，你已经和他们相距不远，站在相同的立场上了。

本书内容只是股票交易的一方面，而股票交易常常是充满神秘感的。本书讨论“市场心理学”：市场行为是如何产生的，我们如何认识、了解它们。

产生价格波动的部分行为机理是理性的和明智的，另一些则是愚蠢的和荒谬的。但是，正如我们反复看到的，只要股票市场存在下去，这种现象就永远不会消失。

事情是这样开始的

股票交易的历史可以追溯到几个世纪以前，没有人能够确定具体是什么时候开始的，但是很多证据表明，它起源于12世纪的法国。公元1114年香槟协会引入标准远期合约交易：布匹、酒、鱼、木材和金属。

虽然最早的类似于证券交易的市场出现在法国，但意大利很快就赶了上来，并开始扮演主要角色。从12世纪到16世纪，意大利一直是金融中心，主要交易黄金、白银和货币。

欧洲人用的名词“bourse”出现在16世纪，当时位于布鲁日的范·德·伯尔斯（Van der Beurs）家族成为当地金融和证券交易中心。人们蜂拥而至“Beurs”，这就是证券交易所（bourse）一词的来源。在同一个世纪，证券交易在欧洲流行开来，大部分交易品种是皇家债券，有时甚至还有基金。

在此之后，事情一件接着一件。世界上第一个官方证券交易所1613年在阿姆斯特丹拔地而起，很快欧洲其他国家群起仿效。同时第一种严密的金融工具——期权开始在荷兰使用，这事刚好发生在1636年著名的郁金香狂热之前。1654年，日本大米市场第一个采用期货合约交易。大米期货的交易遵守大米期货市场原则，这种原则制定了严格的大米期货合约标准和各种不同大米等级的确定标准。所有的交易都由一个非营利的清算公司监督执行，所有的价格差异都用现金结算，但不含大米的实物交易。

看不见的手

只要证券交易存在，价格变动就一直令我们感到惊奇。许多人试图解释这些波动的原因，大部分理论家都采用下述似乎最自然的解释：

长期来看，股票价格反映其真实价值。另一方面，短期波动反映供求关系的小幅变化，这种变化应该被认为是不可预测的、随机的。

人们假设市场反映真实价值，因为人是理性的，而且按照学术界的说法，其行为也是理性的。

几个世纪来，经济学家一直在讨论个人和公司是否真的按照上述理性假设行动，如果是真的，又真到何种程度。大多数赞成这种观点的人倾向于所谓经济理论的新古典主义学派。他们的争论往往注重实效：通过假设经济世界完全由理性人组成，有可能构建出一个完全相反的世界。你可以建立数学模型，模拟每一个个体或组织的（逻辑上的）行为，然后将这些小模型加起来，组成一个大的模型，研究整个系统如何作用。这样的模型可以模拟一个公司、一个行业、一个国家，甚至全球的经济。你同样可以建立金融市场“理性人”的数学模型。这些模型假设所有参与者都对基本经济条件作了详细研究，并且根据他们的研究结果理性地确定金融资产的价格。作为“基本派”的市场参与者，尽量收集最多的信息以确定金融资产的“真实价值”，这样的市场定价是“有效的”，这就是所谓的“有效市场假设”。这些模型存在的主要问题是，它们虽然在数学上很完美，但不实用。金融市场定价常常千奇百怪，极不理性。

经济预测的意义

当然，现在如果市场不反映真实价值，人们常常归咎于市场本身。投资者可以更多地关注基本派的预测。然而，事实是，那些真的按照基本派意见行事的人发现，他们常常很难跑赢大盘。这是因为那种预测很少有准确的时候。实际上，它们的效果是如此之差，以至于诺贝尔奖得主瓦西里·里昂惕夫这样评述经济模型：

没有哪一个实证研究领域使用如此众多精细的统计模型，却得到如此众多彼此迥异的结果。

很多情况下，学者们在几种不同模型间摇摆不定，这些模型给出的结果相

差很多。例如，一种货币相对于另一种货币的价值可以根据以下几种方法计算：

- 购买力平价原则（PPP），这种方法衡量本国货币在国内相对其他国家的购买力。
- 相对经济增长速度。
- 贸易支付差额。

除此之外，你还可以考虑其他因素，比如相对利率以及由于高赤字或债务而导致的以外币结算的资本迅速外逃的风险。

即使两个学者使用的计算方法看起来相差不多，他们的最终结果也会由于所使用的假设的微弱差异而相差很远。举个例子，我们来估算股票市场的真实价值，也就是大量股票的组合价值。目前，一种最合理也最常用的方法是使用所谓的“美联储模型”。这个模型来源于美国联邦银行1997年发表的汉弗莱·霍金斯报告。该报告建议，估计股票合理价格最好的方法是比较它们的市盈率（每股价格除以每股收益）相对于10年期国债的收益。如果国债收益较低，你就愿意接受较低的股票收益，也就是较高的市盈率。这不仅是因为其他投资方法（国债）收益较低，而且因为较低的国债利率意味通货膨胀的可能性很小，金融收益保值或增值的要求也随之降低。虽然这种方法看起来非常合理，但是事实反复证明，不同的银行、不同的分析家同时对同一个市场应用同一种方法，得到的结果却大相径庭。其中的原因是方法间的微小差异。首先，绝大多数方法都要将预期收益代入模型，但是这些预期收益如何增长？即使这些假设只存在细小差异，都将对结果产生重大影响。另外，有的方法是用不同到期日的一揽子债券替换10年期国债，这同样会大大改变计算结果。最后还有时间因素。为了评估股票和国债收益的高低，必须研究历史平均收益水平。但是，研究多久的历史？5年，还是50年？时间的选取对结果影响很大。

当不确定性起重要作用时，可以假设不同经济预测之间存在很大差异是合理的，这至少表明某种程度的不确定性。但是情况并非如此。有代表性的是，基本派的预测结果彼此相差无几，但是与实际情况却相差很远。1980年，《欧洲货币》杂志发表了16家顶尖分析研究机构对12个月后的美元/德国马克汇率的预测值。表1-1给出了这些预测结果。

12个月后，美元/马克汇率即非1.60，也非1.72，而是2.35！

表1-1 16家顶尖分析研究机构对1981年7月1日美元/西德马克汇率的预测值

| 研究机构 | 预测值 |
|----------------------|-------|
| 亨利预测中心 | 1.720 |
| 经济模型 | 1.710 |
| 伯克利咨询集团 | 1.700 |
| 花旗银行 | 1.700 |
| 米特兰银行 | 1.700 |
| 菲力普德鲁 | 1.700 |
| Predex | 1.690 |
| 数据源 (Data Resources) | 1.680 |
| 美国银行 | 1.680 |
| 大陆货币 | 1.670 |
| 布朗哈里曼兄弟 | 1.650 |
| 汉华银行 | 1.650 |
| 欧洲美国银行/福雷克斯研究所 | 1.650 |
| Bi/Metrics | 1.615 |
| 太平洋证券国立银行 | 1.610 |
| 哈里斯银行 | 1.600 |