

第一部

多空交替的动力

第 1 章

预测大众行为的技巧

引 言

金融市场的行为实质上是一种大众现象，这种观念是全面、准确地预测股票、债券与外汇市场的基础。一方面，除非接受某些最宽泛的指导方针，否则一个自觉的个人，其行为是无法预测的。但另一方面，组成群体的人是可以预测的。这是大众现象的本质，它意味着，金融市场的价格走势，从根本上说也是可以预测的。

预测价格走势的方法

但是，确定金融市场是可以预测的，与如何作出预测是两回事。基本上，有两个主要的思路。第一，金融市场的价格终究会反映经济基本面的价值。根据这个观点，金融工具的价格是由这些价值实际与预期的发展所决定的，因此预测金融工具的价格就要预测经济的基本面^[1]。第二，在某特定时间，实际与预期的基本价值信息绝大部分已经反映在市场上。因此，市场价格的波动倾向于预示基本价值的发展，因此预测金融市场价格也就是要了解市场自己“说”了什么。

经济预测

虽然政治和社会趋势应该考虑在内，但是根据基本面来预测金融市场本质上属于经济学的范畴。经济理论认为，任何资产的价格是由供需互动而决定的：如果需求增加或供给减少，价格将上扬；如果需求减少或供给增加，则价格将下跌。因此，主要的工具是经济理论与统计学——前者提供了逻辑架构，后者则为分析与结论提供计量方法

经济预测的问题

涉及到有关特定关系的种种理论，超越了本书的范围，在此不予以讨论。但是，其方法值得稍作评论。经济学热衷于“还原主义”的传统。该步骤假定，通过把系统分割成各种成分的方法，我们可以了解复杂经济系统的所有层面。因此，经济模型倾向于单纯地将一个个相互独立的数学方程式加以结合，倾向于将它们从其所运作的环境中予以分离，成为“封闭”的系统。但是，即使这些模型在各自的活动领域内，描述都很精确，但仍有两项因素会导致错误预测。第一，模型与其环境之间不存在自动的回馈环^[2]。因此，模型中的内部关系会随着时间而逐渐崩解。第二，有关环境的假设——由预测者所设定——当然会有人为错误的因素。

当然，这些预测上的“技术性”问题，经济学界人士都承认，并且投入大量精力加以弥补，建构更大的计算机模型来掌握“环境”，引进更复杂的次级系统来处理明显的特异因素。但是，非常不幸的是，他们未能明确地认识到，错误并不在于模型的“不完整”，而在于它们的“结构”。而结构直接与设计者的心理立场有关。

概念性架构的问题

经济模型的根本问题在于它反映了特殊的信仰体系，认定了世界运作的方式。它们坚信，可以区别的标的可以加以分离，除非其间存在着可以立即被察觉的重大关系。因此，问题并不在于技术的不充分，因为它能够以简化为理由加以辩解；问题在于理解。

非常不幸的是，被描述标的物是相互独立的，因此只能凭借感官察觉其界限，这种信念深深地植根于“西方”的思考方式中，以致于很难找到方法予以克服，于是造成了灾难性的后果。第一，心理变得与身体、与情绪分离^[3]。第二，身体和大环境分离，后者也因此被视为潜在威胁。第三，由于记忆所扮演的角色^[4]，心灵不仅采用静态概念来描绘世界，而且视所有的关系基本上为线性、单向的。人类自我因此面对双重幻觉：一方面，孤立感诱发恐惧与控制环境的欲望；另一方面，其概念性的工具鼓吹一种信念，认为它可以控制环境。

因此毫不奇怪，经济模型——其主要目的在于协助控制物质环境——实则带着问题，激发了控制欲。经济模型的明显目的在于协助了解事实，事实上只是反映有关事实的预设信念：结构性的假设被视为“真理”，其所绘制的图表被误认为是疆域本身^[5]。

因此，有三个诅咒现代系统理论的批评出现^[6]。第一，它倾向于相信（不仅是假设）个人的行为是机械式的，因此会以线性方式行为^[7]。第二，它认识不了个人会深受其他人行为之影响。第三，它否认情绪起伏的影响力^[8]。因此，现代经济学不能明确地体认，所有经济行为结合在一起，会变为一种内聚的、振荡的系统、而且具有自身的一套特征。

理性预期的假说

经济学坚信，在人类行为中，理性行为占支配地位。确实，在过去 20 年左右，这项信念不断地被精炼，形成所谓理性预期的假说。这项假说系根据三项相互关联的前提。第一，人类不会不理性地行为——例如，他们不会把手放到火中（当然，除非他们能够从这种行为中得到快乐！）。第二，个人会经由错误而学习——这是说，如果他们把手放在火中而被灼伤，他们不会再愿意这样做。第三，个人之决策受他人影响——这是说，他们不会把手放到火中，只要别人曾经试过，或别人告诉他们。在这种分析方法中，群体行为是所有个人理性行为的简单总和。

但是，不需花太多工夫即可发现，理性预期的假设不能为经济起伏或金融市场过度投机，提供严密的分析^[9]。既然决策是独立的，理性预期不能够解释，为什么人的预期会凝聚成共识，这种共识却具有“不稳定”之本质。这里必定有理由，人为什么会在同一时间做相同的事。而且，这里必定有理由，人为什么会在同一时间做奇怪的事。举例来说，类似 1634 年在荷兰所发生的“郁金香热”^[10]事件，怎能说是独立个人理性决策的结果？简言之，这里必定有非常好的理由来解释，为什么市场会持续相当长的时间与基本面相互背离。

近年来，个人动机的题目已经为许多心理学家深入研究。研究结论与经济学家之前提（及信念）并不一致。通过逻辑与直觉，对于某既定刺激，产生众多复杂的潜在反应，这个现象已受到相当多的验证。你可能会质疑，经济学家如何能认定，一个个相互独立的个人处于特定刺激下，会倾向于产生一模一样的反应？

经济学本身的回答是统计性的。根据所谓的“大数法则”，一

大群显然是随机而不相关的事件，能产生可以预测的结果。但是，非常有趣的是，为什么大数法则在实际运作中经常被忽略。它被视为自然法则，然后让它自生自灭。但是，该法则有令人惊讶的重要暗示：规律是由随机波动发展出来的。换言之，个人不可预测的行为会收敛到大众可预测的行为之中，这并不是因为数学上机械式的运作，而是因为群体本身的控制性影响力。

这意味经济学理论需要面对一项革命性的范式转变——即有关世界运作的根本前提，以及其信念结构⁽¹¹⁾的改变。往好里说，经济学不能以有意义的方式，真正理解经济波动的本质。往坏里说，经济理论无法解决当前的种种难题——失业、通货膨胀、全球污染、环境破坏，原因在于，它对于广大的自然力量与特定的人类心智，完全误解了。

技术分析

因此，我们发现经济预测不能够准确地预测金融价格变动的水准，或市场发生变化的时间。金融市场变动快速、振荡连续，反映变化与变迁的过程。它们不能够用静态概念及线性关系加以定义。经济学的实际价值因而只限于提供背景预测，可以据此判断市场目前的趋势。

预测金融市场行为的另一种方法为“技术分析”。技术分析接受金融市场的态度结构。它不必考虑基本价值，因为它假定投资人有关价值的预期（以及很多其他信息）都已反应在价格中。可以这么说，技术分析者知道每件事物的价格，却不知道任何事物的价值。这意味着，金融市场实际上永远会预期未来，金融市场价格之变化会因此领先于基本面的变化。在很多案例中，我们可以利用价格行为预测基本面，反之则否。

过去与现在可以视为未来指标

“技术分析”这个概念本身便是将注意力投注于金融资产价格行为的充分理由。但是，技术分析者主张，只要参考某特定市场实际的与过去的表现，就有可能预测该市场未来的表现。换言之，分析不需要再涉及任何外部因素^[12]。多年来，分析师认识到，某些价格形态有前瞻性的价值，某些价格走势的幅度可以事先计算出来，某些市场呈现出有规律的价格循环。近来，技术分析在投资决策过程中扮演的角色越来越重要，因为它既简单易懂，又有获利能力。但是，最大的问题乃在于很少人了解，为什么预测技术能够有效运作。这造成投资界沟通上的严重困难。一方面，有些人知道技术分析能够有效运作，但不能解释为什么；另一方面，有些人虽然知道基本分析无法达到相当的精确度，还是继续使用它，因为它至少是可以解释的。

技术分析的理论基础：大众心理

我们每一个个体的独立性，是相对的，而不是绝对的。人类对于自己能够控制与主导环境的某些方面感到骄傲，但终究来说，我们仍然依附在环境中，因为我们是其中的一部分。

我们既有成为个人的能力，也有附属于群体的倾向。这两个特征的实际组合，则视环境不同，随时会有变化：某个人有时会相当自我；而在其他时候，他又愿意相当服从其他人所设定或所开拓的行为方式。

涉足金融市场一段时间的投资人在做决策时，很容易感受到一种双向拉扯的心理冲突。一方面，依据“个人”方式做投资决策，

可能会朝某个方向行动；另一方面，群居本能的诱惑却可能反向拉扯。即使是以参与金融市场为生，以击败其他玩家为志向的老练人士，在应该反向思考的关键时刻，有时也会陷入歇斯底里。仅有极少数的交易员能够很诚恳地说，他或她不会在价格走势的头部买进股票，或在价格走势的底部卖出股票。

个人受到双向拉扯的理由，源于其为大众一分子的特性。一方面，每个人都有自我肯定的倾向，或以主动、个别的方式行事的能力。但是，在另一方面，每个人也有整合的倾向，这使得他或她愿意附属于大众。身为大众的成员，人的行为会因此异于其独处时的行为。

从生理学解释，人类的脑部为一个“三位一体”的结构。脑干（脑的最内层部分）主宰有关本能的行为形态、生物冲动与强迫的行为。环绕在外面的是脑缘系统，其功能主要为在“内在”世界中重现外在经验以及情绪化的行为。而新脑皮质（脑的最外层部分）处理思考过程的自觉意识，并具有预期未来与重现过去的能力。这三个部分并不是同步演进的。

新脑皮质的发展大约只有 0.5 亿年的历史，脑缘系统已经超过 1.5 亿年，脑干则超过了 2.5 亿年的历史。新脑皮质的某些能力可能是近期才发展起来的。有研究显示，现代的自我在约 0.4 亿年前才开始发展。它表明：(a) 自我意识尚未充分发展，以致于在“外部”权威的控制下，它不能够免于倒退到较原始的意识状态；(b) 新脑皮质尚未与脑部的另外两部分适当整合。因此，在大众心理乍现的情况下，新脑皮质的运作轻易地便受到压制。大众出现时，脑干与脑缘系统便取得控制地位。大众因而主要受制于本能、生物冲动、强迫的行为与情绪。于是，他们的行为实质上是非理性或不理性的。

大众信念体系占压倒性优势的时候，被大众视为信息的资料

质量受到了严厉的限制。大众心理通常只能感受到相当大，而且在极短时间内发生的差异。换言之，大众仅能意识到“明显的”变化。缓慢的变化唯有通过连续地、理性地监视所有相关潜在资料的冗长程序，才能够予以察觉。大众没有能力做这样的分析：他们以单纯的既有形象来进行思考，并以口号式的词句进行沟通。

自然力量鼓励人们沉醉在群体行为之中。群体以单一有机体的方式行为：他们因此以可预测的方式对信息之冲击作出反应，他们具有新陈代谢的（情绪的）循环，他们遵循一条明确的兴衰途径。但不同的是，金融市场的大众行为明确地反应在简单而特定的指标中，如价格走势本身，以及反映大众潜在活动与能量的机械性指标如成交量^[13]。就逻辑而言，这些指标应该反映出适当“自然”法则之运作。

现在，我们应该显示，价格走势与投资者活动之指标，实际上是符合上述分析架构的。我们将显示所有的价格走势其实是非常单纯形态的一部分，该形态是对信息冲击的反应；价格规律的振荡反应了大众新陈代谢之波动。我们将显示，大众的凝聚力如何保证每个价格走势会与先前的价格走势之间，维持数学上的关系。我们也要说明，趋势与反转点是非常容易区分的。

【注释】

[1]因为新的信息往往随时出现，而且因为投资者的决策行为被假定为独立而不受他人影响，所以目前的经济分析倾向于主张股票价格之决定是随机的（即所谓的“随机漫步假说”）。事实上，在某特定期间，股票价格走势相互之间可以没有相关性。但是，该假说并不确切，它没有认识到潜在过程的规律性，也未考

虑实际的投资行为。尤有甚者，美国 1987 年 10 月崩盘前曾显示出不寻常长期股价变化之相关性。因此，随机漫步假说无法解释该次崩盘。

- [2]这样就更加难以预测“冲击”的效果了。冲击持续不断发生，它们是变迁的主要催化剂。战争、天气恶劣、原料供应中止、劳工纠纷与罢工、破产等事件可以造成冲击。但是，“封闭”的线性经济模型无法用来精确预测冲击的效果。不仅每一次冲击与环境的变化信息相关（经济与金融活动在此环境中运作），而且人们对于这些活动的态度也可能出现变化。因此，通常只可能计算出某一冲击所造成的经济变化的“大方向”。
- [3]自我本身可以分成可以接受的“阳面”与不可接受的（因此被深深压抑的）“阴面”。阴面由为文化强制命令所压抑的潜在行为形态组成，但阴面仍然能够通过负面情绪与习惯性的否认来发挥力量。压抑机能的崩溃（不管是何原因）会导致明显的精神病行为。东欧的社会紊乱根源于压抑的文化需求。
- [4]对我们而言，过去是属于静态的。一旦进入记忆，它即表现为不变而且不可变。思考过程有赖记忆，因此也自然地采用静态的建构方法。
- [5]这个比喻说明：人们倾向于将其自身与其心理建构结合，而不是与其心理建构之对象结合。
- [6]现代经济理论被普遍地称为“新古典”经济学。它的立论根据两个假说：理性形成的预期，以及自然失业率的存在。
- [7]线性关系经常被应用在数学模型中，而该模型能够创造循环的波动。
- [8]经济理论假定不可控制的情绪不是经济行为的关键特征。这个假设属于信息体系的一部分，它否认人类的心灵受制于不可接受的冲动。因此，经济学将大众心理的起伏视为是精神病态

的，不正常的。的确，过度的乐观与悲观比较罕见，而且情绪激荡也很少出现。但是，恐惧与恐慌实际上是普遍现象，而非异常因素。

- [9] 许多学术性研究试图将 1987 年的崩盘纳入理性预期的假说内。主要的论点为：先前的“泡沫”乃建立在不相关的信息上。但它并没有说明，为什么绝大数的市场参与者——许多人花费大笔金钱从事研究——却不能早一步认识到信息是不相关的。事实上，参与者一直接受着非常相关的信息——即市场本身的行为。参见下一章。
- [10] 几乎无法想像一个大量生产郁金香的国家，会疯狂地收集罕见品种。人们变卖资产，投入此项投机行为。
- [11] 我们对于现实的理解，唯有通过共识才能推进。实验在共识中拟定，资料则根据共识加以解释。因此，这会限制真正新观念的形成，而旧理论也很难被取代。范式的改变通常只会发生在危机之后。
- [12] 实际上，具备一些有关基本面的知识是很重要的，以便确定技术分析所建立之任何长期预测是否有效。
- [13] 金融市场因此是有关所有大众行为的一个理想的信息来源。

第 2 章

股市中的大众

引 言

任何金融市场的实质结构，以及在该市场上从事交割的机构性配备，在全球各地皆有所不同。很多市场以“交易所”这一实质场所为交易中心；有些则通过具有意愿的买卖双方之间的电话沟通而建立。但是，所有市场皆具有共通性。首先，奇怪的是，构成市场“大众”的实质人群实际上非常难以认定。于交易所营业厅实际从事交易的人，或在某特定时间通过电话从事实际交易的人相比，投资界是更庞大、更无形、更难以触摸的结构体。

个人投资者

投资的基本单位是个人投资者。从根本上说，投资者乃是拥有交易头寸的人。此处“交易头寸”这个名词有两个意义，因为它既可反映价格趋涨的看法，也可反映价格趋跌的看法。在前一情况下，投资者是市场上的多头，而在后一情况下，投资者则是市场的空头。因此，多头投资者会持有股票、债券或商品，或持有一种“权利”而在未来某个时间拥有其所设定的证券^{〔1〕}。另一方面，空头投资者会直接握有现金（或类似之物，如银行存款或建筑合作社

的帐户)等待适当时机买进证券,或者持有一项投资,而该投资赋予在未来某个时间卖出股票的“权利”^[2]。

个人投资者可以为自己的利益而从事交易(私人投资者),或为某个组织之利益而从事交易(机构投资者)。投资者之目标,乃是在资本与收益间有所偏好的限制下,追求最大的总回报。此处,我们不需要无谓地去关心资本与收益偏好不同的理由。单单考虑下列因素就够了:每位投资者皆面对既定的赋税制度,未来的一连串负债(视其年龄而定^[3]),以及接受风险的态度。赋税制度可以协助我们决定,在短期内对资本之偏好是否会优于对收益的偏好;未来的负债可以协助我们决定,就长期而言,对资本之偏好是否优于收益。但是,最重要而值得商榷之处在于,个人准备接受什么程度的不确定资本利得,以及什么程度的确定收益,不论其时间有多长。

交易策略

个人投资者为了追求最大的总回报,所采用的策略是在市场价格未上涨之前买进证券,而在价格上涨之后卖出。这个主题会有少许出入,这得视绩效评估是根据短期资金的存款回报率,还是根据“充分投资”的头寸而定。私人投资者属于前者,其目标仅在于低价买进,高价卖出。退休基金和保险公司聘雇的机构投资者则属于后者。在有限的时间架构内,这些个人只是等待进场,确保他们至少能买得便宜。另外,他们可以转换投资,从绩效表现欠佳的证券转移到绩效较佳的证券。但是,对所有群体而言,基本哲学完全相同:“买低卖高”。

多头与空头

投资者中的次级层次 包含两个投资群体：“多头”大众与“空头”大众。前者预期证券价格上涨，后者则预期下跌。我们知道大众不必要是实体的结合，他们可以是心理的现象。这对金融市场的大众而言 尤为正确，不论其理由何在。多头大众或空头大众的成员，对于证券价格的未来方向，皆有特定的信念。尤有甚者，他们通过通讯网络相互结合。报纸、电视、电话、市场报告 补充了专业或私人日常生活中平常采用的直接手段之不足。这种接触网络确保价格敏感的信息可以快速传播与消化，同时确保心态相似的个人相互接触。

价格波动的机制

在金融市场中有两个大众接受相同的投资游戏规则，却持完全对立的观点，这样冲突状态就产生了。压力的出现是大众心理形成的主要催化剂，而其相关行为以及冲突的条件当然也保证了压力的存在。如果每个人在同一时间总是持相同的看法，则不会有真正的“市场”，也不会有渐进的价格走势 即使价格有变动，它将随机地上下跳动，没有人来从事交易。但是，不同的意见会影响未来的价格走势，而多空之间的冲突需要时间解决，这就使得价格随着时间的推移而上下波动。

情绪的影响力

一个人在买卖证券时，会做出情绪性的承诺。当然，起初是对

交易头寸做出承诺。交易决策可以通过理性的方式达成，但交易行为涉及财务上的投入，而且伴随着“看准大势”的需要。投资者持有一个交易头寸，它的市场价值却在他或她的控制之外。当价格变动有利于己，则会产生愉悦的感受；但当价格朝相反方向变动，则会产生不悦、沮丧、愤怒、忧郁和恐惧的感受。这种愉悦或不悦的感受会引起身体的生化变动：心跳改变、呼吸速度变化以及掌心出汗。

群居本能

这个人与其他人结合在一起时，愉悦或不悦的感受会被强化。如果交易头寸是“正确的”，则通过与其他具有相似交易头寸之投资者的连系，可以强化以财富和自尊来衡量的个人优越感。与他人交谈将确认交易头寸以及先前决策过程的有效性；报纸刊登的文章或经纪商的报告提供了支持性的证据时，则会感到满足；群体中的成员不断相互庆贺；注意力会集中在短期的未来，而不会集中在长期，因此无需严谨的分析。

不仅如此，属于“正确”大众成员的投资者还会强调“错误”大众的立论缺失。会有一连串宣传攻势指责后者，即使其成员已经感觉到处于不利地位。最初，“错误”大众的成员会感受到结合在一起寻求自保的需求。他们会设法相互确认其观点的正确性，而且会强调“正确”大众的看法最后会是错误的。事实上，也会产生忽略“正确”大众之立论的趋势。“错误”大众的成员将相互体恤，强调长期而非短期的未来。

因此，从以上评论可以明确地得知，对交易头寸的承诺只是故事的开端。不论投入该交易头寸的最初决策是多么合乎理性，交易行动仍会驱使个人陷入比较缺乏理性和大众形态的环境中。明

确地说，这两个大众对于未来价格趋势的信念，投资者会选择其中之一，并与该大众的其他成员产生强烈的认同感。他或她则会成为虔诚的大众成员。

多空生命周期的情绪变化

特定大众其情绪性承诺的强度，将随着多空循环的阶段与时间而改变。我们会在后面之章节中，详细分析各个不同的阶段。现在先做下述评论。

在新价格趋势形成的初期阶段，多数投资者仍停留在其所认定的原价格趋势中。前一个趋势已经结束，但其终止尚未被普遍认识到。少数投资者开始怀疑价格的濒临反转，而调整投资组合之构成。即使这个群体这样做，未来的价格走势仍存有某种程度的不确定性：投资组合只会做相当小幅度的调整，并且有迅速获利反转的倾向，而不会采取较长期的观点。在多头趋势的开端，亏损的恐惧感仍处于主导地位，而在空头趋势的起始，贪婪（或害怕错失进一步的获利）会阻止投资人出清大部分的投资。因此，在价格趋势的初期阶段，（最终的）成功的大众对于趋势的情绪性承诺仍相当微弱。

接下来，在价格走势的某个阶段，情绪性的承诺变得更强。在该阶段中，投资界的多数人认定该价格走势已经形成一个上升或下降的趋势，情绪性的信念取代了任何合理的怀疑。因此，投资者“追随”趋势，建立新的交易头寸。

投资者行为的此项特征因此导致循环的下一个阶段。一旦多头或空头价格趋势已全速前进，看法也受到普遍认同，则价格反转的基础也告完成。该趋势当然会持续一段时间，但是越多人相信该趋势并顺势投资，实际上会使推动该趋势持续的人越来越少。