

金融心理学

——掌握市场波动的真谛 (修订版)

The Psychology of Finance

Understanding the Behavioural

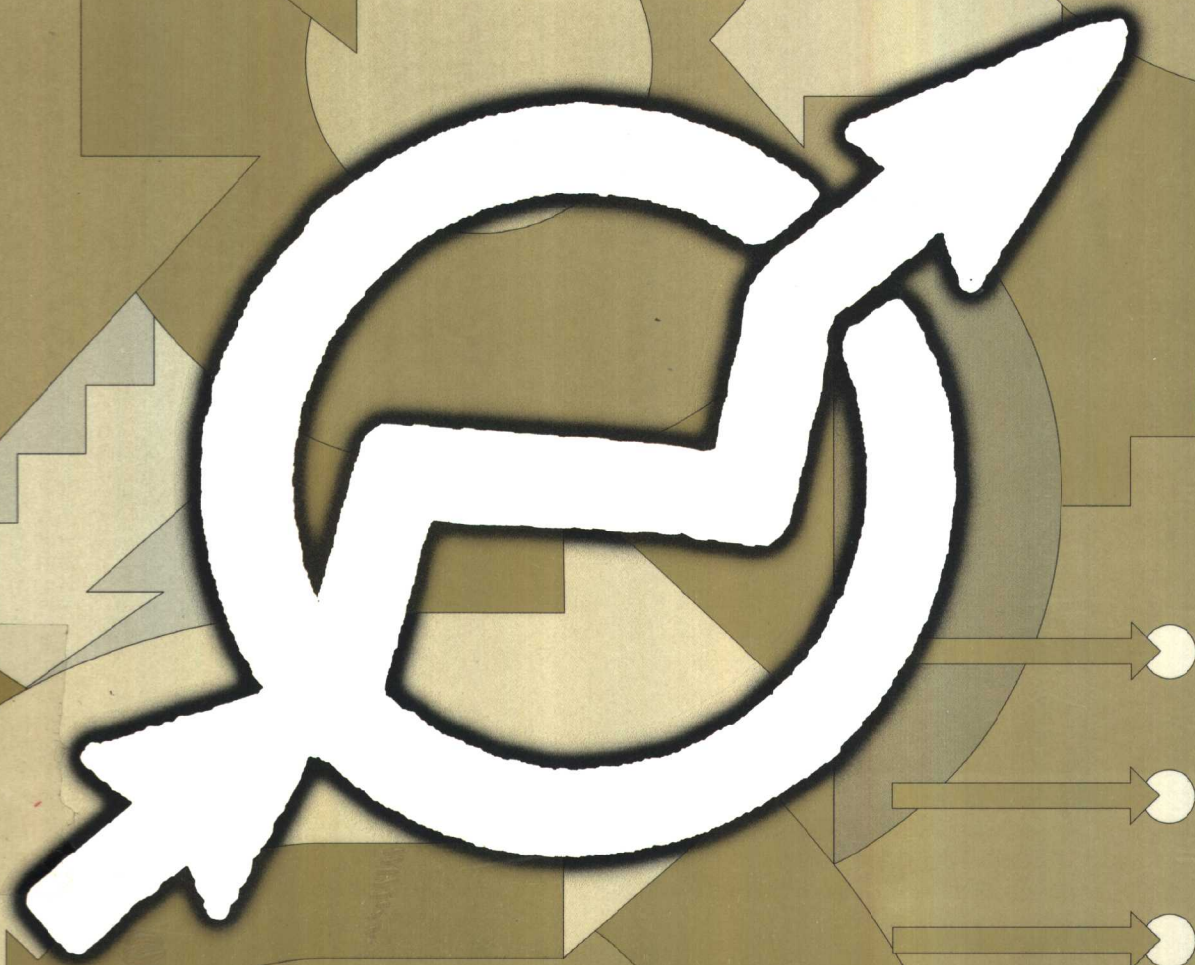
Dynamics of Markets (Revised Edition)

[挪威] 拉斯·特维德 著

Lars Tvede

中国人民大学出版社

金融学译丛



金融心理学

——掌握市场波动的真谛 (修订版)

The Psychology of Finance

Understanding the Behavioural

Dynamics of Markets (Revised Edition)

[挪威] 拉斯·特维德 著

Lars Tvede

周为群/译校

中国人民大学出版社



梁晶工作室
LIANGJING PUBLISHING STUDIO



B1288558

金融学译丛

图书在版编目 (CIP) 数据

金融心理学：掌握市场波动的真谛，修订版 / (挪威) 特维德著；周为群译校。
北京：中国人民大学出版社，2003
(金融学译丛)

ISBN 7-300-05108-1/F·1544

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 (2003) 第 096524 号

金融学译丛

金融心理学——掌握市场波动的真谛 (修订版)

[挪威] 拉斯·特维德 著

周为群 译校

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-62515351 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷厂

开 本 787×1092 毫米 1/16 版 次 2003 年 11 月第 1 版

印 张 18.5 插页 3 印 次 2003 年 11 月第 1 次印刷

字 数 379 000 定 价 29.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

《金融学译丛》

推荐委员会名单

(按姓氏笔画排名)

王江 Professor of Finance, Sloan School of Management,
Massachusetts Institute of Technology
麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授

许成钢 Associate Professor of Economics, London School of
Economics
伦敦经济学院经济学副教授

何华 Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授

张春 Professor of Finance, Carlson School of
Management, University of Minnesota
明尼苏达大学卡尔森管理学院金融学教授

陈志武 Professor of Finance, School of Management, Yale
University
耶鲁大学管理学院金融学教授

周国富 Associate Professor of Finance, John M. Olin School
of Business, Washington University in St. Louis
圣·路易丝·华盛顿大学奥林商学院金融学副教授

林毅夫 Professor, China Center for Economic Research,
Peking University
北京大学中国经济研究中心教授

钱颖一 Professor of Economics, University of California,
Berkeley
加利福尼亚州立大学伯克利分校经济学教授

曹全伟 Associate Professor of Finance, Smeal College of
Business, Pennsylvania State University
宾夕法尼亚州立大学斯米尔商学院金融学副教授

梅建平 Associate Professor of Finance, Stern School of
Business, New York University
纽约大学斯特恩商学院金融系副教授

黄海洲 Senior Economist, International Monetary Fund
国际货币基金组织高级经济学家

《金融学译丛》总序

金融学的核心问题是研究资本和资产的配置效率。在市场经济中，这种配置主要是通过金融市场来进行的。广义的金融市场包括证券市场、货币市场、各种形式的银行、储蓄机构、投资基金、养老基金、保险市场，等等。市场的参与者包括个人、企业、政府和各种金融机构，他们在资本市场中的交易形成了资本和资产的供求关系，并决定其价格。而价格又指导着资本和资产的供求及其最终配置。资本作为经济活动和经济发展中的关键因素，其配置效率从根本上决定着一国经济的发展过程和前景。因此，一个国家或经济的金融市场的发达程度明确地标志着它的经济发展水平。

中国正处在创建和发展自己的金融市场的关键时期。在谋求经济健康而快速发展的过程中，如何充分地吸引资本、促进投资，进而达到最有效的资本配置，无疑是成功的关键。因此，建立一个有效的、现代化的金融体系是我们的当务之急。中国经济进一步开放和国际金融市场全球化的大趋势更增加了这个任务的紧迫性。在这一点上，现代金融理论及其在西方的应用是我们急需了解和掌握的。

《金融学译丛》旨在把西方金融学的理论和实践方面最新、最权威和最有代表性的著作介绍给大家。我们希望这个系列能够涉及金融的各个主要领域，理论和实践并重，专业和一般兼顾。在我们所选择的书目中，既有反映最高学术水平的专著，也有西方著名商学院视作经典的教材，还有华尔街上通用的金融手册。内容包括金融和证券、资产定价、投资、公司财务、风险管理和国际金融，等等。但愿我们这个系列能为读者打开现代金融学知识、理论和技术宝库之窗，使它们成为发展中国金融市场的有力工具。

《金融学译丛》编辑委员会

2000年10月

前 言

vii 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其他原因而发生变化。

本书就是讨论这些“其他原因”，主要论述心理因素如何驱动金融资产价格变化。

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是，股民的书籍和文章很少试图解释为什么他们提出的方法有效适用。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（占较大比重）关于市场的文献是由科学家撰写的。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：

viii

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，其运动总和是价格或多或少地随机运动。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，但不是不可以预测。

这就解释了为什么那么多股民一直坚信市场有其固有的模式。但是，为什么科学家们还在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的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，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是如此之久，难道技术分析师就对了么？也不一定。你可以争辩他们事实上没有一点正确的地方——他们甚至还有一条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，这一点也不奇怪。要想得到赞助，研究与数十年来主流的学术观点相反的东西，必定是很困难的。

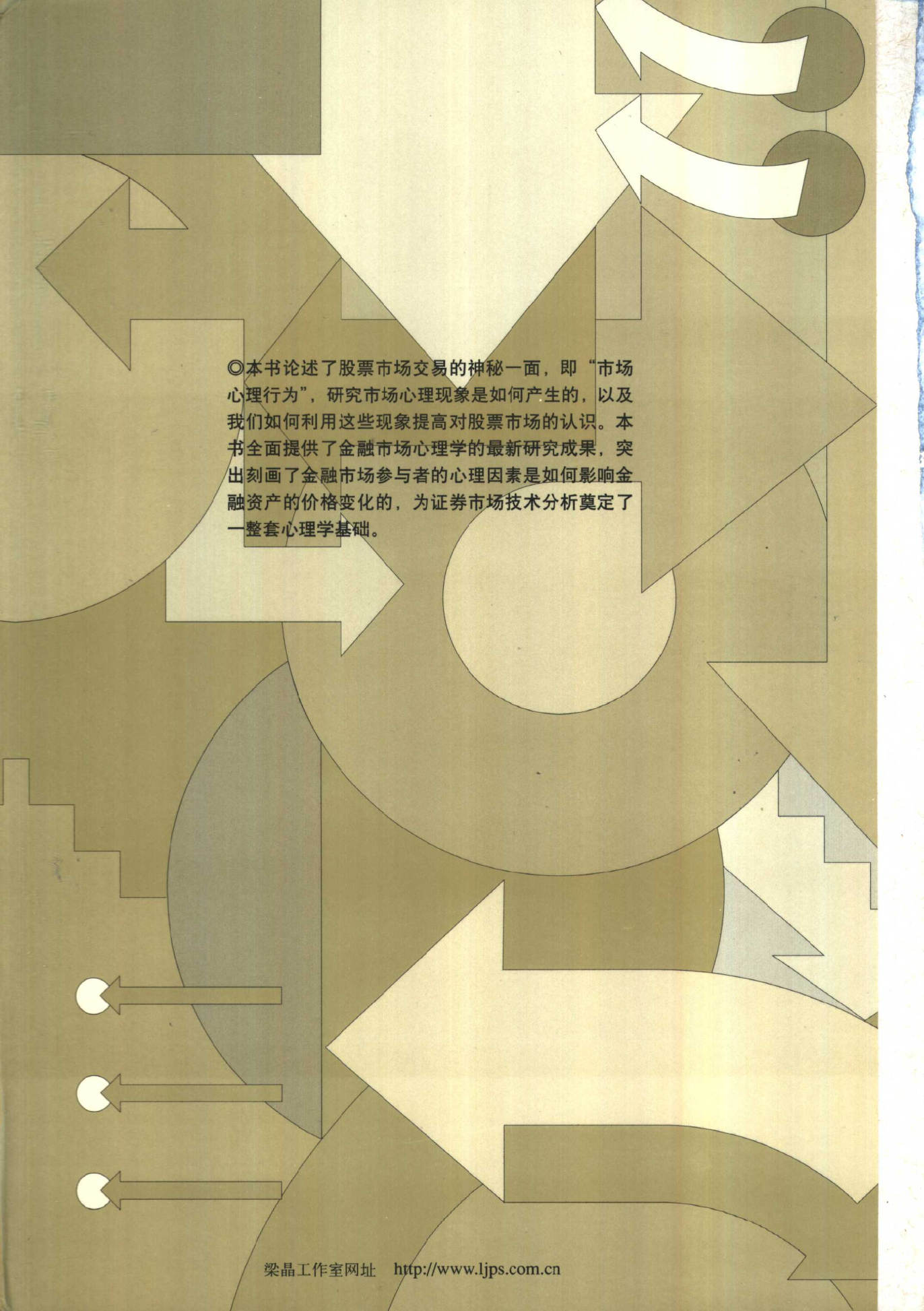
我相信心理学可以解释相当一部分市场行为，包括一些常用的技术分析方法。由于心理学现在还是一门有点空洞的学科，我缺少一些详细的研究作为资料参考，但我会尽力解释。

我希望你至少能够喜欢本书的部分内容，做出自己的判断。如果有些章节空洞乏味的话，敬请原谅。我们开始吧。

拉斯·特维德

于瑞士，楚格

2002年

The background is a complex, abstract composition of various geometric shapes and arrows. In the top right, there are two large, white, curved arrows pointing downwards. The central area is dominated by a large, light-colored circle. Below this circle, a large, white, arrow-shaped shape points to the right. On the left side, there are three smaller, white, arrow-shaped shapes pointing to the left. The overall color palette consists of various shades of brown, tan, and beige, with white highlights for the arrows and the central circle. The shapes are layered and overlapping, creating a sense of depth and movement.

◎本书论述了股票市场交易的神秘一面，即“市场心理行为”，研究市场心理现象是如何产生的，以及我们如何利用这些现象提高对股票市场的认识。本书全面提供了金融市场心理学的最新研究成果，突出刻画了金融市场参与者的心理因素是如何影响金融资产的价格变化的，为证券市场技术分析奠定了一整套心理学基础。

作者简介

◎拉斯·特维德是一位成功的金融衍生品投机客、基金经理和投资银行家。1996年，他与人合作创立了一家名为The Fantastic Corporation的宽带因特网公司(www.fantastic.com)，同时，他还是一家名为European Focus (www.provalue.ch) 的对冲基金的董事。

策划

梁晶工作室

责任编辑

崔惠玲

装帧设计

吕敬人

+

张朋 顾咏梅

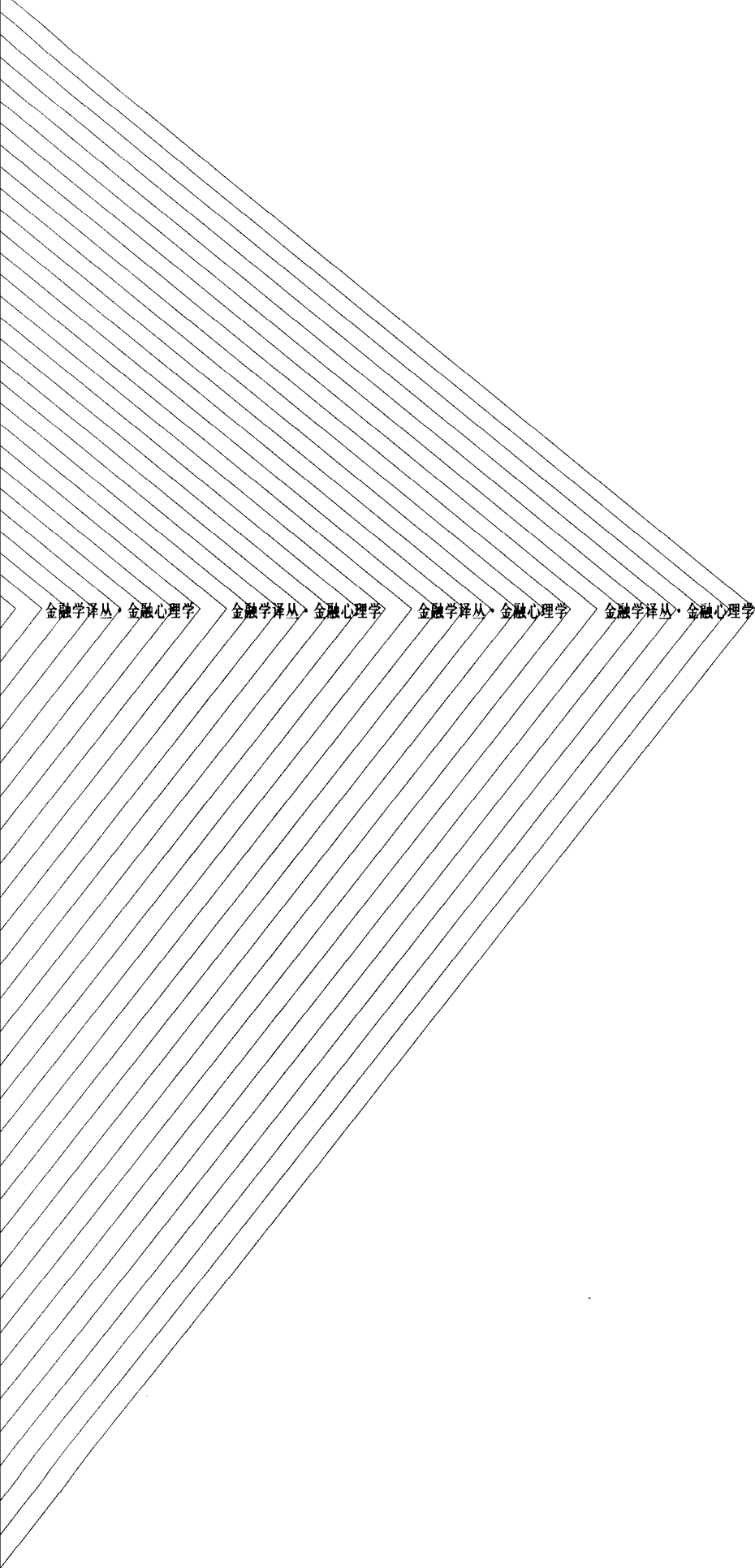
版式设计

徐力坚 赵星华

目 录

第 1 篇	时间和无知之神秘力量	1
	第 1 章 理性人和实际世界	3
	第 2 章 一些实用术语	11
第 2 篇	金融市场的四项基本原理	15
	第 3 章 第一项基本原理：市场走在前面	17
	第 4 章 第二项基本原理：市场是非理性的	22
	第 5 章 第三项基本原理：混沌支配	31
	第 6 章 第四项基本原理：技术图形自我实现	39
第 3 篇	人类心理	45
	第 7 章 心理学的起源	47
	第 8 章 主要流派	53
第 4 篇	群体行为	65
	第 9 章 炼金师	67
	第 10 章 心理与金融相结合	72
第 5 篇	市场信息心理学	79
	第 11 章 最快的游戏	81
	第 12 章 无风起浪？	88

	第 13 章 小鱼和大鱼	93
	第 14 章 框架和态度	103
第 6 篇	趋势市的心理	111
	第 15 章 趋势开始形成	113
	第 16 章 和谐与共振	134
	第 17 章 认识庞氏先生	145
	第 18 章 牛市与熊市的差异	153
第 7 篇	平衡市的心理	157
	第 19 章 怀疑和犹豫	159
	第 20 章 当市场过分扩张时	166
第 8 篇	转势时的心理	173
	第 21 章 趋势反转时到底发生了什么?	175
	第 22 章 主要趋势反转时的预警信号	180
第 9 篇	崩盘时的心理	189
	第 23 章 追踪怪物的足迹	191
	第 24 章 动物本性	196
第 10 篇	领先一步	201
	第 25 章 风险暴露和时机选择	203
	第 26 章 毁灭之路	214
	附录 1 普通心理学年表	216
	附录 2 经济心理学年表	223
	附录 3 技术分析年表	225
	附录 4 历史上的金融危机年表	227
	附录 5 趋势市、转折市和崩盘时可能出现的心理现象总结	230
	术语解释	233
	参考文献	241
	索引	256
	译后记	282



金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

金融学译丛·金融心理学

第1篇

时间和 无知之 神秘力量

1 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的未来的认识。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
(Bernard Baruch)

第 1 章 理性人和实际世界

3 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，就已经和他们相距不远，站在相同的立场。

——弗里达·诺里斯
(Frieda Norris)

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 (Sowards,

1965)。

虽然最早的类似于证券交易的市场出现在法国，但意大利很快就赶上来，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。

4 欧洲人用的名词“bourse”（证券交易所）出现在16世纪，当时位于布鲁日（Bruges）的荷兰的范德伯尔斯（Van der Beurs）家族成为当地的金融和证券交易中心。人们蜂拥而至“Beurs”，这就是证券交易所一词（Bourse）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，欧洲其他国家也仿而效之。同时，第一种严格意义上的金融工具——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：但不包括大米的实物交易（Bakken, 1953）。

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，这种变化应该认为是不可预测的和随机的。

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

5 几个世纪以来，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做了详细研究，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，以致诺贝尔奖得主瓦希里·列昂惕夫（Wassily Leontief）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于在其他国家的购买力。
- 相对经济增长速度。
- 贸易收支差额。

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额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大，其最终结果也会由于所使用的假设有略微差异而相距甚远。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，估计股票合理价格的最好的方法是比较它们的市盈率（每股价格除以每股收益）相对于十年期国债的收益。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着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微小差异，都将对结果产生重大影响。另外，有的方法是用不同到期的一揽子债券替换十年期国债，这同样会大大改变计算结果。最后还有时间因素。为了估计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