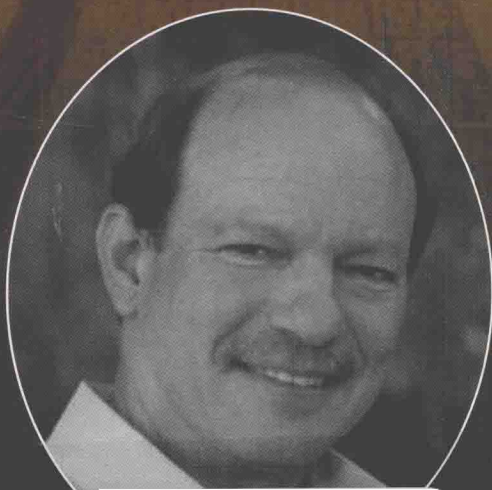


中大经济研究院·国际证券期货经典译丛

理查德·莱曼 著
(Richard Lehman)
益智 主译

上海财经大学出版社

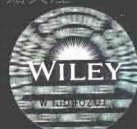


Far From Random

超越随机漫步

——使用投资者行为和趋势分析预测市场变动

理查德·莱曼 (Richard Lehman) 是加州大学伯克利分校 (UC Berkeley Extension) 的金融学讲师, 财富管理集团下属技工银行 (Mechanics Bank) 的副总裁, 有着超过30年的金融职业生涯, 其中11年是在华尔街度过, 先后供职于E.F.哈顿(E.F. Hutton)、汤姆森·麦金农 (Thomson McKinnon) 和纽约证交所。早在20世纪70年代从事金融营销工作时, 理查德·莱曼就认识到了行为金融学的重要性, 开始关注趋势分析并取得了一系列重大发现。



中大经济研究院·国际证券期货经典译丛

超越随机漫步

——使用投资者行为和趋势分析预测市场变动

[美] 理查德·莱曼 著
(Richard Lehman)

益智 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

超越随机漫步:使用投资者行为和趋势分析预测市场变动/(美)
莱曼(Lehman R.)著;益智译.—上海:上海财经大学出版社,2015.3
(中大经济研究院·国际证券期货经典译丛)

书名原文:Far From Random:Using Investor Behavior and Trend
Analysis to Forecast Market Movement

ISBN 978-7-5642-1909-3/F.1909

I.①超… II.①莱…②益… III.①金融投资-研究 IV.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第103773号

- 责任编辑 刘兵
- 封面设计 张克瑶
- 责任校对 林佳依

CHAOYUE SUJI MANBU

超越随机漫步

——使用投资者行为和趋势分析预测市场变动

[美] 理查德·莱曼 著
(Richard Lehman)
益智 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海景条印刷有限公司装订

2015年3月第1版 2015年3月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 13印张(插页:1) 179字

印数:0 001—3 000 定价:42.00元

图字:09-2013-280 号

Far From Random

Using Investor Behavior and Trend Analysis to Forecast Market Movement

Richard Lehman

Copyright © 2009 by Richard Lehman.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2015.

2015 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

中大经济研究院·国际证券期货经典译丛
编辑委员会

主任

林 皓

委员

林 皓 鲁 峰
益 智 高 辉

主编

益 智

策划

黄 磊

译者序

——行为金融的源头与实践

本书的作者理查德·莱曼表面上是技术分析的拥趸,但实际上是一名行为金融的实践者,他起步于40年前的华尔街金融营销人员,而且从他的自述中也感觉到他从来没有把自己当作正统的“高大上”的华尔街金融人士,而这恰好给了他从另外一个视角考察股票投资成功之道的机会。按照他的观点,行为金融起源自1978年他参与的关于消费者行为的投资分析。

莱曼从他的老本行消费者心理研究出发,发现股票市场不是随机漫步的,而是总体心理和参与者心理的函数,可以通过价格成交量等数量图表分析,运用诸如价格趋势通道分析这样的技术手段来解释,所以股票价格并非有效市场假说、随机漫步理论所谓的不可预测,而是在某种程度上可以预测的。

作者认为是时候去讨论20世纪一些卓越人士暗示过但却没有去积极推进追求的事情了,即要更人性地看待股票市场,译者也认为,传统的简单化的模型实际上是计算能力的短板限制,现在大数据及计算能力的水平已经完全足以启动各种揣摩人性的研究了。

证券行业里令人担忧的是,许多证券分析师自认为是投资专家仅仅是由于他们通过了某些证券从业资格的考试,而现实却是那些出题的考官也对投资实践一窍不通,所以我常对上我教授的投资学课程的学生说,我即使给了你们100分,你们也别自认为是炒股高手而自欺欺人,其实这种现象国内外都普遍存在,关于基本面分析和技术分析的争论已久,似乎基本面分析的学术逻辑强些,芝加哥大学法玛教授的有效市场假说(EMH)也刚刚获得诺贝

尔经济学奖,但同时耶鲁大学希勒教授关于非理性行为的描述分析对股票市场的影响也十分巨大,而且也同时获得了诺贝尔奖,虽然其贡献并不完全在于行为金融,但其关于行为金融的大作《非理性繁荣》却是畅销书。

作者认为传统股票市场思维和估值的缺点,只是不断推荐买入,而不提示何时卖出,研究变成了市场的工具而不是客观的评论;证券行业研究的直接目标并非让客户赚钱,而是赚取佣金和利息,正如快餐业并非让客户有个更健康的饮食一样。不管他们传授给你多少炒股经验,没有销售就没有利润。基本面分析是唯一一种使任何人都知道哪种股票可以买的理论。而且得到监管层、学术界、公众的广泛支持。但它不能用来分析股票的行为,只是对各种股票打个标签而已。基本面分析缺少了对股票参与者的分析,即这些人的行为分析。所以往往会出现股票基本面没有大的变动而股票价格大幅波动的情况,甚至是相反方向的运动,如2014年下半年的蓝筹股行情,它们与基本面的走势有着似是而非的关系,涨幅巨大的银行股实际上面临着互联网金融的冲击、房地产市场下滑以及地方政府平台坏账的阴影。2014年我国股市中的一些妖股如兰石重装、成飞集成、威华股份、重庆啤酒、獐子岛、中纺投资的走势,虽然有基本面因素的些微映射,但投资者主观情绪的影响无疑是巨大的。所以本书作者坚定地认为,基本面分析对于短期波动预测无效,而长期来看,基金经理很少有表现超过大盘走势的。而对于公司的价值评估,莱曼以其亲身经历证明,即使公司的高管也不会预测到一年以后企业会面临什么情况。

再以2014年10月上市的兰石重装股票为例,兰石重装发行价每股1.68元,上市之前海通证券给出的上市定价为1.8~2元;财富证券则认为兰石重装的合理定价区域应该是1.8~2.4元;申银万国给出的价值波动区间是1.5~2元。但是从兰石重装上市之后的实际走势来看,股价显然已经远远超出了券商的预估范围,18个交易日中拉出了23个涨停板后达到12.23元,比发行价上涨了7倍多,这时东北证券的分析师发文认为“从目前的走势来看,兰石重装的盘中筹码已明显出现松动,未来该股随时会结束连续涨停的走势。

一旦确立调整趋势,那么将会面临较大的抛售压力。在今后相当长的一段时间里,兰石重装的二级市场股价都会以调整为主”。而实际上该股又连续拉了6个涨停板,直到21.67元,调整几天后又一路最高涨到28.57元,所谓的基本面估值的谬误昭然若揭。

传统学院派金融理论的随机性实际上是基本面信息无法收集全而产生的一种表象,指数基金其实是被动投资理念的产物,虽然可以否定投资顾问的作用,但讽刺的是,指数基金更不需要基本面分析了,内幕信息实际上也使市场更加有效。

正是因为如此,莱曼认为股票投资可以看作消费者行为的另外一种形式,提倡基本面分析与行为心理因素的结合,而主观因素本身即可对股票估值影响巨大,从溢价的角度而言,即诸如对未来担忧的溢价,便利性溢价,知名度溢价,预期溢价,持续经营溢价。为了证明人的行为与情绪不会像传统金融模型假设的那样会相互抵消,而是会产生巨大的作用,早在1978年作者就雇佣斯坦利博士做了心理统计特征,同年卡尼曼和特沃斯基开始将投资者行为引入投资决策,并且在学术刊物上发表论文,后来也获得诺贝尔经济学奖。莱曼推崇的行为金融先驱是普莱切特,正是他把行为金融与艾略特的波浪理论有机结合,指出波浪反映了社会情绪在乐观和悲观之间的交替演变。

本书也是行为金融理论的入门读本,作者综述了各种有关行为金融的概念及作家,如黑天鹅、漫步华尔街、希勒、量子物理原理、施莱弗的非有效市场,股票个股的随机性与市场的系统性,有助于我们从实证的角度更加深入地理解了市场属性,如何从新的行为角度来看待市场,根据市场的周期规律从事华尔街不擅长的择时交易。作者也根据其40多年的经验与理论归纳出实际的投资工具及策略,他认为股价由基础价值和主观价值两部分组成,就像股票期权包括内在价值和时间价值,后者是由于波动而产生的额外价值一样。在二级市场买入股票不是真正意义上的投资,主观价值由投资者心理及其导致的行为所主导,公司的基本面改变得很慢,因此我们每天看到的股价变动大部分来自于投资者行为的因素。

趋势通道分析为解释股价的变化提供了超越传统投资理论的新视角,技术分析在作者看来是解释市场对股价影响的最好方法,莱曼提供了他自己简洁而独特的趋势通道分析,可能是文人相轻吧,市场上普遍运用的趋势指标——布林线——他却并没有提到,作为投资者其实是可以兼收并蓄的。

值得一提的是,莱曼也是一位期权专家,他与麦克米伦在 2003 年合著了一本《备兑认购期权的新观点》,正好 2015 年 2 月 9 日我国就要推出 ETF 期权试点,老法师的经验与年轻的中国衍生品市场碰撞或许会带来惊喜,希望能够尽快介绍给我国的投资者。

益智 浙江财经大学证券期货发展研究中心主任
2015 年 1 月 11 日

序

我一直认为技术分析是至今为止进行股票投资最精确的分析方法。我的学位是科学类的(数学,计算机),所以可能对我会有点影响。但是,在近40年的投资生涯中,我研究了许多基本面分析和技术分析的方法,严格地说,技术分析明显略胜一筹。

例如,当一个人买入一只股票,随后开始下跌时,他该怎么操作? 技术分析可以看出股票处于下跌趋势中(或不再处于上涨趋势),然后卖掉它,等待它再一次处于上涨趋势时买入。但是,基本面交易者是基于一些盈利指标或其他基本面信息显示股票是足够便宜而买入。这样,当价格下跌时,他应该更喜欢它,除非基本面已发生变化(不太可能)。基本面方法很明显和广为接受的“割掉损失,持有盈利”相矛盾。事实上,正如本书所指出的那样,这样的看法使得基本面分析者觉得他(她)是对的而市场是错的——这对于交易者或投资者是致命的。

事实上,绝大部分的基本面分析者也会进行技术分析。换句话说,他们不仅仅关心“盈利”,还关注诸如盈利趋势或是 P/E 等指标。一旦有了“价格”或“趋势”的分析,他就是一个事实上的技术分析者了。

对技术分析作用的探索,本书提供了一个关于总体市场尤其是股票市场的有逻辑的、令人满意的方法。首先,一只股票从基本上分析是有价值的。公司对于股票持有者没有任何类似于对债券持有者那样一定会偿还的承诺。事实上,股票的价格更像是成千上万的投资者的集合意见的表达。这些意见经常会受到情绪的影响——从贪婪的最顶点到恐惧的最低点。一只股票的

价格会随着这些情绪剧烈波动。

结论就是,传统基本面分析者不能决定股票的“市场价值”。所以,大部分华尔街分析师的推荐是没有用的。从2008年市场的下跌中我们可以很清楚地看清这一点。基本面分析师总是向公众宣称“股票已经很便宜”,即使价格一直在暴跌。问题在于,人们不知道到底多少算是“便宜的”。但是,技术分析者会选择要不退出市场(持有现金)、要不卖空股票,因为他已经看出了下跌趋势。

《超越随机漫步》揭开了有效市场假说的神秘面纱(所谓的随机漫步)。简单地说,这个假说建立在股票价格是基于理性人、有知识(无情绪的人)的行为。我们知道这并非事实,至少当市场在极端情况下。股票价格波动的方式是传统金融不能预测或解释的。人类情绪——恐惧与贪婪——对股票价格的影响很大,而这种情绪在基本面分析或是有效市场假说里都没有得到体现。

这本书的案例对技术分析做了合理充分的说明。技术分析中较好的一种方法是趋势分析法。只要趋势依然有效,它的目标是确定趋势并依靠趋势。这种方法内在的逻辑性就是我们应该持有表现好的股票并卖掉表现不好的股票,以价格为准,而不是营利性。

事实上,我们(技术分析师)经常说,价格是技术指标的根本基础。如果你反价格趋势而行,会非常不舒服,会耗尽精神和财力,所以千万不要这样。相反,我们要跟随趋势而行。

如果你在读这页前思维是开放的,你一定会注意到传统华尔街那些方法和技术分析是不充分的。至少你应了解一些更合理的方法,如在价格下降时少投资一些,而要放弃那些传统的“买入并持有”策略——一种由美国经纪公司和共同基金建立的方法。

——劳伦斯·麦克米勒,麦克米勒分析公司(一家衍生产品和货币管理公司)的总裁,也是《期权投资策略》(*Options as a Strategic*)一书的作者。

致谢

在本书写作过程中,我得到了很多人的帮助,我尤其要感谢以下 7 位的帮助:

研究助理:杰里米·周(Jeremy Chew),理学士,加州大学伯克利分校;劳拉·格拉齐亚诺(Laura Graziano),理学士,印第安纳大学,MBA,圣克拉拉大学;大卫·卡罗尔(David Carroll),文学士,加州大学伯克利分校。

统计助理:詹姆斯·王(James Wang),加州大学伯克利分校主修经济与统计学。

特别助理:克里斯滕·莱曼(Kristen Lehman),文学士,得克萨斯大学。

金融顾问:韦恩·普赖斯(Wayne Price),金融导师,加州大学伯克利分校。

编辑:梅丽莎·韩起澜(Melissa Honig),文学士,加州大学欧文分校,文学硕士,加州州立大学北岭分校。

特别感谢劳伦斯·G.麦克米伦(Lawrence G. McMillan)的序言,在这么多长期权和技术分析的工作中是他屡屡给予了我创新的灵感。还要特别感谢 StockCharts.com 的总裁奇普·安德森(Chip Anderson),以及 Stock Charts.Com 的工作人员。

前言

除了个别例外,非小说类金融读物的作者主要是博士和该研究领域的金融专家或是叙述自己成功史的行业成功人士。这使我成为一个例外,我非正统的背景,使得我能够以别具一格的眼光看待股票市场的运转,并以书的形式展现出来。

因为我不是全职的教授(我在加州大学的伯克利分校教夜校),不是主流的那部分博士生,也不附属于大学伯克利分校的著名的哈斯商学院。这成了我解决问题的相对优势,我不受限于金融世界里学术的党派之争,发布的内容也不受限制。在我为这本书寻找研究人员时,我和哈斯商学院的一名金融工程(MFE)的应届毕业生交流过,这是一门新的课程,致力于满足华尔街对超级数量分析师不断增长的需求,当他知道本书主流的研究对象包括行为金融和技术分析后,他非常有兴趣和我一起工作,他说在金融工程课程里这些都没有教过,本书的内容和他在学校学的金融规则是相矛盾的。

工商管理硕士(MBA)在华尔街是很常见的,不过他们的学位几乎都是金融。我的第二学位或是最主要的资历是我的MBA和我在华尔街的市场营销背景。我研究消费者行为——这在传统金融课程中是没有的。当我1976年在E.F.赫顿(E.F. Hutton)公司开始这种有些非正统的职业时,我肯定自己是当时华尔街上少数市场营销人员中的一个。在当时,还没有营销部门或是内部营销机构。

在赫顿我们遇到的最大挑战就是,快速研发出新的产品来替代客户转向折扣经纪商的损失。这迎来了新产品推出的旋风时代,如现金管理账户、税

收减免、上市期权、期货账户托管和付费的理财规划。为了完成这些，我们像那些市场人员一样：我们研究一级市场来找到我们客户的需求（更重要的是，找到他们愿意付费的需求）。在这一过程中，我们第一时间找到投资者心理的变化——他们的认识、他们的想法，他们想从投资中得到什么，他们想从他们的经纪商那得到什么。对于一个市场营销 MBA 来说，投资的世界使我大开眼界，这是一个全新的领域。

我很早就发现用基本面研究来形成实际的投资策略是不充分的，所以，我用技术分析的概念——一种证券分析的方法，它的假设是市场数据可以帮助预测未来的市场趋势。在我的职业生涯中，我广泛地研究价格图表，花大量时间来利用艾略特波浪分析理论等。

我也是一个有执照的投资者，在过去的 33 年时间里，持有一个或更多金融机构的管理头寸，与成百上千的经纪商和个人客户进行交易。我曾经和组合投资经理、共同基金、期权交易者一起工作。因为这些，我们获得了大量的关于人们投资方式的一手经验，然后开始我现在所谓的为行为金融的研究。

为什么分享

对于这本书大家可能在想，为什么我不在告知公众之前自己运用趋势分析法来积累大量的财富。这个问题主要有以下几个答案。

首先，这本书并不是具体的操作，不涉及一旦很多人利用就会失效的交易策略或是市场异象，它会使你对市场产生不同的思维方式，然后可以孕育出各种不同的投资策略和交易技术，所以，可以使很多人同时受益；它不是一个快速致富的秘诀，但它可以提高收益，帮助投资者和交易者在市场涨跌周期中更有效地行动，而不是免费的午餐。

第二，与所有新的市场方法一样，质疑之声总是经常存在，然后讨论和解释会延续很多年。在 1971 年，一个里程碑式的研究结论是机构投资者与个人投资者投资业绩差异主要来自于资产配置而不是个股的选择。这个研究对职业投资者的思维和行为产生了深远的影响，并成为后来蓬勃发展的现代

投资组合理论的基础。职业投资者花了近 20 年的时间来消化吸收这种思想,直至今日很多个人投资者对此依然不是很熟悉。所以莱曼(Lehman)的趋势假说学术上也已经讨论了几十年了,但我还是希望你们能很好地运用它。

第三,隐瞒这种信息会有碍于我在学术上的提升。在这点上,我愿意分享我的启示,也期望有其他观点和数学技巧的人可以进一步测试、验证、精简,提升这个理论,使之更好。

我选择出书而不是学术文章是因为这样我可以更全面地阐释,以使它可以更广泛地为投资者所熟知。更重要的是,这个理论可以简单地被任何一个人或任何大小的投资组合加以运用。在 401(k) 上寻找共同基金建仓的长期投资者可以用,高深的短期投资也可以用。这个技术本身很形象,所以它很容易被人理解,在 StockCharts.com 网站上我已对外开放了很多年了,而且是可以免费获得的。

绪论

——从市场营销到市场趋势：投资者行为的顿悟

在1975年以前，市场营销这个词在华尔街是没有的。但是，在那一年的5月1日，经纪商行业被迫进入历史上最快速最剧烈的转型之中。证券交易委员会(SEC)禁止了先前由纽约证券交易所颁布的所有会员公司的固定佣金制度。这对折扣佣金商打开了闸门，同时，也是第一次，华尔街的服务商们开始在价格上竞争。几乎每一个主要的经纪商公司都有客户流入到新的折扣经纪商那里，以至于被迫对剩下的客户降低佣金。这种收入上的损失带来了很大的压力，不仅有通过发展其他服务或产品来产生收入的压力，而且还有寻求市场营销帮助方面的压力。幸运的是，我在1975年5月，从市场营销工商管理硕士专业毕业，并在纽约寻找工作。

华尔街上的公司不太情愿进入市场营销的世界。在固定佣金制度被废除之后不久，纽约证券交易所以一种真实但令人误解的方式指导其会员公司来迎接市场营销的挑战，它决定自己做一个市场研究的领导者。作为纽约证券交易所雇用的市场营销经理，我的第一份工作就是分析近期纽约证券交易所读物《对投资的公众态度》上的数据——大部分研究是证券部门做的。

这个研究主要是普林斯顿研究机构做的，由对2 000多户家庭的深入访问组成。它调查了居民对投资、金融机构和大量证券产品的认识和态度。这项研究产生的数据实在是太多了。我的任务就是分析数据使之有意义，并向交易所的会员公司报告研究结果。这个工作让我们这一组人花了1年多的时间，但最后我们所得知的投资者心态对于华尔街来说就像是科学家见到第一次从月球上带回的岩石那样新奇。

为了有助于数据分析,我得到了市场营销专家托马斯·斯坦利(Thomas Stanley)教授的帮助,他来自纽约州立大学(SUNY)的奥尔巴尼商学院,他主要研究消费者行为如何应用于银行和其他金融机构。后来托马斯和美国纽约州立大学的金融教授威廉·丹科(William Danko)组队一起写了畅销书《邻家的百万富翁:美国人民财富的惊人秘密》。托马斯是现在世界上关于富裕的人如何对待钱财、银行和投资的最著名的专家之一。

我给了托马斯一个开放式的检验数据的委任,这项检验不以证实或推翻任何假说为目的。然后我们验证这些结果对证券行业有什么意义。这种方法使我们对这些数据的利用率最大化。托马斯对数据进行了多元分析,显示了16组单独的市场部分,所有都是基于心理因素,而不是人群及相应的特点。换句话说,华尔街将投资者以财富数量分级的短视理论是很天真的。由于投资者的目标、风险水平和对待投资的态度不同使他们区别于其他人,而不仅仅只是他们拥有的财富数量不同。我们总结了这些结论,并向华尔街上许多公司的高级执行官展示。这些原始数据绝对可以让市场营销部门以后10年都有的忙碌了。

然而,大部分的意见都没有被采纳,华尔街没有处理它的经验。在我的印象中,关于消费者行为的相关投资分析是在1978年开始的,那才是行为金融的真正起点。在此之前,我们称它为金融市场,而且没有人对它加以关注。

艾略特的波浪理论

在E.F.赫顿当期权联络人的时候,我参加了全美交易冠军的比赛,来检验一下我在期权交易方面的竞争力。出乎意料的是,我是期权行业的第一名,是总冠军比赛的第二名。超过我的那个非职业的人是罗伯特·普莱切特(Robert Prechter),他以前是美林证券的分析师,他发明了将投资者情绪和市场行为联系起来理论。华尔街的大部分人都认为他是一个游侠。在20世纪70年代后期,普莱切特写了一本书,开始发布关于艾略特的波浪理论原则如何应用于股票市场的新闻简报。我致力于艾略特的波浪理论分析,所