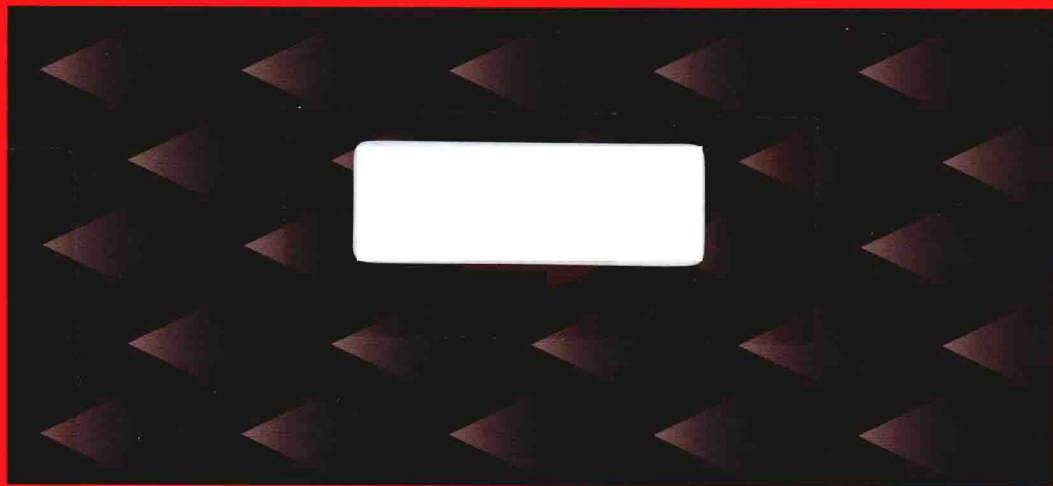


中信集团**金牌基金经理荣千**亲笔翻译
“期货老鬼”**刘海亮**导读推荐！投资者必备案头书！

格雷厄姆**点评版**
逆向交易者

[美] G. C. 塞尔登◎著
荣千 孙 碳◎译

The Psychology of the Stock Market



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

The Psychology of
the Stock Market

格雷厄姆 **点评版**

逆向交易者

[美] G. C. 塞尔登◎著
荣 干 孙 破◎译



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

逆向交易者/(美)塞尔登著;荣千,孙碳译.—
上海:立信会计出版社,2016.4
(去梯言)

ISBN 978-7-5429-4941-7

I. ①逆… II. ①塞… ②荣… ③孙… III. ①金融投资
IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第061587号

策划编辑 蔡伟莉
责任编辑 蔡伟莉 于欣
封面设计 久品轩

逆向交易者

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路2230号

邮政编码 200235

电 话 (021) 64411389

传 真 (021) 64411325

网 址 www.lixinaph.com

电子邮箱 lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net

电 话 (021) 64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 固安县保利达印务有限公司

开 本 720毫米×1000毫米 1/16

印 张 10.25 插 页 1

字 数 90千字

版 次 2016年4月第1版

印 次 2016年4月第1次

书 号 ISBN 978-7-5429-4941-7/F

定 价 32.00元

如有印订差错,请与本社联系调换

第1章 投机周期 1

- ★只要价格由买卖双方的竞争而决定，只要人类追求利润而害怕亏损，投机周期在未来仍将持续地诞生、消亡。
- ★投资者的抛售之所以如此有效，根本原因并不是被实际放到市场上出售的股票数量，而是因为他们出售的股票对于市场而言是持续的负担。
- ★伟大的投机者也远远不是绝不犯错的。他们常常会抛售太快，随后看着市场冲向他们想象不到的高度；或者持仓太久，以至于在清仓之前遭受严重的损失。

第2章 反向推理及其后果 15

- ★长期来看，股票的价格一定由大众的意见控制。而我们都忘记的一点是，在投机市场中，衡量大众意见的单位是美元，而非人数。

- ★在价格处于高位时对利好消息保持怀疑，在价格处于低位时对利空消息保持怀疑。
- ★在长时间的上涨趋势中，“傻瓜”也能赚到钱，因为他会全盘接受事实，而职业交易员通常在对抗上涨趋势，并因为过分发展的怀疑态度而遭受严重的损失。

第3章 “他们” 25

- ★不论在成功的交易员中还是在新手中，这种市场中的“他们”理论都非常普遍，只不过在新手中普遍的程度可能更甚。
- ★在我看来，许多失败发生的原因，都是试图将投机和投资行为简化成一种不可能存在的确定形态或理想的简单模型。
- ★当市场已经极度疲软，当新闻充斥着最坏的利空消息，当熊市的预测已经成为普遍的观点，这时就是买入的时机。

第4章 混淆现在与未来——折现 37

- ★有时候，事件发生之前的不确定性，要比随后发生了最糟糕的事情更加令人沮丧。
- ★必须时刻记住起作用的是资金，而不是买家或卖家的人数。少数几个资本大鳄提前掌握他们认为是准确的消息，可能会抵消掉上千个持有相反意见的小股民对市场的影响。

- ★他的担忧与他的持股仓位正相关，仓位越重，恐惧越大，并且恐惧会被按照几何级数放大。

第5章 混淆个体与大众 49

- ★活跃的交易员所遇到的最大的困难之一，就是在自己已经重仓押注市场会上涨或下跌时，仍然能让自己的思维保持客观、不带偏见。
- ★如果市场正在下跌，不论交易员处于盈利的状态还是正遭受亏损，不论他的股票是在一年之前买入还是在两天之前买入，他都必须卖出。
- ★当市场看上去走势最强的那一刻，很可能就已经接近了顶点，当价格看上去似乎已经直线下落到零点的时候，通常已经接近谷底。

第6章 恐慌和繁荣 63

- ★在恐慌的过程中，你会注意到有这样一个时期：几乎所有人都认为股价已经足够低，但是价格还会下跌到更高的水平。
- ★许多认为自己在谷底附近“建仓”的投资者，发现自己认定的其实是假的谷底，最终会在进一步的下跌中抛售持有的股票。
- ★在牛市中，谨慎的人只能获取适量的利润——但那些有了“蝇头小利”就会交易的人，却能在价格的上涨中获得最大的收益。

第7章 冲动操盘者和沉着操盘者 75

- ★在牛市接近尾声时，会出现一项显著的变化。价格很容易下降，并且交易规模也更大，而上涨却很迟钝，下跌的幅度更大，因为存在大量套利抛单。
- ★熊市的结束，以“支撑”的再次出现和“压力”被移除为标志，因此价格会从下跌中快速、大幅度反弹。

第8章 个体的思维态度 81

- ★交易员必须是有逻辑的乐观主义者。许多市场常客具有浅薄的悲观情绪，很难再有比他们更悲惨的命运了。
- ★新手，或者不会密切关注技术面的人，当他在谈论“预感”的时候，仅仅是在故弄玄虚地欺骗自己。

附录 三大金融泡沫与群体心理 91

第1章

投机周期

- ★只要价格由买卖双方的竞争而决定，只要人类追求利润而害怕亏损，投机周期在未来仍将持续地诞生、消亡。
- ★投资者的抛售之所以如此有效，根本原因并不是被实际放到市场上出售的股票数量，而是因为他们出售的股票对于市场而言是持续的负担。
- ★伟大的投机者也远远不是绝不犯错的。他们常常会抛售太快，随后看着市场冲向他们想象不到的高度；或者持仓太久，以至于在清仓之前遭受严重的损失。

在股市中，绝大多数有经验的职业交易员都会欣然承认，微小的波动性——在活跃的投机中累计每股5美元或10美元的涨跌幅度——基本是股民的心理作用导致的。这些波动性来自于大众股民的不同态度，或者更准确地说，来

尽管交易条件可能变化，公司和证券可能变化，金融机构和规则可能变化，但人性基本是相同的。

★ 格雷厄姆

自那些当时对市场感兴趣的人们的态度。

▮ 投资者最需要而又很少具有的品质是金融历史的意识。对绝大多数公司，人们在普通的投资过程中更多和更重要的是考虑其波动的因素，而很少考虑其长期的成长和衰退性。

★ 格雷厄姆

一般来说，这样的波动性有可能是基于“基本面”条件产生，但也有可能不是。所谓“基本面”条件，是指该股票分红股息的预期实际变动，或发行股票公司盈利能力的变化。市场的总体走势常会持续数月甚至数年，通常受宏观经济形势影响。但是规模略小的中等波动，代表大众股民想法的变化，它可能和“基本面”因素相关，也可能无关。

心理作用日复一日地影响着股市，为了清晰说明影响的程度，只需要重现一段发生在职业交易员之间的对话，这样的对话你几乎每天都能在新街或周围的咖啡厅里听到。

“那么，你知道些什么？”一个交易员对另一个人说。

“我刚刚把持有的美国钢铁平仓了”，另一个人回答，“太多人这么干了，每个人似乎都看空。”

“我遇到的每个人想法都和你一样。他们都平仓了，因为他们觉得其他人都看空，但市场仍然没有重整旗鼓。我觉得看空的力量没剩多少了，如果事实如此，那我们很可能迎来再次下跌。”

“没错，他们都这么说，并且他们已经全部再次卖空，因为他们觉得别人都平仓了。我相信现在的看空力量仍然和之前一样。”

很明显，这一系列颠倒的对话可能会一直持续下去。这些警觉的思维“杂技员”的想法，在交替进行反转。在逻辑上，每一个反转都会导致下一个反转产生，永远不会停止。

他们讨论的核心问题，是对于一个看空市场的人而言，他的心态是否和一个看多者有明显的差别。在这样的一段对话中，他们研究的都是那些对市场感兴趣的人们的想法。如果一群想法易变的、在市场中进进出出的交易员看多，那么一旦市场出现变弱的迹象，他们就会加速出售手中股票，导致市场衰退。如果大多数人看空，那么他们就会在市场出现任何走强迹象的时候买入，因此可以预期市场上涨。

看待投机中的心理因素，有两种同样重要的视角。第一种：大众股民不同的态度，会对价格的变化有怎样的影响？心理状态

如何影响市场的特征？第二种：个人交易者的心态将对他成功的可能性起到怎样的影响？他前进的路上，会布满由他所怀有的希望、恐惧、胆怯和固执放置的障碍，他能在多大程度上克服这些障碍？他该怎么做？

这两种视角如此紧密地纠缠混合在一起，以至于不可能割裂，而单独考虑其中之一。首先，应该整体来看待投机心理这个话题；然后，试着针对它对市场的影响，以及它对个人交易者财富的影响这两个方面得出结论。

讨论这个问题的一个很好的切入点，就是简单追溯一下典型投机周期的历史。在世界上的每一个股票交易所中、每一个投机市场中，每一次的投机周期都有着无穷的变化形式，但同样具有显著的相似性，它就这样年复一年地自生自灭。并且只要价格由买卖双方的竞争而决定，只要人类追求利润而害怕亏损，投机周期在未来仍将持续地诞生、消亡。^①

在当下，由迟钝这一先决条件和人们对市场的兴趣开始，在交易行为中，伴随着微小的波动和非常有限的大众兴趣，价格开始上涨，最开始上涨的幅度几乎微弱到难以察觉。市场上也会出

① 作者在《经济学季刊》第XVI卷，第2期中全面地讨论了这一问题。纽约大学商学院院长约瑟夫·弗莱彻·约翰逊在第VII卷的《现代商业》中，彻底总结并引用了该文章。

现没有特殊理由的上涨，因此这种上涨一般被认为仅是暂时性的，很可能是由职业交易员的操盘行为所致。当然，肯定会存在空头，即卖空股票^①行为。一支活跃的投机股票绝无法摆脱空头。

▲ 由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见。

★ 格雷厄姆

尽管在投机周期的这个阶段，大众的投机行为几乎不存在，但还是有少数人愿意为了如此小幅的上涨而出售股票，因此这个价位并未导致出现大量套利抛盘。资金较少的交易员会转而站在空头立场，认为在此时微小的波动就是市场能产生的最好结果，因此如果能够利用波动锁定一些利润就一定要行动。

不久，又一次波澜不惊的上涨动作开始，使价格上升到比第一次稍高的位置。少数精明的交易员看多，但大众仍然不受影响。空头会

① “卖空股票”，意味着操盘者为了远期交割而抛售股票。他可能真的拥有这些股票，但当时并没有在手边，因此他需要时间获得这些股票——例如，从其他城市或国外得到这些股票。或者他也可以没有要出售的股票，但是正计划购买，只不过这些股票在不久的将来交付，因为他相信那时购买股票要更加便宜，这就使得他能够通过“卖空股票”来赚取利润。在活跃的投机交易中，总会存在“空头”，只不过有时空头的力量大，有时力量小而已。

在价格上升到高得多的水平时清仓退场，但现在他们仍在沉睡，并拒绝醒来。

1 价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后提供给投资者买入的机会，当价格大幅上涨后提供给投资者出售的机会。

★ 格雷厄姆

价格持续坚挺，逐渐上涨，终于猛地暴涨起来。有一些异常谨慎的空头平仓，可能还锁定了一些利润，或者避免自己的账户出现亏损。牛市拐点来临这一事实，现在又穿透了一层智力的防线，又一批交易员站在了多头的位置。大众注意到了上涨的现象，并认为可能未来会出现进一步的上升势头，但是他们同时认为一定存在大量机会，使他们能够在市场出现实质性的回调情况后买入。

2 即便是聪明的投资者也可能需要坚强的意志才能置身于“羊群”之外。

★ 格雷厄姆

奇怪的是，这些实质性的回调并未出现，有的只是微不足道的下跌。等待中的买家并没有获得满意的机会建仓。价格的上涨速度开始加快。上涨势头会不时地暂停，但当真正的回调终于出现时，市场看上去“太弱了，不适合进入”；而当市场再次启动时，它通常会突然发生跳跃式暴涨，把那些自认为是买家的人远远抛在后面。

终于，更为顽固的看空者也变得警觉，开始大量平仓。市场“沸腾了”，对于观察形势的空头来说，市场价格似乎每时每刻都在突破上限。不管空头多么坚定地看空，他的神经系统最终也会在价格不断地冲击下崩溃，然后他会把“市场上的”一切平仓，伴随着一声长叹：终于解脱了，损失不会再加剧。

大概也在此时，市场外的大众开始形成一致的看法，“市场走势太强了，不会有太大的回调”，唯一能做的事情就是“不顾一切地买入，能买就买”。这就是又一波买入的来源。而这波买入会将价格推向新高，并且买家皆会因那些快速并且轻而易举地获得的利润而庆祝。

每一个买家都会对应一个卖家，或者更准确地说，每100股被买入的股票都会对应100被卖掉的股票，因为在这个阶段，买家的人数可能要远大于卖家的人数。在上涨阶段的早期，股票的供应量很少，并且来源也很分散；但随着价格走高，越来越多的股票持有者对已经获

如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。对于理性投资，精神状态比技巧更重要。

★ 格雷厄姆

得的利润感到满意，愿意出售股票。同时，空头也在价格每次上涨时卖空，以此来对抗价格的上升势头。一个顽固的空头，通常会被迫一次又一次平仓，每一次都会经受少量损失，直到他最终确定了价格的最高点，并确保能在随后的价格大跌中获取丰厚的利润回报。

一般来说，那些在这一阶段卖出的人并不是最大的持股人，这已是一条铁律。最大的持股人通常判断相当准确，或者人脉足够出色，因此能够赚到一大笔钱；而不论准确的判断还是出色的顾问，都不太可能在上涨这一早期阶段做卖出的决策，因为只需要继续持股就能再赚到丰厚的利润。

现在，价格能够被推到多高的位置取决于基本面条件。如果银根宽松并且宏观经济形势繁荣，那么可能出现持久的牛市走势；而收紧的银行资源和不景气的贸易，则会给可能的上涨设置一个明确的上限。如果基本面条件偏熊市，那么最大的空头平仓这一举动，就可能会造成上涨被终结；但是在真正的牛市中，上涨会持续，直到人们开始出售以投资为目的而持有的股票。因为只有人们相信价格过高的时候，投资用途的股票才会被放入市场中出售。

从某种意义上说，市场实际上是投资者和投机者的比拼。真

正的投资人主要看中股息回报，但绝不会反对通过低买高卖获取利润。当买入他们喜爱的股票能够带来6个百分点的回报，或者卖出股票仅能带来4个百分点的回报时，投资者可能就会出手。投机者毫不关心股息回报。他们希望在价格上涨之前买入，并在价格下跌之前做空。如果价格仍能继续上涨，即使价格已经处在一轮上涨的高位，他也会和在其他任何时间点一样，毫不犹豫地买入。

随着市场走高，一个接一个的投资者看到价格已经上涨到自己的心理价位，将股票卖出。因此，在看多的投机者之间换手买入或抛售的股票数量，如滚雪球般越来越大。一般在幅度为每股5~20美元的中等程度波动中，投资者抛售的这些股份数量与投机者相比是很少的。对于100股卖价为150美元的股票，投资者投入的资金是15 000美元；但如果投机者有这些钱，他们经手的股票数量能达到投资者的10倍。

投资者的抛售之所以如此有效，根本原因并不是被实际放到市场上出售的股票数量，而是因为他们出售的股票对于市场而言是持续的负担。如果不是价格发生暴跌，这些股票是不会再次被投资者购回的。而如果一个投机者抛售了股票，那么第二天，他或者其他交易员就可能再次把股票买回去。

时间发展到似乎每个人都在买入的时候，价格变得让人迷

由于大多数人骨子里倾向于投机或赌博，受欲望、恐惧和贪婪所左右，因此大多数时间里股票市场都是非理性的，容易有过激的股价波动。

★ 格雷厄姆

惑。一只股票的价格急速上涨，引起了最后的看空者的恐慌；而另一支股票也很强势，但是它会不起眼地略微回落，没有人注意到，就像在我们童年的法则中，从井里跳出一只青蛙；还有一支股票在一个地方剧烈地震荡，就像搁浅在沙洲中的一艘外轮汽船。然后，市场突然下跌，下跌的幅度之大，好像有使它笨拙的内容全部外溢的危险。这会被人们欣然视作“健康的回调”，这种下跌对于空头来说是健康的，但是除此之外，究竟于谁而言是健康的还是个谜。价格再次回升，每个人都非常高兴，只有一些不满的空头除外，他们现在会被轻蔑地当成笑话看待。

但是，奇怪的是，股票的数量似乎足够满足所有的入场者，并且少数能有时间想到这个问题的怪人，会注意到现在的平均价格仍在上涨，但其上涨速度变得非常缓慢。最大的股票投机者发现市场已经大到足够消化他们的抛售，于是开始出仓，同时股票的数量总是足够周转，我们那些资本巨鳄极少会完全空仓。他