

出版者的话

《专业投机原理》一书最初是由 John Wiley&Sons 出版公司出版的，在英语世界多年来一直畅销不衰，并被翻译成多国文字出版。科文（香港）出版有限公司和宇航出版社于 1999 年引进该书的中文简体字版权并在大陆出版，反响很好，几年来一再加印，因为最初翻译此书时参考的是台湾译本，故书中有些词汇的译法与现在大陆的通行译法有些出入。故特在此说明，以供读者参考：

1. Dow Jones 书中译为“道琼”，通行译法为“道琼斯”；
2. Option 书中译为“选择权”。通行译法为“期权”；
3. Real rate 书中译为“实质利率”，通行译法为“实际利率”；
4. Over the counter 书中译为“店头市场” 通行译法为“柜台交易市场”；
5. rediscount 书中译为“重贴现”，通行译法为“再贴现”；

6. Federal Reserve Board of Governors 书中译为“联邦准备理事会”，通行译法为“联邦储备局”，其他如“联邦准备银行”（通行译法为“联邦储备银行”）、“联邦准备体系”（通行译法为“联邦储备体系”）也请读者注意；

7. acknowledge 书中译为“体认”，通行译法为“承认”。

另外，因英文原书为 I、II 两册，现合并为一本出版，故改称为上卷、下卷，正文中提及原书 I、II 处即为现译本的上、下卷，请读者注意。

本书将献给历史上最伟大的领袖，由一位女士与一位男士代表：

伊丽莎白一世（Elizabeth I）英国女王（在位期间 1555——1603）。伊丽莎白继承王位时，国家背负庞大的债务。她的才华表现在以独到的税收政策清偿债务：她使缴税成为一种自愿的行为！她曾经说过：“课税而被爱戴，并非男人所专有。我将有始有终地受到子民的爱戴。”在 15 年之内，她将国库转亏为盈，并为人民所热爱。

托马斯杰斐逊（Thomas Jeffersons）“独立宣言”的起草人与美国第三任总统。杰斐逊的领导哲学反映在“独立宣言”的前言中：“我们认为这是自明之理，人类生而平等，拥有天赋不可侵犯的权利，其中三者为生命、自由与追求快乐的权利。”（请留念“追求快乐”原本是“财产权”。）

目 录

前言

第一篇 建立基本的知识

- 第 1 章 由赌徒到市场宗师：一位专业投机客的历程
- 第 2 章 鳄鱼原则：重点思考的必要性
- 第 3 章 一效性成功的事业经营哲学
- 第 4 章 在混浊的市场中寻找秩序：遣氏理论简介
- 第 5 章 趋势的精义
- 第 6 章 技术分析的优点与缺点
- 第 7 章 创造财富的契机：辨识趋势的改土
- 第 8 章 失败可能来自于分析报告未提供的资料
- 第 9 章 世界真正的运作方式：经济学的基本知识
- 第 10 章 繁荣与衰退：谁拿例筒？谁拿刺针？
- 第 11 章 衡量风险以管理资金
- 第 12 章 让你发生亏损的方法至少有 50 种

第二篇 迈向成功的决心：情绪的纪律

- 第 13 章 史波克症候群：理性与情绪之间的战争
- 第 14 章 成功之道
- 第 15 章 改变才能坚持 3
- 第 16 章 克服谬误的自尊
- 第 17 章 追寻个人的自由

第三篇 基本分析

- 第 18 章 健全投资哲学的基本原则
- 第 19 章 市场预测的经济原则
- 第 20 章 货币，借用与经济循环
- 第 21 章 政治对于经济循环的影响
- 第 22 章 20 世纪 90 年代的展望：总体基本分析的经济预测
- 第 23 章 美元的历史走势与未来发展

第四篇 技术分析

- 第 24 章 波动程度，交易机会以及 GNP 的成长
- 第 25 章 股票市场是一项经济预测指标
- 第 26 章 风险—报酬分析的技术性基础
- 第 27 章 市场分析的技术性原则
- 第 28 章 技术分析原则的运用

第五篇 选择权交易

- 第 29 章 选择权：三位数报酬率的交易工具
- 第 30 章 当日冲销的专业交易方法、

第六篇 交易者的心理架构

- 第 31 章 交易者的特质与个性

术语一览表

后 记 财富的道德观

前言

有关金融市场的书籍……我个人的图书馆也至少有 1200 本、它们是讨论证券分析、选择权策略、期货策略、技术分析以及其他相关内容的书籍。这些书籍大多包含相当下错的构想。其中约 2% 是真正杰出的作品。然而。它们大多存在一个共同的问题：试图推销一种“战胜市场”的方法，很多方法甚至没有经过实际市场的完整测试。另一些书籍的内容非常专业，除非读者已经拥有相当充分的相关知识与多年经验，否则根本无法了解。

市场新手或专业老手都通过尝试错误的途径，花费无数的宝贵时间学习市场的知识，或试图将某种方法运用在市场中。我希望寻找一本可以避免上述无谓浪费的书籍，它包含所有的市场基本观念与获利知识。结果，我找不到一本适当的书，所以我决定自己写一本。另外，我也希望提供给读者我对市场的观察与发现。它们协助我在 10 年内，创出每年平均 70.7% 的名义报酬率，而且任何 1 年都未曾发生亏损，请参考表 P.1。

在华尔街的交易生涯中，我发展出一种独特方法整合各方面知识，包括：胜算、市场与交易工具、技术分析、统计机率、经济学、政治学以及人类心理学。大多数市场玩家都倚赖其中一、二或三种领域内的知识，我却结合这些领域试图从各种角度评估风险——获利的关系，以确实掌握自己的胜算。这看起来似乎相当复杂与繁琐，实际上并非如此。将所有领域的相关知识浓缩为可以直接运用在市场在的原则，复杂的体系可以简化为相对单纯而易于处理的根本观念。这本书便是希望阐述这些根本观念，它适用于像我这类以书籍做为主要的信息来源的市场玩家。

表 P.1 维克多·斯波朗迪的投资年报酬率

年份	名义年回报率 <i>Rate of Return^a</i>	S&P 500 ^b
1978 (10 月)	115.26%	15.18%
1979	74.48	18.65
1980	98.49	32.42
1981	49.99	(4.97)
1982	127.44	21.56
1983	30.79	22.55
1984	12.99	6.29
1985	9.58	31.75
1986	10.72	18.67
1987	165.36	5.20

a. V. H. Sperandeo 的 10 年期名义报酬率——70.71% (不包括现金的利息)。

b. S&P500 的 10 年期名义报酬率——11.5% (包括股息)。

孩童时代，我阅读的第一本书是有关棒球选手的书。我非常热爱棒球，并希望有一天可以成为顶尖的职业选手。于是，我阅读著名运动员的故事——“名人堂”内的选手，例如：泰伊·科布。我模仿他们，学习他们的打击与防守风格，如此不断练习，直至有一天，我发现我已经不再模仿了，因为我已经掌握了这些技巧。我的一生都以这种模式学习：选定一个目标，阅读与观察这些杰出专业者的教诲，通过模仿而不断练习，最后我可以发展出一种属于自己的独特风格。

然而，情况已经有了变化。我在孩童时代的愿望是成为英雄——成为另一位泰伊·科布，希望在奥运会上赢得体操的金牌……但是，在成长过程的某一阶段，你总是必须放弃这种追求荣耀的想法。

社会上普遍存在一种看法——在美国尤其如此——如果你不是相关领域内的第一把好手，则你必然仍有所欠缺。可是，第一号人物仅有一位，我认为人们如果以成为第一把好手为主要目标，这相当于是在追求挫折的人生，即使他们确实可以达成目标也是如此。以西部时代的快枪手为例，一旦你被公认为最快的枪手，你也是众人希望击倒的对象，最后你被击倒时，你还拥有什么呢？唯有在可以持续的情况下，荣耀才是美好的（当然你首先必须拥有它），但荣耀通常无法持续很久。以我最近观赏“美国网球公开赛”为例，某位评论家引用格拉芙的说法，她在每 30 场的比赛中仅满意其中的一场。格拉芙是最杰出的网球选手之一，最近三年的比赛中，她的胜率高达 97%，但她基本上不满意她的比赛。这非常不幸，像格拉芙这样拥有伟大成就的选手，她基本上却对自己的表现不满意。

成功与快乐来自于自我潜能的实现，并认识到错误是不可避免的过程，甚至是生命的一部分。在这项前提之下，我撰写这本书是为了协助世人在金融市场中追求最大的人生意义：自我满足 (self-satisfaction)。

类似如泰伊·科布、巴比·鲁恩、威利·梅斯、朱基·曼特尔以及其他当代著名选手，他们都成为孩童们心目中的偶像，而让孩童与成人都将运动视为一种绽放荣耀的领域。然而，每位杰出的职业球员都有一段非凡的历程。在激烈竞争的环境下，他们以经年累月的一惯性表现脱颖而出。这群历经考验的运动选手。对孩童的影响可能更胜过电影明星，尤其近年来，许多顶尖的运动选手丧失对自我的控制而沉迷于药物之中，这些经常都是荣耀带来的结果。

我是一位市场专家——如果你认可的话，我称得上是一位大联盟的球员——我是这个领域内的顶尖好手之一。然而，如果有所谓的“交易者名人堂”的话，我想我可能无法入选。在任何特定的期间内，许多市场玩家都比我赚更多的钱。某些人曾经赢得交易竞赛，某些人曾经大赌一番而获胜。许多人曾经顶着荣耀的光圈，但随后艾黯淡下来。我从来没有参加交易竞赛，也从不参与我输不起的赌局。我想我最大的长处是我的一致性表现。就如同那些荣耀焦点以外的棒球选手一样，我引以为傲的是我可以不断地留在场内比赛，并持续提升自己的技巧，或随着外在环境的变化调整自己。

阅读任何领域的书籍时，我总是要求这本书的作者或讨论的对象拥有公认的成就。所以，如果我宣称自己拥有一致性的表现，我应该拿出证明。

我的交易生涯起始于1966年，当时我在“华尔街”担任报价的工作，我为自己设定一个目标。在非常稳定的情况下，经年累月地赚钱。从1971年开始独立交易以来，截至1988年1月停止从事例行的盘中交易为止，我的交易帐户不曾在任何一年发生亏损。在1972年7月1日至1987年12月31之间，我自己与我管理的帐户总共获得1000万美金的毛利。在这些帐户中，我必须对于盈亏承担至少一半的责任。

表P.2列出了我在1972年至1987年之间的业绩。我在国际证券公司服务时，也通过自己的公司雨果证券公司交易，这部分交易并没有列入表P2中。我在雨果证券公司的交易业绩大致与在国际证券公司的相同，所以表格内的总绩效实际上应该再增加一倍。然而，为了避免混淆，我并没有计入这段期间在寸果证券公司的交易记录，因为这些业绩除了来自个人的操作外，其中还包括我所聘用人员的交易结果。即使不考虑这部分绩效。我想表内所列数据应该也可以代表相当杰出的平均打击率：足以让我教导一些打击的技巧。

表 P.2 净绩效记录：交易月盈亏^a

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1月	*	\$ 17,016	\$ 37,913	\$ <146,983>	\$23,613	***	\$ 29,482	\$ <44,926>
2月	*	<4,088>	13,261	90,634	37,498	***	****	122,894
3月	*	15,730	16,187	113,225	33,900	***	<7,567>	1,008
4月	*	16,752	<27,539>	38,247	<59,548>	***	17,869	90,872
5月	*	34,630	35,000	95,333	39,792	\$ 5,464	78,507	<7,884>
6月	*	8,090	6,551	<79,290>	46,777	16,843	50,974	56,421
7月	\$ 15,693	33,002	103,999	**	10,637	40,190	22,639	<13,625>
8月	30,002	37,078	269,300	**	26,222	232,182	105,375	116,010
9月	7,737	44,081	25,593	196,086	9,824	97,910	52,369	60,952
10月	21,804	54,005	61,805	47,836	18,058	16,145	36,884	10,140
11月	11,272	56,577	81,116	33,041	***	<14,817>	67,280	<2,222>
12月	21,893	53,662	13,001	3,142	***	14,961	103,094	11,065
折扣							48,854	64,812
交易税								
年总额	\$108,401	\$366,535	\$636,187	\$391,271	\$188,773	\$408,878	\$605,60	\$465,517

a 数据代表交易的净盈亏，但未扣除办公室费用。

* 1972年7月份开始交易“雷纳”(Ragnar)的公司帐户。

** 这段期间没有交易——“雷纳选择权公司”(Ragnar options Corp.)重整。

*** 没有交易——“雷纳选择权公司”解散，准备前往威登公司。

**** 暂时休息，准备前往国际证券公司。

各个期间的交易资本：1972-1976年间为25万美元；1977年为50万美元；1978

-1986年为200万美元；1987年为10万美元。

表 P.2 (续)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
\$ 22,813	\$78,221	\$ 148,971	\$201,650	\$166,573	\$ 6,816	\$ 40,890	\$ <27,634>
56,200	89,813	140,334	43,703	31,699	62,110	15,620	<30,045>
4,347	156,169	<14,856>	87,672	65,600	11,039	30,527	<38,935>
86,402	91,461	42,442	96,229	<1,718>	4,063	30,124	71,802
25,512	41,006	<29,870>	<5,497>	<26,188>	121,643	16,958	16,397
86,440	54,504	173,307	151,067	74,708	<27,247>	<1,219>	9,006
214,345	17,744	<93,951>	<73,841>	<34,668>	<20,558>	83,926	<5,755>
89,118	26,861	130,856	107,170	84,441	11,360	<9,490>	<40,270>
68,354	<3,194>	180,333	69,610	93,368	19,102	84,629	33,933
74,167	<29,924>	853,908	18,452	104,116	36,114	<12,050>	86,623
60,299	178,635	120,631	3,564	<349,722>	28,572	<9,471>	644
122,015	<3,659>	259,110	69,894	116,514	10,391	<5,125>	11,662
74,734	31,381	0	0	0	0		
\$984,945	\$729,038	\$1,911,633	\$769,672	\$324,721	\$263,405	\$265,320	\$87,488

然而，除了基本的打击知识以外，你还需要学习许多相关技巧。即使是最优秀的打击手也有陷入低潮的时候，某些才华横溢的大学选手始终不能挤身进入大联盟。如果我在交易生涯中学到什么，那便是——知识本身绝对不是成功的保证。除了知识外，你还需要一套执行知识的管理计划，以及严格遵守计划的心理规范，如此才可以免除情绪的干扰。这便是本书将讨论的内容：在心理上与财务上界定一种在市场获得成功的方法。

很不幸，由于篇幅有限，我必须假定读者对于金融市场的运作已经具备基本知识。我撰写本书的主要目的，是希望某些初学的专业交易员可以在校园外攻读“投机学”的博士学位；某些业余人士如果不希望将所有的市场决策交付经纪人或基金经理人，则可从本书获得完整的交易技巧；对于某些专业老手。如果他们希望了解如何预测经济与市场，也可由本书获得一些帮助。

在股票与商品之中，都有所谓的“行情玩家”（译按：有时候翻译为“市场玩家”）与“价值玩家”。行情玩家基本上是根据他对市场价格走势的知识来交易。价值取向的基本分析者，则是买进价格低估的股票或商品，并持有相当时间以等待升值。就大多数成功的专业者来说，他们都同时具有这两种取向，但前者多过后者。我的情况也是如此——主要是以行情为取向。所以，本书的重点在于，如何预测市场的价格走势，以及如何管理市场、股票或商品的风险。至于如何选择值得进一步分析的个股。并解释个别股票在何种条件下可以上涨，这在本书中仅居于次要的地位。有关如何详细分析个别股票，读者可以参考许多选股策略的好书，以及许多专业分析师在这方面的注述。非常感谢这些分析师的存在，因为他们提供很多有用的信息，虽然这些信息经常相互矛盾。

我的市场经验可以回溯至 1966 年。至目前为止，我对于我的交易成就颇引以为傲。我发展出一套在金融市场中稳定获利的方法，而且不需要埋首在无数的公司财务报表中，也无需综合评估许多“专家们”的分歧意见。本书的第二部分将解释我使用方法的基本知识——这是较简单的部分。第 II 部分将解释如何综合这些知识，并让它们发挥功能——这是较艰难的部分。

自从本书 1991 年首度出版以来，市场出现一种不寻常而又普遍的现象：市场总是具有相同的性质，因为它们始终不断变化。股票市场已经成为一种机制性的“泡沫”交易工具。我开始学习交易的时候，市场起伏不定而且波动相当剧烈。在 1966 年至 1974 年之间，有 4 年呈现上涨的行情，5 年呈现下跌。然而，自从 1974 年以来，则有 15 年上涨而仅有 3 年下跌。这三次下跌的幅度都相当有限，分别为 1977 年的 7.1%、1981 年的 4.9%、以及 1990 年的 3.1%（这是以 S&P 500 为准）。最近 10 年，S&P 500 的年度化总报酬平均为 19.1%。犹如 40 年代至 80 年代中期的房地产市场一样，股票市场已经成为“保证获利”的交易管道。

基于这个缘故，定期存单的投资者纷纷转入股票市场，因为定期存单 3% 的殖利率显然不具吸引力。一般民众与机构法人抱着这种“绝对不会亏损”的心理，终将导致 20 世纪 30 年代以来的最大财富损失。理由并不难了解。1975 年“联邦准备银行”与卡特总统选择以通货膨胀为手段，促进美国经济恢复“成长”。80 年代预算赤字取代通货膨胀成为“经济成长”的动力。90 年代克林顿总统又选择通货膨胀。1991 年到 1993 年之间，股票市场的表现如此耀眼，理由很简单：

- 1 调降公司所得税，平均税率由 43% 降到 37%。

- 2 利率水准下滑，“联邦基金”（联储）的利率由 1989 年 3 月的 10%，降为 1992 年第二季的 3%。这保证公司的盈余可以改善。请留意，美国是一个信誉高度扩张的国家——在创造每一美元的税前盈余时，企业界在 1990 年需要支付 70 美分的利息费用，现在仅需要支付 50 美分。

- 3 提高生产力（企业界大量裁员）！

这并不代表美国经济的成长，而仅是公司盈余的暂时性增加。克林顿执政期间，利率与税率调高时，公司的盈余将遭受致命的打击！我建议你仔细阅读第 9 章与第 10 章，以了解经济体系目前的根本情况。另外，第 6 章与第 7 章的技术分析内容也完全适用于现今的市场。

我真心想望本书能够对你有所帮助，并祝福你一切本运。根据我个人的看法，在两个世纪的交替之际，你确实需要本书的协助与我的祝福。

①80 年代中期，我曾经管理一个发生亏损的基金 Victory Partners'，但当时情况非常特殊。详细情况请参考第 1 章。

②这句陈述并不意味着，公司财务报表无助于分析证券，我完全没有这个意思。我所强调的重点是，本书讨论的知识将可以增加你在市场中的胜算。

导 论

“赌博例” 的奥秘

“赌博例”的奥秘便是如何在金融市场中生存的奥秘。了解它..... 真正地了解它.....你可以成为一位成功的交易者、投机者或投资者。所以。故事的发展如下：

乔是一位扑克好手，一位真正的玩家。事实上，他的技巧已经达到炉火纯青的地步，所以他必须到处旅行，以寻找不认识他而又愿意接受高赌注的对手。某天下午，在芝加哥邻近的一家酒吧中，他与酒保闲聊着，并问道：“这附近有没有好的扑克赌场？”

“你是指多大的赌注？”

“很大！”乔说道，“你所知道的最大的”。

“嗯，我听说附近的农场有一个赌局。距离这里挺远的，但那里农民赌得很大。让我先打个电话确定一下。”

于是，这位酒保打了电话，并告诉乔如何到达那个农场。

当天晚上，经过长距离驾驶后，乔把车子停在一个荒凉的谷仓前。他慢慢走进谷仓内，小心避开地上的猪屎。他在谷仓后头发现一个房门中开的房间，灯光夹着袅袅的烟雾由房门中透出。一股熟悉的兴奋感觉经过全身，他走进房间，并自我介绍。

穿着工作服的农民围坐在一张圆桌边，每个人都含着雪茄或烟斗。乔粗略估计下桌面上的赌注大约有4万美元——太完美了。于是，他坐下来。负责发牌的农夫说道，“下注””所以，乔开始他的赌局。

经过约1小时后，乔没有什么输赢。这个时候，他拿到三张A与两张Q——富尔豪斯。桌面上的赌金已经相当可观。他又加码1.5万美元。接下来的两家都没有跟进，但坐在对面那位面无表情的农民不仅跟进，而且又加码1.5万美元。乔确定他一定想唬人，所以跟进后，把手上A带头的富尔豪斯摊下。那位农夫也摊下手中的牌：毫无配对的三张梅花与两张方块。强压着笑容，乔开始整理桌面上的赌金。

“请等一下”，这位农夫带着不高兴的语调说道。

“等一下，你什么意思”，乔说道，“你什么也没有。”

“请你回头着右方的标示”，这位农夫笑道。

于是，乔回过头看：

三张梅花与两张方块构成“赌博例”，它在此处代表最大的一手牌

乔实在非常生气，但规则就是规则：于是他以剩余的赌金继续玩下去。又过了一小时左右，他拿到三张梅花与两张方块.....“赌博例”！于是，他把所有赌金都押进去了，对手仍然是这位面无表情的农夫，在最后一轮的加码中，他把手腕上的纯金劳力士也押上了。这位农夫摊开手中的牌：Q带头的黑桃同花顺。乔也摊开他的“赌博例”，并开始整理赌金。

“等一下，朋友”，这位农夫说道，脸上的笑纹几乎可以夹死苍蝇。

“但我拿了一手赌博例”，乔大叫道。

“完全没错，但请看看那边的标示”，他指着乔的左后方。

此处每晚仅允许一次“赌博例”

乔除了鞋上沾满的猪屎以外，身无分文地离开谷仓，不过他还是感谢信用卡的发明者。那位面无表情的农夫开着拖车回家，手腕上吊着纯金的劳力士。

所以，“赌博例”的奥秘是：如果你希望获胜，你必须了解规则；另外，你必须愿意坐上赌桌，你才有获胜的机会。

这便是本书讨论的范围：界定赌桌上需要的知识与规则，并使你经年累月地获取稳定的利润。除非你可以利用适当的计划将知识付诸执行，并按规则组织既定的计划，否则全世界的知识毫无用途。在金融市场中，这意味着：取得相关的知识，界定操作的哲学，建立资金的管理方法，并严格遵守明确的规则，拟定每天的例行决策。根据本书所列观念，你可让资金发挥充分的功能，如果你能够严格执行相关的方法，你必然可以获利。

第1章 由赌徒到市场宗师：一位专业投机者的历程

人们称我为交易者，但这本书主要是为投机者与投资者而写——如果你了解这三项名词的差异，可以发现其中的矛盾。所以，首先让我做一件政客永远不曾做的事：界定我的用词。任何市场同时都存在三种价格的趋势：短期趋势，它可能持续数天至数个星期；中期趋势，它可能持续数个星期至数月；长期趋势，它可能持续数月甚至数年。在市场中，存在三种基本类型的参与者：交易者、投机者与投资者。

交易者的活动主要集中在盘中交易或短期趋势上。他们买卖股票、债券、商品或任何交易工具，时间框架都在数分钟至数星期之内。投机者专注于中期趋势，他们建立市场头寸，并持有一段大约数个星期至数月的时间。投资者主要是考虑长期趋势，持有的头寸可以长达数月甚至数年之久。

进一步讨论前，我希望表明我的立场。当我提及投机者时，我没有任何贬损的意思。当我使用这项名词时，它仅代表上述说明的意思：主要是参与中期趋势的市场玩家。根据我个人的看法，投机行为经常被赋予一种负面的涵义。一般来说，投机者被视为是炒作股票、房地产或其他交易工具的人。然而，事实上，所有市场的投机者都是根据中期的价格趋势，希望通过买、卖行为获利。投机者可以为市场提供不可或缺的流动性。在大多数情况下也可以促进金融资产的平顺转移，并通过资产配置让它们发挥最佳的功能。本书其他部分还会进一步区分投机者与其他市场参与者之间的差别。

在我的职业生涯中，我大体是扮演投机者的角色，但这并不是我扮演的唯一角色。因为我曾参与所有三种趋势。在我所进行的每笔交易中，我都熟悉相关知识。所以我应该可以被称为：一位愿意投资的投机性交易者。因为缺乏更适当的名词，所以我选用“交易者”这个头衔。

以我处理金融市场的方法来说，这三种行为都有相互重叠之处；换言之，投机行为的原理，经过适当的调整之后，它们也适用于交易与投资。如果你了解投机行为，你可以相当容易地转换为交易者或投资者的角色。更重要地，就近10年来市场呈现的剧烈价格波动而言，我坚决相信，任何买、卖行为如果不了解进、出市场的重要性，或不根据中期趋势调整投资组合的结构，都是相当愚蠢的。这便是我决定将本书主题锁定在投机行为上的理由。

本书内容是根据我对投机艺术的了解，摘选其中精义部分构成。此处所谓的艺术是就一般的意义而言，并不是指真正的艺术。然而，犹如每一位画家都有其独特的表达方式，每位投机者也有独特的市场风格。虽说如此，但每一位真正成功的市场玩家都必须运用一套类似的工具：根据一套有效性始终不变的根本理念与知识拟定决策。从我的知识中，包括我对于其他投机者的观察在内，我将抽取最根本的精义提供给你。

我的投机方法，综合各方而知识，包括：胜算、市场与其交易工具、技术分析、统计概率、经济学、政治学、人类心理学以及哲学。我花费了10年时间（1966至1976年）取得相关知识，并将它们组织为有系统的格式。在1974年之前，我是根据普通常识、技术分析、以及谨慎的风险管理进行交易。之后，我学习如何由宏观的角度交易。如果金融交易有一个最致命的缺失，那便是根据单一的事件拟定投资或交易的决策——在不了解整体风险的情况下投入资金。若希望了解整体的风险，仅有一种方法：通过学习系统性的知识。

在讲解我的方法与知识前，让我概略说明我的交易生涯，并解释一些关键的发展，它们引导我逐渐形成投机的知识。在1966年至1977年之间的11年，就像我的学徒期间（很长的学徒期间），经过这段训练后，我掌握了一个毕生难逢的良机：在1978年3月至1986年9月间，我通过Interstate Securitise成为一位独立作业的承包人。在这段期间，我交易股票、债券、期货（包括：商品与指数）以及各种选择权，我每年平均收入60万美元，其中包括我个人的帐户，以及在“50—50盈/亏均摊”的基础上与国际证券公司和少数其他金融机构合作。我觉得我已经发现了毕生追求的自由。

对于自由的渴望

就我来说，自由不仅仅代表政治上的自由；它代表一种根据自己理想与希望过活的能力，这需要一种全然独立的经济条件，而唯有赤裸裸地抢劫或自身的愚蠢才可能丧失。即使是在10岁出头时，我的心目中，送报或送货的工作便相当于奴隶的生活——大多外来的控制。所以，我便以自己较能够控制的方式赚钱：赌博。

我并不是从事实际的赌博，我是投机。赌博必须承担不利胜算的风险，例如：彩券或吃角子老虎。投机是在掌握有利胜算的情况下才承担风险。投机的艺术包括许多能力。精确地解释当时的状况；掌握胜算；知道如何下赌注，即使是在输的情况下，你仍能够参与下一盘赌局；具备心理的纪律，执行客观的知识，而不是由情绪主导决策。

对我来说,“赌博”从来不是一种高风险的行为。我开始学习扑克时,我阅读所有相关书籍,并发现输赢的关键是在于如何管理胜算;换言之,当你持有的牌可以掌握胜算时便跟进,否则便盖牌,如此你便居于赢方。所以,我记住每一种牌型的胜算机率并依此决定对策。这便是风险管理方法的精义所在,虽然我当时并不了解这点。

我曾经阅读一本约翰·斯卡耐写的书^①,它间接改变了我的一生。他谈论许多欺骗的行为,并解释作弊的手法。我了解到:如果希望精通扑克,我必须学习如何识破作弊的手法。研究这项新知识时,我发现一家魔术碑戏的专卖店(卢塔嫩魔术店)。在那里,我认识了一位影响我一生的人哈里·洛瑞恩。

哈里是扑克牌魔术最杰出的专家之一,他有关记忆技巧的许多著述使他享有盛名。我当时非常崇拜他,而且目前也是如此。他每一项技巧都是自己的创新发明,它们结合了意志、精力、智慧、练习与想象力、他是一位全然自创风格的人,我当时在许多方面都尽可能地模仿他。哈里不仅是我的偶像,他也是我的朋友,每周六我大多泡在卢·塔嫩,观赏他和其他魔术师的装潢。

我不仅学习哈里的玩牌技巧,更重要的是他的记忆方法。为了练习玩牌的技巧,我随身都带着一副牌。我与女朋友去看电影时,我的左手会练习单手切牌,而右手就放在每一个16岁男孩与女朋友看电影时所应游走的位置。在16岁至20岁之间,我的收入颇丰,这主要来自于扑克赌局与牌技魔术表演。

然而,1965年下半年,我发现扑克赌博是一种处身于法律边缘的行业,显然不适合做为一生的职业。所以,我翻阅《纽约时报》的就业版,并发现生物学家、物理学家与证券交易员的收入最高——每年2万5千美元!因为我知道自己对于胜算的掌握技巧远胜过分析细胞或原子,于是我便前往珀欣公司&CO.担任报价的工作,目标则锁定为“华尔街”的交易员。实现我对自由的理想。

判读盘势的智慧

我开始观察金融领域内的成功操作技巧,并阅读所有相关书籍。在珀欣的期间,我的崇拜对象是米尔顿·利兹,他穿着雪白的订制衬衫与合身时西装,坐在高台上监督整个交易场所,他在我的心目中就像天神一般。当他通过麦克风喊“99!”时,这代表公司方面即将下单,而且必须优先处理。所有员工都会保持肃静而全神看着他,直到他下达类似如“以市价买进3000股电话股”的指令为止。

利兹被视为“看盘高手”(是指交易价格与数量的报导,但也泛指相关新闻的报导),但他通常都是根据新闻交易。他会监视“美联道琼社”与“路透社”的新闻报导,重要新闻发布时,他可以迅速判断而下单。几秒钟之内,场内经纪人便可以完成他的交易指令。由于他能够迅速判断新闻对市场的影响,再加上整体组织的配合,所以他总是可以掌握行情的先机,这便是他成功的理由。他是一位非常精明的人,交易记录极为杰出,尤其是记录中表现的一致性,虽然我从来不曾模仿他的交易方法,但他却是我心目中的成功偶像。我当时的最大愿望,便是有一天我也可以成为一位看盘高手。

在那个年代,大多数著名交易员与投机者都是以“判读盘势”交易,我希望有一天我也可以成为他们其中一员。我阅读这方面有限的书籍,并练习看盘,记忆许多不同股票的最近价位。通过不断的练习,我开始对市场产生感觉了。

现在的人们或许并不了解何谓“判读盘势”,它是现代技术分析的雏形。犹如目前的技术分析一样,判读盘势需要仰赖模式的认定。两者之间的最大差异是,模式认定主要是依靠潜意识,而意识的判断相对较不重要。这犹如运动比赛一样,你停下来思考应该如何做时,你立刻会丧失注意力。你必须随时掌握所有因素,所以你无法根据意识反应。你必须同时观察10至40支股票,不断记忆先前的高、低价位,以及重要的成交量。同时你在潜意识中还必须知道价量跳动的速度与韵律、报价机的响声、个股发布新闻的频率、大盘指数与个股价格的变动、以及价格与成交量的模式。所有这些因素构成的潜意识结论,就是通常所谓的“市场直觉”。

由于知识的进步——尤其是电脑与通讯的技术——盘势判读已经是一种消失的艺术。目前,只要你的经济状况可以负担一套电脑化的报价信息系统,仅需按下几个键,便可以完全掌握过去所谓的“直觉知识”。你可以随时知道任何个股、类股、指数或期货的走势图,而且可以自动更新每次的价格跳动。配合某些电脑软件,你还可以画趋势线、设定买卖的警示价位。我相信,这种需要特殊才华的盘势判读能力,目前已经不切实际,而目也没有必要了;场内交易员或许是唯一的例外。因此,交易已经成为一种更开放而竞争更烈剧的领域。

然而,所有的看盘高手目前仍然掌握一项优势。拟定交易决策时,你必须绝对相信自己的正确性,但你还必须接受一项事实:市场可以证明你为错误。换言之,在被证明为错误前,你绝对正确。因此,你必须根据原则与法则交易,任何感觉或愿望都不得干涉这项程序。买进或卖空时,你都必须扪心自问。“在哪个价位上,市场将证明我为错误?”一旦你决定这项价格,市场又触及此价位时,没有任何理由可以阻止你出场。这是最根本的法则:迅速认赔。在金融市场中发生重大亏损,

最通常的理由便是因为人们违背这项法则。虽然无数书籍不断强调这项法则，并以各种不同方式解释，但人们仍然会犯相同的错误，这显示人类的天性实在非常难以捉摸。为了探索这方面问题，并提出适当的解释，我在本书第Ⅱ部分，讨论交易情绪与心理局面。

再回到远古的历史中。在珀欣工作期间，我晚上也到“皇后学院”进修经济学与财务学。此外，我也开始阅读《华尔街日报》，以及任何与金融市场相关的书籍。我在珀欣每周的工资是 65 美元。如此经过六个月，我转至“史坦普”担任统计方面的可怕工作。此处的待遇较高，每周 90 美元，但这项工作实在不适合我的个性，这里就如同图书馆般的寂静无声，每天花费数小时时间登录与调整数据。如果有人打个喷嚏，我都曾感激万分；这让我有机会打破令人窒息的寂静而说句：“老天保佑你！”。我犯了太多错误，所以我被解雇了。这是我第一次在工作上遭遇挫败，由于我当时实在太沮丧，所以我甚至没有感谢那位介绍我到此追求交易生涯的人，但我又踏上另一条类似的路。

非常幸运地，我在大学修习的会计学让我找到另一份簿记的工作。当时是 1966 年底，我来到美莱曼兄弟公司，此处总共有 32 位合伙人，我负责为其中 12 位合伙人整理帐目与交易记录。莱曼兄弟公司是一家主要的投资银行，它在许多投资中累积了庞大资产，例如：以每股 4 美分的价格大量买进利顿工业，并持有至每股价格为 120 美元。在莱曼兄弟工作，让我有机会实际观察投资银行的作业情况，并了解这家世界上最大的市场参与者之一——是如何操作股票与选择权的投资组合。于是，我逐渐明白选择权的运作方式，并因此成为选择权会计帐的专家。

我在莱曼兄弟学到一条我永生难以忘怀的经验。由于我负责登录帐目，所以我相当了解他们赚了多少钱。有一天登录帐目时，我发现莱曼兄弟不断为其信托基金买进超级电子的股票。当时我对于投资尚迥然无知，我猜想这家大投资机构应该了解自己在做什么，所以我打电话给哈里·洛瑞恩，并把这件事告诉他。哈里听信我的说法，他以 44 美元的价位买进不少股票。在随后的几个月之内，我无助地看着股价一路跌至 30 美元。哈里最后卖出他的持股，总共亏损 4 万美元。我当时的感受远甚于我个人的任何损失。这是我最后一次建议朋友买进某支股票，但——不幸地——却不是最后一次误信别人“应该知道自己在做什么”而建立头寸。然而，我确实学到了一项教训。不可基于帮助朋友的立场，免费提供任何有关市场的建议。在职业的立场上管理他人的资金，这种情况是可以接受的，即使这个人是你的朋友也是如此；如果发生亏损，这只不过是职业上的协定。然而，当你认为是在帮助朋友而提供建议，又完全是另一回事——实际的结果通常是伤害而不是帮助。

总之，我在莱曼兄弟工作的同时，仍继续研究，并利用哈里传授的记忆方法，熟记“纽约股票交易所”挂牌交易的 1458 支股票代码。在 1968 年，向法勒·施米特公司应征工作时，我将这方面的技巧展示给负责应征的合伙人里基·伯格曼。在赞不绝口的情况下，里基录用了我，我也充满热忱地开始了我的交易生涯。

选择权交易

1968 年选择权尚属于发展的初期阶段。它们都在店頭市场交易，而且没有统一的合约规格。让我进一步解释，股票选择权是一种合约，持有者有权利在既定期间内，根据一定的价格（履约价格），买进或卖出一定数量的股票；买权选择权称为 CALL 卖权选择权称为 PUT。1968 年，每口合约的标准股数为 100 股（目前也是如此）；履约价格通常都是选择权发行当时的股票市价；最普遍的合约期限是 6 个月又 10 天（这是因为一项投资至少必须持有 6 个月又 1 天，才可以申报长期资本利得税）。当时与目前的最大差异，是选择权的价格（权利金），它会随着时间与交易商的不同而有不同的报价。

某甲打电话给“ABC 选择权公司”，要求提供 OXY 股票 6 个月又 10 天的买进选择权报价时，并不保证他可以根据报价买进该选择权。此外，如果他打电话给另一、两位交易商，他可能发现价格有 20%~30% 的差异！交易商提供给某甲的报价假定为每口合约 225 美元，这只是“参考价”而已，交易商随后将寻找愿意接受 150 美元~175 美元价格的卖方。如果可以找到，交易商既可以扮演中间人的角色，将低价买进的合约转卖给某甲。如果交易商无法在合理价格找到卖方，只能算运气不佳而毫无所得。

1968 年至 1970 年我在法勒·施米特便是担任这种中介选择权的上作，每撮合一口合约可以赚取固定的佣金（6.25 美元），稍后在“美国选择权公司”则是根据“中介价差”抽取某一百分率的佣金。在法勒·施米特工作期间，我也为一位客户斯塔雷特·斯蒂芬斯管理我的第一笔避险基金，他是我在莱曼兄弟服务时认识的客户。他拥有一个价值 100 万美元的投资组合，我建议他以卖权选择权避险。以取代直接卖空股票，于是他拨出 5 万美元的资金供我操作。当时，这是相当新颖的操作手法。卖权选择权可以提供一种具有杠杆效果的“保险功能”，并腾出资金做多。

这个基金确实发挥它的功能，1968 年 12 月份股价出现顶部前，7 月与 8 月便发生一波拉回的走势。非常不幸，斯塔雷特在 1969 年便去世了，恰巧是在 1969~70 年大空头市场正式展开前。由于他的过世，基金也随之解散。这是我第一次直接管理他人资金，也是我第一次从事避险交易，它使我有机会在市场中测试我判读盘势的能力。这次经验使我了解卖空交易的

重要性——目前，这仍然是我的专长之一。

这笔基金解散后不久，当时处于 1969 年的空头市场，为了追求更大的独立交易空间，我离开法勤·施米特公司，前往“美国选择权公司”。因为当时处于空头行情中，公司方面不愿意在薪水上做承诺，管理阶层建议让我就撮合选择权的价差抽取固定百分率的佣金。我答应了，但我明白地告诉他们，我第一年便准备赚取 10 万美元的收入。我这么说相当于是一项警告，因为我知道公司副总裁每年的薪水才仅有 2.5 万美元，而且其他选择权交易员的年收入约为 1.2 万美元至 1.5 万美元之间。

经过 6 个月。我的佣金收入已经累计至 5 万美元。有一天，老板把我拉至一边，轻声告诉我，“维克，你干得不错，我打算让你开始领薪水。

“哦？”我说，“多少？”

“每年 20000 美元。”他答道，似乎这是给我很大的面子。

“但……”我说，“我今年准备赚进 10 万美元，而且我已经完成一半了。”

“哦！没错，但我们准备成立一个按点数分红的奖金制度。你每销售一口合约，便可以得到一点。在年底的时候，我们提拨公司利润 15% 为奖金，每个交易员根据点数分红。”

“嗯”便是我的回答，但我的脑中立即浮现一些很明显的疑问，例如：如果公司没有获利怎么办？公司的获利又怎么计算？不用说，我开始寻找另一个更适当的猎场。3 周之后，我开始在马什·布洛克管理一个股票与选择权的投资组合，并抽取 50% 的绩效奖金。一位好朋友（他最后也离开“美国选择权公司”）后来告诉我。我过去的老板在 3 周休假中打电话告诉他，“我们让维克领薪水完全是为他着想：他这个月好像很不高兴。”实在奇怪！他要求我减少 80% 的收入，而竟然还希望我觉得很高兴！这更强化我对于自由的向往。

在马什·布洛克，我运用过去累积的盘势判读经验与选择权的知识，第一次利用股票与选择权来配合交易。一般来说，我去买进一个选择权的跨形价差交易合约，并根据盘势发展。随后再决定买进或卖空股票。跨形价差交易是由一对选择权构成：一单位的买权选择权与一单位的卖权选择权，它们的履约价格与到期时间完全相同。例如，假定 XYZ 股票目前市价是每股 25 美元，我认为它将跌至 21 美元。若以同业价格计算，我大约能以 400 美元的权利金（译按：100 股），买进 95 天期的跨形价差交易。并等待弱势反弹来卖空股票。

如果股价上涨至 27 美元，我将在盘势转弱时卖空 100 股。选择权到期时，如果股价持续上涨至 30 美元，则我将根据 25 美元的合约价格履行买权选择权，并回补空头的股票头寸，这时候的卖权选择权将毫无价值，所以总共的亏损为 200 美元。（译按：选择权的成本为 400 美元，股票空头头寸损失 300 美元，履行买权选择权获利 500 美元，总共损失 200 美元）如果在选择权到期之前，股价正如我所预期地跌至 21 美元，则我将买进 200 股（译按：包括回补 100 股的空头头寸），并实现股票空头头寸的 600 美元利润。在这个时候，我仍然拥有 200 股的多头头寸（100 股现股与买权选择权），其中 100 股现股可以锁定实出选择权的既得利润（译按：400 美元），股价在选择权到期前，如果回升至 25 美元以上，买权选择权还可以获利。（译按：选择权的成本为 400 美元，股票空头头寸获利 600 美元，卖权选择权获利 400 美元，所以净获利为 600 美元，再加上买进选择权仍有获利的可能。）除此之外，我也可以在 21 美元的价位仅买进 100 股股票，实现股票空头头寸的利润 600 美元，并让选择权的跨形价差交易继续发挥功能。交易时，我永远要求“风险/获利”的比率至少为 1:3。在我所采用的各种策略中，判断正确时，我可以获得巨额的利润；若发生错误，损失却相当有限——这便是资金管理的精义所在。

不幸地，我在马什·布洛克所获待遇几乎是“美国选择权公司”的翻版、唯一的差别仅是手段而已。当我收到每月损益表时，发觉我的“费用”大得荒唐。例如，我仅占用一条电话线。每个月却需分摊 500 美元的电话费！总之，我希望进一步控制我的管理费用。

经过 6 个月后，我认为唯有自行创业才是根本的解决之道。“华尔街”上的许多交易员显然都遭遇相同的处境：几乎我所认识而尊敬的每一位交易员，都准备承担风险与我一起工作。我找到一位提供资金的合伙人，并聘用一些“华尔街”最棒的交易员，于是“雷纳选择权公司”在 1971 年中正式开张。

独立的滋味

在雷纳的时期，我们以非常前卫的方式经营选择权业务。根据我的了解，我们是第一家提供明确报价与保证交割的经纪商/交易商，而且不为此收取较高的权利金。我们称此为“提供合理的明确报价”。如果我们不能在市场找到既有的选择权合约撮合一笔交易。我们便自己销售选择权。我们的竞争对手认为，我们一定拥有庞大资本才可承担相关的风险。实际上，我们最初的资本仅有 50 万美元——其中营运资本为 25 万美元，公司的交易帐户为 25 万美元。我们的想法是，藉由明确报

价与保证交割提高交易量，如此便可以吸收小额的亏损。这项策略确实有效。6个月内，根据我的了解，雷纳已经里全世界选择权店头市场的最大交易商。

1972年7月前，我负责管理公司，并与其他交易员共同从事选择权的中介业务；之后，我接替合伙人“操作存货”。“操作存货”是指管理雷纳的选择权与股票组合。这是我正式踏入独立交易员生涯的第一步。我第一次拥有完整的权利操作一个帐户，交易绩效列于表P2中，我正迈向一致性获利的目标。

1973年“芝加哥选择权交易所”将选择权的合约规格标准化，于是我们丧失了竞争优势，因为我们过去的成功主要是通过自己的程序将合约标准化。然而，我们买进交易所的三个席位，而且第一年交易量便占整个交易所的15%。一切非常顺利，但1975年7、8月间，我的主要合伙人在未经我的同意下，交易一笔非常庞大的头寸，并造成严重亏损。虽然公司交易帐户的情况相当理想，但因为我的合伙人发生亏损，所以我们被迫重组以符合最低资本的规定。

通过一些果断的处理，我们总算度过难关。我记得当时与吉姆会谈的情况，他在CBOE主管稽核的工作（吉姆后来也到国际证券，我们成为好朋友）。由于我的合伙人发生亏损。我们已经违反交易所的一些资本规定。吉姆是一位身材高大而粗扩的人，他看着我说，“你准备怎么处理这个问题？”

我回答，“让我们讨论一下，我们会设法补足相关头寸的保证金。”

吉姆说，“好的，你有20分钟的时间考虑如何继续经营。”

我、吉姆、贝洛、以及发生亏损的合伙人一起走进隔壁房间协商。我买断这位主要合伙人的股权，补缴所需要的资金。我勉强让雷纳保持完整的状况，又继续经营了15个月，直至威登公司提出非常有利的条件接收我们公司，包括所有员工与我在内。在威登公司的期间，我成为“绩优热门股”——类似如IBM、National Cash Register、Eastman Kodak等市场领导股——的大额交易员。我仍然将雷纳维持为一个独立的经营实体，我目前还是通过它交易。

在公司重组前，市场中出现某些状况，这是我交易生涯的重要转折与之一。我错失1974年10月初的急涨行情，以及随后出现的暴跌走势，后者使“道琼指数”在12月跌至12年以来的最低点。这几个月内，我还是勉强有所获利，但整体发展却令我十分震惊——我错失了一个大好的获利机会。我疏忽了什么？我需要接受什么教训才不致重蹈覆辙？我自问，“趋势究竟是什么？它有什么性质？它通常会持续多久？它向上或向下的幅度通常如何？修正的走势有何性质？它通常会持续多久？”于是，我开始研究以往疏忽的问题。

探究趋势的性质

为了回答上述问题，我首先必须界定、衡量、归纳所有趋势与修正走势，并设定一个标准做为“通常”的定义。1974年至1976年，我利用所有空闲时间研究市场历史，这些研究是以“道氏理论”为主轴，因为我认为这套理论对于市场走势的界定最明确。我根据的资料是罗伯特·雷亚在1939年过世以前的研究工作。我标示“道琼工业指数”与“道琼运输指数”由1896年至目前（我现今仍然从事这方面研究）的所有趋势，将它们分别归纳为短期、中期与长期的趋势，衡量它们的幅度与期间，并登录于表格中。然后，通过统计分析的方法，将它们简化使我能够运用于交易格式，尤其是风险管理。本书后续章节会讨论如何运用这些资料。

这段期间我为自己的交易方法，建立起预测市场行为的根本观念，这种方法也适用于期货市场。毫无疑问地，我在这两年内获得的知识，是我在国际证券绩效突出最主要的原因。我最佳的月份是1982年9月，这也是国际证券当时的最佳单月交易记录，我管理的公司帐户当月获利是88万美元，而帐户的交易资本为100万美元，其他两个帐户的获利率大约也是如此。这个月份的巨额获利来自于一个行情预测，而这项预测直接引用了我在1974年至1976年之间发展的统计方法与知识。

此处，我想谈论一段题外话。这两年的专心研究虽然使我在行情预测上获得重大突破，但我在个人生活上也付出惨重的代价。当时，我的女儿珍妮弗正处于关键的年龄（三岁至五岁），我几乎完全没有陪伴她。我由办公室回家，吃过饭后便直接进入书房继续研究。当她走进我的书房，我会不耐烦地赶她出去。完全忽略她非常需要她父亲的关怀与爱心，这是一项严重的错误，我们父女俩人到今天还在为此错误付出代价。如果我可以重新来过，我一定会抽空多陪伴珍妮弗。

我提及这个件事并不是基于忏悔的缘故，而是希望强调一个非常重要的观点。犹如我在“前言”中的说明，本书是希望协助读者在经济上与个人生活上获得成功。在我生命中的那一时刻，我未能综合这两方面，显然是一个严重的错误。生命应该是一种平衡而协调的过程，重点并不在于你赚了多少钱，而是你整体的快乐程度。

1974年以后，我在事业上的发展也不是完全没有挫折。1983年我同意管理一个4000万美元的基金维克托里伙伴基金。或许我当时有一点自以为了不起，或许是因为我想接受挑战，我将基金的累积获利目标设定为每年25%（扣除佣金之后），唯有操作绩效超过此标准时，我才收取报酬。第一年大盘下跌15%，基金的获利为13.3%。这意味着基金下一年度的获利

率至少需要 40%！

在 1984 年—1985 年期间，市场的中期趋势非常不适合交易、价格没有什么波动，行情几乎是水平状发展，我被迫在短线上进出。虽然我其他三个交易帐户都处于获利状况，维克托里伙伴基金却发生 13% 的亏损，这主要是来自于佣金费用。在国际证券，我支付场内经纪商的费率，相当于目前法人机构适用的费率。然而，维克托里伙伴基金却必须支付零售的佣金费率大约高出 5 倍——在没有明显行情的市况下，短线进出便成为亏损的主要原因。另外，电脑程式交易也开始严重影响短期趋势的性质，使我多年来运用的交易法则完全不再适用。于是，我建议解散基金，我们在 1986 年正式解散基金……一个惨痛的经验。

我预测行情时，并不是采用单一的分析方法。我永远会结合技术分析、统计方法以及经济基本面等因素，评估任何投机头寸的风险。唯有这三项因素相互配合时，我才会市场中建立重要头寸。另外，根据我的经验，了解政府当局对于市场的既定或潜在干预态度，对投机的成败也有绝对的重要性。美国国会、总统、联邦准备理事会、外国政府以及外国中央银行，它们的货币政策与财政政策可能产生的影响，你也必须能够了解。你不仅需要了解政府政策的影响，你也需要掌握主管当局负责人的个性与心态，并预期他们可能采取的政策。接下来几章，我会探讨这方面的问题、第 II 部分则会深入解说。

自由的实现

1978 年一位真正杰出的交易员霍华德·夏皮罗邀我至国际证券公司工作，于是我度过了一段最令我满意的日子。最初，我是支领薪水，并全权管理一个 50 万美元的交易帐户。1979 年国际证券公司将我的职务变更为独立承包人，于是我成立了雨果证券公司，这是一家目前仍然存在的私人交易合伙公司。唯一的条件是：中际证券交易帐户的一切都是“50—50 平均分摊”，包括获利、亏损与费用。这个条件也适用我管理的其他所有帐户。表 p1 所列的绩效，涵盖期间为 1978 年至 1986 年。这是我交易国际证券帐户的毛利（尚未扣除费用）。我自己也有一个交易帐户，但金额相对较小，另外还有一个帐户，规模大约类似国际证券的帐户；所以，我实际的交易绩效大约两倍于表 P1 所列的数据。

国际证券的工作环境非常理想。我可以从事巨额交易，但除非发生亏损，否则完全不需动用自己的资金。由于营运上所具备的经济规模，这里提供的信息网路设备非常完美。我的上班时间完全自己决定，我可以掌握自己的交易获利，又可以完全根据自己方式生活。我已经找到我需要的自由。

我非常幸运能够与“华尔街”的一些顶尖交易员共事，包括：弗兰基·乔、夏皮罗以及其他。我们虽然各有不同的交易风格。但除了少数人外，我们大都赚进非常可观的财富。然而，我观察许多不同交易员时，开始了解这个行业中的许多不同层面：那些在工作中不能控制自己情绪的交易员，会付出严重的个人代价。我发现，某些在个别领域内的顶尖好手，基本上却非常不快乐，我希望知道何以如此。我想了解，如何在最广义的层面上获得成功。我获得的结论包含在第 II 部分中。

天下没有不散的宴席，1986 年 9 月份国际证券决定将公司股票上市，并解散交易部门。主要的理由是交易部门的获利，在季的基础上过于不稳定，公司方面担心，盈余不稳定可能对股价产生不良的影响。我认为这是一项错误的决定。根据我的了解，交易部门每年都有获利。我记得有一年，我们 10 个人便创造了 3000 万美元的收入。代表 10 个交易员便为公司带来约 1500 万美元的盈余。虽然如此，既然有了决定，便是我离开的时候。

我在 1986 年 10 月成立自己的办公室，并继续积极交易。在 1988 年 1 月，我决定成立一家基金管理公司：兰德管理公司，这便是我目前交易的场所。

第2章 鳄鱼原则：重点思考的必要性

一个人舍弃原则时……会产生两项主要的结果：就个人而言，无法规划未来；就社交而言，无法沟通①。

—艾思·兰德（Ayn Rand）

活生生的吞噬

我有一个交易法则称为“鳄鱼原则”。这源自于鳄鱼的吞噬方式：猎物愈试图挣扎，鳄鱼的收获便愈多。假定一只鳄鱼咬住你的脚；它咬着你的脚并等待你挣扎。如果你用手臂试图挣脱你的脚，则它的嘴巴一张一合，便同时咬住你的脚与手臂。你愈挣扎，便陷得愈深。

所以，万一鳄鱼咬住你的脚，务必记住：你唯一的机会便是牺牲一只脚。若以市场的言语表达，这项原则是：当你知道自己犯错时，立即了结出场，不可再找借口、期待、祷告或采取其他任何动作，赶紧离场。不可试图调整头寸、避险或其他无谓的措施；赶紧认赔出场！

犹如我学习的许多事物一样，这项原则也是来自于惨痛的经验、70年代中期，我在 INA insurance 上建立一个很小的选择权头寸。我买进 20 口 12 月份到期而履约价格为 25 美元的买权选择权，价格为 1.25（每口合 125 美元）。我买进之后不久，股价开始下跌，选择权的价格先是下跌 1/8（每口合约 12.5 美元），接着出现 1/4（每口合约 25 美元）的跌幅。根据我当时交易选择权的法则，当我损失 1/4 美分时便应认赔出场。然而，我当时不仅没有接受 500 美元的损失，反而以 3/8 的价格销售 60 口 12 月份到期而履约价格为 30 美元的买权选择权。这个时候，股价因为并购的谣言而开始上涨。我以 3/8 美元销售的 12 月份 30 美元买权选择权，其价格上涨至 1 5/8 美元，而 12 月份 25 美元买权选择权的价格则上涨至 2 1/2 美元，现在该怎么办？没问题，我仰仗着并购的谣言而以 1 1/8 美元的价格销售 25 口卖权选择权！接着，公司方面正式否认并购的谣言，卖权选择权的价格由 1 1/8 美元上涨至 1 3/8 美元！我每采取一步挽救措施，情况便进一步恶化。这只鳄鱼终于饱餐一顿——我把 500 美元的损失扩大为 6000 美元，这仅因为我没有遵守一项我明明知道正确的原则。

你知道吗？INA 当时算得上是一支冷门股；没什么交易量，价格也罕有表现。一旦价格出现明显变化时，应该很容易预测走势。我当时认为，如果承认自己在 INA 上犯了错误，相当于承认自己不认识英文字母。由于“谬误的自尊”②与虚荣，我一再地违背交易法则。

根据重点思考

让我以一个例子来说明重点思考的功能。1989 年 13 日星期五早晨，我认为市场已经随时可能出现拉回的整理走势。开盘前，我开始打电话给客户，告诉他们我的看法，重点如下：

我认为市场即将出现一波主要的修正行情。自从 3 月 23 日以来，市场便持续处于主升段中。历史上所有多头行情中，仅有 29% 的主升段走势，持续的时间比这波行情更久。另外，这段期间内，“道琼运输指数”已经上涨 52%。相形之下，在“道琼工业指数”92 的年历史中，包括多头与空头在内的 174 个上升走势，其中仅 8 次的涨幅超过 52%。垃圾债务市场已经几乎瓦解——完全没有买盘。此外，“道琼工业指数”在 10 月 9 日创高价以后，已经连续下跌四天，而 10 月 9 日的高点并没有受到“道琼运输指数”或行情宽度（breadth；译按：这是衡量市场上涨与下跌家数之间的关系，通常以“腾落指标” A / D 表示）的确认——这显然是空头信号。

“道琼工业指数”持续攀升，市场气氛十分乐观，主要是受到公司并购消息与绩优热门股走势的影响，但绝大部分个股都已经出现顶部，并处于中期跌势中。日本与德国已经调高利率（美国目前的通货膨胀率约为每年 5.5%，在近两个报告期间内，联邦准备体系内的“自由准备”都有降低的趋势。在目前情况下，我不认为“联邦准备银行”有放松银根的可能性。

所以，我目前正在买进指数的卖出选择权（Put），建立空头头寸；现在的规模还不算大，但如果出现价跌量增的盘势（大约 1.7 亿股），“道琼工业指数”跌破 2752 的水准（8 月份的高价），我会积极卖空。

中午过后不久，盘势开始下滑，但成交量并没有放大。我慢慢买进指数的卖出选择权，持续扩大我的空头头寸，料想大盘下周将继续向下探底。我非常留意成交量的变化。大约下午 2:45 的时候，消息传出“联合航空”并购案的资金通失败，成交量暴增，S&P500 指数期货开始一路挫跌，我也开始大量抢进卖出选择权。大约下午 3:00 过后不久，我的买单再也无

法成交——情况已经完全失控了。“道琼工业指数”收盘重挫 191 点。

周一早晨我预料开盘指数大约会下跌 50 点左右，如果情况真是如此，我已经拟定一张清单，列示我希望做多的个股与选择权。我持有的卖出选择权都设定在开盘价卖出，然后等待开盘。在开盘后两个小时内，市场笼罩在一片卖压下，指数跌幅超过 60 点。我的空头头寸完全获利了结，并建立股票与选择权的多头头寸。我当初建立空头头寸的佣金成本约为 73605 美元，毛利约为 831212 美元，所以净利为 757607 美元。接下来几周内，我继续持有多头头寸。最后又获得相当不错的利润。

我完全不知道“13 号星期五”的收盘指数会重挫 191 点——这是历史上的单日第二大跌幅；我也知道“联合航空”并购案会爆发融通失败的消息。如此重大的跌幅，确实是巧合，但我掌握这波跌势，与运气全然无关。我使用的每一项分析准则——包括前文中所未提及的多项理由——都显示大盘即将修正 所有的胜算都站在我这边。

后文将逐项解释我如何预测这类行情。然而，如果我必须将方法中的所有成分都以一句话表示，它将是：根据重点思考。

重点未必在于你知道多少，而是在于你知道内容的真实性与相关性。巴伦氏杂志，每周都有数十页印刷精美的摘要说明，叙述当周股票、债券、商品、选择权以及其他交易工具的行情。信息如此繁多，处理所有资料并了解它们代表的意义，实在超出人类心智的能力范围。

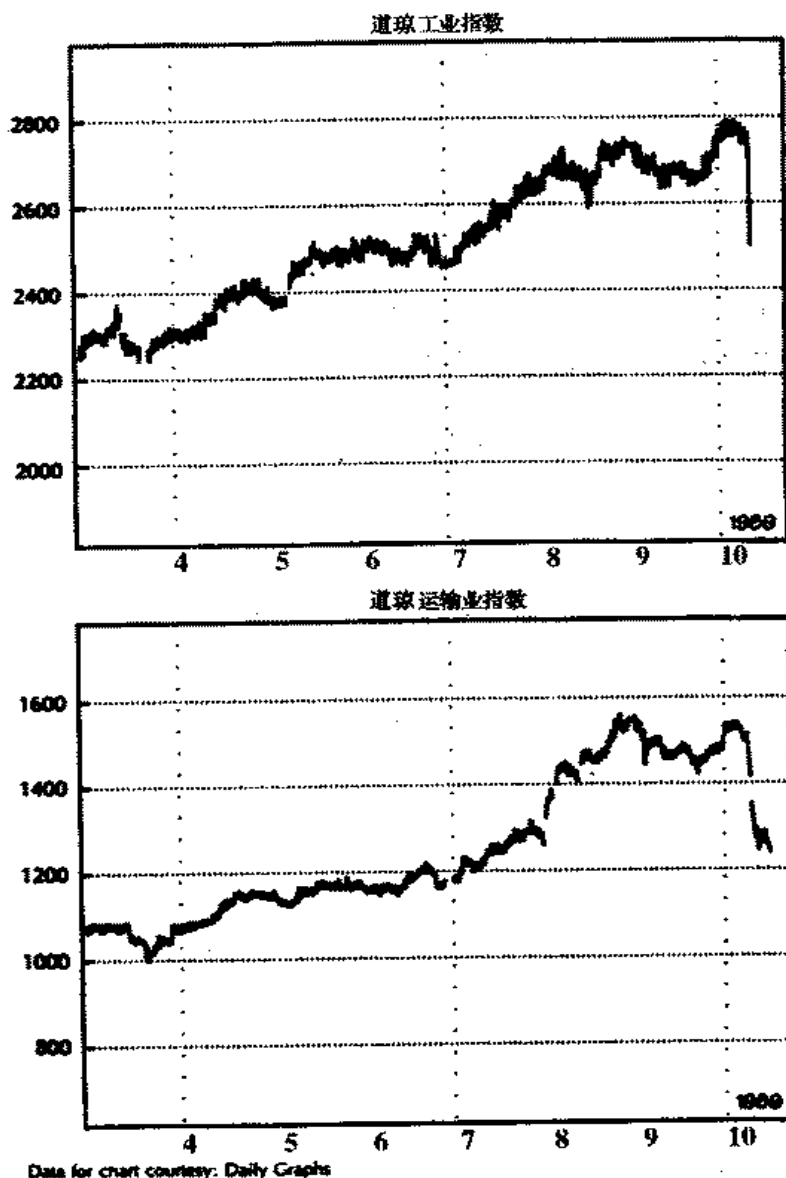


图 2.1

1989 年 10 月 13 日股票市场小型崩盘。由于“联合航空”的资金融通发
题，“道琼工业指数”在一天之内下跌 191 点，这是历史上的第二大单日跌幅。
天，“道琼运输指数”下跌 78 点。

简化资料的方法之一是专精于其中一、两项领域。另一种方法是运用电脑处理组织与筛选的工作。但是，不论如何简化

资料，处理信息的关键还是在于：如何从每天无数的资料中抽取根本重。

为了掌握这种能力。你必须以原则统辖信息，原则是界定金融市场性质的基本概念。一项原则上在无数特定事件与无数相关资料中，抽象化的一种普遍性概念。复杂的市场资料在原则的统辖下，将变得相对单纯而易于处理。

以一项简单的陈述为例：“成长需要仰赖储蓄。”，这是否是真理？这是否是一项原则？在普通常识的层面上，这显然是一项原则。购买一栋房子，你需要付头期款；若要付头期款，你便需要储蓄。另一方面，凯恩斯学派的经济理论主张，能以预算赤字的方式刺激经济景气；所以，储蓄实际上将妨碍成长，支出才是经济持续繁荣的关键所在。哪种看法才正确呢？这涉及什么原则呢？

我们暂时假定，成长确实需要仰赖储蓄，而且不仅适用于购买房屋的单一事件，也适用于经济活动中所有个人与团体——换言之，该陈述是一项原则。就金融市场的角度来说，这项原则告诉你什么？答案是“很多！”例如，它显示信用扩张的企业兼并活动不可能永远持续下去，尤其在股票市场的巅峰水准上。景气不佳的情况下（经济衰退或经济萧条），一家公司的负债若远大于现金准备与流动资产的总价值，它的生存条件便相当脆弱。这类公司的生存，完全仰赖未来的所得或额外的信用。经济衰退期间，信用高度扩张的公司，将遭到销售量减退与信用成本提高的双重打击。如果你考虑投资的风险与相对的报酬，你将会质疑这类公司的生存机会、未来的获利潜能乃至投资的潜在价值。

同理，这项原则也可以适用于整体经济。如果成长确实需要仰赖储蓄，国家整体生产者创造的财富，必须大于“整体消费，如此才可以将余额投资于未来产品与服务的生产。联邦政府持续采用预算赤字的政策，相当于以明天的生产融通今天的支出。这种情况下。仅有两个可能的结果：（1）美国未来的总产量呈现突破性的发展，政府得以染指原本属于储蓄的部分，并以此清偿债务，而且剩余的储蓄仍足以融通投资；（2）由于政府不断增加课税，或以通货膨胀的手段稀释生产者既有的财富，导致成长或成长率的减退。更重要者，如果政府试图继续采用预算赤字的政策，试图继续支出目前并不存在的财富，终必造成一场金融大灾难——严重的空头市场。

这个例子中，我们的重点并不在于你是否同意这个原则的正确与否。这个例子的主要目的在于说明，一项陈述、一点点知识，如何形成一系列的推理与结论。如果我们了解基本原则，原本看似非常复杂的现象，便可以整理为相对单纯的知识。

任何领域内，明智的决策都需要仰赖根本知识，使所有的观察事件都可以诉诸于这项统辖因果关系的根本概念。在金融市场中，基本知识代表的是价格走势与价格趋势的原则。它们代表市场的普遍性质，并界定各个不同市场的特质。

培养这种知识，需要持续将明确的事件转化为抽象的概念。并将抽象的原则套用在实际的事件上；根据今天事件的分析，预测长期的未来；以适用近期与过去历史的同一个概念，了解今天发生的事件。我称这种程序为“根据重点思考”，或“根据原则思考”。

认定你应该根据原则思考，是一回事。如何认定原则又是另一回事。阅读有关金融市场的书籍与杂志时，你会发现每个“专家”都有看法，这些看法却经常相互矛盾。这一部分是来自于定义的问题。以我们每天都可以听到的名词为例：多头市场、空头市场、趋势、经济衰退、经济萧条、经济复苏、通货膨胀、价值、价格、风险 / 报酬、相对强度、资产配置.... 金融圈内人士大多知道它们，但很少人可以明确地定义这些名词。然而，界定这些名词不仅是一种概念化的程序；更是了解市场的根本步骤，并认定统辖它们的原则。

在本书的其他篇幅中，我将提出，了解市场的基本知识，以及如何利用这些知识获利——一位成功市场玩家需要的“投机原则”。

第3章 一致性成功的事业经营哲学

如果你阅读历史上伟大交易者的传记，你会发现他们中许多都曾经至少破产过一次，有些甚至破产过两、三次。另外，我们又知道，大约仅5%的商品交易者能够赚钱。于是，你可能会觉得奇怪，“这究竟是怎么回事？”

人们市场中发生亏损，理由虽然很多，但有一项最严重、也最容易触犯的错误，那便是把过多的风险资本投入单一的头寸——孤注一掷。这项错误之所以产生，是因为人们在交易之前，并没有为自己设定一种经营事业的哲学。

身为一位交易者，我的目标始终是：在经济独立的情况下保有自由；所以，我的目标是：经年累月地稳定赚钱。我一向都把自己的交易生涯视为是一种事业经营，而一位谨慎的企业家首先便希望能够维持他的经常开销，然后再追求盈余的稳定成长。我从来不执着于大捞一票的机会，首要之务是保障资本，其次再追求一致性的报酬，然后以一部分获利进行较有风险的交易。结果，大捞一票的机会还是会出现，但我并不需要承担过度的风险——这一切并不是巧合。

让我们从经营事业的角度考虑，我的哲学基于三项原则，按重要性排列如下：保障资本、一致性的获利能力以及追求卓越的报酬。这三者是我的基本原则，因为它们是所有市场决策的最高指导原则。在我的投机策略中，每一项原则都有不同的份量，而且彼此之间有衔接的关系。换言之，资本保障将造就一致性的获利能力，后者又使我可以追求卓越的报酬。

保障资本

在我的事业经营哲学中，保障资本是最核心的原则。换言之，在任何潜在的市场活动中，风险是最重要的考虑因素。在我问“可以实现的潜在利润如何？”之前，我会先考虑“我所可能遭逢的潜在亏损如何？”就风险/报酬的角度思考，最大的可接受比率为1:3（这项比率将在本章与第11章分别说明）。如果市场的风险/报酬情况很差，我会持有现金，不论普遍看法如何。所以，我并不关心我的绩效是否可以“超越大盘指数或平均水准。”我追求的是绝对的报酬，而不是相对的报酬。

对我来说，钞票并不是绿色（译按：美钞的颜色），它是黑色或白色。黑色与白色对应着“真理与谬误”、“正确或错误”、“好或坏”。在伦理学的观点上，社会的教导是“并无所谓的黑与白，仅有灰色”：灰色——妥协与矛盾——代表缺乏绝对。然而，帐册上所有数据都是绝对数据：2+2必然是4，而2-6永远是-4。虽然如此，但在非常微妙的情况下，现代的投资人却被训练来接受基金管理圈子推销的灰色观念。如果大盘指数下跌20%，基金净值仅下跌10%，投资人应该觉得高兴——毕竟来说，他的绩效仍超过平均水准10%！

“我有没有赚钱？”这是投资者唯一的问题。为了确保这个问题有一个肯定的答案，你唯有在掌握明确的胜算时——换言之，保持最低的风险——你才可以投机或投资。例如。如果所有指标都显示，股票市场（或黄豆、原油……）的长期趋势已经接近顶部，至少中期的发展是如此，则你的投资组合为什么要100%站在多方呢？为了赚取较国库券殖利率多几个百分点的报酬，难道便值得冒损失50%的风险吗？



图 3.1 “价值线”的月线图。

如果投资者在1984年12月的低点买进，并持有至1987年8月份的高点，不计算股息的获利为67.9%。如果这位投资者持有至10月2日，获利仍有65.9%。然而，仅仅在两周后的10月19日收盘，所有利润将被一扫而空。

请参考图 3.1 的“价值线”。如果投资者在 1984 年 12 月的低点买进，并持有至 1987 年 8 月 25 日（我的指标在 8 月 25 日出现卖出信号），不算股息的获利为 67.9%。如果这位投资者持有至 10 月 2 日（卖出信号再度出现），获利仍有 65.9%。然而，如果他继续持有，10 月 19 日的时候，他将在 14 天之内损失两年十个月累积的所有利润——换言之，不计股息的报酬率将回归至 0%。很明显地，当时市场完全不具备合理的风险 / 报酬关系。你或许会说“后见之明永远是正确的”，但在 8 月至 10 月的期间，我几乎是两手空空——我的资金大多转至国库券——并在价格崩跌时卖空。你继续阅读本书时，将发现这为何不是运气。

另一种我认为风险过高而不适合参与的活动：在多头市场的末期，大量投资兼并股票与垃圾债券。某些人或许会告诉你，“不论股票市场的情况如何，市场中永远有理想的交易”。嗯，或许没错。然而，我已经有相当经验了解空头市场的真正景象。股票价格日复一日地下跌，似乎永无止境。许多先前被视为体质健全的企业，它们被迫清算流动资产以清偿债务，而体质较差或与信用高度扩张的企业则以倒闭收场。扩张信用的兼并便是如此，这股 1980 年代盛行的投机泡沫终必破裂，1989 年 10 月的“联合航空”便是一个典型的例子。

根据我的哲学，在市场顶部附近介入 LBO 的唯一合理方法是，在风险 / 报酬比率优于 1:10 的情况下，即早进场而少量做多买进选择权。然后，在股票价格到达兼并目标之前，获利了结——走人！

在分一方面，介入兼并股票最理想的时机，是在空头市场的底部或在多头市场的初期。这才是股票具有真实价值的时候。犹如罗伯特·雷亚所说，空头市场的最后阶段“是来自于健全股票的失望性卖压，不论价值如何，许多人急于求现至少一部分的股票”。市场玩家如果可以避免在多头市场的顶部附近投资——恐慌性的崩跌可以造成严重的伤害——并在空头市场中卖空，则这个时候便可以掌握这股失望性的卖压。在多头市场的顶部，你或许会错失最后 10%，甚至 20% 的获利（不过仍可以收取国库券的殖利率），但当股票具有可观的上档潜能，下档风险却非常有限时，你绝对有资金投资。根据我的看法，这种累积财富的方式便是：保障资本，掌握一致性的获利能力，并耐心等待正确的机会以攫取非凡的利润。

一致性的获利能力

当然，市场不会永远位于顶部或底部的附近。一般来说，在任何市场的多头行情顶部与空头行情底部之间，一位优秀的投机者或投资者应该可以掌握长期价格趋势（不论向上或向下）的 60% 至 80%。这段期间内，交易重点应该摆在低风险的一致性获利。

一致性的获利能力是属于保障资本的辅助原则。何谓辅助原则？辅助原则是一种概念，它直接来自于一个更根本的原则。就目前讨论的情况来说，一致性的获利能力是保障资本的辅助原则，因为资本不是一种静态的数量——它会增加（获利）或减少（损失）。如果资本要稳定增加，你必须要有--致性的获利能力；如果你要有--致性的获利能力，必须要保障你的获利，并尽可能降低损失。因此，你必须衡量每一项决策的风险与报酬的关系，根据已经累积的获利或亏损评估风险，如此才能增加一致性的胜算。

例如，假定你是以季为基础操作。在一季的开始，任何新头寸的规模都应该很小（相对于风险资本而言），因为当期还没有累积获利。另外，你应该预先设定承认自己错误的出场点，一旦行情触及这个价位，你便应该认赔出场。如果第一笔交易发生亏损，任何新头寸都应该根据损失而按比例缩小。依此方式交易，任何一季结束时，你都不会亏损所有的风险资本——你永远还有筹码。反之，如果你有获利，应该将一部分获利运用在新头寸上，并将其余获利存入银行；如此，你不但可以增加获利的潜能，又可以保障一部分的获利。

如果我是一位年轻的投机者，并拥有 5 万美元的资金交易商品期货，我最初的头寸不会超过总资本的 10%—5000 美元——并设定停损而将潜在的损失局限在 10% 至 20% 之间——500 美元至 1000 美元之间的损失。换言之，根据这项设计，我的亏损绝对不会超过总风险资本的 1% 至 2%。如果第一笔交易发生 1000 美元的损失，则次笔交易的头寸将减至 4000 美元，并将潜在损失设定在 400 美元至 800 美元之间。依此类推。

就另一方面来说，如果我第一笔交易获利 2000 美元，我将存入银行 1000 美元，并将下一个交易头寸增至 6000 美元，这将增加我的起始风险资本（5000 美元）达 20%，而实际风险资本也增加相同的金额。依此方式，即使我下一笔交易发生亏损，就整个期间来说还是有获利（译按：这是指一笔交易最多亏损 20% 而言）。如果我对于行情的判断有 50% 的正确机会，则这种交易策略将可以创造相当可观的收获。假设我顶多只接受 1:3 的风险 / 报酬比率，即使我每三笔交易仅有一次获利，我的收入仍然相当可观。换言之，如果你每一笔交易，可能的报酬至少是客观可衡量之潜在损大的三倍，长期下来，你便可以维持一致性的获利能力。

任何人进入金融市场，如果他预期将有一半以上的交易会获利，这项预期会被很粗鲁地惊醒。你不妨以棒球的角度思考

——最佳选手的打击率也只不过是 30% 至 40%，然而，优秀选手都知道，安打的效益总是大于三振的伤害。报酬总是大于风险。

持续评估风险与报酬之间的关系而永远掌握胜算，这项概念适用于所有趋势。例如，我从事 S&P500 指数期货的盘中交易时，我有兴趣的最小波段幅度，是我可以将潜在损失（通常在递单时便已经决定）局限在三档至五档之间（每档相当于每口合约 25 美元），而获利方向的最近压力或支撑则在 15 档至 20 档以上。我在中期趋势中寻找交易机会时，也会运用相同原则，仅是单位较大而已，例如：1 点至 3 点的风险与 3 点至 10 点以上的利润。

以 1989 年 10 月的情况为例，由于杠杆效果的缘故，我虽然以选择权建立空头头寸，但也考虑卖空 S&P 500 指数期货。基于前一章说明的理由，10 月 12 日星期四（请参考图 3.2），S&P 指数跌破 8 月 5 日的高点 359.85 时，我应该卖空。而我的目标价值至少是 346.50——前一波跌势的低点。如果行情回升至 364.5 以上——10 月 10 日的高价——市场便证明我的看法错误。所以，我的客观风险如何？它是 4.65 点，相当于每口合约 2325 美元。可能的报酬又如何？它是 13 点，相当于每口合约 6500 美元——风险 / 报酬比率为 1: 2.8。虽然不完全符合我的准则，但其他风险评估因素则可弥补少许的不足。

一旦价格向下穿越可能的报酬点时（点②），我会调降出场点以确保获利。我会留意随后的次要支撑（点③、⑤与⑥），观察市场的反应，并向下调整我的停损。有一项交易法则说“迅速认赔，但让你的获利头寸持续发展”。我对于这项法则的解释是，“任何既有的获利都不可再损失 50%”。就这个例子来说，一旦价格向下突破 346.85（点②），我会将停损设定在 347.10，价格继续向下跌破点⑥与点⑦时，我会把停损再在下调整。这笔交易最可能的结果是在 342.15 点⑦上方四档）停损出场，获利 17.7 点。相当于每口合约美元 8850。因为所有征兆都显示大盘将出现拉回的修正走势，我认为这是一笔低风险的交易；但我当时非常自信，所以我并没有进行这笔交易，而采用杠杆倍数更高的选择权。

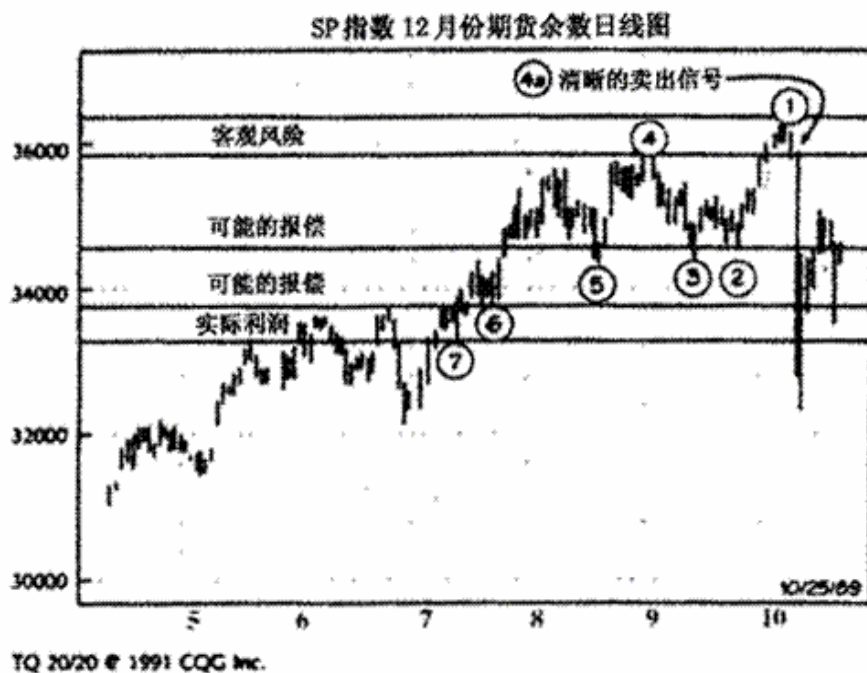


图 3.2 1989 年 10 月 13 日崩盘期间，交易 S & P500 期货。

重要的交易价位水准：

- ① 10 月 9 日的高点：364.50。
- ② 前一波跌势的低点：346.85；可能的报酬点。
- ③ 下跌时的可能支撑；回升时的压力。
- ④ 8 月 27 日的高点：359.85；等待突破的关卡价位。
- ⑤ 8 月 27 日以前形成的支撑；价格回升时，这是一个理想的停损点。
- ⑥ 另一个重要支撑。
- ⑦ 在 10 月 13 日至 16 日之间，这是可能的获利了结价位。价格向上突破此水准时，是设定停损的理想价位。

追求卓越的报酬

当我已经获利时，仍然运用相同的推理程序，但会进一步追求卓越的报酬。唯有当报酬与风险之间存在着合理关系时，我才会以更大的风险追求更高的资本报酬率。这并不意味我改变风险 / 报酬准则；我仅是增加头寸的规模。

1974 年的 7、8 月间便发生了一个典型的例子，当时我在操作“雷纳选择权公司”的帐户。我们的会计年度是于 6 月底结束，每一个会计年度开始，我的起始交易资本都是 25 万美元。在 7 月份，我已经赚进约 10.4 万美元的利润，所以当季报酬率已经超过 40%。当时，我非常强烈地看空行情，所以，决定下个月将以半数的获利建立空头头寸。在那个年代，“芝加哥期货交易所”并没有卖权选择权的交易，所以我的空头头寸是建立在所谓的“合成卖权选择权”之上。我投入 5 万美元的风险资金，分别卖空 3500 股“德州仪器”、“柯达”、“麦当劳”与 IBM，并各买进 35 口的买权选择权。所以，我实际承担风险的资金是买权选择权的成本；每 100 股卖空的股票完全由买权选择权避险——这便是一个“合成卖出选择权。”

当“道琼工业指数”跌破 7 月份的低点 750 时，我建立上述头寸，行情也正如我预期地下跌。接着，8 月 8 日尼克松宣布辞职。股价开始加速崩跌。8 月结束时，交易帐户的当月获利超过 26.9 万美元，一个月的获利便超过这个会计年度的起始资本。这便是我所谓的“积极地承担风险”：胜算站在我这边，我投入更多的资金。即使我的判断完全错误，我也仅不过损失先前的半数获利，我还有许多资金可以从事低风险的交易。

结论

保障资本、一致性的获利能力以及追求卓越的报酬，这是三项单纯的原则，如果你确实了解其中的精髓，则它们将指导你在市场中获利。然而，如果要实际地运用这些观念，你还需要更多的知识。最佳的起点是了解市场价格走势的性质。一个人若希望真正了解市场的行为，他需要拥有一套不可或缺的知识：“道氏理论”(Dow Theory)。

第4章 在混沌的市场中寻找秩序：道氏理论简介

科学领域内有一项新理论——混沌理论——它主张某些类型的自然活动具有混沌而不可预测的性质，仅能以或然率界定。举例，医生可以利用高度敏感的仪器监视与绘制心脏的跳动，但在某种情况下，心脏会进入随机的心脏纤维颤动期（随机而混沌的跳动可能导致生命危险），在这个期间，心跳无法以数学模型预测。这种混沌的现象可能危及生命，但研究者又发现，正常人在注意力集中的时候，脑波也会呈现混沌的现象，而在癫痫病发作或吸食毒品的“高潮期”，脑波的行为则有规律而可以预测。

许多科学家认为，气象预测是混沌理论适用的另一个领域。气象的不可预测性是来自于所谓的“起始条件的敏感性”。数学模型不完全适用于气象预测，因为被模拟与实际的情况之间一旦有些微的差异，因果关系便会产生一连串的复杂反应，使得模型的预测结果完全不同于自然界的实际现象。混沌理论认为，气象学家顶多仅可以在或然率的范围内预测气象。

如果混沌理论看起来像是一套消极的理论，仅是因为我没有谈论它的正面功能。研究混沌行为发生的原因，科学家认为他们可以阻止其中某些行为发生，或归纳其中的另一些行为。这套理论的潜在应用领域极广，例如：医学生物化学、精神科学、气象学、电脑……所以，虽然承认自然界的某些事件并不遵循完美的数学秩序，也无法精确地加以预测，但混沌理论认为，它们仍然可以被了解，某些情况下，甚至可以被预测与控制。

金融市场的情况也是如此。人类并不是数学可以控制的机械；他们是具有选择能力的生物。而且，人类便是市场。每一天都会出现数以百万计的市场决策，每一项决策都会影响价格。一组如此复杂的成分，其中还包括自由意志，若试图以数学模型预测，是非常可笑的想法。你永远无法以绝对的必然性来预测市场构成分子对于某些事件的总体反应，也无法预测市场将产生什么新状况。但是，混沌中也有秩序，寻找其中的秩序便是投机者的工作。

市场预测是属于或然率的领域，判断错误的风险永远存在。你顶多仅能够将风险降至最低，并将知识提升至最高——了解可能导致未来事件的最初状况。依此方式，你可能掌握有利的胜算，并使市场决策的正确机会多于错误。取得这项知识的第一步骤，是寻找一种方法监视市场行为的脉动。

经过适当的了解之后，“道氏理论”就像是外科医生使用的高敏感心脏监视仪或预测气象的气压计；它可以在或然率的范围内，协助我们预测未来事件。它不会告诉你，变动发生的原因，但可以显示变动产生前的征兆。在无法告诉你未来势必将如何发展，但可以提供未来较可能的发展概况、犹如威廉姆·皮特·汉密尔顿所说，“道氏理论是一种根据普通常识推论的方法，由市场指数每天的价格波动记录，预测未来的市场走势。”

好观念经常被误解

我们一般所称的“道氏理论”，是查尔斯·道（道氏）、威廉姆·皮特·汉密尔顿与罗伯特·雷亚（雷亚）等三人共同的研究结果。道氏是“道琼公司”的创办人，也是“华尔街日报”的创办人之一，在1902年过世以前担任该报编辑，他首先提出股票指数的观念，于是“道琼工业指数”在1895年诞生。1897年他又提出铁路股指数，因为他认为这两项指数可以代表两大经济部门的生产与分配。

道氏希望以这两项指数做为经济活动的指标，他本人并未利用它们预测股票价格的走势。1902年过世以前，他虽然仅有五年的资料可供研究，但他的观察在范围与精确性上都有相当的成就。

道氏本人并未将他的观点组织为正式的经济预测理论，但他的朋友A. J. 尼尔森和试图这么做，并于1902年出版《股票投机入门》一书。尼尔森将道氏的观点正式称为“道氏理论”。

威廉姆·皮特·汉密尔顿在道氏的指导下研究，他是当时“道氏理论”最佳的代言人。道氏过世后，汉密尔顿在1903年替道氏担任《华尔街日报》的编辑工作，直至他于1923年过世为止，他继续阐扬与改进道氏的观念。这些内容主要是发表在《华尔街日报》另外，他也于1922年出版《股票晴雨表》一书，并使“道氏理论”具备较详细的内容与正式的结构。

雷亚是汉密尔顿与道氏的崇拜者，他由1922年开始直至1939年过世为止，在病榻上勉强工作，利用两人的理论预测股票市场的价格，并有相当不错的收获。通过周详的研究，雷亚使“指氏理论”具备较严谨的原则与方法论。并公布第一组“道琼工业指数”与“道琼铁路指数”的每日收盘价图形，其中还附成交量。

雷亚对于“道氏理论”的贡献极多。他纳入成交量的观念，使价格预测又增加一项根据。另外，他也提出相对强度的概念。虽然他并未采用这项名称；我们稍后将于第8章讨论此概念。《道氏理论》一书是由巴伦氏杂志于1932年发行，目前

已经绝版，雷亚在此书摘取威廉姆·皮特·汉密尔顿的研究成果，并提出许多有助于了解“道氏理论”的参考资料。稍后，在《道氏理论在商务与银行业的应用》一书中，雷亚显示“道氏理论”可以稳定而精确地预测未来的经济活动。

雷亚在所有相关著述中都强调，“道氏理论”在设计上是一种提升投机者或投资者知识的配备或工具，并不是可以脱离经济基本条件与市场现况的一种全方位的严格技术理论。根据定义，“道氏理论”是一种技术理论；换言之，它是根据价格模式的研究，推测未来价格行为的一种方法。就这个角度来说，它是现代技术分析的鼻祖。

雷亚过世后，“道氏理论”落入一些无能之辈的手中。人们不再能够掌握这项理论的精髓，并做不适当的解释与误用，以至于它被视为是一套过时的理论，不再适用于现代市场。这是完全不正确的看法。我曾经做过研究，将“道氏理论”运用在 1896 年至 1985 年的“工业指数”与“铁路指数”（现在的“运输指数”），我发现“道氏理论”可以精确地掌握 74.5% 的经济扩张价格走势与 62% 的经济衰退价格跌势，这是分别由确认日至行情顶部或底部而言。

另外，根据我的研究显示，除了两次世界大战期间外，股票市场可以精确地预测经济趋势的变化。领先时间的平均数（译按：在本书中，作者都采用（中位数），但他实际的意思却是指“平均数”而言，所以往后一律译为“平均数”）为 6 个月；并可以预测经济循环的峰位与谷底，领先时间的平均数为一个月。1949 年至 1985 年间，根据严格解释的“道氏理论”来买、卖“工业指数”与“运输指数”，理论上每年的平均报酬率（未经复利）为 20.1%。就这方面来说，我还必须补充一点，投资者若运用“道氏理论”，他将于 1987 年的崩盘期间卖空（我便是如此）。没有任何其他预测方法可以宣称，它具备这种长期的一致性预测能力。所以，每一位态度严肃的投机者或投资者，都应该深入研究“道氏理论”。

道氏理论的“假设”

在《道氏理论》一书中，雷亚列举“道氏理论”中他所谓的“假设”与“定理”。事实上，它们应该分别被称为原则与定义，因为“道氏理论”并不是类似如数学或物理学等严格的科学系统。撇开这方面问题不谈，因为人们对于“道氏理论”的解释并不正确，所以我将直接引用最初资料来源。以下我将引用雷亚本人的文字以及他的说明秩序。大体上，雷亚的观念仍然适用于目前，但我在引用文字之后会做一些必要的澄清与修正。

根据雷亚的看法，“道氏理论”奠基于三项基本假设上，它们必须被“毫无保留地”接受。

假设 1：

人为操纵：指数每天的波动可能受到人为操纵，次级折返走势也可能受到这方面有限的影响，但主要趋势绝对不会受到人为的操纵。

这项假设的立论根据是，股票市场非常庞大而复杂，任何个人或团体都无法长期影响整体股票市场的价格。这是“道氏理论”的重要根据，因为整体股票市场的价格，如果可能经由个人意愿改变，观察市场指数便没有任何意义了，除非你想了解操纵者的意图。我们探讨“假设 2”时，可进一步理解“假设 1”的重要性。

道氏、汉密尔顿与雷亚都认为，当时人们都过于高估人为操纵（包括个人与集体的操纵）的严重程度。他们都认为，人为操纵的指控，主要是人们投机失败时，用来推卸自身责任的一种借口。

我相信，今天的情况也是如此。就严格管制的现代市场来说，个人对于市场的操纵基本上是一种不可能的行为，甚至于短期间的操纵也不可能。然而，电脑程式交易则是一种重要的人为操纵形式，我们将在第 6 章讨论这方面的问题。就基本而长期的角度来说，主要趋势仍然无法被操纵，但趋势的性质可能被改变，我们发现自从 1987 年 10 月份崩盘以来便有这种现象。机构法人的交易动辄数十亿美金，这会加速主要趋势的进行。

假设 2：

市场指数会反映每一条信息：每一位对于金融事务有所了解的人，他所有的希望、失望与知识，都会反映在“道琼铁路指数”与“道琼工业指数”每天的收盘价波动中；基于这个缘故，市场指数永远会适当地预期未来事件的影响（上帝的旨意除外）。如果发生火灾或地震等自然灾害，市场指数也会迅速加以评估。

（附注：雷亚在括弧中的说明，应该改为“上帝的旨意与政府的行动除外，尤其是联邦准备理事会的行动”。）

道氏本人也提及相同的基本看法：

市场价格不会像汽球一样在风中到处飘荡。就整体价格而言，它代表一种严肃而经过周详考虑的行为结果：眼光深远而消息灵通的人士，会根据已知的事件或预期不久将发生的事件，调整价格。

（就目前的情况来说。这项假定需要稍加修正。不仅适用于“道琼工业指数”与“道琼运输指数”，任何主要的市场指数都适用这项假设，包括债券、外汇、商品与选择权在内。）

有关市场指数所具备预先反映或经济预测的功能，并没有什么神秘之处。投资者（长期持有证券与其他交易工具的人们）

会利用股票市场与其他交易场所，将资本分配至他们认为最有利的个别股票、商品以及其他金融交易工具。他们会根据过去绩效、未来展望、个人偏好以及未来的预期等因素来做评估，然后配置他们的经济资源。结果，最能够预测未来消费者（这是指最广义的消费者而言，包括资本、批发与零售市场的消费者）需要情况的投资者与企业，他们将可以生存，并获得最多的利润。正确的投资将获得报酬，错误的投资将蒙受损失。

通过金融市场，投机者与投资者的行为结果，通常会扩张有利的活动，局限不利的活动。他们的行为无法改变过去的事实，也无法解决既有资金转换性有限的问题，但他们通常确实可以防止劣币驱逐良币的现象。市场指数的变动仅是反映这种程序。

一般市场参与者如果不能正确预期未来的经济活动，财富将持续减少，也无所谓的长期多头市场。然而，事实上，一般的股票交易者可以适当地预测未来的经济活动，并使股票价格的走势循环，领先经济循环的变动。两者在时间上的落差，来自于股票市场具有流动性、经济的调整则不具备这种流动性，因为资金与存货的转换性较为有限。

雷亚说“市场指数永远会适当地预期未来事件的影响（上帝的旨意除外）”时，他真的是这个意思。但是，这句陈述隐含另一层面的意思，“适当地”反映涵盖各种分歧的看法；换言之，它包括人们认为目前事件对于未来经济活动之影响的各种不同意见。市场指数同时代表乐观主义者、悲观主义者以及“务实主义者”——包括一系列个人与机构的特殊看法，绝对不是任何单一个人可以复制的见解。

雷亚的陈述并不意味着市场参与者对于未来事件的解释大体上必然正确；但该陈述确实代表，市场指数必然反映市场参与者的主要看法。对于态度严肃的市场观察者来说，市场指数将显示长期趋势的方向与力道，市场何时处于超买或超卖的情况，市场普遍的看法何时产生变化，市场何时的风险过高而不适合于积极参与。

我在注中在雷亚的假设加上“政府的行动除外”，因为政府的立法程序、货币与财政政策以及贸易政策，都会对经济发展造成长远的影响，所以——就如同自然灾害一样——它们会对股票价格产生立即而明显的冲击。另外，政府的决策者也是人类，所以市场参与者也不可能永远正确地预测他们的行为。我们可以提出一个典型的例子，1984年7月24日“联邦准备理事会”主席保罗·沃尔克宣布，联储采用的紧缩性货币政策并不“恰当”。在预期银根将转松的情况下，股票市场当天的指数成为低点，并展开一波新的多头行情。

假设 3:

这项理论并非不会错误：“道氏理论”并不是一种万无一失而可以击败市场的系统。成功利用它协助投机行为，信要深入的研究，并客观地综合判断。绝对不可以让一厢情愿的想法主导思考。

股票市场由人类组成，人类都会犯错。几乎在每一笔股票交易中，如果某一方正确，另一方便错误。虽然市场指数是代表一种净结果，或市场参与者对于未来判断的“集体智慧”；但历史告诉我们，以百万计的人们也像个人一样会犯错，股票市场当然也不例外。然而，市场有一项特性，它允许参与者迅速修正他们的错误。任何分析方法若认为市场不会犯错，显然是最根本的错误。

“效率市场理论”便是一个典型的例子。它的主要论点是，电脑普遍化后，信息的传播非常迅速而有效，所以任何方法都无法击败市场。它仅是将“道氏理论”的一项主张做无限的延伸——“市场指数会反映每一条信息”。这实在是无稽之谈。“效率市场理论”认为，每个人会同时取得每一条重要的信息。这是相当荒谬的假设，因为每个人对于“重要”的定义未必相同。即使每个人确实可以同时取得每一项重要信息，但每个人还是会根据自身的环境与偏好反应。如果每个人掌握的信息都相同。而且反应也相同，则市场根本就无法存在。务必记住，市场的存在是为了促进交易，交易之所以会产生，是因为参与者对于价值的偏好与判断不相同。

市场指数具有预测能力，是因为它在统计上代表一种市场的共识，这项共识是以钞票表达。终究来说，价格取决于人们的判断与偏好。如果你问场内交易员，今天的价格为何上涨，很多人可能会半开玩笑的答道，“因为买进多于卖出”。这个回答的真正意思是，“我不知道为什么，但场内资金所代表的市场主要看法认为，价格应该上涨”。

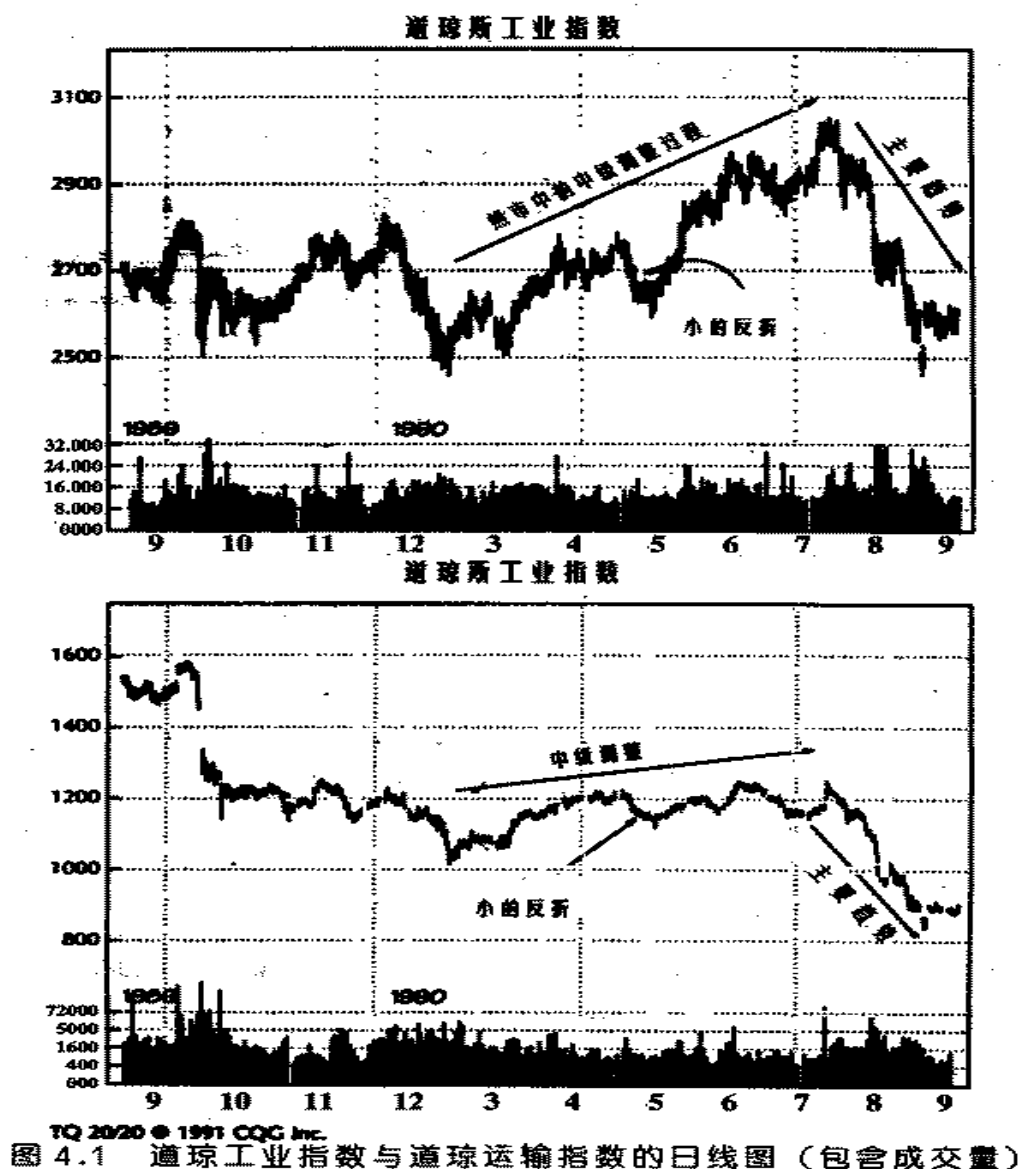
投机者的基本工作是辨识主要的影响因素，它们会驱动或改变市场参与者的主要看法，而市场指数是这方面的最理想工具，因为它会反映大众对于金融事件的看法。所谓的金融事件，涵盖面极广，包括政治与经济的发展、科技的创新、服饰的流行趋势乃至某家公司的盈馀展望。由于上述程序仅能在历史范畴内进行，所以你顶多可以辨识过去的重要因素，并以此预测未来。某些因素在整个历史上始终有效；一般来说，基本因素牵引的看法，变动相当缓慢。经过适当的研究后，你可以抽取这些基本的因素，并根据它们精确地预测未来。

根据汉密尔顿的说法，市场指数是经济预测的气压器。在气象预测中，气压器是衡量空气压力的一种仪器。因为空气压力的变化会先于气象的变化，所以气压器是预测气象的一种重要工具。然而，气压器本身无法提供任何有关降雨量的资料，气压与温度之间也没有高度的相关性。同理，市场指数虽然是经济预测的根本工具。但我们还需要许多辅助信息才可以解开

谜底。

道氏理论的“定理”

提出“道氏理论”的假设后，雷亚继续由道氏与汉密尔顿的著述中，整理出他所谓的“定理”。这些定理出版于 1932 年，基本上仍然适用于今天。但是，我们不能以表面的意思解释它们。为了确实了解这些定理的意义，我建议你准备一套“道琼斯工业指数”与“道琼运输指数”完整的走势图，包括成交量在内，并配合汉密尔顿与雷亚的相关评论，这些评论可以在《华尔街日报》或巴伦杂志的历史档案中找到。不幸地，这是你必须自行完成的工作。一旦了解汉密尔顿与雷亚的思想精髓之后，你可以很容易地将这套理论运用于目前的市场，但你还需要知道其中的部分修正，我会在下列讨论中说明。（相关讨论，请参考图 4.1。）



定理 1:

道氏有三种走势：市场指数有三种走势，三者都可以同时出现。第一种走势最重要，它是主要趋势：整体向上或向下的走势而称为多头或空头市场，期间可能长达数年。第二种走势最难以捉摸，它是次级的折返走势：它是主要多头市场中的重要下跌走势，或是主要空头市场中的反弹。修正走势通常会持续三个星期至数月。第三种走势通常较不重要，它是每天波动的走势。

雷亚的用词大体相当精确，道氏的三种走势不仅适用于股票市场的指数，也适用所有市场。雷亚第一项定理可以重新整理如下：

股票指数与任何市场都有三种趋势：短期趋势，持续数天至数个星期；中期趋势，持续数个星期至数月；长期趋势，持续数月甚至数年。任何市场中，这三种趋势必然同时存在，彼此的方向可能相反。

长期趋势最为重要，也最容易被辨认、归类与了解。它是投资者主要的考量，对于投机者较为次要。中期与短期趋势都是附属于长期趋势之中，唯有明白它们在长期趋势中的位置，才可以充分了解它们，并从中获利。

中期趋势对于投资者较为次要，但却是投机者的主要考虑因素。它与长期趋势的方向可能相同，也可能相反。如果中期趋势严重背离长期趋势，则被视为是次级的折返走势或修正次级折返走势必须谨慎评估，不可将其误认为是长期趋势的改变。

短期趋势最难预测，唯有交易者才会随时考虑它。投机者与投资者仅有在少数情况下，才会关心短期趋势：在短期趋势中寻找适当的买进或卖出时机，以追求最大的获利，或尽可能减少损失。

将价格走势归类为三种趋势，并不是一种学术上的游戏。一位投资者如果了解这三种趋势而专注于长期趋势，也可以运用逆向的中期与短期趋势提升获利。运用的方式有许多种。第一，如果长期趋势是向上，他可在次级的折返走势中卖空股票，并在修正走势的转折点附近，以空头头寸的获利追加多头头寸的规模。第二，上述操作中，他也可以购买卖权选择权或销售买权选择权。第三，由于他知道这只是次级的折返走势，而不是长期趋势的改变，所以他可以在有信心的情况下，度过这段修正走势。最后，他也可以利用短期趋势决定买、卖的价位，提高投资的获利能力。

上述策略也适用于投机者，但他不会在次级的折返走势中持有反向头寸；他的操作目标是顺着中期趋势的方向建立头寸。投机者可以利用短期趋势的发展，观察中期趋势的变化征兆。他的心态虽然不同于投资者，但辨识趋势变化的基本原则相当类似。

自从 80 年代初期以来，由于信息科技的进步以及电脑程式交易的影响，市场中期趋势的波动程度已经明显加大。1987 年以来，一天内发生 50 点左右的波动已经是寻常可见的行情。基于这个缘故，我认为长期投资的“买进——持有”策略可能有必要调整。对我来说，在修正走势中持有多头头寸，并看着多年来的获利逐渐消失，似乎是一种无谓的浪费与折磨。当然，大多数的情况下，经过数月或数年以后，这些获利还是会再度出现。然而，如果你专注于中期趋势，这些损失大体上都是可以避免的。因此，我认为，对于金融市场的参与者而言，以中期趋势做为准则应该是较明智的选择。

然而，如果希望精确掌握中期趋势，你必须了解它与长期（主要）趋势之间的关系。

定理 2：

主要走势：主要走势代表整体的基本趋势，通常称为多头或空头市场，持续时间可能在一年以内，乃至于数年之久。正确判断主要走势的方向，是投机行为成功与否的重要因素。没有任何已知的方法可以预测主要走势的持续期限。

了解长期趋势（主要趋势）是成功投机或投资的最起码条件。一位投机者如果对长期趋势有信心，只要在进场时机上有适当的判断，便可以赚取相当不错的获利。有关主要趋势的幅度大小与期限长度，虽然没有明确的预测方法，但可以利用历史上的价格走势资料，以统计方法归纳主要趋势与次级的折返走势。

雷亚将道琼指数历史上的所有价格走势，根据类型、幅度大小与期间长短分别归类，他当时仅有 30 年的资料可供运用。非常令人惊讶地，他当时归类的结果与目前 92 年的资料，两者之间几乎没有什么差异。例如，次级折返走势的幅度与期间，不论就多头与空头市场的资料分别或综合归类。目前正态分布的情况几乎与雷亚当时的资料完全相同；唯一的差别仅在于资料点的多寡。

这个现象确实值得注意，因为它告诉我们，虽然近半世纪以来的科技与知识有了突破性的发展，但驱动市场价格走势的心理性因素基本上仍相同。这对专业投机者具有重大的意义：目前面临的价格走势、幅度与期间都非常可能落在历史对应资料平均数的有限范围内。如果某个价格走势超出对应的平均数水准，介入该走势的统计风险便与日俱增。若经过适当地权衡与运用，这项评估风险的知识，可以显著提高未来价格预测在统计上的精确性。

定理 3：

主要的空头市场：主要的空头市场是长期向下的走势，其间夹杂着重要的反弹。它来自于各种不利的经济因素，唯有股票价格充分反映可能出现的最糟情况后，这种走势才会结束。空头市场会历经三个主要的阶段：第一阶段，市场参与者不再期待股票可以维持过度膨胀的价格；第二阶段的卖压是反映经济状貌与企业盈余的衰退；第三阶段是来自于健全股票的失望性卖压。不论价值如何，许多人急于求现至少一部分的股票。

这个定理有几个层面需要理清“重要的反弹”（次级的修正走势）是空头市场的特色，但不论是“工业指数”或“运输指数”，都绝对不会穿越多头市场的顶部，两项指数也不会同时穿越前一个中期走势的高点。“不利的经济因素”是指（几乎毫无例外）政府行为的结果：干预性的立法、非常严苛的税务与贸易政策、不负责任的货币或（与）财政政策以及重要战争。

个人也曾经根据“道氏理论”将 1896 年至目前的市场指数加以归类，在此列举空头市场的某些特质：

1. 由前一个多头市场的高点起算，空头市场跌幅的平均数为 29.4%，其中 75% 的跌幅介于 20.4% 至 47.1% 之间。

2. 空头市场持续期限的平均数是 1.1 年，其中 75% 的期间介于 0.8 年至 2.8 年之间。

3. 空头市场开始时，随后通常会以偏低的成交量“试探”前一个多头市场的高点，接着出现大量急跌的走势。所谓“试探”是指价格接近而绝对不会穿越前一个高点。“试探”期限，成交量偏低显示信心减退，很容易演变为“不再期待股票可以维持过度膨胀的价格”。(参考图 4.2)。

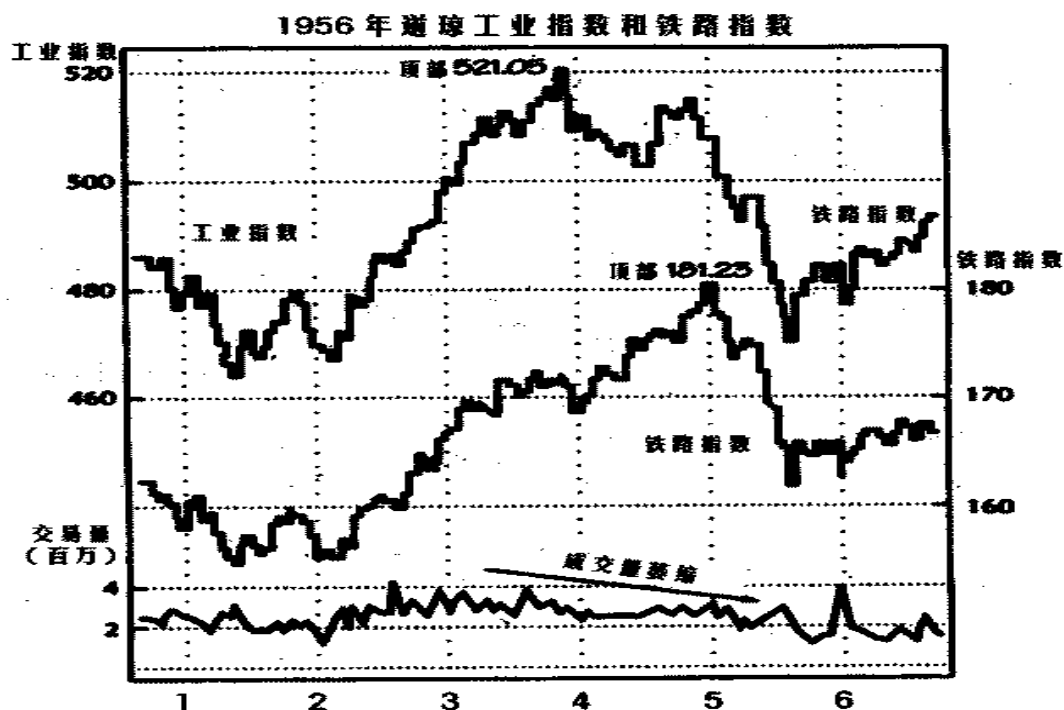


图 4.2 道琼工业与铁路指数

1956 年空头市场的起点。这是空头市场开始的典型例子。高点成交量偏低，显示“不再期待股票可以维持过度膨胀的价格”。

4. 经过一段相当程度的下跌之后，突然会出现急速上涨的次级折返走势，接着便形成狭幅盘整而成交量缩小的走势，但最后仍将下滑至新的低点(参考图 4.3)。

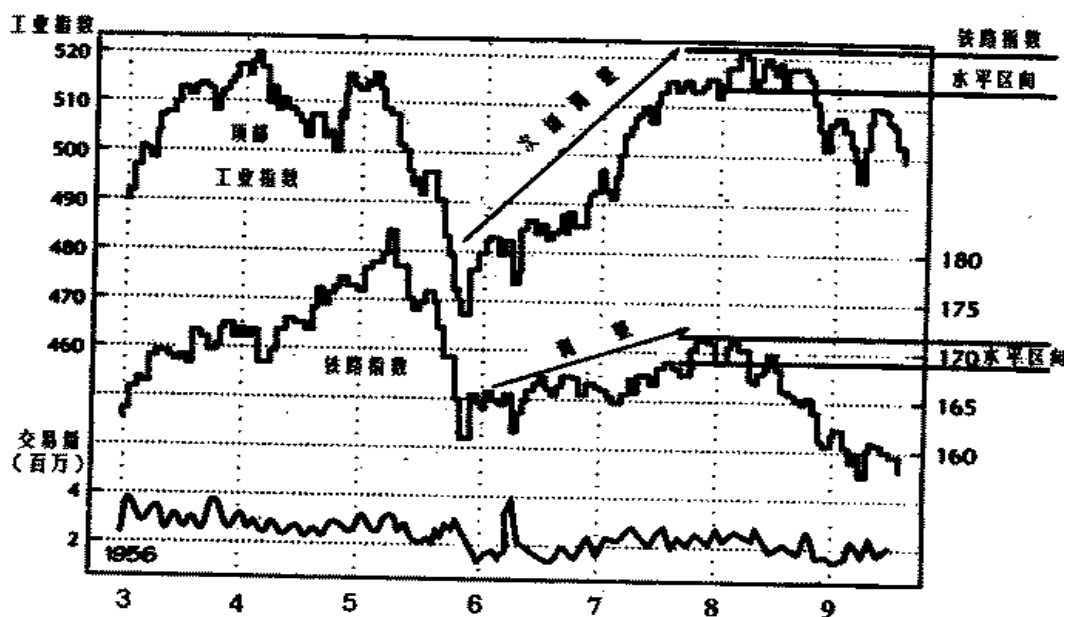


图 4.3 道琼工业(上侧)与铁路指数(下侧)

1956 年空头市场的第一波次级修正走势。在空头市场中，次级折返走势通常会突然急速上涨，接着便形成狭幅盘整而成交量缩小的走势，最后仍将下滑至新的低点。

5、空头市场的确认日，是指两种市场指数都向下突破多头市场最近一个修正低点的日期。两种指数突破的时间可能有落差，并不是不正常的现象（参考图 4. 4）。

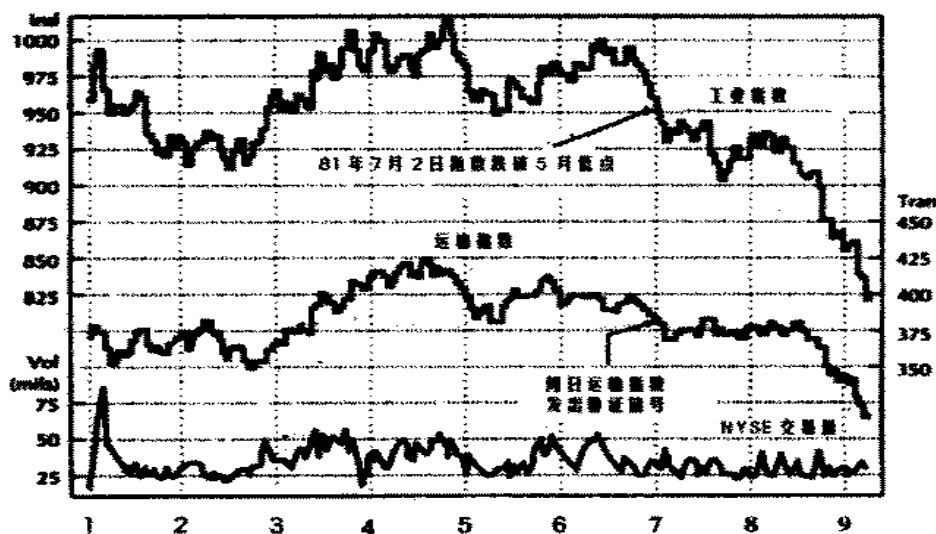


图 4.4 1981 年的道琼工业指数和运输指数

1981 年的道琼工业与运输指数——空头市场的确认。为了确认空头市场的走势，两种市场指数都必须向下突破前一个中期趋势的重要低点。就这个例子来说，“道琼工业指数”在 7 月 2 日向下突破 5 月份的低点。“运输指数”在同一天确认。不可将确认日与卖出信号相互混淆，前者是 7 月 2 日。

6. 空头市场的中期反弹，通常都呈现颠倒的“V 一形”，其中低价的成交量偏高，而高价成交量偏低（参考图 4. 5）。

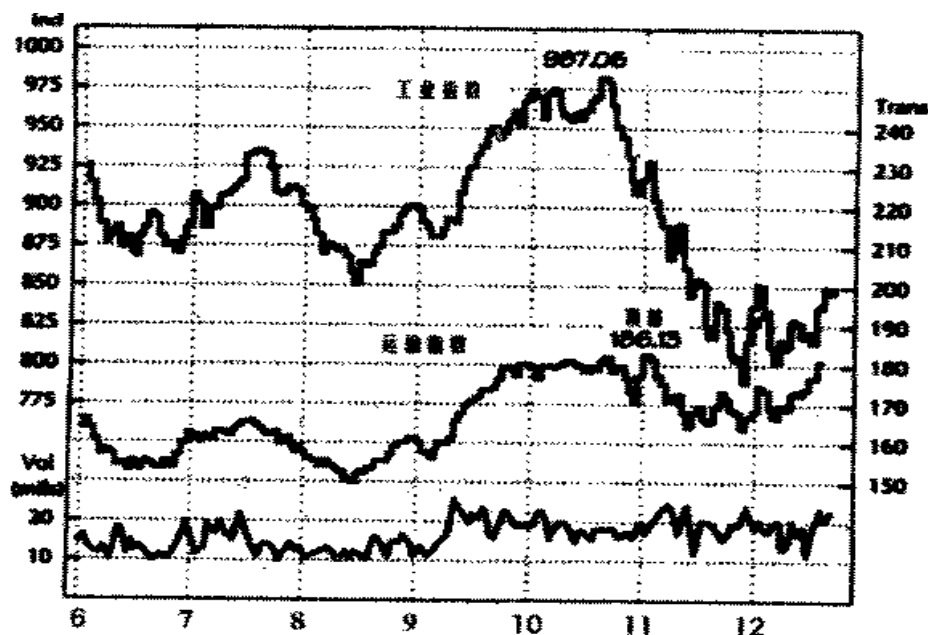


图 4.5 1973 年道琼工业指数和运输指数

1973 年的道琼工业与运输指数——空头市场次级修正走势的典型“V 一形”模式。空头市场修正走势起始于 8 月份，并于 11 月份出现顶部，形成空头市场修正走势的典型颠倒“V 一形”模式。请留意，高点（工业指数为 987.06，运输指数为 186.13）的成交量相对偏低，而低点的成交量相对偏高。

有关空头市场的情况，雷亚的另一项观察非常值得重视：空头行情末期，市场对于进一步的利空消息与悲观论调已经产生了免疫力。然而，在严重挫跌之后，股价也似乎丧失了反弹的能力，种种征兆都显示，市场已经达到均衡的状态，投机活

动不活跃，卖出行为也不会再压低股价，但买盘的力道显然不足以推升价格——。市场笼罩在悲观的气氛中，股息被取消，一些大型企业通常会出现财务困难。基于上述原因，股价会呈现狭幅盘整的走势。一旦这种狭幅走势明确向上突破市场指数将出现一波比一波高的上升走势，其中夹杂的跌势都未跌破前一波跌势的低点。这个时候……明确显示应该建立多头的投机性头寸。(参考图 4. 6)。

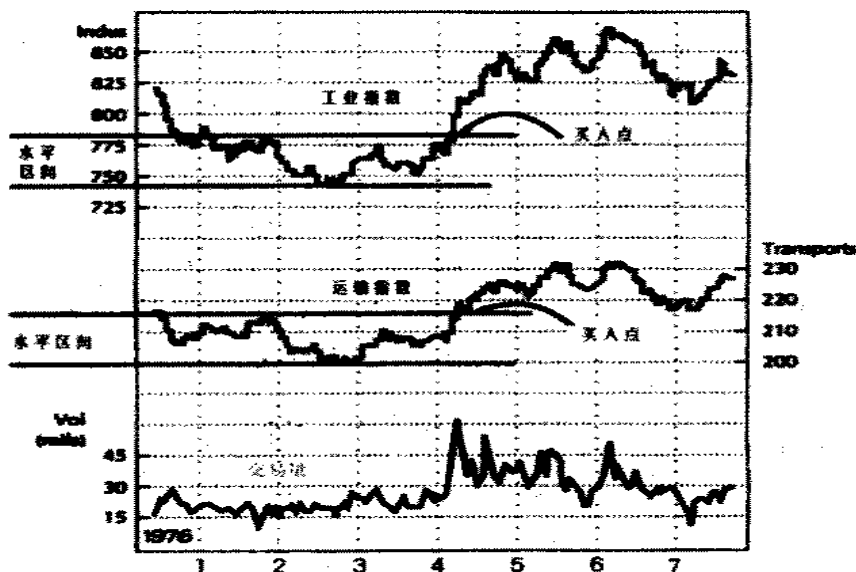


图 4.6 1976 年道琼工业指数和运输指数

道琼工业与运输指数——1976 年~1978 年空头市场末期的狭幅盘整走势。走势明确向上突破盘整区间时，通常是做多的理想时机。请留意，走势向上突破盘整区间时，同时代表空头市场次级修正走势的结束，以及多头市场的开始。

这项观察也适用于商品市场；当然，不包括其中有关股息的陈述。

定理 4:

主要的多头市场：主要的多头市场是一种整体性的上涨走势，其中夹杂次级的折返走势，平均的持续期间长于两年。在此巧间，由于经济情况好转与投机活动转盛，所以投资性与投机性的需求增加，并因此相高股票价格。多头市场有三个阶段：第一阶段，人们对于未来的景气恢复信心；第二阶段，股票对于以知的公司盈余改善产生反应；第三阶段，投机热潮转炽而股份明显膨胀——这阶段的股价上涨是基于期待与希望。(参考图 4. 7)

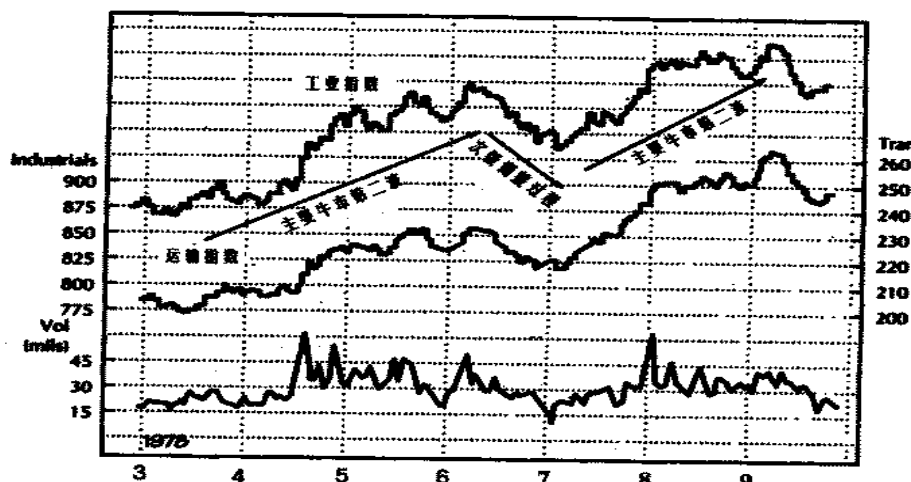


图 4.7 1978 年道琼斯工业指数和运输指数

道琼工业与运输指数——1978~1981 年多头市场的早期阶段。这是多头市场典型的早期发展——就这个例子来说，在第一与第二段主升波之间，夹杂着第一个次级折返走势。第一段主升波便是雷亚所谓的“……对于未来的景气恢复信心”。

这个定理也需要理清。多头市场的特色是所有主要指数都持续联袂走高，拉回走势不会跌破前一个次级折返走势的低点，然后再继续上涨而创新高价。在次级的折返走势中，指数不会同时跌破先前的重要低点。主要多头市场的重要特质如下：

1. 由前一个空头市场的低点起算，主要多头市场的价格涨幅平均数为 77.5%。
2. 主要多头市场的期间长度平均数为两年又四个月（2.33 年）。历史上的所有的多头市场中，75 % 的期间长度超过 657 天（1.8 年），67% 介于 1.8 年与 4.1 年。
3. 多头市场的开始，以及空头市场最后一波的次级折返走势，两者之间几乎无法区别，唯有等待时间确认。（参考上述雷亚的评论，但把“在空头行情的末期”改为“在多头市场的初期”。）（参考图 4.6）
4. 多头市场中的次级折返走势，跌势通常较先前与前后的涨势剧烈。另外，折返走势开始的成交量通常相当大，但低点的成交量则偏低（参考图 4.8）。
5. 多头市场的确认日，是两种指数都向上突破空头市场前一个修正走势的高点，并持续向上挺升的日子。

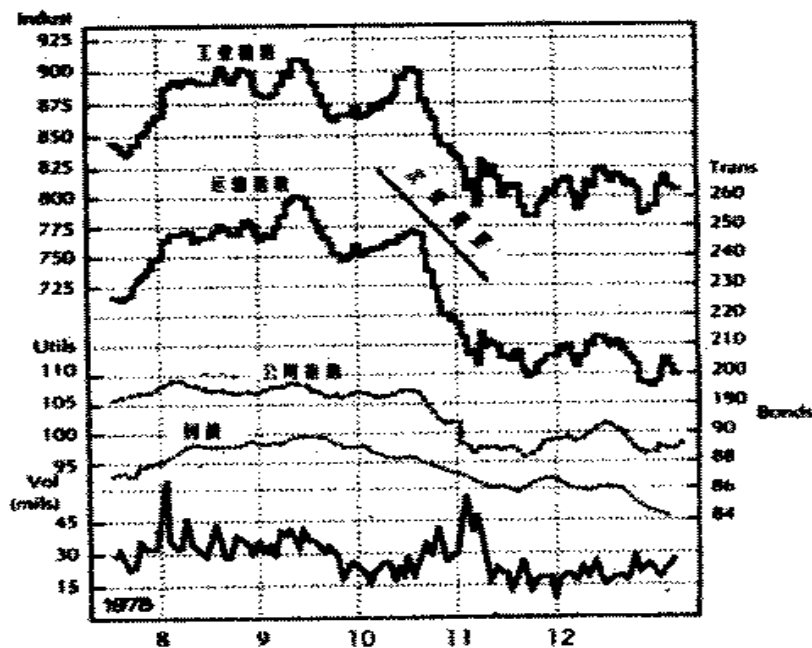


图 4.8 1978 年道琼工业指数和运输指数

道琼工业与运输指数——1978 年多头市场的次级折返走势。多头市场中的次级折返走势，跌势通常较先前与随后的涨势都剧烈。在折返走势开始的成交量通常都相当大，但低点的成交量则偏低。

定理 5:

次级折返走势：就此处的讨论来说，次级折返走势是多头市场中重要的下跌走势，或空头市场中重要的上涨走势，持续的时间通常在三个星期至数月；此期间内折返的幅度为前一次级折返走势结束后之主要走势幅度的 33% 至 66%。次级折返走势经常被误以为是主要走势的改变，因为多头市场的初期走势，显然可能仅是空头市场的次级折返走势，相反的情况则会发生多头市场出现预部后。

次级折返走势（修正走势）是一种重要的中期走势，它是逆于主要趋势的重大折返走势。判断何者是逆于主要趋势的“重要”中期走势，这是“道氏理论”中最微妙与困难的一环；对于信用高度扩张的投机者来说，任何的误判都可能造成严重的财务后果。

判断中期趋势是否为修正走势时，需要观察成交量的关系、修正走势之历史或然率的统计资料、市场参与者的普遍态度、各个企业的财务状况、整体状况、“联邦准备理事会”的政策以及其他许多因素。走势在归类上确实有些主观成分，但判断的精确性却关系重大。一个走势，究竟属于次级折返走势还是主要趋势的结束，我们经常很难、甚至无法判断。然而，此处与稍后章节的讨论，将可以提供一些有效的助益。

我个人的研究与雷亚的看法相当一致，大多数次级修正走势的折返幅度，约为前一个主要走势波段（介于两个次级折返走势之间的主要走势）的 1/3 至 2/3 之间，持续的时间则在三个星期至二个月之间。对于历史上所有的修正走势来说，其中 61% 的折返幅度约为前一个主要走势波段的 30% 至 70% 之间，其中 65% 的折返期间介于三个星期至三个月之间，而其中 98% 介于两星期至八个月之间。价格的变动速度是另一项明显的特色，相对于主要趋势而言，次级折返走势有暴涨暴跌的倾向。

次级折返走势不可与小型折返走势相互混淆，后者经常出现在主要与次级的走势中。小型折返走势是逆于中期趋势的走势，98.7% 的情况下，持续的期间不超过两个星期（包括星期假日在内）。它们对于中期与长期趋势几乎完全没有影响。截至目前为止（1989 年 10 月）。“工业指数”与“运输指数”在历史上共有 694 个中期走势（包括上涨与下跌）。其中仅有九个次级修正走势的期间短于两个星期。

在雷亚对于次级折返走势的定义中，有一项关键的形容词：“重要”。一般来说，如果任何价格走势起因于经济基本面的变化，而不仅是技术面的调整，而且其价格变化幅度超过前一个主要走势波段的 1/3，都称得上重要。例如，如果联储将股票市场融资自备款的比率由 50% 调高为 70%，这会造成市场上相当大的卖压，但这与经济基本面或企业经营状况并无明显的关系。这种价格走势属于小型（不重要的）走势。另一方面，如果发生严重的地震而使一半的加州沉入太平洋，股市在三天之内暴跌 600 点，这是属于重要的走势，因为许多公司的盈余将受到影响。然而，小型折返走势与次级修正走势之间的差异未必非常明显，这也是“道氏理论”中的主观成分之一。

雷亚将次级折返走势比喻为锅炉中的压力控制系统。在多头市场中，次级折返走势相当于是安全阀，它可以释放市场中的超买压力。在空头市场中，次级修正走势相少于为锅炉添加燃料。以补充超卖流失的压力。

结论

“道氏理论”并不是一种具备绝对包容性的市场预测方法，但任何态度严肃的投机者都不应该忽略这项知识。“道氏理论”的许多原理都蕴涵于“华尔街”和市场参与者的日常用语中，只不过一般人并没有察觉而已、例如，市场专业者对于“修正走势”都有普遍的认识，但就我了解，唯有“道氏理论”对于这项名词提供客观的定义。

研究“道氏理论”的基本原理之后，我们具备一种根本的知识。了解如何根据目前与历史的市场指数，评估未来的价格走势。我们对于趋势已经有一种普遍的概念。我们知道，任何市场都同时存在三种活跃的趋势，它们的相对重要性对于交易者、投机者与投资者都各自不同。

了解这些概念之后，可进一步探讨价格的趋势。毕竟，如果你知道何谓趋势，而且也知道它在什么时候最可能发生变化，你实际上已经掌握市场获利的全部知识了。

第5章 趋势的定义

上升趋势？下降趋势？趋势的意义

很少人（包括专业人士在内）真正了解何谓“趋势”，这是最令我惊讶的现象之一。例如，如果某人把图 5.1 摆在我面前，并问我对于黄金趋势的看法，你认为我将如何回答？最合理的答案是：“你是指哪一种趋势而言”

我观察这份图形时，其中存在三种截然不同的趋势：长期趋势，它是向下；中期趋势向上；短期趋势又是向下（参考图 5.2）。判断价格趋势时，你必须非常明确，而且有一致性的标准。

我训练交易员时，几乎每个人都会拿出趋势线绘制并不正确的图形给我，并说道：“维克，你看这个，趋势线已经被突破了，是不是很好的买进机会？”如果你并不真正了解何谓趋势，你几乎可以随意绘制任何的趋势线，但根据这种“趋势线”所做的结论并无用处。

第 7 章将详细解说如何以一致性的方式正确地绘制趋势线。目前，让我们进一步探讨何谓趋势，以及它如何产生变化。

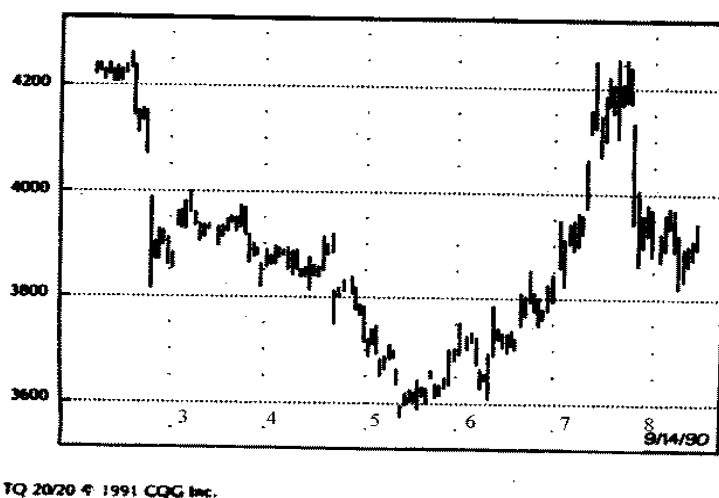


图 5.1 1990 年 12 月黄金期货合约日线图

1990 年 12 月黄金期货——黄金的趋势如何？图 5.2 标示三种趋势。

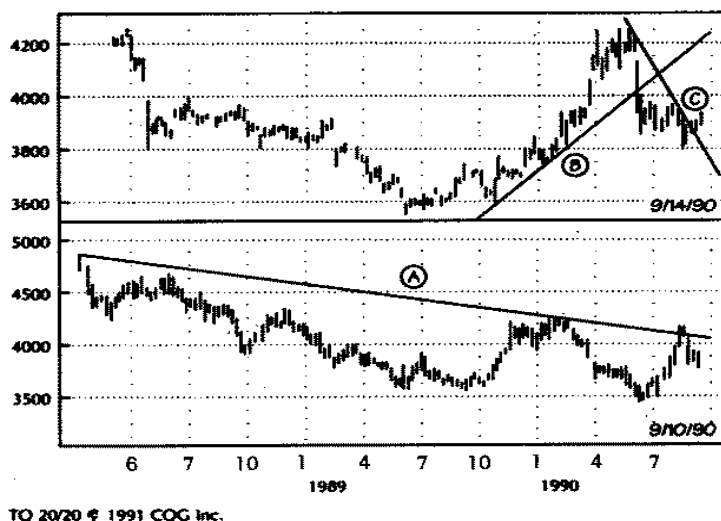


图 5.2 1990 年 2 月黄金期货日线图

1990 年 12 月份黄金期货的日线图（上侧）与周线图（下侧）——三种趋势。长期趋势（数个月至数年）向下，它在下侧的图形中以 A 线表示。中期趋势（数个星期至数月）向上，它是以 B 线表示。短期趋势（数天至数个星期）向下，以 C 线表示。

简化为根本重点

在“道氏理论”，你能得到的最重要知识之一，可能是它对于趋势的定义，但这仅蕴含在说明中，它并未明文解释。道氏将趋势划分为三类：长期、中期与短期的趋势。唯有真正了解趋势的意义，才可能判断趋势何时发生变化。而且，唯有精确地判断趋势的变化，并精确地设定买、卖时机，才可以提升利润或降低损失、由“道氏理论”中，我整理出下列的定义：

上升趋势——上升趋势是由连续一系列的涨势构成，每一段涨势都持续向上穿越先前的高点，中间夹杂的下降走势（换言之，跌势）都不会向下跌破前一波跌势的低点。总之，上升趋势是由高点与低点或不断垫高的一系列价格走势构成的①（参考图 5. 3）

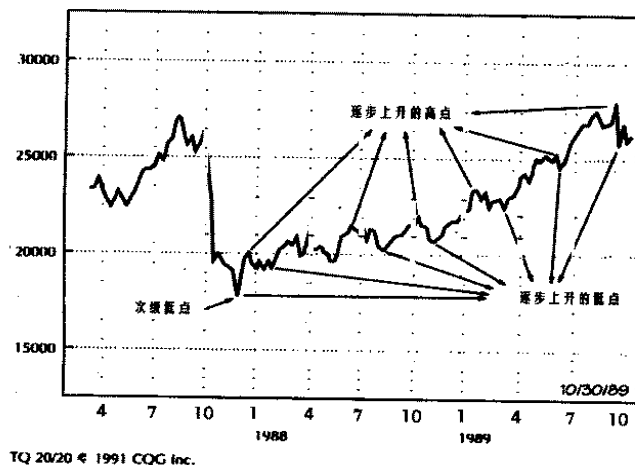


图 5.3 道琼指数周线图

道琼工业指数周线图——指数处于上升趋势（多头行情）。上升趋势由高点与低点都不断垫高的一系列价格走势构成。

下降趋势——下降趋势是由连续一系列的跌势构成，每一段跌势都持续向下穿越先前的高点，中间夹杂的反弹走势（换言之，涨势）都不会向上穿越前一波涨势的高点。总之，下降趋势是由低点与高点都不断下滑的一系列价格走势所构成的（参考图 5. 4）

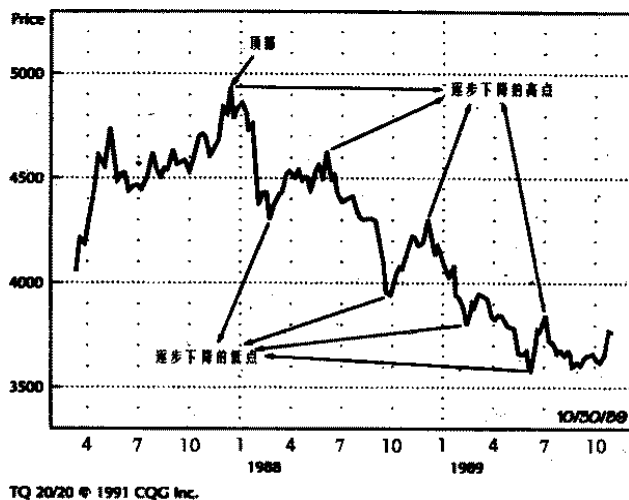


图 5.4 1990 年黄金期货周线图

1989 年黄金期货周线图——黄金处于下降趋势。下降趋势是由低点与高点都不断下滑的一系列价格走势所构成。

如果你希望在本书有所收获，务必留意上述定义。它们非常简单，却具有绝对的重要性。它们是普遍性的定义，可以适用任何市场与任何的时间结构。由图 53 与 54 中可以发现一项结论，顺势操作是在金融市场获利的途径。然而，上述定义并未明确说明，如何决定先前的高点与低点。这完全取决于你的交易活动是专注于短期、中期或长期的趋势——换言之，究竟是从事交易、投机或投资。

不论你参与的是那一种市场或那一种时间结构，除非你知道趋势的方向，并了解如何判断趋势的变化，否则你不可能获利（运气除外）。乘着“道氏理论”的记忆犹新时，此处还将提出一些相当有用的观点。其中某些内容仅适用于股票市场，但绝大部分都适用于任何市场。了解这些内容，将非常有助于你判断趋势可能在何时发生变化或已经发生变化。

验证的重要性

在股票市场的交易中，存在一种最严重的错误，那便是仅根据一种指数的走势作出判断。我们经常可以发现，某一市场指数出现反转走势达数星期或数月之久，另一种指数却呈现相反方向的走势。这种现象称之为背离，它仅有负面性质的用途。犹如雷亚所说：

两种市场指数必须相互验证：——铁路与工业指数的走势永远应该一起考虑。一种指数的走势必须得到另一种指数的确认，如此才可以做有效的推论。仅根据一种指数的趋势判断，另一种指数并未确认，结论几乎是必然错误。

雷亚在 1932 年提出这项观察。目前，除了“道琼工业指数”与“道琼铁路（运输）指数”以外，我们还有“史坦普 500 指数”（S&P 500）、“价值线指数”、“主要市场指数”、债券指数、美元指数、商品指数……。所以，上述原则经过更新之后，“两种市场指数必须相互确认”应该改为“所有的相关指数都必须相互确认”。1987 年 10 月份崩盘后的情况便是一个典型的例子，它说明这项原则的必要性。

首先，你应该记得“道氏理论”中有一项“假设”：“这项理论并非不会错误”。这项假设便适用于崩盘后的情况。根据“道氏理论”，我认为 1987 年 10 月份崩盘是空头市场的第二支脚。所有相关指数都跌破先前的主要低点——这显然是“道氏理论”中所谓的空头市场。然而，空头市场却未出现。若由事后的角度而以严格的“道氏理论”解释相关的发展，则 1987 年 10 月 19 日之后的盘势是属于主要多头市场的次级修正走势；然而，两种指数都向下跌破前一波次级修正走势的低点，市场却未进入空头行情，这是 1991 年以来首度发生的现象。

它必须被归类为修正走势，因为它不符合雷亚对于主要空头市场的定义。根据我的看法，如果联储没有 10 月份放松银根，而德国与日本也没有在 12 月份采取宽松的货币政策刺激经济，则空头市场应该是合理的发展，如此才可以修正先前数年不当的投资现象。然而，它们毕竟干预了，S&P 在 12 月份见底，市场最后又创新的高点。这个时候，“所有的相关指数都必须相互确认”的原则便开始发挥它的效力。

在 1989 年 4 月 18 日，“运输指数”首先向上突破 1987 年 8 月份的高点。“价值线”在 7 月 10 日也出现类似的突破走势，“S&P 500 指数”则在 7 月 24 日突破（但 S&P 成分股仅有 29% 的个股在 1989 年创新高）。然而，根据“道氏理论”的严格判读，确认日最早是发生在 4 月 18 日，当时“工业指数”向上突破 1987 年 8 月份的高点。并持续向上走高（图

5.5）。现在，就“运输指数”来说，我将 1987 年 8 月 25 日至 1987 年 12 月 4 日之间的走势，归类为主要多头市场的次级修正走势；而“工业指数”的修正走势则发生在 1987 年 8 月 25 日至 1987 年 10 月 19 日之间。当时的情况非常混淆，但如果没有“道氏理论”的客观指引，我会更加的混淆。

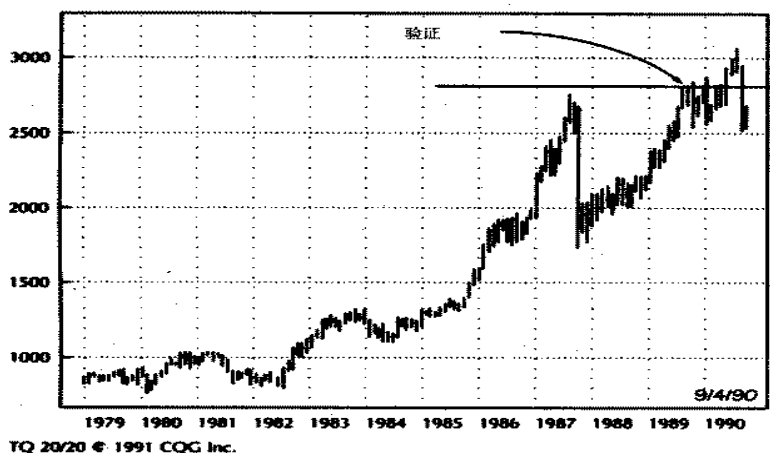


图 5.5 道琼工业指数日线图

道琼工业指数周线图——多头市场持续的确认。1989 年 4 月 18 日确认多头市场持续发展，当时指数向上突破 1987 年 8 月份的高点，并继续向上攀升。

这里我必须指出，虽然 1987 年的行情发展相当特殊（就历史的角度来说），但根据“道氏理论”的严格判读，在 10 月 14 日便出现明显的中期卖出信号，当时“工业指数”以大成交易向下突破 9 月 21 日的低点（“运输指数”已经提早创新低点）。不论你将当时的长期趋势视为是多头或空头市场，这 2 项中期卖出信号都很有效。然而，如果你把崩盘走势视为

是空头市场的第二只脚，则往后便没有明显的多头进场信号。

在空头行情的假定之下，我在 1987 年 10 月 24 日建立多头头寸，因为我认为当时将展开次级的向上修正走势。在 1988 年 3 月份结束多头头寸之后，我在 1989 年 10 月份之前便未再大量介入股市，而后的情况已在第 2 章做了说明。1989 年 10 月 13 日，我对于市场的预测主要便是基于“道氏理论”。

行情的四个阶段

我称为“信号”的两个关键指标分别是狭幅盘整与成交量关系。任何市场都必然处于四种技术阶段之一：（1）承接（长期投资者的买进），（2）出货（长期投资者的卖出），（3）向上或向下的趋势，（4）整理（在经过确认的趋势中，发生获利了结之后的调整）。以另一种方式说明，如果市场并无趋势，便是处于“狭幅盘整”的走势。雷亚将狭幅盘整定义为：

狭幅盘整：——“狭幅盘整”是长达两、三个星期或以上的价格走势，在此期间，两种指数都在大约 5% 的价格区间内波动。这种走势可能代表承接或出货。两种指数同时向上穿越盘整区间的上限时，代表是承接的盘整，而价格应该续走高；反之，当两种指数同时向下穿越盘整区间的下限时，代表是出货的盘整，价格应该继续走低。如果仅根据一种指数判断，另一指数并未确认，结论通常为错误。

狭幅盘整的走势通常发生在中期行情的顶部或底部，这种情况下，雷亚的定义完全适用。在主要的市场顶部，拥有较佳信息而态度谨慎的长期投资者，试图在一段期间内出清(非常大量的)投资组合，又不希望明显压低价格。由于当时市场上的多头投机气氛仍然相当浓厚，他们可以分批出货，将筹码转手给交易者与投机者。因此，在数个星期或以上的期间内，价格将狭幅波动而没有明显向上或向下的趋势，这便形成狭幅盘整的走势。这也可能发生在其特定的个股或商品市场。

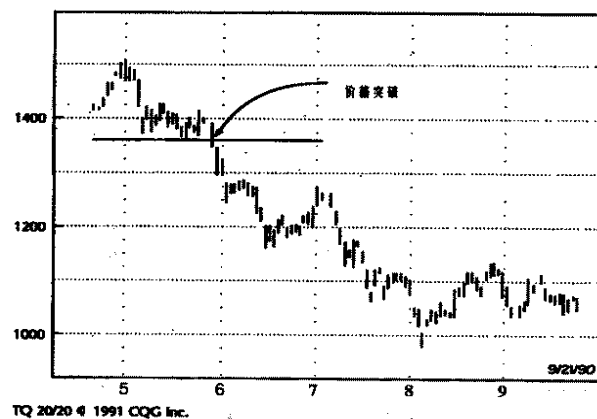


图 5.6 1900 年 5 月原糖期货日线图

5 月份的糖期货——价格突破，通常是理想的卖空信号。

最后，市场共识认为价格将下跌时，将穿越狭幅盘整的下限。就市场术语来说，这是“突破”（break）——卖空股票或商品的绝佳时机（参考图 5.6）。

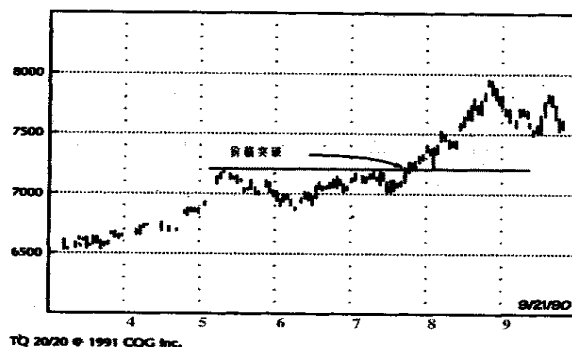


图 5.7 12 月瑞士法郎期货日线图

12 月瑞士法郎期货——价格突破，通常是理想的买进信号。

在主要的市场底部经常也会发生相同情况，但方向相反。价格大幅下跌后，明智的长期投资者认为当时的股票价格具有

长期投资的价值，于是开始建立大规模的头寸。或许是为了试盘，或许是不希望推升股价，他们在数星期至数个月的期间内，默默地承接股票。结果也形成狭幅盘整的走势。最后，市场共识认为价格将上涨时，将穿越狭幅盘整的上限。就市场的术语来说。这是“突破”——一买进股票或商品的绝佳时机（参考图 5.7）。

观察每天的价格波动时，“突破”是唯一对于每一种市场参与者——不论是交易者、投机者或投资者——都很重要的走势。犹如雷亚的评论。

每天的波动——根据单日的指数波动推论，几乎必然为错误，而且也没有什么价值。唯有“狭幅盘整”的走势为例外。然而，每天的价格走势都应该加以记录，因为一系列的单日走势最后必然会发展为一种易于辨认而具有预测价值的模式。

某些情况下，顶部或底部形成后，趋势往往会突然改变，没有经过狭幅整理的期间。另外，狭幅盘整的走势，有时也会发生在经过确认之主要趋势的中间。这可能是由于下列两项理由中的一种：价格走势（上涨或下跌）相当陡峭，许多交易者与投机者获利了结时，便造成趋势暂时停顿；或者，市场对于未来发展并不确定，分歧的看法使得价格维持在相对固定的价位。第 1 种情况，我称为“整理”。第 2 种情况，我称为“等待行情”。

重要的成交量关系

在趋势明显的行情中，价量关系非常重要。如雷亚的评论：

成交量与价格走势的关系——在超买的行情中，会出现价涨量减而价跌量增的现象：相应地，行情处于超卖状况时，会出现价跌量缩而价涨量增的现象。多头市场结束的期间会出现活络的交易，在开始的期间则交易相对冷清。

根据定义，在“超买的”行情中，价格主要是受到感觉、希望与预期的驱动，但并非基于健全的经济判断与价值考虑。这种情况下，掌握明确信息的人已经离开市场。一般参与者的热情也逐渐冷却。市场已经具备恐慌的条件，只要出现些许的征兆，便足以引发层层卖压。所以，在超买的市场中，通常会出现价跌量增而价涨量缩的走势。

越卖的情况也适用类似而反向的推理。超卖的市场发展至某一阶段后，由于股票价位已经明显偏低，精明的投资者开始在低档持续地买卖。市场中逐渐兴起一股对于未来的希望与预期，在些许挑逗之下，便使股价在大成交量的情况下向上飙涨。这种价量关系虽然适用于任何金融市场，但——不幸地——仅有股票市场可以提供即时的成交量资料。在商品市场中，估计的成交量公布于次一个交易日，实际的成交量则公布于次两个交易日。所以，请注意，价——量关系是一种通常而不是永远适用的资料。它们应该是辅助工具，而不是主要的考虑因素。

结论

现在，你已经知道什么是趋势，什么是狭幅盘整，并了解一些造成趋势变动的征兆与原因。你也明白价格与成交量之间的重要关系，以及他们如何反映市场的心理状况。如果你可以根据本章与前一章的内容思考市场的行为，你已经远超过一般群众的层次。

下一个步骤是将这项知识——尤其是趋势与趋势变化的知识——简化为一种单纯而易于管理的系统。我将提出一种独特而非非常单纯的图形系统。这套系统是以模式认定为基础，所以它是一种技术方法。然而，提出这种系统以前，我需要先说明技术方法的优点与缺点。

附注：

①对于市场指数来说、所有相关的指数都应该相互验证。若非如此，则存在背离的现象——代表趋势可能产生变化。

第 6 章 技术分析的优缺点

“华尔街”中充满了技术分析者。场内交易员、楼上的交易员、投机者甚至于某些长期交易者，都试图运用可能重复出现的模式，预测未来的市场走势。这些模式之所以发生，并没有涉及什么神秘的理由。由心理角度来说，人们通常会以一致性的方式反应一组类似情况。然而，人类心理非常复杂，而且没有任何两组市场情况会完全相同；所以，利用技术分析预测未来的市场行为，在态度上必须非常谨慎。

根据罗伯特·爱德华兹与约翰·马吉的说法，“技术分析是一种科学，它记录某支股票或“市场指数”的实际交易历史（价格的变动、成交量以及其他类似资料），通常是以图形记录；然后，再根据历史图形推测未来的可能趋势”^①。他们俩人采用的基本前提非常类似于“道氏理论”——市场的所有相关知识都已经反映在价格中。然而，技术分析者认为，价格与价格的模式是唯一的重要考虑因素，这项假设则不同于“道氏理论”。

我并不是一个纯粹的技术分析者，但许多获利都是来自于技术性的考虑，所以我无法像某些“基本分析者”一样，对技术分析嗤之以鼻。它是拟定市场决策的重要辅助工具，使你可以掌握所有的胜算，但许多市场玩家不能体会这点。在另一方面，投资或投机行为若单独以它做为主要的评估方法，则技术分析不仅无效，而且可能会产生误导的作用。

稍微调查一下专业交易者、投机者与投资者的看法，便可显示技术分析的有效程度。完全仰赖图形方法，其操作绩效通常并不稳定。例如，1974 年一位技术分析者来找我，他的名字是 LEO，他认为我可以借助他的知识。我以每周 125 美元的试用薪水任用他，如果他的建议确实有效，他还可以抽取某一百分率的红利。利奥每天早晨 6:30 便到办公室，开始研究 120 多副彩色图形，并运用一些到目前为止我还不不懂的分析方法。他每天工作 16 个小时，显然非常了解市场，但他在这方面的知识可能已经造成妨碍。

我要求他提供建议时，他会展示一些图形，并解释道：“这支股票可能在做底”，或“这支股票可能会填补缺口”。总之，不论他说什么，他的看法总是非常不明确，并提出一些相互矛盾的可能性。我通常会回答，“好的，但我究竟应该怎么做？买进或卖出？”利奥无法给我一个简单明白的答案。我对于他的印象非常深刻。尤其是他的衬衫袖口经常因磨损而发毛，午餐总是由家里带来的鲔鱼三明治。

我并不是说，所有的技术分析者都是如此，但技术分析本身显然无法从根本重点思考。如果你经常观看“金融新闻频道”的节目，你应该了解我是什么意思。每位技术分析专家对于模式的解释都各自不同，而且都可以提出自己的故事。根据我个人的观点，我们仅需要一些最根本的技术分析原则，并以它们做为辅助工具。一套真正有效的系统应该涵盖严格而健全的经济基本分析，以及对于个别证券与商品的评估方法，再纳入根本的技术分析精髓。

在我们的讨论范围内，各位必须了解三种技术分析者的活动：波浪观察者、人为操纵者与纯粹派信徒。

波浪观察者

所谓的波浪观察者，试图根据盘中价格趋势的起伏而顺势操作。相对来说，他们并不关心经济的状况、个股本益比或盈余成长、或任何其他商品的经济基本面。他们所有的注意力几乎完全放在每天、每个时刻的价格走势方向上。随着趋势的上升、下降或横向发展，他们买进、卖空或保持空仓。

波浪观察者通常是主要交易所内的场内交易员或造市者。他们之所以被归类为波浪观察者，因为仅关心价格的趋势——“趋势是你的朋友”是他们的根本思想。一般来说，他们并不理会任何重要消息，他们仅试图根据“压力”与“支撑”——可能造成波浪转向的先前高点与低点——掌握趋势（参考图 6.1）。

在上升趋势中，高于目前价位的先前高点为压力，低于目前价位的先前低点则为支撑。在下降趋势中，低于目前价位的先前低点为压力，而高于目前价位的先前高点则为支撑。在上升趋势中，如果突破先前的高点而价格继续攀升，波浪观察者将是买家，而任何显著的连续向下跳动（“跳动”是指价格的最低变动单位；股票为 1/8，选择权为 1/16，以及其他等等）代表可能的卖出信号。如果突破先前的高价之后，价格本能继续向上挺升，他们将卖出，任何显著的向上走势则代表可能的买进信号。另一方面，向下的趋势则适用类似而反向的推理。波浪观察者永远试图掌握“大众”在想什么、“大众”准备做什么，他们是以价格走势的性质做为判断的方法。^②

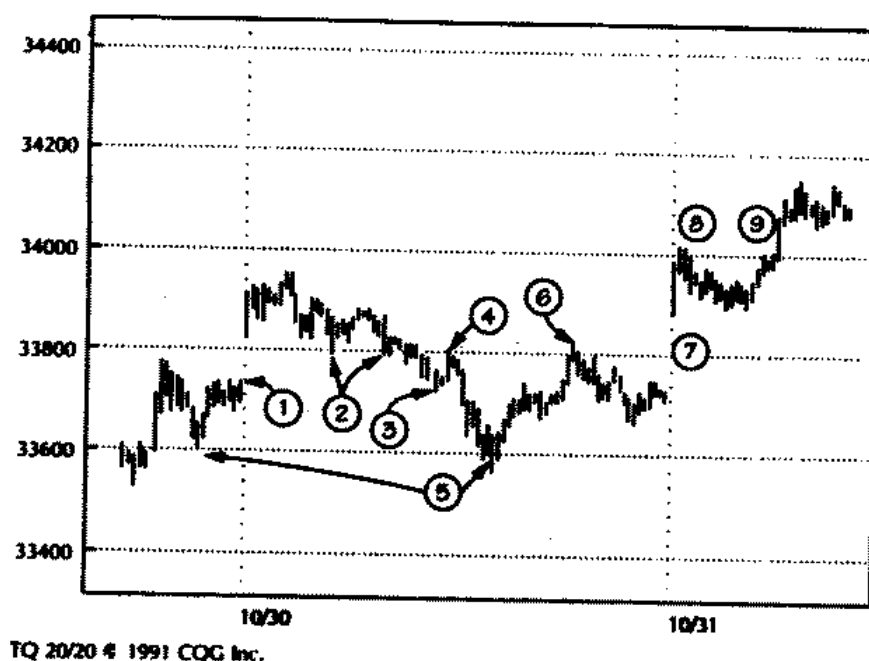


图 6.1 5 分钟线图

- 1989 年 12 月份 S&P 期货——盘中的压力与支撑。
- ①如果今天开高，则昨天的收盘价为支撑；如果今天开低，则昨天的收盘价为压力。
 - ②“整数价位”(evens)被视为支撑或压力，就这个例子来说，它们是支撑。
 - ③价格测试前一天的收盘价。
 - ④“整数价位”形成压力。
 - ⑤价格测试“整数”价位与前一天的支撑水准。
 - ⑥价格测试④的压力。
 - ⑦经济领先指标出现利多消息，开盘价向上“跳空”。
 - ⑧接近开盘价的最初高价形成压力。
 - ⑨价格测试压力，并以大量向上突破而创当天新高。

由于场内交易员大多属于波浪观察者，所以投机者与投资者应该了解他们对于短期价格趋势可能造成的影响。在短期内，某个个股或商品的价格，可能仅因为他们之间的互动行为而上涨或下跌数点。

例如。假定某股票交易所的场内交易员发现，XYZ 股票的卖压很轻，而股价下跌也没有引发明显的追杀卖盘。如果这种情况持续一阵子，则他们可能认为 XYZ 几乎没有什么卖压。这种判断下，他们可能乘着回档的时机开始承接——在短线低档开始买进——然后试盘。

假定 XYZ 的买——卖报价为 40 1/4——40 3/8，而 3/8 的价位仅挂着 500 股的卖单。在 1/2、5/8 或更高的价位，卖单的情况究竟如何，仅能猜测，但他们认为买盘的力道相当强，一些精明的交易员开始买进股票试盘，以观察买、卖单的变化。最重要者，当价格开始变动时，他们将观察外来的委托单是否变化，若是如此，这些买、卖单的关系如何。

如果卖单不断涌现，交易员只好放弃而抛出股票，再找另外的机会。然而，假定市场中出现买单，并在 1/2 与 5/8 的价位成交，接着又有一些经纪人跟进。如果这种情况持续下去，这支股票很快地便形成一种短线的多头气势。

这个时候，场内交易员根本不知道 XYZ 公司的盈余展望是否有任何变化，虽然当初的卖压不重，很可能便是因为这方面的缘故。总之，不论该公司的展望如何，如果股票出现相当的涨幅，便形成一个小型的飘涨行情。对于场内的多头交易员来说，他们关心的仅是价格上涨而已。

另一方面，场外的大笔卖单随时可能让涨势中断。由于这个小型飘涨走势纯粹是投机行情，所以在上档接手的买盘将遭到最严重的损失。小型的崩跌走势也适用类似而反间的推理，这种走势经常发生在小型飘涨走势结束后不久。电脑程式交易可以发动、加速与扩大整个程序。

如果投机者或投资者了解这类波浪观察者的行为与影响。则可将此知识运用于许多方面。第一，场外的观察者④在报价荧屏中发现这类活动时，可以根据盘中价格的循环，设定中期或长期的买、卖价位，提高获利。第二，根据价格走势与基本面之间、以及它与大盘之间的关系，可以在中期与长期的持续力道判断价格走势的“合理性”。最后，波浪观察者活动的

性质，代表市场共识的一项关键指标。

最后一点对于投机者可能最为重要。犹如地质学家监视火山活动预测地震，投机者可以监视盘中与每天的市场活动，衡量未来行情的发展。特定来说，成交量、涨一跌家数比率、重大经济或市场新闻引起的短期反应、以及价格变动率等因素，都可以评估市场参与者的主要心理驱动力量。

以 1989 年 10 月 13 日的情况来说，仅仅因为“联合航空”并购案发生融通失败的消息，使市场陷入恐慌性的卖压中。显示市场当时的心理结构非常脆弱。市场显然极度怀疑多头走势的持续力道——只要有一些空头或次级修正的征兆，跌势便一发不可收拾。

人为操纵者

在“华尔街”，人为操纵是一项龌龊的字眼。它具有不公平与不诚实的会议，这种行为经常被联想为赌场中的作弊。事实上，情况截然不同。根据《Random House Dictionary》(1969 年大学版)的解释，人为操纵是“以高明的技巧处理或影响”。《韦氏字典》(1972 年大学版)又提出另一种解释：“以不公平或狡猾的手段，有技巧地控制或处理”。然而，试图以自身的买卖行为造成价格的变动，并因此而获利，这并没有什么明显的“狡猾”或“不公平”——换言之，除非“证券交易委员会”想法不同。若是如此，便有狡猾的问题，因为你可能因此被判刑入狱。然而，个人会被判刑，但法人机构则不会。

大型的法人机构可以通过庞大金额的买卖，操纵市场的短期价格。它们的目标是通过相关市场的背离价格获利；它们自身的行为经常诱导或造成背离价格的。它们的成功，是利用波浪观察者的心理。

以一个规模为 20 亿美元的退休基金为例，假定它希望卖出价值 2 亿美元的股票。它知道，如此庞大的卖出将导致股票指数下跌，所以它可以根据这项判断获利。在市况较平静的时间，通常是下午 2:00 左右，它开始卖空 S&P 的指数期货，建立 200 万美元的空头头寸。这相当于股票现货头寸的两倍，大约需要卖空 1000 至 1500 口合约——就 s&p 期货市场的规模来说，这笔交易很容易被消化。

然后，下午 3:10 左右，它开始以每五分钟 1000 万美元的速度分批卖出股票，在临收盘前，再卖出一笔大单。由于这一波波的卖压，场内会出现相当明显的空头气势，价格开始下滑。相对地，期货价格也会按比例下跌。在现货与期货市场中。波浪观察者都会推波助澜，使价格形成一种小型的崩跌走势。

在股价的下跌过提中，这家退休基金在现货的处理上虽然发生亏损，但空头头寸（2 倍的数量）回补的获利远足以弥补现货的损失。记住，期货交易的保证金只不过是 5%，而股票的融资为 50%；所以，通过杠杆原理，期货市场的获利潜能是股票的 10 倍。

第二天早晨，市场的整个浪潮又反转过来，买气开始蓄积，并造成一个小型的规涨走势。由于预先已经知道整个发展——几乎是必然的——结果，这家退休基金可以掌握理想的买卖时机，在两个市场的上涨与下跌走势中，同时为自己与客户创造可观的获利，再加上佣金的收入与免费的公共关系。最后，市场几乎没有任何变化，但却有大笔的资金转手了。法人机构采用各种电脑交易程式，有些非常复杂，它们虽然不完全是为了操纵市场，但总是不当的赚钱手段。

就公正的原则来说，电脑程序交易蕴含的“不公平性”并不是来自于市场本身，而是来自于政府对于市场的任意规范。如果个人的操纵行为应该被惩罚，而机构法人的操纵行为应该被忍受，其中显然有不公平之处。犹如 J. O. O 奥尼尔所说：主管当局允许他们（法人机构）直接与“纽约股票交易所”的电脑连线，在瞬间之内便可以下达大显的交易指令。你和我则需要通过经纪人，要求他们把交易指令转至纽约，执行一项指令需要几分钟的时间。⑤

就我个人来说，完全自由化的市场是最理想的状况，但主管当局至少可以明确界定何谓“人为操纵”，使每个人都了解“合法”交易的范围。

自从 1980 年代中期以来，电脑程式交易已经完全改变盘中价格走势的性质，并为市场带来前所未有的不确定性。目前，在任何时刻，一位程式经理人的判断便可以发动买进或卖出的电脑程式，并在纯粹技术的基础上（换言之，相关股票的盈余展望没有任何的基本变化），造成 5 至 30 点以上的短线走势。（参考图 6.2）

我过去经常从事 S&P 期货的当日冲销交易。在电脑交易程式发明以前，你绝对不会见到派达 1.5 时的跌势，中间没有夹杂任何反弹。你也很少看见目前经常出现的尖锐 V 一型（或颠倒的 v 一型）走势。由于机构法人的交易量非常庞大，一般大众因为恐惧而退出市场，目前从事 S. P 的当日冲销交易，你感觉好象有人拿枪指着你。任何时候程式经理人都可以扣发扳机，于是市场在毫无预兆的情况下，突然出现不利于你的走势，而你根本没有迅速认赔的机会，尤其在交易头寸很大时。

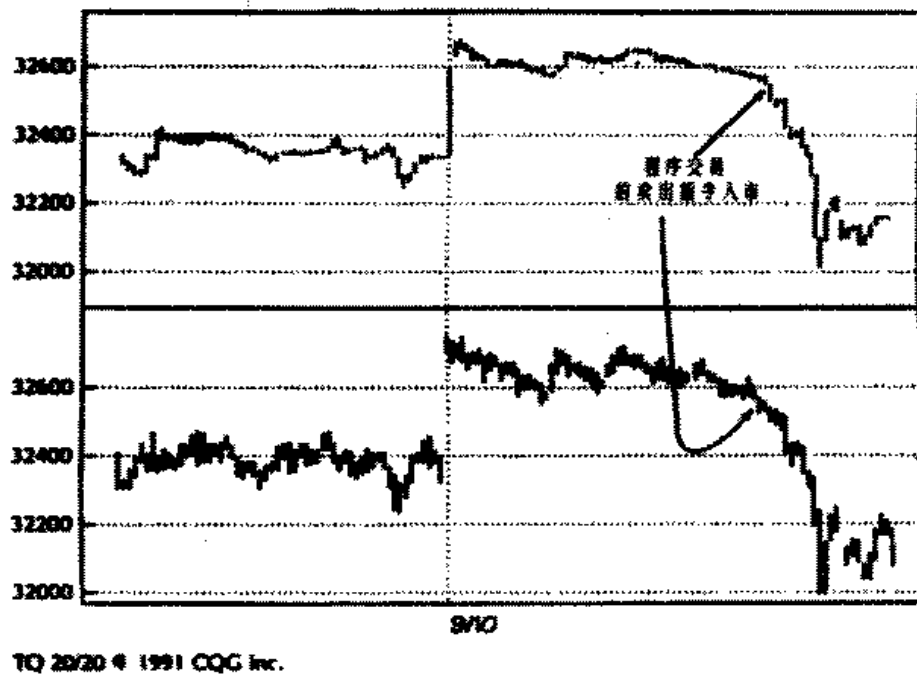


图 6.2 5 分钟线图

1990 年 12 月份的 S&P 期货与 S&P 现货指数的五分钟走势图。电脑交易程式对于盘中走势的影响。电脑交易程式发明以前，任何如此大幅度的持续性走势中，必然会夹杂着反弹。电脑程式可以使期货与市场指数出现巨幅的波动，经常会使交易者误判市场的趋势。

市场一旦出现电脑程式交易的短线波动，如果你站在错误的一方，可能造成致命的结果。当然，如果你站在正确的一方，获利也相当可观。问题是：这类走势由一个人发动，除了少数人之外，没有人知道整个交易计划，所以目前短线交易非常困难，而且经常演变为掷骰子的赌博。然而，分析 S&P 500 现货与其期货的走势，精明的投机者或投资者可以辨识电脑程式交易的模式，并以此设定最理想的买卖价位⑥以此方式掌握进、出场的时机，这对于投资组合的绩效有相当大的帮助。相反地，在电脑程式交易的威胁下，以“市价”大笔买、卖股票或期货，是相当愚多的行为。

就中期与长期的角度来说，电脑程式交易基本上无法操纵价格，但可以改变价格趋势的性质，加速中期价格走势的发展。就上升趋势而言，它们可以引发大量的投机性买盘。就下降趋势而言，可以对主要跌势造成可怕的影响，就如同 1987 年 10 月崩盘的情况。

在 1987 年 10 月初，市场对于基本面已经产生怀疑。本益比为 21 倍，这是历史上最高的本益比之一。帐面价值对股价的平均比率在名义上高于 1929 年的水准，若经过通货膨胀的调整，更高得离谱。这些因素再加上经济各部门的负债情况，使市场已经濒临一个主要的修正走势——如果不是空头市场的话。就当时的情况来说，问题已经不是“是否”而是“何时”。

10 月 19 日以前，法人机构的数十亿美元资金留在股市内，纯粹只是为了追求短期避险、套利与操纵策略的利润。显而易见地，当时如果联储大幅紧缩信用，或美元汇率大幅下跌，这些“热钱”会抽离股市，加重市场跌势。当时，巴伦氏杂志曾经访问我，并将访问内容刊登于 1987 年 9 月 21 日的一期中：

股票市场的跌势形成气候时，电脑程式交易会夸大整个情况的严重性，并造成史无前例的急跌走势。……

这种夸大的跌势，通常称为“集体倒货”，所以主要多头走势的顶部附近充满不确定性与风险。这种情况下，如果持续以全部资金投入股市，显然完全忽略风险 / 报酬的合理原则。情势即将变化时，首先变化的人往往获利最丰硕。

纯粹派信徒

在正式的理论基础上，某些技术分析者相信：价格即是一切；所有关于市场的已知或未来的可知资料都已经包含在市场

价格与走势中。这便是纯粹的技术学派信徒，其中较著称者为艾略特（R N Elliot）与克朗多蒂夫；某些不全然了解爱德华兹与马吉理论的信徒们也是如此，还有某些异端的“道氏理论家”。在不同的形式与程度上，纯粹的技术学派信徒主张，价格走势中存在一种形而上的必然性，它们是由命运、上帝、演化或某种宇宙的力量决定，经济分析与预测仅是要找寻正确的相关性或循环时间结构，阐明这些价格走势的性质。

试图以严格的循环理论或纯粹的数学方法预测未来，完全忽略市场活动中的主观性质。另外，这种态度也忽略政府干预与联邦准备政策对于长期趋势可造成的明确影响，有关这方面的问题，我们将在第9章与第10章中讨论。在某种程度内，这类理论系统确实可以成功地运用于行情预测与分析，这主要是因为它们已经脱离一致性理论需要的严格基础。或许它们的理论结构暂时符合市场的行为性质，因为市场参与者具有某些一致性的行为，这种情况下，只是短期的技术性观察；或许它们的理论结构非常普遍或界定过于松散，而使用者有相当程度的解释与推论空间。

就第一种情况来说，以技术分析模型拟定投机或投资决策，并预测未来走势的幅度大小与时间长短，其绩效将缺乏一致性——市况会急速地变化。就第二种情况采说。理论结构实际上将妨碍健全的推论与分析。总之，市况将改变，市场参与者的态度将改变，这类技术模型也终究会无效。

我必须再度强调，此处谈论的并不是指所有的技术分析方法与运用，我仅指其中某些学派，他们主张：未来一切都已经预先决定，并因此而能以严格的数学模型项测未来。

摘要

技术分析可以提供重要的信息，但需要以合理的态度看待它，技术分析是归纳重复发生之价格模式的一种方法。故此价格模式之所以产生，主要是因为市场参与者在拟定决策时，都具备类似的心理结构。在整个历史上，市场对于类似情况通常都会产生特定的反应，而技术分析的最大贡献便是提供一种方法，衡量这种反应的趋势。

在这种体认之下，技术分析可以为市场分析与经济预测提供一个新的观察角度，这是投机者与投资者经常忽略的一个领域。经过适当地了解与正确地界定，技术分析可以扩张市场知识的领域，并显示某些原本无法察觉的获利机会。

第7章 创造财富的合机

辨识趋势的改变

金融市场中最迅速而安全的赚钱方法，是尽早察觉趋势的改变，建立头寸（多头或空头），顺着趋势前进，并在趋势反转之前或之后不久，了结你的头寸。任何市场的专业玩家都会告诉你，在低点买进而高点卖出（或是在高点卖空而低点口补），这仅能仰赖运气的眷顾；但经过适当练习之后，你非常可能掌握中期或长期走势的 60% 至 80%。

为了办到这点。你首先必须知道有哪些不同的市场，有哪些金融工具可供交易，如何与在那里交易，保证金的规定如何，以及其他类似问题。了解这些相关知识以后，接着你需要以某种方法寻找具备理想投资机会的市场。

就此来说，你可以到图书馆，花费三、四年的时间研究全世界的所有市场，完成研究时，你已经忘记你所学习的大部分内容。另一种可行的方法，是学习如何观察图形。

对于一位有经验的玩家来说，如果希望在众多的市场中，挑选潜在的买、卖机会，观察价格走势是最单纯而有效的方法。学习一些简单的技巧以后，你可以在一个小时内，浏览两、三百幅图形，并从其中筛选较理想的对象。然后，经过进一步地评估以后，你可以挑战五至十个值得研究的对象。你在筛选图形时，需要观察个股、指数、商品是否存在趋势变动的征兆。

前一章中，我曾经严厉批评技术分析的某些观点，但我也表示技术分析是一种不可忽略的投机工具。现在，对于有关趋势变动的判定，我希望提出一种我最心爱的方法。我之所以偏爱它们，基于一个理由：长久以来，它们为我创造稳定的获利。它们非常简单，很容易记忆，经过相当的练习以后，你甚至于不用铅笔便可以判断图形的内容。

根据图形解释资料——辨识价格模式，并推测未来的价格走势——属于技术分析的领域。如果你阅读有关技术分析的书，你将发现无数的价格模式。三角形、头肩排列、狭幅盘整、楔形、空头旗形、多头旗形、七山…… 我仅选用其中可以历经时间考验的模式，并将我的技术方法维持在最简单而根本的范围内。

我将我的技术性观察分为两大类。第一类包括本章内容，是处理趋势与趋势变动的根本原则；我在市场建立任何头寸之前，都非常仰赖这部分内容的协助。第二类将在下一章中解说，它们是判断趋势变动的辅助性工具；我的市场决策会根据情况斟酌这部分因素。

本章中列出的方法，来自于我对于“道氏理论”的了解，以及我个人多年来评估市场趋势与转折点的经验。犹如“道氏理论”一样。这些方法并不是完全没有错误的可能性，它们扮演的角色，仅是一个更广泛预测结构中的辅助性工具而已。这套方法有一个优点，它们可以毫无例外地适用于每一个市场：股票、指数、商品与债券。根据它们判断，正确的机会远多于错误；在适当的运用下，一旦决策发生错误，它们也可以让你迅速认赔。

利用走势图拟定投机与投资的决策，这具备两项经常为人忽略的重要优势。第一，对于大部分人来说，运用视觉思考较为简单。第二 在走势图上设定明确的进场与出场点，你可避免巨额输赢时的情绪性压力。

务必记住，运用走势图拟定决策，技术上的一致性在长期中最为理想，中期稍差，而短期的变化情况最严重。走势图中之所以存在模式，是因为市场参与者对于类似的情况会产生类似的反应。就心态上来说，投资者与投机者并不相同。但他们之间有许多共通之处；这些共通性质将反映在走势图的模式中。然而，盘中的短线交易者是根据截然不同的法则交易，因此他们产生的模式必须另外考虑。我们必须感谢盘中交易者的存在，因为他们为投机与投资行为提供不可或缺的市场流动性；除了提供流动性以外，他们的行为对于中期与长期趋势几乎没有什么影响。

走势图的判读方法，虽然属于“技术性”的观察，但这是就最广义的角度而言。换言之，它们在视觉上呈现人类行为的特质，而这些特质重复出现于市场价格走势的历史记录中。

如何决定趋势——绘制趋势线

根据先前数章的讲解，我们已经知道何谓趋势。让我们再复习一次：趋势是某特定期间内，价格走势的方向。在上升趋势中，价格持续上涨而中间夹杂着暂时性的下跌走势，但下跌走势的低点不会低于前一波涨势的低点。下降趋势则相反——价格持续下跌而中间夹杂着暂时性的上涨走势，但上涨走势的高点不会高于前一波涨势的高点。在图形上，趋势呈现锯齿状的模式；就上升趋势而言，价格将持续创新高，其间所夹杂的回抽走势的底部也不断垫高；就下降趋势而言，价格将持续创新低，其间夹杂的反弹走势的高点也不断下滑。

分析趋势时，趋势线是最有用的工具。不论业余或专业的市场玩家经常触犯一项严重的错误：趋势线的定义与绘制，在方

法上缺乏一致性。若希望趋势线能够发挥功能，必须精确反映趋势的定义。我设计的方法非常简单，而且具有一致性。它同时符合“道氏理论”中对于趋势的定义，以及该理论对于趋势变动的推论：

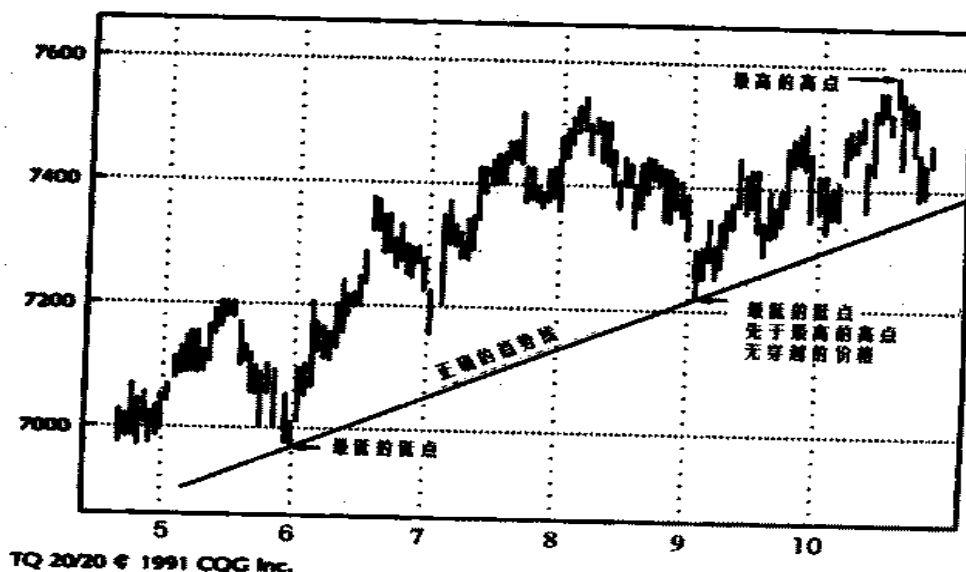


图 7.1 日线图

1989 年 12 月份活牛期货——上升趋势。上升趋势线是由最低的低点绘制一条直线，连结最高之高点前的某一低点，使该直线在两个低点之间不会穿越任何价立。

1. 选择考虑的期间：长期（数个月至数年）、中期（数个星期至数月）或短期（数天至数个星期）。在既定的期间内，如果趋势线的斜率变动非常明显，可能同时存在数条趋势线。

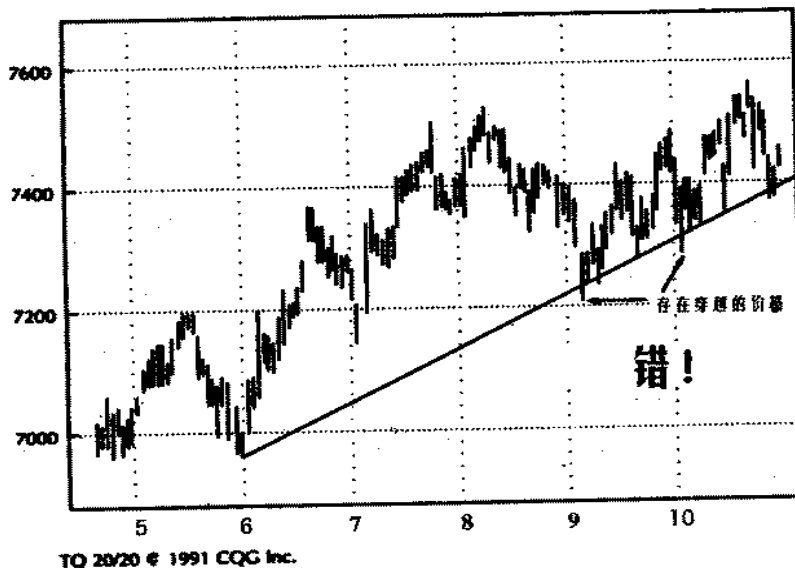


图 7.2 日线图

1989 年 12 月份活牛期货——错误的上升趋势线。这条上升趋势线并不正确，因为在两个低点之间，趋势线穿越某些价位。这种错误会导致趋势变动的误判。

2. 上升趋势线：在考虑的期间内，以最低的低点为起点向右上绘制一条直线，连接最高之高点前的某一个低点，而使这条直线在两个低点之间未穿越任何价位（图 7.1 与 7.2）。延伸这条直线而经过最高的高点（译按：这是指水平轴上的位置而言）。当趋势线经过所考虑最高之高点后，它可能穿越某些价位。事实上，这是趋势发生变化的一种现象，稍后将讨论这方面问题。

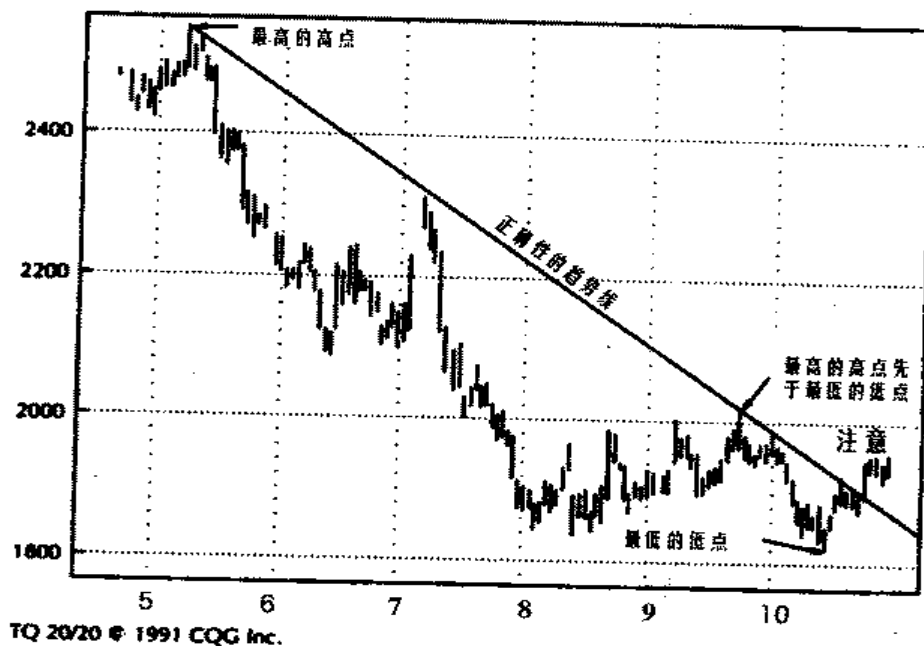


图 7.3 日线图

1989年12月份黄豆油期货——下降趋势线的正确绘制方法。下降趋势线是由最高的高点绘制一条直线，连结最低之低点前的某一点，使该直线在两个高点之间不会穿越任何价位。

3. 下降趋势线：在考虑的期间内，以最高的高点为起点，向右下方绘制一条直线。连接最低之低点前的某一个高点，而使这条直线在两个高点之间来穿越任何价位。延伸这条直线而经过最低的点（图 7.3 与 7.4）。

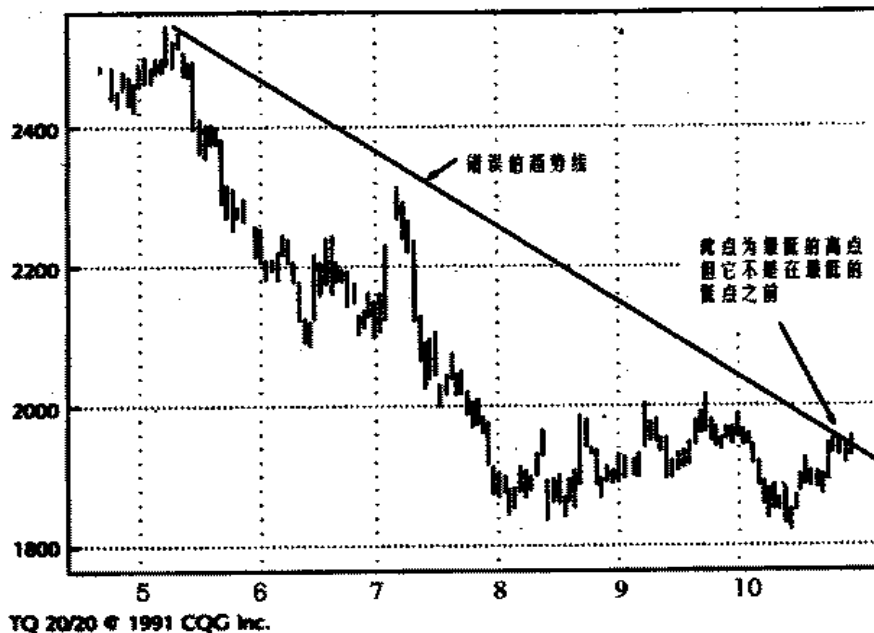


图 7.4 日线图

1989年12月份黄豆油期货——错误的下降趋势线。这条下降趋势线并不正确，因为在两个高点之间，趋势线穿越某些价位。请留意，图 7.3 中，趋势线显示趋势可能已经发生变动，本图的趋势线，未明确显示趋势变动的征兆。所以，以正确的方式绘制趋势线非常重要。

这种方法虽然简单，却非常精确而具有一致性。如果你根据相同期间内的资料线性回归分析，最佳套入直线的斜率将相当近似于趋势线的斜率。这与其他方法不同，它使你可以避免依据个人的主观看法绘制趋势线——避免将个人的欲望强加在趋势线之上。趋势发生变动时，这项方法也可以在图形上提供判断的基准。

如何认定趋势的变动：简单的 1—2—3 准则

在底部买进而在顶部卖出，当然是最理想的投机方式，但这显然不是一种可以稳定达成的境界：市场的发展太过不确定。然而，我们可以在技术上判定，趋势何时将发生变动，并因此掌握大多数股票与商品之长期价格走势的 60% 至 80% 幅度。

价格走势有三种基本的变动，它们之间的相互配合。可以界定任何市场的趋势变化：股票、商品、债券——它们分别为：

1. 趋势线被突破。价格穿越绘制的趋势线（参考图 7. 5）。

2. 上升趋势不再创新高，或下降趋势不再创新低。例如，在上升趋势的回档走势之后，价格虽然回升，但未能突破先前高点 或仅稍做突破又回档。类似情况也会发生在下降趋势中。这通常称为“试探”（test）；高点或低点。这种情况通常——但不是必然——发生在趋势变动的过程中。若非如此，则价格走势几乎总是受到重大消息的影响，而向上或向下跳空，并造成异于“常态”的激烈价格走势（参考图 7. 6）。

3. 在下降趋势中，价格向上穿越先前的短期反弹高点；或在上升趋势中，价格向下穿越先前的短期回档低点（参考图 7. 7）。

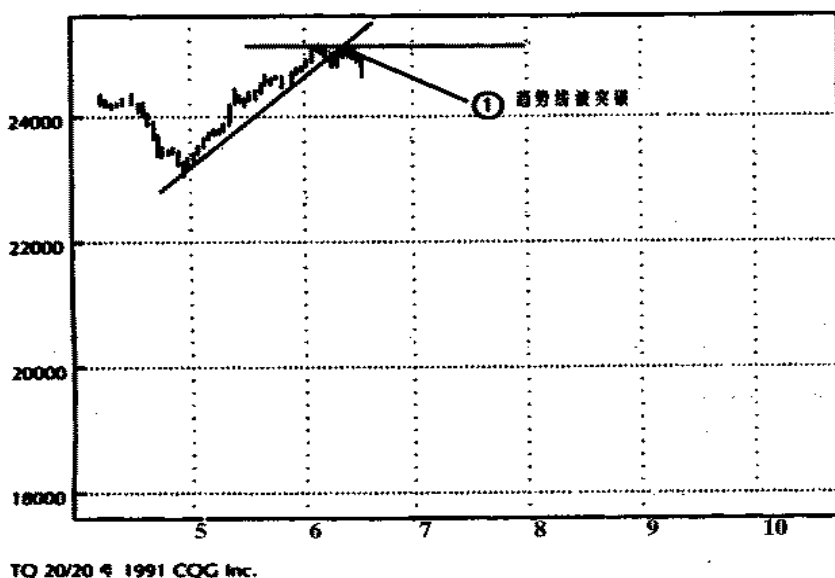


图 7.5 日线图

1990 年价值线现货指数——突破中期趋势线。价格穿越一条绘制适当的中期趋势线时，这是趋势变动的第一个征兆。1—2—3 趋势变动准则的第 1 种情况。

如果上述三种情况同时发生，相当于“道氏理论”对于趋势变动的确认。如果仅发生前两种情况，代表可能的趋势变动。在三种情况中，若出现两种，则增加趋势发生变动的或然率。三种情况同时产生，则界定所谓的趋势变动。

在走势图观察趋势的变化，必须根据下列方式将先前的原则转换为图形的格式（参考图 7. 5 至 7. 7）：

1. 绘制趋势线。
2. 在下降趋势中，绘制一条水平的直线穿越目前的最低价，再绘制另一条水平的直线穿越前一波反弹的高点。
3. 在上升趋势中，绘制一条水平的直线穿越目前的最高价，再绘制另一条水平的直线穿越前一波回档的低点。

就上升趋势来说。如果价格穿越趋势线，在穿越的位置标示。如果价格接近、接触或稍为穿越该条对应目前高价的水平直线而未能突破，则在该点标示② 如果价格向下突破该条对应前一个回档低点的水平直线，则在该点标示③ 如果这三个情况出现两者，则趋势很可能会发生变化。如果三个情况全部出现，则趋势已经发生变化，并最可能朝新的方向继续发展。

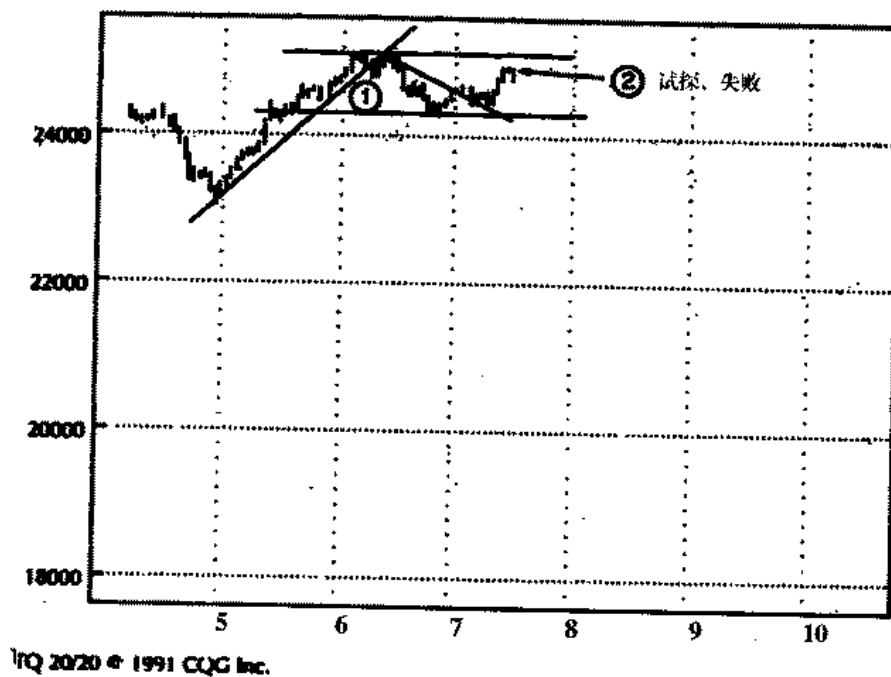


图 7.6 日线图

1990 年价值线现货指数——测试先前的中期高点而失败。价格接近而未能到达先前的高点时，这是趋势变动的第二个征兆。1-2-3 趋势变动准则的第 2 种情况。

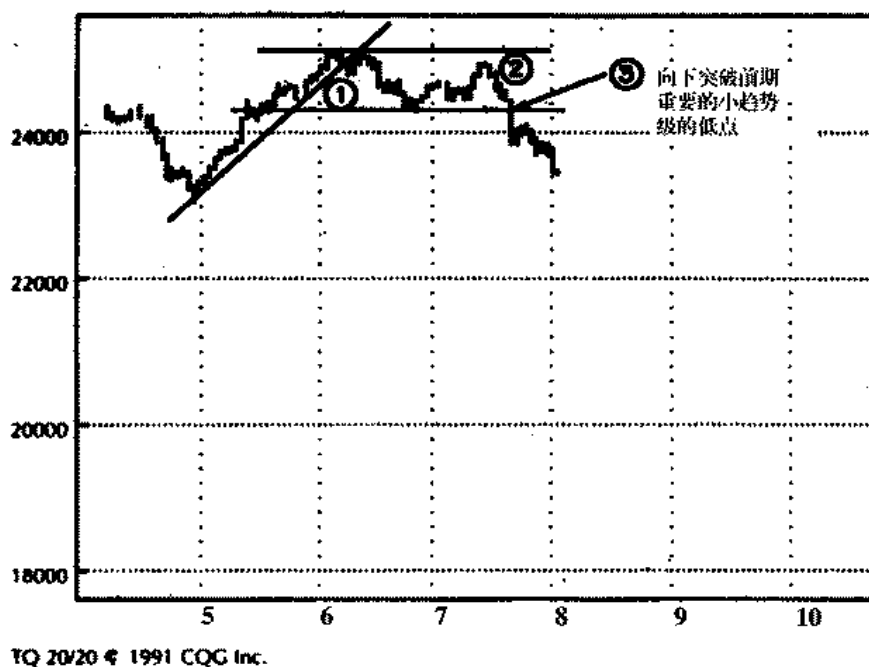


图 7.7 日线图

1990 年价值线现货指数——价格跌破先前的中期低点。价格跌破先前的重要低点，这是趋势变动的第三个征兆。1-2-3 趋势变动准则的第 3 种情况。

稍做练习，你便能够以目测的方式判断趋势发生变动的准则，并以 1—2—3 思考：（1）突破趋势线；（2）测试先前的高点或低点（3）向下跌破前一波回档的低点或向上穿越前一波反弹的高点。1—2—3：趋势已经发生变动了！

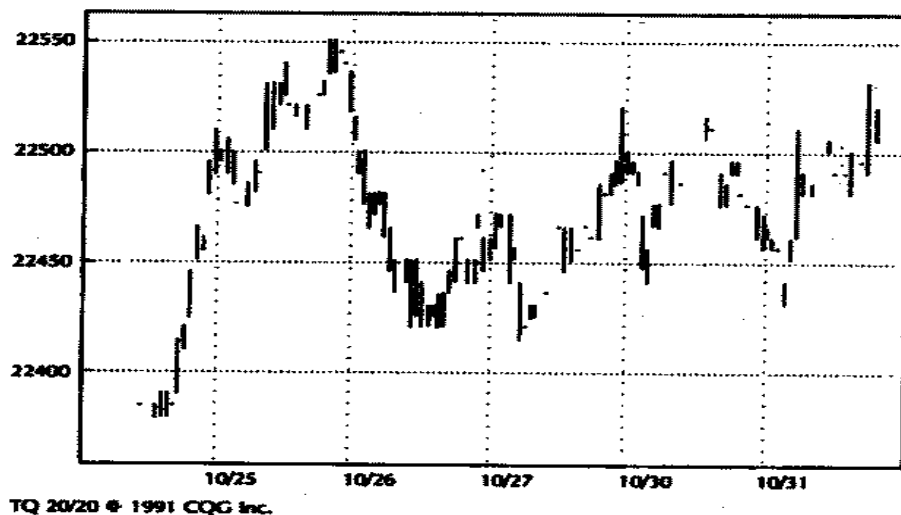


图 7.8 15 分钟线图

1989 年 12 月份商品指数期货——流动性欠佳的范例。这是一份商品指数期货的 15 分钟走势图，它显示成交量稀少、价格波动大、许多跳空缺口与没有发生交易的期间。

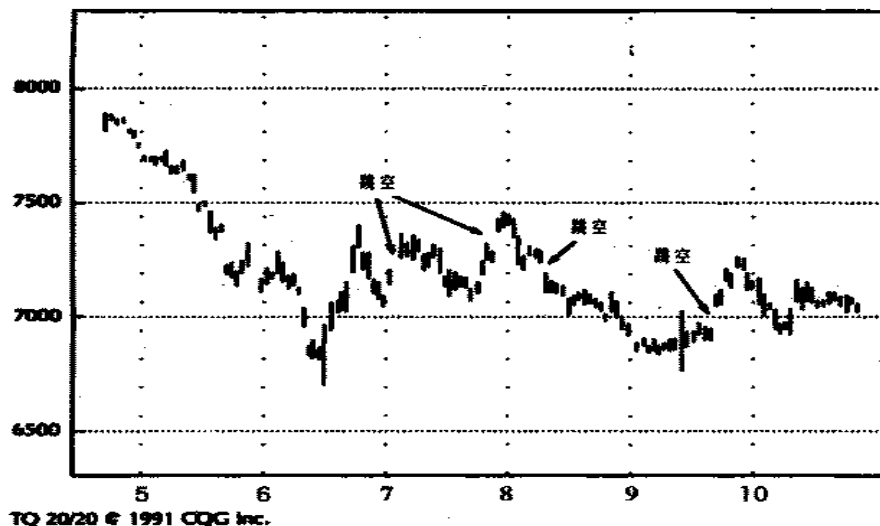


图 7.9 日线图

1989 年 12 月份日圆期货——一个对于消息面非常敏感的市场。外汇市场对于消息面相当敏感，因为中央银行可以操纵供给面。请留意，每天的开盘价经常跳空，趋势的变动也非常快速。除非在适当的情况下，否则在外汇市场建立投机头寸的风险很高。

当然，根据这些法则交易，未必有 100% 的效果——没有任何方法具有绝对的效果。在流动性欠佳、对十消息面非常敏感、或高度投机的市场与个股中，特别容易出现突然的反转（参考图 79）。假定你根据 1—2—3 准则或其他类似准则交易，而行情突然反转，这称为“捱耳光”（译按：这是在价格波动甚为剧烈的行情中，当你买进之后，价格突然下跌，或当你卖空之后，价格突然上涨）。避免捱耳光或降低损失的最佳方法是遵循下列法则。

1. 交易仅选择流动性高，且历史上甚少出现突然而大幅的反转走势的市场。由图形中观察，流动性欠佳的市场经常出现成交量不大而价格剧烈波动的走势。

2. 在可能的范围内，避开对于消息面非常敏感的市场，或对于政府货币与财政政策反应剧烈的市场。由图形中观察，这类市场经常出现“跳空缺口”——价格出现突然而巨幅的变动，而中间的价格并未显示③（图 79）。

3 唯有当你可以将出场点设定在先前的支撑或压力价位。才可以建立交易头寸。这种情况下，如果市场证明你的判断错误，你可以迅速认赔。这类的出场点，如果事先已经递入交易指令，称为“停损”；如果仅是预先设定，而价格已经接近此价位时，才递入交易指令，则称为“心理停损”（图 7—10）。（译按：在译文中，不论是获利了结或认赔出场，这类的策略一律翻译为“停损”；所以，停损代表：限制损失的扩大，或限制获利的流失。）

1—2—3 准则是一种简单而有效的交易方法，如果谨慎运用，成功的机会远大于失败。然而，它有一项缺点，三个条件完全满足时，你通常已经错失一段相当大的行情。所以，此处将讨论一种可以协助你提早建立头寸的法则，它是我个人偏爱的方法，我称它为 2B 准则。

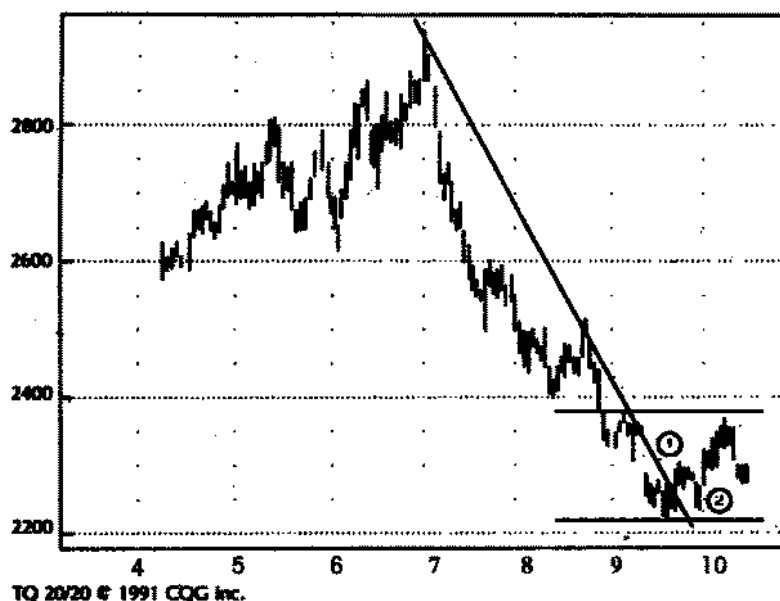


图 7.10 日线图

1990 年 12 月份的玉米期货价格日线图——一个适合于设定停损的市场。情况 2 满足时，这是进场做多玉米的理想时机。市场的流动性高，停损点最初可以设定在最低点，当价格穿越上方的水平直线时，停损点可以往上移至该处。

2B 是否可以成立？往往是输赢的分野！

前文讨论趋势变动的第二准则时，我们曾经提及一种状况：在试探先前的高点（或低点）时，价格往往可以实际突破先前的高点（或低点），但走势却未能够持续。虽然这仅是一种特殊形态的试探，但这种情况一旦出现，通常即是趋势变动的信号。换言之，单单这种现象的本身，便代表趋势非常可能发生变化；就或然率来说，它的重要性远甚于趋势变动三项准则中的任何一种。由于它具有特殊的重要性，所以可以被视为一种法则：

2B 法则

在上升趋势中，如果价格已经创新高而未能持续挺升，稍后又跌破先前的高点，则趋势很可能会发生反转。下降趋势也是如此。这项法则适用于三种趋势中的任何一种：短期、中期与长期（参考图 711、712 与 713）。

在盘中的短线趋势中，价格创新高（新低）之后，如果 2B 法则成立，通常会发生在一天或以内（译按：换言之，当价格创新高（新低）之后，如果 2B 法则得以成立，则在一天或以内便又向下跌破先前的高价[向上穿越先前的低价]）。在中期趋势中，价格创新高或新低之后，如果 2B 法则得以成立，它通常会发生在三天至五天以内。在市场的主要（长期）转折点，价格创新高或新低之后，如果 2B 法则得以成立，通常会发生在七天至十天以内。在股票市场中，价格创新高之后，随后走势的成交量通常会低于正常水准，但反转的确认（译按：价格跌破先前的高点时）却会暴发大额成交量。

依据 2B 准则交易，如果市场出现不利的走势。你必须当机立断，即刻承认错误。例如，在当日冲销的交易中，如果你根据 2B 卖空，当价格再度回升穿越新高价时。你必须立即平仓出场。

如果价格仍然未能正式突破高价，你可以再卖空，但必须限制自己的损失，并让自己捱耳光出场。只要能够迅速认赔，你便可以“留得青山在，不怕没柴烧”。就当日冲销来说，2B 准则的成功机会大约仅有 50%，错误时，如果可以限制损失，正确时，让获和头寸持续发展，你可以因此享有巨额的获利就中期与长期来说，2B 准则的成功机会则远较高。

1989 年 10 月 13 日的“道琼工业指数”便出现典型的中期 2B 图 714，在 10 月 9 日，“工业指数”以低成交量创新高 2791.4。但新高并未受到“运输指数”的确认——明确的中期空头征兆。随后的几天内，行情不断下滑，10 月 12 日的收盘指数为 2759.8，距离 9 月 1 日的先前高点 2752.10 仅有 7.3 点的差幅。所有相关指数也呈现跌势。2B 准则在 10 月 13 日成立的可能性很高。后续的发展都已经是历史了。在些许的利空消息影响下，大盘竟然在恐慌性的成交量下暴跌 191 点。

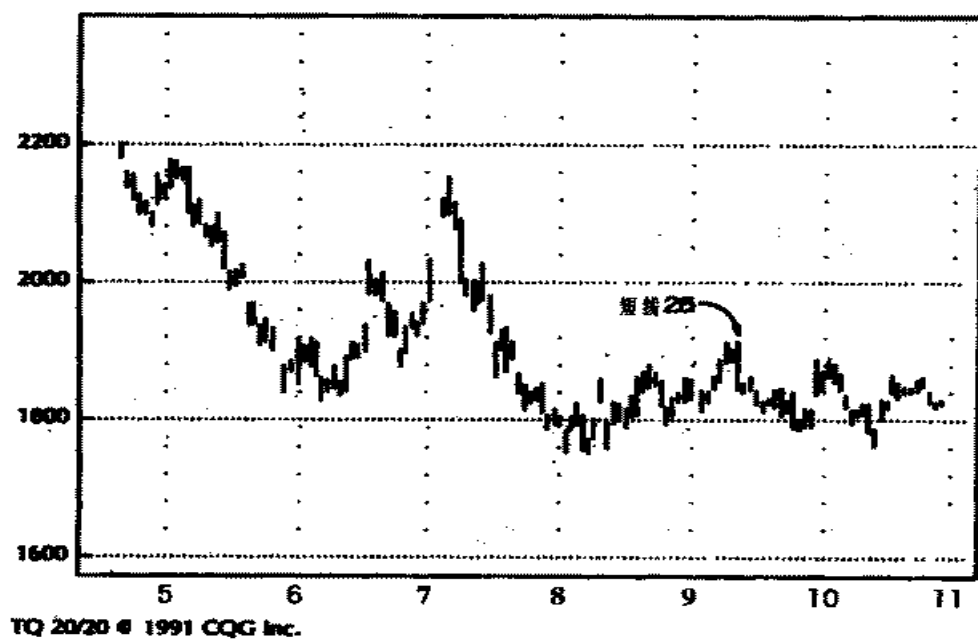


图 7.11 日线图

1989 年 12 月份黄豆粉期货——短期的 2B。这份黄豆粉期货日线图显示短期的 2B。价格创新高，而随后又跌破先前的高点时，如果当日冲销者在这个时候卖空，获利相当可观。

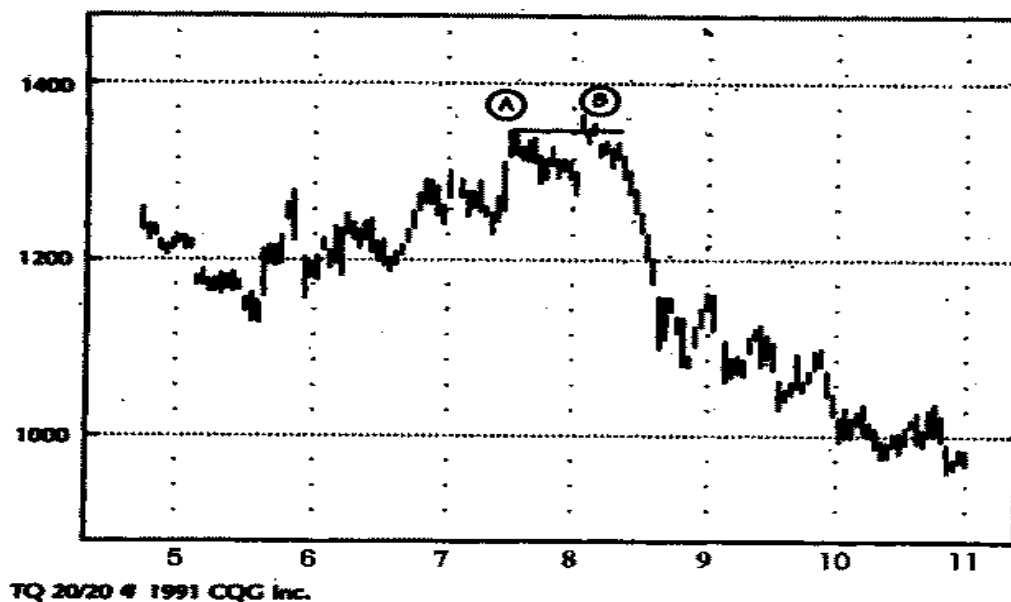


图 7.12 日线图

1989 年 12 月份可可豆期货——中期的 2B。这份可可期货日线图显示中期的 2B。先前的中期高点为 A，价格在 B 点突破，但三天后又跌破 A 点的先前高价。

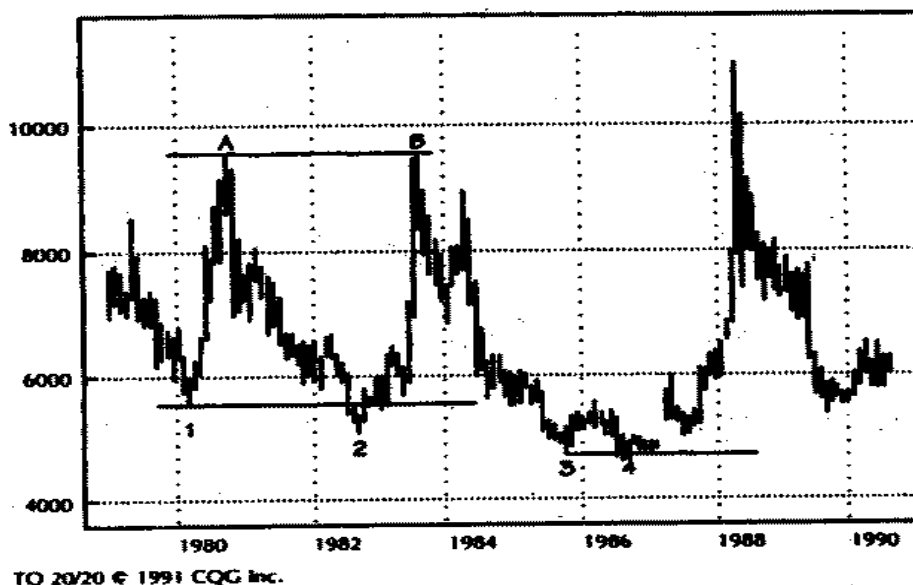


图 7.13 日线图

黄豆的月线图——以长期的 2B 交易。这份黄豆期货的月线图，显示数个长期的 2B。在 B 点，价格未能正式突破 A 点的高价时，2B 代表绝佳的卖空良机。在点 2，价格未能正式突破点 1 的低 2 价时，2B 代表绝佳的买进良机。在点 4，依据 2B 准则交易的长期投资者，至少会捱一次耳光而出场。然而，稍后你应该再建立多头头寸，就其随后的价格走势而言，先前认赔的金额并不算大。

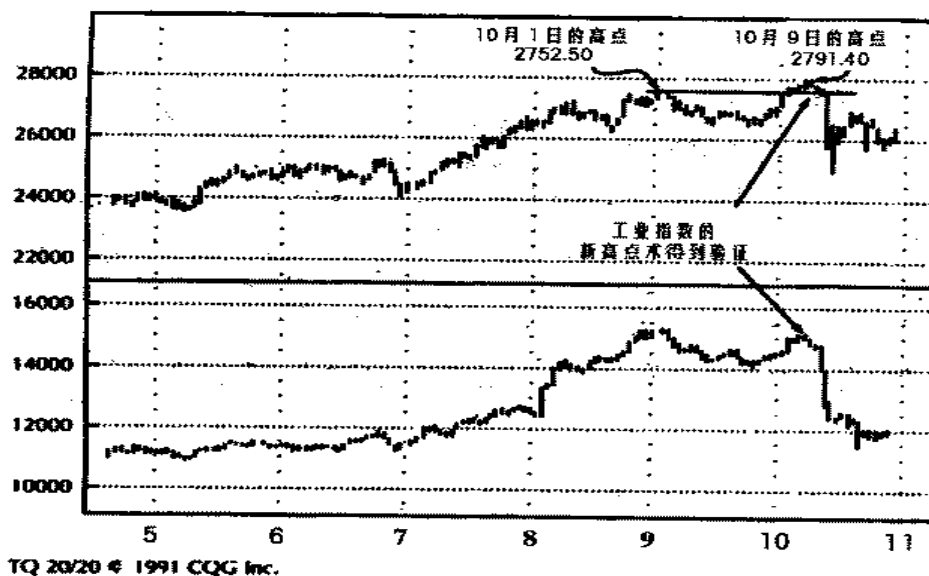


图 7.14 日线图

道琼工业与运输指数，其中工业指数呈现中期的 2B。运输指数未确认新高点更增加卖空的成功机会。

试探的发生缘由与 2B 模式

为了了解这些模式发生的缘由，你必须知道交易所场内的情况。以商品交易所的场内为例，它是由场内交易员与经纪人构成——前者为自己的帐户交易，后者以执行交易指令来赚取佣金。场内经纪人仅是为客户执行交易指令，但场内交易员则试图掌握盘中的趋势，并依据价格走势操作。

通过经纪人而由场外交易商品的人们，通常会采用停损报单。所谓的停损单，是指设定的价位一旦被触及或穿越，则以当时“市价”买进或卖出。以 S&P 500 期货的交易为例，你可能告诉经纪人，“以 356.20 的停损价帮我买进五口 3 月份 s&p 期货”。如果市场价格一度在 356.10 成交，随后又回升至 356.40，则场内经纪人将以当时的市价为你买进五口合约，因

为你的停报价位已经被“触及”。

交易者经常会以停损单限制损失。例如，一位交易者以市价买进五口合约，随后可能递入另一张交易指令，在市场证明他为错误的价位，设定卖出五口合约的停损卖单。因为场内交易员每天都在“交易池”打滚，优秀的交易员非常了解交易的心理与状况——尤其是交易者如何设定停损点。在没有重大新闻的情况下，停损点通常都会设定在先前的（重要或次要）高点或低点。

由于了解停损点的位置，场内交易员与交易自己帐户的经纪人，基于利益的考虑，都希望把价格推动至“支撑水准”的稍下方或“压力水准”的稍上方，迫使停损单成交。这称为“清除停损”。在停损单清除以后，市场将重新调整。这便是大多数 2B 模式发生的原因，而且每一种市场都会出现这类活动、清除停损最常发生在短线的基础上，但也同样适用于中期与长期。在股票市场中，又涉及另一项相当微妙的特色。

股票交易所的场内也有场内交易员与经纪人，某些场内交易员称为“造市专家”——他们负责某些特定股票的交易。他们根据“登录簿”交易——登录簿上列出买、卖单的价位与数量。造市专家的工作便是为他所负责的股票“造市”——以系统的方式，撮合股票的买、卖双方。

一般来说，登录簿上每一价位的股票数量都是数万股，而“造市专家”每撮合 100 股便可以收取固定佣金，所以他们实际上是经纪人。基于自身利益考虑，他们当然希望推动价格以促使较多的单子成交，而且他们已经跟先知道各个价位所挂的买、卖单数量，至少就他们自己的登录簿而言是如此。

某些精明的文易员认识场内的造市专家，并培养出一种感觉而可以根据造市专业的行为判定他们登录簿上的大单子。对于这些交易员说，他们也有理由推动价格而使大单子成交。

例如，假定在多头市场的行情中，IBM 买一卖报价为 110 1/8~1/4，所挂的股数分别为 5000 股。某位造市专家登录簿中的买单情况为：3/8 为 1 万股，1/2 为 2 万股，5/8 为 2 万股。

一位精明的交易员可能对于这位造市专家的登录簿相当了解，于是他在 1 / 8 买进 5000 股。其他交易员发现这种情况也随后跟进，他们精确地判定这位造市专家在上档的数个价位都挂有大买单。于是，场内对于 IBM 便产生一种多头的气势。成交量扩大，价格向上跳动，这位造市者的单子不断成交，不仅赚进他的佣金，而且一路向上为自己的帐户买、卖而获利，因为他知道他不会发生亏损。交易员们不断驱动价格，并一路获利。当走势的动能耗尽后，价格又回跌至原先的水准。

造市专家的世界是一个微妙的世界。前文中，我说造市专家在涨势中为自己的帐户买、卖而获利，这项陈述或许并不精确。实际的情况是如此：审慎公司打电话给这位造市专家，“帮我买进 100 万股的 IBM”。这位造市专家说道，“噢！你要买进 100 万股。真巧合，我也是”。于是，他与审慎公司一起买进 IBM。

每当他买进 1 万股，自己分 5000 股，审慎公司分 5000 股。现在，犹如我先前的描述，IBM 将酝酿出多头的气势。然而，他审慎公司与不同。后者是买进而持有，造市专家则是买进股票以催动股价；换言之，他买进股票，但股价向上跳动时又反手卖出，而且他知道他的操作必然成功，因为买单已经挂在他的登录簿。所以，造市专家的行业可以代代相传而不会消失；这是金融市场中最没有风险的赚钱行业。

显然地，赚钱虽然可以，但造市专家不可以不负责任。如果他们仅顾自己推动价格，完全忽略客户的利益，他们将因此失业。此处希望强调的重点是：价格走势图中的明显模式，主要都是来自于交易所场内的专业活动。

讨论 2B 模式与发生的缘由时，我们假定市场并没有出现重大的新闻，或个股的基本面没有发生重大的变化。在没有配合专门知识的情况下，单独依据 2B 交易，可能涉及相当的风险，尤其是商品市场，因为它们对于消息面的变化非常敏感。然而，如果在最广泛的知识配合下，这项准则可以为投机者带来可观的获利。

次级修正走势的 ABC 三波浪

根据我个人的看法，“艾略特波浪理论”太过主观 不适合运用于专业的投机活动，但其中有一项观点则非常有助于判断多头与空头市场次级修正走势的顶部与底部。“艾略特波浪理论”认为，市场价格走势会遵循周而复始的波浪模式。在这些模式中。艾略特提出如图 7. 15 的 ABC 三波浪走势。

不论在多头或空头市场中，次级修正走势几乎都呈现这种模式。此模式中的另一项特色。是 BC 浪的成交易会萎缩。一般来说，这种走势必须配合其他重要指数的确从才有效。请留意，如果市场中出现重大的消息，上述模式可能被破坏。如图 7 15 所示，在多头市场次级修正走势的 C 点，价格局能试探或向下突破 A 点的价位。空头市场也有类似的情况。显而易见地，如果你可以判定 C 点何时出现，则是做多（多头市场）或卖空（空头市场）的良机。

在多头市场次级修正走势的 BC 浪中，价格向上突破 BC 浪的下降趋势线时，是建立投机性头寸的理想机会，但有

一个先决条件：在 BC 浪的跌势中，成交量必须缩小。停损点应该设定在 A 点与 C 点的较低价位，因为任何法则都有可能失败。

价格突破 BC 浪的下降趋势线时，如果成交量并没有明显的变化，形成底部的可能性并不大。反之，如果突破时出现大量，突破走势非常可能不是代表空头的修正，而应该是主要多头市场的第二只脚，当然这还需要基本面的配合。

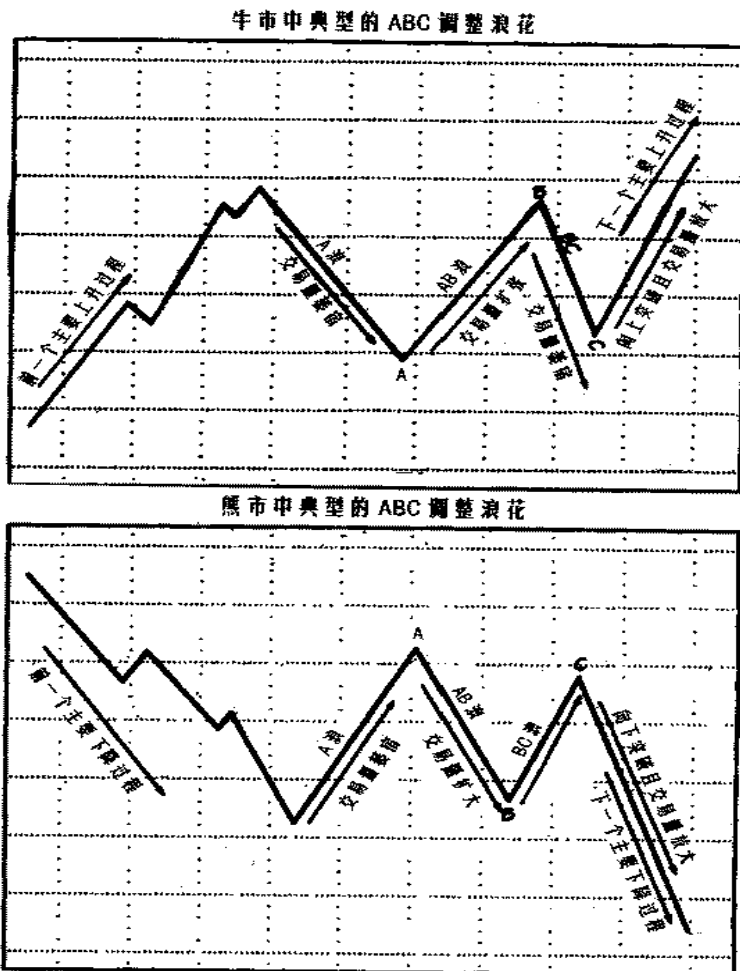


图 7.15

次级修正走势的 ABC 三波浪——多头市场（上图）与空头市场（下图）次级修正走势的典型三波浪模式。

摘要

投机的艺术是在中期趋势中买进与卖出股票、债券、外汇、商品以及其他交易工具。最理想的长期多头头寸，是建立在中期下降趋势底部的附近，这可能是空头市场的结束，或多头市场次级修正走势的转折点。反之，最理想的长期空头头寸，是建立在多头市场的顶部或空头市场中期修正走势的顶部附近。

如果你运用上述方法做为初步的筛选标准，可节省许多时间与精力。一旦熟悉这些准则后，你只要浏览图形，便可以很快地整理出适合买卖的证券、期货以及其他交易工具，并剔除许多太过模棱两可而不适合投机的对象。经过初步的筛选，你可以由较广的角度做进一步的研究，并挑选报酬潜能最高而风险有限的对象，并实际的投机。下一章将讨论另外一些技术分析的指标，它们可以协助你拟定投机决策。

附注：

①这类资料可以在大型书店或金融书籍的专卖店适当的书籍中找到的初级读物是相当不错的起点 可以让你概略了解金融市场的运作机制。有关保证金的问题。则可向你的经纪人查询。

③我说“相当于”，因为“道氏理论”仅处理股票指数的主要趋势与次级修正走势中的趋势变动，此处的定义则适用于所有市场。

③在交易所的场内。记录员会观察场内的活动，新价格成交时，他们会输入新资料，并传输至场内与全球各地的报价荧屏上、在“快市”中，记录员无法跟上价格的变动，所以荧屏的报价无法精确反映价格的变动。

第 8 章 失败可能来自于分析报告未提供的资料

鲑鱼的资料有何重要性？

我非常佩服某些分析报告的周详内容——严谨的研究，并由各种角度判定“市场价值”。无疑地，分析报告中包含许多有趣的资料，某些报告的推理健全，文笔流畅，而且极具说服力。然而，你知道吗？许多年以来，我已经不再阅读任何分析报告了！

我对市场专业者发表演讲时，我经常在开场白中提出一个问题。

“如果秘鲁沿岸的海潮向外移动，你应该买进或卖出黄豆？”

一般来说，听众的反应是：“我原本以为这家伙很棒，但他究竟在说些什么？”

然后，我会解释，海潮向外移动时，秘鲁沿岸的鲑鱼便会随着海潮移往太平洋的外海，所以鲑鱼的捕获量将减少。鲑鱼主要是供日本人饲养牛只，鲑鱼的产量减少时，日本人便会以黄豆做为饲料。黄豆的需求增加时，黄豆与黄豆粉期货的价格也会上涨。因此，秘鲁沿岸的海潮向外移动时，你应该买进黄豆。

这个时候，我通常已经可以掌握听众的注意，但仍有一些人表现出一副“那又怎么样？”的态度。这个故事的重点并不是强调：你必须观察秘鲁沿岸的海潮，才可以有效地从事交易黄豆。重点是：从事交易时，你没有必要知道每一项可以被知道的知识。事实上，你不可能知道所有的相关知识；如果你根据特定市场的知识交易，则你很可能因为一件你不知道或未曾考虑的事件而失败。换言之，失败可能来自于分析报告未提供的资料。

犹如彼得·林奇在《闯荡华尔街》一书的解释，普通常识总是胜过无数的报告与数据。然而，我与彼得·林奇的看法有一点不同，我认为如果你知道自己在寻找什么，市场可以提供你需要的大部分知识。特定来说，有一些重要的技术指标，它们正确的机会大于错误，而且在交易生涯中，它们都历经各种考验。

随意翻阅爱德华兹与马吉所著的《股市趋势的技术分析》，在短短五章内，我便发现 20 多种不同的技术排列模式。我非常尊崇爱德华兹与马吉，以及他们的经典作品，但我并不建议以这些复杂的技术模式做为交易的主要工具。然而，适量的技术分析工具却可以提供有效的帮助，因为它们可以辅助我们判定任何交易中的潜能与陷阱。其是在股票市场中。我称它们为“辅助性”的工具，因为我绝对不会仅根据它们从事任何交易。相对来说，它们是告诉我“不可以做什么”，而不是“可以做什么”。

我最经常使用的辅助性技术工具为：

1. 移动平均 (MA)
2. 相对强度指标 (RSI)
3. 动能指标 (震荡指标)

犹如我先前所说，唯有你掌握有利的胜算时，才投入资金，这便是投机的艺术。这些辅助性技术工具可以协助你衡量胜算。在我知道的所有技术分析指标中，除了前一章讨论的内容以外，它们的效果最理想。

移动平均的观念

移动平均是取某特定期间内数据的平均值，并不断剔除最早的数据而以最新的数据取代，然后再重新加总与平均。

以“道琼工业指数”收盘价的 10 天移动平均为例，你首先取最近 10 个连续交易日的收盘价，计算总和与平均值。第十一天，你以当天的收盘价，加上前 10 天的总和，再减去第一天的收盘价，便是第十一天的 10 天期移动平均值。每天都重复上达程序，则平均值将每天“移动”；换言之，平均值每天都会根据最新的收盘价而变动。如果你将计算的结果逐日绘制于价格走势图上，便呈现类似如图 8.1 的情况。

这么做有何意义呢？移动平均线会将不规则的价格波动平滑化，并凸显趋势与趋势的反转。由于它们是某特定期间的平均值，所以——根据定义——它们是经过钝化的指数，落后于最近期的价格波动。采用的期间愈长，钝化（落后）的效果愈大。详细研究各种移动平均线的资料，可能发现某些重复出现的模式，并根据这些模式判断未来可能的价格趋势。某些模式非常明确，可以用来做为股票与商品的买、卖信号。

在我见过的每一本走势图谱中，几乎都采用某些类型的移动平均线。许多技术分析家与交易者都采用他们自己设计的移动平均线，利用指数或其他加权方法计算。这里我并不打算讨论各种类型的移动平均线，我仅提出我使用的移动平均线，并

解释我的运用方法。

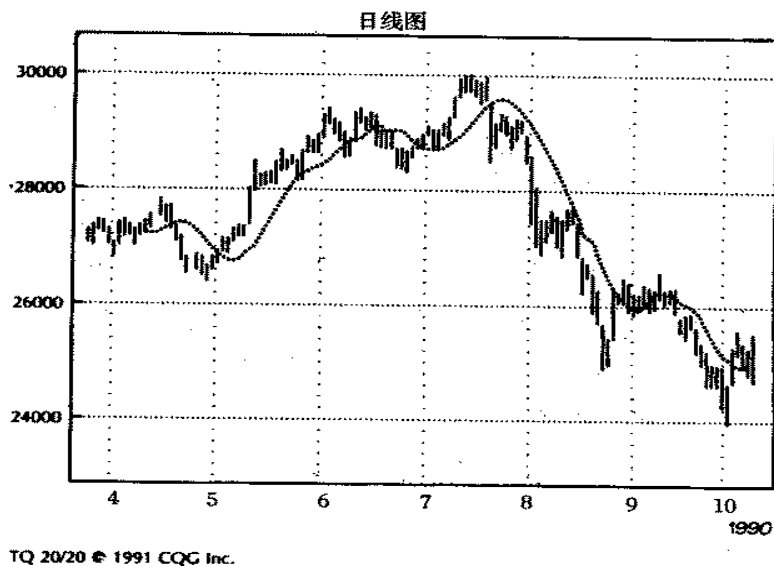


图 8.1 日线图

道琼斯工业指数日线图——10 天期移动平均线。虚线是道琼斯工业指数收盘价的 10 天期移动平均线。请注意，相对于实际的价格走势，移动平均线较平滑，在时间上有落后的倾向。

个人而言，我认为股单市场（个股与指数）最理想的移动平均线，是 200 天期（200 个交易日 相当于 40 周）的移动平均线（参考图 8. 2）。

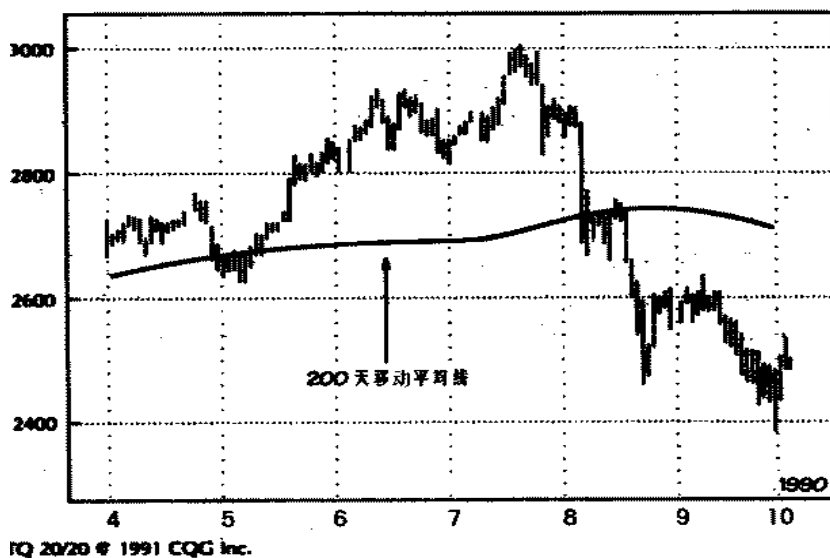


图 8.2 道琼斯工业指数日线图

道琼斯工业指数与 200 天期移动平均线。

1968 年我开始采用这项指标，当时我阅读威廉姆·戈登的一份研究报告，他将 200 天移动平均的买卖准则运用于 1917 年至 1967 年的“道琼斯工业指数”，每年的平均报酬率为 18.5%。同时，他的研究报告显示，投资者若在“道氏理论”对于多头与空头行情的确认日买卖股票，每年的平均报酬率为 18.1%在这份研究报告中，戈登以两个简单的法则决定移动平均的买进与卖出信号：

1. 如果 200 天移动平均线由先前的下降趋势，开始转为平坦或上升，而且价格由下往上穿越均线，代表主要的买进信号（参考图 8. 3）。
2. 如果 200 天移动平均线由先前的上升趋势，开始转为平坦或下降，而且价格由上往下穿越均线，代表主要的卖出信号（参考图 8. 4）。

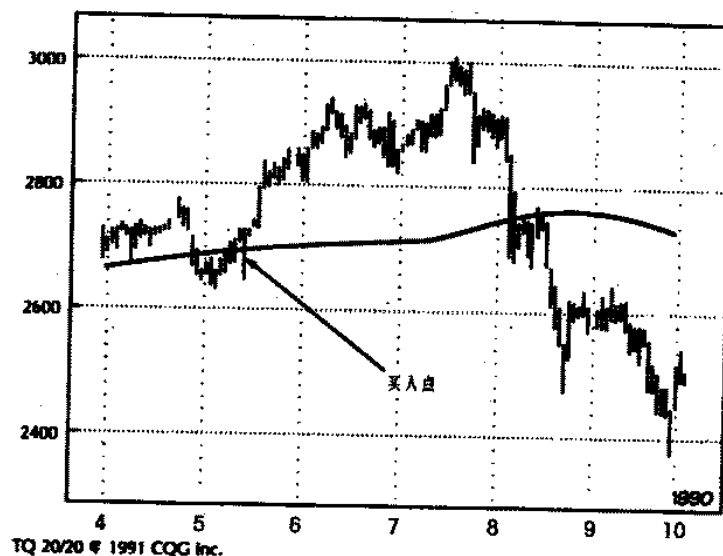


图 8.3 道琼斯工业指数日线图

道琼斯工业指数与 200 天移动平均线——买进信号。如果 200 天移动平均线由先前的下降趋势，开始转为平坦或上升，而且价格由下往上穿越均线，代表主要的买进信号。

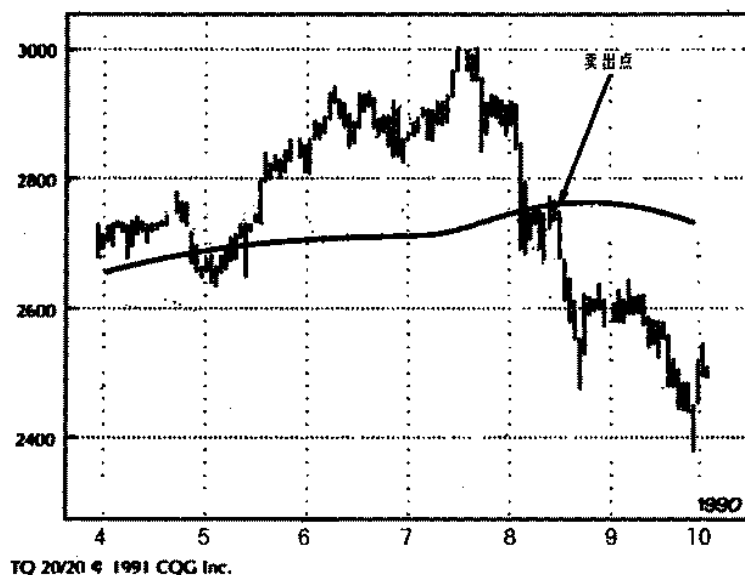


图 8.4 道琼斯工业指数日线图

道琼斯工业指数与 200 天移动平均线——卖出信号。如果 200 天移动平均线由先前的上升趋势，开始转为平坦或下降，而且价格由上往下穿越均线，代表主要的卖出信号。

你不仅可以利用长期移动平均线预测市场指数，也可以将它运用于个股与商品中。对我个人来说，移动平均有两项主要的功能——确认“道氏理论”以判断长期趋势，以及筛选个别股票。

选择个别股票时，如果价格低于移动平均，我绝对不会买进；如果价格高于移动平均，我绝对不会卖出。你只要拿起任何图谱，并采用 35 周或 40 周的移动平均线，则你便了解我为何这么做——胜算的问题。

就较短期的移动平均线来说，我仅发现另一组均线。具有一致性的功效，并禁得起时间的考验。它不仅适用于个股与股票指数，也适用于其他许多商品。

1 当 10 周移动平均线穿越 30 周移动平均线，而两者的斜率都向上，并且价格又同时位于两条均线的上方，这代表买进信号（参考图 85）。

2. 当 10 周移动平均线穿越 30 周移动平均线，而两者的斜率都向下，并且价格又同时位于两条均线的下方，这代表卖

出信号(参考图 86)。

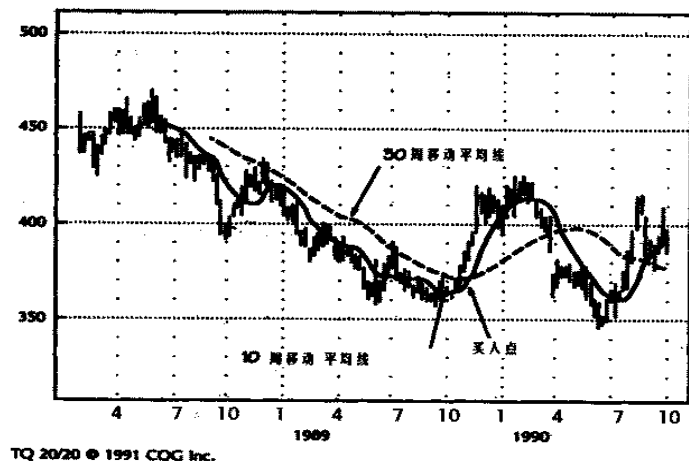


图 8.5 周线图

黄金期货周线图——10周/30周均线穿越法则的买进点。当10周移动平均线穿越30周移动平均线，而两者的趋势都向上，代表买进信号。

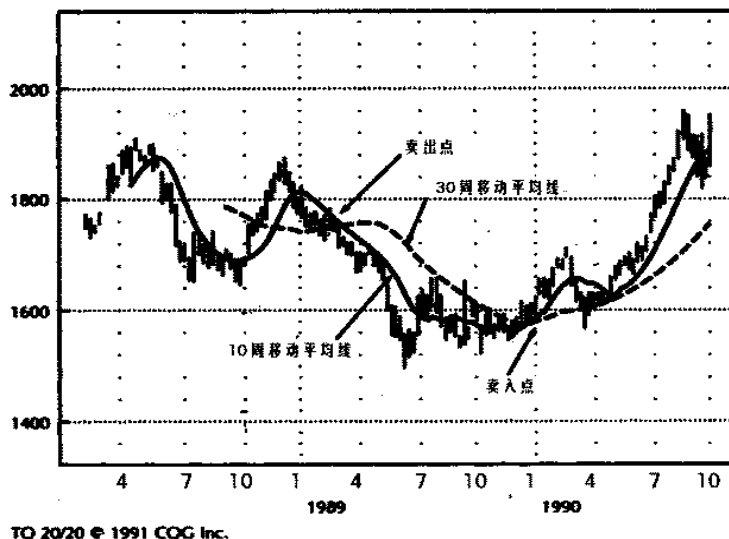


图 8.6 周线图

英镑期货周线图——10周/30周均线穿越法则的卖出点。当10周移动平均线穿越30周移动平均线，而两者的斜率都向上，这代表卖出信号。请留意，图形中分别呈现一个卖出信号与另一个买进信号。

当然，同所有的技术指标一样，这些指标也绝对不是100%的有效。以1989年10月19日的情况来说，如果你仅采用10周/30周均线穿越法则，你势必陷入崩跌的走势中。当你的指标发出卖出信号时，崩盘早就结束了。

在商品期货市场中，并没有明确的法则判断什么期间的移动平均最理想；不同的市场与不同的时间，都需要采用不同期间的均线。例如，作者撰写本文时，200天的期间适用于债券、美元指数与黄金，其他商品则不太适用。

基本上，你必须体认一项事实，就如任何技术分析工具一样，移动平均的效能也会随市场情况的不同而改变。你的时间结构愈短，情况愈是如此。所以，你必须试探不同期间的均线，并寻找一个最理想的期间。当它们不再有效时，你便必须调整。以猪腩来说，我一向来用4周与11周的均线，并以类似10周/30周均线穿越的法则交易。然而，最近，这组均线的信号开始显得迟钝，我可能需要再试探其他的期间了。

运用移动平均线时——或任何其他技术分析工具——最严重的错误便是对它产生一种执着的态度。换言之，你绝对不可以认为自己已经发现“终结所有法则的一项法则”；这世界上没有这种玩意儿。每一个市场都是处在不断变化的过程中，任何方法若未考虑这项事实，它已经触犯最根本的错误。

在哲学上，我非常不认同“实用主义”，但就交易法则而言，我的态度却相当务实。当它不再有效时，你便应该抛弃它。

否则，就如同人与人的关系一样，它会让你大失所望。我目睹了许多这类情况，这些人都曾经是“华尔街”最顶尖的交易员。所以，不论你发现任何的技术性方法或指标，万万不可让自己的感情步入其中。

相对强度的各种应用

根据我的了解，相对强度的概念，最初是由雷亚提出，刊登于1932年巴伦氏杂志的一篇文章中。当时，他并没有采用“相对强度”的名词，而称此为“股票的习性与相互对照的统效表现”。相对强度是一支股票与一群股票或大盘指数之间的比率关系，这种关系也可以存在于一群股票与另一群范围更广的股票或大盘指数之间。

犹如移动平均一样，相对强度也有许多不同的计算公式。在某些图谱中，相对强度的计算较注重最近的价格资料。以纽约股票交易所每日图表系统为例，每支股票都附有相对强度线，它是以周为单位来表示个股价格与S&P 500指数之间的比率关系；除此之外，还有后一种根据时间加权的相对强度指标，它比较个股价格变动率与资料库内股价变动率之间的关系，并给予每支股票一个介于1至99的数据（参考图8.7）。以52为例，这代表这支股票的价格表现超过资料库内其它52%的股票。

相对强度的观念或许有些难以了解，因为我们是处在一个以消费者为主的环境内。当我们还小的时候，我们发现父母亲都是在大减价的期间采购。我们本身也维持类似的传统；我们希望在低价买进，在高价卖出。

例如，假定你喜欢吃柑橘类的水果，如果你在水果店里发现，椰子与葡萄柚的价格都是每磅50美分，你可能各买一些。一个星期以后，你再到这家店里，却发现葡萄柚的价格突然涨价为每磅一美元，橘子仍然是50美分，你可能仅愿意买橘子，而等待葡萄柚的价格下跌、如果你以这种心态购买股须，你通常会吃亏。

你绝对不可仅因为某支股票的价格较低而买进它；股价偏低往往都是很好的理由。你买进股票是希望它有所表现；换言之，它的上涨速度快于一般的股票。相对强度便是衡量这类的表现。在所有条件都相同的情况下，你如果希望买进一支股票，你应该根据相对强度指标买进一支最强劲的股票。

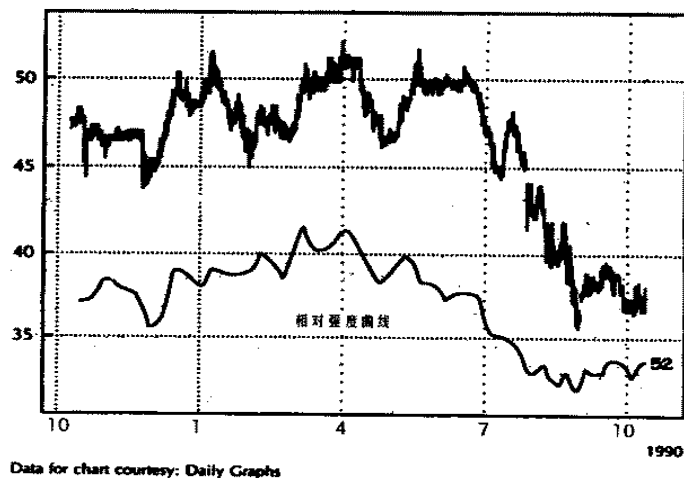


图 8.7 T R W Incorporated (TRW) 分化操作

纽约股票交易所每日图表系统采用的相对强度指标。就这个例子而言，它代表个股与S&P 500之间的相对强弱关系。52是相对强度值，代表它的表现优于资料库中的52%股票。

目前为止，我仅讨论相对强度的一般使用方法。我们还可以由另一个角度运用相对强度的观念，这直接关系着我对于趋势的定义。在上升趋势中，高价与低价都会不断垫高。所以，我会观察“道琼工业指数”，指数创新高时，我会寻找在同一天或稍早也创新高的股票。

这些便是最强劲的股票——市场龙头股。如果市场处于上升趋势中，这些股票便是你应该买进的对象——假定所有的条件都相同——但不是在创新高的时候买进。你必须等待回档，在跌势中买进，因为它们迅速回升的机会较高。相对强度较高的股票，它们的上涨速度会快于其他的股票。

在市场的顶部附近，你准备卖空的时候，我建议你不要选择相对强度较高的股票，因为万一你判断错误，损失将十分严重。我也不建议你卖空最弱势的股票，因为它们的下抽空间非常有限、我建议卖空相对强度适中的股票，因为万一你判断错误，受伤的程度不会太过严重，如果判断正确，你还是有相当不错的利润。

卖空强势股的时机，是当“工业指数”与“运输指数”都已经呈现中期或长期顶部的时候，而且趋势变动的1—2—3准则也加以确认。这是在短期内迅速获利的理想时机，因为当你确认强势股的顶部出现之后，如果行情持续下滑，很可能会出现一至三天的恐慌性暴跌走势。在这类交易中，你最好迅速获利了结，因为许多买盘基于先前展现的相对强势而在低档准备接手，所以它们往往会迅速反弹。

相对强度虽然是一种重要的辅助性指标，但我认为它的重要性尚不及移动平均。换言之，如果某支股票非常强劲，但价格低于移动平均，我仍然不会考虑买进。

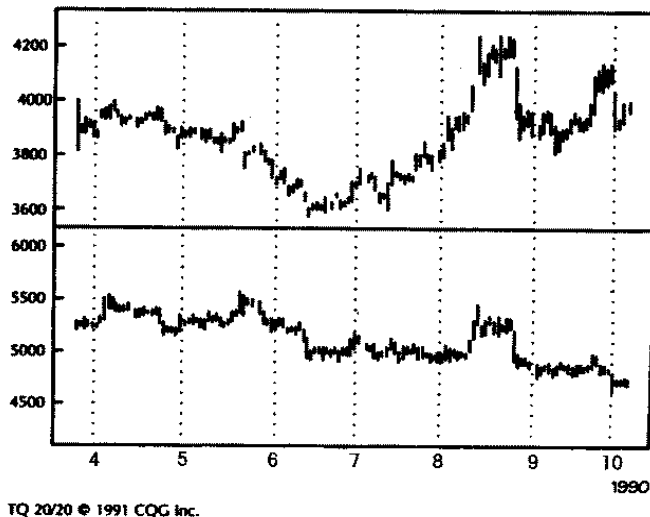


图 8.8 日线图

1990年12月份黄金(上图)与1990年12月份白银(下图)期货——相对强度的比较。稍加浏览便可以发现，黄金创了新的中期高价，而白银则否。另外，白银在9月份创了新低，而黄金则没有。所以，黄金的相对强度高于白银。

相对强度的概念也适用于商品市场，但运用上稍有不同。假定你考虑在贵金属商品中建立多头头寸。你可以比较黄金、白银、白金以及其他类似商品的相对强度，并挑战最强劲的一种商品。以图8.8为例，它分别列出黄金与白银的周线图。稍加测验，我们便可以察觉两种现象：第一，白银在9月份创新低，而黄金则没有；第二，黄金突破先前6月份的中期高点，白银则来突破先前3月份的中期高点。所以，黄金的走势显然强于白银——它的相对强度较高。

在商品中，你也可以把相对强度的概念，运用在价差交易的头寸上。以谷类商品为例，你可以比较玉米与小麦的相对强度。迅速浏览图8.9的两份日线图。你可以发现玉米的走势显然强于小麦，所以你应该做多玉米而卖空小麦。这项决策可以由图形8.10获得确认，它是玉米对小麦的价差日线图。

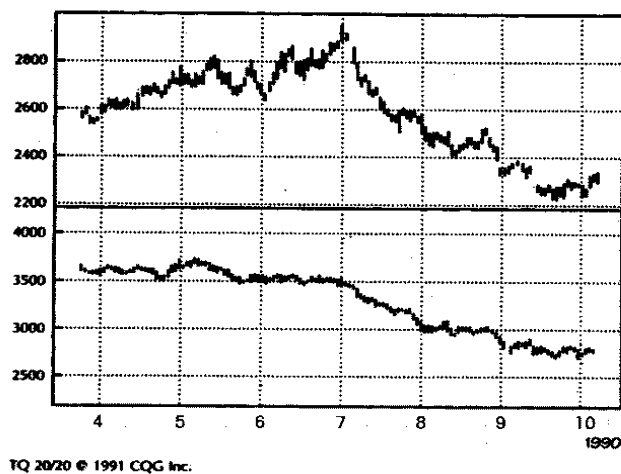


图 8.9 日线图

1990年12月份玉米(上图)与1990年12月份小麦(下图)期货——相对强度的比较。价格是以每英斗0.1美分为单位(换言之，2400相当于每英斗2.40美元)。稍加浏览便可以发现，玉米与小麦都是处于下降趋势中，但玉米的表现优于小麦——它的相对强度较高。

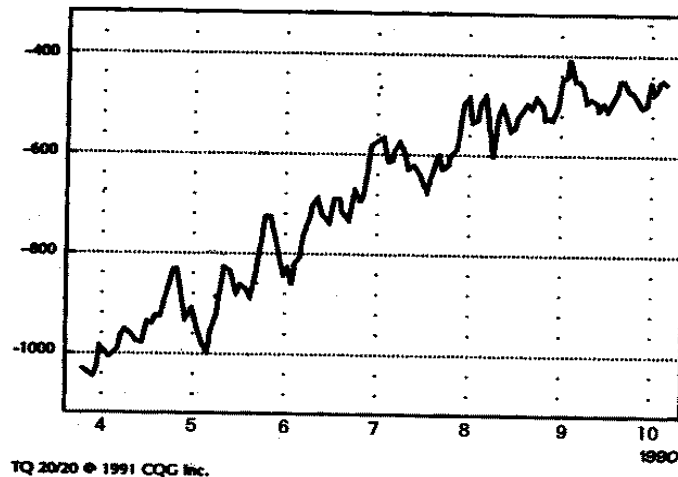


图 8.10 差价日线图

1990 年 12 月份玉米、小麦的每日价差走势图。犹如相对强度的比较，“做多玉米而卖空小麦”是一个理想的价差交易头寸。

动能指标（振荡指标）

运动中的物体具有一种称为动能（momentum）的性质，你可以称它为物体的运动量（the quantity of motion of an object）。动能实际上是代表质量（mass）与速度的乘积。以摇动中的钟摆为例，它的动能不断变化，若以时间做为水平轴描绘动能，其形状便如图 8.11 所显示。

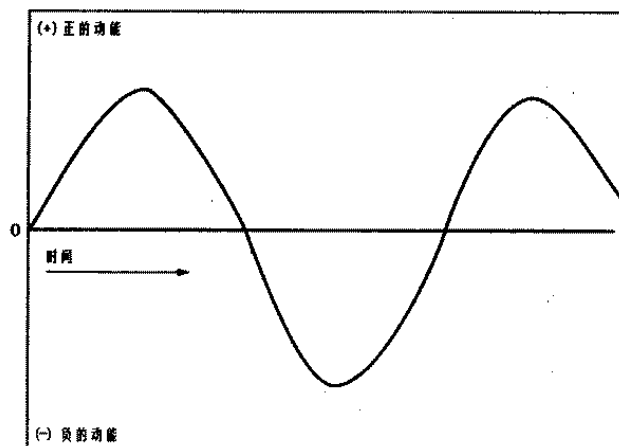


图 8.11

以时间为基准绘制钟摆的动能。钟摆的动能是以基线为准而上下震动。你可以发现，这种模式与金融市场的动能振荡指标非常类似。

市场也具有动能，虽然它并不符合物理学上的严格定义。你可以将钟摆动能的模式，视为是一种理想化的市场行为，价格以某点为中心而上下振荡，而价格变动的速度始终不断变化；在图形中，顶部与底部的反转，则对应市场的顶部与底部。

然而，钟摆有固定的质量与变动的速度，市场动能的质量（成交量）与速度（价格变动率）都不断变化。此外，还有一些外来的干扰力量，例如：政治上与经济上的重大新闻，都可以随时改变市场的动能。所以，我们无法以精确的方式衡量市场的动能，也无法利用它精确地预测市场未来的转折点。然而，我们可以寻找一些高度相关性的市场动能，协助预测价格趋势朝变动。这类的最佳指标称为“振荡指标”。

“振荡指标”这项名词目前已经是一种标准化的金融术语，根据我的了解，它最初出现于股票市场的利润，这是 H. M. 加特利在 1935 年的作品。犹如移动平均与相对强度一样，振荡指标也有许多不同的计算公式，但这些公式之间都有共通的性质。它们都是衡量市场参数在某期间内之差值。因此，它们是衡量重要市场参数的变动率，这些参数可以是价格、行情宽度、移动平均、成交量。它们会以基线为准上下振荡，就如同钟摆的动能一样。

在股票市场中，我采用两种振荡指标——分别以行情宽度与价格为参数。在商品市场中，我采用的振荡指标，则是以两种移动平均之差值为参数。

在股价指数中，我运用的振荡指标（价格与市场宽度）从1975年1月采用以来便始终有效（参考图8.12与8.13）。我在商品市场中运用的振荡指标，其计算公式已经设定在我的报价系统中，我可以随时更改移动平均的计算期间，以便就特定商品寻找最佳的适合期间（参考图8.14）。

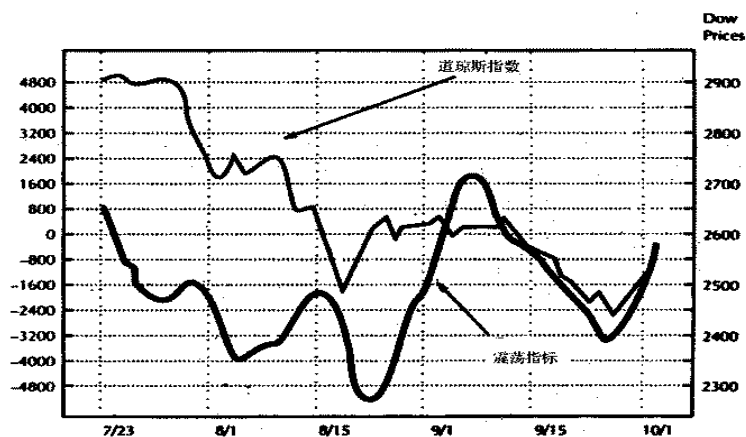


图 8.12

1990年道琼工业指数以及我的长期价格振荡指标。自从我1975年采用它以来，这项长期价格振荡指标的表现便相当理想。请留意9月底的情况，振荡指标在价格之前便已经反转。

参考图8.12至8.14可以发现，一个理想的振荡指标，会在市场趋势开始变动的同时或之前开始反转。大多数情况下，我采用的振荡指标都相当精确。一般来说，市场处于上升趋势时，振荡指标也会随之上升。振荡指标愈高时，市场也愈呈现“超买”的情况。在理想的状况下，就如同图8.11的钟摆一样，市场接近顶部时，振荡指标也会“迟缓下来”；换言之，它会趋于平坦而做头。然后，价格开始反转时，振荡指标会向下，而且持续向下，直至市场接近“超卖”的情况，并出现类似于顶部的反转走势。

一般来说，振荡指标的数值愈高或愈低时——相对于先前出现的其他高、低点而言——它们愈重要。现在，让我说明这些振荡指标的计算方法，以及如如何用它们。

衡量股早行情宽度的动能时，最理想的指标可以称为“10天约当期一净变动一移动平均一行情宽度振荡指标”。这看起来十分复杂，实际上很简单。在我正式讨论它的计算方法前，先稍微解释何谓“行情宽度”。

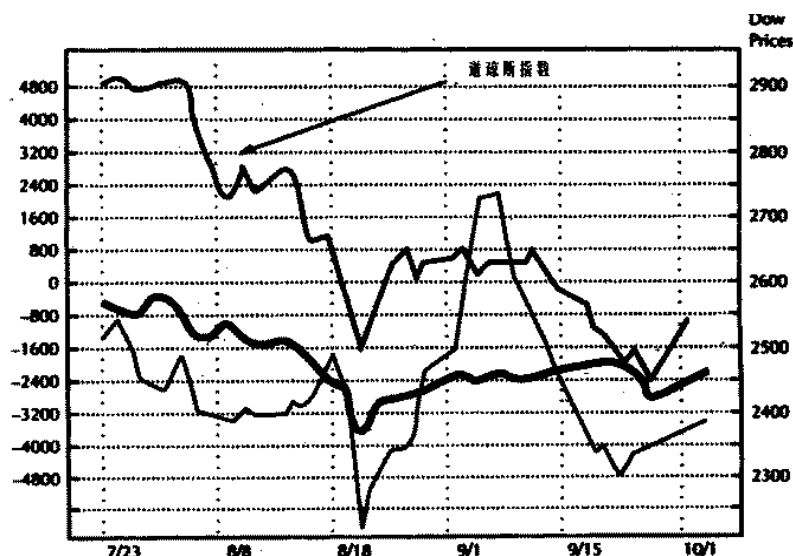


图 8.13

1990年道琼工业指数以及我的行情宽度振荡指标。较淡的线代表短期指标，较深的线代表长期指标。比较这两个振荡指标与图8.12的情况。

行情宽度指标是用来弥补加权股价指数在分析上的缺失。以“道琼工业指数”为例，它是由 30 种股票加权而构成。某些情况下，如果权数较大的股票出现较大的走势，市场指数将无法合理代表整体工业类股的表现。对照所谓的“腾落线”（代表行情的宽度），可以判断大盘指数是否可以代表整体市场的情况。

腾落线（A/D 线）是计算“纽约股票交易所”每天上涨家数与下跌家数的差值，并绘制为图。一般来说，腾落线与“道琼指数”会呈现相同方向的走势，一旦两者之间出现背离，通常是趋势即将变动的信号。

宽度振荡指标是衡量市场动能的方法之一，发出的信号通常早于价格趋势与腾落线的本身。

我实际上采用两种宽度振荡指标，一为短期，一为长期，但通常较重视长期指标。就短期指标来说，每天早晨，我首先登录上涨与下跌家数的净值；我是以“纽约股票交易所”近 10 天以来的资料为准，并计算、登录、绘制上涨与下跌家数之净值的移动总和。换言之，我每天都会计算前一天上涨与下跌家数的净值，然后加总近 10 天的数据。计算程序请参考表 8.1。

就长期的指标来说，我取 30 天为期，并做相同的计算，但将计算结果除以 3，以代表 10 天期的约当值（参考表 8.1）。图 8.13 将上述结果描绘为图形。

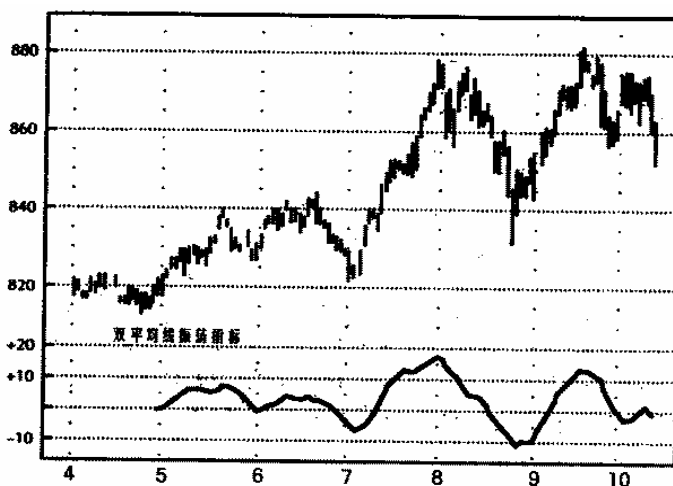


图 8.14 日线图

活牛期货日线图以及超买/超卖振荡指标。图形下侧的振荡指标是以 7 天期与 21 天期移动平均的差值为计算基准。这两个期间适用于活牛，却未必适用于其他商品。

随意浏览图 8.13 便可以发现，在转折的情况下，宽度振荡指标与“道琼工业指数”之间存在显著的相关性。然而，你也可以发现，如果你根据短期振荡指标交易，经常会“握耳光”。在另一方面，长期振荡指标在转折点上，经常会落后中期的价格趋势；所以，若仅根据它交易，也无法即时掌握机会。这便是为什么我仅以它们做为辅助性的工具。但是，就整体上来说；自从我 1975 年开始采用这两项指标以来，它们与指数之间的相关性都很理想。⑤

表 8.1 宽度振荡指标的数据

日期	今天的 A/D ^a	10 天前的 A/D ^b	10 天的 总和 ^c	30 天前的 A/D ^d	30 天的 总和 ^e	除以 3 ^f
7/23	-1203	91	-1556	-552	-2167	-722
7/24	-2	-440	-1118	355	-2524	-841
7/25	312	465	-1271	458	-2670	-890
.						
.						
.						
10/1	761	-87	-3517	-1020	-6826	

a 每天的上涨与下跌家数净值——在“纽约股票交易所”的所有股票中，以上涨家数减去下跌家数。

b 第 10 天以前的当天上涨与下跌家数净值。

c 最近 10 天 A/D 净值的移动总和。以昨天的 10 天期移动总和，加上今天的 A/D 净值，再减去先前第 10 天的 A/D 净值。以 7/24 为例：(-1556) + (-2) - (-440) = -1118。

d 第 30 天以前的当天上涨与下跌家数净值。

e 最近 30 天 A/D 净值的移动总和。

f 将最近 30 天 A/D 净值的移动总和除以 3，这便是 10 天约当期的移动总和。

我采用的价格振荡指标稍微复杂一些，但评估行情时，它的重要性也高于宽度振荡指标。我是以“纽约综合指数”每天的收盘价为基准计算，每天早晨，我计算前一天与先前第五天的收盘价差值。然后，加总最近十天以来的上述差值，这便是10天期移动总和。最后，再以昨天的10天期移动总和，减去先前第10天的10天期移动总和，这便是5天价差的10天期净移动总和（请参考表格8.2）。将每天的计算结果描绘为图形，并与“道琼工业指数”比较（参考图8.12）。我们可以发现，在转折的情况下，价格振荡指标与“道琼工业指数”之间存在显著的相关性。

表 8.2 价格振荡指标的计算

日期 ^a	纽约综合指数 5 天净值 ^b	10 天移动总和 ^c	10 天净移动总和 ^d
7/23/90	- 627	63397	886
7/24	- 320	63077	300
7/25	- 428	62649	- 482
7/26	33	62682	- 859
8/3	- 536	61866	- 1531
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
10/1	302	52238	- 2586

a 以“纽约综合指数”为基准，以昨天的收盘减去先前第5天的收盘。

b 前一栏的10天移动总和。

c 最近10天的净移动总和。以8/3为例： $61866 - 63397 = -1531$ 。

我运用宽度与价格振荡指标，以预测与确认行情的转折点。浏览上述图形可以发现，振荡指标的数值越偏高或愈偏低时，中期价格趋势发生变动的可能性也愈高。犹如铁路平交道上的红绿灯一样，振荡指标接近或穿越先前的重要高点或低点时，代表即将有危险的状况。它们不会告诉你，究竟会发生什么危险，或危险什么时候会出现，它们却会提醒你是否需要谨慎行驶或全速前进。

在商品方面，犹如先前所提，我的报价系统已经设定振荡指标的计算公式。它是由两项移动平均的差值构成。如果你也做类似的设定，你可以随时尝试改变移动平均的期间，针对特定商品寻找最适当的移动平均。

对于商品交易而言，这种设定有其必要性，因为个别商品与股价指数不同，前者的“正常”价格行为较常发生变化。所以，商品市场振荡指标的可靠性远不如股价指数。虽然如此，如果可以找到适当的振荡指标，它们在确认趋势变动上有不可忽视的价值。

事实上，有时候你可以发现非常理想的相关性，几乎仅需要运用振荡指标便可以交易获利。我个人绝对不会这么做，我也不建议这么做；但这是可能的，我也相信有许多交易者便是如此。这种做法存在一个问题：你判断错误时，经常都是严重的错误。

许多技术分析师运用极端复杂的振荡指标，不仅用在大盘指数，也应用在个股。我并不这么做。

投机者经常会运用过多的信息。我认为，你最好仅采用少数几个振荡指标，而且仅做为辅助性的工具，以确认或否定前一章讨论的主要趋势变动的指标。弗兰基·乔有一条交易法则称为“KISS”，它代表“KEEP IT SIMPLE, STUIDd!”（保持单纯，笨蛋！）。这是一位“专家中的专家”提供的建议。

个股的选择

截至目前为止，我讨论的所有方法，几乎都适用于每一个市场，包括：个股、商品与指数。无疑地，某些人仅交易个股——我过去也曾经以此为交易的重心。对于个股的选择，我们有“道氏理论”可做为预测行情的一般性准则；在这个范围内，你可以利用我们讨论的技术方法选择股票。现在，我再提出一些专门适用于个股操作的辅助性方法。目标当然是进一步提升你的胜算。

技术与基本分析的比较

市场中有一群人专门操作个股，他们在个别股票中投资、投机或交易。这群人基本上可以被分为两个学派。…纯粹的技术分析与纯粹的基本分析，根据我个人的经验判断，这两种纯粹的学派都很难获得稳定的绩效。

大多数成功的投机者都属于折衷学派：他们结合上述两种学派的精华，同时采用技术与基本分析的工具。我个人采用折衷而偏向技术分析的方法。我结合这两章讨论的技术性方法与基本面的统计资料，前者非常可能反映市场参与者的未来判断，后者则与价格走势之间保持长期而稳定的相关性。

基本分析者认为，长期来说股票价格取决于三项因素：股息收利率、盈余能力以及个别公司的资产价值。换言之，任何股票的价值都是取决于这三项本质上的因素。我认为这种主张存在一个问题，它完全忽略价值的主观性质。唯有当股息收利率、盈余能力以及资产都必须直接反映在市场的集体判断中，如此基本分析学派的主张才有效。事实上情况并非如此。基本分析者中经常发生一种现象：他们的判断虽然“正确”，但时效的掌握却错误。

格雷厄姆与多德的选股方法是基本分析学派的主流之一。格雷厄姆与多德的方法认为，你应该买进低本益比与低帐面价值的股票，这是一种过于简化的原则。他们的主张蕴含着一项假设性的前提，这类股票很可能是“价值低估”的成长型股票，因为高本益比代表市场已经认同，并给于股票“适当的评价”。股票市场处在多头行情的初期至中期阶段以前，这种选股方法确实相当有效——除了少数本质最差的股票之外，所有股票都会上涨。然而，假以时日，你可能会遭遇麻烦。一般来说，某支股票的本益比与帐面价值偏低，背后必然存在理由，而且市场已经知道这些理由。

我认为本益比与帐面价值都是非常有用的工具，但我的运用方式截然不同。如果你观察整体市场的本益比与帐面价值，并以此比较过去的本益比与帐面价值，你可以发现一种理想的次要指标，显示整体市场的超买与超卖情况。然后，你可以比较个股与大盘指数在本益比与帐面价值上的关系，并将这种关系视为是次要的（或许应该称为更次要的）指标，以评估个股与大盘在超买与超卖上的相对表现。

盈余成长的变动率

基本分析有一项非常理想的统计关系，它是盈余成长变动率（译按：作者是指盈余的变动滚而言）与股票价格变动率之间的相关性。戈登·霍姆斯在 1969 年的作品中表示，“价格趋势的斜率，在时间上几乎都会领先对应或对等的盈余趋势效率。时间的落差通常为三个月。”

我对于这现象有三点评论。第一，它通常正确。第二，它经得起时间的考验。第三，它符合“道氏理论”根本观点——市场会“反映所有事物”。然而，你如何运用这个现象呢？

首先，你必须确定这种相关性是否存在于你评估的股票中。大多数企业的盈余都会受到季节性因素的影响，因此你观察的盈余数据不可少于六季，如此盈余成长才是未来股价变动的有效指标。将盈余的数据描绘在股价走势图的同时坐标轴上（盈余的数据必须落后三个月），如此你可以比较盈余成长（衰退）与股价上涨（下跌）之间的相关性。这种相关性必须存在于考虑的整段期间内，否则两者之间的相关性便不显著，其盈余也不适合用来预测未来的股价。

霍姆斯根据盈余成长与其他因素，设计了一套相当复杂的选股方法⑦我的运用方法稍有不同。在威廉姆斯·奥尼尔提供的纽约股票交易所每日图形系统中，盈余的数据是以季为单位，其中还包括次一季的盈余预估值。假定盈余与股价之间的相关性确实存在。就买进方面来说，如果盈余成长变动率小于股价变动率（或趋势线的斜率），则可以考虑买进该股票。如果盈余成长变动率大于或等于股价变动率（或趋势线的斜率），则另外寻找适当的对象。卖空方面也是如此。

如果你以这种方法交易，我希望给你一些忠告：许多人根据企业盈余交易，这种情况下，预估的每季盈余报告可能会让你一败涂地，尤其是高本益比的股票——它们经常出现暴跌的走势。务必要知道实际的盈余报告何时公布，如果股价已经接近高点，则在报告公布前应该出场。如果实际的数据不如预期中理想，则股价可能向下跳空，你累积的获利也将在一夜之间消失！

观察收利率与本益比的目的是寻找高成长的潜力股。然而，事实上，盈余成长是最能够反映成长潜能的因素。以收利率来说，它是股息除以股价。偏高的收利率必然是因为股息偏高或（与）股价偏低。可是，股价何以偏低呢？因为盈余不佳！

以花旗与旅行者为例，1990 年 7 月，两者股价大约持续下跌六个月，收利率随之上升。虽然股价持续下跌，但公司方面却维持既定的股息。因为股价的下跌程度大于盈余的衰退，所以本益比下降。这两支股票的本益比都很低，收利率则偏高，你觉得怎么样？是否代表它们是低价承接的理想对象？

我不认为如此。如果这两家公司的表现持续不理想，怎么办？如果没有在盈余成长的范围考虑，本益比与收利率都是非常不可靠的数据。我经常喜欢把一个观念表达为一个简单的句子，“如果股价下跌，必然有下跌的理由！”你通常不可能在市场之前，发现价格低估的股票。

让我举一个例子，说明盈余成长何以是选择股票的一个关键因素。在“纽约股票交易所”挂牌交易的所有股票中，大约 80% 的公司会将盈余的 30% 至 65% 分派为股息。假定一家成立不久的公司，股票价格为 10 美元，每股盈余为 1 美元，分派的股息为 0.5 美元（占盈余 50%，收利率为 5%），盈余成长率为 25%。本益比 10 倍，收利率 5%，这都是属于中等的的数据，所以很难根据这两项资料判断这支股票是否适合买进。可是，25% 的盈余成长率却代表非凡的意义！

根据 25% 的盈余成长率计算，该公司的盈余在 2.9 年后将成长一倍。假定你现在持有这支股票，而且股息分派的比率维持不变，则你的收利率在三年后便可增加大约一倍（译按：约为 9.8%，这是假定股价不变），再三年之后又可以再增加一倍（译按：约为 19%）。如果盈余成长率保持不变，不到八年，你的股息收益便约等于你当初投资的金额，这尚不包括股票非常可能出现的升值。根据本益比与收利率挑选股票，将完全忽略这方面潜能。

基本面的其他着虑因素

在两支股票中选择时。假定它们在其他方面都非常类似，我会依赖一些基本面的其他考虑因素做最后的决策。

第一，对于两份多头气势相同的走势图，我会选择低本益比的股票。同理，对十两份空头气势相同的走势图，我会卖空高水益比的股票。格雷厄姆与多德的教诲还是有些份量！

第二，考虑买进的时候，我会选择信用扩张程度较低的公司；信用扩张程度愈严重，越容易受到银根紧缩的影响。在卖空的情况下，我也会做类似的考虑。

第三，不论买进或卖空，都必须有足够的市场流动性。

最后，股票市场中的某些投机者会判断一家新上市公司或已上市公司提供的产品或服务，是否可以受到市场的接受。这种情况下，股票市场的交易者可能会判断错误，或是低估消费者的需求，或是高估产品的吸引力。

虽然我通常不会参与这类投机活动，但这确实属于一种投机行为。我之所以不参与，是因为我无从衡量其中的胜算。这种行为的成功与否，主要取决于普通常识。如果新产品很不错、很有品味、很独特，而且行销策略很完善——总之，如果普通常识的评价很高——你大可买进一些股票。如果你经得起损失的话。

技术分析的最后补充

除了本章与前一章讨论的技术工具以外，我还希望就个股的技术分析提出一些补充。基本上，“道氏理论”的主张都适用于个别股票，但它们并不是十分有效。

在任何统计分析中，你的样本愈多，重复发生的现象愈普遍。个别股票具备许多大盘指数的性质。例如，某支股票所有的相关知识都会反映在价格走势中。成交量的关系也大致相同、股票循环的心理也是如此。所有的判断原则都相同。然而，“道氏理论”有一项“假设”：这项理论并非不会错误；它更适用于个股。另外，你仅可以根据个别股票推论，没有其他指数可以提供确认。虽然如此，但“道氏理论”对于个股操作仍有很大的帮助。

结论

目前，我们已经具备一组单纯而有效的技术工具，可供分析金融市场的价格走势。我们由普遍的原则与“道氏理论”的概念开始，接着讨论主要与次要的技术分析方法，最后则就个别股票的技术面与基本面提供特定的考虑。下一章将为投机的弹药库增添一项更有力的装备——普通常识，或经济的基本分析。

附注：

①我觉得我必须提出说明，一位真正了解“道氏理论”的人很少会等待至确认日才建立头寸。在比较“道氏理论”与移动平均线时，戈登仅能够选择一个客观的标准（译按：确认日），这非常可以理解，但我坚信“道氏理论”对于市场走势的长期预测功能，绝对优于 200 天期移动平均。

③这个学派认为，结果是判断真理的唯一准则。换言之，结果可以证明手段的合理性。

⑤事实上，我曾经采用两种价格振荡指标衡量“工业指数”。一为短期，一为长期，但从 20 世纪 80 年代中期电脑交易程式出现以后，短期的价格振荡指标便不再有效。

第9章 世界真正的运作方式：经济学的基本知识

拼图游戏

设想一种游戏。在没有图形或模式可供参考的情况下，拼凑一幅1万片的拼图、假定每一碎片都仅是灰色而没有任何图案，形状仅有些许的差异。完成这个拼图需要非凡的耐心，而结果仅是一个毫无意义的灰色长方形。你认为你是否会尝试拼凑它？我相当怀疑。虽然你可能会质疑设计者的意图，但你应该会将它搁置一边，让少数有怪癖的人去寻找其中的莫名意义。

对于大多数人来说，当代经济学就如同上述拼图——琐碎而无意义——经济学家都是具有怪僻的人，他们试图解决无聊而复杂的难题。经营企业或从事任何行业，我们都很难发现它们与经济学理论之间究竟有什么显著的关系。然而，如果你希望在金融市场中交易获利，把经济学视为是无聊的东西而搁置一旁，可能是一种致命的错误。你必须了解，经济学家的理论设计，以及政府官员与国会议员对于经济问题提出的解决方法，将决定经济活动的长期发展，并主宰价格的走势方向。

如果你曾经留意市场的情况，你应该可以发现股票、债券与期货市场如何反映政府的政策，例如：新预算的赤字水准、“联邦准备及事会”对于货币供给的态度、财政部对于美元币值的报告、以及有关新贸易法案的谣言。金融市场认为政府可以主导美国的经济。现在，绝大部分投资与投机行为，成功与否都取决于是否可以正确判断政府的动作与影响——货币政策、财政政策以及就个别市场与一般经济循环进行的干预性立法。

我们的经济是根据市场原理运作，但舞台的布景是由政府决定——布景随时可能变动，这便是关键所在。如果你可以了解舞台经理人变更布景依据的经济理论，你就以预先判断新的舞台布置，并调整自己的行为与立场。所以，成功的投机与投资，都需要具备经济学的知识；任何有效的市场预测系统都必须以它为基础。

我到纽约市的“皇后学院”学习经济学理论。但我发现它几乎全无意义——除非由负面的角度考虑；换言之，我学习当代经济学思想的错误、而不是正确之处。

我的正式学校教育让我了解主流凯恩斯学派的观点，我们政府便是以这套理论拟定经济政策。然而，在自修的过程中，我发现大多数大学传授的经济学理论都违背主要经济学家的思想原则，例如：亚当·史密斯、米赛斯、海耶克、黑兹利特、兰德以及其他学者。我认为，凯恩斯仅不过是一位思想较周密的商人与一位泡沫的营建者。我发现凯恩斯经济理论中的根本矛盾，并在“现代奥国经济学派”中发现正确的经济原理。于是，我开始了解如何利用政府的泡沫行为获利，在通货膨胀的初期进场，并即早离场；泡沫破裂时，我已经安然落地，并准备进场收拾。

我不认为你需要接受正式的教育，取得金融交易活动需要的经济学知识。事实上，我曾经鼓励一位非常优秀的年轻人不要上大学，并提供他一个交易员的工作。我告诉他，在市场中学习，他的收获将远胜过大多数大学教育。通过观察与经验，他将学习这个世界真正的运作方式，而且很快成为一位优秀的交易员。

另一方面，我认识一位在某大型金融机构服务的证券分析师，她主修经济学，并有五年的市场经验。我向她请教，美国政府究竟是否能够清偿公债。她回答：“不行，政府的债务将继续扩大。”然后，我又问她，在人们质疑政府清偿债务的能力以前，公债的规模还可以持续增长多久。她回答“我不知道，但最后这些债务都必须被一笔勾销。它们毕竟只不过是一些纸张而已！”只不过是一些纸张！？不可思议！在下一个空头市场中。她将无助地看着股票与债券不断创新低。不幸地，我曾经与无数人谈论这方面问题，他们都持着类似的见解，显然这是一种普遍性的观点，它源自对于经济学基本原理的误解。

你不可以颠倒因果关系。华盛顿一些所谓的“经济大师”，不可仅凭“国会”的纸上作业创造经济繁荣。经济学不是一个神秘的领域，也不是少数专家与天才掌握的宗教启示。许多政府决策者只不过是懦弱的政客，他们不敢告诉特殊的利益集团：天下没有白吃的午餐，反之，他们采用种种复杂的技巧掩饰扩张支出的事实，并试图逃避或故意忽略这些政策的必然结果——通货膨胀或经济衰退。然而，他们的行为都是在经济学的名义下进行。

凯恩斯在他所谓的“新经济学”中，正式给予这些经济谬论类似于科学的地位。他让政府取得合理的根据，干预自由市场，控制货币与信用的供给，并采取不负责任的赤字预算与通货膨胀的政策。除了极少数的例外，学术界将这些谬论视为是经济学的公理，并进一步将它们发展为极端复杂的体系、术语、符号以及数学方程式。难怪大多数人将经济学视为畏途，或一门沉闷的学问。

如果你觉得经济学非常沉闷或艰深，这一方面是因为政治家与学术界多年来不断主张，我们的社会与市场间的交互运作太过复杂，不适合于一般人自行处理。他们认为，现代社会的“复杂经济议题”需要相互权衡，必须在“理想”与“现实”之间取得平衡。

他们酝酿出一种普遍的见解，唯有政府——在无数人员、高薪顾问、众多的委员会与官僚机构的协助下一才有能力在考虑全国的分歧与利益下，寻找一个正确的“妥协之道”。他们认为政府应该管理经济：通过运货膨胀的手段，增加信用与货币的供给，以促进生产，同时又针对最具生产力的产业，课征“超额利润”的税金；通过预算赤字的方式，提供“被剥削者”公平的机会，同时又强迫可能提供他们就业机会的企业，支付最低的工资、社会安全的摊派与失业保险；通过贸易障碍保护国内的产业，同时又提供低利贷款或援助给“开发中”的第三世界国家，以便赢取它们的“友谊”；通过价格津贴政策以补助小麦、糖、黄豆、牛奶与其他农产品的生产，以“维系美国农民的独立与竞争力”，同时又将剩余的作物以免费或低于成本的价格卖给外国；以及其他无数的类似现象。

我对于这套说法的反应，并不适合以文字表示，所以我仅提出一个忠告：“不要让他们愚弄你！”如果你每个月都可以让支票帐户保持平衡，并了解不能永远以债养债，则你对于经济学的了解已经远超过大多数政府决策者。他们与他们矛盾的计划与法律，每年都耗费美国生产者无数的所得（我所谓的生产者，并不仅指产业界而言，而是指每一位有收入的人），这一切仅是毫无意义的拼图游戏。然而，如果你具备正确的知识，可以利用这些碎片套入你自己的拼图；你可以将政府的非理性行为，转变为银行帐户内的钞票。

身为一位交易者、投机者或投资者，你的赚钱方式是基于预期中的价格变化而买、卖交易工具。若希望把这份工作做好，你需要有一些基本的认识：人们何以要交易、何谓市场、谁参与其中、价格如何决定、价格何以会发生变化、什么因素会造成价格的变化、价格何时发生变化……另外，由于政府对于市场的干预，较其他任何因素都会造成更大的价格波动，所以你必须了解政府的政策如何影响市场。犹如一位新闻记者的报导一样，你必须提出并回答下列问题：谁(WHO)？什么(WHAT)？何时(WHEN)？那里(WHERE)？为什么(WHY)？如何(HOW)？在一般而基本的层次上回答这些问题，这是属于经济学的领域。就特定的市场回答它们，则属于行情预测的领域。经济学提供行情预测的基本观念。

掌握正确的经济学基本原理，你可以发展合理的市场预测方法，由无数的资料中筛选信息，舍弃那些无谓的垃圾。你可以从一个简单而正确的概念开始，观察市场的资料，并推演出合理而精确的结论。你可以听取分析师与“专家”的意见，并试探他们的结论是否具备根本不变的有效性，判断其中的矛盾与错误。总之，你可以成功地与那些“博学之士”相互竞争。

知识的多寡并不重要，重点在于知识的素质与有效性。我认识一个人，并亲自观察他——正确地——回答每一项关于交易的问题，他却是一位失败的交易员。他花费无数时间发展杰出而错误的市场预测方法。我非常佩服他的智能，在交易中，他却遭逢无法克服的问题——他无法辨识主宰市场行为的基本原则。

本章的目的是要提出与界定经济学上的基本原理与术语，稍后我将说明如何运用它们预测经济循环并以这些知识在市场中获利。犹如拼图游戏说明书中的图形一样，这些原理将指引你如何拼凑市场预测的拼图。

鲁宾逊的经济学

我认为节俭是最重要的美德，而政府负债是最危险的行为；我们必须在节俭与自由或浪费与奴役之间做选择。如果我们可以防止政府假借照顾之名浪费人民的血汗钱，他们讲很快乐。

——杰斐逊

在这项陈述中，“节俭”具备两种不太相同的意义当杰斐逊说，“节俭是最重要的美德”时，他是指以谨慎而节俭的态度管理公共收益。当他说“我们必须在节俭与自由或浪费之间做选择”时，他是指政府的主要功能应该是什么——应该扩张它的荷包提供公共服务，或应该保护人民的生命、自由、财产。

杰斐逊较历史上任何政治家都更了解，政府的“浪费”仅可以由“人民的血汗钱”清偿。他知道、政府“假借照顾之名”不断增加预算。并不断扩充服务，这必然需要牺牲私人的财产与个人的自由。

不幸地，在过去两个世纪以来，这个国家的人民通过政治领袖的推举，已经选择浪费优于自由；所以，我们现在每工作三天，便需要把一天的收入交由政府花费。即使如此仍不足够。如果目前每年超过 1000 亿美元的赤字持续发展下去，我们的子孙将继承一笔无法负荷的财务重担。如果杰斐逊地下有灵，恐怕将寝食难安。

我们之所以陷入目前的困境，是因为我们采纳错误的观念，不仅是错误的经济观念而已，也包括错误的哲学观念。美国人民被诱导而认为，世界上并无所谓的绝对正确与错误——一切都仅是相对因素之间的平衡；生命是一种非常复杂的过程，所以应该把经济政策交由“专家”处理。

本书并不是一本哲学性的著述，但没有任何事物比“生与死”更真实——所谓“生”是指经济上的生存。我不认为每一件事都很单纯，但我认为大多数事物都没有表面上那般的复杂。我无法列举每一项错误的经济观念并反驳它，但我可以提供基本的定义与原理，我知道它们是正确而合理的观念，它们或许无法以传统的智慧证实，但我银行帐户内的钞票却可以确

认它们的有效性。所以，让我们从头开始，并探讨何谓经济学。

经济学是一门研究人类某些行为的学问。根据经济学家米赛斯的定义，“它是一种科学。研究如何运用手段达成既定的目的……它并不是讨论有形的事物；它的对象是人类，他们的意义与行为。”换言之，经济学是研究人类为了达成目标，运用的工具、方法与行为。这项定义是经济分析与市场预测的第一原则；了解它之后才可以将其他的原则综合为一贯的系统，并加以运用。

大多数经济学教科书对于经济学的定义可能是：研究“生产与分配，以及如何运用所得、财富与商品”的一门学问。这虽然是经济学的处理范围，却不是真正的定义。例如，它指出所得与商品已经存在，而且有异于财富。它假定情况已经发展至某种程度，而分配是一项主要的考虑因素。总之，它假定人类是生存在一个高度复杂化的社会；事实上，这种高度的复杂化是基本经济原理发展的结果，但这些原理最初适用于个人，即使是单独生存于荒岛上也是如此。

以丹尼尔·笛福笔下的鲁宾逊为例。他的活动明确显示个人经济行为的基本层面，这也是市场经济的构成基础。漂流至一个只有食人族的荒岛上。鲁宾逊首先设计一种方法，以取得较目前所需更多的食物。并将它们储存起来，如此他才可以设法取得其他的必需品。他利用节省的时间建造住所，布置设备以防御上著的攻击，并制造衣物。然后，通过辛勤的工作、独特的创意以及时间的管理，他简化取得必需品的程序，并在时间允许的范围内。制造其他的奢侈品。

在提高生活水准的过程中，关键在于：评估、生产、储蓄、投资与创新发明。他评估当时可以常握的目标与方法，根据他的需要做最适当的选择。对于他追求的每一项事物，其价值是根据许多因素判断：对于需要之迫切性的感觉、追求它需要具备的方法以及需要花费的机会成本。他生产生存上的必需品，并加以储蓄，所以他可以投资精力生产需要或想要的产品。每一事物的价格，是他评估自身的需求而愿花费的精力与时间、他的活动是一种交易的行为，从事某项活动而放弃另一项活动，机会成本间的差异便是他的利润。如果判断错误，他将遭受损失。他安排与管理每一步骤的时间；他根据短期、中期与长期的考虑选择。通过技术的创新发明，生活必需品的成本（以所需支付的时间与精力表示）将降低，他能够投入更多的时间与精力追求“奢侈品”。

在解释鲁宾逊的活动时，我所特别强调的概念，即是它们与市场经济之间在行为与结果上存在的对应关系。事实上，市场经济仅不过是这项相同的概念表现在社会的层次上而已。在理性人类的个人基础上，评估、生产、储蓄、投资与创新发明，都是人类生存与成长的必要条件。

在适当的考虑下，经济学的研究对象是人类维持生存可运用的方法，但因为人类是群居的动物，所以人与人之间的关系也是经济学的重要领域。然而，经济学的根本重心仍在于个人，因为社会仅不过是个人的集合。

何谓市场？

就群体而言，维持生存可以运用的基本方法也完全与个人相同。唯一的差异仅在于生产与交易活动的复杂程度。就个人单独而言，交易是从事某项活动而放弃另一项活动，交易的代价是以他个人的时间与精力表示。

自由的社会中，个人能够以自己的产品（财产）交换（交易）他人的产品与服务，并通过分工、专业化以及他人的创新发明而得到利益。所以，市场经济使生存变得较简单，但运用的方法则较个人复杂。就可供运用的资源与选择而言，市场经济活动较复杂；但就个人的生存与成长而言，市场经济活动较简单。如果鲁宾逊担任荒岛上的清洁工作，他无法维持生存；但是在纽约市，很多人可以靠着清洗涤天大楼的玻璃窗过着不错的生活。

类似鲁宾逊这样的个人，如果被迫生存在群体中，将基于自身的利益而试图自愿交换产品。他们会评估交换品的价值。根根自己的能力讨价还价，并选择最需要或最想要的对象。一笔交易中，每一方都会以价值较低的物品交换价值较高的物品。交易涉及个人的判断，每个人都会评估交换品的价值。评估价值的程序必然具有主观的成分；换言之，这取决于个人的特定偏好、判断、价值观与目标。

由于价值具有主观的性质——人们对于价值的判断不同——这使人们具有交易的欲望与动机。而交易的双方也可以同时获利。玉米生产过剩而肉类不足的农夫，他对于玉米的价值判断将低于收入，后者需要玉米饲养牛——于是交易的机会便出现了。交换剩余品的活动涉及愈来愈多的人时，交易将变得相当复杂。许多个人之间的互动；社会将通过自由的结合而提供生产与交易的场所，这便是市场。

人们根据供、需原理而自愿交换时，便是以市场做为交易的场所。这项定义同时适用个路边摊与“纽约股票交易所”。虽然交易的系统可以简单或复杂，但都适用相同的市场定义：市场是由一群从事交易的个人构成——他们基于自身的利益而试图交换财产。

货币的功能

唯有市场成员具备高度的生产力，并对于生命具有长期的控制能力时，货币才有其必要性。就最基本的形式来说，货币仅是一种人们普遍需要的商品，因为它被公认为交换的媒介。它就如同腌鱼一样是商品，但具有耐久性，具有公认的价值，容易分割，而且携带方便。货币可以简化交换的程序，人们无需采用“以物易物”的交换方式。它使经济价值可以计算；人们可以将主观的经济价值，转换为数据的形式。它提供一种计量的方法，使人们能以货币的形式储存未消费的生产。接受美元、黄金或任何公认的交流媒介，人们可以相信它未来——不论是数分钟、数天或数年之后——的购买力。所以，货币仅是一种具备“交换媒介”与“储存价值”的产品，它就如同任何其他的产品与服务一样。必须受制于供、需的原理。

信用是一种较复杂的货币形式。信用是市场创造的货币，它让原本未被利用的储蓄得以发挥功能。在信用发展的早期阶段，当时是以黄金与（或）白银为货币，金属本身可以借、贷（通常是做为抵押品），而清偿借贷需要附加利息。于是，货币出现一种新的形式——纸钞。

放款者发现。承诺支付持有者特定数量黄金或白银的纸钞，较适合做为交换的媒介。基于发行者的健全信誉，纸钞一旦被普遍接受以后，发行数量总是会超过实质货币的存款，于是产生以信用为基础的交流媒介（译按：无准备发行的货币）。

发行者只要谨慎维系它的清偿能力，并让存款者相信其信誉健全，它创造的替代货币（纸钞）数量便可以超过实质货币的存款（译按：以“金本位制”来说，实质货币为黄金，以黄金为准备发行的纸钞，在理论上——但实际上并非如此——数量应该等于黄金存量，否则会造成通货膨胀）。依此方式，财富可以加速成长，速度将远超过实质货币借贷可能的范围——一切都取决于放款者如何判断借款者未来的生产与交易能力。

如果政府完全不介入，信用纸币的成长主要取决于市场因素。换言之，发行银行最后必须有能力回赎所有在外流通的黄金或白银纸币，所以贵金属的存量是信用扩张限度的一项客观标准。犹如任何行业一样，某些银行会欣欣向荣，某些银行会倒闭；某些存款者可以赚取利息，某些存款者会损失一切。然而，整体而言，将信用扩张至实际的储蓄数量之上，确实可以大幅提升财富的成长速度。

当今，不可兑换的货币——政府宣布为法币的纸币——是一种普遍被接受的交流媒介。不可兑换的货币与信用纸币相当类似，都仅是一种交换的媒介。货币本身并无任何用途，前者却没有客观的价值（译按：黄金或白银）做为后盾。在不可兑换的货币体系内，货币与信用的供给数量并非直接取决于市场因素，而是由政府决定。货币发行数量已经不再有客观的限度，一切都取决于政府官僚的主观判断。

银行体系不再以贵金属为准备，改采随时可以支付的政府纸币，后者是由具备课税与印制钞票权力的政府发行。政府可以控制信用的宽松程度，采用的方法是规定银行放款与买、卖政府货币市场交易工具的准备金比率，并直接或间接操纵利率水准。这大致上可以决定企业界与消费者的借款能力，后者又将决定货币供给的增长率。

虽然政府可以控制货币与信用的供给，货币的购买力与信用成本却仍然受制于市场原理。货币与信用仍然受制于市场的供、需原理。供给面却受到操纵。然而，健全的企业扩张仍然是以储蓄为基础。以谨慎的态度扩张信用。

经过适当的管理，信用可以使财富加速成长，因为它能以最有效的方式运用储蓄与潜在的产能。储蓄的货币是一种对于未消费物品的求偿权。储蓄者决定放弃目前的消费，选择未来的消费（投资）。通过信用的发明，他们可以有所选择，或是自行持有货币，或是将货币存于金融机构，并让他人借用他们的储蓄消费或投资，并因此在未来取得更高的购买力（译按：这是指利息而言）。借款者利用借款购买未经消费的物品，并消费或投资，但他们都必须创造足够的新财富清偿借款与利息。放款机构在放款时，将创造新的货币，但如果借款者不能以创造的新财富偿还这些货币时，实际的储蓄将被消费。

何谓财富

财富是累积可供消费的产品与服务。唯有一种方式可以创造财富：生产多于消费，这需要仰赖科技的进步。科技是一种应用科学，而科学代表知识。人们取得知识而应用它，以提升生产力。由许多方面来说，我们的生命太过充实而遗忘科技的贡献。我们将许多创新发明带来的市场效率视为理所当然，例如：专业生产、分工合作与机械化程序。这些都是创新发现，使人们的构想得以付诸实现。在市场经济中，每个人都可以受惠于创新者的发现。科技创新带来的效率可以延伸至整个市场，使每个人都能以更少的时间制造更多的产品与服务。每个人的生产力都提高时，根据供给与需求的原理，每个人的消费都可以提升。

不论产品与服务变得多么复杂，不论整个程序涉及多少人，鲁宾逊在荒岛上适用的原理仍然有效。为了生存，他必须评估自己需要或想要什么以提高生活的品质，并生产以供交换。他支付的价格是取得交换品必须做的牺牲。为了累积财富，他必须储蓄，并投资当前的时间与产品换取未来的消费。分工合作需要创新发明，这可提高生产力。

经济学与人性

经营事业犹如逆水而上。他毫无选择；不进则退。——刘易斯·E. 皮尔逊

自由市场经济是人类创造的制度，它奠基于一观念，人类具有独立而理性的思考能力，他们能够维系自身的生存。它虽然是人类创造的制度，却是自然产生，它是个人在社会结构内理性行为的自然结果。政府并未创造市场；它们以强行的干预破坏市场。如果政府让它的子民自由发展，市场将自动产生，它们犹如有自己的生命。

我们可以观察计划经济下的情况，虽然生产与交易受到严格的控制，“黑市”却相当猖獗，而且主管当局大多默许这种现象，甚至鼓励与援助。例如，最近有一个电视节日报导波兰的情况，解释某地方政府在一个小城选择一块几英亩大的土地，划分为许多小块（每块的面积甚至小于许多美国家庭的后院），将它们分配给人们，他们可以种植蔬菜供自己消费。不久，使用这些土地的权利便在政府默许的黑市中交易，价格远超过波兰一般家庭的年收入。何以如此？因为新鲜的蔬菜水果当时（我想目前还是如此）几乎不存在于国营市场，仅在黑市中高价交易。一个家庭如果可以取得几块土地，并将收成的作物在私有市场中卖出，可以增加数倍的收入。

如果希望预测未来的经济政策，你必须了解政府可以运用的政策武器，以及主要当权者的个性与意图。就美国来说，最根本的政策武器有：税制、融通预算赤字的方法与水准、“联邦准备理事会”对于货币与信用的控制、以及限制生产与贸易的特殊法规。应该观察的关键人物有：总统、联储主席、财政部长以及国会的重要领袖。首先必须了解这些人物能够做什么，然后再根据他们对于人性的观点，推测他们可能做什么，如此你便可以调整自己的头寸配合政府未来的政策。

相对于预测新政策来说，分析其影响较简单。犹如亚当史密斯在“国富论”所说：**富裕的国家是可以让人民轻易取得必需品与生活上的方便性……谈论国家的财富，便是谈论其人民的富足。所以，任何政策如果会造成物价上涨，将减少大众的富足程度与国家的财富，并因而减少人民的必需品与幸福。**

政府干预对于经济造成的影响，将受制于市场原理。一个简单的原理是：价格控制会造成供给缺乏，价格补助会造成供给过剩。例如，里根 1980 年当选总统时（译按：他在 1981 年 1 月份上任），国内的石油产业在政府的支持下一片繁荣，进口石油课征偏高的关税，OPEC 操纵市场而造成人为的短缺，以及卡特政府运用复杂的价格控制与退税制度限制“旧有油井产油”的价格，但放任新油井产油的价格。这造成疯狂的钻井热潮——人们普遍参与钻井的投机活动。

里根当选后，宣布石油产业将自由化。在此之后不久。一位从事股票经纪业务的朋友打电话给我，建议我买进汤姆·布朗，这是一支店头市场的石油股票，它在前一段期间由每股 2 美元上涨至 68 美元。我告诉他，“吉米，石油股的行情已经结束了；我可能会卖空这支股票。”他要求我不要这么做，因为汤姆·布朗是他的好朋友，我听从他的意思，但我卖空了许多其他的石油股。

我告诉吉米，中东的石油卡特尔很快便会在竞争的压力下瓦解，里根的自由化政策绝对会扼杀国内的石油产业，因为自由竞争会导致价格下跌。于是，他减缓买进石油股，但基于税金上的考虑，他仍然持有石油股的头寸希望拖至 1981 年。然而，在 1981 年 1 月份，他的石油头寸已经下跌 25%。S&P 500 指数在 1980 年 11 月出现顶部，因为指数内石油类股的权重很大。TOMBROWN 最后又跌回 2 美元附近。不用多说，我大有收获、而我根据的仅是简单的原理。

现在，让我运用相同的原理推测未来。最近，法定最低工资向上调整，这将造成速食店与零售商店的获利能力降低，并迫使某些店面歇业或裁减员工。自动化设备将趋于更普遍，因为劳工成本提高使它更具有使用价值。年轻人与无特殊技术的劳工将出现更严重的失业，而政府的失业福利支出将增加。政府“假借照顾之名”的行为又将增添国家的困境。政府的干预无法回避供、需的法则；它只会胡乱更动天平两边的砝码。

容我重复强调，经济学之所以重要，这是因为它说明人类在达成目标时，运用的工具、方法与活动。经济学的重心，首先必须摆在个人单独的行为，其次才是在社会结构内来研究个人的活动。适用于个人的原理也适用于任何团体或整体社会。正确的经济学原理，必须假设人类是独立思考的个体，并追求自身的福利。任何其他见解都会造成矛盾——根据这些见解进行的活动，必然造成错误的判断与失败的结果。犹如鲁宾逊一样，每个人都必须了解评估、生产、储蓄、投资与创新发明等概念，如此才能维系人类的生存与富足。对于交易者、投机者与投资者来说，市场预测绝对必须仰赖周祥而正确的经济学知识，尤其是如何评估政府干预行为对于价格走势的影响。

生产造成富足

如果善于把握，机会将是无限的；如果忽略它们，机会将消失。一生命中充满许多机会。财富并不是在于赚钱，而是

使人们能够赚钱。成功是来自于生产而不是破坏。

——约翰·威克

假定你为某人工作，整天仅是坐着喝咖啡，看漫画，玩弄公司文具——就这么混日子。你认为你可以混多久？不会太久，我保证。你的老板应该开除你，因为你对于公司没有任何贡献——因为你没有任何的生产。

为了生存与富足，人类必须生产，这是无法逃避的事实。生产是将天然资源或（与）人造要素，重新排列与组合，并创造具有特定用途的新物品。我所谓的“创造……新物品”，并不是指“无中生有”。既有的鱼类，渔夫把它们转变为食物；通过其行为与创新，他生产食物。既有的钢、铜、铝、塑胶汽车制造者把它们转变为汽车。制片家结合导演、演员、编剧与技术人员，制成影片以供娱乐、广告或教育之用。医生试图恢复病人的健康。股票交易员提供价格与交易。这些都是生产的行为。

生产的行为可以简单或复杂——由采集食物、制造塑胶品乃至石油精制品。产品可以是生理必需品或抽象概念——食物或诗歌——但每一种生产行为都是根据预定的用途或目标而创造出新的物品。某些有影响的民间组织，谴责过度生产。他们认为，人类由于“过度生产”而愈来愈远离“自然的境界”并谈论某些偏远地区的人们仍然采集食物而过着“自然就是美”的生活。例如，“地球之友”的组织宣言中写道，“唯一的理想科技便是没有科技”，并进一步宣称。经济发展是“少数精英份子对于自然世界所课征没有对应选举权的税金。”（我怀疑何谓人力的世界。）另一些人则渴望着童话中的“伊甸乐园”，将它视为人类的乌托邦，并认为生产性工作是人类追求知识得到的惩罚。

完全仰赖变幻莫测的大地之母，每天忙着打猎与收集食物，你是否希望过着这种一成不变而永无止境的生活？你是否真正愿意生活在“乐园”之中，那里不需要思想，而“生产”也不具有任何重要性？如果你的生存必需品与所有的决策都已经被预先决定——任何选择都无必要、也不可能——你的快乐将来自何处？不论这类“乐园”究竟如何，它绝对不是一种合乎“人性”的生存场所，我也绝不希望涉足其中。我实在不了解何以人们认为河狸所筑的挡水坝是自然的景观，而纽约的摩天大楼便不是——两者都是动物根据天性创造的建筑。

根据艾思·兰德的说法，生产的基础是一将理性运用至生存的问题。”人类的生存必须仰赖心智的运用；辨识他们的需要与欲望，根据认定价值的相对重要性排列先后秩序，寻找达成目标的方法，采取生产的活动。人类与其他动物的不同之处，是他们根据自然法则重新构造自然，并创造生存的环境。他们由艰困的自然环境中自我提升，使稀有的必需品变为富足，延长生命，开创崭新领域的挑战与机会。然而，他们之所以能够创造这些成就，只因为他们可以自由地生产。

我非常谨慎地提出生产的定义，它是泛指具备即定目标的所有活动。有一种相当普遍的经济观点认为，唯有创造有形物品的活动才属于生产。许多经济学家将产业划分为生产部门与服务部门。似乎服务业并不具备生产性。某些人悲叹自动化与机械化生产程序日益普及，迫使劳工移往服务部门，因此造成有技术的高级劳工人口不断减少。他们认为，服务业仅是扮演重新分配的功能，不是创造真正的财富。这是非常短视而错误的见解，它们来自对于经济价值与财富观念的误解。

可以满足需求的任何东西都具有经济价值，依此认定，商品与服务都有经济价值。此处所谓的“需求”是泛指人类需要与想要的任何东西；我认为仅有一人可以决定何谓需求——个人。如果相当数量的个人想要某种东西，并愿意支付对应的经济价值作为交换，它便具有市场价值。

企业的目标是判断或创造市场价值，并在满足消费者欲望的过程中获取利润。追求这项目标时，企业家运用机械化、自动化与其他创新的程序制造更多的产品与服务，使更多人可以享有更低廉的价格。因为科技创新而暂时遭到解雇的劳工，可以移在服务业，或留在制造机械化与自动化等高级资本的产业。不论他们留在制造业或前往服务业，都是新的财富资源。机械化过程中储蓄的人力、物力与时间，可以投资于新产品与服务，于是国家的净财富可以增加、你可以称此为人类生活的自然提升。崭新的生产程序淘汰旧有的方法，迫使社会上各层次人们提升知识与技术，以便在市场上竞争。

虽然也有一些态度强硬的人们，尤其是有组织的劳工团体，宁可选择停滞不愿成长，但那些拥抱变动、不断提升知识的人，才可以成长——包括经济与个人的成长。持续的思考、学习与生产，这是获取自尊与自我价值感的基本必要条件。如果这项事实可以被更广泛地了解与运用，就可以促进一个更健康、更快乐与更具生产力的文化。

服务业不具备生产价值，这种观念完全没有根据。除了食、衣、住、行等民生商品以外，人们还有许多可供消费的空间——财富的运用。如果他们挑选一家高级餐厅进餐，这是在消耗财富，但他们的消费可以用来支付餐厅的装潢与设备、房东的房租、侍者的薪水... 总之，他们的消费可以支持其他无数人的生产活动。

经济学家经常将人划分为“主产者”与“消费者”。似乎两者是不同的群体，或甚至于相互对立。这种划分在经济分析上当然有其价值，但每一位生产者也是消费者，每一位消费者也是生产者（除非你是靠祖产或政府的救济过活）。在汽车装配厂服务的工人，将各种零件组装为汽车。他虽然仅从事组装的工作，仍是生产行为。餐厅侍者也是如此，她提供服务与气氛，并因此获得报酬。生产者交易产品以支付劳工的工资，后者又交易他们的工资换取其他产品与服务。对于每个人来说，

都同时扮演生产者与消费者的角色，这是由生产与交易活动构成的链环。在自由市场的经济中，生产与交易是达成个人目标的唯一合理途径。

生产是创造潜在的财富。财富是由未经消费的物品累积而成，不论这些物品是产品或服务都是如此——只要它们在市场上被视为有价值。在这种观点下，餐厅侍者未经使用的服务也是一种财富。目前，我们通常都以金钱为单位衡量财富，这并没有改变财富的基本性质。金钱的累积相当于是累积请求权，可以在市场上换取产品与服务，但金钱的购买力可能随着时间的经过而变动。

市场中，成功是以财富的累积能力衡量，财富来自于创造或预测其产品或服务的需求情况，使价格不仅可以维持当前的消费，并可以累积而促使经济成长、这个程序中，第一步骤是生产，其次才是储蓄。

储蓄，投资，信用与财富

储蓄即是投资。

——亨利·黑兹利特

生产是生存的必要条件，储蓄则是经济成长的必要条件。为了累积财富，第一步骤便是生产的数安必须超过立即的消费。其次则有两种可能的选择。将剩余品储存起来以供未来的消费，这称为单纯的储蓄；或者，被储存的产品可以用来提升未来的生产力，或用来维持某些较费时间的生产活动，这称为资本储蓄或资本累积。

在单纯的储蓄中，产品暂时被储存，但迟早会被消费而不复存在。在资本储蓄中，产品累积的目的是为了提高生产力或创造全新的产品。资本储蓄可以改善人类的物质生活条件，使他有充裕的能力提高生活的水准，不仅可以增加知识与生产，而且可以享有休闲娱乐。资本储蓄是对于未来的投资，就此观点而言，储蓄就是投资。

储蓄是一种选择的行为，储蓄者需要比较：将产品留至未来消费的目前价值，以及目前立即消费产品的价值。目前产品与未来产品之间的价值比率称为“基源利率”——它衡量目前消费与未来消费之间的利率。基源利率愈高，资本储蓄率愈低。反之，基源利率愈低，资本累积率愈高，财富的成长率也愈高。

在金融市场中，基源利率将反映在资本财富的成长或衰退率，它直接关系着个人储蓄与信用供、需的水准。资本累积与利率之间并没有直接的关系。市场利率代表信用的成本，基源利率仅是信用的一部分成本。然而，人们决定在目前或未来消费时，基源利率是最根本的考虑因素。基源利率取决于个人的偏好与其他的许多条件。下一章讨论货币政策对于经济循环的影响时，即可以了解上述区分的理由。总之，储蓄是取决于放弃目前消费以换取未来更高报酬的能力与欲望；它是为了换取明天的成长，选择今天不消费。

新科技是经济成长的动力，它来自于创新发明与知识、时间、精力、以及储蓄资源的投资、科技是知识的应用，而发明则是创造的行为。所以，科技发明是创造新方法以应用知识的行为。第一位以鱼网捕鱼的渔夫是发明者，鱼网便是新科技。事实上，鱼网是一种储蓄的形式——它是一种简化生产程序的资本财富。

每一位以网捕鱼的渔夫，必须储蓄以取得知识、时间、精力与物料制造鱼网。一旦他创造了鱼网，并学习如何使用它之后，可以简化生产程序、他不仅可以提供自己家庭所需的鱼获，还可以将剩余的产量交换其他的物品。由于生产程序简化，鱼获的稀少性也随之降低，他的邻居们可以专事于其他必需品的生产以交换鱼获。这个例子由较原始的层次上显示，个人的储蓄、创新发明、投资与资本的累积，带来的效率如何贡献给整体社会，并提升每个人的生产力。

在文明进步的每一阶段中，我们都继承前人的知识，并加以改进。这也是促进成长的一种储蓄形式。我们继承独木舟而发明帆船。帆船变为蒸汽船、蒸汽船又变为柴油动力的超级油轮。所有情况都是如此。整个程序是建立在前人的准备工作上，以及个人的创造力。如果我们的渔夫祖先们完全消费他们的鱼网与独木舟而不愿投资时间来重置它们；如果我们的祖先没有将种植小麦与制造面粉的知识留传下来；如果人类犹如其他动物一样，仅是单纯的消费者，目前的文明便无法存在。唯有通过产品与知识的储蓄，投资与成长才有可能。

由社会发展的原始层次上观察，我们很容易了解储蓄是投资的基础。然而，在复杂的市场经济内，我们很难体会两者之间的关系。例如，一家工厂借款投资较有效率的新设备时，我们很难由这项行为中察觉储蓄的功能。事实上，类似于凯恩斯之流的经济学家，说服（或至少提出理由）其他具有影响力的经济学家与政治家，生产与储蓄并不是经济成长的必要条件。

根据凯恩斯学派的理论，生产的驱动力量来自于总需求，后者是以可支配所得的货币单位衡量、他认为，让每个人持有一些额外的钞票，他们会支出，便可以创造需求，并促使生产者增加产量（这当然必须假定生产者不会仅以提高价格反应）另一方面，储蓄会造成“消费不足”，降低总需求与 GNP，并妨碍经济成长。根据这个观点，政府仅需要运用赤字预算增加支出。取宽松的信用政策增加经济体系内的货币供给，并鼓励每个人尽量支出而不要储蓄，便可以保证经济的繁荣。对于凯

恩斯学派的经济学家来说。问题仅是如何谨慎地管理政府的支出与货币的供给。

我在前文曾经提及，货币是一种交换的媒介与储存价值的工具，某人储蓄金钱时，他或她持有对于未消费产品或服务的请求权。单就这两项陈述的表面意义来说，储蓄似乎不具备生产力；事实上，储蓄与投资之间似乎没有直接的关系。你可能认为，储蓄将减少市场对于产品的需求，减少产业界的获利，并因此导致经济活动的衰退。这是完全错误的推论。

储蓄基本上可以分为两类：一种是将钞票藏在床垫下的守财奴，另一种是普通的储蓄者，他们将金钱存在银行，或购买债券、黄金、股票、以及其他的储蓄工具。一般来说，将钞票藏在床垫下的守财奴不多，这种行为将造成货币流通量（相对于其他商品）减少，导致物价下跌的压力，并提升货币的购买力。请注意，货币是一种商品，它就如同任何其他商品一样也受制于供、需的原理。货币供给量减少时，它与其他产品表示的价值便提高。如果未考虑货币的购买力，财富不能以货币的数量表示。

在第 19 世纪末的几十年中，工业迅速扩张，美国的生活水准以罕见的速度提升。如果仅以货币数量衡量财富，无法反映上述的现象。在经济扩张的最巅峰 20 年内，以黄金与白银为基础的货币供给相当稳定，一般物价水准却下降 50%。事实上，在整个 18 与 19 世纪，除了政府在战争期间需要通过发行纸币筹措经费以外，物价水准都处于普遍下跌的趋势中。

目前，物价下跌的现象被视为是奇观，因为我们已经习惯于政府采用的通货膨胀货币政策。然而，如果你将货币看待为一种商品，上述的现象便很容易理解。现在，企业界在拟定产品价格与估算收益时，都会考虑物价上涨的因素；同理，过去的企业经营都会预估物价下跌的影响。即使营业收入的金额下降，企业的获利也可能增加，因为货币的购买力提高。过去之所以不同于现在，是因为货币与信用的供给是由市场因素——而不是政府——决定。

许多现代的经济学家在物价下跌与经济衰退之间画上等号，这是因为自 1920 年代末期以来，物价普遍下跌仅发生在经济萧条或衰退的期间。谨慎分析这些期间的情况，可以发现政府干预的程度最为严重。以 1930 年代为例，“联邦准备理事会”减少三分之一的货币供给，国会却同时通过法案维持 1920 年代的物价水准。为了维持较高的价格，政府付款给农夫们烧毁马铃薯，并犁去棉花作物。（1930 年代，许多农夫是以驴子犁田，而驴子是以顽固著称。在犁棉花时，驴子必须踏在作物之上前进，但据说驴子不肯这么做。当时某份报纸发表评论道，驴子对于经济学的了解远胜过政府。）商家如果遵照政府拟定的偏高价格，可以把获赠的“蓝鹰”徽章挂在窗口。罗斯福总统在“炉边闲谈”中，鼓励消费者在挂有“蓝鹰”徽章的商店购物，并抵制价格偏低的商店。劳工法案授权工会调升工资，并鼓励它们防止资方降低工资。于是，在经济普遍衰退而失业严重的情况下，实质工资却得以上升。基于某些缘故，政府官员似乎始终不了解，物价的下跌是来自于货币供给的减少。结果，当然导致美国历史上最漫长的经济大萧条。

我们政府的支出与货币政策，总是摆荡在两个相互矛盾的行为之间，先是以宽松的信用政策驱动通货膨胀的繁荣，接着又以紧缩货币与信用的手段控制通货膨胀，于是又造成经济衰退。由于政府的赤字支出政策与“联邦准备体系”控制的货币供给，使得现代的美国人无法想象物价下降的经济繁荣。如果你可以不担忧通货膨胀，把钱存在银行而其购买力又会随着时间经过而增加，难道不是很美妙吗？你可曾想过，随着科技的进步与价格的竞争，再加上货币购买力的提升，高科技产品价格的下跌幅度会有多快吗？重点在于：经济衰退并不是由物价下跌造成，两者之间未必存在任何的因果关系。

守财奴减少货币流通数量的行为、对于物价与市场的影响非常有限、假定货币供给数量维持不变，物价将因为货币流通数量的减少而向上调整。如果货币的供给数量相对于其他产品与服务而持续增加——犹如目前的情况——守财奴藏货币的购买力将减少。如果守财奴 1940 年在床垫下藏 100 万美元，以美元的购买力而言，这笔资金现在仅值 12 万美元。所以，在储藏的行为中，守财奴只会伤害自己。

许多理由支持政府应该控制货币与信用，其中最具有影响力的论点是由凯恩斯提出来的主张，储蓄是一种不具生产力的行为——经济衰退是由“消费不足”造成，这是指储藏而言、多年以来，储蓄都被视为是储藏，但储藏实际上是一种相对罕见的行为，通常并不会对整体经济形成真正的伤害，顶多是造成自己的损失而已。

一般来说，储蓄者并不是守财奴，他们会把钱存在银行与其他金融机构，或购买债券、股票... 等交易工具，并将储蓄提供给信用市场。这类的储蓄者委托他人或机构保管他的储蓄，并预期未来可以获得报酬。这种储蓄便是经济扩张的动力。另外，储蓄水准愈高，信用成本愈低——这是简单的供、需原理。

鲁宾逊储蓄食物以便腾出时间建造住所，也是运用相同的原理。在市场经济里，这项原理仅发生在较抽象的层次上，而信用交易程序的步调也稍快一些。

信用交易是一种协定，放款者将产品或未经消费之产品的请求权（货币）借予他人或团体，在一段时间之后取得清偿，通常还会附加利息。这类交易是奠基于放款者相信借款人能够以未来的生产来清偿。如果借款人清偿借款，他虽然消费借来的请求权（资金），他创造的新财富具有更高价值的请求权（本金加利息）。对于放款者来说，清偿价值大于借出价值之间的差额，便代表它未立即消费的报酬。

如果借款者未履行清偿的义务，他在运用产品的请求权时，至少已经消耗部分的商品，而创造的新财富又不足重置原来的请求权。债权人可以取回债务人持有的剩余价值。借出与取回之间的市场价值差额便是损失——被消费的财富——它先前代表的市场产品已经不复存在。

信用交易既不是礼物、也不是援助，它是市场上的交易。借款者（不论个人或团体）培养信用的方式，是稳定地从事生产，并根据交易决定（合约）履行清偿义务。借取的资金可以用于消费或投资，但他必须承诺清偿所借资金或物品。放款者选择放款而不是立即消费或自行投资，是因为他相信借款者的清偿能力。

信用交易建立在债权人与债务人之间对于时间偏好上的差异。产债权人（更明确来说，储蓄的存款人）决定延后自身的消费或投资，债务人则决定提前消费或投资，并以未来的生产清偿。

在复杂的市场经济中，大多数的经济交易会涉及某种形式的信用。零售店由批发商进货，通常在 30 天或以上的时间才会付款。汽车经销商可以借取资金购买存货，这是因为它们可以高价转售。公司企业可以发行债券融通事业的扩张。投机者可以融资买进股票。然而，不论信用的形式如何，都代表对于未经消费产品的请求权，交易的一方提供信用，另一方则承诺清偿。放款者延后消费的行为，借款者则以未来的消费换取目前的消费。

我先前曾经谈及，银行从事放款业务时，并没有借出实际的储蓄，仅是创造新的货币。虽然如此，但实际的储蓄（以资本的形式）确实必须承担风险。往好处看，借款者将创造足够的新财富，使清偿贷款后仍有获利或持平。往坏处看，如果借款者未履行清偿的义务，既有产品（储蓄）将被消费或变为无用。企业借取资金投资新的机械设备时，会造成双重的影响：借款者承诺储蓄一部分未来的利润，放款者必须以实际的储蓄承担风险。由这个角度思考，不论政府的财政与货币政策如何，信用与储蓄之间都有直接的关联。

你借取资金时，实际上是借取某人对于未消费物品的请求权；如果你认为我太过于强调这个观念，我要提出辩解，因为实在太多的人不了解储蓄、信用、投资与财富之间的关系。储蓄是信用扩张的基础。信用是加速资本财投资的燃料。资本财的累积则可以加速经济财富的成长率。然而，不论任何时候。贷款被“一笔勾销”时，迟早某个人必须以某种方式完全承担储蓄的损失；换言之，物品被消费而没有重置。

社会上普遍存在一种非常危险的错误概念，因为政府与银行体系似乎能够以“无中生有”的方式创造货币，一旦发生坏帐时，它们也应该可以“一笔勾销”而不用承担实质产品与服务的损失。公债尤其被视为是一种几近于无限的资源，唯一的限制是大众的信心。然而，犹如“永远不沉”的“泰坦尼克号（Titanic；译按：初航便沉船）”一样，政府在特殊利益集团的要求下任意挥霍，正常的信用标准下，公债早就应该被宣布破产。

有关政府的借款，以及政府担保的纸币与贷款，其中并没有什么神秘之处。政府发行债券或国库券时，这是购买者延迟消费而让政府消费，但政府承诺未来予以清偿。然而，这与商业性借款不同，政府的清偿能力并不是来自于未来的生产能力，而是来自于未来的课税能力；换言之，政府借款的清偿来源是我们与后代子孙未来的实质所得——美国人民的生产力。政府的所得——不论来自于课税、借款或以通货膨胀的方式增加货币供给——性质上都必须由全国的产能承担、这是一种强制性的财富重分配，并更动常态市场要素的均衡位置。大多数政府活动在本质上都是以消费为导向而没有任何生产。

政府的借款与放款虽然经过“担保”，但并没有太大意义，因为担保完全仰赖课税与（或）印制钞票的能力。如果政府选择以印制钞票的方式清偿债务，通货膨胀会导致美元贬值，这是另一种形式的税金（但会造成极端倒错的影响）。你不能“无中生有”但你可以“由有变无”。政府以预算赤字融通支出，这些债务迟早都必须全额清偿，但经济扩张所仰赖的宽松信用也将随之消失。整体经济不论以较高的税金、通货膨胀、普遍的经济下降（经济衰退或萧条）或是这三种方式的结合，我们支付的代价都完全相同——财富已经被消费了。

结论：仅次于免费的早餐

美国是一个始终令我感到惊奇的国度。我的办公室里有一部价格 1600 美元的传真机，我每周几乎都会发现它令人不可思议之处。不知如何地，纸张上的影像可以转变为电波，然后随着电话线穿越数英里的距离，并在另一部机器上转为一模一样的影像。

我对于电子晶片、数据机一新奇的科技玩意儿可以是全然无知，但我仅花费 1600 美元的代价便可以享有如此神奇的机器，这项产品是由最杰出的心智，花费无数的时间与资金从事研究、发展与行销。

以日常生活的例子来说，我的早餐可能是两个蛋，再加上吐司与果汁，如果我自己准备，成本不会超过一美元。如果我必须自己生产相同的一份早餐，种植小麦、磨成面粉、种植果树、饲养母鸡...，这份早餐的代价恐怕就难以想像。这真是太神奇了——仅次于免费的早餐。

这虽然神奇，却不是意外或奇迹；这是一群人在市场上自由交易的结果、如果没有政府的干预，新科技发明、消费者的

偏好改变或信用情况发生变化时，市场将调整而发生自然的小幅景气循环；但生产与繁荣仍会保持永远向上的趋势。然而，我们始终不能避开政府的干预。所以，我们会有上下巨幅波动的经济循环。每个人都喜爱向上的发展，却很少人知道如何在景气衰退时保护自己。

犹如企业家一样，经济发生衰退或萧条的时候，避开财务灾难的唯一方法，是正确地预测行情的转折点，并依此调整自己的立场。这是指在市场的底部扩张信用而做多，在市场顶部则由多转空。这么做需要具备本章讨论的经济学原理，以及先前数章说明的法则。

本章我提出一些经济学的基本概念，这是了解政府干预政策如何影响市场的必要知识。接来的两章中，我将解释政府通过预算赤字与“联邦准备系统”，以财政与货币政策进行干预；并说明政府干预以是经济长期趋势的主要决定因素。本章与次两章的主要目标是教导你，如何运用基本的经济学原理防止这些干预造成你的损失，并在这个程序中获利。

第 10 章 繁荣与衰退：谁拿唧筒？谁拿刺针？

影响经济体系的波浪状变动，在经济萧条[衰退]之后又是经济繁荣，这是不断尝试扩张信用而降低市场毛利率的必然结果。以扩张信用带来的经济繁荣，绝对无法避免最后的崩解。唯一的选择仅有：自愿放弃进一步的信用扩张而使危机较早到来，或是稍后等待整体货币系统的全然瓦解。

—— 米赛斯

繁荣与衰退：经济循环

18 世纪下半叶以来，人们便争论市场经济循环波动的起因究竟是什么。我希望在本书的讨论范围内解答这个问题，使你不仅在市场的上升阶段可以获利，在下降阶段也是如此，这个时候，许多企业家与大多数投资者都处于亏损状态，或至少是流失先前大部分的获利。

本章之初，我引用米赛斯的评论，因为就经济循环的起因而言，这是最精辟而明确的见解。他的表达方式或许太过于朴实，答案却非常单纯。然而，犹如爱因斯坦提出的简单公式 $E=mc^2$ 一样，在简单的陈述下蕴含着无限知识。

如果你可以了解米赛斯的这段陈述，而且掌握其中所有细节，并运用在美国与世界的货币信用体系中，你对于市场主要转折点的预测能力可以超过市场中 90% 的投机者。

在这段陈述中，米赛斯认为，如果要了解经济循环，你必须了解货币、利率、信用以及信用扩张对于经济的影响。

经济循环的性质

几乎每个人都了解金字塔式计划的性质（类似如连锁信函），而且我们大多都不会参与这些活动，因为我们知道这些计划的创始者可能心怀不轨，或我们可能成为金字塔顶部的最后一位“有输无赢”的参与者。经济循环非常类似于金字塔式的计划，而且不断重复发生，它们或许不是故意的行为，却是来自于普遍被接受的错误经济观点。

18 世纪以前并无所谓真正的经济循环。以往虽然有经济萧条的现象，但它们的起因都非常明确。或者是为了筹措战争的经费，或者是为了供自己随意的挥霍，国王会派遣他的卫队四处征收税赋。这些行为将冲击人民的“正常商业活动”，并导致经济衰退。

或者由于战争，一个国家可能剥夺另一个国家重要的经济资源，例如美国内战期间，北军夺取英国在美国主要的棉花资源，冲击相关产业，使经济普遍衰退。不论原因是什么，我们都相对容易判定经济衰退的起因。如果没有发生外部的事件，经济活动将呈现直线状稳定而缓慢地成长。

然而，大约从 1750 年开始，工业化国家的经济活动出现重复发生的循环波动，它们的起因并不明显。这段期间，同时发生两项重大的事件：一是工业革命，它起源于英国，并蔓延至整个西方世界；一是中央银行的活动，更明确来说，这是由政府当局控制的部分准备金中央银行活动。由于当时仅发生这两项重大的经济事件，所以政治经济学家们开始探索，经济循环是否起因于这两项因素中的某一项。

当时的基本看法可以分为两个学派。一是“重商主义者”，他们认为经济活动的循环波动，起因于市场经济内部的某些因素。对于这个学派来说，研究重点是寻找这些起因，并运用政府的控制手段消除它们，提供一个经济发展的稳定环境。另一个学派是以理嘉图为首的古典经济学派，他们是分析纸币与信用扩张对于贸易的影响，并以此解释经济循环。

根据古典经济学的看法，经济循环起因于外部因素。换言之，政府对于货币与信用市场的干预。不幸地，内部学派赢得胜利，后来并形成凯恩斯经济学的独霸地位，这套经济学目前仍以各种不同形式主导世界的经济思想。所以，世界上主要工业国家都采用部分准备金的中央银行体系——也因此无法避免繁荣与衰退的经济循环。

“因为中央银行存在，所以繁荣与衰退的经济循环也存在”，我了解这项陈述并没有足够的证据，但中央银行确实是起因。稍后，我将解释中央银行的货币与信用扩张，如何导致繁荣与衰退的循环。在此之前，我先提出一个历史上的案例，这是一个不断重复出现的典型范例，只是玩家不同而已。

虽然18世纪中期以前，经济循环还没有正式出现，但“英格兰银行”在1692年已经开始从事中央银行的业务。当时，第一种不可兑换的纸币已经出现，称为The Royal Commonwealth of Massachusetts。即使是在银行业务的早期发展阶段中，某些政府顾问显然已经知道，部分准备金制度与信用扩张的短期利益。说明这方面的情况，最佳的例子或许是所谓的“密西西比事件”。它发生于18世纪的法国。

路易十四当政期间（1643—1715），由于其奢侈荒唐的行为，法国的财政与经济状况百病丛生。在王室超额支出的刺激下，巴黎与其近郊曾经出现一段繁荣期，但路易十四1715年过世之后，国内与对外贸易都开始衰退，法国政府的偿付能力出现严重的问题。

法国的公债总金额高达30亿银币，公债的名称为billets'etat 国家每年税收为14.5亿银币政府预算为14.3亿银币。但不包括30亿公债的利息。政府是否应该宣布破产而重新开始，当时曾经引起一场辩论，但政客们担心这会引来革命，所以只有采用其他的权宜之计。

政府最初的因应措施是采用重铸货币的方式。将银币贬值20%。新银币的重量为旧银币的4/5。面值却相同，并以法令强迫人民兑换新的银币。结果，国库虽然增加0.72亿银币的收入，但整个国家的贸易运作更加混乱，经济也更加衰退。

为了平息民众对于贬值的抱怨，政府稍微调降税率，并展开一项改革计划，清除税务人员普遍的贪污现象。这些措施转移大众的注意力，并避开国家的财政危机，但政府的偿付能力并没有因此改善。

这个时候，一位苏格兰人约翰·劳出现了。他是一位狂热的赌徒，也是一位经常周旋于贵妇人之间的花丛老手，他因为某位女人而在决斗中杀死一个人，被迫由苏格兰逃至欧洲大陆。他在欧洲得以发挥他的赌博技巧，并运用他对于货币、信用与政府融通的新颖观念。劳坚信，在没有纸币的辅助之下，整体贵金属货币体系无法因应商业交易的需求，并会局限经济成长。换言之，犹如凯恩斯一样，劳认为，通过妥善管理的信用扩张，并以通货膨胀的方式发行货币，即可以达成经济的繁荣。（我非常好奇，凯恩斯的思想是否受到劳的影响。）

劳向当时法国摄政王奥林斯公爵进言，说服摄政王相信私有中央银行的必要性，并采行他的货币与信用理论，即可让法国重新成为经济强国。

1716年，摄政王发布命令，授权劳与他的兄弟成立一家银行，并发行1.2万股的股票，每股500银币。购买股票时，可以支付四分之一的银币，其余以公债抵付。摄政王又授权劳发行银行纸币，并宣布纸币可以依据面额缴纳税金（某种程度内，这相当于是宣布纸币为法币）。

劳并不是银行业务的生手。他父亲是苏格兰的银行家，劳本人精通货币、信用与交易业务，他了解必须博得大众对于银行纸币的信心，如此整套计划才得以运作。所以，发行纸币时，他宣布银行纸币见票即可以兑换一定成色的银币。大众普遍预期银币会进一步贬值，所以非常愿意持有银行的纸币；发行之后不久，纸币便对银币出现溢价。

大众对于劳与纸币的信心迅速增强，纸币兑换银币的溢价高达15%。而银行也在法国的五大金融中心设立分行。这个期间，公债的交易价格则有78.5%以上的折价。

截至目前为上，劳完全根据健全的经济学原理行事。毕竟，当时法国需要的是人民对于国家信用与货币的信心。劳发行充分可以兑换的通货，便具有这些功能。

事实上，持有纸币可以防范银币的贬值。只要大众继续相信银行的信用，以及纸币与白银之间的兑换能力，他的纸币“就像黄金一样有价值”。由于人们对于通货恢复信心，国内与对外贸易也开始复苏。税收情况趋于稳定，公债的清偿虽然缓慢，但总是在逐步改善。

奥林斯公爵虽然不了解这究竟是怎么回事，他却知道神奇的纸币治愈了法国所有的经济病症。由于他认为这是迅速清偿政府公债的良机，摄政王在1717年犯下两项致命的错误。

第一，他授权劳成立一家新公司，它拥有唯一的特权在“路易斯安那特区”交易，这包括整个密西西比河西岸在内，当

地蕴藏大量的黄金和白银。这家公司发行 29 万股的股票。票面金额为每股 500 银币，购买者可以根据公债的面额抵缴股款，虽然公债当时的交易价格约仅面额的 16%。

第二，摄政王将劳的银行改为国有银行，并称为“法国皇家银行”。在随后的几年内，摄政王发行十几亿银币的纸钞，他显然不明白这项政策的后果。我们不知道劳当时是否同意这项政策，但银行在他的管辖期间内，纸币的发行量从来不曾超过 6000 万银币。

十多亿银币纸钞并不是在法国街头散发，而是以放款的方式发行。换言之，以通货膨胀方式发行的纸币，造成大量而快速的信用扩张。除此之外，政府又以另一种方法赎回仍然流通在外的公债，摄政王又下令重铸银币，人民可以拿旧有的 4000 银币，再加上 1000 银币面值的公债，交换重量较轻的 5000 新银币。

信用扩张立即的结果是投机性的繁荣。商人们大量举债而买进国内、外的商品，国内产业大幅扩张，进口增加，建筑业热络（尤其是巴黎近郊地 在这次繁荣期中，最闪亮的明星是劳的“密西西比公司”。奥林斯公爵授权该公司拥有唯一的特权在印度、中国、南海与“法国东印度公司”的所有属地交易。公司也改名为“印度公司”，劳立即发行 5 万股新股票。每股为 500 银币，购买者可以根据公债的面额来抵缴股款，而且承诺每年发放每股 200 银币的股息。

新股票的发行立即造成投机的热潮。民众相信劳是金融奇迹的创告者，数以千计的人在他的住宅外排队等候，试图购买价格每天不断上涨的股票。摄政王目睹这种热烈的反应，认为这是赎回所有公债的良机，于是又授权再发行 30 万股新股票，每股价格 5000 银币，购买者还是可以根据公债的面额抵缴股款。

你可能认为发行如此巨量的股票，必然会浇熄疯狂的投机热潮。事实上并非如此。在信用扩张的煽火助威下，新股票的价格在几个小时内便上涨 10%~20%。马夫与女佣可以一夜致富，人们普遍认为这种神奇的繁荣可以永远持续下去。非常令人惊讶地，纸钞的信用竟然维持了数年之久，但支持纸币的黄金与白银逐渐而稳定地流往国外。犹如所有信用驱动的繁荣一样，以通货膨胀方式发行纸币，导致法国的物价普遍上涨，国外产品的价格相对低于国内。随着进口的增加，出口的差额必须以硬币结算，所以国内的黄金与白银存量不断减少。另外，有些人知道，“皇家银行”的黄金与白银准备金仅是纸币流通数量的一小部分，他们悄悄地把纸币兑换为银币。并移往国外的银行。

1720 年，银币严重缺乏，以至于无法正常对外贸易，因为对外贸易必须以硬币结算。为了防止人们储藏黄金与白银，政府首先宣布银币对纸币贬值 5%，随后又将贬值的幅度增加至 10%。并规定银行的硬币付款不得超过 100 银币价值的黄金与价值 10 银币的白银。

上述禁令使政府得以暂时渡过危机，直至劳在 1720 年 2 月又犯下一个致命的错误。在他的建议下，政府宣布禁止任何人持有 500 银币价值以上的硬币，并禁止民间储藏贵金属、宝石、银器... 若违反规定，不仅处以重罚，而且没收收藏品。这项法令使得一些贪污的官吏们可以混水摸鱼，以一半的价值出售没收品。相关措施不仅没有恢复人们对于纸币的信心反而彻底瓦解大众的信心，并将法国推向革命的边缘。

1720 年 5 月 20 日，银行终于停止支付硬币，与劳有关的股票价格剧挫。泡沫破裂，金字塔崩塌，我相信这是股票历史上的第一次崩盘。“印度公司”的股票价格狂跌；虽然政府尽全力挽救，但纸币对黄金与白银的价值一路下滑。商业活动完全陷于停顿，政府的每一项措施都仅使问题更加恶化。劳曾经被视为是法国荣耀的救星与英雄，现在却成为代罪羔羊而几乎被愤怒的群众谋杀。最后，他被迫离开法国，几乎没有带走任何他曾创造的巨额财富。

于是，法国成立一个紧急委员会，试图恢复金融体系的秩序。经过查证以后，他们发现政府公债的金额不仅没有减少，反而增加至 31 亿银币。他们又发现政府财政官员的腐败程度非常严重，某些官员被终生监禁于巴士底狱。最后，经济秩序与政府偿付能力终于“稍有改善，但犹如历史所显示地，相同的错误不断重演，造成人民的生活艰困，贵族与劳动阶层的贫富差距也愈来愈大。这些与其他问题终于导致“法国大革命”的爆发，以及拿破仑的执政。

我实在无法克制自己不提这段故事，因为它是一个显示信用扩张对于经济影响的典型范例。经济历史上每一个繁荣 / 衰退循环都呈现类似的模式，仅是程度或许没有如此剧烈。经济衰退持续一段时间以后，经济活动趋于迟缓，社会要求政府必须提出“某些对策”。虽然市场已在调整。但某些自以为是的经济学家配合政府提出复苏经济的计划。

毫无例外地，这些计划会呼吁停止以通货膨胀的方式发行货币，平衡政府预算、减少政府赤字（如果有的话），稳定本国货币相对于外币的价值。但是（永远有一个但是），为了达成这些高贵的目标，政策上必然需要以某种形式干预市场的自由运作，最后又出现新的信用扩张，于是又是另一个繁荣 / 衰退的循环。

中央银行的信用扩张，何以必然造成繁荣 / 衰退的循环呢？简单地，它会不当配置资源，混淆经济计算；结果，或者必须像吸食毒品一样，以愈来愈强烈的信用扩张预先防范不可避免的后果；或者，经济将趋于冰冷——经济衰退或萧条、然而，如果希望真正了解其中的发展，则需诉诸经济学的基本原理：你必须了解信用扩张对于基源利率的影响。

前一章，我们曾经讲解米赛斯对于基源利率的定义，它是目前物品与未来物品在价值上的比率；换言之，“将未来的物

品折现为目前的物品”。在市场从事交易的个人，便是根据基源利率为基准，判断他的消费水准，以及单纯储蓄与资本储蓄的水准。换言之，基源利率将决定市场中的产品供给有多少是用于目前的消费，多少是用于未来的消费。它在市场中是表示为市场利率的一个组成部分。

市场利率会根据主要市场参与者的基源利率水准调整。然而，我们必须注意，市场是一个持续变动的机制，基源利率的水准也会不断变动，它会因人而异，因市场（状况）而异。然而，通过企业家之间的相互竞争，基源利率会趋于一致化的水准。

如果希望了解信用扩张如何导致繁荣 / 衰退的循环，你必须了解基源利率与市场毛利率之间的差异。市场毛利率是由三个成分构成：基源利率、企业家成分与价格升水。企业家成分代表债权人提供资金供他人投资的诱因部分。价格升水是预期货币购买力发生变动的溢价（正值）或折价（负值）。以最简单的方式来说，基源利率是市场评估目前消费相对于未来消费的主观价值，企业家成分是债权人根据其对于债务清偿信心所做的加码，价格升水是债权人根据其就目前与未来之货币购买力预期变动所做的加码。

在每一笔信用交易中，市场毛利率一定包含这三项成分；它们都会持续变动。而且相互影响。犹如任何其他市场一样，每笔贷款的名义利率最后都是取决于供、需的力量。在自由市场中，企业家与推销者都希望获利，产品的销售价格高于生产成本与市场毛利率的总和。市场毛利率显示企业家与推销者如何减少生产要素的立即消费，以供未来生产更多的产品。市场毛利率让企业家了解，如何最有效运用数量有限的既有资本，后者来自于市场参与者的储蓄（译按：“既有”是指“可供运用”的意思）。

某种情况下，中央银行扩张信用时，市场毛利率的功能会完全遭到破坏。假定信用扩张采用的方式，是增加货币供给让银行放款，犹如法国在“密西西比事件”发生的情况。这种情况下，货币本身便是一股驱动的力量，而且在商品与劳工价格变动以前，贷款市场已经直接受到影响。

最初，基源利率并不会变动，但因为资本明显增加，会导致市场毛利率中的企业家成分降低。虽然额外的资本实际上并不存在，在企业家的纸上作业中，货币供给的增加确实使资本显得实际存在。在此之前，某些计划并不可行，但现在确可行。在信用扩张的早期阶段，企业家无法分辨既有资金与既有资本之间的差别——于是，整个经济计算的基础便受到扭曲。

以人为的方式降低市场利率，这与既有资本的供给或与基源利率当时的水准都没有关系。然而，因为增加既有信用造成的扭曲，在拟定相关决策时，上述关系便如同存在。所以，资本会由最佳的用途中移开，鼓励不当的投资，最后造成资本的浪费。

此外，从事经济计算时，市场利率中的价格升水成分，其功能也完全被破坏。因为货币供给增加，在影响物价以前，会先直接影响贷款市场，所以价格升水必须经过一段时间才可能合理反映物价的上涨，而后者是货币供给增加的必然结果。所以，在使用扩张初期，市场利率中的价格升水会明显偏低，因为债权人无法合理估计货币来来的购买力。

在部分准备金的银行体系内，信用扩张总是会导致通货膨胀的货币供给，我稍后会详细解释。某些主张以通货膨胀方式扩张信用的人们认为，通货膨胀的货币供给，造成的物价上涨会先影响商品价格，其次才会影响工资。所以，生产者的成本将增加，消费者物价将走高，但因为薪水与劳工阶层的储蓄倾向（译按：换言之，每增加一单位所得时的储蓄变动量）与能力都相对低于其他阶层。他们将被迫减少支出，这些储蓄便可以供应资本的扩张。

另一方面，他们认为，企业家与商业界的储蓄倾向较高，所以价格上涨造成收入增加时，储蓄的增加幅度将大于消费。所以，薪水与劳工阶层的消费减少时，整体经济的新资本累积将增加。这种强制性的储蓄将促使基源利率下降（减少立即的消费），而资本投资将增加，于是加速经济进步与科技创新的步调。

这或许没错，过去也确实曾经发生如此的现象，但这种论证忽略数个重要的层面。首先，工资的反应未必落后商品价格。以 1970 年代的工会为例，它们了解通货膨胀的影响，并要求提高实质工资；换言之，工资的调整幅度大于消费者物价指数的涨幅——所谓的“工资—物价的恶性循环”。另外，企业家与商业界的储蓄倾向也未必高于薪水与劳工阶层。然而，这项论证忽略一项最重要事实，通货膨胀将促使市场提高消费资本的倾向。

通货膨胀——由于中央银行扩张信用而导致货币供给增加——将扭曲经济与会计的计算。中央银行增加信用市场可运用的资金时，会创造原本并不存在的贷款机会。名义利率——实际的平均利率——或许不会变动，但因为贷款市场的资金增加，市场毛利率会降低。所以，市场会发生额外的贷款；如果没有扩张信用，这些贷款原本都不会发生。这便是联储目前（1991 年 2 月）尝试的行为。

对于企业家来说，他们处理的是实际的金额数据，一旦信用市场可运用的资金增加时，先前原本不可行的计划，现在变得似乎可行。对他们来说，信用是投资新计划的未消费财请求权。越来越多企业家着手新计划时，将刺激商业活动，于是经济趋于繁荣。然而，不论在任何时间，可供经济扩张的产品与劳工数量都有限（换言之，它们都是稀有资源）。信用扩张造

成这些稀有资源的需求增加，所以工资水准与生产财的价格都会趋于上涨。

工资增加时，消费资金的需求也会对应地增加，价格也会上涨。这些现象会发生在不同阶段，在不同的时间，以不同的程度影响经济中的不同部门。对许多厂家来说，它们的产品价格在消费市场中逐渐攀升，将造成实质获利增加的假象。

在实质获利增加的假象影响下，商业界估计它们有能力消费更多，这也促使消费物价的上涨。生产者物价首先受到影响，影响的程度也最大，但消费者物价的上升使生产厂家觉得安心，虽然生产成本提高，但收入的增加可以因应资本的扩充计划。

米赛斯是第一位了解整个程序的经济学家。他的解说有些复杂，但我希望读者耐心研究下列分析，因为这可以使你避免在多头市场的顶部全额投资而遭受损失。

以米赛斯的符号表示，P 代表信用扩张前夕可以运用的资本数量，r 代表以 P 生产时所必须储蓄的重置资本，而 g 则代表 p 可以生产的消费品数量。假定在信用扩张前，经济是处于成长状态而可以生产 P1 与 P2 的剩余资本（资本储蓄），其中 P1 用来继续生产原先已有的产品（数量为 g1），而 P2 则用来生产新发明的产品（数过为 g2）。

如果没有信用扩张，则 p（既有资本）将生产 r+g（必要的重置资本与消费财），以及 P1+P2 的资本储蓄（生产既有产品与投资新计划所需的新资本）。经济成长则是来身于 P1+P2 生产的 g1+g2（更多的既有产品与新发明的产品），而科技创新时以加速这种程序。然而，实际情况并非如此，中央银行为了刺激就业与生产水准。在经济体系内注入资金，并创造可供运用的额外信用。

在信用扩张的刺激下，企业家决定生产额外数量的既有产品 g3，以及新发明的产品 g4。为生产 g3 与 g4。需要额外的资本财 P3 与 P4。然而，犹如先前所提，经济扩张可以运用的资本财仅限于 p1 与 p2；p3 与 p4 并不存在，它们仅是看起来存在而已！企业家计划生产 g3 与 g4，这项决策来身于信用扩张所造成的假象。

由另一个角度看，企业家在计划中可以实际运用的资本财数量为 p1+p2+r，但看起来似乎有 p1+p2+p3+p4+r。企业家打算以看起来似乎存在的资本，生产 g1+g2+g3+g4，但因为缺乏实际存在的资本，于是市场会竞价争取 p1+ p2+ r。生产资料的价格可能首先上涨，并超过消费资料的价格涨幅，导致基源利率在短期内下降。

这段期间内，增加未来产量的意愿，实际上可能创造新的实质财富。然而，信用持续扩张时。消费者物价的涨势最后会超过生产者物价。在资本尚未形成生产消费资料以前，工资与企业利润的增加（这主要都是似乎存在的增加，而不是实质的增加），将导致消费资料的需求增加。于是，消费者物价上涨。如果消费者物价持续上涨，人们希望尽速拥有消费资料，避免未来支付更高的价格。换有之，基源利率将趋于上升，人们希望增加立即的消费，而减少未来的消费，资本——以储蓄的形态而言——被消费了 情况发展至此，类似如川普之流的投机客，将尽可能举债买进他们认为短期内价格将上涨的物品。

就计算的角度来说，贷款的需求增加时，利率可能攀升。然而，利率中的企业家与价格升水的成分，其调整在时间上必然会落后，因为资本的“适当”配置需要花费时间。银行界认为，偏高的利率应该可以弥补物价变动的影响，所以它们继续放款给企业界，并相信经济扩张将永远持续。

事实上 银行界对于经济扩张的信心并没有合理的根据，因为它们未察觉自己是扮演煽火助燃的角色，催动稀有资本资料的价格战争。企业家判断销售金额的增加可以因应生产成本的增加，所以持续增加贷款以扩充生产，利率将持续上升，生产资料与消费资料的价格也不断上扬。银行唯有持续创造货币，不断增加货币供给，如此经济繁荣才得以持续发展。

然而，不需多久，甚至增加货币供给也无法支撑经济繁荣。如果银行持续实行扩张性政策，人们终究会了解真相。他们发现货币的实质购买力不断下降，于是开始囤积实质的物品——基源利率将急速上升，货币需求暴减。于是演变为失控的通货膨胀，犹如不久前的巴西与目前的阿根廷、米赛斯称这个阶段的信用扩张为“崩解的繁荣”。

然而，事态通常不会演变至这种程度。固定收入的消费者因为生活成本的提高，将向政治家激烈反应。政治家又会责怪某些人，于是迫使中央银行踩刹车。中央银行开始紧缩信用。企业家再也无法负担目前转为稀少的贷款，他们察觉自己必然失败时，便放弃新的扩张计划。银行停止放款，因为它们发现自己的行为已经超过谨慎经营的限度。银行开始回收放款。信用停止扩张。

这个时候，经济繁荣反转。企业界为清偿债务，抛售存货以求现，物价开始下跌。一般来说，生产资料的价格跌势远甚于消费资料，以 1929 年至 1933 年之间的情况为例，当时的零售销售量下降 15%， 资本资料销售量的跌幅高达 90%。工厂关闭，劳工失业。经济体系内的信心趋于低迷时，利率中的企业家成分大幅调高，更加速通货紧缩的发展。在这类的发展程序中，通常会爆发震撼性的新闻，使既有危机转变为恐慌，这经常反映在股票与商品的价格崩跌中。于是，经济步入衰退。

在这种情况下，经济学家通常会来怪资本主义制度的缺失，认为“过度投资”是造成经济衰退的主因。这是有关“繁荣 / 衰退循环”的最严重误解。造成经济循环的原因并不是过度投资，而是米赛斯所谓的“不当投资”。信用扩张导致市场毛利率下降时，将鼓励企业家把似乎存在的资本 p1+p2+p3+p4+r，视为是实际存在的资本 P1+p2+ r，这才是发生问题的真正原因。这必然会使经济体系在超出资本实际供应的范围外，从事投资与资源的分配。

这犹如是以兴建 2500 平方英尺房屋的水泥份量，打 5000 平方英尺房屋的地基——你或是必须修改设计，或者兴建一

个无法支撑整栋建筑的超薄地基。

我在前文曾经说明，增加财富必须以储蓄投资，才可以增加未来的生产。科技的创额发明虽然可以加速财富的成长，但唯有通过储蓄的资本才有可能。一般来说，在信用扩张的过程中，一部分 $p_1 + p_2 + r$ 将投资于创新发明，这虽然可以加速财富的成长，并抵消上述一些负面影响，但仅有缓和的功能。

使用扩张造成的不当投资，迟早会令经济繁荣趋于瓦解，财富也因此被浪费。在繁荣 / 衰退的循环结束时，实际的生活水准与整体经济的财富，或许仍大于循环之初；虽然情况经常如此，但如果没有不负责任的信用扩张，情况必然到理想。

在中央银行信用管制影响下的市场中从事投机活动，你必须能够辨识“繁荣 / 衰退循环”的发展阶段。为了具备这项能力，你必须了解各种不同形式的信用扩张。特定而言，你必须了解“联邦准备理事会”与财政部如何控制货币与信用。因为各国中央银行的运作方式基本上都相同，所以你只要了解美国的体系，便可以明自所有中央银行的情况。所以，政治家试图协调国内与国际的货币政策时，你便可以理解甚至预测可能发生的经济后果。

联邦准备体系的结构与功能

在本章的标题中，我提出一个问题：“谁拿唧筒？谁拿刺针？”在“密西西比事件”的法国，答案是约翰·劳与奥林斯公爵。在当今的美国，类似的答案则是“联邦准备理事会”与“联邦公开市场委员会”。这两个机构拥有独占的权力，控制整个“联邦准备体系”的货币与信用供给，范围实际涵盖全国所有存款机构。

它们掌握的经济权力绝对可以让你心惊肉跳。事实上，我们都必须仰赖联储的脸色来生活，判断未来政策动向时，我们必须揣摩联储主席、重要理事与联邦公开市场委员会成员的晦涩评论。联储主席的一句话便可以扭转整个股票市场的走势，这发生在 1984 年 7 月 24 日，当时联储前主席保罗·沃克尔宣布，“联储的〔紧缩性〕政策并不恰当。”股票市场在同一天见底，隔天便展开新的多头走势。

非常讽刺地，可以用一句话扭转股票市场的政府机构，在“1913 年联邦准备法案”的章程中表示，联储的目标在于稳定货币与信用市场的运作。

根据法案的规定，联储的成立宗旨是“供应一种具有弹性的通货，提供商业票据的贴现服务，改善与监督银行的业务。”1963 年，联储扩大功能目标以“协助反制通货膨胀与通货紧缩的情况，共同创造有利的环境，以维系高度的就业水准，稳定的美元币值，国家的成长，并提升消费水准。”请留意，重点在于消费而不是生产——凯恩斯理论下的标准产物。

目前，联储几乎已经是政府的另一个部门，它拟定政策时，将配合国会、总统、财政部与其他国家的中央银行。然而，联储的主要功能是扮演美国中央银行的角色。首先，让我们观察它在这方面的运作。

身为一个国家的中央银行，联储的在要功能是：

.... 管理银行信用与货币的流量。执行这项主要的功能，基本上是搜集与解释有关经济与信用情况的信息。另一项功能是检视与监督国有银行.....取得有关它们状况的报告，并协调其他监督当局以发展与管理政策.....

联储最大的权力基础在于“管理银行信用与货币的流量”；简言之，这是以通货膨胀或通货紧缩的方式，控制货币与信用的供给。

进一步讨论前，让我简单界定联储的意义。“联邦准备体系”有三个基本成分：“理事会”、“联邦公开市场委员会”与“联邦准备银行”。身为联邦政府的机构之一，“联邦准备体系”的组织由法律规定。“理事会”与“理事会”的 7 位成员占 FOMC 12 个席位中的 7 席——可以独立拟定与执行美国的货币政策。提及联储时，通常是指这两个成分而言。

“理事会”的 7 位成员是由总统提名，经过联邦参议院同意而任命，任期为 14 年。任期经过特殊的安排，每个偶数年份都有一名理取卸任，任满 14 年的卸任理事不得再被提名。“联邦公开市场委员会”共有 12 个席位，包括“理事会”的 7 位成员，“纽约联邦区域银行”的总裁，另外 4 个席位则由其他 11 个“联邦准备区域银行”的总裁轮流担任，任期为一年。

FOMCC 负责拟定与执行美国的货币政策。“理事会。虽然有全权控制贴现率与法定准备金，但它的政策必须遵照 FOMC 集会多数投票决定的政策目标。

目前，FOMC 每年定期举行八次集会。委员会可以自行决定开会的议程，并随时都可召开临时会议。另外，FOMC 会根据政策目标拟定公开市场操作的计划，并由“纽约联邦准备银行”负责执行。

公开市场操作是由联储在公开市场买、卖政府证券。这些交易会直接而立即地影响银行体系持有的准备金，并借此控制信用水准与货币供给的成长率。通过公开市场操作，联储可以放宽或收缩信用，并操纵利率水准。让我详细介绍这项程序。

货币与信用：如何创造与控制

前文曾经说明，在银行发展历史的早期，放款者发行的金本位或银本位银行纸币数量，可以超过它们实际持有的黄金或白银。只要大众相信发行机构随时有能力以硬币兑换纸币，银行可以创造纸币（信用媒介），这些纸币在市场中普遍被视为是交换的媒介。我在《一密西西比欧件》中也曾经说明，纸币的发行数量如果过多（相对于黄金与白银），会造成灾难性的后果——价格的通货膨胀与经济的瓦解。

在“联邦准备体系”内，基本原理也完全相同，但有一项重大的差异——除了政府宣布为法币以外，没有任何东西支持美元。这是一种不可兑换的货币系统。美元的价值完全取决于市场对于其购买力的信心，货币购买力最后则取决于通货相对于市场中其他产品与服务的供、需关系。

在贵金属本位的制度中，相关金属的数量可以限制纸币的发行。在不可兑换的货币制度中，联储则是以法定准备控制货币的发行数量。自从“1980年货币管制法案”通过以后，美国所有存款机构都必须遵守法定准备的规定。

法定准备是指存款机构的准备金负债必须提列一定百分率做为准备金资产。准备金负债包括交易存款、定期与储蓄存款、以及对于国外银行的净负债（欧洲美元的负债）。准备金资产包括：存款机构持有的现金（实际的钞票与硬币）以及存放于“联邦准备区域银行”的准备金存款。基本上，存款机构扩张信用与货币供给时，法定准备是唯一的客观限制。

例如，假定某商业银行拥有1亿美元的交易存款（可以随时开支票的存款），目前它至少必须提列120万美元的资金，或是存入“联邦准备区域银行”或以现金形式持有。1亿美元是准备金负债。120万美元是根据目前的准备率计算的法定准备。表10.1是“联邦准备理事会”公布的准备金比率。

就货币的创造来说，准备金比率与存款机构所能创造的货币数量之间，存在一种反向的关系。例如，如果准备率为10%，银行体系内每增加一美元，所创造的新货币为10。以较实际的例子来说，假定联储在一周内买进价值2.5亿美元的政府公债，以10%的准备金比率计算，货币供给的增加潜能25亿美元；相反地，联储卖出2.5亿美元的公债，则最高可以收缩25亿美元的信用。

如果我们由所有存款机构的整体角度思考，同时观察它们在市场中的交易，以及它们与“联邦准备区域银行”之间的交易，或许容易造成混乱。所以，我们以一个假设性的模型解说，一个称为ABC的国家，它的中央银行是采用部分准备金的制度。

现在，我将逐步介绍信用扩张的程序，并说明联储（或任何中央银行）如大笔一挥便创造或消减货币。为了单纯起见，我仅列出资产负债表中受到影响的部分，所以请不要介意资产与负债之间的不平衡关系。在完整的资产负债表中，借、贷双方必然平衡。

表10.1 准备金比率（1990年5月）

负债类型	3
交易帐户	
0~4040万美元	3
超过4040万美元	12
定期与储蓄存款	
个人	0
非个人	
到期时间少于1½年	3
到期时间在1½年以上	0
对于国外银行的净负责（欧洲通货的负债）	3

为了单纯起见，假设ABC仅有支票存款，总额为10亿美元，全部都对外放款；另外，中央银行设定的准备款为10%。我们又假定ABC的银行体系会在中央银行的许可范围内做最大额度的放款。在这种情况下，ABC整体存款机构与中央银行资

产负债表的相关部分将分别如下：

ABC 中央银行：资产负债表相关部分	
相关资产（单位：1000 美元）	
政府证券	150000
相关负债	
ABC 中央银行纸币	100000
准备金存款	95000
ABC 整体存款机构：资产负债表相关部分	
主要资产（单位：1000 美元）	
贷款	1000000
现金	5000
中央银行的准备金存款	95000
政府与其他证券	150000
主要负债	
支票存款	1000000

请注意，整体存款机构的准备金资产（现金与中央银行的准备金存款），恰好等于准备金负债的 10%（支票存款的 10%）。这个时候，银行体系创造货币的能力已经发挥至极限了。如果银行增加新的放款，放款将成为支票存款，并使银行体系违反 10% 的法定准备规定。

假定中央银行认为、ABC 目前的失业率太高，决定增加货币供给，刺激经济景气，创造新的就业机会。

假定中央银行决定通过公开市场进行操作，向银行体系买进价值 5000 万美金的 ABC 政府公债。进行这笔交易时，中央银行以自己的名义开支票（无中生有？），然后商业银行把支票存入它们在中央银行的准备金帐户。中央银行大笔一挥便完成这笔交易。

现在，整个银行体系增加 5000 万美元的准备金。所以，它们的资产负债表将成为：

ABC 中央银行：资产负债表相关部分	
相关资产（单位：1000 美元）	
政府证券	200000
相关负债	
ABC 中央银行纸币	100000
准备金存款	145000
ABC 整体存款机构：资产负债表相关部分	
主要资产（单位：1000 美元）	
贷款	1000000
现金	5000
中央银行的准备金存款	145000
政府与其他证券	100000
主要负债	
支票存款	1000000

现在，银行体系拥有 5000 万美元的超额准备；换言之，银行体系根据既有支票存款 提列 10% 的准备金存入中央银行的准备金帐户之后，帐户余额尚多出 5000 万美元。代表它们的超额准备足以支持另外 5 亿美元的放款（5000 万美元除以 10%，等于 5 亿美元）。由于银行的主管都非常慷慨而爱国，他们希望看见充分就业与经济成长，所以立即同意各类放款。

银行放款时，创造的资产与负债在帐目上会自动平衡。就这个例子来说，银行会在贷方的借款者支票帐户中登录 5 亿美元，并在借方的贷款科目中登录 5 亿美元。所以资产负债表将为：

ABC 整体存款机构：资产负债表相关部分

主要资产（单位：1000 美元）	
贷款	1500000
现金	5000
中央银行的准备金存款	145000
政府与其他证券	100000
主要负债	
支票存款	1500000

所以，通过公开市场操作买进价值 5000 万美元的政府公债，中央银行可以增加 5 亿美元的货币供给——新创造的 5 亿美元。如果中央银行在公开市场卖出债券，整个程序恰好相反。

我希望读者了解，这便是实际发生的情况，只不过是一个较简化的版本罢了，不仅“联邦准备体系”如此，也代表世界上每一个中央银行运作的方式。实际情况虽然较复杂，但不论程序涉及多少银行，对于信用与货币供给的潜在影响，大致上便如同前述 ABC 的情况。我将详细说明这点，对于心存疑惑的读者来说，这是一场不错的心智练习。

就净效果来说，联储买进政府证券时，在帐面上创造买进证券所需的货币——这仅是以自己的名义开立一张支票。这笔新的资金于是进入银行体系内，并增加银行体系的准备金资产。准备金资产增加的部分，可以通过信用扩张增加货币供给，货币供给的最大潜在增加数量。相当于准备金的增加部分除以准备金比率的平均净值。我们离开 ABC 进入真实的世界时，情况将变得稍微复杂一些。

如果回头观察表 10.1 你可以发现“联邦准备体系”目前规定的准备金比率介于 0% 与 12% 之间，不同的负债类型适用不同的比率。如果你由床垫下翻出 1 万美元，并到银行买进 10 期的定期存单，这笔交易适用的准备金比率为 0%（这是到期时间在 1 1/2 年以上的定期存款），整个银行体系潜在的贷款增加数量为 $10000 / 0.12 = 83000$ ！联储买进证券时，情况也完全相同。

净准备金比率——依此比率计算，整体存款提列的准备金恰好符合法定准备的规定——取决于市场如何处理货币。我们可以举一个实际的例子，说明法定准备与存款负债之间的整体关系。根据 1990 年 5 月 7 日 BARRON'S 杂志的报导，货币供给的最广义衡量值 M3 为 4.066 兆美元，而“联邦准备区域银行”的准备金存款总额为 603 亿美元。在 4 兆多美元的货币供给中，实际的钞票仅有 2284 亿美元，代表其余货币是存放于各个机构中的某种存款（负债）。

所以，准备金资产对货币总存款的比率为 1 : 70。即使我们认为 M3 不足以代表真正的货币总供给，同期的 BARRON'S 杂志也刊载，联储持有价值 233966000 美元的政府证券。假定准备率的平均净值为 10%，则 FOMC 12 位成员便有权力为整个经济体系增加 2.3 兆美元的信用——超过 M3 的一半！

现在，你是否了解公开市场操作，何以是如此强而有力的货币政策工具？

希腊的大哲学家柏拉图相信，一般人无法管理自己的生活与周围的事物。在理想的状况下，世界应该由哲学之王掌管。某种层面上，柏拉图的理想已经实现。FOMC 的成员便是美国经济的哲学之王，而由于美国是世界上最强大的工业国家，所以这 12 位成员足以影响全球的经济。他们是国王，而市场是他们的子民——他们的行为仅受到法律的规范。

FOMC 仅由 12 位成员构成——“理事会”的成员与五家区域银行的总裁——他们投票决定政策，以主宰自由市场的经济活动。他们根据总体经济数据设定目标，并采取行动，重要的经济数据包括：失业水准、产能使用率、消费者物价指数、生产者物价指数、货币供给（以 M1、M2 与 M3 来衡量）的成长与成长率、贸易余额货币供给水准（M1、M2、与 M3）的指数、准备金余额、以及其他指标。他们随时监视这些总体指标的变化，以多数同意的方式决定如何达成政策目标，并依此调整策略——在 FOMC 的秘密会议中。

在这里，我忍不住要插上一段题外话。FOMC 集会时，他们会尽量防止市场得知会议的决定。然而，委员会的 12 位成员都会带着他们的助理与会。大多数委员都已经结婚而有家庭，他们的助理也是如此。另外，还有许多秘书与员工需要整理会议记录。我们知道美国是怎么样的一个国家，国家安全局的一举一动都无法逃避媒体的掌握（我并没有藐视的意思），你是否真正相信会议的决定绝对不会对外泄漏？我不认为如此。事实上，这让我有一种想法。

我们无需再增加税金与福利计划，政府可以在 FOMC 集会之后，立即将会议记录秘密地交给国内各贫困地区的特殊委员会。政府可以训练这些委员会如何在市场中交易，于是他们可以根据这些内线消息在市场中获利。如此便可以解决贫困地区所有的财政问题！当然，这只是开玩笑而已，但我相信必然有少数人可以取得这些内线消息。

谁拿唧筒？谁拿刺针？毫无疑问地，便是联储，而唧筒与刺针则是“公开市场操作”与其他政策武器，这使它们可以

控制信用与货币的供给与需求。根据重要性的先后秩序排列，联储掌握一项货币政策的主要工具：设定法定准备、设定贴现率、以及执行公开市场操作。

法定准备，联邦基金利率，贴现率

就法定准备的运作机制来说，此处无需再多做说明，大致情况便如同前文中有关 ABC 银行体系的讨论。然而，我们必须了解，银行如何以各种不同方式提列准备金，以及联储如何在这个范围内，影响货币与信用的供给，并监督放款机构的活动。

“理事会”利用准备金比率规范法定准备，后者仅能够以两种准备金资产的形式持有——一现金与“联邦准备区域银行”的存款。就个别的放款机构来说，资金将不断流进与流出。所以个别机构的准备金资产在短期内可能发生不足或过剩的情况。准备金不足时，银行或放款机构有两种解决的方式：在短期的基础上，借取其他机构的超额准备；或者，可以向“联邦准备区域银行”的贴现窗口借款。

金融机构超额准备的借贷市场称为“联邦基金”市场。利率水准称为“联邦基金利率”。这种“借播还债，东借西还”的市场，以及利率水准，都是非常值得观察的重要指标。表面上，这个市场仅是让银行可以短期融通不足的准备金，但实际上使整个银行体系得以做最充分的放款。

事实上在 1979 年以前，联储的政策目标便是以联邦基金利率表示，并以此为公开市场操作的准则，这可以显示联邦基金市场的重要性。何以如此？因为银行间利率水准可以决定准备金借款的宽松程度，并被视为是整体信用市场的利率指标、然而，回顾卡特执政的期间（1976 — 1980），最初发生几近失控的通货膨胀，接着是利率管制，接着是信用紧缩，接着是自由化与 22 % 的利率！

将联邦基金利率视为唯一的目标利率，显然不足以控制市场的信用水准。犹如市场中的任何事物一样，供给与需求将决定信用扩张的程度。卡特执政期间，银行愿意以高利率放款，人们也愿意借款，因为他们认为利率将继续走高。然而 1990 年底体系内出现巨量的超额准备，但银行就是不愿意放款。

1979 年之后，除了控制联邦基金利率之外，联储也试图利用再贴现率控制信用扩张。再贴现率是放款机构向“联邦准备区域银行”借取准备金时适用的利率。理论上，再贴现率是各“联邦准备区域银行”决定，但需要经过“联邦准备理事会”同意。然而，实务上，各“区域银行”的再贴现率都一律相同，它们会自动接受“理事会”建议的再贴现率。

融通准备金的时候，再贴现率与联邦基金利率之间有相当大的差异。在贴现窗口融通，这是最赤裸裸的通货膨胀。银行向贴现窗口借款时，联储以自己的名义开立一张支票，创造的货币便可以做为借款银行的新准备金。

借款银行根据贴现率支付利息，整体银行体系放款最高的增加额度，大约是借取准备金的 10 倍。由于贴现率必然低于市场利率，所以就如同我最初开始从事选择权交易的情况一样，借款银行扮演“中介的角色”以较低的利率向贴现窗口融通，然后以较高的利率放款。

然而，这种中介交易有瑕疵。向贴现窗口借款，代表借款者超额放款。任何金融机构都不愿意被联储盯上，所以放款机构会严格限制贴现的次数。基本上，它们向贴现窗口融通时，都会接到一种沉默而明白的警告，“你要好好自我检时。如果你需要准备金，由自己的管道筹措。”

相较之下，联邦基金市场非常自由。银行只要可以“居间中介而撮合交易”。并清偿向同业借取的款项，便可以在联邦基金市场借款。1970 年代末期，市场信用非常浮滥，因为联储不愿卖出足够数量的政府证券，推高联邦基金利率，所以无法压抑扩张信用的银行间借款行为。

当时，沃尔克所能做的仅是要求“理事会”同意，将重贴现率由 10.5 调升至 11%，这项策略的效果远逊于以公开市场操作推高联邦基金利率。

联储在 1970 年代显然不了解，利率并不是决定信用与货币供、需的唯一因素。这需要回顾米赛斯对于市场毛利率的解释，以及其三种成分在“繁荣 / 衰退循环”中的变化。

在扩张期间，如果基源利率出为物价走高而偏低，如果价格升水成分因为市场利率走高而被市场认为偏低，如果企业家成分在盈亏的计算中被视为可以接受（不论名义利率多高），则市场参与者会尽可能地借款！

换言之，不论实际的利率水准如何，只要信用的供给与需求都没有问题，银行将持续放款，信用也将持续扩张。联储无法压抑 1970 年代的信用扩张，其中还有另一项理由，因为当时仅有联邦准备的会员银行才必须遵守法定准备的规定。这意味着不受管制的放款机构可以随意创造货币，其中一部分会成为联储会员银行的新存款，并让它们扩张信用。另外，会员银行与其他机构的外国负债（欧洲美元）都不需受到法定准备的规范，所以国外创造的美元可以回流至国内，并进一步刺激货币供给的成长。

当时，我们处于信用扩张的繁荣末期，物价普遍上涨，人们认为物价水准将无止尽地攀升。群众在房地产、股票、商品以及其他任何可供投机的对象上累计庞大的帐面财富；同时，固定收益的一般劳工却身受其苦，抱怨政府未能有效压抑物价。这是“密西西比事件”的大规模重演。

然而，只要利率继续上扬，今天的贷款还是胜过明天的贷款，因为市场了解美元的购买力不断下滑。政客们为了讨好选民，频频向联储施压，要求保持偏低的利率水准。政府部门中虽然有些人了解情况的危急，却不敢采取行动，因为担心整个经济像骨牌一样的崩塌，会影响民主党的下届大选。

1979 年最后一季美国经济已经出现“囤积实物”的普遍心理。黄金价格飙涨，1980 年 1 月初期货市场出现每英两 875 美元的天价。没有人愿意持有纸币。人们抢进股票、期货、房地产或黄金，持有一年，甚至于几个月，便可以获得 20% 以上的利润！太神奇了垂手可得的财富！这难道不是警讯吗？这看起来不正是“密西西比事件”吗？

非常幸运地，我们毕竟还具有最根本的经济智慧，了解我们正迈向“崩解的繁荣”，类似德国在 30 年代与南美洲某些国家目前的情况。1979 年 10 月 12 日星期二，保罗·沃尔克提早由南斯拉夫的贝尔格莱德返国，他当时正参加“国际货币基金”与“世界银行”的会议，并宣布 FOMC 将于当周六召开紧急会议（联储偏爱挑选休假日集会，使市场无法立即反应）。

周六晚上 6 点，沃尔克举行记者会，宣布他准备彻底改革联储货币政策的计划，沃尔克宣布，再贴现率 11% 上调为 12%，而且法定准备也将适用于银行的国外负债。这两项行动显示，联储已经有控制通货膨胀的决心。另外，沃尔克又宣布，从此以后，FOMC 不再仰赖设定联邦基金的目标利率，将通过公开市场操作直接控制银行的准备金，并以此直接控制货币供给。这才是货币政策的关键改革。这个时候，沃尔克仅是采用心理战术平息投机热潮。1980 年大选之后，真正的紧缩才会开始。

我详述这段故事，目的是希望显示，“哲学之王”确实控制我们的经济，他们的知识却相当有限。联储以尝试错误的手段追求真理，却以我们的经济生活当做实验品。在我进一步说明联储这方面的问题前，让我先讨论公开市场的操作。

公开市场操作

任何的公开市场操作——联储买进或卖出政府证券——都会以一美元对一美元的效果影响银行体系内的准备金数量；买进会增加准备金，卖出会减少准备金。如果你了解金本位制度的运作方式，则联储在公开市场操作具备的权力，相当于联储拥有数百万英两的黄金，可以随时注入或移出银行体系——如果在私有部门，这应该被视为是一种独占的权力。

公开市场操作有数种不同类型，每一种方法对于信用供应与货币成长的影响都稍有不同。某些操作相当隐密，某些相当公开。如果你了解各种操作的方法，并以此观察联储的活动，不仅可以来提货币政策的方向，并可以了解“理事会”与 FOMC 成员的心理。由于经济活动的方向，主要取决于这些大人物的心智，所以我们需要尝试了解他们的思想。

公开市场操作基本上可以分为两种。长期与短期。为了达成长期的操作目标，主要的工具是买断或卖断证券，所谓“证券”通常是指财政部发行的国库券、中期一与长期债券。如果目标是增加准备金的供应量，经理人会在拍卖过程中，由交易商买进证券，直至准备金达到理想的水准为止。如果目标是减少准备金的供应量，经理人会在拍卖过程中，将证券卖给交易商。另外一种增加准备金的方法，是听任银行体系投资组合内的证券到期而不替补。

经济体系内出现季节性的货币需求增加（例如：圣诞节的采购旺季），或因为其他技术性的短期因素导致准备金不足时，联储会运用回购协定。在回购交易中，联储向交易商买进证券，交易商同意根据特定的价格，在特定期间（期间可能在 1 天至 15 天，通常为 7 天）内买回这些证券，但交易商通常有权利在到期前终止合约。

附买回协定的反面是“配对的卖出——买进交易”。市场上通常称为“配对卖出”，由两部分构成，一是立即卖出证券（通常为国库卷）的合约，另一是稍后（通常不超过 7 天）向同一位交易商买进相向数量证券的配对合约。发生季节性或其他技术性情况时，联储可以在短期的基础上，利用配对卖出减少体系内的准备金。

根据上述的讲解，这些操作似乎没有害处，甚至相当合理。然而，容我重复强调，你必须了解所有的公开市场操作都是创造或减少银行帐面上的存款。增加额外的准备金时，银行体系可以通过放款增加货币供给、在这种情况下，以米赛斯的用语表示，不论名目利率的水准如何，市场毛利率的水准都会下降。

相反地，如果联储卖出证券而抽取系统内的准备金，会减少银行准备金帐户内的余额。如果联储的紧缩使整个银行体系的准备金不足，银行将提早回收贷款，经济将开始收缩——即使名目利率维持不变，市场毛利率的水准也会上升。

回购与配对卖出虽然是短期的操作工具，可能产生显著的长期影响。如果联储固定从事回购交易，始终保持一定余额的回购协定，由银行体系的角度来看，相当于是买断。

联邦基金是一个非常有效率的市场。任何银行基于利益的考虑，一定会通过市场借出超额准备，即使仅是隔夜的放款也是如此。如果联储通过附买回而持续释出准备金，对于联邦基金市场与联邦基金利率都会构成重大的冲击。如果联储终止以附买回提供短期准备金的例行性政策，相当于是以隐密的手法“稍加”紧缩。配对卖出或变动配对卖出的余额，对于市场也

会产生类似而反向的影响。

在联储所有的政策中，买断与卖断的意义最明显。发生这类的交易时，新闻媒体立即加以报导，它们的影响通常很容易预测。

然而，有关联储政策影响的最佳指标，并不是买断与卖断的数量，而是银行体系内自由准备的水准与变动量。

自由准备等于超额准备减去贴现窗口不包括长期融通的借款余额。这项数据是衡量联储政策宽松或紧缩的关键指标，每个周日都会刊载于杂志与其他金融刊物，你也可以直接向联储取得这项资料。概略上，如果自由准备为正值，你可以将该数据乘以 10，计算当前市场中的信用供给潜能。如果自由准备为负值，代表信用正趋于紧缩。然而，联储在紧缩信用时，这项数据未必为负值。联储紧缩信用时，这项数据也可以是正值。以米赛斯的市场毛利率思考，或许较清楚。如果自由准备的水准趋于下降，不论名义利率如何，市场毛利率的水准都会上升。

这代表可供投资的资本已经看起来较先前为少。如果其他条件不变，自由准备的水准降低，则情况恰好相反。在判断信用的发展时，你应该观察自由准备水准的变动量，以及联邦基金利率、贴现率、调整后基础货币的成长（下降）率、货币供给成长率、消费者物价指数（CPI）与生产者物价指数。

长期来说，联储的政策有一个基本的趋势，它将持续扩张，货币供给将继续增加，美元的购买力将不断下降。根据美国劳工部与“劳工统计局”的资料显示，1988 年 12 月价值 1.20 美元的物品，在 1961 年为 30 美分，在 1913 年 12 月份为 10 美分。然而，联储的扩张性货币政策，并不是导致美元价值下降的唯一因素，美国政府持续采用的赤字支出政策，也应该负起相当的责任，所以我们必须了解赤字支出对于经济循环的影响。

赤字支出：对于货币与信用的影响

此处将提供一些令人心惊胆跳的事实。美国政府最近一次未出现赤字的年份是 1969 年，当年的预算盈余大约为 40 亿美元。从此以后，赤字支出便处于恶性膨胀的趋势中。所以 1990 年 3 月预算赤字——单月份的预算赤字——便大于 1975 年整个会计年度的预算赤字。

根据《格兰特利率观察》的资料显示，1989 会计年度结束时，联邦总负债金额为 2.866 兆美元，尚不包括政府保险计划的面额 4.124 兆美元，以及在外流通的联邦信用 1.558 兆美元。1989 年，政府支出经费为 GNP 的 22%，创七年来的新低记录！联邦债务的利息费用占 GNP 的 3.3% 而且自从 1983 年以来便不曾低于 3%。以 1988 年 9 月 30 日为基准，“联邦审计长”估计美国的净值为负的 2.4526 兆美元，不包括以面额计算的公有土地与采矿权。

基本上，这些数据本身便足以反映其意义。美国有一个举债成瘾的政府，这个趋势如果持续发展，则满足债瘾的剂量终致命。

假定你向两个家银行各申请一张信用卡；你每个月都以一张信用卡支付另一张信用卡，而且你的支出始终大于你的收入。这两家银行都不了解你的行为，并因为你每月份都按时付款而增加你的信用额度——在银行的心目中，你是信用最佳的客户。

虽然银行不了解你的情况，但你开始半夜惊醒。盘算着每个月不断膨胀的利息费用，担忧整个计划不知还可以维持多久。

这基本上便是美国政府数十年来的运作方法。它有两个主要的举债管道：一般民众或联储；为了清偿债务，它每年都必须借入更多的资金。

如果你倾听政治家们分析预算赤字的情况，以及它们对于美元价值与经济循环的影响，你将一头雾水。在野党永远责怪预算赤字造成恶性通货膨胀，执政党则宣称预算赤字与通货膨胀是无关系。

这两种说法都不正确。如果财政部发行的债券是卖给一般民众，并以此筹措资金来融通赤字，资金是由一般民众的手中转移至政府。然后，通过政府的支出，资金最后还是回流至一般民众的手中。除了财富重新分配以外，上述的程序基本上并不会导致通货膨胀——发行债券并未直接创造新的货币。

另一方面，如果财政部发行的债券是直接卖给联储，债券的款项是以“印制钞票”的方式支付——联储在“财政部”的帐户中登录一笔存款，它便拥有公开市场操作的筹码了。这种程序显然而直接地具有通货膨胀的效果，但这并不是经常的作业方式。赤字支出会以一种更微妙的方式引导联储的通货膨胀政策。

如果我们有一个举债成瘾的政府，联储便是毒品——信用——的供应者。整个过程大致如下；如果政府需要销售 1000 亿美元的公债给一般民众（包括银行体系在内），联储会通过公开市场操作买进 100 亿美元的公债，使银行体系可以增加放款 1000 亿美元，以融通新债券交易所需的资金。

这是一套圆满的计划——本质上无异于“密西西比组件”。如果政府以这种方式运作，短期内可以保证自身的信用供给，长期则会为我们全体带来经济危机。

有关公债的问题，经济主流思想中存在许多错误的观念。其中最严重的错误是政府的赤字融通对于私有部门的信用供给

并无影响。某些分析家以 1982 年—1983 年的情况证明这项论点，当时的赤字不仅庞大，而且还在增加中，但名义利率却趋于下滑。

事实上，根据我在 1983 年 1 月的研究显示，预界：赤字与名义利率之间通常存在一种反向的关系。赤字偏高期间，利率几乎必然趋于下滑，赤字减少时，利率则攀升。然而，这并不表示赤字不会影响信用的供应。将名义利率视为是借款的实质利率，是非常严重的错误。

赤字支出与名义利率之所以会呈现反向的关系，主要理由在于联储的政策。经济衰退期间，失业增加，产业界减少生产。借款较少，获利也减退，所以政府的收入也减少。同时，由于经济不景气，人们更加仰赖政府的福利计划。因此，经济衰退期间，政府的赤字支出会增加。

为了平息政治上的反衰退压力，联储在公开市场中大做买进公债，创造超额的准备，以人为方式降低市场毛利率。偏低的利率仅是一种假象而掩饰实际的情况——可供借取的实质资本相当缺乏。

虽然如此，偏低的名义利率仍然吸引企业家投资，并刺激景气复苏。复苏的步调加快时，贷款增加，信用需求增加的速度快于供给，利率开始攀升。随着经济复苏，就业增加，政府税收增加，而赤字减少（至少赤字的增加速度会减缓）。

通过供、需法则，赤字支出对于信用市场还有一项重大的影响。任何时候，政府在中借取资金时，私有部门的潜在资源便转移至政府的手中。

所借改的货币是对于未消费品的请求权，市场在任何时候都仅存在有限数量的未消费品。所以，政府借取资金时，它取走原本属上私有部门的未消费品请求权。没有任何借口可以改变这个事实。虽然政府大量借款，但联储不断在信用市场增加货币供给，使利率维持不变，甚至于降低，这将掩饰实际的情况——以人为的方式降低市场利率，扭曲经济的计算，并以不合理的方式分配经济资源。

以 1969 年开始的一个例子说明。联储降低货币供给的成长率，利率急速攀升，整个国家立即陷入衰退。信用需求降低后，利率开始下滑。政府由于税收减少而支出增加，预算从 1969 年的盈余转为 1970 年的赤字 28 亿美元，1972 年的赤字暴增至 234 亿美元。

贴现率稳定下降，由 1970 年的 6% 降至 1971 年的 4.4%。所以，信用扩张又开始产生预期的效果。景气趋于活络，就业水准提高，企业盈余改善。于是，联邦税收增加，赤字急降为 1974 年的 47 亿美元。

消费者物价也受到影响——暴升！消费者物价指数由 1969 年的 35.6 增加为且 74 年的 46.6——五年之中涨幅超过 28%！

面对不断攀升的物价，联储再度踩刹车，经济也再度衰退。1974 年至 1976 年之间，贴现率由 8% 降至 5.25，而赤字则由 47 亿美元增加为 664 亿美元。这个循环持续至今。

增加税收可以减少赤字，这又是另一种普遍的误解。犹如巴金森定律所说，“支出会随着收入而增加”。自从甘乃迪以来，政府的净税收每年增加，但目前的预算赤字已经创新记录。减少预算赤字的唯一方法是减少预算。

直接的预算赤字似乎还不够严重，政府的另一项负担也不断加重，这是詹姆斯·格兰特所谓的“潜在赤字”——自从“新政”时期以来累积之政府担保与所有可能发生的负债。美国政府的保险计划面额，由 1979 年的 6620 亿美元增加可为 1989 年的 4.214 兆美元。直接贷款、政府担保贷款与“政府支助企业”等可能发生的负债、则由 1970 年的 2000 亿美元增加为 1989 年的 1.558 兆美元。

这些天文数字似乎已经失去意义，但我们不妨由另一个角度观察。在所有的农业贷款中，大约 75% 由政府融通；在房屋抵押贷款中，大约 88% 是由联邦政府某种方式资助。

我不希望被视为是悲观的预言家，但这个程序迟早都必须结束。一旦结束时，由于影响的层面如此的深远，我们将目睹历史上最严重的经济调整——大萧条。然而，这取决于联储、行政当局与美国国会如何处理问题，我们还有很长的时间可以过目前的日子，一段繁荣的经济扩张期，以及随后一段短暂而剧烈的经济衰退，以缓和先前的通货膨胀扩张。

身为这种环境下的投机者，你必须随时留意下档的可能性。你必须密切观察联储与财政部的活动与宣示，并防范市场的反应。

如何根据货币与财政政策以预测趋势与趋势的变动

任何市场的长期价格趋势最终都是由市场力量——供给与需求——决定。然而，不论任何市场，在供给与需求的方程式中，一部分都是货币与信用的供给与需求。不论是股价指数、个股或商品，联储与政府的财政政策都会明显影响货币与信用，以及价格趋势。

我最大的交易胜利，来自于我能够预测政府政策的结果（当然还需要配合其他的方法）。然而，我最大的失败，发生于我假定政府会采取合乎理性的行为。

例如。1982年7月，我持有毕生罕有的庞大空头头寸。当时处于空头市场中，“道氏理论”发出买进信号。我一路买进，在三个星期内累积38.5万美元的获利。

然而，7月23日，参议员鲍勃·多尔提出一项税法修正案。这是历史上最大的增税方案。我误以为里根会信守大选时不增税的承诺，并因此认定这项法案不可能通过。14天内市场下跌12天。我结束头寸出场时，已经转盈为亏。单月亏损为9.3万美元，这是我毕生第二大的单月亏损。（我实际的亏损约是这个数目的两倍；9.3万美元仅是我在州际证券的损失。）

联储准备采取宽松政策的消息传出后，市场在8月12日见底。如果你认真思考当时发生的情况，这一切实在太荒唐了。因为赤字造成的压力，联邦政府在空头市场濒临结束时宣布增加税金，以舒缓赤字的负担。

由于增加税金很可能会使经济陷入更深的衰退中，联储了解，除非经济能够复苏，否则增税法案毫无意义可言，于是开始增加货币供给，驱使利率下降，经济也开始扩张。基本上，通过信用扩张，联储使政府的增税法案可以达成增加税收的目的，人们称此一切为自由市场经济！

因为误信政治家的言论而造成的第二次亏损，发生在1984年11月，当时是里根竞选连任获胜后不久。他提出所谓“简化”而“收益中注”的税法。我如信他，并因此建立毕生最庞大的多头头寸——一页一页数之不尽的股票买权选择权。结果，所谓的“收益中性”是指政府将拿企业界的钱补助个人，市场在11天之内下跌九天。

当月亏损超过34.9万美元，这是我毕生最大的单月亏损。同样地，总亏损大约是这个数目的两倍。

这两个案例中，我的失败是因为我来依照政治家的思路思考，但我至少学得一些教训。不论这些政治家表露的意图是什么，你绝对可以相信他们能够找到权宜之策（或务实的策略）。当我得知格林斯潘接任“联邦准备理事会”主席时，实在忍不住笑出来，他一向是坚决提倡金本位制度与自由放任的资本主义，结果变成一位废话连篇而毫无内容的专家——标准的“优秀”政治家。里根大选时，高声急呼“有限度的政府”与“回归市场经济的原则”；结果在他总统任内，预算不断扩大，赤字完全失控。这个美国经济史上最快速的信用扩张，使得经济泡沫极度膨胀。1987年中我已经准备妥当。等待着刺穿泡沫的针刺出现，接下来的发展则是各位都已经耳熟能详的历史了。

万万不可错估联储的角色，它是一个货真价实的政治机构，必须接受来自总统、国会与其他利益集团的关说与压力。何以如此？这是人类的本性。任何人如果胆敢抗拒这些压力，他将丧失影响力，最后也会丧失他的官位。如果你相信联储是一个真正“独立运作的机构”，未免太过于天真了。大体上，联储的成员将被迫根据执政党务实而短期的政策行动。他们追求的并不是健全的经济政策。“绝对不可以做多政治家——而且联储是由一群政治家构成”这条交易守则并未列入稍后讲解交易守则的一章。

根据政府的财政与货币政策预测市场的长期趋势，基本上是在经济循环的范围内，运用经济基本原理思考。整个问题的重心在于如何掌握政治家们的心态，如何评估总统、财政部长与联储重要官员的讲话。价格的长期可能性实际上仅有两种：向上或向下的趋势。联储为配合政府财政政策，或试图主动扭转下降的市场趋势时，转折点将出现。容我在此更引用本章之初米赛断的评论。这个时候，这段评论的意义应该更为明白：

影响经济体系的波浪状变动，在经济萧条之后又是经济繁荣，这是不断尝试扩张信用而降低市场毛利率的必然结果。以扩张信用带来的经济繁荣，绝对无法避免其最后的崩解。唯一的选择仅有：自愿放弃进一步的信用扩张而使危机较早到来，或是稍后等待整体货币系统的全然瓦解。

结论

本章中，我们知道经济循环是信用扩展与收缩的结果，这是因为我们采用不可兑换的货币制度。而由联储以独占的方式操纵货币政策，以及政府政客们玩弄的财政政策。我们也了解，只要政府继续控制货币政策，必然有繁荣与衰退。而且，只要有繁荣与衰退，投机者就有机会在价格上涨与下跌的过程中赚钱。说来或许有些荒唐，我是自由市场经济最坚决的信徒，但如果我们改采金本位制度，并取消联储的组织，我大部分的知识将全然无用。然而，不幸地，我恐怕无法目睹这种情况发生，至少在我的有生之年是如此。

只要政府继续操控货币与信用市场，并导致景气的循环波动，投机者的工作便是从中获利。留意观察政府的政策与政策的拟定者，你经常可以预先判断他们可能采取的政策，并预测这些政策将产生的经济后果。所以，这一切都回归至我在第1章中强调的重——根据原则思考。

联储的政策与政府的财政政策明目张胆地违背经济的基本原理时，根据相关的经济学基本原理判断，你的结论应该正确。之后，问题仅在于时间的掌握——市场需要经过多久的时间才了解所发生的一切，并对政府错误政策的影响产生反应。

于是，“道氏理论”、技术方法以及我们截至目前为止讨论的所有基本重点，便是它们发挥功能的时候了。

第 11 章 衡量风险以管理资金

风险的真实意义

假定我告诉你，股票市场的风险可以根据客观的方式衡量。如果你是经验老道的市场专家，我知道你会怎么想：“狗屎！不可能”假定现在是 1989 年 10 月 9 日，你在市场中做多，我告诉你，市场大幅拉回整理的可能性是 7: 1。如果你知道这个比率，并相信，你是否会改变既有的策略？如果你当时做多行情，我想你会的。

事实上，在股票市场中，确实能够以计量的方法衡量风险；有方法可以判定市场上涨 X%与下跌 Y%的机率。它不是一种“系统”；它是一种一致性的方法，衡量当时市场趋势持续发展或反转的可能性。运用这种方法，投机者或投资者无需再仰赖变幻莫测的主观“价值”判断，而改采客观的方式衡量风险。

然而，何谓“风险”？我 1966 年初踏入金融圈时，对于扑克赌博的了解远超过市场，我知道两者之间有许多相似之处。两者都需要技巧与运气，但技巧的成分多于运气。两者都需要了解如何管理资金，所以即使连输几手牌，你还有本钱玩下去。而且，两者都暴露在发生亏损的可能性之下，这便是风险。

我十几岁时，并没有在杂货店里赚那不能再低的工资，而是靠着赌扑克过着相当不错的日子。我是一个扑克好手，因为我知道如何衡量与管理赌局内的风险。我考虑的重点不是台面上的赌金多寡——以价值为主的评估方法——唯有掌握有利的胜算时，我才会跟进；换言之，我跟进时，我的考虑重点是相关的风险。风险涉及机率，机率涉及胜算。胜算有两种形式：或是专业好手的主观判断，或是根据有限可能性的统计分析计算机率，然后再以机率衡量胜算。

在扑克赌局内，胜算是明确、客观而可以衡量的数据。例如，假定你坐在庄家右侧，与五位对手玩五张牌的扑克。假定底注是 10 美元，第一轮后，台面上有 50 美元。如果第一位对手喊 10 美元，除了你之外每个人都跟进，所以现在已经有 90 美元的赌金——你的潜在报酬是 9: 1（虽然其中有 10 美元是你自己的，你每一轮都必须分别考虑风险 / 报酬的关系）。假定你已经有四张红桃，并希望最后一张牌可以凑成同花（同花能够赢的机率最少为 0. 9963）最后一张牌是红桃的机率是 1 / 5. 2 ——你的风险是 5. 2: 1。风险为 5. 2: 1，而报酬是 9: 1，所以风险 / 报酬的比率是 1. 73: 1。风险 / 报酬的比率是 1. 73: 1，同花赢牌的机率为 0. 9963，所以调整后的风险 / 报酬比率是 1. 73x0. 9963；换言之，你的胜算优于 1. 72: 1。

如果你完全根据这种策略扑克，某一手牌仍然可能输钱。你偶尔还可能手气甚差而连续输钱，但长期来说，你赢的钱会多过于输的钱。我不认为这是赌博，赌博是盲目承担风险。投机则是在掌握有利胜算的时候才承担风险，这便是赌博与投机之间的根本差异。

在纸牌中，专注于风险的策略相当有效，所以我到“华尔街”投机股票时，自然也希望以某种客观的方法衡胜算。然而，我向一些专家请教如何判断风险时，他们总是咯咯笑道，“你不能在市场中衡量风险。这不是赌扑克。这与数学没有关系。市场是随机漫步的游戏。”或“效率市场理论使风险 / 报酬的分析全然无效。”

他们并不衡量风险，而是谈论着如何分散风险，或更常专注于“价值”，并说“寻找价值，买进有价值的对象，然后抱牢。就长期而言，你将因此获利。”这些建议不合我的胃口；除非我能客观地掌握有利的胜算，否则我不希望暴露在风险中。

目前，市场专家在这方面的建议要比 60 年代末期复杂许多，但基本态度还是相同。大多数专业者目前都是根据某些相对性的绩效或价值来分配资金。以股票投资组合的管理来说，阿尔法系数与贝塔系数便是典型的工具。阿尔法系数是衡量素质的指标，比较个股相对于大盘的绩效。假定某支股票的阿尔法系数数值为 1，代表这支股票的绩效平均每个月优于大盘 1%。所以，如果大盘在六个月上涨 10%，该股票将上涨 17. 8%。贝塔系数是衡量价格的波动程度。如果某支股票的贝塔系数数值为 2，大盘上涨 10%下跌 10%时，这支股票应该分别上涨 20%下跌 20%。

大多数帐户经理人买进股票时，都是根据某一组合的阿尔法系数与贝塔系数，再配合其他的相对性指标，例如：本益比、帐面价值与殖利率；而他们称此为“风险评估”。然而，这些指标究竟与风险有什么关系呢？它们是否可以显示当前的经济趋协，或联储政策变动的的影响？它们是否可以充分反映整体市场发生剧烈变动的可能性？答案是：“很少！”

我并不是说这些指标全无用处，我完全没有这个意思。然而，如果以价值做为投机或投资的主要工具，它应该是一种客观而静态的概念。价值蕴含着评估价值，这是由个人心智决定。某项东西的价值如何，完全由市场中的个人决定它的价值。价值是一种变幻莫测的东西。不妨以 PENN CENTRAL 为例观察。

1970 年初，“价值线投资公司”评估 PENN CENTRAL 每股的“价值”为 110 美元（以该公司的资产衡量），当时的股

价 74 美元处于“价值低估”状态。根据这项衡量标准，股价应该大涨。然而，它下跌至每股 2 美元！分析家以该公司持有的资产来评估其价值，但他们显然没有考虑经济衰退会使资产价值下降。他们假定市场衡量价值的标准将保持不变。

以最近的例子来说，1990 年 6 月，某些分析家认为花旗银行的股价 24.5 美元处于低估状态。我最近所查看的价格为 14 美元。他们假定花旗银行的规模太大而不可能发生问题，经济不会出现衰退，所以它先前的坏帐可以恢复为正常的应收放款。他们所有的结论都来自于上述的假定，而来考虑行情下跌的风险。

行情下跌时，花旗银行、川普或任何仰赖持续性通货膨胀而以资产高度信用扩张的个体，都免不了价值下挫或失败的命运。

现在，让我们考虑“买进并持有价值”的概念。这种观点必须面对一项事实——唯有市场才可以判断价值。例如，IBM 是“价值”的典型代表。然而，如果你在 1983 年 1 月或以后买进这支“蓝筹股中的蓝筹股”，并持有至 1989 年 11 月份，你将发生亏损，这段期间是本世纪股票市场的第三大多头市场！为什么要“持有价值”而投资下跌中的股票呢？为什么在你可以赚钱的时候而忍受这些痛苦呢？

金融市场每一种传统方法，都不能解答一个单纯而根本的问题：“市场维持目前趋势的胜算有多少？”换言之，目前做多或卖空的风险如何？阿尔法系数、贝塔系数、价值、本益比、收利率、帐面价值——这些指标都有的功能，但都是次要的考虑，首要之务在于判断市场趋势的最可能方向。最重要的是建立一种衡量市场风险的标准。所以，你在股票市场做多或卖空时，如何衡量风险？

衡量风险的革命性方法

我花费多年时间思考这个问题。为了衡量某项事物，你首先必须建立一种标准的参考单位，然后才能通过比较来计算数量上的关系。在金融市场中，这是一个非常复杂的问题：你如何建立一种衡量风险的标准，判断成功的机率，而且程序中不可涉及任意与主观的成分？

市场并不像扑克牌一样仅存有限的可能排列，市场是由个人组成，每个人都有特定的价值观与欲望，而价值观与欲望在性质上都是主观的概念——取决于个人的心智结构与情绪。所以，如果希望衡量市场的行为，并预测任何投资的成功可能性。你似乎必须无所不到——你必须随时掌握每个人的心智，并了解他们对于未来事件的反应。在绝对确定的情况下，预测未来的价格走势是不可能的。我们顶多仅能以机率处理，所以问题将是：你以什么标准衡量市场的机率？

所谓机率，这是根据统计分配计算某事件发生的可能性。保险公司便是根据死亡率统计表计算保险费。例如，24 岁白种女性每年在纽约死亡的可能性目前为 50000:1 对于这群人而言，假定金额 10 万美元的保单，人寿保险的每年平均保费为 100。根据统计机率显示，可能的结果是保险公司每支付 1 美元给死亡之 24 岁白种女性的受益人，保费的毛利为 50 美元。所以，保险公司掌握的有利胜算为 50:1——相当不错的胜算管理。难怪大多数管理完善的保险公司都有理想的获利（这是指它们的资产负债表内没有太多的垃圾债券与房地产）。

对任何人来说，都无法精确地衡量其剩余寿命，但仍然可以界定一种标准，衡量某特定健康状况的个人，活至某一年龄的可能性——保险公司便是以此为生。类似的推理也可以适用于股票市场。1974 年，我以两年的时间全心研究股票市场的走势，资料可以回溯至 1896 年，这项研究目前仍然持续进行中。我发现市场走势也像人类一样，其“平均剩余寿命”的分配。在统计上具备显著的意义。让我进一步解释。

1974 年 10 月，我错失低档的进场机会之后，我开始思考一些问题以避免重蹈覆辙，这些问题包括：趋势到底是什么？它们的幅度通常如何？它们持续的期限又如何？根据道氏对于同时存在之三种趋势的定义——短期趋势，持续数天至数个星期；中期趋势，持续数个星期至数月；长期趋势，持续数月甚至数年——我将“道琼工业指数”与“道琼运输（铁路）指数”的历史价格走势加以归类，登录它们的幅度（价格走势相对于先前高点或低点的百分率幅度）与期限（价格走势所持续的日数），并绘制统计分布的图形。

根据雷亚的分类方法（以及我的部分修正），我将走势区分为主要走势（长期的多头或空头市场）、中期的主要走势（介于两个次级折返走势之间的一段主要走势）、中期的次级修正走势（与主要趋势相反的重要中期走势）、再加上其他较不重要的分类（这个程序的最困难部分，是区分次级折返走势与逆趋势的小型走势）。研究结果显示，自从 1896 年以来所有的市场走势，幅度与期限形成一个具有显著统计意义的正态分布（请参考图 11-1）。

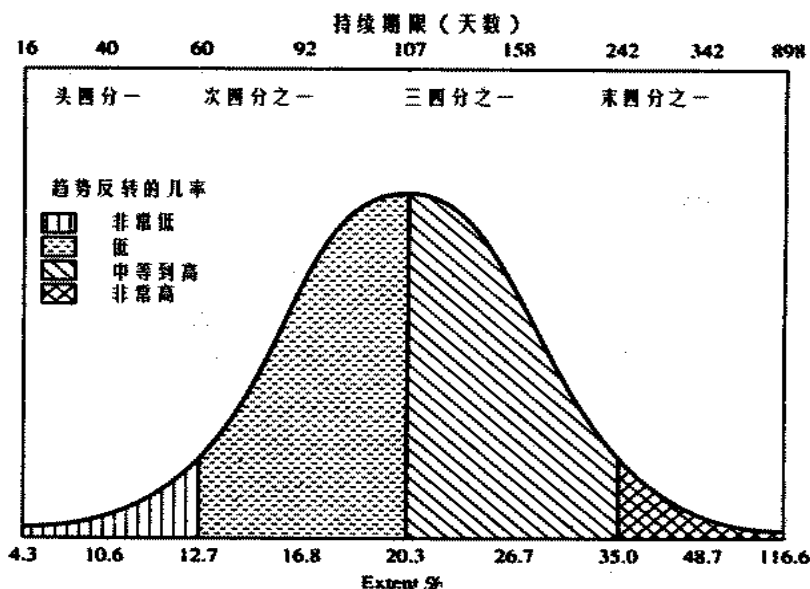


图 11.1

自从 1896 年以来，“道琼工业指数”在多头市场中主要走势的幅度与期间分配图。

在这个正态分布中，统计样本倾向于集中在分配的“平均数”附近（译按：本书中，作者都采用。MEDIAN [中位数]，但他实际的意思却是指“平均数”[MEAN]而言，所以往后“MEDIAN”一律翻译为“平均数”）。例如，“道琼工业指数”在多头市场中主要中期走势的涨幅，目前的平均数为 20%。1896 年以来曾经出现 112 个多头市场的主要走势，其中 57 个走势（50.89%）的涨幅介于 15% 与 30% 之间，最小的幅度为 4.3%，最大的幅度为 116.6%。在这些走势中，25% 的走势涨幅超过 30%，33.04% 的走势涨幅低于 15%。单就这项准则而言，你可以判断主要走势的涨幅通常介于 15% 至 30% 之间。当然，在做相关判断时，你绝对不可以仅依赖这项准则。

不妨考虑人寿保险公司如何搜集资料。它们提出的第一个问题是年龄。其次见工作的危险程度、医疗记录、家庭记录……等。然而，死亡率统计表是标准的参考依据，并以此做为起点评估某项保单的风险。同理，我是以上述正态分布为依据，计算某行情到达或超过特定幅度与期限的几率。我绝对不会以此预测当时走势的确切限度与期限。大多数市场参与者的判断改变时，市场转折点便发生了……就是这样。市场参与者改变他们的着法，通常是源自于经济的基本因素、“联邦准备理事会”的政策、主要的国际事件以及我在前几章讨论的种种理由。

以幅度与期限的分配结构预测某特定行情的确切转折点，这就如同保险公司可以根据死亡率统计表。在你买保险的当时，判断你将在那一天因为什么理由而过世。我并不希望说不吉利的话，但每个人都会在不同的时间、在不同的情况下，因为不同的理由过逝，行情的结束也是如此。然而，你明年在舞台上比较可能看见谁，玛莉·史率普或乔治·本斯？这些结构是在历史的层面上显示几率分配，以供你判断当前的市场趋势会持续或结束。

让我们再回到保险的比喻中。如果有两个男人，一个 18 岁，另一个 75 岁（美国男人的平均寿命），健康情况都非常理想，他们到保险公司购买期限相同的人寿保险，年轻人的保费将很低，老者的保费将很高。保费的水准是根据风险计算。换言之，在所缴保费总额超过保单金额（包括利息在内）之前，受保人死亡的几率必须很低。然而，如果这位年长者的体温高达华氏 102 度，又是一位老烟枪，保险公司可能根本不愿意卖保险给他。

由相同的角度考虑 1987 年 10 月的崩盘与 1989 年 10 月的小崩盘。1987 年崩盘当时的主要中期趋势起始于 1987 年 5 月 20 日。截至 1987 年 8 月 25 日为止，“道琼工业指数”在 96 天以内上涨 22.9%，“运输指数”则在 108 天以内上涨 21.3%。不论就幅度或期限而言，它们都已经是历史上多头市场中中期走势的平均水准。以人寿保险的术语来说，行情已经到达平均寿命；换言之，在历史上所有中期走势中，50% 是结束于此之前。单就这个准则而言，提高警戒是必要的，所以应该进一步检查病历表。

当时的市场已经不是身心健全的人。指标出现背离：“工业指数”在 8 月创新高，但“腾落比率”却未创新高——空头的征兆。市场的平均本益比为 21 倍，这是 1962 年（当时为 22 倍）以来最高的水准、平均帐面价值（未考虑通货膨胀的名义价值）对股价的比率高于 1929 年的水准、政府、企业界与消费者的负债都到达前所未有的水准。其他还有我先前讨论的种种现象。1987 年 10 月份，市场不仅不是一位身心健全的人，它是酒精中毒，再加上肺炎第三期，而且每天还抽三包无滤嘴的“新乐园”。

所以，我断然出场，并等待卖空的机会。10 月份的第一个坏兆头是“华尔街日报”刊登的一篇报导：“联储主席格林斯潘认为，如果金融市场普遍存在通货膨胀的忧虑，利率将“高得危险”。格林斯潘指出，这种忧虑并没有根据，但他暗示贴现率可能被迫调高以缓和市场的忧虑”。隔天，股票市场重挫 91.55 点，除了格林斯潘发表的评价以外，似乎没有其他立即的理由导致市场的暴跌。“道氏理论”在 10 月 15 日发出卖出信号，我想即使是最轻微的刺激，这位病人的心脏也可能因此停止跳动。于是我开始卖空。

德国与日本不愿意接受贝克的要求，以通货膨胀的手段刺激它们的经济，并协助支撑美元汇率，心脏病终于发作了。为了回应德国与日本的“不合作”态度，贝克在 10 月 18 日星期日对全世界宣布，他“将听任美元下滑”。这个时候，我知道金融市场将因为美元的贬值而崩跌。10 月 19 日，市场跳空下跌，我在开盘卖空 S&P 500 期货。单单这个头寸就让我获得可观的利润。然而，这个情况并非毫无瑕疵，我聘用的一些独立交易员（他们可以自行交易），当时是做多行情，所以他们的损失抵消我的一部分获利。

我在此说明 1987 年 10 月崩盘前的思考方向，这是为了显示幅度与期限的准则，可以提醒你观察市场的健康状况——它们提出警告，促使你留意基本面的变化。它们的功能往往不仅如此而已。例如，在 1989 年 5 月至 10 月之间，我几乎完全没有进场，这一部分是为了筹备我的基金管理公司，但一方面也是因为担心下档的可能性。截至 1989 年 10 月 9 日为止，“工业指数”起于 1989 年 3 月 23 日的主要中期走势，涨幅为 24.4%。同一期间，“运输指数”在兼并股票的带动下暴涨 52%。让我将这段发展纳入我的统计结构内。

在多头市场的中期主要走势中，净涨幅的平均数（假定你在中期修正走势的谷底买进，并持有至次一个中期修正走势的谷底，其股价净上涨的百分率）为 10%。另外，在历史上的 112 个类似走势中，仅有 15 个走势的净涨幅超过 24.4%（这是 10 月 9 日已经出现的涨幅）。更重要者，不论多头或空头市场，在 174 个上升走势中，仅有 8 个走势的幅度等于或超过“运输指数”当时的涨幅（54%）。换言之，根据历史资料，当时趋势结束的胜算介于 7.46:1 至 21.75:1 之间。这告诉我应该了结所有的多头头寸，并等待卖空的机会。若仅根据这项统计准则考虑，在 1989 年 10 月份做多行情，必须承担非常不利的风险。此外，基本分析与技术分析也都支持统计分析的结论。

“工业指数”在 10 月 9 日创新高，但“运输指数”并没有确认——空头的信号。在 10 月 13 日星期五，日本与德国分别调高利率，使它们的企业界与消费者必须承担更高的信用成本购买美国的产品。联储紧缩信用与货币的供给（相对于前两个报告期间的自由准备而言），消费者物价指数已经攀升至每年 5.5% 的水准，当时并没有空间刺激相当疲软的景气。东北部的房地产价格已经明显下滑，这影响大多数的区域性银行。垃圾债券市场早就跌破底部。总之，这位病人的年纪既高，体质又弱，心脏病也随时可能复发——不论保费多高都不是承保的适当时机。这当然也不是做多的时候。我在正确的时机，卖空正确的交易工具，这当然有幸运的成分，但上述的统计分布结构让我了解下档的机会。

任何了解我的人都知道，我完全不介意卖空的操作。我希望强调，上述的风险评估方法也同样适用于退休基金的经理人，他们在某一程度上必须做多股票。假定根据基金的章程规定，股票最低的投资比率为 20%，最高为 60%，经理人希望决定股票市场适当的资本配置比率。如果股票市场处于多头市场的第三主要上升波，根据统计数据显示，第三主升波的涨幅与期间平均值分别为 18.8% 与 139 天。如果行情已经在 103 天内上涨 12%，经理人必须了解，在历史上 23 个多头市场的第三主升浪中，有 16 个走势持续得更久。单就这项数据来考虑，经理人的持股比率不应该超过最高水准 60% 的 69%。换言之，单就历史统计数据判断，持股比率不应该超过 41.4%。

我希望再次强调，这仅是一个起点而已，一个评估市场风险的根据。如果在上述的统计数据背景下，通货膨胀率为 1%，本益比为 9 倍，利率为 5%，而企业盈余正处于快速成长的阶段，则应调降统计数据代表的意义，并维持最高的持股比率 60%。

就我个人的成功而言，上述的风险衡量具有绝对的重要性，尤其是在判断长期与中期走势的转折点方面。它让我把思考重心摆在风险之上，这是我投机方法的基础。不论你以什么方法预测行情或选择股票，都应该在市场平均剩余寿命的结构内评估市场风险。这套方法都为风险管理提供一个崭新而独特的领域。

以胜算管理配置资本

第 2 章曾经提及，我主要的考虑重心在于降低风险，同时将充分的资金摆在适当的场所，赚取稳定的利润。这个目标是以谨慎的资金管理系统达成。

资金管理是配置金融资产与判断进、出场时机的一种艺术。任何有效的资金管理系统都应该包括三种重要的成分：（1）评估风险 / 报酬的方法，（2）判定一笔交易成功几率的方法（不论是短、中、长期的交易），（3）资产配置的系統。由于你处理的是资金，所以这三个成分基本上必须简化为客观而可以衡量的准则。

前文已经讨论风险评估的统计结构。另外，如果你还记得的话，我也曾经指出，我的风险 / 报酬比率最多只能 3: 1，而且我说明如何以技术分析的方法在价格走势图上计算这项比率。基本上，你只需要观察图形，判断价格可能到达的价说——目标价位；并决定市场证明你为错误的价位——出场价位；然后计算下列比率：

$$\text{风险 / 报酬比率} = \frac{\text{买进价位-出场价位}}{\text{目标价位-买进价位}}$$

这项比率是由技术分析的角度表示风险 / 报酬的关系：最大的可能损失与可能的潜在获利。不论由任何角度考虑风险 / 报酬，都应该是一种几率。然而，我们处理非技术性的因素的。如何计算量化的几率，就有些棘手了。评估整体性的风险 / 报酬关系时，应该考虑所有信息，包括技术分析与经济的基本原理。让我以实例说明如何结合所有的相关因素。

这个例于发生在 1989 年 10 月的黄金市场。在 1989 年 10 月 27 日，黄金价格向上突破先前的反弹高点 367. 7 美元，确认 1—2—3 中期趋势变动的信号，我进场买进黄金。在这个时候，根据相同的准则判断，长期趋势也可能发生变动——价格向上突破趋势线（条件 1），并已经试探先前的低点而未跌破（条件 2）。

在中期趋势上，由于趋势变动已经确认，如果价格跌破我的买进点，证明我的判断错误，所以我将心理停损设定在稍低于 375. 70 美元的位置。中期趋势的目标价位设定在 1989 年 7 月 25 日的高点 399. 50 美元。因此，我的风险 / 报酬比率为：

$$\frac{376.70 - 375.70}{399.50 - 376.70} = \frac{1}{22.8}$$

在长期走势图上（周线图），上档空间更广。我判定目标价位在 433. 50 美元（压力水准）。如果可以突破，上档的另两个压力区分别在 469. 50 美元与 502. 30 美元，如果观察更长期的图形（月线图），目标价位在 800 附近。我不想再计算每一价位的风险 / 报酬比率，但这些比率显然非常有利。

由技术分析的角度来说，如此理想的机会不常出现。唯一的问题是计算成功的几率，并决定进、出场价位。你应该怎么做：以中期趋势为准来操作，或采取买进一持有的长期策略？

为了解决这个问题，我采取最保守的假定。换言之，因为根据定义中期趋势已经变化，所以我假定这是一个为期三周至三个月的中期趋势。于是，我取出 1981 年以来的黄金价格资料，挑选为期三周至三个月的上升走势，并登录走势的幅度。

我发现这类走势总共有 18 个，最小的涨幅为 9. 4%，最大的涨幅为 68. 8%，平均涨幅为 15. 2%。以 12 月份期货的低点 360. 60 美元为基准，黄金价格涨幅至少为 9. 4% 的几率非常高，这相当于是每英两 33. 90 美元的涨幅，价位为 394. 50 美元。另外，根据近九年的资料显示，50% 走势的涨幅都超过 15. 2%，若以此计算，12 月份期货的涨幅为 54. 81 美元，价位位 415. 40 美元。

就资产配置而言，上述资料有什么意义？技术性的风险 / 报酬比率极度偏低，这段走势至少到达 394. 50 美元的历史几率很高，所有基本面的考虑也支持在 10 月 27 日建立多头头寸。在这种情况下，所有条件都非常理想，这显然是采取积极行动的时候了。

这代表在走势的初期，你应该尽可能运用杠杆效果。在我管理的所有投资组合中，我以大约 10% 的资金购买黄金期货的买权选择权、某些黄金个股的买权选择权以及某些黄金个股（股票是供风险取向最低的客户）。价格向上突破 400 美元时，我开始分批获利了结，但我仍持有少部分多头头寸，并保持偏高的杠杆倍数，我打算继续持有这部分头寸，直至市场证明我错误为止。

我为什么要了结一部分的获利呢？因为价格到达中期趋势的目标价位以后，继续持有头寸的风险 / 报酬比率大幅增加。至于我何以继续留在场内，这是因为我相信长期趋势仍然向上。我必须强调，我已经回收本金与一部分获利，而持有的头寸仅是总利润的一部分。你猜结果如何？我的判断错误，这部分头寸发生亏损。然而，我虽然未察觉黄金无法维持涨势，但我的资金管理方法让我全身而退，并保有一部分获利。

让我说明上述程序与我的交易根本哲学之间的直接关系。

首先，利用杠杆原理，挑选适当的买进点与停损点，我的资金并未暴露在偏高的风险中。如果发生非常罕见的情况，价格再度向下跌破趋势线，我会认赔出场，损失顶多是 1%~2%。随后，如果价格又回升，我有能力再进场。总之，这笔交易符合保障资本的原则。

其次，价格到达目标价位时，我了结相当比例的头寸锁定获利，这符合一致性获利能力的目标。

最后，我以一部分获利继续持有多头头寸而追求卓越的绩效。我对于长期趋势的判断虽然错误，但整体头寸却仍有获利。根据相关的风险配置资本，设定初步的目标价位以锁定利润，再运用一部分的获利追求更高的绩效，如此一来，即使连续发

生数次的损失，你还有能力继续留在市场交易。

资本配置

不幸地，我们没有简单的公式可以设定在电脑中，计算最佳的资本配置。例如，我无法在历史资料与“工业指数”和“运输指数”等买卖价位之间，建立一种线性的风险关系，因为这违背市场的性质。你的市场判断必须尽可能根据宽广的知识，结合所有知识评估未来事件。

假定我们处在一个强劲的多头市场中。涨幅与期限都已经超过历史的平均水准；通货膨胀率仅 2%；全球政局非常稳定，没有任何潜在的冲突；企业界的获利情况与财务结构都很理想。每一个主要国家的预算大致维持平衡，或仅有小额的赤字，而且都采用自由的金本位制度。很棒，是吗？这种情况下，你显然应该投入 100% 的资金。

事实上，你需要根据主要的市场驱动因素，建立一个风险评估的表格，考虑它们相对的重要性，判断你应该以何种方式投入多少的风险资本。如果你决定投资，应该再根据上述背景，选择最可能达成目标的交易工具。

截至目前为止，我仅讨论抽象的原则，所以让我做更明确的说明。评估股票市场的风险时，你应该回答下列问题：

1. 长期趋势如何？它是处于上升趋势、下降趋势、狭幅盘整或趋势正在变化中？
2. 就历史资料考虑，目前长期趋势的期限与幅度如何？它是处于初期、末期或中间阶段？
3. 就历史资料考虑，目前的中期趋势如何？
4. “道氏理论”对于目前的行情有何看法？是否存在背离的现象？成交量是否有明显的变化？行情宽度是否配合趋势发展？
5. 移动平均的情况如何——应该买进、卖出或持有？
6. 根据振荡指标显示，行情是处于超买、超卖或中间的阶段？
7. 经济面的情况如何？
 - a. 通货膨胀的情况如何？联储的政策取向如何？政府、民间、企业界与私有部门的负债情况如何？以自由准备衡量，信用的成长率如何？货币供给成长率如何？利率水准如何？市场对于政府债券的接受程度如何？
 - b. 美元汇率的走势如何，贬值的可能性如何？日元与德国马克汇率的趋势如何，日、德的政府是否会采取维护汇率的措施？
 - c. 美国消费者普遍的心态如何：生产而储蓄、借款而支出或介于两者之间？
 - d. 什么产业部门最强劲？什么产业部门最疲软？市场是否有领导类股？根据目前情况判断，如果有些许利空消息，是否会使整个行情出现反转？
 - e. 什么潜在的问题可能使人们对于整个经济状况的判断，发生突然的改变？
8. 是否存在可供运用的重大谬误现象，尤其是行情发生变动的时候？

一旦回答上述问题后，你便可以决定在何时、于何处、投入多少资金。决定采取行动时，你必须在严谨的纪律下操作。这便是交易守则的重要性所在，它们是下一章的讨论主题。

第 12 章 让你发生亏损的方法至少有 50 种

4017 美元的吹风机

1979 年的某一天，我在盘中交易时，接到朋友苏珊的电话。我当时做多 40 口小麦合约，行情已经出现，所以我必须密切观察市场的发展。我设定一个准备认赔的心理停损价位。总之，苏珊打电话给我，她的情绪非常激动——一把眼泪，一把鼻涕——我不清楚她在说什么。

我当然非常关心。我想她可能跟丈夫发生剧烈的争吵而必须立即解决。结果，我总算了解事情的真相。

她哭哭啼啼地说，“我的…… 吹风… 机，坏了！”

我几乎不相信我的耳朵。“你的吹风机！这就是你这么伤心的理由！”我看着多年的好友兼同级诺曼·坦迪… 他仅是憋着嘴笑。

“苏珊”，我说道，“苏珊，不要伤心、你的吹风机值多少？”

“…… 17 块。”

这个时候，我几乎忍不住要笑出来，“我买一个新的给你，如果这样会让你觉得好过一点的话。”

当然，我了解，如果一个人会为了吹风机而难过到该种程度，那一定有别的问题。所以，我慢慢与苏珊谈着，希望知道究竟是怎么回事。这个过程中，我忽略了盘面的变化。

我看着报价荧屏，突然发觉价格已经穿越至心理停损下方 2 美分。这是 100 美元乘以 40——4000 美元！我立即拿起电话把头寸平仓，结果我多损失了 4000 美元。于是，我买了—— 把 4017 美元的吹风机，甚至还不能挑选颜色。

当时，我再也忍不住笑出来了，甚至现在每想到这件事，我都还想笑。我提这段故事的重点是：永远有你想不到的事情会让你发生亏损。有一段歌词说道，“有五十种方法可以离开你心爱的人”，你至少也有 50 种方法发生亏损。

然而，交易者发生亏损最常见的理由，则是未遵循交易守则，认为“这一次” 例外。每个人都免不了发生这类错误，但这是可以控制的。如果你了解交易守则，而且——更重要地——了解它们存在的理由，这是一种几乎可以全然避免的错误。

交易守则与其背后的理由

许多人误以为市场行为是完全可以预测的。绝对不是如此。在市场中交易，这是一场有关胜算的游戏，目标是要永远掌握胜算。犹如任何有关胜算的游戏一样，为了赢取胜利，你必须了解、并遵守规则。然而，交易守则有一项最大的不同，它最主要功能是克制你的情绪。假定你已经具备建立头寸的必要知识，其中最困难的部分是以正确的方法执行交易。这便是交易守则的功能。

市场行为会受到太多变数的影响，只要些微心理的冲动，你便可能扭曲它们，只需要些许的借口，你便可能承担不必要的风险，或过早获利了结。

最近，在一笔 S&P 500 的期货交易中，我在开盘后 10 分钟进场卖空，并在盘中高点的上方 5 档设定停损。随后 30 分钟，价格下滑至我进场点的下方 10 档左右，然后盘势似乎有反弹的征兆。虽然我没有看到任何明确的回补信号，但我在情绪上不希望这些微薄的利润转为损失，于是我让助理帮我回补，赚取 10 档的利润（每口合约 250 美元）。

大约 15 分钟之后，行情重挫 2 大点（1 大点为 20 档，相当于每口合约 500 美元）。如果我遵照守则交易，我的获利可以增加 4 倍。我当时的想法是，“行情看起来好像要反弹，我最好趁早获利了结。” 然而，这实际上仅是借口而已，它掩饰我担心在这笔交易中犯错的恐惧感。事实上，价格确实稍微反弹，但从来没有接近我的停损——原来准备让市场证明我错误的价位。

交易守则的宗旨，是在人性的许可范围内，尽量以客观而一致的态度交易。如果没有交易守则，你的愿望可能主导交易决策，在市场交易中，你的愿望十之八、九无法实现。本章的目的是介绍一些重要的交易守则，并说明它们背后的理由。另外，我还会列举一些人们很少谈论的亏损原因。

交易守则

守则 1：根据计划进行交易，并严格遵守计划。

在任何交易之前，你务必要知道自己的目标，以及打算如何达成目标。这不仅代表你必须了解风险 / 报酬的关系，而且还必须界定市场可能发生的所有状况，并拟定相关的对策。换言之，在任何交易之前，你必须知道每一种可能发生的结果。在交易的过程中，思绪混淆是你最大的敌人；它会造成你的愤怒与情绪激动。根据定义，思绪混淆来自于无知，不了解当时的情况究竟是怎么回事，不知道如何反应。

拟定交易计划时，首先必须决定你的时间结构。换言之，必须决定你的头寸是属于当日冲销的交易（头寸的建立与结束都在同一天之内）、短期交易（持有数天至数个星期）、中期投机（持有数个星期至数月）、长期投资（持有数月甚至数年）。

上述决定可以让你了解应该专注于什么趋势，以及如何根据相关趋势设定停损（参考守则 3）。一旦决定之后，你可以考虑所有可能的价格发展情节。并拟定每一情节的反应对策。特定而言，你应该如何设定停损、在何处设定获利了结的目标价位、在何处追加头寸……。

当然，有时候还是会发生你全然无法控制的混淆——50 种发生亏损的方法。例如，某一天，我还在州际证券的时候，我做了 40 多种股票，每种大约 2000 股。我还持有股价指数的买进选择权，以及指数期货。我全心全意交易之际。突然……一片黑暗。

不是，没有疯子闯进来拿锤子敲我的脑袋。停电了！我们虽然有自动供电系统，当时也不灵光。另外，电话线也和供电系统混在一起，所以连电话也不通。

当时，我通过数个不同的经纪人与几个交易所交易，我完全不知道市场的行情发展。所以，我急忙冲出办公室，顺着楼梯下楼，沿路摸索口袋里的铜板准备打电话。我甚至不知道交易所的电话号码，因为办公室的电话都是直接与交易所连线。

最后，我来到路旁的公用电话亭，仓皇地了结我的头寸。我还得打询问台请服务人员帮我查芝加哥 S&P 500 期货交易池的电话号码，你可以想像我当时的狼狈状。现在回想起来蛮有趣，但当时真是不知所措。而且，根据“墨菲定律”，市场出现一波不利于我头寸的行情。这是你无法控制的混淆，所以你或许应该准备两套自动供电系统。

守则 2：顺势交易。“趋势是你的朋友。”

这可能是大家最耳熟能详的交易法则。这看起来虽然很简单，你却很容易违背。记住，趋势总共有三种——短期、中期与长期。每一种趋势都不断变动，任何一种趋势的方向都可能与另两种相反。短期趋势最经常发生变动，程度也最剧烈，其次是中期趋势。

务必知道你是根据什么趋势交易，并了解它与另两种趋势的相关性。运用 1—2—3 趋势变动的准则，判断趋势反转的价位。价格触及反转价位时——立即出场！另外，你也应该留意 2B 模式与其他技术指标，尽可能预先掌握趋势可能反转的信号。

守则 3：在许可的范围内，尽可能来用停损单。

建交头寸之前，你应该预先决定市场证明你判断错误的价位、对于许多交易者来说，行情触及预定价位时，认赔出场是最困难的动作之一。你可以利用停损单减少这方面的困扰。行情触停报价位时，停损单会自动转变为市价单。

如果你的交易量很大，你仅能使用心理停损。如果你预先递入一张大量的停损单，场内交易员会想尽办法触发你的停损。

所以，建立一个头寸时，应该递入第二张交易指令，在停损价位上了结你的头寸。确实的运作方法，取决于你以何种趋势交易。一般来说，停损单的效力仅及于递单当日收盘为止。可是，你可以在停损单附上一个但书“取消前有效”，这张交易指令在你取消前都有效。

事实上，传达任何交易指令时，必须留意措词，不可引起误解。我的好朋友约翰·马利，也是一位交易员，他告诉我有些人会下达含意不清的指令，例如：“以市价帮我卖出 500 股 IBM”但也可解释为“以市价卖我 500 股 IBM”。所以，约翰回答，“嗯……卖我？你是说你要买进，你要我卖你 500 股 IBM？”当然，客户会不耐烦地说，“不，不，不，我要卖出！”

约翰的态度是正确的。当你买进“卖权选择权”时，你是做空。当你卖出“卖权选择权”时，你是做多。“以市价帮我弄个 10 口 12 月份的 s&p”，意思显然不清楚。措词须明确，尤其是当你以市价下单的时候，务必清楚表达你的意思，也务必确定经纪人没有误解。

守则 4：一旦心在怀疑，立即出场！

以另一个方式来说，评估自己的头寸时，你持有的每一个多头头寸，今天都应该是个买进机会，你持有的每一个空头头寸，今天都应该是个卖出机会。换言之，如果你不具备信心，绝对不应该建立头寸。

投入自己的资金。有些许的恐惧或忧虑，这是很自然的现象，并不代表每当你有些微怀疑时，便应该结束头寸。然而，情况开始发生变化而胜算不断减少，怀疑与不确定感始终环绕在你的心头，则应该结束头寸。

这项交易法则还有另外一层意义。恐惧与有根据的怀疑，两者之间存在明显的界线。这听起来或许有些令人混淆，但如果每建立交易头寸，你便心存不确定感与怀疑，则你应该离开市场！如果你对于交易不具备信心——至少在大多数时候——你根本不适合从事交易。习惯性的恐惧与怀疑，将严重伤害你的生理、情绪与财务状况、这没有什么值得羞耻之处；这只是一种不适合交易的个性。

避免产生怀疑的最佳方法，是尽可能掌握所有的相关信息。某些情况下，这甚至还不够。

我曾经听过一段故事，一位大富翁与一位公司并购的分析师相互配合，两个人的合作一向都很顺利。有一次，分析师提出几支可能可以买进的股票，其中包括 NORTHWEST AIRLINES 与 CESSNA 在内，它们都是当时的潜在并购股票。某天，这位富翁接到分析师的电话，他说，“我刚接到消息，已经开始发动了。买进飞机。”

这位富翁于是以每股 60 美元的价格买进 40 万股的“西北航空”，总金额是 2400 万美元、隔天， 价跌至 59 美元，接着又跌至 58 美元。于是，富翁打电话给分析师。

“怎么回事，你不是说这笔交易已经发动了吗？”

分析师当时很忙，“是的，是的，还在进行中…… 没问题…… 一定涨，然后便把电话挂断了。

隔了两天。股价跌至 55 美元，富翁又打电话。这次分析师并不忙。

富翁问道，“什么时候会宣布？”

“后天”。

“什么价格？”富翁也有些困惑。

“市价以上。”

“那我就不懂了，”富翁说，“价格已经跌 5 美元，现在是 55 美元”

分析师非常讶异：“55 美元！你什么意思。CESSNA 目前的价位是 24 美元！”

“CESSNA…… CESSNA！”

“”没错 CESSNA 我叫你买进飞机，”分析师非常震惊的说道。

富翁说道，“但“西北航空”也会飞啊！”

这位富翁立即了结他的头寸，亏损 200 万美元。在整个过程中，他的怀疑都是有根据的。多了一个故事可以验证这项交易法则，“一旦心存怀疑，立即出场！”

守则 5：务必要有耐心。不可过度扩张交易。

弗兰克·乔曾经说过，任何市场每年通常有三至五个交易良机，包括个股在内。弗兰克是一位投机者，他主要是以中期趋势交易。然而，他的评论基本上适用于每一种趋势。如果你愿意的话。你可以投掷铜板决定：“正面做多，反面卖空”，每天从事一百笔交易。可是，如果你这么做，就必须全凭运气了。

如果希望取得稳定的获利，必须观察你有兴趣的市场，建立头寸之前。你必须尽可能掌握有利的因素。以 S&P 500 期货的当日冲销为例，每天通常有二、三次交易的好机会，有时候却一次也没有。

每一种市场指数、个股与商品，都有其独特的步调、韵律与性质。唯有你熟悉市场的情况时，才可以考虑交易，而且你必须等待适当的机会：如果你判断正确，获利潜能很高，如果你判断错误，则损失有限。耐心地留意观察，当你掌握有利的胜算时，断然采取行动。

就另一个层面来说，如果你仅是交易自己的帐户，而且交易的时间结构很短，则应该把股票的种类局限在十种以内；就期货交易而言，则应该把商品的种类局限在五种以内。最重要的理由仅是单纯的注意力问题。你可以记住多少电话号码？或许十个、八个。所以，如果记忆电话号码有所困难，则你也很难同时留意十个或以上的交易头寸。了解自己的头寸，注意相关的行情发展，这是交易成功的必要条件。对于大多数人而言，同时考虑五种不同的事物，已经是严苛的挑战了。

守则 6：迅速认赔 让获利头寸持续发展。

在所有的交易守则中，这是最重要、最常被引述、也最常被违反的一条守则。

市场就像是法庭，你是被告——被证明为有罪以前，你是清白的。换言之，从事一笔交易时，你必须假定：被证明为错误以前，你是正确的。价格触及你的停损点或你选定的心理出场价位时，市场便已经证明你为错误，这是“最高法院”的判决——不能继续上诉，你已经没有自由行动的权利，你必须出场。

你的判断正确时，必须“让自由主宰一切！”如果你是根据 1：3 的风险 / 报酬比率交易，一般来说，每一次的获利可以抵上三次的损失。守则 7 是例外。

就某一层面的意义来说，守则 6 是前五条守则的总结。如果你有交易计划，你了解何时应该获利了结，何时应该加码，何时应该出场。如果你顺势交易，你允许的损失，将由趋势变动准则来客观界定。如果你对于交易有信心，你不太可能过早获利了结。如果你不过度扩张交易，你不仅可以减少损失，而且更可能掌握真正的机会。如果你确实了解“迅速认错；让获利头寸持续发展，”你至少可以把四条守则合并为——相当经济！

守则 7：不可让获利头寸演变为亏损。或者，尽可能持有必然获利的头寸。

这相当困难，因为你必须根据自己的交易结构界定“获利”。为了便于说明起见，假定你是根据 1：3 的风险 / 报酬比率交易。如果价格朝有利方向发展，而风险 / 报酬比率成为 1：2（译按：这是指价格已经更接近目标价位，而且距离下档的停损较远，所以这项比率降低），守则 6 要求你让获利头寸持续发展。然而，如果价格趋势突然反转，你最后被停损出场，你又违反守则 7！你应该怎么办？

我建议每当风险 / 报酬比率成为 1：2 时，你应该将停损点（或心理出场点）调整至成本之上，而持有必然获利的头寸。就某个角度来说，这个头寸的风险 / 报酬比率已经是 0。你只可能获利而不可能损失。如果价格持续朝有利方向发展，并到达当初目标价格，则了结三分之一或一半的获利，并调高停损。如果价格仍朝有利方向发展，则继续调高停损。如果你是以长期趋势交易，甚至可以在适当的价位扩大头寸的规模，当然这必须考虑你交易的市场性质。

守则 8：在弱势中买进，在强势中卖出。应该以买进的意愿来同等对待卖出。

这条守则主要是适用于投机与投资行为，但也可以适用于短期交易。它是守则 2——顺势交易——的辅助定理。如果你以中期趋势投机，提升获利潜能的方法，是在小涨势中卖出，在小跌势中买进。如果你是以长期趋势投资，应该在空头市场的中期涨势中卖出，在多头市场的中期跌势中买进。

不论在中期或长期趋势中，上述的原理也适用于扩充已获利的头寸。在理想的状况下，你当然希望在空头市场的小涨势高点附近投机卖空，在多头市场的小跌势低点附近投机买进；并在空头市场的中期涨势高点附近投机卖空。在多头市场的中期跌势低点附近投资买进。在许多情况下，2B 准则非常适用这项策略。

许多市场参与者都有明显的多头或空头倾向，而且仅愿意做多或做空。来实上，许多市场参与者把做空行情视为瘟疫。避之犹恐不及。这是严重的错误，完全违背市场的性质。如果“趋势是你的朋友”，则双向运作为维持友谊最佳的方式。任何精练的多头玩家，也必然具备做空的知识——他仅需要做反向的推理。在做空行情方面，获利的速度通常较快，因为下跌走势总是快于上涨。

守则 9：在多头市场的初期阶段，应该扮演投资者的角色。在多头市场的后期与空头市场中，应该扮演投机者的角色。

投资者见追求长期的报酬与（或）资本的所得流量。投资者主要是关心盈余、股息与净值的上升。

另一方面，投机者主要是关心价格走势，以及如何根据价格走势获利。由风险 / 报酬的观点来看，投资最适当的时机是在多头市场的初级阶段，因为不论由任何的基本角度观察，成长的机会都最理想。

行情逐渐趋于成熟，价格走势进入第三、第四波……时，价格水准的考虑将愈来愈重要，谨慎的玩家在心态上应该转为投机。我在第 10 章曾经解释，在信用扩张驱动的多头市场中，当行情发展至某一阶段以后，价值将停止增长。企业界以浮滥的资金追求有限的资源。价格将开始膨胀——资生行情。

在空头市场中，投机是唯一的明智之举。根据定义，我们无法以做空来投资。在空头市场中，长期做空是通过预先卖出投资而获利，这项行为本身并不是投资。撇开这点不谈，空头行情最佳的运作方式是不断地进、出市场，在主要走势中做空，在次级修正走势中做多。一般来说，空头市场历经的时间短于多头市场；空头市场的主要走势在幅度上与多头市场相当类似，但期间则较短。

相对于多头市场来说，如果你妥善管理资金，在空头市场能够以较短的时间获取类似的利润，风险并不会更高，甚至可能更低。就经济循环的性质来看，你不曾见过“黑色星期一”的复苏，所以就某一角度而言，空头市场较安全。

守则 10：不可摊平亏损——亏损头寸不可加码。

“摊平亏损”仅是一种试图避免承认错误或期待解套的借口，而且是在不利的胜现情况下。它之所以被称为“摊平亏损”，因为这是一种追加头寸的行为，并因此降低整体头寸的净亏损百分率。这项行为的合理化借口是：“这支股票（期货、债券

或任何交易对象)将上涨(下跌)。我现在虽然损失,但如果追加头寸,可以降低平均成本,最后可以大赚一笔。”

守则 10 实际上是守则 6——迅速认赔——的辅助定理。然而,“摊平亏损”是一种极常见的错误行为,所以它应该有属于自己的“不可”守则。这是为了提醒你,它是一项错误的行为。

然而,某些行为看起来似乎是摊平亏损,实际上却不是。例如,如果你在空头市场中寻找中期的做空机会。犹如上文所说,最佳的做空时机是在小涨势中。假定股票市场连跌四天,似乎将形成空头市场的主要下跌走势,理想的做空时机在第一天的反弹。如果价格连续反弹两天,第三天再反弹的可能性很低,所以第二天可以追加头寸。如果第三天又反弹,第四天继续上涨的可能性不到 5%,你可以再做空。然而,如果行情连续上涨四天,中期趋势很可能向上,你应该认赔出场。

这项策略与摊平亏损之间的差异,在于你有一套交易计划,并设定市场证明你错误的停损点。在计划中,你将评估每天的反弹幅度,以及反弹的天数。交易之初,你不仅已经限定反弹的天数,而且也设定认赔的出场价位。摊平亏损的策略并不设定停损,头寸的了结完全取决于主观的情绪。

守则 11: 不可仅因为价格偏低而买进。不可仅因价格偏高而卖出。

这完全不同于在超级市场买水果,交易中并无所谓的“特价品”。交易的重点仅在于获利或亏损,这与交易工具的价格没有任何关系。价格仅在少数情况下会影响交易决策,例如:你可能因为保证金过高而无法从事某笔交易,或其他交易机会可以提供较佳的杠杆效果,而其风险/报酬比率相似或更理想。

不可以存在这种心理:“这已经是历史低价,它不可能再跌了!”或“这已经不可能再涨了,我必须卖出!”除非你见到趋势发生变动的征兆,否则趋势持续发展的机会较高。当市场处于历史高价或低价,但没有任何征兆显示趋势即将反转。我建议你不要去挑逗它,继续等待趋势变动的信号。顺势交易,耐心等待。

守则 12: 只在流动性高的市场中立易。

现在,许多住在美国东北部的人可能告诉你,他们的住宅价值 50 万美元。然而,这句话的真正涵义可能是:他们过去以 50 万美元的价格买进;或者,几年前,他们以房屋作第二次抵押贷款时,当时价值是 50 万美元。事实上,现在市场上充满价值 50 万美元的待沽房屋,几乎全无问津之人——房屋市场几乎完全缺乏流动性。在财务报表上,50 万美元的数据或许暂时没有问题,但这与市场价值全无关联。

如果你在流动性不佳的市场交易,你也可能遭遇类似情况。价格的变动速度非常快,可以轻易地穿越你的停损,并让你的损失较预期多出一倍。在商品与外汇的期货交易中,仅选取最近月份的合约,在股票与选择权中,选取成交量大而交易活跃的个股。

守则 13: 价格变动迅速时,不可建立头寸。

这条法则适用于场外交易者——他们仰赖电子报价系统取得最新的报价资料。“快速市场”是指场内的交易进行得非常快速,报价系统的价格输入速度跟不上实际的交易。发生这类状况时,交易所通常会提出警告。换言之,在快速市场中,你在荧屏上看见的报价,并不是当时的实际报价。快速市场中,行情向上突破时买进,或行情向下突破时卖空,都是非常迷人的机会。你看见价格一飞冲天或直线下跌,满脑子都是钞票的影像。

我办公室里有一位年轻的交易员不信邪,他在向下突破的快速市场中以市价卖空 S&P 500 期货。他的成交价格较下单时的荧屏报价低 16 档(每口合约 400 美元)。他回补时,根据荧屏报价显示,这个头寸有 16 档的获利,但实际的回补价格却较成本高出 10 档——每口合约亏损 250 美元。然而,这次教训似乎还不够,第二天他又犯同样的错误。我不认为他还会在快速市场中交易。交易中,你惟有依赖报价信息。在快速市场中,报价信息完拿不可靠。所以不要交易!

守则 14: 不可根据特殊情报交易。换言之“顺势交易,而不是顺着朋友的意见”。另外,不论你对于某支股票或某个市场有多么强烈的感觉,也不可以提供免费消息或意见。

不妨由几率的角度思考,在数以万计的市场参与者之中,你的朋友知道某项全世界都不知道的消息,你认为这种可能性有多大?如果他或她真的知道某项特殊消息,这很可能是“内线消息”,根据内线消息交易是违法的行为。

所谓的“特殊消息”。99.9%是属于个人的看法。在《一位职业期货交易商的秘诀》一书中,作者亨利·克拉森指出,稳定的赢家几乎绝口不提他们在市场中的活动细节,但稳定的输家则会“向每一位听众说明他们在市场中的一举一动,甚至于以强迫推销的方式吹嘘。”就心理层面而言,人们迫切地希望提供特殊消息,他们可能是在寻求认同与赞许。他们绝对不是为你着想,这点是可以确定的。所以,有人向你推销特殊消息时,我建议你说,“不客气,谢谢,我不需要。”

我曾经听信特殊消息...一次。前文中,我曾经提及吉姆·布吕克,当年拉格纳发生一些麻烦时,他当时在 CBOE 负责

稽核的工作，我们有过往来，他随后也来到州际证券，我们举办了一个欢迎酒会。我正准备离开时，听到熟悉的声音，“嘿，维克，维克，等一下。”

我回过头来，看见一位好朋友急匆匆地跑过来。他低声地说道，“维克。”我说，“哦？”我的朋友说道，“维克，相信我，把这支股票留给你的小孩。”他告诉我，这是阿蒂·瓦戈纳提供的消息。阿蒂当时在莱曼兄弟负责店头市场的交易被视为是店头市场的主宰者，他的交易记录非常了不得。

所以，出自于好奇心的缘故，我查阅这支股票。它在店头市场的交易价格为 $7/8$ 。当时，我的交易手气正顺，所以把这支股票视为是“永不到期的选择权”而买进，心想“看你由 $7/8$ 还能跌到哪里？”

还能跌到 0 吗？结果便是如此。我大约买进 35 万股，而这支“永不到期的选择权”最后竟然跌到一文不值。更惨的是当它跌至 $3/8$ 时，我又买进 35 万股，心想“这次你总不致于再跌了吧！”我还是错了。停止报价时，我试图了解这家公司的背景，我甚至于找不到它。没有电话号码，没有地址，它就是…消失了。

只要早走一步。我就不会听到这位朋友的特殊消息。真是非常特殊的特殊消息。犹如我最好的朋友诺姆所说，“如果你不断地听信“把这笔交易留给你的小孩”的小道消息，你的小孩将在孤儿院长大。”他还提供一个非常明智的建议，闻小道消息即将飘过来时，赶快说“对不起，我要上洗手间”，然后你整个晚上尽可能回避他。

你不可以听信特殊消息；同理，你也不可以提供特殊消息。帮助朋友当然是一种可贵的感情，但如果你有朋友从事交易，你们仅该就一般的看法交换意见。如果你真希望帮助朋友，务必不要提供建议；你的朋友也有大脑——让他或她用自己的大脑。

这项交易守则希望传达的概念是：没有任何东西可以替代个人的判断。如果你没有信心根据自己的判断交易，不要交易。顺势交易，而不是顺着朋友的意见。

守则 15：永远得分析自己的错误。

亏损的交易未必代表错误，错误也未必导致亏损。一笔绝佳的交易可能发生亏损；另一方面，即使犯错，你仍然可能获利。如果你遵循交易法则而发生亏损，就放弃它；不需要再做分析。你可以对自己说道，“好吧！”然后再继续下一笔交易。可是，如果过早了结一个头寸，随后眼见原本属于你的获利滚滚而入，你便该想想自己到底犯了什么错误。

何以需要分析自己的错误呢？因为错误与失败是最佳的导师；它们让你更加明白，你必须永远遵循交易守则。如果你可以真心反省发生错误的理由，重蹈覆辙的可能性便很低。

一般来说，错误并不是源于无知，而是恐惧：恐惧犯错、恐惧遭到羞辱、以及其他等等。你若希望提升自己的交易境界，则必须克服恐惧；若希望克服恐惧，首先必须承认你有恐惧感。本书第二篇，我会详细讨论这方面的问题。

守则 16：务必提防“错误的并购消息”。

某天，我接到朋友的电话，他是某家大企业的董事。

“维克，”他说道，“XYZ 刚同意与 ABC 合并。你一定要买进 XYZ。这是稳赚的交易。”

“佛莱德，”我说，“你告诉我这项消息，是否合法？”

“绝对没有问题！我们与这两家公司都没有任何关系，而且它们已经宣布了；只是媒体还没有报导而已。”

于是，我查看 XYZ 的价格，每股 6 美元，我买进了一些。两周后，两家公司合并了... ABC 兼并 XYZ，价格为每股 \$4.50 结果，我发生亏损——标准的 *tabeunder*（译按：这是对应 *takeOver* [兼并] 而言）。

我想这是我第二次根据特殊消息交易，它也是最后一次。我听到的特殊消息中，这是唯一实现的一次。确实有兼并，价格却不对。从此以后，我再也不碰这些潜在的“兼并”股票。

守则 17：如果一笔交易的成功与否，必须取决于交易指令的正确执行，则不该从事该笔交易。

诺姆还在美林证券主管国际选择权交易部门时，他习惯将执行不当或时效不佳的交易记录下来。某天，他递入一张交易指令。经过 10 分钟还没有回报。于是，他打电话进入场内：

“哩！怎么回事，10 分钟还没有成交。”场内经纪人毫不犹豫地說道，“你知道吗？我就坐在造市者的左侧而大声喊价，我想他一定听见了。最后，我站起来，推他一把，问他，“成交没有？”他说，“成交什么？难道你不知道我的左耳不灵吗？”

哦！当然！

我这辈子最大的一笔亏损便是因为人为的疏忽。1982 年~1983 年间，当时 S&p 期货与 NYSE 期货的交易非常热络（NYSE 合约相当于在纽约交易的 S&P 合约）。在一笔套利交易中。我做多 350 口 S&P，并卖空 500 口 NYSE。我当时正打算平仓出场。

于是，打电话给我在芝加哥的场内经纪人保罗，向他询问行情报价。

“买一卖报价，40—45，”保罗说道。

我挂断电话，并立即回补 500 口 NYSE 的合约，所以我只剩下 350 口未抵补的 S&P 多头合约。然后，我打算卖出 S&P 合约，根据保罗的报价，买进价为 40。我联络上在 S&P 交易池的经纪人时，才发现价格不是 40—45，而是 20—25！结果，保罗看错手势！

如果当时的报价确实是 40—45，我已经获利。如果我知道报价实际上是 20—25，我便不会回补 NYSE 合约——在电脑程式交易尚未出现以前，4 档已经是相当不得了。

当时，因为我的头寸仅勉强浮出水面，所以我决定暂时持有 S. P 头寸。然而，市场突然出现新税法的利空消息。在我了结头寸之前群 S&P 下跌 2、3 大点。这笔交易让我亏损数十万美元。

这虽然是极端的案例，但重点是你有时候会因为执行不当而受害，而且你不知道什么时候会发生。你应该养成重复核对的习惯，在可能的范围内，应该再次确定报价。如果你觉得资料或情况有些诡异，应该澄清。不要理会场内的人有多忙碌，他们的工作是提供精确的信息、适当的执行与及时的报告。

我并没有指责场内经纪人的意思。如果你有机会的话，应该在交易忙碌的时候，参观交易所场内的情况。某些时候，情况会趋于白热化，而经纪人也是人，他们也会犯错。你不可误以为他们是永远不会犯错的机械。你必须保护自己的利益，寻找最可靠的经纪商，尽可能重复确认。

最近又发生另一个例子，我设计一套 S&P 期货的当日冲销系统。根据纸上作业判断，这是一套相当不错的系统，于是我把它交给助理作临场试探。理论上，它的绩效非常理想，但我没有想到进、出场需要各浪费三档。谁想得到市场的交易量竟然如此稀少，小量的试探便足以驱动 3 档的价格！然而，实际情况便是如此，我们必须调整系统以涵盖执行上的误差。

守则 18：必须保有自己的交易记录。

某些情况下，尤其是交易自己帐户时，你希望拿起电话，直接下达交易指令。而不留下任何的记录，因为你认为经纪商会登录所有相关资料。可是，经纪商也可能犯错。

每下达一个交易指令，你便应该记录日期、时间、交易工具、买进或卖出、下单时的报价以及实际的成交价格。定期核对自己的记录与经纪商的报告。如果没有自己的记录，你无从判断经纪商的报告是否正确。

守则 19：了解、并遵守法则

对于每 1 条交易守则，作至少有 5 种方法违背它，而且交易者总是会想出新的方法。依此推理，我列举 18 项交易守则，你至少应该有 90 种方法违背它们。每当你违背一项交易守则，

你又发现一种亏损的新方法。

85%的法则

没有任何人可以永远处于 100%完美的状况。有太多事物可能使你分神。你可能与妻子（丈夫）或心爱的人争吵。某人可能在紧要关头打电话给你。周遭的一切都可能使你分神。

例如，1984 年 5 月 4 日，我应邀到芝加哥演讲。当时与我同台演讲的还有沃尔什·格林伍德的总经理史蒂夫·沃尔什，以及一位造市者加里·奈特。演讲后回答问题时，一位听众提出，“我希望请教这位造市者。交易所的相关规定偏袒拥有席位的造市者。”毫不犹豫地，加里说道，“是的。”

“我认为这并不公平，”这位听众说。

“那你可以买一个席位，”加里回答，“目前的价格大约 25 万美元。”

务必记住，游戏规则有利于场内交易员；这是他们维持生计的凭借。

总之，我在台上演讲。当时我看空行情，而且我在 1 月份打了一支满贯全垒打。行情已经由涨势转为狭幅盘整。我正在寻找做空的机会，我已经等了三个月。“墨菲定律”再度灵验，我离开办公室的那天，行情向下突破。弗莱克·乔掌握这个卖空机会而赢得交易大赛的冠军……而我坐在飞机上。

重点是：如集你希望在市场寻求生存必须在生理上、心理上与情绪上尽可能维持 100%的完美境界。根据我的估计，如果你实际上可以保持 85%的平均水准，你的表现便相当不错了。

所以，从事交易时，心理上要有所准备，你可能因为梦想不到的理由而亏损。某个时候，你完全掌握行情的发展，你已

经站好姿势准备挥出全垒打，你却与妻子争吵，你的家人过世，或发生你从来想不到的某些事。

以 100%来准备，但 85%便可以接受；这便是现实。

第一篇结论：综合整理

情况便是如此，你已经了解如何由根本做起。截至目前为止，我讨论的是个人交易成功的基本知识。我简略描述我的交易生涯，然后说明我一路走来所汲取的知识。

在我提出的所有内容中，存在一个共通的脉络，便是我认为最基本的知识与原理。我想如果你可以运用这些基本的概念，发展出自己独特的交易风格，这些知识也将适用于你。

如果你根据基本重点思考，将你的交易方法依经过时间考验的原理整合，你可以适应不断变动的任何市况。你虽然会针对行情的变动调整短期的策略，但基本原理始终有效。

如果你明确界定自己的交易哲学，并严格遵守，你在交易过程中可以掌握重心；避免脱轨。特定而言，如果你可以保障交易资本，维持稳定的获利，不刻意追求全垒打，你可以避免大多数交易者一败涂地的下场。

如果你研习“道氏理论”，你对于市场——所有市场——行为的领悟将不是其他理论所可比拟。你将了解。市场活动基本上是一种心理现象。无法由绝对的角度衡量，但在几率的层次上却有高度的可预测性。

如果你了解何谓趋势，它们何时发生变化，你所具备的知识可以节省许多无谓的探索。你可以避免随意进、出市场、并掌握顺势操作的诀窍。

如果你了解技术分析，包括优点与缺失，它们将协助你判定交易的时效。如果你仅采用少数基本的技术分析工具，你可以避开上多数技术分析者陷入的困境——过多指标造成的无所适从。

如果你了解经济学的一些基本原理，包括货币与信用如何影响经济循环，你可以预测市场如何反应政府的干预政策，并从中获利。

如果你了解如何管理资金，根据合理的风险一报酬关系从事交易，你永远不会被市场三振出局。

如果你可以严格遵循交易守则，就能够稳定达成你的交易目标——这是优秀交易者的典型特质。

然而，犹如先前所说地，知识本身并不足够。我曾经训练 38 位交易员，灌输他们本书截至目前为止的所有知识，但其中仅 5 人可以稳定获利。这并不是因为知识本身有所瑕疵。问题发生在人的部分；特定来说，他们无法以一致态度运用知识。我训练的每一位交易员都有赚钱的能力；他们都了解何时触犯某项交易守则，或未根据我传授的基本原理从事思考。然而，他们就是不断地重复犯错。

我非常困惑何以如此。我深入研究心理学，阅读 200 多本相关的书籍。我获得的答案则是第二篇的内容。

第二篇 迈向成功的决心：情绪的纪律

学习的对象毕竟不是我们是否失败，而是我们何以失败，并如何根据失败改进，汲取我们过去不会运用的知识。就某种微妙的层次来说，失败即是胜利。

—— 理查德·巴赫

你拿起这本书时，很可能希望它可以帮助你金融市场中赚钱——这是值得追求的目标。事实上，本书的宗旨是协助你达成真正的成功，而不仅是赚钱而已，因为达成经济目标与成功的人生，两者之间存在相当大的差异。根据多年来在“华尔街”的经验，我看过太多人为工追求财富牺牲了他们的生活。以下这段寓言可以表达我的论点。

一位交易员的梦境

从前有一位富有而著名的交易员。他一生都致力于成为全世界最棒的交易员，并且赚很多钱。他实现了这项目标，现在他已经拥有一辈子都花不完的财富。他发言的时候，整个金融界都会肃然倾听。然而，他却陷入困境之中。不论睡眠多么充分，他早晨起床时，始终觉得全身僵硬。工作的时候，他已经不再具有以往的精力与热忱——他所有的努力似乎都毫无意义。一生中，他首次觉得无助与失控。

某天，他觉得疲惫而全身乏力，勉强来到办公室，当他坐在桌子前，却完全没有打开报价机的欲望。于是，他慢慢站起来，打开窗户，心想新鲜的空气或许有所帮助。可是，窗外的空气充满湿气与霉味。他甚至懒得关上窗户，便倒在躺椅上，心里琢磨着：“我究竟是怎么回事？我已经拥有一切。我应该很快乐才对。”在混乱的思绪中……他又睡着了。

他跌入一个四无边际的黑洞里，觉得黑漆漆的虚空将他往下吸，突然一股冷流将他往上带，于是他漂浮在太空中。在遥远的地方出现一个小光点，他开始在虚空中挣扎，试图朝光点前进。逐渐地，光点慢慢变大；最后，它已经不再是一个光点了，而是通往一座桃花心木大门的明亮走道。在一种迫切的冲动驱使下，这位交易员加快自己的动作，觉得门后隐藏着某些重要的事物。在阴冷的虚空中仍然满身大汗，他终于踏上坚实的走道，并举步走向那座大门。

他的脚步声回响在空洞的走道，四周笼罩在不知来自何处的明亮光华中。大门隐的可见，但随着距离的缩短而愈来愈清晰。他看见大门上挂着一面铜牌，但还看不清楚写些什么。他加快自己的脚步，终于可以看见铜牌上的刻字。上面写道：

如果你在寻找问题，请进。

如果你在寻求解答，请进。

他走到大门前，这座大门较他六尺的身高至少还高出两倍。他扭转门把推动时，大门很轻易地滑开，当它靠上内壁，上方落下不少灰尘。稍微犹豫之后，他便踏进了大门。

他处身在他最早使用的办公室中，这是由一座仓库改装而成，完全没有窗户，光线非常微弱。那座樱花木书桌上，堆放着一些看起来并不熟悉的档案与帐册。书桌旁有一张长方形桌子，上面仅摆着一个键盘，并接连着一个巨大的荧屏，上面正显示着他的脸孔。键盘前，坐着一位蓄着白胡须的老人，他穿着及地白袍。隐约地，这位交易员认为他便是“时间之父”。这位老人慢慢转过身来，目光如炬，并以低沉的声音说道，“什么事情耽搁了你？我一直在等你。”

“可是我根本不知道这是怎么回事？我为什么来到这里？”交易员结结巴巴地说道。

“你当然知道，你来这里学习如何才能成功。”老人笑着说。

“可是我已经知道什么是成功，”交易员反驳道，“我就代表成功。”“或许吧！但根据什么标准呢？”

这位老人并不给交易员回答的机会，转过身开始在键盘上输入一些指令，荧屏上显示出交易员一生的种种画面。过去发生的点点滴滴又生动地展露在他的眼前。他看见长久以来忘记的事件，以及一些过去视而不见的事物。看着看着，这位自以为可以完全控制自己情绪的人，却陷入了又哭又笑的窘境中。他看见自己卖掉大学时期使用的吉他时，他哭了，因为他当时认为吉他是一种玩物丧志的东西。他看见自己某一天因为亏损 30 万美元而愤怒的脸孔时，他大声地笑着。当他看见前妻生下他们的小孩而他却忙着工作，他又哭了。当他看见一位女孩，带着甜美的笑容与优雅的动作。与她未来的丈夫打网球时，他又笑了。随着画面一幕一幕的变动，他又哭又笑，他终于了解他拥有的一切是多么贫乏，而抛弃的一切又多么珍贵。最后，荧屏出现一片空白，那位老人转过身来。

他沉默了一会儿，然后说“你是否仍然认为自己非常了解何谓成功？你有相当的成就——名利双全——但你把自己摆在何处？你想要什么？你梦想着什么？”他停顿了一下，拍拍桌面上的帐册，然后继续说，“某些人仅有梦想而从来未付诸实现。某些人仅是默默工作而从来没有梦想。可是，还有少部分人，他们不但有梦想，而且也将梦想付诸实现。”

交易员缓慢地摇摇头，低声地说，“你是谁？”可是，在他说话的一霎那，老人已经消失在云雾中，他醒过来时，仍然大声地重复喊道，“你是谁？”

阵阵凉风由窗口吹进来，早秋的冷风驱散了城市空气中的潮湿霉味。交易员转过头望着窗外的天空，灰暗的云朵已经逐渐散开。不久之后，树叶将转黄而枯萎，春天又将带来新的生命。他慢慢地从躺椅中站起来，走向窗口。他又听到那回荡在走道的脚步声... 于是他开始梦想。

我想这段寓言的意义非常明白：名与利并不代表成功。对于每一个领域内的每一个人，成功都不是来自于某项特定的成就——它是一种生活的境界。犹如某位市场交易员所说：“成功是由成功的年份构成，后者是由成功的月份构成，它们又是由成功的星期、天、小时、以及短暂的时刻累积而成。成功是由一组目标构成。所以，你如果希望成功，则不仅必须有长期的目标，也要有短暂时刻的目标；每一个目标都应该相互关联，并结合为一个生命的宗旨——快乐而充实的生活。”

成功必须具备目标，这个概念并没有什么新的启示。你可以翻阅任何讨论如何成功的书籍，或成功者的传记，你将发现成功与目标有密不可分的关系。如果缺乏明确的目标，就无法汇集精力，无法拟定计划，自我提升的努力将失去焦点。然而，仅有目标也无法确保成功。寓言中的那位交易员，在达成毕生的野心以后，却充满失落的空虚感——他丧失了生活的毅力。

我想，那位交易者的经验多少反映在我们每个人身上。或许形式与程度各有不同，但在情绪的心境与意识的信念之间，每个人都会有矛盾与冲突。冲突过于激烈而无法有效运作时，我们将犯错... 有时是大错。在人类的生命中，最严苛的挑战是如何达成整合的境界；在这种境界内，理智与情绪可以融合为一个共同的结构，并提供我们成功所需的知识、方法与动机。达成这种境界，需要将外部的知识与内部的独特经验整合。核心的问题在于如何设定可行的目标，并且又具有驱动力的真实感——这些目标在情绪上具有重要性，而且又可以提升生命的意义。

所有动物都面临一个根本的选择：生或死。每一物种都有本能的生存方法，但人类最为独特：老虎猎食，鹿到处寻求安全的草地，但人类会思考。人类是唯一必须通过意识与积极的心智运作选择生存方式的生物。对于任何动物来说，成功代表根据本能的生活方式维系生命。对于人类而言，成功代表以理性的方式来生存。人类必须运用逻辑与推理来辨识真实，界定生存的必要条件，学习如何满足个人的需要。所以，人类必须采取行动实现自我。

成功而需完全面对现实，辨识与生活在真理之中，这并不是因为它是上帝指示的真理，而是因为唯有真实，现实与真理，人类的生命才有动力。

将真理付诸行动，是成功之所以有意义的根源。在哲学上，这是诚实的泉源与力量。诚实是不断追求知识的心态，包括自我反省的知识在内，而所有的行动都只能以此为依据；这蕴涵着另一种意义，通过任何欺骗手段（包括自欺在内）达成的一切都没有意义，而且会有破坏性的后果。诚实不是根据某种指令生活，例如：“你不可以做伪证”而怕受惩罚；它是理性人类生存的必要条件。

在上述寓言中，这位交易者虽然有诚实的意图，但却未诚实地面对自己，使自己陷入几近崩溃的境界。他没有不断检视与评估内在与外在的状况。而将名与利设定为目标，并在追求名利的过程中丧失了生命的意义。他以金钱与影响力衡量自我的价值，使他没有能力享受生活的过程。他将自己设定为著名心理学家卡任·翟尼所谓的“理想化的自我形象”，使自己仅能够倚赖一套僵硬的“应该”来生活，但这些“应该”与提供快乐的价值并没有明显的关联。他对于辛勤上作、效率与自尊的“应该”，原本可以用来提升生活，却用来维系理想化的自我形象，并使他与生活产生隔阂；原本可以用来充实自我的价值，但却形成自我的疏离感。由于这位交易者未能追求自我的知识——未诚实面对自己——他的价值与长处反而成为生命中的破坏因素。

截至目前为止，我并未单就金融市场的角度讨论成功，所以我究竟有何意图呢？答案是：太多人进入金融市场追求名与利，他们都将无法逃避失败的命运。寓言中的交易员反映出大多数市场参与者的心里：“只要有足够的财富。我就可以随心所欲地做任何的事，而每个人都将崇拜我.....，我将自由..... 我将快乐！”

根据我个人的经验与观察，我认为这是一种致命的想法。财富虽然可以提升人们的生活，实际上却经常造成破坏；理由是缺乏自我了解。许多在金融市场获致成功的人们，却染上压力导致的心脏疾病。某些人每天晚上仅能在酒瓶里找到安宁，利用财富逐渐瓦解他们创造财富的能力。另一些人能够镇静地渡过数次破产的打击，却无法承受自己的经济成功。更有许多人，充满精力与热忱地来到金融市场，却垂头丧气地离开，信心遭到彻底的摧毁，再也无法在压力下工作。

追求财富的欲望，确实可以驱使你获得更多的市场知识，并使你赚钱，但你的个人生活却必须付出沉重的代价。追求名气的欲望，通常是源自于缺乏自信与自尊，在这种心态上获致的任何名气都毫无意义。将名利视为唯一的追求对象，其程度的多寡即代表你失败的程度——这不仅是就个人的生活而言，经济的生活也往往是如此。

相关的理由非常复杂，后文将会详细讨论。本书第二篇的内容希望提升你自我了解的能力，使你可以与真正的你打交道，并使你掌握成功必须具备的条件。所有这一切都围绕在一个重点上：情绪之纪律的性质与根源——执行知识的意志力。

第 13 章 史波克症候群： 理性与情绪之间的战争

导论

我的已故好友弗兰克·乔称金融交易活动为一场战争。然而，战场是在内心深处，战争的规模与性质则因人而异。

我曾经见到交易员一动也不动地默默坐着，似乎一切都在控制中，但他们的内心正在剧烈挣扎，无法了结一个明显不利的头寸。我曾经见过瘦骨如柴的交易员，挥动一座 15 磅重的时钟，扔向两英寸厚的实木墙壁，撼动两个房间的玻璃窗。我还听过连我也觉得惊讶的脏话。我也见过人们缩在椅子上，捧着胃部强忍着压力引发的疼痛。我面对着报价荧屏时，也经常双手冒汗。心跳转剧，面红耳赤，肾上腺素大量分泌，似乎我遭遇莫大的危机，而实际上仅不过面对着数字不断跳动的报价荧屏而已。在这场战争中，我们面对的究竟是怎么样的内部敌人呢？当我们面对着数字这类的客观事实，内心深处何以蕴酿如此非理性、甚至于狂烈的情绪呢？

回答上述问题，并学习如何克服我们内部的敌人，或许是追求成功的最重要单一课题——不仅是就交易者或投机者的身份来说，也是就个人整体而言。在交易生涯内，我曾经与许多人共事，其中仅少部分人可以稳定地获利，他们是真正的专业者，但大多数人最后都以亏损结束，未继续留在金融圈。例如，我在 1980 年代曾经训练 38 位交易员，其中能够获利的只有五位，并继续发展他们个人的交易事业。我教导他们在金融市场生存与获利的知识与方法。他们都可以随意运用办公室里的任何信息，也可以随时与我交谈，但他们大多无法维持六个月以上。观察与评估他们的行为，我开始了解成功与失败之间的重大差异，这不仅是就交易而言，也包括任何领域与事业。

差别并不在于智慧与知识，而是在于执行知识的意志力。取得交易或任何领域必要的知识都相对容易。以瘦身计划为例。你可以走进任何书店找到无数这方面的书籍，专家们提供许多有效的减肥方法。然而，每 100 也尝试减肥计划的人，仅 12 个人曾经实际减轻体重，这 12 个人当中仅 2 个人可以保持一年以上。所以，成功率为 2%——低于商品交易的成功率 5%。

不论交易、减肥或追求任何目标，最困难的部分并不是知道怎么如何做；而是下定行动的决心，并坚持下去。我们拟定决策时，通常至少有两种以上的选择。后续的执行之所以困难，是因为我们对于选择仍然处于三心两意的冲突中。这种冲突的来源与性质究竟如何呢？即使我们知道应该怎么做时，何以经常还是难以实际去做呢？

在一部老旧的电视影集“星际迷航记”中，主角之一的史波克便为上述问题提供了最佳的解答。半为瓦肯人，半为地球人，史波克在天性上便处于相互冲突的状况。根据故事的说法，远古的瓦肯人是一种残暴而野蛮的人种。唯有在逻辑与理性的哲学严格规模下，瓦肯人才可以驯化野蛮的特质，并冷静地致力于追求知识。在逻辑的严格规范下“纯粹的”瓦肯人应该不会被感情与情绪困扰。然而，史波克一半是人类，幼年时受到母亲的情绪影响，所以他仍然有情绪上的问题。最感人的故事是形容他在理性与情绪之间的挣扎，他在生死关头被迫处理情绪上的反应。

我认为，史波克之所以吸引如此多的影迷，最主要是因为他的个性被戏剧性的手法凸显，并反映出人性的冲突。在影片的对白中，你经常可以听到类似下列的对话“我的头脑告诉我停止，但我的心灵告诉我放手去做”这意味着人类的天性有两种截然不同的层面：一是理性，一是情绪。大多数人认为，人性这两个层面是相互分离，毫无关联，而且经常处于相互冲突的状况。接受这种情绪与理性的两分法——认为它们必然没有关联，甚至于相互冲突——这便是大多数人性冲突的根源，包括内心与人际之间的冲突在内。

犹如史波克一样，如果我们的天性也被截然划分为二，如果我们的天性中有两个不同而相互冲突的层面，我们将倚赖那一个层面呢？或许更重要地，我们如何可能避免内部永恒的冲突与挫折，并拥有一个经过综合的人性完整的生活呢？

如果你接受情绪与理性互不相容的前提，上述问题必然仅有否定的答案。如果你相信人类的灵魂必须永远处于决对的状态，它便会如此。我称此为自我折磨的史波克症候群。这个行业之所以处于战争状态，生活之所以是痛苦的挣扎，敌人便是史波克症候群。然而，犹如大多数战争一样，解决冲突未必需要仰赖暴力的手段，而仅需要拔除导致冲突的概念。就目前的案例来说，这是指我们必须挑战上述前提，情绪与理性是两种互不关联的人性层面。这是指我们必须正视情绪在人类生活中所代表的性质与目的，尤其是愤怒与恐惧代表的功能。

由猎食者到交易者：人类情绪的演化

山顶洞人奥格正在一棵大树下打盹，并消化野香蕉的午餐，身旁摆着一只木棒。突然传出啪的一声。不到 30 尺外有树

枝被野兽撞断。奥格一跃而起，双手持着木棒，肌肉紧绷而随时准备攻击。眼睛注视着声音的来源。他嗅着空气中的味道——野猪，虽然危险，但也是美味的猎物，它正在上风的位置。

他悄悄地逼近猎物，心跳转剧。10 尺外的树丛传出摩擦的声音，然后是一片死寂。他举起他的木棒，虽然有一股转身逃走的冲动，但他还是留在原地，一动也不动，准备攻击。

在恐怖的呼声中，野猪由树丛里冲出来，獠牙朝下而随时准备杀死它的敌人。奥格也发出一声可怕的吼叫，跃向一旁，并挥动木棒攻击，但出棒太晚而仅击中野猪的背部。腿部传来一阵剧痛，奥格低头看，大腿的外侧被报还划开一道血沟，鲜血不断流出，野猪回过头来，稍微犹豫一下，又开始冲过来。受伤后的奥格非常愤怒，以超人的力量挥舞木棒，这次攻击恰到好处，野猪的头颅被击碎而当场死亡。稍微整理一下伤口后，奥格拖着野猪回到洞穴，他与他的伴侣将可以享受一个星期的野猪肉。

现在，交易员约翰坐在他私人房间的报价机前，正等着芝加哥期货交易所债券期货的开盘、根据昨天的新闻报导，日本中央银行调高利率，所以他在昨天收盘时建立一个新头寸，卖空 200 口债券期货合约。他的判断简单而合理。债券市场已经上涨了好几个月，而目前正形成技术性的顶部。

日本人是美国公债的最大持有者，而现在融资购买债券的利息已经高于殖利率。美元对日圆的汇率持续下滑，而因为美国经济相当疲软，联储不可能调高利率支撑美元。事实上，市场甚至谣传联储将调降利率。外国投资人持有 20% 的美国长期公债，他们将抛售公债——他有把握。这是多年来罕见的好机会！

然而，他也知道自己的判断可能发生错误。所以，他在昨天高价的上方 5 档处设定心理停损，这相当于是在卖空价位的上方 10 档。在这笔交易中，他仅愿意承担 62500 美元的风险... 不能更多。

开盘了！他的心跳稍微加快。价格以昨天的收盘价开出来！他原本预期会跳空下跌！一定发生什么差错。经过 10 分钟之后，价格较开盘价上扬 2 档。他拿起内线电话找他的助理。

“比尔，打个电话到债券交易池。看看发生什么问题。”

“知道了，约翰。”

他放下电话。点燃一根香烟，盯着价格走势。图。“我应该没错，”他自言自语地说。“我知道这里应该反转。一定会！”他的助理在内线电话上。“交易很熟络，但没有什么不寻常的现象；没有不寻常的大额卖单。”

在接下来的一个钟头内，价格持续攀升，逐渐接近他的心理停损。他已经损失 7 档、8 档、9 档..... 突然，价格就像攻击中的野兽一样，向上跳动 5 档，直接穿越他的心理停损。

“不——！ 约翰尖叫一声，甚至回声在门外的走廊中。然后是一片死寂。大约一分钟后，内线电话打破了寂静。

“约翰，我是不是应该回补？”

“不，一定会暴跌——稳住。”

约翰的声音很平静... 或许太过于平静了。他必须刻意压低声音，以防止脑袋爆开。心跳加速，他甚至于可以感觉肾上腺素不断分泌。他又点了另一根香烟。价格又向上跳一档..... 现在已经损失 15 档，总共 200 口合约——93750 美元。

接下来几个钟头内，价格基本上都在原地打转：向上跳一档 又回跌一档。约翰的心情也随着价格起伏不定。

突然间，价格又开始向上攀升，速度不快，但走势非常稳定。烟灰缸已经堆满烟头，而汗水由他的额头滚落，约翰以一种诡异的神情盯着报价荧屏，心中自动盘算着自己的亏损：10 万美元、106,250 美元、112,500 美元、118,750 美元。内线电话又响 T；他的助理。

“约翰？”

“他妈的，不要!!! 它一定会下来!”

他用力挂断电话，猛捶桌子，一面对荧屏叫道“下来，你这个 XXX 一叫”突然之间。他再也无法承受了。

“比尔!! 把那些 XXX 全部补回来——现在!”

然后；他气冲冲地离开办公室，直奔“三一广场”的酒吧，以威士忌浇熄心中的怒火。

隔天早上，债券向下跳空开盘，连续五个小时都笼罩在沉重的卖压下、场内传出消息，日本方面大量抛售债券。比尔垂头丧气地看着盘面。约翰并不在办公室；他酣而在家里睡觉。

猎食者奥格与交易者约翰，两者都是人类，他们的天性同样都是源自于数百万年来的演化程序。在奥格与约翰之间，相似性远多过相异性，相异性仅是程度上的差异而已。两者都具备高度演化的智慧。两者都具备想像力（山洞内的壁画便是证据）。两者都有情绪。最大的差别是，约翰拥有较多的智能与知识。

然而，谁的行为更可以配合天性与环境呢？显然是奥格。他的忿怒与恐惧对他有所助益，协助他保护自己，并获得食物。在另一方面，约翰也呈现基本上类似的情绪反应，他的行为却有自我破坏的效果。

根据精神病理学家威拉德·盖林博士的看法，在达尔文的演化论中，愤怒与恐惧是在紧急或压力的情况下，提升生存机会的情绪，但我们的某些遗传已经不再有用。

他认为：

在许多物种中，愤怒与恐惧都是应付危险的重要情绪反应。我们的文明较接近动物的远祖时，这些情绪对我们较有助益。当我们受到野兽威胁，愤怒可以凝聚我们的力量，并在智慧的配合下；展开攻击。然而，现在的危险不再是来自于树丛，大多是由信封袋里落出来.... 数百万年的演化，可能仅因为几万年的文明而显得过时了。

盖林并未主张，愤怒与恐惧在现代生活中全然没有地位，但他暗示我们有责任适当引导它们。否则，它们反而会造成我们的危机。预期危险时，愤怒与恐惧的情绪，可以使野兽在心理上与生理上产生战斗或逃避反应——根本的生存工具。现代人与野兽不同，我们的反应并不局限于战斗或逃避。我们面临任何威胁时，通常可以消除造成威胁的因素。

我们可以改变现实环境中的基本性质。在某种层次上，我们是自身未来的规划者之一。不需被动地臣服于现实环境。

在另一方面，广泛的选择，配合着想像与预测未来事件的能力，可以让我们预先掌握担忧的事物。不同于野兽，我们的情绪不会对于现实环境自动产生反应。我们反应的对象是经过解释的现实环境。一个人如果相信风是来自于亡灵寻找安息之所，他对于暴风的反应必然不同于受过训练的气象学家。情绪可以协助我们或伤害我们，可以保护我们或摧毁我们，这取决于我们对于未来现实环境之信念与判断的精确性。

情绪的助益

心理学家纳撒尼尔·布兰登将“情绪”定义为“人类评估现实环境的某些层面对于自身将产生的利弊关系，并根据这些经验所做的身心反应”。情绪是一种“身心”的形式。这表示情绪是一种源自于心理程序的生理反应。这种心理程序是一种价值评估，以判断相关事物对于我们是有利、还是有弊。

以一把装上子弹的镀银左轮枪为例。一位小孩子如果不了解枪支的杀伤力，他可能会被光亮的外表吸引。然而，这位小孩如果曾经见过他的父母被枪支杀害，他应该会排斥枪支而躲开它。第一种情况下，左轮枪是有趣而好玩的东西，一项新发现。第二种情况下，左轮枪是危险而有害的东西，杀人的家伙。

同理，我们对于任何事物的情绪反应，取决于潜意识在既有的知识范围内如何评估该事物。判断与反应的速度非常快，远甚于意识的作用。我们必须停顿、思考、反省 才可以辨识情绪的来源，如果确实可以理出头绪的话。我们由何观察呢？根据我的了解，艾恩·兰德提出一个最适切的答案：

人类对于善良与邪恶的感受能力虽然没有选择的余地，但可以根据价值观选择何者是他所受或所恨，希冀或恐惧。如果他选择非理性的价值观，他将把情绪的机制由保护的功能切换为摧毁。非理性即是不可能；它与现实相互矛盾；欲望无法改变事实，但事实可以摧毁欲望的所有者。如果人类希冀、并追求矛盾——如果他既希望吃下蛋糕，同时又保有蛋糕——他的意识将会崩解；他将会把内在的生命转变为盲目的战争，一切都陷入黑暗、不协调、无意义的冲突.....。

为了了解我们的情绪，必须了解情绪的来源：我们的价值观“价值是取舍的判断标准”。我们的价值观是由许多我们认为必要或想要的事物、观念与原则构成，不论喜欢或不喜欢，它们都存在我们的潜意识中，并排列为井然有序的结构。

这个层次分明的结构，让我们的心灵可以判断价值——我们的欲望、目标与信念——我们是根据善、恶、利、弊的标准，拟定它们相对的重要性，并排列它们的秩序。在理想的状况下，如果我们的评估标准与我们的理性相互协调，我们珍惜的每一种价值、信念与目标便不会矛盾，对我们的生活也有助益。我们在意识或潜意识中选择自身的价值，而所做的选择将成为情绪电脑的程式软体。犹如一般电脑一样，软件的内容将决定结果的价值。

人类是具有意志力的生物。为了求取生存，人类必须选择思考；辨识现实，整合可供运用的资料。这即是自由意志。我们具备自由意志，这是指我们可以提供或改变潜意识电脑的程式，但我们不能改变它的功能。

我们的情绪便是这项功能的一部分。生物学上的演化使我们具备一套机制，以迅速反应复杂的事件，但我们在潜意识中接受的价值与信念将决定情绪反应的形式。所以，价值观的有效性（这是指在现实环境的有效性而言），将决定情绪的有效性。此外，因为人类具备概念化的能力，并能够预测未来的事件——不论这些能力是事实，或仅是想像——我们可以把情绪的功能扩张至其他动物在“设计上”的领域之外。根据文恩·兰德的看法：

人类的肉体是一种舒适——痛苦的机制，可以自动显示身体的健全或伤痛，它可以反映基本的抉择，生或死。人类意识中的情绪机制也是如此，这具备相同的功能，可以反映两种情绪上的基本抉择：快乐或痛苦..... 情绪是一种评估，判断何者可以提升他们的价值，何者将威胁他们..... 迅速的盘算将使他得知获利或亏损的总和。

然而，人类肉体上的舒适——痛苦生理机制，是一种自然存在的价值标准，并取决于个人的身体性质。情绪机制中的

价值标准便非如此。因为人类没有先天的观念，所以不会有先天的价值判断。

这种观点截然不同于史波克与瓦肯人。史波克希望否决情绪的存在与有效性、因为他认为情绪具有非理性与负面的性质。兰德在情绪与价值、以及价值与理性之间建立一种直接的逻辑关联。她认为价值观的精确性与有效性，将决定情绪的完整性与力量。根据兰德的观点，情绪的冲突起源于价值观的冲突，如果在理性的运作上认定价值观为错误，人类有能力修正。

所以。根据天性与遗传来说，我们并非注定会陷入内在的冲突。然而，为了避免内在的冲突，我们必须选择相互一致而有助于生活意义的价值观，唯一的方式是通过理性的思考。

具备相互一致而明确界定的价值观，情绪便可以担任保护的功能，成为人类灵魂的快乐—痛苦机制，并在必要的情况下，针对复杂的事件提供立即而有效的反应。这便是人们所谓的“直觉”或“第六感”更重要者，在工作、游乐与人际关系中，凡是有助于提升生活意义的行为，情绪都可以提供报偿，这种奇妙的身心反映，我们称为愉悦的心境。在健全的情绪结构下，我们不仅可以追求成就，而且可以享受生命的过程；其中的乐趣可以不断强化我们的追求动机。

情绪的破坏性

不幸地，达成情绪的一致性，可能是我们面临最艰难的挑战。人类不能免于错误：我们会犯错，我们的父母会犯错，以及其他等等。我们每一项信念，每一项抉择都会影响潜意识的程式，并因而影响情绪的反应。新的抉择与信息出现时，我们的心智会重新检验，并试图协调新、旧的成分，于是冲击会贯穿整个情绪结构。

新信息在价值结构中所处的位置愈基本，它对于情绪反应的冲击愈严重。现实环境迫使我们承受自身行为的后果——一笔好交易带来获利，一笔坏交易造成亏损。意识与潜意识中的价值结构与内容，将决定我们在情绪上如何体验行为的后果——我们如何感受自身的行为。我们体验快乐时，生命将充满动力，并渴望地继续向前迈进。我们体验痛苦时，将陷入沮丧与恐惧中，并试图逃离造成痛苦的原因。

如果我们试图将错误或相互矛盾的信念整合进入价值结构内，会如何呢？如果我们做了错误的抉择，或在必要的时候未抉择，又会如何呢？如果情绪是由价值与信念决定，持有错误的信念或相互冲突的价值观，将会产生误导或“混淆的”情绪，也可能提供自我摧毁的行为动机。

例如，如果某人相信人性本恶，而且应该以一生的时间赎罪，并准备死后前往天堂，则追求与取得物质的财富便不是十分重要。如果某人在潜意识中认为，自己没有快乐的权利，在面对值得愉悦的事件时，他可能会有罪恶感。如果一个民族相信他们是最优秀的阿利安种族，相信上帝指派他们统治其他民族，他们将漠视无辜的屠杀，根据心理治疗的现象显示，某些情况下，面对积极的成就时，某些人会呈现痛苦、恐惧或罪恶感，面对着他人或自我的毁灭时，却会呈现兴奋的愉悦。

很少人——如果有的话——的情绪结构是全然的自我提升（以正面的意义而言），或全然的自我毁灭。我们都会混淆与矛盾的价值观和前提：某些信念可以自我提升，某些则会自我否定。以此前的交易者约翰为例。他认定知识的重要性，并正确地运用它们（虽然时效的掌握不理想）。他充满自信地建立头寸，但他最初便承认自己可能犯错。我们可以假定他是一位相当成功的交易员，因为他有能力从事 200 口合约的交易。如果这笔交易很顺利，他一定非常得意，因为他不仅可以获利，而且市场证明他的判断正确。这都是很合理的现象。然而，市场出现不利的走势时，他产生遭到攻击的威胁与恐惧感。他让恐惧与谬误的自尊超越理性的判断。他虽然知道自己违背了交易守则，但仍然让希望取代现实。

交易者约翰或现实世界的任何人，他们的行为何以违背即有的知识，其中的理由非常复杂，我们将在下一章详细讨论。

然而，如果我勉强将相关的理由简化为一个句子，应该是：他试图避开犯错的痛苦。最严重的威胁并不是来自于金钱的损失——优秀的交易员会把偶尔的亏损视为是交易的一部分。导致非理性行为的强烈恐惧感是来自于犯错的可能性。他采取行动逃避痛苦，这便是他的问题。

故事中，他采取的最后一项行动是——逃避。他逃离办公室，试图以酒精转移自己的痛苦，恢复自己的情绪。结果：他的亏损超过原本设定的程度，错失隔天的交易机会，忍受饮酒过量的痛楚，这一切都是因为他价值观过于强调避免犯错的重要性。他的情绪引导他走上自我毁灭的道路。

某些时候，即使你认为自己处于最佳状态，仍然可能采取自我毁灭的行动。例如。你在场外进行 S&P 期货的当日冲销交易时，交易指令的执行经常十分不理想。情况的发展大致如此，我打电话给场内，要求报价。（译注 报价分为大数和小数。大数明确，则仅报小数。小数分两部分，一边为报买价，一边为报卖价。）

场内经纪人：“345 25——30。”

维克：“市价买进 30 口”

场内经纪人：“35 成交 30 口”。

维克：“35！现在价格多少？”

场内经纪人：“25—30”。

在报价为 25—30 的时候，我以市价买进，竟然 30 没有成交任何合约，全部成交在 35，而交易价格仍然是 25—30。某个人偷了我 30 次的 25 美元，我却无能为力；750 美元就这么不见了。实在应该请“调查局”到芝加哥期货交易所调查这类行为。这使我非常愤怒。

在 1986 年与 1987 年初，我主要从事 S&P 的当日冲销交易，经常一天进、出 30 次以上，许多交易便发生上述状况。虽然我在交易中获利，但这种不公正的现象太令人生气，并使我的血压升高。为了健康上的考虑，我有三个可行的方案：

- 1 不要从事 S&P 的当日冲销交易。
- 2 接受欺骗而继续从事交易。
- 3 继续生气，并以自己的身体为代价赚钱。

由于我很在意自己的健康，所以选择第一与第二个方案。我减少交易次数，我交易时，心中已经准备接受抢劫。于是，我的血压降低了。

盖林认为，现代文明使恐惧与愤怒变得有些过时，他便是指这种情况而言。我们回头讨论交易者约翰，他所有的情绪反应原本都是为了保护自身，让他们战斗或逃避因应危险。约翰面对着真实而有形的威胁，他可能发生亏损；这种情况下，某种程度的恐惧反应是可以理解的。然而，他的愤怒与实际发生的一切，完全失去了平衡。事实上，他无需选择战斗或逃避，至少可以不采取实际的行动。他试图逃避，却愈隐愈深。执行停损是唯一的合理逃避方式。他试图战斗，结果呢？如果你希望过着充满挫折感的生活，那你不妨尝试与市场战斗。

如果约翰执行停损，情况又会如何呢？应该会好多了。他会蒙受一些痛苦，但也可以避免发生额外的损失；更重要者，他知道自己遵循交易守则，所以他可以很有自信地重新来过。他可以重新考虑当时的情况。他可能认为，自己的判断太过于精确而超过市场的反应，并决定等待另一个卖空机会。然而，他并没有这么做。他让自身的矛盾击败自己；他让情绪由保护者转变为摧毁者。

一致性表现的根源：情绪的纪律

我虽然还没有达到全然一致性的整合境界，但我并不准备屏息以待。人们在这个布满荆棘的世界中成长，围绕在各种疯狂的哲学思想中，承受来自家庭方面的错误压力，接受学校制度的矛盾教育，在社会上试图谋取生计，并尝试在整个价值体系内纳入完美的秩序，同时又必须调整情绪反应符合既有的价值结构，这一切几乎已经超越可能的范围，所以，我们能够怎么办？我们能够做的仅是尽可能地追求整合的境界——让思想、行为与情绪相互一致——而使生活基本上成为是一种愉悦的过程。

如果想获得理想的交易绩效，你必须：

- 1 建立目标。
- 2 取得市场的相关知识。
- 3 界定有效的交易守则。
- 4 严格遵循交易守则而执行上述三者。

前三点相对容易，但付诸执行非常困难。如果对于自身与市场都具备完整的知识，执行便很容易。不论我们在生命中追求什么目标，情况都是如此。然而，我们的知识并不完整，而且无法全然避免错误，所以我们的行为必须根据既有的最佳知识，不可受到诱惑而违背交易法则，因为我们在心理上与生理上都必然会遭受恐惧与忧虑。犹如任何技巧一样，克服非理性的冲动，需要训练与纪律，就此处来说，这是情绪的纪律。

纪律是一种态度，使行为可以完全依据一套既定的法则或原则。犹如先前的说明，情绪是一种与生俱来的功能，取决于我们的价值观与信念。严格来说，情绪不能够被直接训练，而情绪上的纪律并不适用了情绪本身，适用于我们如何处理它们，如何以思想与行动回应情绪。

情绪的纪律是接受情绪的一种持续性程序，试图辨识它们在价值观上的根源，评估它们与当前事件在关系上的有效性，并在目标与行动之间建立一种经过综合的一致性关系。经过持续的练习，情绪的纪律将成为一种习惯，使你可以处理情绪而不至于迷失在情绪之中。

如果你可以接受情绪，了解情绪是与生俱来的功能而不应该与它们搏斗，你便不会把它们视为破坏者，而是自我中不可或缺的一部分，它们可以提供潜意识中的可贵信息。如此一来，先前用来与情绪搏斗的精力便可以转移至他处，尝试了解它

们在价值体系中的根源，并评估你对于当前事件的反应。通过这种程序，并观想情绪冲动的反应可能造成何等可怕的后果，你可以更加相信你有选择的余地，你可以选择理性或非理性的行为，这是在你的控制之中。

情绪激动时，我们的精力与感知都会大幅提升。何以需要与它搏斗呢？我们可以运用这些精力与感知。经过持续的练习，情绪的纪律可以协助我们营建自信心，并控制自身的行为。它让你可以将先前浪费的精力转移至自我了解的有益目标。情绪的纪律是一种工具，它使你管理情绪，并选择最佳的行动，而无需被迫接受强制性的反应——它使你具备意志力执行你的知识。

拥有执行的意志力，代表有能力或力量执行一套具有特定目标的行为计划。这代表有能力决定。“决定”在拉丁文的意思是“排除”。一旦你真正做成决定时，你的心智已经认定没有其他更理想的可能选择。这种情况下，执行计划已经不是选择性的问题，而是必要性的问题。计划的本身变为一种价值，如果能够将它整合进入潜意识中，它实际上可以受到情绪的支持。依此方式练习，则情绪的纪律不仅可以提升你的行为能力，也可以降低情绪冲突的程度与频率——它可以促成一致性的思想、行动与感觉。

结论

史波克的个性凸显出我们共有的一个核心问题：情绪与理性的冲突。然而，他处理这类冲突时，违反了瓦肯哲学的最高原则：逻辑。他忽略一项事实，情绪是与生俱来的一种不可或缺的成份，否定或试图排除它的存在，势必造成内部的永恒冲突。他不了解，我们必须根据选定的标准——生命是一种理性的存在——界定个人的价值观。

在意识或潜意识的层次上，情绪取决于我们选定的价值观。为了确保情绪具有正面的意义。我们必须通过情绪的纪律，排列与整合情绪的反应。否则，情绪与理性将处于持续性的冲突中。

身为交易者、投机者或投资者，建立一个头寸时，你的判断与情绪便必须直接应付挑战。根据定义，你必须接受风险，而风险必然伴随着某种程度的恐惧与其他各种情绪。如果你像史波克一样，忽略或试图压抑情绪，你造成的内部冲突在心理上与生理上都将构成严重的伤害。心理上，情绪的冲突将直接造成心理的负担。生理上，情绪反应造成的压力将导致失眠、高血压、胃溃疡、疲倦或其他更严重的伤害。

将情绪的纪律视为一种持续的程序而不断练习，你可以控制自己的心智，并培养决断力，同时也可以降低情绪冲突的程度与频率，这不仅对交易重要，也是一种积极的生活方法。这是我知道唯一的方法，可以促使身心的一致性，并持续滋长自我的尊严。

然而，我们的价值观与信念都有矛盾与混淆之处，它们隐藏在潜意识中，所以情绪的纪律在练习上并不容易，判定情绪反应的根源尤其困难。这需要通过自我的反省，以辨识与了解价值信念和现实之间的关系，并舍弃矛盾的信念。可是，舍弃不当的信念，采纳新的信念，并不能保证我们的情绪反应会随之改变。改变情绪的反应，需要通过长期的自我反省，诚实地面对自己，而且在放弃某些珍贵的价值时，必须愿意承受相关的痛苦。

本章中，我提出一个问题，不仅在金融交易上非常重要，它与实际生活也有密切的关系；史波克症候群；并由一般性角度提出解决问题的方法；情绪的纪律。下一章我将讨论成功的意义与根源，并将情绪冲突的问题分解为更明确的部分。特定而言，我将说明动机与决心的性质。将情绪冲突的问题，划分为定义明确而易于了解的领域，目的是使它们轻易于接受改变。

第14章 成功之道

成功的必要条件

我认为，身为交易者、投机者与投资者，如果希望在金融交易中获致稳定的成功，需要具备一组个性上的特质。

第一，必须具备有根据的自信心，相借自己的心智可以学习真理，并由正面的角度运用在生活中的每一个领域。

第二，必须具备自我的动机与决心，有能力与意愿将时间与精力花费在交易的知识上，并学习如何交易。

第三，必须具备知识上的独立性，面临各种不同的见解时，可以根据事实自行判断。

第四，真诚地热爱自己的工作，体认最大的报酬来自于工作过程的本身，而不是工作得到的名与利。

这些特质在生活中的每一个领域都很重要，金融圈内的快速步调与波动，更凸显出它们的必要性。缺乏自信，你将永远处于恐惧犯错的情境中，这种恐惧感迟早会令你无法思考或拟定决策。缺乏自我的动机与决心，市场中的剧烈竞争将会活生生地吞噬你。缺乏智识上的独立性，你将迷失在变幻莫测的意见浪潮中，并陷入金融的漩涡内。缺乏诚实面对自己的能力，你的愿望将取代现实，你将发现自己不是根据事实拟定决策，而是根据自身的愿望与期待。缺乏对于工作的热爱，你的工作将变得沉闷无趣；你将丧失持续工作的动机与力量。

这些都是可以培养的，但你必须通过坚毅的决心了解自己，并理清你与现实之间的关系；换言之，你必须了解你想由生命中得到什么，你为什么想得到它，你如何得到它。自我了解是人生的指南针，它将指引你踏上成功的道路，它也是一座灯塔，因为人生免不了挫折与痛苦，当你因此陷入彷徨与混淆时，它将指引你正确的方向。然而，唯有你试图向前迈进，它才会指引你。

第二篇的前言中，那位睿智的老人说道，“某些人仅有梦想而从来未付诸实现。某些人仅是默默地工作而从来没有梦想。可是，还有少部分人不但有梦想，而且也将梦想付诸实现。”看看那些成功而快乐的人。他们最大的特征是热爱他们的所做所为。观察他们，你将发现，他们可以不接受报酬而工作。赚钱仅是附带的收获。对于他们来说，每天都是崭新的挑战。值得以全部的精力与热忱来应对。在家里、工作或休闲中，他们的行为都反映出每个时刻、每天与一生的目标结构，并整合为丰富的人生。他们采取的行动，是来自对于生命的热爱；向前迈进时，失败、痛苦与挫折仅是过程中的点缀，不是不可克服的障碍，他们将梦想付诸实现。

另一方面，看看那些两眼空洞而缺乏精力的人，每天都在非常不情愿的情况下挣扎地过日子。他们过着毫无意义的生活；或者，他们从来没有梦想，每天就像机械一般地重复着；或许他们也曾有过梦想，但从来未付诸实际的行动，最后连梦想也消失了。这些人并不理解，他们的价值与目标便是他们自己；他们追求的一切完全无关乎明确界定与了解的自我利益，在此过程中，他们成为牺牲者与自身的迫害者，陷入自我怀疑的恐惧与不安全感中。

我们可以有所选择：我们可以决心操控自己的生命，并且迈向成功；或者，我们可以选择恐惧与痛苦，并让其他人与事件控制我们。正确的抉择非常明显，并且可以由一个单纯的决心开始：CARPE DIEM！[这是以拉丁文表示的“掌握现在！！”]你必须认定，生命中的每一时刻都珍贵无比，都是你的，而且应该以最高的热忱迎接它。在任何情况下的任何时刻，你都可以展开成功所必要的变动程序。掌握生命，决心摄取那无限的可能性。掌握现在！梦想，但必须下定决心以所有的力量将梦想付诸实现。

成功的意义

在根本意义上来说，成功并不是来自于某特殊领域内的能力或成就。你可以在事业中获致成功，而在个人生活中一败涂地，就像霍华德·休斯一样，在富裕的生活中过着悲惨的日子。你也可能贫穷而快乐，享受生命中的“单纯”然而，如果有机会的话，大多数人难道不想同时拥有充裕的财富与充实的个人生活吗？我相信，几乎每个人都希望如此。

我相信，如果具备正确的动机与决心，自由国家中的每一个人，都有机会达成个人的成就与经济的成功。

非常奇怪，在一个充满经济机会的国度里，人们对于金钱竟然会存在爱一恨的关系。某些人将金钱视为是一种奴役之物，“如果我不是被迫追求万能的金钱，我可以做我想要做的事，过着充实的日子。”另一些人把金钱本身视为是目的，他们一辈子追求金钱而从来没想到要享受它们。一个人对于金钱的看法与他对于成功的概念，两者之间存在着密切的关联。我们都知知道一句古老的谚语，“金钱不能买到快乐”话虽没错，但金钱还是充满诱惑。为什么？金钱究竟能够买到什么呢？

这个问题的答案实际很简单：金钱虽一种工具，它让人能以自身的劳力生产交换他人的产品与服务，或储存自身努力的

结果以供将来之用。金钱是一种手段，将个人的精力转变为物质；它是将梦想转变为现实的工具。

在当今的环境里，我们几乎都能够从事个人热爱的工作。金钱之所以迷人，是因为它在工作过程中可以提供许多物质的享受。就这个层面来说，个人必须决定金钱的重要性，必须在下列两项问题的答案中找到均衡点。第一，“我热爱的工作是什么？”第二，“我在物质上想要什么？”如果这两个问题的答案无法相互协调，仅有一个解决的办法：改变答案！否则，你注定会过着充满挫折的主活。本书剩余篇幅所要讨论的便是这类的冲突，以及排除它们的方法。

我想，任何人在任何领域里都可以拥有个人的成就感，以及满意的经济成就，这便是我所谓的成功。成功是一种生活的情境——一种活着的感觉。成功是一种变动；它是以目标为导向的一种动态行为程序，以不断追求个人的成就、快乐与成长。

现实环境不会把成功放在银盘子里交给少数的人。成功来自于自我创造而不是给予。生命是一种程序。更特定来说，它是一种自我维系与自发性活动的一种程序。这对所有生命都是如此，包括最原始的植物、阿米巴与人类。生命是一种活动的程序，不能活动即是死亡。在这种意义上，仅有一个根本的抉择，仅有一种方法判定最终的成败：生或死。生物的每一项活动不是自我助益，便是自我破坏。人类也是如此，却有一项重大的差异：有关目标与活动的自我助益与自我破坏，我们每一个人都必须独自判断与界定其间的差异。我们必须根据人类的特殊禀赋——意识认知的理性概念形式——评估可行的抉择。生命的成功与失败，及取决于如何运用心智，如何思考、感觉与行动。所以，为了控制自己的生命与成功，你必须了解自身的心智如何运作，并了解如何运用它达成目标。

心智的超级电脑

我们采取的每一项行动，直接的刺激都是来自于潜意识而不是意识。我拿起咖啡饮一口的时候，我是告诉意识说，“现在喝咖啡”，而潜意识从这里开始便接管一切，将我由孩童时期练习至今的无数技巧付诸行动。

相同的程序不仅适用于生理活动，也适用于心里活动，包括思想与情绪在内。每天早上我观察价格走势图时，大多数的思考与分析都不是在意识的层次上运作。我拿起资料，然后告诉潜意识，“看看这个，你有什么意见。”观察价格走势图时，我立即知道我的看法，以及对于行情的结论；我虽然可以将它们表达出来，但这些看法与结论都是在潜意识中形成。这犹如 $2+2=4$ 一样：我碰到这类问题时，不需在意识中重新回忆加法的运算法则；相关的知识已经整合进入我的潜意识中。

人类的心智就像一部超级电脑，产出的品质将取决与输入资料的品质，以及软件程序的性质。输入的资料包括过去的知识与经验，以及日常生活中发生的事件。产出取决于你如何处理资料，如何训练心智发挥功能。在任何时刻，你并不需要全然控制思考的程序；这基本上是一种自动化的程序。

目前，你的动机——驱使你采取行动的信念与价值观——已经摆在你的潜意识心智中。你或许觉得你可以控制自己的行动，但实际上你可以自由控制的范围相当有限。

你的潜意识就像是电脑的处理与存储器，而操作程序便是过去的知识与经验。你唯一的控制工具是键盘——当时的意识与思想。如果不满意产出，你必须更改输入的资料，或程序的结构与内容，但通常是同时更改两者。

潜意识是一项宝贵的资源，正确的处理下，可以驱使你迈向成功。你是否曾经注意，运动迷们可以轻松地举出人名、统计数据、比赛的时间表与各种攻防的策略？他们何以能够办到？在日常的资料输入中，潜意识扮演非常重要的功能，它说，“这很重要；将它们记起来，以供不时之需！”只要在早上喝咖啡的时候，顺便阅读报纸的运动版，或一边喝啤酒一边观赏电视转播，运动迷们便可以轻松地吸收相当复杂的信息。他们大多不会刻意地研究。阅读运动版的新闻报导，这并不像在工作、他们仅是轻松地阅读或观赏，但意识非常集中，而其他便由潜意识接管。如果在生活中的每一个领域，你的心智都能够如此运作，你认为你的成就将如何？你会有多么成功？

即使你并不是运动迷，但在生活的其他领域内，一定有你感到兴趣的嗜好。如果你非常幸运的话，你对于工作与人际关系可能便有这类感觉。然而，让我们采用较寻常的假设，你的兴趣可能是在桥牌、高尔夫球或跳舞等娱乐中。不论你的嗜好是什么，你在从事这些活动时，感觉如何？这些活动通常不是都很轻松，甚至于让你感觉精力充沛吗？你是否觉得，你的意识没有在思考而由潜意识接管一切时，你的表现通常最理想？你是否希望在大多数情况下都能保持这种境界？

你可能也有下列类似的经验。假定你热爱高尔夫球。某天，你前往打球，觉得一切都非常“对盘”。你打了毕生最完美的一场球，每一杆都很完美。你有飘飘然的感觉，但这种感觉仅是隐约出现而没有让你分神。

你的球伴认为你是处于“失神”或“无意识”状态下打球。打完八洞之后，整个过程开始在你的意识中浮现了，你想着：“哇！我实在打得太棒了。如果我可以继续保持这种水准，这将是毕生杰作！谁知道，我说不定可以成为职业选手！”结果如何呢？

是的，你的注意力开始分散，而整场球也完蛋了。你非常生气地对自己说道：“怎么会这样，我把一场最完美的球赛毁

了！好了，放轻松，慢慢来，”但这场球就是不听使唤。你打完最后一洞时，毕生最完美的一场球也不过是成绩平平而已。你觉得非常懊恼，似乎人生最重要的成就已经由你的手中溜走了。知道吗？你的看法没错！

个人的成就与成功，直接来自于心智超级电脑根据设计发挥的功能。我们全心投入某项生理或心理的活动时，意识认知与潜意识心智会相互协调而整合。在具备如何运作的精确知识下，潜意识心智会立即输入意识的认知，并提供最快速而精确的产出——生理或心理的活动。产出之所以精确，是因为程序正确而输入资料有效。输入资料之所以有效，是因为意识认知完全专注于与目标有直接关联的资料。

例如，你全心打高尔夫球的时候，已经提供潜意识所需要的执行程序，这是来自于你对高尔夫球的知识，包括相关的规则、成功职业选手的著作、观察模仿专家们的动作以及在球场的练习。

你的意识认知完全专注于搜集潜意识需要的资料，以便有效的执行，例如：如何摆球、如何测量距离与风向……失误的恐惧与好球的兴奋，完全不会干扰专注中的意识。你的注意力仅集中在一个目标：在能力范围内打好每个球，而使总杆数达到最低；这项意识的目标，使心智得以专注，并使潜意识的心理程序也得以专注。当你的意识专注由每一杆的动作，转移至职业选手的幻想以后，潜意识中的另一个程序便开始执行，破坏你的整场球。然而，如果你希望在高尔夫球中获致成功，你的超级电脑将提供你以目标为导向的动机。

我相信，我们可以管理与控制这部超级电脑，并使它在大多数情况下都可以发挥有效的功能；而且，我也相信，大多数人都可以办到这点。管理这部超级电脑的关键，是了解个人动机的性质与根源，并知道如何改变它们。

动机的探索与运用

你全心投入某项活动时，便拥有最高度的动机。让我解释这句话的意思。为了拥有动机，你必须具备最充分的理由采取某项行动；换言之。决定自由意志。意志是意愿或选择的表现。当你拥有动机。而且意志已经决定，你已经没有选择的余地，因为选择已经完成，你的心意已经决定。你处于一种全然专注的境界，你的心智已经全然投入。

这不是一种你可以随意达成的境界。你可以整天告诉自己，“我要减轻体重，我要减轻体重。但如果缺乏适当的动机，你的潜意识将不断回答，“不！不！”你将感觉挫败，并谴责自己，无法进步，你顶多仅能够维持停顿。无法成功，你将失败。

在生活或任何专业领域内，成就与进步的程序有四要素：

- 1 目标：你必须知道希望追求的最后结果，并决心达成这些结果。
- 2 行动：你必须根据目标拟定计划，并以果断的行动执行计划。
- 3 认知：你必须观察行动的结果，评估成功或失败的程度，这不仅是就物质的角度而言，也包括个人的情绪层面在内。
- 4 改变：如果你遭遇挫折，必须重新检讨目标与行动，判断问题的所在，并愿意修正。

这四者都是成功的必要因素，设定目标是最根本的程序。设定目标的本身，看起来或许相当容易。任何人都可以拿出纸笔，写下他希望的事物。然而，白纸黑字并不代表建立目标。目标本身并没有任何力量，除非你认为它们非常实在；这不仅仅是欲望而已，它们应该是你赖以生存的必须对象——就如同食物一样。

如果目标被视为是一种根本的需求，并设定在超级电脑的程序中，它会尽一切所能驱使你朝目标迈进，而其余的三项步骤也变得相对简单。这种心境称为“投入的决心”，它是一致性表现的根源，也是情绪纪律的依据。

“决心投入”是来自拉丁文的，它的本意是“结合在一起”。在这层意义上，投入的决心是指将意识与潜意识（包括情绪在内）结合在一起，追求你的目标。达成投入的决心，这是使目标变为可能的关键步骤，它也会使目标具备力量，并使你有能力执行计划。

请留意，我说“达成”投入的决心，而不是说“拟定”投入的决心。因为如果你的心智取向不正确，经常无法“拟定投入的决心”。在追求目标的过程中，涉及的并不仅是坚决的“意志力”，或抗拒“诱惑”而是寻找一种方法改变心智的内容与联想，以确保真正的动机。

人类具有自由意志，通常是指个人在任何时间与任何议题上，都有力量选择或控制他的活动。例如，我可以或不可以拿起面前的杯子，我可以或不可以回补目前的空头头寸，我可以或不可以维持减轻后的体重。我不认为情况如此单纯。

以心智的超级电脑来说，你的行为——心智活动的产出——取决于输入的资料，取决于你的感知，取决于你的意识如何看待现实，取决于你如何训练潜意识发滑功能。自由意志并不代表你可以做任何想做的事，也不代表你可以随意选择何时与如何；它仅代表作可以选择心智的程序。

归根究底，自由意志仅有一项基本的抉择：思考或不思考。这并不是说在你清醒的每一时刻与每一议题上，你都必须在

意识中以逻辑判断思考与行动的这项抉择——意识的运作太过于缓慢。这项抉择是要求你了解与认知动机的性质与根源，并在必要的时候修正。它代表内省——以意识认知来辨识与评估潜意识的内容。所以，让我们来讨论潜意识的性质，并探究动机来自于何处。

情绪决定动机。特定而言，我们受到情绪上的两种根本力量驱动：追求快乐的欲望与避免痛苦的需求。不妨想一想。我们希望某件事物时，我们是否真正想要这件事物的本身？不，我们想要的是达成目标后的结果，它对于我们生理与心理将产生的变化，才是我们想要的。例如，许多人想要减轻体重，他们对于实际的脂肪并没有兴趣；他们是希望改变对于自己的感觉。他们实际想要的是对于生命的控制感、健康的感觉、身材更吸引人、觉得较有活力、可以长寿……

再举一个例子，大多数人都希望与异性保持良好的关系，但我们真正想要的是被了解与尊重的感觉、享受相互照顾的温馨、一种朋友与知己永远在那里的安全感、性交的快感……

所有这些希望都蕴含着改变现况的欲望。特定来说，它们蕴含着由不满意至满意的欲望，或由满意至更满意的欲望；由痛苦至快乐的欲望，或由快乐至更快乐的欲望。快乐的潜在感觉才是真正的目标，才是欲望的直接对象。然而，这些欲望的本身却未必可以形成动机。我们还有相互冲突的欲望，它们来自于避免痛苦的需求。

犹如交易获利一样，节制饮食以保持健康是大多数人的理想之一，而且人们也具备成功需要的知识，实际成功的比率却很小。一般来说，失败的理由并不是因为人们不能做到，而是他们不愿意做；缺乏真正的动机。

一位节食中的人，啃着他的红葡萄与莴苣，配着柠檬汁，当他看见香喷喷的 16 盎司牛排送到隔桌时说道，“搞什么鬼！我受够了！”或者，另一位男士遇到一位他很喜欢的女士，甚至于还拿到她的电话号码，却不曾拨过电话，因为他想，“如果她不喜欢我怎么办？”或，“我只会再度失望。”

就第一个例子来说，节食是一种痛苦的程序，它代表由愉快的事物移开，而不是移往更快乐的事物。在他的心目中，达成减肥的目标并不真正代表快乐，而是痛苦！

第二个例子中，这位男士的行为几乎完全由避免痛苦的欲望主导；被拒绝的痛苦、失望的痛苦、发生错误的痛苦、失去“自由”的痛苦……同样地，采取行动以追求目标，这关联着心智中的痛苦，而不是快乐。在心智中存在一种快乐 / 痛苦的矛盾，潜意识无法有效处理这种困境：移往目标将造成痛苦，维持现状又不满意。在可以选择的情况下，潜意识通常会让避免痛苦的需求，压抑追求快乐的欲望；所以，他在追求目标时将遭受失败。

观察人们从事当日冲销的交易时，我经常发现许多人呈现类似的状况，包括我个人在内。在一份获利的交易记录中，亏损交易的笔数往往多于获利交易。若是如此，获利交易的利润必须大于亏损交易的损失。然而，交易者经常触犯一项错误：过早获利了解或过迟认赔。何以如此？因为他们没有遵循交易守则的动机。他们了解交易守则，但并不体认它们。

如果你根据 1: 3 的风险 / 报酬比率交易，平均每笔交易的获利至少应该是亏损的 3 倍。然而，上述比率演变为 1: 2 时，交易者经常无法忍受些微小的不利走势。他的潜意识投射出痛苦，并列印出许多错误的资料，在恐惧与混淆中，稍微出现不利的行情时，便仓促了结头寸，可能仅实现一笔 1: 1.5 的交易，当价格恢复原来的走势，到达原订 1: 3 的目标价位时，他只能破口大骂。

另一方面，行情立即出现不利走势而触及停损价位时，交易者不愿认赔，而开始期待情况会好转，希望幸运之神的照顾。可是，市场显然不够体贴，将原本 1 单位的亏损扩大为 1.5, 2, 甚至于更严重。避免痛苦（亏损与错误）的需求，使他违反他明知道正确的交易守则。这便是不同形式的相同矛盾：执行交易守则造成痛苦，不执行它们又增添不满意的程度，并剥夺交易的资本。

如果你自我反省，我想你将发现，当你迈向目标而发生困难时，往往便是这种快乐 / 痛苦的矛盾在做祟。假定你具备正确的知识，而在执行上发生问题，这是因为动机产生冲突，潜意识中存在两种对立的需求；一般来说，避免痛苦的需求往往会占上风。

非常讽刺地，在这种情况下，结果总是挫折与不满意的痛苦。为了避免某一类型的痛苦，潜意识却造成另一类型的痛苦，并进一步强化挫折与不满意的感受。这种程序若不修正，将导致恶性循环而侵蚀个人的价值感、破坏成就、遏阻个人的成长；使你陷入失败的命运。

为了建立积极而不矛盾的动机，潜意识必须将追求目标视为是一种快乐——而不是痛苦——的程序。如果你可以创造这种心境，采取行动达成目标的抉择已经完成；抉择已经不复存在。基本上，坚持既定的决策，便是投入的决心——在这种心智状态下，知识、动机与执行都指向相同的目标。这是一种完全整合的境界，你的心智将驱使你迈向成就与必然的成功。

结论

成功是以目标为导向的一种动态行为程序，不断地追求个人的成长、成就与快乐。成功的最关键因素是追求目标的决心；

换言之，在共同的目标下，将意识与潜意识结合。许多人无法下定决心，这是因为动机的冲突，而这又是因为情绪的冲突，而后者又是起源于相互冲突的价值观与信念。一旦了解这种状况之后，积极修正的处方便很明显了：

- 1 辨识局限性与破坏性的价值观与信念，排除它们。
- 2 采纳崭新而有益的价值观与信念。
- 3 排除那些造成局限性情绪反应的潜意识联想，代之以崭新而有力的联想。

犹如大多数处方一样，说起来相当容易，实际运用却很复杂。下一章，我将说明如何将这个处方转化为积极而有益的活动。

第15章 改变才能坚持

如果你不知去向，很可能因此迷失。

——戴维·坎贝尔

成为一位成功的交易者，必须保持一种心态：遵循交易守则代表快乐，违背交易守则代表痛苦。然而，即使你遵循交易守则，你偶尔还是会发生亏损，亏损总会带来一些痛苦。你必须了解这种痛苦是自然而正常的现象，就如同你在刮胡子的时候也难免割伤自己。在情绪的层次上，你必须能够接受，这类痛苦并不重要，总会过去的。你必须明确体认，成功是一种改变的程序，而痛苦是程序一部分。

由交易者与个人的角度来说，如果成功是一种由欲望驱动的改变程序，试图调整当时的生理与心理状况，成功的精义是控制生理与心理环境的一门管理艺术。然而，犹如我先前所说，在具备充分的知识下，改变生理环境的问题——采取有效的行动——取决于正确的动机，或根据知识采取行动的意志。

我们知道，缺乏执行的意志，是来自于信念、价值观与联想的局限性，所以在改变程序的最初阶段，便该检视心智的内容，并辨识这些局限性的所在。

特定而言，改变的方法是揭开潜意识的内容；寻找局限性的联想、价值观与信念；并以新的观念取代，使我们得以迈向选择的道路。务必记住，目的是达成一种心智状态，使追求目标成为一种快乐——而不是痛苦——的程序。

我们可以运用三项基本工具达成此目标：生理的躯体、意识与自动运作的潜意识。这三项工具早就相互配合而处于运作状态中，每项工具都可支援或破坏其他两者的功能。我希望提出一些基本原则，解释如何控制它们，使它们一起支持你。

运用你的身体

维系任何状态都需要耗费精力，就如同设计不佳的机械将耗费较多的能源一样，处于沮丧与挫折的心境中也将耗费较多的精力。不快乐与不满意会造成额外的工作；它浪费精力，抑制欲望；对你的身体会产生负面的影响。

设想某人处于沮丧的情境中。你可以由什么生理特征判断他的感受？可能是行动缓慢、无精打采的动作、垂头丧气、语气低沉而单调、呼吸短浅而夹杂着叹气。某人快乐而兴奋的时候又如何呢？可能是行动迅速、姿态生动而富于表情、声调高而顿挫分明、腰杆挺直、呼吸深沉... 其他如愤怒、得意、痛苦、恋爱或遭到拒绝，这些情绪又如何呢？它们也都有生理上的特征。

我们每一种感受都会反映在身体上，这种现象很有道理，因为犹如我先前所说，情绪是潜意识价值判断的一种生理与心理的反应。然而，由相反的角度来说——换言之，身体的改变也可以影响你的情绪——难道不也很有道理吗？绝对是如此。例如，研究动机的专家安东尼·罗宾斯在他的录影带中提出下列的动作练习。你不妨试试看：

站得笔直，两肩摆正。抬头看天花板。脸上露出大笑的表情，这看起来或许非常荒唐。现在，尽可能感觉自己很沮丧，但不可改变任何姿势。继续尝试。

你结果是不是大笑出来？如果感觉受到挫折、疲惫、悲痛或情懒，你必须将自己的身体交给潜意识产生这种感觉。当你感觉动机充分时，身体便会表现充分的动机。觉得很舒畅时，动作便会表现出很舒畅的样子。你感觉的精力充沛程度，便是你实际拥有的精力。所以，你的食物与运动，你如何运用与对待你的身体，都是重点所在。

如果心智中存在某种联想，阻止你采取积极的行动，你可以运用身体打断这种联想。安东尼·罗宾斯将这一切整理为一种科学，所以我建议你参考他的书籍与录影带。然而，着手这项改变的程序时，你必须体认，通过身体的运作、练习与食物等方法，你有力量改变心智状态。

观察职业运动选手时，你发现他们在重要时刻都会采取某种仪式。对棒球选手来说，可能是以球棒敲敲自己的脚，抓起一把砂子磨擦球棒。然后以脚整理打击区。对网球选手来说，可能是在发球前在地面上拍一定次数的球，或在接球时来回跳动。足球选手更是以迷信著称，比赛前总有一定的仪式。这些仪式都有共同的目的，重复身体动作，以呼唤潜意识进入专注的境界，准备因应接下来的挑战。通过一定的仪式，运动选手以他们的身体管理潜意识。

我在国际证券的时候，我们也有仪式。——为交易员戴着牛仔帽，并在腰上系着手枪，行情出现不利走势时，他会拔出手枪射击报价荧屏。我经常戴着轰炸机员的皮帽，希望价格下跌或行情出现不利走势时，我便“轰炸”市场。这些动作或许有些稚气，但都是很重要的仪式，可既解郁结的心情与交易的压力。它们可以转移愤怒的情绪，更重要者，它们使交易变

得有趣，即使是亏损的时候！

每个人都有身体上的仪式，虽然我们未必能察觉。每天早上绘制走势图，便是我的仪式之一。我可以轻易地把资料输进电脑，让它帮我计算，并列印图形，但亲自登录数据，绘制趋势线，可以使我的心智集中。

然而，并不是所有仪式都贯有正面的意义。由于工作的关系，我曾经在纽约住过一段时间，这里最大的特色便是交通拥塞，驾驶人不断地按喇叭（尤其是计程车司机）。这便是毫无意义的行为，仅是添加原本已经够紧张的不健康气氛。

你的仪式是什么？一定有。不妨考虑它们在你的生活中究竟扮演什么角色？这些仪式有什么功能？它们会舒缓你的郁闷或增添你的挫折感？会使你专注或使你分神？它们是否可以使你掌握快乐与避开痛苦，或是相反？

留意你如何运用自己的身体——你的仪式。当你发现自己面对着报价荧屏咒骂着、由于亏损而沮丧、在拥塞的道路上愤怒地按着喇叭或任何使你觉得更不成功的行为时，你不妨深深地吸口气，并考虑上述问题。

然而，最重要的是你必须采取行动使自己觉得舒服一些。把姿势摆正、深呼吸、行动中表现出生气、说话的声调要有顿挫感、放一段你喜欢的音乐；根据你希望的感觉运用你的身体，你可以阻断那些控制你行动的负面联想。如果你可以成功地改变自己的感觉，应该珍惜这些改变；感受其中的乐趣，享受控制的快感。如果你经常如此练习，则可以在心智中建立新的联想，在身体上培养新的仪式。在必要的时候，你可以仰赖它们改变你的情境。依此方式练习，你可以立即开始改变。

仅仰赖生理上的改变而改变你的感受，似乎有些欺骗或不真实的意味。毕竟，我们的感受不才是真正的重点吗？以机械性方式改变你的感受，难道不是对自己不诚实吗？对于这些问题，我建议你考虑下列情况，究竟何者较有欺骗的意味或不真实：对着你无法控制的拥塞交通尖声咆哮，或吸口气而让自己放轻松，并问自己一些问题？何者较为实际；早醒来感觉一种莫名的挫折感，并放纵这种感觉，或提起精神，拍拍手，欢欣地准备迎接新的一天？

你的感觉确实是重点所在，但只要身体上的部分改变，你便可以大致上根据希望的感受，选择你的感受。另外，改变你运用身体的方法，学习如何管理心境，这仅是永久性改变的一个层面而已。配合下面几节讨论的内容，运用你的身体加速这项变动的程序，协助你根据选择的感受在潜意识中建立新的联想。

交易中，情况尤其是如此。心情处于低潮的时候，我就看不见机会，反应不理想，缺乏信心。交易并不是一种例行的工作，而可以让你安然渡过这些艰困的期间。你必须保持敏锐而专注的精神，才能够做好工作。情况不理想时，你必须以身体的动作振奋自己。我经常利用一副牌协助自己保持专注。我一面看着报价荧屏，一面洗牌、单手切牌或以其他的动作集中精神。曾经有人告诉我，仅要看我每分钟的洗牌次数，便知道我是否拥有头寸。

运用身体方面，我尤其强调运动的重要性。许多研究报告都显示，运动可以降低压力，增进精力与心智的活力，并有助于提升自尊心。因为交易必须面对着市场中的不确定性，是一种压力很大的活动。我个人可以为运动的效益做见证，停止做运动时，我的生理与心理状态便会立即反应，显示所有相关的研究报告都没有错。

觉得疲惫或蒙受压力的时候，通常你最不想做的事情便是运动。然而，这个时候，你知道你必须站起来，穿上运动服，到户外或健身房，然后运动。根据我个人的经验，当我克服心中犹豫而前往运动时，从来不会觉得后悔。另外，心情低潮往往是不运动最不恰当的时机。陷入低潮时，你必须中断那些让你陷入低潮的模式，运动便是最佳的方式之一。有些时候，这或许相当困难，但你会得到应有的报偿。

我认识一些人，把运动时间看成重要的正式约会。犹如会议或商业聚会一样，他们在行事历上以圆笔圈出运动的时间，唯有特殊事故才会取消。例如：家中有人过世。不妨想一想，你的健康、你的精力与作的生命，难道不是和商业约会或社交聚会一样重要吗？运动是一种投资，它代表现在与未来的感觉，而且它还有助于你的事业经营，因为它可以提供更多的精力，更专注的精神，并提升你的自信心。这段话——让你、找共勉。

运用与管理身体的活动，这是改变处境遇快的方式，但并不足以造成永久性的改变。你可以利用身体的活动中断旧有的模式，建立新的联想，但如果你想把这些新的联想真正深植在潜意识中，你必须以信念与价值观支持它们。若希望这么做，你必须面对自己最重要的资产：意识。

运用你的意识

讨论如何改变心境时，我虽然首先提及身体活动的运用，其中已经蕴含着意识的运用。因为在你从任何变动以前，你必须认知自己的问题，专注于发生的问题，评估目前行动的后果，并投射（译按：将观念具体化为心象的程序）即将采行之其他行动的影响。

认知、专注、评估与投射都是可供运用的工具，我们必须学习如何使用它们，如此才能够成功。虽然它们都已经在运作中，但由于不当的个人管理，这些工具的运作可能产生不利的功能。如果它们的运作并不恰当，这是因为我们的联想、信念

与价值观呈现矛盾与局限性，导致潜意识发出相互冲突的指令。非常讽刺地，我们了解这些局限性的唯一方式，是通过它们所压抑的功能——认知、专注、评估与投射。

1980 年代初期，我在办公室训练交易员时，我告诉他们，有效从事交易必须学习三件求情：观察、专注与思考。我希望传达的意念，是成功交易必须具备的心智状态。假定你已经拥有交易需要的基本知识，下一个步骤是观察市场的行为；留意与思考当时发生的资料，例如：经济与政治的新闻、市场的价格走势、相关市场的价格互动、以及其他等等 这就如同你在阅读运动版的报导、玩桥牌或其他作认为有兴趣而易于学习的事物。

如果你能够进入专注的境界，你的意识将全然指向市场，远离生活的其他问题。这种情况下，你将“感觉”市场的走势方向，你将“听见”来自潜意识的指令：立即卖空 S&P 指数期货”。

实际建立交易头寸之前，你应该干预意识的运作，并评估潜意识的结论。所谓评估，是核对这笔交易是否符合你的交易法则。你必须问自己：“风险 / 报酬比率是否至少有 1：3？这笔交易是否顺着你希望介入的趋势？价格是否已经试探先前的重要高点而未能突破？.....。

换言之，你必须根据自己拟定的交易法则，评估潜意识所做的判断是否有效。如果潜意识的判断确实有效，则交易。否则，放弃。如果你能以一致的态度进行这个程序，你的交易应该很理想，并对于潜意识的“声音”愈来愈有信心；评估的程序也会愈来愈自动化，这时候你几乎可以全然“信赖你的直觉”。

不幸地，训练这些交易员时，我不能以上述的明确方式说明这个程序的性质，因为这是我隐含的操作方法；换言之，我采用这种方法，但并不全然认知我的所做所为。许多擅长某些事物的人，并不知道自己的技巧究竟是什么。他们可能说，“我信赖我的直觉”或“我只是随心所欲地做，结果就是如此”。对于那些特别擅长某些事物的人来说，我相信他们都非常仰赖上述程序，程度上或许有差异，但性质上应该大致如此。

在拟定适当决策与采取有效行动的时候，你必须“观察、专注与思考”，以另一种方式表达，你必须整合认知、专注、评估与投射的功能。如果你了解这些功能如何运作，你便可以学习如何管理与控制生活中的每一个层面。所以，让我更详细地说明这些功能，并解说如何运用它们辨识与改变价值观、信念与联想的局限性。

认知

究竟何谓认知呢？哲学家对于这个问题的答案已经辩论了 2000 多年，我们仅准备采用一个简单的答案：认知是感知存在的能力或功能。我们感知的对象是现实的原始资料。我们如何认知对象，我们的心智如何解释，取决于我们的知识与信念。

例如，如果你拿一副股价走势图给某人看，他几乎完全不了解金融市场，他可以认知什么？基本上，他仅看到一大堆乱七八糟的线条与数字，或许还可以察觉价格呈现某种波浪状。我举这个例子是要强调一个重点：你的认知范围具有前后关联性。为了认知某个对象，你必须了解对象的性质。这便是知识何以重要的原因——它扩大作的认知范围。务必留意，潜意识仅能够“阅读”它在程序设计上所能了解的语言，不能接受太多外来的信息——它根本不知道如何处理！

然而，认知最大的障碍并不是知识的不足，而是在心智程式中发生无意的疏忽。如果我们指示潜意识不要接受某些资料，它会听从命令。也将因此而不可能全然了解相关的事物。然而，只要记忆你已知的某些求物，你便可以运用认知的功能，理解你疏忽的事物，并察觉其中的问题。

如果生活中的结果不符合你的意图，显然出了差错——你的心智出现矛盾。达成目标最大的障碍可能是认知的局限性，这是因为我们在无意中采用负面的联想与信念。反之，正面的联想与信念，可以提升认知。

如果你不断疏忽重要的事物，认知这种现象的唯一征兆是某种类型的失败，然后你可以利用失败为起点。为了追求一致性的成功，你务必体认与接受一项事实：不仅是成功，你的失败也是绝对重要的步骤。体认错误与失败，并学习接受它们，这是一种积极的态度。

我说你必须“接受”成功与失败时，我强调的意念是：你造成的每一项结果，都是自己选择的结果。你，也唯有你，必须对自己所造成的结果负责。超级交易员的训练师范·K·撒普如此解释：

事情出错的时候，投资者（或任何人）最应该做的事，是判断自己如何造成这种结果。我并非是说你应该责备自己。我是说，在某个时间，在某种情况下，你做了某种选择而导致目前的结果。分析那项选择究竟是什么，并在未来遭遇类似情况时，让自己有其他可供选择的方案。未来发生类似情况时，如果采用不同的决策，你得到的结果也将改变。而且，现在便设想你将采行的方案，以便将来易于执行。

人们经常将错误、失败与痛苦归咎于其他人或事件。然而，如果你不断提醒自己，它们都是你个人行为的结果。你可以认知它们的原因。错误、失败与痛苦都是生活的一部分，我们都希望规避它们，但我们不能以否认来规避。如果我们可以通

过选择接受它们，它们便无法支配我们。它们变得正常，甚至于是成长、学习与成就的正面机会。

在《股票作手回忆录》一书中，杰西·利物莫写道，“我不介意犯错，但我不愿意处于错误之中。”我对于这句话的解释是，犯错是可以接受的，但不可以犯错之后而不承认，并继续置身于错误之中。我曾经在利哈伊大学演讲，我问当场 200 多位的学生，有多少人愿意承认自己的错误。只有一个学生举手！我立即提供一个交易员工作给他，我是讲真的。

因此，以一部分心智留意自己的行为。倾听头脑中的“细微声音”，以及你对自己说的话，并尝试将错误的结果与痛苦归咎于外部的力量。你这么作的时候，你是试图改变现实去符合你的心智内容，而不是调整你的心智内容来精确感知现实。这种程序称为“寻找借口”，这是避免痛苦采用最危险与混淆的方法。寻找借口之所以危险与混淆，因为它总是伪装在逻辑的外表之下。

在生活的某些层面中，寻找的借口可以存在很久的时间，你无需处理它造成的影响。在“华尔街”，借口可以造成立即的伤害。如果你不愿意接受失败，如果你试图将失败归咎于外部事件，你无法在先前的错误中学习，结果可能是彻底的失败。

关于错误与失败，我们可以寻找的借口实在太多了，它们通常都蒙着真理的外衣。例如，某人在男女关系中不断遭逢失败，他被一位新认识的异性朋友吸引时，他可能对自己说道，“我只是在愚弄自己。我不能不断更换女朋友。我还没有准备另交女朋友。我需要时间建立自我的感受”。情况可能真的是如此，但实际的动机也很可能是再度失败的恐惧感。

总之，我们必须谨慎留意试图逃逸的欲望，尤其是真理在我们可以理解范围内的时候。如果你可以掌握这些试图否认的关键时刻，认知它们真实的情况，你便可以运用专注、评估与投射来消除它们。

专注

专注是指引认知的方法；在专注的情况下，我们同时缩小与扩大意识认知的领域。例如，对于市场具备一般性知识的交易者，他同时只应该从事二至五个市场的交易（最好是相互关联的市场）。他减少交易的市场数目时，对于这些特定市场所能处理的信息也因此可以扩大。

意识同时只能处理数量有限的信息。为处理与了解层出不穷的认知对象，心智仅会选择部分的感知对象，将它们综合纳入知识与记忆的前后关联中。我们仅纳入认为重要的对象，并由价值观与信念做为滤网，以指引我们的专注。

价值观与信念决定我们专注的方向，后者又决定我们如何感知自身，以及如何感知我们与外在环境和他人之间的关系。通过自我认知，如果我们能够辨识专注的方向，我们可以选择相关的价值观与信念，决定生活的方向，并控制这个方向。

例如，我检视自己由何处取得专注于市场的能力时，发现自己非常幸运，在孩童时代，我便采取一种非常有助于学习与成就的信念。在某一期间，我并不了解何以如此，但我决定，成就任何事物的唯一方法，是就我所认定的领域，尽量阅读，不断练习，并以成功者做为模仿的榜样。

这种信念最初运用于棒球，其次是体操，再来是扑克牌，最后是在金融市场交易与投机。以一句话来说明这个信念：

只要有足够的知识与练习，我可以精通任何我所希望的事物。

有关达成目标所需整个学习与练习的程序，我很早也采取一种非常重要的联想：

这很有趣!!!

我当时并不了解，这种联想让我成功。这些联想深植我的内心，它们现在发挥的功能远胜于我当初玩棒球的时候，因为我现在更了解如何学习与成长。

学习很重要，这个信念让我专注于尽可能地吸收知识，扩大我的认知领域。例如，我学习棒球的时候，曾经阅读一本有关棒球基本技巧的书籍，于是我观察职业选手的动作，并思考他们如何运用这些基本技巧。这扩大我的认知领域与知识，因为职业选手的动作成为一种评估的标准，判断我自己的表现。我将职业选手的动作映射在我的心中，并尽可能模仿他们的姿势与风格，使自己的挥棒动作与守备技巧都达到理想的境界。

目前，学习与练习并重的信念，以及我获得的成果，使我充满自信、精力与热忱地追求我的目标。这使我对一般人所谓的“艰辛工作”产生积极而精力充沛的感觉。研究市场确实是艰辛的工作，但它们在内心并未产生负面的意涵。对我来说，工作是快乐的泉源。就如同棒球一样，它很有趣。我将自己的作为视为是有趣的活动，这使我可以敞开心智而无畏地接纳所有资料。我的潜意识没有理由遮断我的认知，因为我基本上认为，只要根据这种方法行动，我终究是一个赢家。

相反地，孩童时期的另一个联想，对我造成严重的限制，我花费相当的精力克服这项联想，甚至于现在还非常在意它。虽然我精通棒球、体操与扑克牌，但我高中时期的学业成绩很差。我从来没有认真学习，一切都仅求及格而已。我的成绩大多是 C，外国语言不及格，学校生活对我来说是一种沉重的负担，一种必须忍受的邪恶，因为我没有选择的余地。事实上，我的联想是：

学校是一个令人痛苦的沉闷场所，使我无法从事我热爱的活动。

你不知道我多么希望，能够把我惯有的精力与热忱运用在学校的功课中。现在，我必须聘请一位作家协助我撰写本书，这一方面虽然是因为我没有足够的时间，主要更是因为我在学校中没有学得足够的写作技巧。

非常幸运地，我始终热爱阅读，这对我帮助很大，每当我需要学习新事物时，免不了会有一种恐惧感。例如，我完全仰赖我的同事道格拉斯——一位电脑天才——照料办公室里的电脑，教我如何使用这些设备。我们安装新的报价系统时，我的心中总会想着“还好有道格拉斯，我自己绝对没有办法搞清楚如何操作这些东西”。

在有关电脑的学习方面，我对于正式教育的信念，严重局限我的专注能力，我不认为学习很有趣，它是一种沉闷的程序。所以，每当我不知道如何使用电脑设备，或有什么差错的时候，我总是找道格拉斯帮我解决。我知道，我可以学习电脑——它们不可能比市场更复杂——但我在这个领域内无法保持专注。很幸运地，我实在没有必要学习，因为我始终可以仰赖道格拉斯，但如果我真的必须学习的时候，我便需要挑战上面的陈述。

“我自己绝对没有办法搞清楚如何操作这些东西”，不妨想想这句陈述的威力。这类的陈述会局限我们的专注能力。潜意识的功能虽然非常可观，但它也很容易受骗——它相信你你要它相信的任何省物。你对自己说，“我自己绝对没有办法”或“我没有能力做这个”，或“开玩笑，这是不可能的”，或“没有人这么做”，你的潜意识便会傻呼呼地说道，“晓得了！”于是开始强化作原本已经有的局限性。

这类局限性很容易受到控制，你仅需认知你对自己说的话并改变；通过努力重新建构你说的话，迫使潜意识产生正面的行动。你必须善用潜意识易于受骗的性质，管理专注的能力。

例如，你说：“我自己绝对没有办法”的时候，你可以修正为“这相当不简单，我如何使它变得容易一些？”你说“我没有能力做这个”的时候，你可以修正为“我以前曾经失败，现在应该怎么解决呢？”你说“开玩笑，这是不可能的”，你可以修正为“这为什么看起来不可能，我到底疏忽了什么？”你说“没有人这么做”的时候，你可以修正为“奇怪，以前为什么没有人这么做？”或甚至于“这可能是一个突破，以前从来没有人这么做过！”

我们与自己的对话方式将引导我们的专注能力。我们对自己的说话内容与方式，代表我们对于人生是采取积极或消极的态度。另外，这也会影响潜意识产生之结果的质与量。

如果你了解如何与自己对话，了解如何要求自己，了解如何对自己提出问题，你便能将心智专注由负面的联想转移至正面的联想，这只需要在意识上改变说话的语气、语意的重心、要求的内容，以及问题的含义。

疑问的力量

你是否曾经留意，上文中，我将大部分的陈述重新组装为疑问句？这并不是巧合。疑问句最容易改变认知的专注。

每一个人的脑海里，都蕴藏着非常可观的知识，远超过意识所可理解的范围。对自己提出问题，我们指引潜意识针对真正的问题寻找答案，而不是被动地接受自我的局限。许多情况下，答案早已经存在，你需要做的仅是提出问题！然而，你必须诚心诚意地提出正面的问题，并全心期待答案。

本书第一篇中，我曾经提及一个问题，足以显示疑问的功能。1974年，我错失10月份的低务时，我问自己“我需要学习什么才不至于重蹈覆辙”这个问题又牵引出一系列的问题，例如：“趋势究竟是什么？它通常会持续多久？它的涨幅或跌幅通常如何？”回答这些问题的过程中，我“突然想到”——就像漫画中所亮起来的灯泡一样——运用历史价格的统计分配评估风险。

如果当时我提出来的问题是：“维克，你怎么会这么愚蠢而错失这个走势呢？”或“看看你所错失的良机！”我的一生会多么的不同啊！若是如此，我虽然不知道现在会如何，但我确定自己绝对无法发展出独特的统计方法分析风险，这可能是我一生最引以为傲的成就。

所以你必须留意对自己说的话，对话中不要采用谴责的口气，应该提出问题引导积极的改变。有些问题绝对应该避免，例如：“这种事怎么会发生在我身上？我怎么如此倒楣？我怎么会如此愚蠢？这个世界何以如此不公平？我为什么不能也富有？为什么大家都如此对待我？”你提出这类问题时，潜意识提出的答案可能与现实全无关联，例如：“因为你不值得这一切。因为你是一位天生的输家。因为你是一个无知而毫无价值的人。因为除了少数的幸运者以外，人生本来就不公平。因为只有幸运者才能够富有，而你只是一个天生的输家。我早就告诉过你，因为你是一个无知而毫无价值的人，你不值得拥有一切。”

你对自己提出这类问题时，就如同你问某人，他是否还继续打他的妻子。虽然你没有任何证据显示他曾经这么做。这类问题都别有所指；它们都隐含地接受一些应该被挑战——而不是被强化——的负面信念。

我以相当篇幅谈论如何提出问题，不仅因为它们可以有效改变作专注的方向，而且也因为其中含有根本的评估成分，通过评估才可以了解妨碍成就的局限性价值观与联想。

评估的重要性

进一步讨论以前，我想应该重新回顾心智的运作方式。我们的活动虽然直接受到潜意识心智的程序驱使，但根本的决定因素是我们持有的信念与价值观（不论我们是否能够认知）。特定而言，在潜意识的层次上，我们的行动是受到两种主要情绪驱使：追求快乐的欲望与避免痛苦的需求。另一方面，这两种情绪取决于潜意识中的联想，而联想的形成又是根据我们接受的价值观与信念，这个程序未必受到意识的认可。

截至目前为止，我们似乎把“价值”与“信念”视为相同，实际上并非如此。价值是我们所追求的，是行动希望获得或保有的对象。为了判定价值，我们首先必须评估；换言之，根据价值的某种标准排列重要性。信念是评估所根据的标准；它们决定我们对于价值的反应方式。价值是行动的对象，信念是标准，让我们可以根据某种方式体验价值。

例如，假定两个人都视金钱为有价值；换言之，两人都希望赚很多钱。其中一个人对于金钱的观念很健康，认为它是达成许多欲望的工具。然而，另一个人在潜意识中认为“金钱是万恶的根源”。如果两个人都赚了很多钱，第一个人可以充分享受，买一栋漂亮的房子，经常度假。第二个人可能无法真正享受他的财富。他使用金钱时，会隐约浮现罪恶感。

你整体的道德结构——价值观与信念——将决定你的特质；决定你的行为。信念决定个性；它们决定你如何行为与如何体验行为。了解价值观与信念，以及两者之间的差别。是非常重要的概念，所以我们将分别详细讨论。

价值与特质

除了生理特征之外，特质与个性让你成为真正的“个人”。你的特质取决于你的价值观是什么，你追求的是什么。你的个性取决于你如何行为。犹如先前的说明，你的行为取决于你的价值观。你如何行为取决于你采用的一组独特法则或标准——你的信念。首先，让我们讨论价值。

价值有两种基本的型态：手段价值与目的价值。你是否记得，我在第一篇对于经济学的定义？它是研究如何运用手段达成既定的目的。手段价值是我们生活中实际追求的形式，例如：金钱、事业、个人关系、健康与汽车。目的价值是我们希望达成的情绪性愉悦状况，例如：爱、成功、快乐、满足、舒适、安全与兴奋。第二篇的讨论范围内，我们关心的主要对象是目的价值；生命是由目的价值驱动。

我们持有的每一项目的价值，都存在一个负面的对应情绪，我们姑且称为“反价值”。反价值是我们希望避免的情绪性痛苦状况，例如：被拒绝、失败、挫折、忧虑、愤怒、羞辱与沮丧。我们是受到追求愉悦的欲望与（或）避免痛苦的需求所驱动，我们的目的价值与反价值便是驱动者。

你可以对自己提出下列的两项简单问题，来判定你的目的价值与反价值：

在我的（ ）中，什么最为重要？

在我的（ ）中，什么是我希望尽可能避免的事物？

首先在空格内填入“生命”，其次再填入较特定的内容，例如：事业、人际关系、或你希望考虑的任何生活层面。回答问题时，以最快的速度写下答案，不可停顿。例如。你的答案可能是：

在我的（ ）中，什么最重要？

爱	安全
成功	成就
热情	满足
冒险与刺激	同情
狂喜	满头黑发

在我的（ ）中，什么是我希望尽可能避免的事物？

被拒绝	生理的危险
失败	愤怒
羞辱	沮丧
尴尬	秃头

回答相关问题时，请留意不要把答案神圣化，下一章将处理这方面的问题。尽可能深入而诚实地回答问题。其次，将你的价值与反价值依重要性排列。这可以反映价值体系的排列结构，或其重要性的秩序。现在，开始分析检讨，观察其中的一致性、冲突、局限性的价值与积极的价值。结果可能会让你相当惊讶。

例如，在价值排列中，如果“爱”非常重要，在反价值的排列中，“被拒绝”非常重要，你找到“爱”的机会有多大？追求“爱”时，你难道不需要面对“被拒绝”的可能性吗？当然是如此，而且请留意，避免痛苦的需求往往胜过追求愉悦的欲望。

分析自己的答案，你应该可以发现许多行为何以会产生。例如，如果你认为“成功”最重要。把“爱”摆在第二或第三位，你很可能经常在办公室加班，宁可招致配偶或伴侣的抱怨。如果“尴尬”是最重要的反价值，你在社交场合可能害怕公开说话或尝试新的事物。你的价值观与反价值观将决定你的特质。你如何采取行动追求或避开它们——你的行为——将决定你的个性。

如果你像大多数人一样，你的特质并不是根据有计划与有组织的方式界定，而是通过一种渗透的程序逐渐发展。你将在生命的过程中由外在吸收价值与反价值观，例如：你的成长环境、教育与社交层面。你的价值观可能非常混乱而毫无章法，甚至于相互矛盾。

或者，价值观的结构可能相当协调，但你的反价值观非常混乱。总之，如果你希望控制自己的生命，就必须了解自己特质的结构，才能开始展开你希望的改变。

所以，我希望你坐下来，开始上述程序，尽可能探索自己生命中的各个领域。你可能因此发现许多先前未察觉的心智层面。

信念与个性

许多人可能具备类似的目的价值与反价值，但个人的体认则不相同。这是因为我们的信念有所差异。信念有两种形式：对于生命、人性与事物的一般性概念；以及衡量自身与他人行动之意义的法则。

一般性的概念——经常称为整体信念——反映我们对于世界、人性与自身的观点。所以，整体信念的陈述，通常以动词“是”表达，例如：生命是（ ），人类是（ ），我是（ ）。

法则较为明确，它们决定某项结果必须以某些事件为前题。它们通常以“如果，则”的形式表达，例如：如果我赚了100 万美元，我将很快乐。如果你爱我，你应该尽可能地陪伴我。如果我犯错，我将可以因此学习。”每个人都有一组独特的整体信念与法则，决定我们独一无二的个性。

例如，不妨考虑我先前所提成功的必要条件：自信。自信的感觉是来自你对于个人意义与效力的体认。你对于自己的感觉，主要并不是取决于自己的行为实际如何，而是取决于你如何判断自己的行为，行为的判断又取决于判断的标准——你对于意义与效力的信念。

例如，假定一位极具才华的年轻交易员，他以下列信念判断成功或失败：

如果我是一位优秀的交易员，则 90% 的交易都会获利。

如果我是一位优秀的交易员，则我赚的钱必须多于世界上其他的交易员。

如果我是一位优秀的交易员，则我在任何市场上的操作都必须优于世界上的其他交易员。

相当有野心的年轻人！可是，他将因此注定陷入充满挫折与不安全感的命运中。这些是不可能的标准，任何人都无法依此建立稳定的自信心。

为了获取自信，你应该采用可能达成的标准。这看起来似乎有循环论证的意味，实际上并非如此。例如。如果我对于经营事业的成功标准是：每个月都有盈余。这是可能达成的标准。反之，如果我将标准定为每个月净赚 100 万美元，则我很难在这个标准下获得自信心。

标准不同于目标。目标是你追求的真正对象；标准则是判断行为的参考依据。我希望每个月都净赚 100 万美元，我认为这是可能的标准（实际上并不是我的目标之一）。但以它判断成功与自我价值，则属于完全不切合现实的标准。我相信为了追求成功，一方面你应该严格要求自己——你设定的目标愈高，你的成就也愈高；另一方面，用来评估自我价值的标准应该设定得宽松。

在一般的情况下，局限性的信念是大败的根源，这包括不能把生命视为是愉悦的过程在内。以下是一些典型的局限性整体信念：

我不够聪明。

我不够自信。

我太年轻。

我年纪太大。

我太无知。

我不值得拥有这些。

我永远也不可能富有。

我无法改变自己。

生命是一场诅咒。

生命是一场荒唐的梦。

生命是“一位白痴的梦话，充满毫无意义的声音与愤怒”。

生命完全超出我的掌握。

人很残酷。

人很愚蠢。

人很懒惰。

人性本恶。

人们会尽可能利用你，然后将你弃之如敝履。

如果把持这类信念，如何达成你的目标呢？

例如，如果你很重视“爱”的价值，你又认为人们会尽可能地利用你，然后将你弃之如敝履，每当你体验“爱”的感受时，必然会兴起戒心，担心被利用。

如果你坚信自己不够聪明，不论你多么认真学习，你在知识的领域内都不可能达到独立的境界。面对不同看法时，你总是害怕别人比你聪明——你将觉得自己无法独立抉择。

犹如马克白一样，如果你坚信人生就如同“痴人说梦”般无意义，你将驱使自己迈向毁灭。

你的信念是自我实现的最终预言。务必记住，潜意识很容易受骗——它相信你要它相信的一切。如果你相信自己不应该享有财富，你的心智便不会让你富有。如果你认为自己不应该拥有爱情，它便不会让你拥有这种温馨的感觉。如果你认为自己不聪明，它就会让你愚蠢。所以，如果你希望成功，就必须抛弃局限性的信念。

修正局限性的信念，第一个步骤是要认知它们是什么，而认知的对象则是来自于行动中的症状。这些症状非常类似于我们先前价值观的讨论；换言之，经常不能够坚持追求自己的目标，并对自己提出负面的问题与陈述。这种类似性并不令人意外，因为价值观与信念之间存在密切的关联。

我们与自己的对话，以及我们对自己提出的问题，它们是信念之所以产生的原因与信念所造成的结果。例如，你对自己说，“我实在很笨！”不论这种感受多么短暂，都会强化这个信念。你说这句话基本上可能并没有自责的意思，但如果你经常如此对自己说，尤其在情绪激动的时候，你的心智将开始相信它。

同样地，认知自己的局限性信念与法则的最佳方式，仍是对自己提出一些问题：

在我的（ ）中，究竟是什么局限性信念妨碍我？

依照先前的方式来进行。首先，在空格内填入“生命”，尽快写下各种答案。其次，再填入较特定的内容，例如：事业、人际关系或你希望考虑的任何生活层面。

第二个步骤是处理你的法则。如果你在认定局限性信念上有困难，第二个步骤或许可以协助你。首先，将你珍惜的价值，按重要性排列。对于每一项价值，都问自己应该如何才能实现它。你回答的格式可能是“如果，则”或是“如果要（ ），则我必须（ ）”。例如，如果你非常重视成功，则情况可能是：

我必须如何才能感觉成功？如果要成功。则我必须（ ）。

每年赚 100 万美元。

有一位迷人的配偶，以及两个小孩。

拥有阿诺史瓦辛格的身材，身体的脂肪不可以超过 13%。

随时都觉得非常快乐。

永远不与任何人发生冲突。

永远不会觉得愤怒或挫折。

对于所做的一切都具备无与伦比的技巧。

在适当的条件下，其中某些法则或许相当合理，但大多不切合实际。反之，如果你认为，成功的感觉就是每天起床都准备尽自己所能渡过一天，情况可能大不相同。没有人可以随时都觉得非常快乐。每个人都会有愤怒和觉得挫折的时候。并非每个人的身材都能够与阿诺史瓦辛格完全相同。

我的重点是：我们经常设定一些不可能的法则，因而剥夺任何的成功机会。

练习时，你经常发现自己是根据手段价值表示成就，例如：金钱的数量。你的价值观、重要的信念、甚至于你的法则，都可能相互协调而具有正面的意义，你却对于达成目的价值的手段价值抱着负面或相互冲突的信念。为了了解这些负面的信念，你可以运用下列的填充技巧：

拥有（手段价值）意味着

回答问题时，首先由效益的角度考虑。例如：

拥有很多财富意味着——

我可以完全的自由。

我有更多的时间陪伴我心爱的人。

我不用再担心帐单。

我可以得到我想要的衣服、房子与汽车。

我不再需要仰赖公司的福利。

其次，列出你认为这项手段价值可能造成的负面影响。例如：

金钱是万恶的根源。

金钱不能买到幸福。

为了富有，你必须剥夺贫困者。

富有者无法进入天堂。

赚钱意味我必须违背良心。

赚钱意味我必须承担很重的责任。

如果你探索自己的心智，可以发现许多你意想不到的局限性信念。它们妨碍你希望拥有的感觉，以及在生命中希望达成的境界与目标。面对这些心智视为是“自明的真理”时，你可能会说，“这实在没有什么道理。”你可以提醒自己。富人不是完全是势利鬼，如果你有钱的话，你并没有必要成为一个势利鬼。总之，你可以在心理上取消这些信念的有效性。

现在，我告诉你的是：你具备成功需要的智识与能力；只要排除自己设定的限制。所以，检视所有的信念与法则，辨识其中具有局限与不可能性质者。

截至目前为止，我主要是讨论如何辨识局限性的信念，但为了修正，你必须排除这些信念，并代之以积极而有力的信念。让我试举一些积极的整体信念，你可以根据这些脉络设定属于你自己的适当信念：

积极的整体信念：

生命充满无限的可能性。

每个问题都代表新的挑战与新的成长机会。

我很幸运能够拥有健康的身体。

我有能力控制自己的命运。

人们是提供知识、启发与欢乐的源泉。

我决心做的事，总有达成的方法。

界定你希望采用的新法则时，务必让自己容易获胜。这些法则应该让你感觉热情、挚爱、快乐、成功…… 没有必要设定困难或不可能的法则。

没有错，生命永远必须面临挑战，但在不断追求目标的过程中，挑战已经非常足够，我们不需再“做些不可能实现的美梦”或“攻击不可能被打败的敌人”。人生苦短，我们不应该再为自己设定障碍而使生命显得乏味。

花费相当工夫做这些练习以后，你将了解对于自己造成限制的价值与信念，你对希望采用的价值与信念也应该有明确的概念。现在，问题是实际上如何进行。我们又面临相同的问题，知识本身并不足够；我们需要一种执行的方法。这便是投射发挥功能的场合。

如何管理潜意识

我们的生命中都曾经发生重大事件，回忆时，当时的快乐或痛苦又历重新浮现。例如，你或许在事业中曾经赢得重大胜利，每当回想当时情况，你便面露微笑而觉得非常骄傲。或者，你曾经遭遇一段感情的波折，而每当忆起历经的冲突与失去的一切，你便心痛如绞。

当你将某些事件投射于未来时，也可以因此感受快乐或痛苦。你可以设想自己沐浴在巴哈马的明媚阳光中，手中拿着饮料，阵阵凉风袭来，耳边又隐约可以听见浪花拍打岸边的声音。你想像这些景象，便觉得全身轻松而面带微笑。或者，你开车的时候，想像某人突然冲到车前被你撞死，这将是一幕可怕的景象。

快乐与痛苦的感受不仅局限于目前；我们可以将它们由过去呼唤出来，并投射至未来。

因为潜意识是受到两种主要情绪力量驱使——避开痛苦的需要与追求快乐的欲望——所以我们希望消除某种局限性的联想时，应该劝服潜意识了解，这个联想可以造成痛苦，非常的痛苦。

反之，希望建立积极的新价值观或信念时，你必须劝服潜意识了解，它们将导致非常的快乐。

在意识的层次上，我们需要将负面、局限性的价值观与信念，连结至过去、现在与未来的痛苦；并将积极而有益的价值与信念，连结至目前与未来的快乐。

安东尼·罗宾斯设计一种方法，他称为“狄更斯模式”，这个名称取自狄更斯的小说“圣诞颂”，其中一位神秘的精灵以类似的方法引用在斯克洛克身上。这位精灵带着斯克洛克前往过去、现在与未来，并展示他一生中种种的快乐与痛苦。有一点特别值得留意之处，促成斯克洛克改变最有效的诱因，是目前行为将导致的未来痛苦。

“狄更斯模式”的基本内容如下：

1 选取一种你希望改变的信念。闭上双眼，回想这个信念在过去造成的种种痛苦。感受它形成的重担。回忆这项信念导致的各种后果。想想你因此损失的一切，情爱与乐趣。这项信念对于你的经济、事业与人际关系造成何种的影响？全心专注于你曾经遭受的痛苦与损失，就如同它们又重演一次。尽可能回想所有的痛楚经历，这一切都是因为这项目局限性的信念。

2 仍然闭着双眼，思考这项目局限性信念在目前造成的痛苦，包括过去经验导致的一切伤害。你现在觉得怎么样？你是否觉得精疲力尽？你是否觉得无助，不能控制自己的生活？它们怎么影响你的社交生活？你是否因此错失许多欢乐的机会？它们如何在生理上、情绪上与精神上影响你？感受其中的痛苦。

3 移往未来，将这项信念引发的痛苦投射至一年以后。拖着过去的沉重包袱，感受它的压力。这项痛苦会让你在事业上付出什么代价？会让你在人际关系上付出什么代价？对于你的自我形象与自信心会造成什么伤害？在情绪的层次上，确实感受相关的痛苦；运用你的身体；深呼吸；摆出承受痛苦的姿势。观想鲜明的痛苦，专注其中。接着，将自己投射至五年之后，并重复上述痛苦程序。想像这些失败在你的生命过程中将扩大至何种程度，并感受这些失败不断累积的压力。你对自己说些什么？你对自己的感觉如何？你变得更坚强或虚弱？更能控制或更失控？观想自己持有这项目局限性信念造成的结果。你看起来是否老态龙钟？你看起来是否精疲力尽？你看起来是否狼狈不堪？你在生命的每个领域内付出什么样的代价？你心爱的人将如何受你拖累？漫长的五年。让你感受的痛苦不断地强化，让你的身体随着痛苦而消沉。观想生活每一层面所受的打击。其次，将痛苦投射至10年与20年之后，并重复上述程序。

附注：如果你诚心进行这项程序，这是一种痛苦不堪的经验。以特里（本书作者之一）来说，他将痛苦投射至一年时，便有强烈的放弃行动。然而，如果痛苦足够强烈，人的心智将迫使你立即改变。尽你所能，让未来的痛苦尽可能鲜明。

4 将自己拉回目前，活动一下筋骨，深深地吸几口气，运用你的身体让自己觉得精力充沛。彻底忘掉局限性的信念，专注于你希望采用的崭新信念。你的心智已经准备接受变化……让自己感觉期待的兴奋。以意义明确的词句表达新的信念，并想着：“如果我现在拥有这项信念，我的一生将因此截然不同。”

5 闭起双眼。设想自己现在已经改变信念，会有什么变化？观想自己得到的控制感与自信心。体会控制与自信的感觉，运用身体强化这些感觉。尽可能的深呼吸，设想自己现在已经拥有这项信念。接着，将自己投射至五年之后，并携带着这项信念五年来的累积的成就。你觉得如何？是否更能控制自己的生命？是否更觉得精力充沛？是否觉得自己更有魅力？是否觉得更能贡献自己？是否更有自信？对于生命是否更充满热情？这项积极的信念又将如何影响你的经济状况？你是否可以尝试以往不敢尝试的事物？这些改变将如何扩展至生命中的每个领域？你的人际关系是否将更圆满？感受相关的变化，让它们反映在生活的每一层面。秉持着这个信念，你对于自己在这五年来的表现觉得如何？再往前移动五年，并重复上述程序。看看这十年来的变化！一切是否大不相同？体会生命层次呈现的提升。现在，往前移20年，感受其中的生命变化与扩展！

6 观察这两种信念带来的结果，决定你选择何者。回到目前，感受新未来将呈现的兴奋与无限的可能性。

7 坐下来，记录每项新信念将如何提升生命的意义。

上述程序是在你的潜意识中建立新的联想。它将所追求的积极改变，连结至快乐——而不是痛苦。

几乎所有局限性信念，都可通过这种方法改变。至于效力的程度，取决于你如何进行这项程序。如何让相关的痛苦与快

乐生动地呈现出来。我提出这种方法的动机。是希望你尝试并体会其中的潜能。我强烈建议你从事这项实验，研究安东尼·罗宾斯与其他人的著作，自己能够进一步提升改变的能力。控制自己的生命。

关联设定

每一天的每一个时刻，你的潜意识都不断形成联想，将人、事、物连结至快乐与痛苦。本章所有的内容，便是说明如何控制这个程序，并以此导引自己的生活。我最近学习的一种方法尤其强而有力，它称为“关联设定”。

关联设定是一种潜意识的心智程序，它将某种感觉刺激，连结至某种或某组情绪状况。这是什么意思？每当你处于相对强烈的情境中，任何显著又重复的外在刺激可以关联至你经验的情绪。如果这种关联足够强烈，每当这项外在刺激发生，便可实际引发所关联的情境。

外在的刺激可以由五种感官构成。例如，你由车子的后视镜看到后方出现闪烁的警灯时，这会引发何种情绪？大多数人会觉得懊恼，不论你当时是否做错了什么，因为你过去曾经在这种情况下被开罚单。

某首歌或许可以唤起你心中某种感觉或记忆。假定你与高中时代的异性知己，在某种特殊的情况下曾经一起听一首“你们的歌”。现在每当听到这首歌的时候，你可能会想起她（他），以及当时共享的欢乐或痛苦情绪。你的配偶或密友可能有某种特殊的小动作或说话语调，可以唤起亲蜜与温馨的感觉。你闻到面包香味时，你可能会出现饥饿的感觉，即使你一个钟头以前才吃过午餐。

我先前曾经提到身体的仪式，它们便可以引发潜意识中设定的关联。你实际上可以设定关联。让它引发你希望的情境。如果你希望工作可以专注，你可以发展出一种“感官刺激—设定关联”的联想，让它唤起你需要的情境。我再引用安东尼·罗宾斯提出的方法：

这基本上涉及两个步骤。首先，将自己投入某种希望关联的情境。其次，处在这种情境的颠峰状态时，你必须不断提供某种特定的刺激。例如，某人大笑的时候，处于一种特定的情境中——整个身体当时都完全配合这种情境。这个时候，如果你以某种特定方式扭他的耳朵，并发出数声特定的声音，稍后再提供相同的刺激（扭耳朵与声音），这个人又会开始大笑。

关联设定的四个基本要素是：

1 情境的强烈程度——设定一个有效而持续的关联，你需要处于强烈的情境中；整个身体与心智都应该步入这个情境。关联设定的强度与经验的情绪强度之间，存在直接的正向关系。

2 设定的时机——引发情境的感官刺激（可以是声音、景象、触觉、味道或其综合）应该建立于情境的巅峰状态。

3 刺激的独特性——应该选择不寻常的刺激。如果你有摸下巴的习惯，便不宜做为设定关联的诱发因子，因为你可能无意中引发刺激，你的心智并不知道如何因应。这种情况下，刺激的鲜明程度会稀释，设定关联也将无效。设定关联最理想的诱因应该由几种独特的感官知觉组会而成。

4 刺激的重复性——刺激必须可以重复。例如，如果设定关联是以某种语调说“我爱你”，你必须能以相同的语调说“我爱你”如此才能引发相同的反应。

在设定关联的程序中，通常必须重复数次才能成功。数次以后应该试探。我认识一位年轻人，他与漂亮的年轻女孩对视时，总是没办法微笑。他并没有害羞的感觉，就是没办法微笑，于是，他开始设定关联。

某天，一位非常迷人的女孩对他微笑时，他发觉自己也发出微笑。因为他刚学习了关联设定的方法，并认为这是理想的机会。当时的感受正是他希望的感觉，而微笑正是他希望的反应，于是他触摸左耳垂上方的耳骨。现在，每当他以相同方式触摸在耳时，便会露出一脸友善的微笑。

改变心智时，我建议采用关联设定做为辅助性的工具。

这是一种非常有效的方法，因为它直接以潜意识为对象。它可以根据你的需要管理你的情绪。工作的时候，它可以协助你保持专注；疲倦的时候，它可以让你精力充沛；沮丧的时候，它可以让你兴奋；演讲的时候，它可以让你觉得自信而热忱。

它何以有效？我实在不知道。在“小飞象”的故事中，一只大耳的小象认为，只要它特有“神奇的羽毛”便可以随意在天上飞翔。当然，羽毛实际上没有任何的魔力；这只是一种心理的凭借而已。关联设定或许仅是另一只神奇的羽毛。然而，这又怎么样？它确实有效！

结论

截至目前为止，我提出一个核心问题，并提出解决之道：如何取得稳定性的能力，使你能够根据自己的知识行动。我理

清问题的核心：理性与情绪之间的冲突。我讨论人类心智中的超级电脑，并说明成功的关键是：建立的目标，能够受到协调而强烈的动机与决心所支持。

本章中，我简略地谈及一些技巧，获得所需要的动机与决心。所有观念都来自于阅读与学习，并思考人们（包括我个人在内）何以产生各种行为，以及如何改变行为。然而，这方面的讨论受限于本书的宗旨与篇幅，只能概略说明。在我讨论的范围之外，还有许多相关知识，建议你可以进一步探索。本书提供的参考书目是一个相当好的起点。

我观察自己与其他人的行为时，发现任何人都可以改变自己，只要他（她）有改变的欲望。我认识一个人，经常打电话给我，讨论她个人的问题。她的生活是由一些不同形式的相同错误构成的一个永无止境的循环。我非常关心她，因为她具备无限的潜力。然而，我观察她与周遭的人们时，我发现一种共通的现象：追求悲惨的热情。

我当初无法相信这种现象，后来在一位心理学家卡伦·霍尼的著述中发现相关的解释，某些人会陷入自我毁灭的循环中，并在一种强烈的热情驱动下，不断重复相同的错误。

这种程序围绕在一种有组织的微妙体系中，谬误的自尊。这是一种非常普遍的心理，几乎存在于我认识的每一个人身上（包括我在内）。所以，我认为这是一个值得探讨的主题。

第 16 章 克服谬误的自尊

自我认识——本身不是目的，而是一种释放同时成长力量的工具。

——卡伦·霍尼 (Dr. Karen Horney)

交易失败最尊要的理由

思考交易者成功与失败的原因时，最令我困惑的是人们竟然具备如此可观的自欺能力。我不了解某些优秀的交易员何以会在交易中违反明显的交易法则。我不了解某些交易员何以不断重复相同的错误，而且永远无法由错误中学习。我不了解某些明显不快乐而甚至于悲惨的人，每天早晨起床，都必须再面临不快乐与悲惨的一天。却完全不尝试思考究竟出了什么差错，当然更别提改变了。

我知道这种现象的根源应该与自欺和合理化的借口有关，但其严重的程度却让我心惊肉跳。探索这方面的问题时，我觉得有点无助。我几乎阅读心理学领域内的每一本书，试图了解这方面的问题。后来，我发现卡伦霍尼的著作《神经症与人类的成长》。这本书让我深入了解人类的自欺行为，我有强烈的欲望将其中的内容与你分享。它不仅让我了解自欺的观念，并让我进一步了解我自己的某些动机，包括正面与负面的动机在内。

根据霍尼博士的说法，每个人天生都具备一组“既定的潜力”，而且我们有天生的欲望去实验它们。换言之，我们天生都具备“真正的自我”，生命的宗旨便是通过自我发现的程序，实现这个自我。然而，我们生存在一个不完美的世界中，所以“在内在呈现压力的期间——一个人可能会与真正的自我产生疏离。于是，他会根据内在指示的严格系统以大部分精力塑造自己，并让自己成为绝对的完美。

他会塑造一种神格化的完美自我形象，并让自尊陶醉在他认为能够或应该的境界中。

这种人为的观其成为一位暴君，驱使人们在心智上重建现实，符合他自身、他与世界之间以及他与其他人之间的理想化形象。结果使谬误与逃避的系统不断鼓胀，使人们愈来愈不能够辨识与接受现实。

我将解释的问题非常微妙，必须分别讨论其中的基本观念，它们组成一大庞大的虚幻系统——谬误的自尊——这种幻觉不时困扰着交易者。霍尼博士在她的著述中详细地说明谬误自尊的系统，本章仅提出我认为最相关的部分：理想化的自我形象、追求荣耀、应该的暴君以及神经性的自尊。在金融交易与社会中，这些概念都非常普遍。所以它们对于自我认知的了解有不可忽略的重要性，犹如先前的讨论，自我认知是个人任何改变与成长的第一步，对于交易者更是如此。

我认为，在金融圈内，自我认知的重要性远胜过其他行业。我有明确的理由支持这项看法，你交易的时候，法官的锤子每天都会敲在帐册上。医生可以掩饰自己的错误而告诉患者的亲属，“我已经尽力了，但——”律师在结辩的前一天晚上，可以彻夜喝酒，输了官司的时候，他可以说服自己与客户，陪审团的立场不公正。然而，一位交易者无法欺骗任何人，也无法说服任何人。市场是最后的审判者，每天都会下达判决。所以，我认为，对于一位成功的交易者、投机者或投资者来说，了解谬误的自尊系统究竟如何运作，绝对有其重要性。

你的邪恶孪生兄弟：理想化的自我形象

你可以将“既定的潜力”视为是核心的自我，它是生命希望实现的对象。不幸地，许多人经常追求一组谬误的潜力，这是我们在自我发现的过程中，所赖以防范痛苦的工具。我们发展出一种双重的自我，并使自己陷入内在的冲突中。一方面，核心自我——我们的生命应该如何的一种标准——始终存在，我们自然希望实现真正的潜力。然而，另一方面，我们却发展出一位“邪恶的双生兄弟”试图凸显不切实际而理想化的潜力，破坏核心自我的成长。

通过想像力，这位邪恶的双生兄弟建立一座堡垒，防范我们感知充满敌意的现实。基于保护的缘故，“不知不觉地，想像力开始发挥功能，并创造出一个自我的理想化形象。在这个程序中，它让自己具备无限的权力与超凡的能力；它成为一位英雄、天才、情圣与神人”。

追求荣耀

根据前几章建立的心智模型，我们的行动是由潜意识中的价值观与信念驱动。根据霍尼博士的见解，如果人们采用一种自我的理想化形象以防范基本的忧虑，则以模型来做合理的推论，人们会试图把理想化的自我形象实际化。引用霍尼博士的说法：

——自我理想化不可避免地会演变为一种要广泛的欲望，我建议称它为——“追求荣耀”。自我理想化始终保持中心的地位。其中的其他成分，永远都会呈现——虽然不同情况会有不同程度的力量与认知——对于完美与神经性野心的需求，以及一种报复性胜利的需求。

完美的需要，这与大多数人都有关系。错误与痛苦是人生中必然的成分，这是最难以接受的事实之一。我要提出一个问题：这为什么如此难以接受了？

我想这可能是因为违反了理想化的自我形象。如果我们自认完美，我们应该不会犯错，我们应该不会蒙受痛苦，我们应该能与任何人相处，我们应该可以说服每一个人，我们应该.....

应该，应该，应该。完美的需求反映出一组僵化的“应该”与“禁忌”，它们是理想化自我形象的必要条件。前一章的例子曾经提及一位交易员，他采用全然不切实际的标准评估成功。这类人可能便是受到理想化自我形象所主导。

以交易员的身份来说，我有一项严重的弱点，它至少一部分是来自于使美的需要。在市场的主要转折过程中，我经常称自己为“完美主义者”。自从1971年以来，我仅错失两个主要的下跌行情，其他的行情走势我都能精确判定转折点。然而，如果误判转折点时，我总是非常不愿意进场顺势交易，这是相当严重的缺点。例如，在1990年7月底，我正等待卖空的机会，在我还没有建立头寸之前，伊拉克的侯赛因突然攻击科威特，使我措手不及。

我看着价格一路挫跌，却无法迫使自己在下跌的过程中进场卖空。如果我采取行动，至少可以获得10%的利润，但我并没有这么做——一旦错失了高点，我总是担心在低点卖空。

另一个例子发生在1989年，我未留意商品市场某些的发展，因此错失了理想的买进或卖空机会，我对自己非常生气。身为交易者，我确实应该留意市场的发展，但身为人类与生意人，我当时的注意力并没有摆在市场中。然而，我无法接受这个解释，并因为不是一位完美的交易者而对自己非常不满。

这两个例子都说明追求完美的需求如何影响我们的生命。完美的需求是一种非常激烈的力量，我准备在“应该的暴君”一节再做完整的讨论。

神经性的野心——追求外在成功的强制性欲望——即是追求荣耀的一个层面。这种特质在“华尔街”尤其普遍。这个现象并不令人惊讶，因为这类野心需要在竞争性的环境中受到滋润，而“华尔街”极具竞争性。

神经性的野心是试图证明与实现非凡的个人特质。一个缺乏真正自信心的人，将追求较高的地位，达成纳撒尼尔·布兰登所谓的“虚假的自尊”。在神经上充满野心的人，相信自己是天才或无所不能，他们需要以外在的成就证明自己。这种人为了将理想化的自我实际化，他们必须追求“最佳，并被认为“最佳”。

然而，由于追求的理想在本质上属于想像与不可能，所以一切势必徒劳无功。因此，这些试图将理想化自我实际化的人，他们永远无法停止追求。停止追求需要承认他们对于自己与对于世界的观自错误。基于这个理由，神经上具有野心的人，特色之一经常是才华横溢，他们追求的一切在性质上都属于强制性，而且永远无法真正体会个人的成就感。伊凡·佰斯基便是典型的例子。他以金钱——而不是自己的努力——购买成功，这并不是完全为了金钱，而是因为神经性的野心。

神经性的野心以及对于成功与财富真正的需求，两者之间经常有明显的差异。这种差异反映在个人的动机上，以及在目标达成时的情绪反应上。对于神经上具有野心的人来说，生命不被视为是一种程，而是通往不可能未来的途径。行动仅是一冲宣泄；“他们获得更多的金钱、更崇高的地位、更大的权势时，他们也将感觉徒劳无益的冲击。他们不会因此觉得心灵的平静、内在的安全感或生活的乐趣。他们追求荣耀的魅影，却无法平息内在的沮丧”。

我说神经性的野心在“华尔街”尤其普遍，我并不是指大多数人都有追求外在成功的强制性神经欲望。然而，我相信金融圈内，许多人（尤其是交易员）都有强烈的神经性野心成分。

“如果我富有，则我将很快乐。”每当我们问过这个念头时，那便是神经性野心在作祟。在这类观念的表面之下，蕴含着谬误与理想化的信念，认为如果我们富有，便会或能够如何。“精疲力尽”也是神经性野心的症状，尤其是过气的成功交易者。追求荣耀的徒劳行为终究会使人精疲力尽。我们的欲望是否或多寡来自于神经性的野心，这是自我认知的重点之一；它会破坏我们享受人生过程的能力。

就造成的伤害与痛苦来说，追求荣耀最严重的影响是对于报复性胜利的需求。这个成分在大多数人身上并不非常明显，但每个人多少都沾染这种色彩。霍尼博士认为：

“报复性胜利的需求”可能和实现个人成就与成功有着密切关系，若是如此，主要的目标便是羞辱他人，或以自身的成功击败他人；或是取得权势与地位使他人受苦——通常都是以羞辱的方式表现。另一方面，由于追求超凡入圣的境界仅

是一种幻想而已，所以报复性胜利的需求在表现上便成为是一种不可抵挡而无意识的行动，主要是在于挫败或凌驾他人。我称此为“报复性”，因为其动机来自于报复孩童时期所受的羞辱——这种冲动在后来的神经发展上又受到强化。

在“华尔街”这部电影中，戈登·吉科特性便充分反映报复性胜利的需求。吉科拥有庞大的财富与权势，主要便是基于报复性胜利的需求。他并不是根据世俗标准而以金钱的多寡衡量成功与失败。他是以操控市场的能力衡量成功，并在这个过程中伤害与控制相关的人。在这种冲动的驱使下，他将一位（在神经上）野心勃勃的年轻人纳为羽翼，吉科利用他摧毁任何妨碍理想化自我形象的敌人。

进一步说明以前，我希望提出一点澄清，“华尔街”这部电影使我很生气，因为它由谬误的角度形容“华尔街”的运作方式。它暗示具有权势的人们，尤其是在购并活动中，大多是阴险狡猾而充满报复心理。“华尔街”确实有戈登·吉科这种人，但并不普遍；成功的人一般仰赖的是能力，而不是寄生的行为。我在一个电视节目中听说，“华尔街”作者奥利弗·斯通的父亲是一位股票经纪人。作者如此污蔑他父亲的职业相当有趣。或许报复性胜利的需求便是他的动机根源，谁知道？

虽然如此，在现实世界中，许多大企业内确实存在“政治性”的运作与“勾心斗角”的活动，吉科具体反映出这些成分。另外，他也具体反映一般人受到伤害时的报复心理。

报复性胜利的需求，本质上是一种破坏性的冲动，会伤害自己与周遭的人，它经常以明目张胆的方式表现。例如，我曾与一位交易员共事，他最心爱的一本书便是马塞维利所著的《君王论》；他每天都与这本书同枕共眠。我看着他利用同事间的友谊与信赖，迫使同事遭到解雇。我质疑他的道德观时，他回答，“如果你希望在这个世界上高人一等。你就必须这么做。”

我并不认为，“追求荣耀”在每个人身上都是非常重要的冲动；我也不认为，这个世界上充满这种无助的神经病患者。然而，我确实相信，几乎每个人身上多少都有追求荣耀的成分，并导致许多无谓的错误、失败与痛苦；尤其是金融交易者。同是，这些冲动都深深隐藏在内心而难以认知，并且混杂在健康的动机中。所以，我们必须能够辨识来自于追求荣耀的动机。

强制与想像

就特质上来说，来自于追求荣耀的动机与健康的动机有两点不同：一是强制性的特质；一是霍尼博士所谓的“想像的特质”。强制性的行为，是指其动机来自于规避错误感知的痛苦。根据霍尼博士的说法：

我们称某种欲望为强制性，是指它不同于自然的欲望。后者来自于真正的自我，前者是由神经结构的内在需求决定。为了避免忧虑、被他人拒绝、罪恶感、冲突以及其他类似的痛苦感受，个人必须压抑真正的欲望、感受与利益，而遵照强制性欲望的指示。换言之，规避某种危险时，自然与强制的差别，也就是“我希望”与“我必须”的差别。

这项评论完全符合我们在第14与15章所提的脑部模型。我们虽然具备意识上的意图，却经常受到内在动机所驱使，它们来自于潜意识中我们未认知的价值与反价值。在追求荣耀过程中，我们被迫采取行动，并使理想化的自我形象免于受损。所以，我们受到追求荣耀的欲望驱使时，行为上将呈现一种特色：不顾自身的最佳利益，采取强制性的行为，追求荣耀的强制性特质，可以使人“漠视真理，而不论这项真理是关系自身、他人或单纯的事实。”例如，我们在第13章曾经讨论交易者约翰，他认为债券价格“必须下跌”他实际上的意思是：“我的判断必须正确！”再举一个例子，对于绝大部分人来说，他们关心“自己正确”的程度远超过事实的真相。

除了强制性以外，追求荣耀的想像力特质也颇值得重视。想像力是一种美妙的能力。它使我们可以将自己投射至未来，在心智上可以重新整理现实中的对象，以设定目标，使它们具有可行性与意义。然而，如果我们的行为只是基于纯粹的想像，则想像力是一种破坏性的工具。

愿望被视为是权利时

理想化的自我形象与荣耀的追求，都是想像力的产物，而且唯有不断通过想像力的运作，才可以维系。以这种方式运用想像力，它将成为一种自欺与寻找合理化借口的工具。事实上，在追求荣耀的过程中，我们是生存在虚渺的幻境。易受骗的潜意识将虚渺的幻境视为现实时，愿望将转化为对于现实的请求权利。

前一章曾经提及，我们必须留意自己与自己的对话，尤其是对自己提出的问题。我建议你防范某些问题。例如“这种事情怎么会发生在我身上？他（她）怎么可以这样对我？这个世界为什么这么不公平？”不妨考虑这些问题的含义。

当你问，“这种事情怎么会发生在我身上？”这是否意味你有权利要求更多，这是老天爷或命运欠你的？当作问，“他（她）怎么可以这样对我？”这是否意味着其他的人应该自动地了解你，一并提供你需要的一切？这是否意味着其他人必须

迎合你的需要？当你问。“这个世界为什么这么不公平？”这是否意味现实世界并不符合世界应该有的定义？

我认为正是如此，我认为所有的含义都显示，愿望已经被转化为对于现实的渴求权。这既反映出一种潜意识的信念，现实应该遵从你的需要，而不是你的需要应该回应现实、你的目标以及个人感受的事实。

所有被视为是权利的欲望，都具有一个特色，它们被视为是不受法则管辖的例外。它们就是不一样；它们是少数真正了解爱、正义、人性……的人特有的权利。以交易员来说，他们虽然了解交易守则的必要性，但其“超绝的智慧”使他们得以不受限于交易守则。行情出现不利走势时，他们会有强烈的不公平感受。

将需求视为权利的人，不愿意承担失败的责任，不愿意处理现实的问题，仅根据自身愿望判定真理与谬误、对与错、敌与友。这种与现实全然无关的愿望，将成为评估一切的标准。

我在本章之初曾经说过，人们的自欺能力使我非常困惑。现在，对于旁观者来说，我了解自欺深植于被视为权利的愿望中——换言之，存在于追求荣耀所驱动的想像力中——这些人几乎不能够辨识真理与合理化借口之间的差异。霍尼博士认为：

神经性的请求权利——是以自身之外的世界为对象；他尝试主张一种例外的权利，这是他特有的权利。他觉得自己有权和不受任何限制而生活在虚幻世界中，他实际上认为自己超越一切。他无法维系理想化的自我时，他所具备的权利使他可以将失败的责任归咎于外在因素。

你与这类人交谈时，不论你的见解多么合理与具有说服力，即使费尽口舌，他们就是听不见你的话，因为经过扭曲的现实会过滤他们的感知与认知。

自欺并不是意识的抉择，它是在潜意识系统内经过长期发展而成。在心智中，它被视为真理而受到周全的保护，唯有现实当面挑战它时，人们才会觉得受到威胁。即使如此，他们还是会诉诸于理想化的思考模式，例如“我还没有达到那种层次，但总有一天，我到达完美境界时，我会得到应有的报酬。

有一句俗谚说，“你无法改变他人的见解，他们必须自己改变。”一般来说，唯有整个世界都在他们面前崩解。唯有他们已经是无退路而只有向前时，人们才会考虑改变。我讨论这些内容，是希望你不要陷入追求荣耀的恶性循环中。不要被逼到墙角而毫无退路。

身处绝境并不是改变的必要条件。由现在开始，观察我所提的症状。一切只要面对自己的问题，并承担责任。

犯错是金融交易的一部分。现实直接向你挑战时，尽可能试问自己，你的什么行为导致这一切；这不应该以自责的方式为之，而应该将它视为是积极改变与成长的机会。

应该的暴君

根据截至目前的讨论，然能导致一项结论，自我的理想化与其造成的追求荣耀，将形成一种傲慢的自我偏执，但这是因为我们仅简略讨论追求完美的需求。假定在某种程度上，人们会建立超凡的自我形象，则在潜意识中，他们将“被迫”与这个形象并处，不论它是如何的不切合实际：

他的心智保持着完美的形象，并在无意识中对自己说，“不论你实际上是多么丑陋的生物；你应该是如此；理想化的自我才是最重要者。你应该容忍一切，应该了解一切，应该与每一个人融洽共处，应该具有生产力……因为它们都是属于无情的应该，所以我称为“应该的暴君”。

在需求完美的表面下，基本上是一种不满意与缺乏自我价值的感觉。追求完美仅是一种盾牌，以防范心智认知这种基本上的不满意。这些人仅要保持着完美的形象，并追求它，则他们便可以感受自身的价值，甚至于呈现优越感。他们自认为是人类中的少数优秀份子，愿意做必要的牺牲而使“真正的”自我实际化。他们将别人的快乐都视为是“肤浅”或“虚假”。唯有他们，以及少数“理想的女人”或“理想的男人”（这儿理想的人是希望而不曾遇见的人），才理解这类的荣耀。然而，在最根本之处，却是缺乏真实的自我价值感，而这种感觉会以不同的方式浮出表面。

在追求荣耀的所有动机中，我相信需求完美是最重要者，而它反映在应该的暴君中。真正而自我选择的价值观与目标被搁置一旁，他在潜意识中受到完美的需求所驱动，并采用一套内部指令的僵化系统，“它包括‘他’应该能够做、能够成为、能够感觉、能够知道——以及不应该的禁忌。”

每个人都需要仰赖真正的价值与反价值系统，并以其做为行为的准则，但这与上述的僵化系统之间通常都有明显的差异。所以，我们必须了解两者之间的主要差异，以辨识真正而有益的价值观与信念，以及追求完美所关联的应该或内部的指令。

第一、“应该”或内部的指令，并未考虑其可行性。人们相信他们应该同时是完美的交易者、完美的丈夫（妻子）、完美的父亲（母亲）、完美的音乐家与完美的运动选手。他们应该可以轻而易举地解决自身与他人的问题。

第二、“应该”并不考虑成就所必须具备的条件。因此，交易者可能了解，他必须具备充分的市场知识才可以有效地交

易，但他认为读一、两本书便足够了。就如同任何技巧一样，一位优秀的交易者需要长期的学习，每天专心研究，但他会故意忽略这项事实。在这种情况下，交易者不可避免地会犯错，而且无法通过学习来修正。他不会把失败归因于知识不足，而会归咎于某些的外部因素。

第三、内部指令的运作“不理睬自身的心灵条件——他当时所能够感觉或做的条件。他绝对不应该感觉受伤害、他绝对不应该感觉愤怒、他绝对不应该缺乏工作的欲望……”。“他就是对自己下达绝对的指令，完全否决或漠视实际存在的缺失”。

第四、“应该”具有抽象的性质——它们缺乏道德理想所具备的真正与自然的特质。我的意思是，“应该”本身被视为是目的，而不是达成目的的手段。

前一章曾经讨论人们对于自己设定的局限性价值观与信念。你是否察觉，在应该的暴君与局限性的联想之间存在着关联？再次地，应该的暴君会反映在你对自己与他人的对话中。

如果你对自己说“我必须”。你已经把行为的动机，由自身的宗旨与目的中，转移至外在的因素，结果你体验的并不是你自己的行为。

如果你对自己说“我必须能够”，你已经剥夺自己由错误中学习的机会——因为你会忙着责任自己的错误，而无法由客观与积极的角度来观察自己所犯的错误。

追求完美的人，试图把自身与理想化的自我形象和内部的指令视为是一体。

在意识或潜意识中，（他试图）以自己的标准为傲。他不会质疑它们的有效性，并尝试通过某种方法将它们实际化。他可能以实际行为试图实现它们。他应该是每个人推崇的对象；他对于每一件事的知识都应该优于每一个人；他绝不应该犯错；他尝试的每一件事绝不应该失败……而且，在他的心智中，他确实自认符合这些超级标准。他的傲慢甚至不考虑犯错的可能。

在一组特定的“应该”驱使下，通过遵循“应该”追求完美，他们必须严重地逃避现实。这些人要求赞美、尊敬与盲目的服从。他们可能非常慷慨而迷人，尤其是对于愿意赞美他们的新来者。他们试图征服异性、影响周遭的朋友、搜集奇珍异品……。

对于这些人来说，“他们是什么”与“他们应该是什么”，两者之间没有明显的差别。然而，不论如何尝试，他们永远必须面对一个潜在的事实：他们的“应该”实际上无法达成。

由于追求完美的需求如此强烈，他们经常希望掌握有形的成就与能力。我不希望指名道姓。但我认识几位这类型的交易员。毫无例外地，他们在自己擅长的领域内都有一定的水准，非常慷慨地分享他们的知识，个性迷人而愿意与人谈论。然而，同样毫无例外地，在某些他们认为重要的领域内，他们拒绝辩论与质疑。

一般来说，行情出现不利走势时，他们责怪市场中每个人的“愚蠢”。他们的借口经常是：“我的反应较市场快了一步”。在极少数的情况下，他们也会承认错误，但他们的犯错理由仅对于自己有说服力。我发觉他们最重要的特色之一是固执己见，不但交易上如此，对于经济、政治、人际关系或其他一切也都是如此。

我相信他们的固执可以反映潜意识中，抗拒健康的学习与成长程序的程度。由于他们主要是专注于自我的荣耀，超过某种程度的挑战将危及他们的幻想，所以便产生了固执。

将自身附着于想像而理想化的爱（love），以期解决本身的忧虑，这种情况又完全不同。追求完美的人会尽其所能遵循“应该”，而追求以“爱”做为解决之道的人，发觉自己完全无法符合内部指令。结果，他们认为如果可以达成理想的爱，将释放出内部的力量，并使他们得以符合内部指令的暴君。

我不想进一步讨论这方面的细节，这类人经常会以一种全然的认同，将自己依附某人之上，后者通常是追求完美的人。他们成为依附者，不会质疑他们依附的人。他们大多属于差劲的交易员，因为他们缺乏专注、自信心、独立判断的能力、以及遵循交易守则的决心。

对于强调“自由”的人，他们会有抗拒内部指令的倾向：

由于自由——根据他的解释——非常重要，他对任何的强制都极度敏感。他可能以被动的方式来抗拒。于是，对于他感觉该做的每一件事，不论是阅读一本书，或是与他的妻子做爱，都会变为——在他的心目中——强制，并在意识或无意中憎恶它们，使他觉得无精打采。如果他有所反应的话，都是在内部抗拒的冲动下进行。

他也可能以积极的方式反抗应该。他可能试图将它抛诸脑后，或走向相应的极端。坚持在他高兴的时候做他高兴做的事。反抗可能非常剧烈，这经常是一种绝望性的反抗。如果他不能成为虔诚、纯正与诚挚，便彻底地“坏”，乱交、说谎与冒犯他人。

不论以什么形式反抗，追求这类“自由”绝对无法成为成功的交易合，因为只要提及“纪律”他便有强制的感觉。另外，如果任何人以这种方式反抗，必然也不愿意拟定计划。

我认识的这类交易员中，个性通常都很极端。某些时候，他们可以坚持交易守则而交易得相当顺利，接着便在一笔非常庞大的交易中，损失他们三周累积的获利。似乎当他们坚持交易守则而成功的时候，将迫使他们违反交易守则，并在抗拒的心理下抛弃获利。

应该的暴君不论以什么形式呈现，都蕴含着可怕的力量。道德的强制性力量驱使暴君的子民们向前进，并由一个魅影指引：神经性的自尊。

真实的自尊 / 谬误的自尊

真正的自尊是一种成就感，它来自于达成自我实现过程中建立的价值。神经性的自尊是一种虚幻的成就感，它来自于达成一种或数种的内部指令。

神经性自尊是人无法改变的根本原因，令人停留在悲惨的境地，而非常讽刺地，这也提供他们继续向前的动力。人们试图以“应该”的成就，取代真正的价值成就，便会产生谬误自尊的结果。这是一种特殊的感觉，它来自于理想化的自我与想像的潜能。

然而，核心的自我始终存在。它不断提醒我们，追逐竹杆上绑着的红萝卜并没有任何意义。如果我们希望达成生命中期待的结果，追求的价值与目标必须反映真实的自我，以及我们与世界的关系。我们需要学习倾听自我的声音，当它说：“这里出了差错，我们必须掌握这稍纵即逝的机会。”

如果你缺乏动机达成目标；如果你认为命运欠你某些特殊的待遇；如果你认为达成目标并没有意义；如果你觉得与自己之间产生疏离；如果你发觉我在本章讨论的某些情况适用你；则你必须在最基本的层次上自我挑战，并质疑自己最深层的动机。若是如此，你将发觉谬误的自尊系统在运作着。

你有能力克服谬误的自尊。最困难而首要的步骤，是体认它的存在。挑战谬误的自尊，割舍理想化的自我形象。抛弃应该的暴君而根据真正的价值观行动，这会导致情绪上的痛苦。在追求荣耀的过程中，形成的信念与联想对你有至高的重要性，所以可能非常难以割舍。

100 万年前，我们的祖先面临危险的时候，他们的判断必须正确，否则便是死亡。相反地，在金融交易中，错误是一种不可避免的成分。谬误自尊造成的不愿意承认错误，使大多数交易者无法成功。这种基本的心理，破坏他们遵循交易守则的能力。

不论身为交易者或个人。你都有所抉择。你可以让追求荣耀的情绪主导作的行为，并忽略事实；或者，你可以认定必须通过学习才能成长，学习将来自于错误。你势必会犯错——你有时候会获胜，有时候也会失败。当你犯错的时候，你需要分析错误，并因此改变自己的行为，如此才能成长。这种程序将不断地增进你的技巧，并提升自我的价值。以一致性的态度练习，将造成真正的自尊感，并由交易中获得稳定的利润。

务必记住，你在挑战谬误的自尊，并舍弃所追求的荣耀时，其中不论涉及多么严重的痛苦，都是必要的经历，否则它们将剥夺作由真正的成长与成就中享有愉悦与宁静。运用本章与先前章节提供的知识，你可以克服谬误的自尊，并发现真正的自尊是来自于“既有潜能的实际化”。

第 17 章 追寻个人的自由

本书最初，我曾经说过，自由不仅仅代表政治上的自由它代表一种根据自己的理想与希望过活的能力，这需要一种全然独立的经济条件，唯有赤裸裸地抢劫或自身的愚蠢才可能丧失的状况。事实上，它的涵义不仅如此而已。它意味着你可以不受到经济能力的限制，尽情享受人生的欢乐。然而，你在任何情况下都无需担忧你自己与家人的生活时，更容易达成自由。

我看着我的小女儿詹妮时，总是忍不住微笑。她身上散发出一种生命的狂喜，这是很少人所具备的特质。我希望她一生都能够维持这项气质。以 12 岁的年纪，她曾经写了一首诗。其中一段即反映出这种生命狂喜的韵味：

**美好的事物很少时，不要专注于邪恶，
这个世界无需完美便能得到我的热爱。**

艾恩·兰德也以较精致的手法表达几乎相同的观点，“价值——而不是灾难——才是目标，首要的考虑，生命的动力”。

詹妮的诗与兰德的评论都蕴含着相同的精神：虽然人们与世界都不完美，虽然痛苦与灾难确实存在，但它们并不是、也不应该是生命的重点。

对许多人来说，灾难与痛苦是生命的重点。这并不是说他们会深入思考痛苦与灾难。某些人确实会如此，但一般都是情不自禁地专注于痛苦。他们花费的时间与精力不是用来追求价值，而是用来避免痛苦。这使痛苦成为生命的重点。

你不能追求负面的东西。根据定义，如果避免痛苦成为生命的重点，积极的行动便受到局限。如果你允许痛苦成为生命的主导力量，将破坏自己的思考与成长的能力。你或许会躲入表面上安全的沉闷生活里，或是追求荣耀，但两者都使你无法享受生命过程中原本存在的热情。

生命中原本充满风险。你的每一个行动，每一项抉择，其中都有错误与失败的可能。我对于这一切的体会可能较深，因为我的生活必须以客观的方式控制市场的风险。如果你无法接受风险、失败与痛苦是交易程序的一部分。你便不应该从事交易——否则作将发生亏损，或交易将是一种悲惨的活动。

身为交易者，维持心智平衡最根本的条件，是建立自己拥有信心的头寸，而且必须了解你的工作、思想与接受风险的意愿，都可能不会带来报酬。更重要的是，失败时，你必须愿意继续。你必须愿意接受痛苦，因为诚实与成长经常都伴随着它。

生命中的每一个层面都是如此。

许多人经常喜欢使用“爱”这个字眼，这使我在使用时觉得相当犹豫。然而，生命中的每一项行动都应该出自于爱，它的精义是自我的施舍。让我说清楚，我并不是说无私或牺牲的施舍，不是一种不期待回报的施舍（我认为这里不可能的），而是在施舍中知道自己可能无法得到报酬，并且在你没有得到报酬时，你还能再度施舍。

我所谓的施舍是指贡献与给予。将自己贡献给世界；在交易中提供你的产品与服务；贡献你的成就、生产力、精力、思想与观念：所有这一切都将在精神上与物质上丰富人的生命。

以这种方式施舍，你的报酬将数以倍计——不论是以金钱衡量，或是以经验的快乐来表示。这不是“给予与取得”，不是“给予而汝将得到”；这是“在交易中给予与取得”。

你可以运用你的心智施舍自己——让自己致力于学习与成长——并因此取得新的机会与经验。通过自己的行为与努力，你可以让自己拥有新的抉择与可行性。你可以让自己在市场上承担风险，并取得财务上的效益。你可以开放自己而施舍给别人，让人们了解真正的你，丢弃那原本防范他人伤害或拒绝你的保护盾牌，你将因此获得特殊的友谊回报，以及反映你灵魂的真正知己。

开放自己而承受生命的风险，这或许令人害怕，但实际上你别无其他选择。人生难免受苦。

你没有逃避风险的自由。你没有免于恐惧的自由。你没有逃避痛苦的自由。你没有不承受失败可能性的自由。然而，你有自由接受这一切为你生命的一部分，而且是最不重要的一部分。

这并不是说风险、恐惧、痛苦与失败都不重要。本书的第一篇完全用来说明如何局限市场的风险，并尽可能掌握有利的胜算。第二篇，我以相当的篇幅说明如何管理逃避痛苦的欲望，并有效地运用这个欲望。是的，它们都很重要，但问题是如何看待它们的重要性——它们的地位与综合。

追寻个人的自由，并不是说你可以不计后果，而随心所欲地做你想做的事。这并不是说生命可以免除痛苦、错误与失败。这也不是说“吞噬你的情绪”而假装它们不存在。

追寻个人的自由，意味着能够全然地施舍给你自己、工作与他人。这意味着能够建立真正的动机，控制自己的机能，例

如：避免痛苦的需求与追求快乐的欲望，并指向相同的目标。

然而，最重要者，这意味着学习享有生命过程中的愉悦。

在你追求个人自由的过程中，我希望本书能够协助你。

祝你幸运，交易顺利！

下卷导论

在《专业投机原理上卷》一书中，我简单介绍业余与专业交易者的基本投机原理。下卷的宗旨是再向前迈进一步。并提出市场分析与预测的详细研究工具。这是一本属于专业交易员的使用手册。本书内容是针对专业的交易员、希望成为专业交易员的人、以及那些热爱市场投机活动的人们。本书宗旨很简单：协助你提升交易技巧，并因此协助你赚钱。

如果希望在交易的领域内获致任何显著的成功，需要投入大量的时间与精力。所有市场都具有一项共同的特性：它们不断地改变。在任何领域内保持最高的境界，需要纪律、专注于细节、并持续地研究学习。然而，研究学习的最佳方式究竟是什么呢？交易的知识浩瀚如海，判断买、卖的最佳方法究竟是什么呢？

界定个人的哲学

回答上述问题，你需要发展出一套交易与投资的哲学。所谓“哲学”，是你对于人生与世界深信不疑的一套特定见解。你了解我的交易哲学之后，将可因此建立一个稳固的根基，拟定例行的交易决策。

我的交易哲学建立在几个基本的原则上，稍后我将解释。这些原则来自于我多年对于经济学的研究与思考。

经济学界有一个非常有趣的现象。许多智慧超凡的学者在这个领域内，发展众多的理论与学说，并提出浩瀚的研究报告支持他们的理论与学说——但众说纷纭而不相容，因为经济学并不是一门严谨的科学，其研究蕴含相当成份的主观性与个人哲学。任何人若思考经济学，或发表相关的评论，多少都会受到个人价值观与信念的影响，我当然也不例外。

本书中，你将看到我对经济学“真理”的解释，它们来自于我 28 年的交易经验与思考、我将提出一些专家们普遍认定的理论，说明那些是我反对的理论，并解释其中的理由。根据我个人的观点，某些理论是扭曲真理的谬论，它们严重影响投资的决策。如果你赞同我的看法，那很好。如果你不认同。请你以开放的心胸检验我的论点。在经济学方面，我是“奥国经济学派”的信徒；哲学方面，我是一位“客观主义者”，信服艾恩·兰德倡导的哲学。（译按：艾恩·兰德主张自由放任的资本主义，她主要是以小说的方式倡导这方面主张。）

三个指导原则

我个人哲学的主导原则之一是：大体而言，市场走势是基本经济力量运作的结果，后者又是政治活动与决策的后果。就目前（1993 年夏天）来说，有关全国医疗保健的辩论便是一个例子。国会准备进一步控制医疗产业（政治决策），这将降低医疗产业的获利能力（经济后果）。因此，医疗类股的价格下跌；在 1992 年 2 月至 1993 年 2 月之间，医疗类股的平均跌幅超过 30%。

第二个原则是由第一原则延伸而来；如果我们知道如何观察，过去的事件可以反映未来的事件。了解如何将个人的哲学应用在当前的事件上，最佳的方式是回溯过去的老实资料，建立历史的前因与后果，并分析事件发生的理由。综合与研究事件发生的根本原因，我们通常可以预测未来的事件。

不可盲目接受“专家”告诉你的一切。身为一位交易者，你相信而准备借以投机的所有看法与观后，都必须有历史事实的验证。研究历史发展，检视每一项看法，直至你相信自己已经掌握真理，并有客观的事实资料佐证。

探索真理绝对必要，因为分析错误是生命成长的根本挑战。市场中尤其如此，正确的结果可能来自于错误的判断，而在掌握绝对胜算时，却产生错误的结果。理由很微妙而单纯：市场未必具有客观性。某些情况下，它们受到主观与情绪性心理的影响。

第三项原则与反向思考有密切的关连。一位反向思考者，不一定要固执己见。这是一种不随波逐流的知识独立能力。在市场中获利的关键，是判定既有的错误信念，观察它的发展，并在他人尚沉迷于这些错误信念时，采取果断的行动。

本书主题是以历史事件预测未来；重点是以历史事实探索所有理论与事件的根本真理。后续章节内，我将提出个人对于某些历史研究获致的成功经验。

本书架构

原则的必要性，这在金融预测、市场分析与专业投机等领域内最为明显。金融交易是一个非常复杂的行业，一充满了细节、事实与数据，在没有适当原则的指引下，若希望在金融市场交易，相当于是掷股子的赌博。少数幸运的交易者，或许可以在某段期间内，凭借着单纯的运气获利。然而，对于大多数人而言，必须在无数的事实与数据中筛选，判断未来的发展，并根据这些判断投入资金。

原则是智识的滤网，以选取重要的基本知识，从事健全的市场分析与预测。智识的滤网就如同筛选稻谷一样，必须分层进行，首先筛除较粗的稻秆，让稻谷与稻穗通过；其次是筛除较细的稻秆，并让稻谷与沙粒通过；接着是筛选更细的稻谷；依此进行，最后仅留下稻谷，以便加工处理。

最初滤网的网目如果太小。会造成心智的堵塞，无法取得有效的资讯。最后的滤网，网目如果太大，会产生大多的资讯。使心智迷失在过多的细节中而无法处理。分析的程序必须采用一套正确的原则。并以适当的步骤进行，如此才可能精确地预测未来的市场行为。

第三篇 经济基本面

试图分析市场，首先必须设定目标。就专业的投机而言，我的目标始终在于累积财富。所以我的交易哲学奠定于三项基本原则上：（1）资本的保障，（2）一致性的获利能力，（3）追求卓越的报酬。我将在第 18 章说明这些观念。

在设定基本目标后，下一个步骤是培养达成目标需要的系统化知识。这就如同医生一样，在接受正式的医学教育以前，需要先接受数学、化学与生物学的训练；专业的交易员、投机者或投资者在研究进一步的知识以前，也必须先学习市场分析的基本原则。我将依次说明这些必要的原则，使你可以有效筛选重要的信息，拟定合理的市场预测，并根据这些知识交易。

不幸地，合理的预测未必便是正确的预测，也未必会带来获利的交易。因为市场是由数以百万计的决策构成，所以不可能由绝对的角度预测市场行为。你顶多仅可以运用心智的滤网筛选可能的发展，并在掌握有利的胜算时才交易。如果你能够办到这点，你便可以居于有利的地位。

然而，如何判断最可能的发展呢？你可以由一个最基本的前提开始，这也是我们先前曾经提及地：

市场走势是基本经济力量运作的结果，后者则受到政治体系当时状况主导，这又受到政客活动的影响。

这适用于金融市场的因果法则。它反映人类行为与经济成长（或衰退）之间的因果关系。不论涉及人类的多寡。基本上，经济活动是一种生产与交易的程序。生产——将天然资源运用于人类的需求与消费——是生存的必要条件。交易——自由交换剩余物品（储蓄）——是经济扩张与成长的必要条件。

不论在小型部落，或大型工业国家，这些原则都相同，交易者必须了解它们，以精确地预测未来的经济事件。分析基本的经济关系，并根据这些分析预测未来，这是属于基本分析的领域。

然而，仅凭基本分析，仅能了解未来的概况；除非是长期投资（数个月至数年），否则基本分析无法提供足够的交易资讯。这是因为基本分析并不考虑精确的时间性。基本分析可以告诉你未来可能会发生什么，却不能告诉你何时将发生。

第四篇 技术分析

市场是由个人组成，每个人都各自追求自身界定的价值。就股票市场或任何市场整体而言，唯有绝大部份市场参与者都相信即将产生变化时，市场才会产生变化。所以，第一个根本前提是：

市场参与者的多数心理状态，将决定价格走势的方向，以及发生变动的的时间。

因此，如果希望精确地预测市场趋势的变动，你必须以某种方法衡量大多数市场参与者的着法。

有关如何衡量大多数市场参与者的看法，唯一精确而可靠的方法是观察市场资产的配置。这会反映在价格模式中。由于足以造成崭新经济环境的情况相当有限，所以我们可以经济行为模式与价格走势模式之间找到相关性。这是属于技术分析的领域，也是第 24 章至第 28 章的讨论主题。

所以，我们拥有两组工具，以及其所关联的两个根本前提：基本分析的前提是“经济力量是驱动市场的力量”；技术分析的前提是“市场参与者的多数心理状态，将决定趋势变动的的时间”。

这两个前提具有不可分离的相关性。经济力量将反映人类生存的根本需求，但他们如何与何时执行这些需求，取决于个人如何配置他的资产，这些决策又受到政府诱因与规范的影响。在这个程序中，个人必须调整决策。大多数市场参与者追求类似的目标时——以其资产的累积配置衡量——便产生趋势了。大多数市场参与者决定他们的方向并不正确，趋势便发生反

转。这便是基本分析与技术分析的联系。

许多投资者在评估潜在交易时，仅采用基本分析或技术分析。这是相当严重的错误。若将基本分析与技术分析纳入整体性的投机分析方法中，不仅可以判断未来可能发生的事件，也可以掌握可能发生的时间。所以，你将可掌握有利的胜算。另外，你可以不断强化自己的知识，并提升决策在时效上的精确性，进出于中期趋势（数周至数月）而增加获利的程度。一旦可以掌握精确的时效之后，你便可以准备进入选择权的世界，追求卓越的绩效。

第五篇 选择权交易

第 29 章与第 30 章将讨论选择权交易，这是投机活动中最困难的一个领域。选择权交易之所以困难，是因为你必须非常精确地预测价格走势变动的时间、方向与幅度。然而，从正面角度观察，许多选择权策略使你可以追求卓越的报酬，只需承担有限的绝对风险。如果能够有效结合基本与技十分析，选择权是提升获利的最佳工具。

即使你不交易选择权，也需要了解它们的运作，并留意选择权市场的发展，尤其是个股与股价指数的选择权市场。自从 1980 年以来，许多大型机构都在市场中建立庞大头寸。一家机构的基金经理人可以控制数十亿美元价值的市场资产。所以，仅要一小群人便足以影响市场的中、短期价格趋势。

第六篇 交易者的心理架构

市场是最无情的裁判者。每一天，你的判断都必须接受市场的审判，收盘铃声响起时，你的判决便会自动反映在帐户内。如果你的判断有效，则可稳定地获利。反之，如果你的判断不理想，你的生存仅能仰赖幸运女神的眷顾，但她顶多仅能够照顾你一阵子。

这种无情而持续的压力，可以造成严重的心理与情绪负担。紧张的交易可以让你在生理与心理上付出沉重的代价。然而，在思想、情绪与行为上加以综合，上述的伤害在某种程度上都是可以避免的。

后 记

本书结尾，我将谈论一项很少人愿意公开谈论的主题：财富的道德观。在忙碌于资料与细节前，我们有责任记住交易的目的究竟是什么；赚钱。交易是一份艰辛的工作——我所知道最艰辛的工作。辛勤工作的人有成功的资格，全然没有感觉歉意的必要。

如果你曾经阅读我的第一本书，那么我要感谢你协助它成为畅销书。各位在本书可能会发现一些赘言，我希望在此表示歉意。原则上，本书是第一本书的延伸。但为内容的完整性，部分的重复是必要的。

本书虽然提供许多知识与信息，但金融交易毕竟是一种艺术而不是科学。本书的内容或许可以让你掌握优势而获得卓越的绩效。但绝对无法保证永远的成功；你必须接受一项事实：失败是分融交易的一部分。

第三篇 基本分析

第 18 章 健全投资哲学的基本原则

在一本有关投机的书籍中，采用“哲学”这个名词似乎有些文诌诌，尤其是当你回忆起大学中那些象牙塔式的哲学课程。我所谓的“哲学”，是指原有的意义而言“爱好智慧或爱好知识”。这使哲学深具真实感，它是一种追求真理的态度。如果我们没有足够的知识，如果我们无法界定目标，并利用知识追求目标，真实的世界就像一座巨大的垃圾处理机一样地吞噬我们，并把我們抛向失败。在金融市场投机或投资也是如此。

狭义来说，哲学是指“某知识或活动领域内的一般性原则或法则”。在投资的领域内，哲学是由三项原则所构成。按重要性的先后秩序排列如下：

- 1 资本的保障。
- 2 一致性的获利能力。
- 3 追求卓越的报酬。

由这三个综合性原则做为基石与指标，便很容易建立专业投机与投资的完整方法。

资本的保障

萨姆·巴斯的赚钱第一法则是：“不要发生任何亏损。”由投机的角度而言，我赞同这个说法，但你首先必须拥有财富。然而，对于那些不曾继承祖产的人而言，赚钱的第一法则是：生产。人类为了生存必须生产，这是无法逃避的事实。可是，为了繁荣与成长，我们的生产必须超过我们的需求，并储存以供未来消费或投资于其他的生产。投资的储蓄是——根据定义——资本储蓄，或简称为资本。

为了交易，你必须拥有属于自己或他人的资本；每当交易时，你的资本便必须承担风险。身为一位市场的专业交易员，为了求取生存，交易判断的正确程度至少必须足以维持费用与开销，而不至于消耗你的投资资本。换言之，在最低程度内，为了继续经营，你必须保障资本。这看起来似乎是当然的道理，却太容易被忽略了。

资本保障的原则蕴涵着一项意义，在投入任何潜在市场活动以前，风险应该是主要的考量。唯有在潜在风险的前后关联中，才能根据潜在的报酬拟定市场决策。这便是分析风险 / 报酬的真正涵义。在适当的运用之下，这项原则不仅可以评估是否应该步入某项交易或投资，也可以判断应该涉入至何种程度。所以，保障资本——“不要发生任何亏损”——是有效资金管理的根本。

在市场活动中，以风险为主要考虑因素，将迫使你由绝对——而非相对——的角度评估绩效。对于许多投资者与基金经理人，他们的观点并不是如此。他们的目标是“优于一般水准的绩效。如果市场价格平均下跌 15%，他们的投资组合下跌 10% 这项表现便被视为是成功。这种态度不仅是为不理想的绩效寻找笨拙的借口，也扭曲基金经理人的风险管理能力。

就绩效来说，真正的问题仅有一个：“我是否赚钱？”如果答案为肯定，就可以增加风险资本的百分率。如果答案为否定，则应该减少风险资本。其他任何方法最终都将消耗资本。

以一般性原则来说，任何一笔交易之中，我的报酬——风险比率至少是 3：1。唯有当上档的最小潜在获利，至少 3 倍于下档的最大潜在亏损时，我才会交易。至于潜在获利与亏损的衡量，则是考虑基本分析与第 9 章的风险 / 报酬分析。此外，在新会计期间之初，不论一笔交易的潜在获利多高，我仅投入少量的资本，任何一个头寸的规模绝对不超过既有资本的 2%—3%。假定我以 3% 的资本承担风险，并连续发生三笔亏损；再假定我在第四笔交易中获得预期中的 3 倍利润，我的交易帐户仅会出现 0.5% 的亏损，请参考表 18.1。

如果你的每笔交易，风险 / 报酬比率至少是 1：2，你可以适当控制风险资本，则每三笔交易仅需要成功一笔（不是四笔中一笔），你便可以处于获利状态。

表 18.1 资本保障的功能

交易	可用 总资本	风险资本 (3%)	盈亏	资本盈亏	绩效(%)
1	100.00	3.00	亏	(3.00)	-3.00
2	97.00	2.90	亏	(2.91)	-5.91
3	94.09	2.82	亏	(2.82)	-8.73
4	91.27	2.74	盈	8.22	-0.51
5	99.49				

一致性的获利能力

如果你能够前后一致地引用资本保障的原则，做为资金管理的基础，自然会拥有一致性的获利能力。所以，第二原则是第一原则的自然延伸。可是，就这个原则的本身考虑，一致性的获利能力可以提升资金管理 with 资产配置的效率，使你保障资本，并确保获利能力。资本并不是一种静态的量——它会增加或减少（交易的盈亏）。为了使资本增加，你必须要有—致性的获利能力；但为了要有一致性的获利能力，你必须能够保障获利，并减少亏损。因此，你必须不断评估每笔交易决策的风险与报酬关系，根据累积的盈亏调整承受的风险，如此才可以增加稳定成功的胜算。

例如，假定你采用最低为 1:3 的风险 / 报酬比率，而每三笔交易中有一笔获利。你以起始资本的 3% 开始交易。随后以可用资本的 3% 交易。交易帐户由亏转盈时，你便将 50% 的获利存至银行，而且在该会计期间不再动用存入银行的获利。在这些假设之下，你的交易记录可能类似如表 18.2 所示。

在整个会计年度中，假定你都依此方式交易，而且每年仅进行 30 笔交易，则你的年度报酬率为 27.08%。请注意，在每一笔交易中，你的风险资本绝不超过既有资本的 3%。

这虽然是一个高度简化的例子，但它充分显示资本保障与一致性获利能力的功能。在现实世界中，你可能连续亏损三笔交易，其次连续获利二笔交易，接着又发生五笔亏损交易，然后在五笔交易中又获利三笔。总之，如果你引用上体资金管理的方法，并在 1/3 的交易中获利，结果便非常类似于表 18.2。

请注意，表 18.2 中可用资本栏的数据非常稳定。最大的跌幅为 5.91%，只要你可以保持 1/3 的获利机率，最大的损失便是这个程度。另外，经过十笔交易后，你的可用资本仍然约等于起始资本，但这是因为你在追求获利的情况下，又兼顾资本的保障。

即使你的获利机率不是 1/3，但仅要局限每笔交易的风险资本，你永远都有可供操作的资本。例如，假定你仅以可用资本的 3% 交易，当你连续亏损 30 笔交易后，你仍然保有起始资本的 40% 这总比损失一切来得理想。

表 18.2 一致性获利能力的功能

交易	可用总 资本 ^a	风险资本 (3%)	盈亏	资本 盈亏	总绩效 (%) ^b	累积保 留盈余
1	100.00	3.00	亏	-3.00	-3.00	0.00
2	97.00	2.91	亏	-2.91	-5.91	0.00
3	94.09	2.82	盈	+8.47	+2.56	1.28
4	101.28	3.04	亏	-3.04	-0.48	1.28
5	98.24	2.95	亏	-2.95	-3.43	1.28
6	95.29	2.86	盈	+8.58	+5.15	3.85
7	101.29	3.04	亏	-3.04	+2.11	3.85
8	98.25	2.95	亏	-2.95	-0.84	3.85
9	95.30	2.86	盈	+8.58	+7.74	7.72
10	100.01					

a 可用总资本 = 起始资本 + / - (盈 / 亏) - 保留盈余。

b 总绩效 (%) = (总盈余 [亏损]) / (起始资本) × 100%。

请留意总绩效栏。虽然每三笔交易中，都会出现正、负的数据，但随着交易的进行，负值愈来愈小，正值愈来愈大。如果可以保持至少 1 / 3 的获利机率，并以这种方式管理资金，总绩效最后将呈现稳定的正值。假定你对于行情的判断具有合理的精确性，一个管理完善的帐户至少应该具备这些特性。

在会计期间内，每当你由亏转盈时，便将总裁利的 50% 存入银行，不仅可以增加你的可用资本，而目还可以提升总绩效栏保持正值的几率。实务上，只要总绩效维持正值，你可能会把每笔获利交易的 50% 净利润存入银行，这并不会使结果产生重大的影响。这项措施的重点是，绝不可以把所有的获利全部用来承担风险。当然，你的获利头寸可以加码，但应该提出部分的获利。虽然实务上还必须考虑税金的问题，但上述的基本原则仍然有效。局限你的风险，保留一部分的盈余，则获利将会累积。一旦你的获利程度到达相当的水准之后，则可以开始追求卓越的报酬。

追求卓越的报酬

进行一笔交易时，它都可能带来卓越的报酬。你当初设定的 3: 1 报酬，结果可能成为 5: 1 或甚至于 10: 1。这固然相当不错，但并不是我希望阐述的观点。“追求卓越的报酬”是以较积极的态度来处理风险，但仅以部分利润为之，绝不动用最初的交易资本。

对于大多数交易者来说，所谓“以较积极的态度处理风险，它的涵意可能是指改变根本的风险 / 报酬准则。恰好相反，不论在任何情况下，都绝对不可以忽略或低估潜在的风险。获利一旦取得之后，便应该被视为是资本而加以保障。可是，当你获得相当程度的利润以后，可以考虑以部分利润增加头寸的规模。如果你能够成功，可以大幅提升绩效。万一失败，你的总绩效仍然处于获利状态，并继续追求一致性的获利能力，等待交易帐户再度到达可以承担高风险的水准。

在追求卓越的报酬时，我偏爱采用选择权。选择权可以让你局限下档的绝对风险，但通常可以提供上档的可观潜能，尤其是当价格波动剧烈时（选择权的细节将于第 29 章解释）。我将以个人经历的例子说明此观念，虽然我错失了这个机会。

在 1991 年 11 月 14 日星期四，因为参议院提案准备设定循环性利率的上限，因此我以传真方式建议客户做适当的反应，内容如下：

昨天，参议院在银行法案中紧急附上一个追加条款，并以 74—19 票通过设定循环信用利率的上限。由于银行与其他大型发卡机构被认为有剥削消费者的行为，该条款的主要推动者阿方斯·达马托参议员建议，在国税局设定的惩罚性利率之上应该再设定一个 4% 的上限。目前，建议的上限利率为 14% 远较实际的平均水准 18.94% 低。根据达马托参议员的估计，消费者将可因此节省 75 亿美元以上的利息。

政治家认为，这将有刺激的作用，我的看法恰好相反。事实上，如果法案在众议院通过，我相信 10 月 9 日的低点将守不住.....

我的推理如下：

1 犹如限制价格的政策一样，历史上有关限制利率的政策都证明会造成供给面的缺乏。就目前的经济环境来说，非常不适宜于采取紧缩性的信用政策。

2 银行与其他机构在目前最具获利性的营业项目中，将因此减少大约 26% 的利润。

3 没有这部份的收益，银行与发卡机构会降低信用额度，新卡发行的征信也将更为严格。许多借东还西的信用卡持有者将破产，发卡机构将吞下苦果。

4 因此，消费者的负债将加速收缩，并严重影响消费者支出。经济复苏将停顿，股票价格将下跌——如果不是暴跌的话。

在达马托法案的冲击下，银行股今早开盘时向下跳空。AVANTA 由 38 1/2 至 29 1/2（这家公司承保储蓄存款、信用卡债务与信用卡的保险，而目也发行信用卡）。我想，这仅是征兆而已，一旦法案正式通过后，可能足以戳破店头市场的投机泡沫。

星期四下午（选择权到期的前一天）盘势开始转弱的时候，我根据自己的建议以 125 美元的价格，买进 150 口履约价格为 370 的 OEX 卖权选择权（当时 OEX 股票价格为 371 译按：选择权的价格是 100 股为单位）。非常不幸地，我当天下午必须飞往迈阿密。在飞行途中，“道琼指数”上涨 15 点。到达迈阿密时，我查阅价格而发现收盘走势较我所预期的情况要强劲得多。我知道自己隔天无法监看盘势，所以我指示公司的助手，如果 S&P 期货隔天开高，便把我的头寸平仓。S&P 确实开高——两档，这也是当天的高价。虽然其他指数都开低，但我的助手还是忠诚地执行我的指令，以每口合约 50 美元的亏损平仓。非常令人懊恼地，当天我经常查看盘面，我知道如果我在办公室里，绝对会继续持有头寸。星期五价格一路挫跌。最后，我曾经拥有的卖权选择权以 1500 美元做收，我损失 206250 美元的潜在利润。由某个角度来看，这趟来迈阿密的代价

实在太高了。还好，我也为客户买进 12 月份的卖权选择权，这部份的头寸并没有平仓。可是，我自己的帐户则.....

我以这个范例作为反面教材。我当时并不希望追求卓越的报酬，我是以正常的态度交易：风险 / 报酬的关系很不错，我不希望损失整个头寸，所以根据一个通常有效的法则交易，但当时我的心态如果更积极一些，给这个头寸多一会儿时间，我将愿意承担更高的风险；就这个例子来说，这代表 1100% 的报酬。嗯.....

结论

保障资本、一致性的获利能力、以及追求卓越的报酬，这虽然是三个单纯的原则，但三者合并便可以成为是金融市场获利的起点与一般性指引。它们之间具有前、后的秩序——保障资本将造成一致性的获利能力，有了一致性获利能力才可以追求卓越的报酬。

然而，若希望将这些原则付诸实现，我们需要更多的资讯。例如，保障资本必须克制潜在报酬的诱惑，并以风险为主要的考量。可是，风险究竟是什么呢？风险又如何衡量呢？为了回答这些与其他许多问题，我们必须尽可能学习市场行为的原则。第 19 章将学习最根本的资讯：市场预测的根本经济原则。

第 19 章 市场预测的经济原则

乔治·索罗斯可以说是金融圈内的奇才。我最近刚获知他所赖以成功的秘密。在对“货币研究与教育委员会”的一篇演讲中，前巴伦氏杂志的记者约翰·利斯科引用索罗斯的评论做为演讲的总结：

经济历史是由一幕幕的插曲构成，它们都是奠基于谬误与谎言，而不是真理。这代表赚大钱的途径。我们仅需要辨识前提为错误的趋势，顺势操作，并在它被拆穿以前及时脱身。

这是一段令人沉痛的评论。索罗斯是投资界最伟大的心灵之一，他竟然公开表示，最佳的赚钱方式是利用一些建立在谬误与谎言之上的趋势。

这听起来或许有些讥讽的意味，但我无法不认同其精义。为了辨识谬误的前提，你必须以真理反驳。然而，大多数投资人愿意根据谬误来行为，他们必然将其视为是真理。所以，索罗斯的评论蕴含另一层面的意思，如果你希望赚大钱，你需要了解经济学的根本真理，环顾四周，寻求那些否认这些真理的趋势，顺着趋势操作，并在绝大多数市场参与者即将发现他们被欺骗以前，迅速脱身。

我在“导论”中曾经提及，市场分析与预测有两大基本原则，索罗斯的评论便相当于是这两项原则：

1 市场走势是根本经济力量运作的结果，后者受到政治体系当时的状况主导，这又受到政客活动的影响。

2 多数市场参与者的心理状态，将决定价格走势的方向，以及发生变动的时间。

我长久以来便隐约地了解这两项原则，但我最大的缺失便是太过于重视第一项前提，而忽略第二项，尤其是在 1990 年与 1991 年。例如《纽约时报》在 1991 年 4 月 10 日报导，全国主要的经济学家有 70% 预测经济即将开始复苏。我不知道其余 30% 的经济学家有何看法，但我深信这 70% 的“专家们”是错误的。我知道经济状况在 1991 年顶多仅会出现缓慢的成长，我在 5 月 13 日的巴伦氏杂志中也是如此表示。

我所持的理由如下，政府在经济衰退的环境下实行高税率的政策，并严格规范银行的放款。这将造成持续性的经济衰退或停滞，而不论联储的利率政策如何。我认为，单纯地调降短期利率无法带动长期利率下降——后者是任何信用扩张的先决条件。我主张，以宽松货币政策来刺激经济的任何措施，都将引发债券市场对于通货膨胀的恐惧，并推升长期利率。配合着许多其他的论证，我认为：

种种因素都显示，1991 年将呈现缓慢的成长，如果能够成长的话。没有任何的根据可以支撑目前的股价水准.....。我虽然了解，将股价驱动至目前高点的理由何在，但我怀疑市场所预期的经济复苏是否会发生。我们终究会看到经济复苏，这没有问题..... 但它恐怕不会很快出现，即使出现，劲道可能相当有限。

我发表这段评论时，克林顿已经取代布什入主白宫，而众人心目中的首要课题都是经济问题。自从 1989 年 4 月份以来，联储调降短期利率的次数已经超过 24 次以上，将联邦基金利率一度由 9.75% 调降至 3.0% 左右。同一期间，长期债券殖利率仅小幅下滑，游走于 7.5% 至 8.0% 之间，而银行的放款仍然紧绷。就在几个月以前，消费者信心的水准甚至低于 1982 年经济衰退的谷底。国会并未就是否应该刺激经济而辩论，问题仅在于如何与何时，此时的想法与 1991 年截然不同，当时的思考重心在于控制赤字（当然，议员们绝不会承认错误）。主管当局普遍恐惧经济衰退将持续发展。换言之，我的预测正确无误。

虽然我的经济预测正确无误，但我并未在股票市场中获得合理的利润。我认为，股票价格平均来说已经“高估”，所以我不愿意大量买进。然而，由于我拒绝参与，所以我错失大获利的绝佳机会，尤其是店頭市场。我强烈地认为，店頭市场的涨势纯粹仅是泡沫而已，也是索罗斯所称的“谎言”。然而，我并未如索罗斯一样挑选个股，充分运用市场认定的谬误。事后回想起来，我确实应该如此。

这使我想起一部很老的电影生中那提后生，它是由史蒂夫·麦昆与爱德华·罗宾逊在演。两个人都是职业赌徒——扑克玩家。罗宾逊是当时所公认的第一好手——众人希望打倒的人。史蒂夫·麦安昆则饰演一位后进的赌徒，他希望成为第一号扑克好手。在接近电影尾声的时候，史蒂夫·麦昆终于与爱德华·罗宾逊同桌一在经过几小时之后，台面上只剩下他们两个人。

他们是玩五张牌的扑克，先发一个覆盖的牌，再发一张掀开的牌，经过一轮的叫牌，然后在发一张掀开的牌，再叫一轮牌，依此类推，直至成为一张覆盖的牌与四张掀开的牌，并做最后的叫牌。在发了三张牌的时候，辛辛那提小子所持的两张掀开的牌是一对 10，罗宾逊则是方块 Q 与 K。辛辛那提小子的一对 10 叫牌，罗宾逊又加高赌注，显示他覆盖的牌是 Q 或 K

——比 10 大的一个对子。麦昆跟进，第四张牌发下来——麦昆是一张 A，罗宾逊是一张方块 10。再次地，双方下的赌注都很大，现在的情况趋于明朗化，罗宾逊可能希望拿同花或同花顺。同花顺在扑克中是非常罕见的一手牌。

第五张牌发下来的时候，麦昆拿到另一张 A，罗宾逊则是方块 10。麦昆现在掀开的四张牌是两个对子，罗宾逊则是方块 10、Q、K 与 A。因为我本人也非常擅长扑克，所以我可以感觉这手牌的紧张程度。你知道吗？在发四张牌之后，罗宾逊几乎全无胜算。根据当时的情况，胜算完全站在安昆这边，他能够获胜的胜算仅为 1：649700！

双方来回不断加高赌注，最后麦昆仅是跟进。于是，他们掀开底牌，麦昆是一张 A，而持有 A 带头的富尔豪斯。可是，罗宾逊则是方块 J，而持有 A 带头的方块同花顺——扑克中最大的一手牌，也是当时唯一能够赢麦昆的一手牌。

当罗宾逊站起来的时候，看看麦昆而说道：小子，这一切便是在正确的时机，采取错误的动作。”

不论由那个角度来说，在 1991 年初的市场下赌注绝对是一种罕有胜算的做法。虽然如此，但那些下赌注的人获胜了。至于我，我觉得自己像辛辛那提小子一样——在错误的时机，下正确的赌注。

本章的宗旨是列示必要的基本知识，使你能在正确的时机，采取错误的动作；换言之，如何辨识一些创造上档或下抽赚钱机会的经济谬误。然而，在辨识经济谬误之前，你首先必须了解那些主导市场行为的必然经济力量。不幸地，这并不简单。

在经济学的领域内，最危险的经济谬误便是误解经济学的研究宗旨。经济学几乎已经被局限为研究政府经济管理的学问；换言之，政府应该由何处征收多少民间的资源，而分配至其他个人或经济部门。

在凯恩斯所谓的新经济学中，他正式赋予这些经济谬误以准科学的地位，这些观点就像人类的文明一般地古老——这也是索罗斯所谓的谬误。凯恩斯提供各种合理化的借口，使政府得以干预自由市场，使政府得以控制货币与信用的供给，使政府得以采用不负责任的赤字政策，使政府得以采用通货膨胀的扩张。除了少数人之外，经济学界将这些谬误视为是当然的公理，并将它们衍生为极度复杂的系统与数学方程式，这使得最明显、最根本、最重要的经济议题因此被模糊了。

经济学的定义

经济学是一门研究人类某些行为的学问、根据经济学家米赛斯的定义，“它是一种科学，以研究如何运用手段达成选定的目的——它并不是讨论有形的事物；它的对象是人类，他们的意义与行为。”换言之，经济学是研究人类为了达成目标，运用的工具、方法与行为。

米赛斯的经济学论着超过 20 本，但你在大学教科书中几乎没有见过他的名字。阿拉巴马州的奥本大学与内华达大学是少数例外，这两所大学都倡导奥国学派的经济学。《人类的行为》是米赛斯最著名的作品，厚达 900 多页，相当不容易阅读。海耶克是他最著名的学生，曾经获得诺贝尔经济学奖。奥国经济学派主张，个人的自由，全然自由的市场经济，金本位制度，价值的主观性质。有关经济的短期与长期运作，奥国学派的理论最为精确。

生存是最根本的目标。对于生物来说，生存主要是一种自动的程序，而生与死基本上是由环境——而不是通过抉择——决定。然而，对于人类来说，生存是取决于意识的运作；更重要者，生存是取决于选择而追求足以提升生命的价值。我们不应该仅发现与选择生存必要的事物（米赛斯所谓的“目的”），而目也应该注重如何取得它们（米赛斯所谓的“手段”）。

在米赛斯对于经济学的定义中，“选定的”是一个关键的概念。人类必须透过选择来学习、生存与成长。每个人——除非他选择让自己成为寄生者——都必须学习如何评估既有的手段与目的、选择、采取有效的行动，以提供自己的生存。

不论个人的经济哲学如何，任何经济观都必须具备某些根本的程序：

- 评估。
- 生产。
- 储蓄。
- 投资。
- 创新。
- 交换（交易）

我相信，这些程序最初都发生在个人层次上，其次才发生在整体的社会。犹如我在上卷中的评论：

以丹尼尔·迪福笔下的鲁宾逊为例……漂流至一个只有食人族的荒岛上，鲁宾逊首先设计一种方法，以取得较目前所需更多的食物，并将它们储存起来，如此他才可以设法取得其他的必需品。他利用节省的时间建造住所，布置设备以防御土著的攻击，并制造衣物。然后，透过辛勤的工作、独特的创意、以及时间的管理，他简化取得必需品的程序，并在时间允许的范围内，制造其他的奢侈品。

在提高生活水准的过程中，关键在于：评估、生产、储蓄、投资与创新发明。他评估当时可以掌握的目标与方法，并

根据他的需要来做最适当的选择。对于他所追求的每一项事物，是根据许多因素判断其价值：对于需要上迫切性的感觉、追求它需要具备的方法、以及所需花费的机会成本。他生产生存上的必需品，并加以储蓄，所以他可以投资精力生产需要或想要的产品。每一事物的价格，是他评估自身的需求而愿意花费的精力与时间。他的活动是一种交易的行为，从事某项活动而放另一项活动，其机会成本之间的差异便是他的利润。如果他判断错误，他将遭逢损失。他安排与管理每一步骤的时间；他根据短期、中期与长期的考量来选择。透过技术的创新发明，生活必需品的成本（以所需支付的时间与精力表示）将降低，他能够投入更多的时间与精力来追求“奢侈品”。

一个复杂的工业社会就如同漂流到荒岛的个人一样，必须根据基本的经济学原则来求取生存。假定个人与社会适用的经济根本原理并不相同，这是最严重的谬误。对于任何有效的经济学原则来说，它首先便可以适用于个人。唯有如此，它才可以被延伸至社会整体。评估、生产、储蓄、投资、创新与交换等程序，这是个人求取生存的必要原则。由这个前后关联来了解，它们在任何层次经济分析的基础。

生产的重要性

在凯恩斯学派的影响下，政府掌握大部分权力，决定以何种手段达成何种目的，所以经济学已经被矮化为研究政府干预市场的学问。根据凯恩斯学派的说法，生产的驱动力量（换言之，人类经济成就的驱动力量）是总需求——消费的欲望，这是以可支配所得的金额来衡量。凯恩斯认为，政府仅需要谨慎地提高每个人的货币所得，便可以刺激总需求。这种情况下，企业界会提高生产，消费者会增加支出，而国家的财富（以GDP来衡量）便会累积。

根据我个人的看法。“总需求决定生产水准”的观点完全错误。就个人单独而言。他不能透过增加需求或消费来累积财富。事实上，假定其他条件不变。鲁宾逊在荒岛上如果增加需求，并增加消费量，则他是踏上自我毁灭的道路，减少未来的生产能力。这个道理也适用于“整体”，而不论其规模与复杂程度。

经济成长是由一系列的链环构成，生产是最初的一环——人类生存的根本条件。然而，仅倚赖生产并无法导致成长；成长需要储蓄。

储蓄，投资与科技创新

工资并不是由雇主支付，他仅是过手金钱而已。工资是由产品所支付。——亨利·福特

生产是经济成长的先决条件；产量不仅必须满足生存的立即需求，而且还必须有剩余的存量来供未来的生产。换言之，在经济得以成长以前，必须有剩余来供储蓄之用。储蓄有两种形式：单纯的储蓄，这是保留未消费的产品以供未来之用；资本储蓄，这是将储蓄的产品直接用于未来的生产。在经济得以成长以前，这两种形式的储蓄都必须先存在。

单纯的储蓄是针对自然环境的防范行为，下论这种环境是指自然界或人性而言。在简单的层次上，单纯的储蓄可能是搜集蔬菜水果以供冬天之用。在较复杂的层次上，单纯的储蓄可能是企业的保留盈余，这可以用来渡过经济不景气的时机。在上述的两种情况中，单纯的储蓄是以目前的物质储存为手段，并用于追求未来的目的。

资本储蓄是来自于单纯的储蓄，而投资于未来的生产程序。以最简单的例子来说，今年所保留的种子以供来年播种之用，便是资本储蓄。由较复杂的层次来说，企业界以保留盈余购买机器设备，这也是资本投资。

不论由何种层次分析，资本储蓄都涉及另一项重要的生产要素——科技创新。在储蓄可以被配置于未来的生产程序之前，在它们可以成为资本储蓄之前，必须存在两个先决条件：第一，足够的单纯储蓄以供投资于其他用途；第二，未来生产的手段（方法）必须存在。假定确实存在足够的单纯储蓄，发展未来生产的手段则需要科技创新。

就目前的环境来说，我们将科技视为是电脑晶片与电子零件。然而，创新发明实际上是指任何型式的新知识运用；换言之，任何运用资本储蓄的新方法。由鱼钩乃至太空梭，人类在物质上的任何成就都是由科技创新与资本储蓄结合而成。换言之，我们现在的发展是奠基于前人的储蓄与创新发明。

在经济发展的每一个阶段，某些人必须设法重新结合与重新安排自然资源与制造要素以创造新的产品，或以更有效率的方式生产既有的产品。然而，知道如何创造并不足够，还必须解决以什么来创造的问题。“以什么”便是资本储蓄。在这种意义下，资本储蓄与投资资本便完全相同。

所有的新生产程序都是如此。企业家思考如何运用资源于未来的生产、另一群人则投资其时间或物质的储蓄，以实现企业家的构想。在这种投资行为中，他们承担风险。如果他们的投资成功，则可以创造新的产品与服务，并收取效益（利润），这是他们让储蓄承担风险换来的结果。如果投资失败，他们将蒙受损失，损失先前生产的東西；换言之。储蓄被消费了。

请留意，我使用的都是经济学中最寻常的名词，甚至未采用货币或信用等字眼。就根本的经济学原则来讲。生产、储蓄、投资、资本 利润与损失等观念都与货币和信用没有关连。货币与信用仅是一些科技创新，它们使生产与经济成长的链环得以发挥较高的效率，较容易管理，较容易衡量。

不幸地，许多经济学家把货币视为是财富，把信用视为是一种新形式的财富。经济系统演化至相当复杂的程度时（类似我们现在的经济系统）。货币与信用确实有其必要性，但它们并不是经济成长的先决条件。在一个复杂的市场经济中，记帐、评估与交易都需要仰赖货币，信用则是交易累积储蓄的一种手段。第 20 章将详细处理这方面的问题。

截至目前为止，我们尚未讨论经济分析上的两项重要原则：评估与交换。

评估与交换

我们为什么要生产？我们如何决定生产什么？我们为什么要交易？我们应该交易什么？我们如何决定何时消费，何时储蓄或投资？这些问题的答案相当复杂，但很重要。

对于独居在荒岛的个人来说，这些问题的答案较单纯。面对着实际的生存问题，鲁宾逊有两项根本的选择：生产或死亡。一旦他决定生产以后，他必须根据重要性的先后秩序来排列需求。这很简单：食物与居所。然后，他的选择便逐渐趋于复杂。他应该先尝试捕鱼，或采集水果？一旦他找到食物以后，是否应该储存一些，以便腾出时间建造住所；或者，他是否应该以半天的时间寻找食物，再以半天的时间建立住所？住所完工之后，他可以开始制造工具。他应该制造钓鱼杆或鱼网？他应该在太阳下来晒鱼干，或建个炉灶来熏鱼……

在每个步骤中，鲁宾逊都必须评估可供选择的手段与目的，并挑选他认为最能够满足需求的事物。他的选择便是交换或交易。事实上，鲁宾逊是与自己交易，以较不需要的事物交换较需要的事物。他的思考程序可能如下：

嗯，生产确实很辛苦，但总胜过死亡，所以我应该以生产换取生存。新鲜的水果虽然味道较美，但我不愿意半夜被冻醒或受风吹雨打。所以，我想我应该花几天的工夫收集食物，然后以一整天的时间建个住所。钓鱼杆虽然较容易做，但鱼网可以捕到较多的鱼，所以我还是应该多花点工夫做鱼网。每个选择都代表一种风险，他可能因此而蒙受利益或遭逢损失。

没有其他人，没有市场，没有货币，鲁宾逊必须根据基本的经济学原理来求生。他必须辨识可供选择的方案，赋予它们价值，选择追求的对象，决定消费多少而投资多少，是否应该让时间与储蓄承担风险；这一切都是交易——以较不需要的事物交换较需要的事物。将鲁宾逊的选择延伸至较复杂的社会，这些基本原则并不会发生变化。评估、生产、储蓄、投资、创新与交换等基本程序仍然相同。经济架构愈趋于复杂时，愈必须记得：价值终究是一种主观的概念——取决于每位市场参与者的独特前后关连与评估程序。

市场是由个人构成。个人会根据其天性而采用鲁宾逊在荒岛上运用的程序。犹如鲁宾逊一样，他们都可能犯错；不论在个人或群体的层面上，他们都可能犯错。价值的感知是驱动个人或群体采取行动，进行交换的根本动力。

价值的主观性质

价值并非储藏于被交换的商品之中，也不是储藏于投资的对象之中。价值是一种主观的衡量，它可以分为两种类型。消费者价值是一种心理关系，它介于个人对于欲望的概念与个人认定某商品满足此欲望之程度的概念。投资价值是介于个人对于贵与贱之概念间的一种心理关系，这是根据主观的判断评估某对象之价格升值的可能性。

风险是可以衡量的概念，不确定性则否！风险是某事件发生与不发生之几率的比率。若希望成为一位成功的交易者，必须能够区别这两个概念。

身为一位专业的投机者或投资者 当你发现绝大部分市场参与者在判断上都发生错误时，这便是我所谓的“索罗斯式机会”，这是一种你可以运用根本经济智慧来获利的机会，但你必须确实了解市场大多数人的看法。

例如，1991 年全年，经济情况相当疲软。类似如 IBM 之流的股票，价格尚低于 1987 年崩盘后的低点，本益比为 10 到 12 倍。美孚的殖利率曾经到达 5%，但因为石油类股的价格下跌，所以本益比也为 11 倍而已。然而，所谓的成长型股票，其殖利率则低至 2% 以下，本益比则高达 30 或 40 倍。以 Merck 为例，其本益比为 37 倍，殖利率为 1.5%，而股价仍居于历史高点附近。另外，Amgen 发生亏损，而本益比为负 1500 倍。例子还有很多，但我想我已经把重点表达出来了。完全不考虑本益比或殖利率，市场参与者不断买进高科技的生化股、药品股、或任何具有盈余成长或成长潜能的股票。

由于市场的价值观发生变化，这种趋势已经产生了一些转变。如果行情开始崩跌，市场的观感将彻底改变，高本益比的股票将受到最严重的打击、以图 19.1 的 PSE&G 为例。在 1928 年，PSE&G 曾经创下 137.5 美元的高价，每股盈余为 3.93

美元（本益比为 35 倍），股息为 3.40 美元。1932 年每股盈余为 3.46 美元，股息为 3.30 美元，而股价则为 28 美元。这家公司的结构与盈余都没有明显的变化，但市场的价值观却发生重大的变化。

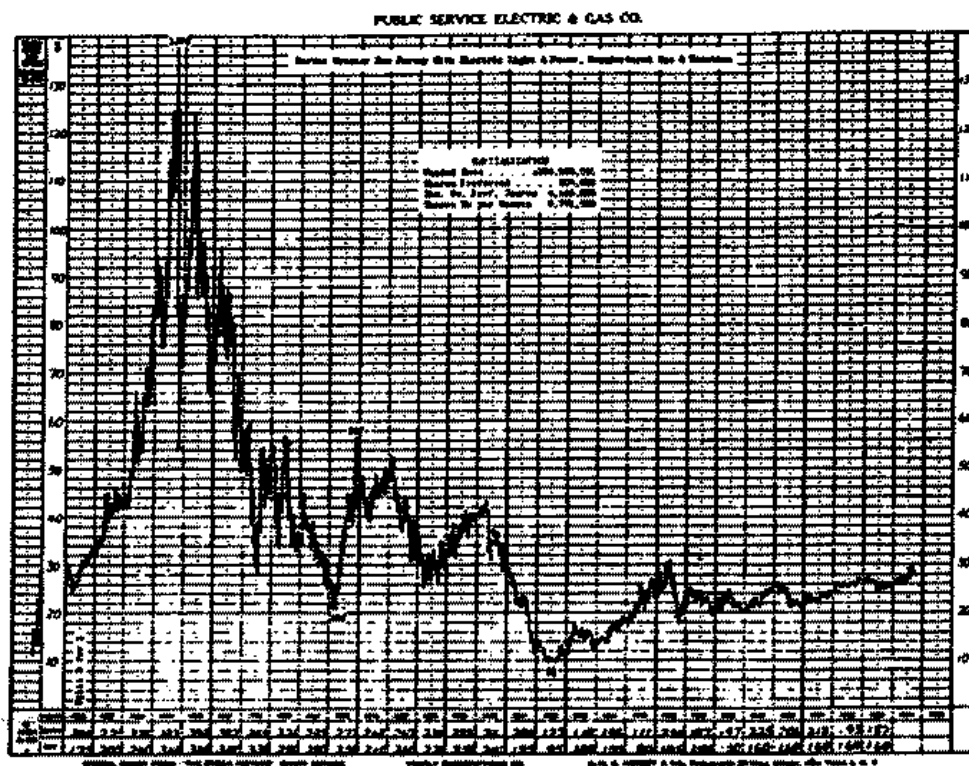


图 19.1 PSE & G 股价走势图

这蕴含着两项启示。第一，分析家认为某支股票的“价值合理”时，务必记住，价值究竟如何，唯有市场说了算。价值是一种主观的东西，它不断变化。重点仅在于市场是否认同分析家的评估，就是如此而已。第二，如果你相信某支股票或某个类股的“价格高估”，你必须确定你的分析已经把市场中绝大多数人的看法考虑在内。戴高乐曾经说过：“条约就像玫瑰花与年轻的女孩一样，唯有当它们持续有效时，它们才持续有效。”将“条约”换成“趋势”，这句话仍然有效。有一条古老的交易法则说道，“情况没有变化时，便没有变化，这是绝对的真理。不可把市场远远地抛弃在后。接受索罗斯的劝告。顺着谬误的趋势交易，而在真相大白以前离开。”

经济价值的性质

许多错误与误解都是源自于不能体会价值的主观性质。“某人的利益必然是来自某人的损失”，这便是非常普遍的误解。如果这项陈述为正确，经济成长便不可能，这项谬误完全忽略财富的根本精义。在《专业投机原理·上卷》中，我曾经写道：

由于价值具有人观的性质——人们对于价值的判断不同——这使人具有交易的欲望与动机。交易的双方也可以同时获利。玉米生产过剩而肉类不足的农夫，他对于玉米的价值判断将低于牧人，后者则要以玉米饲养牛只——于是交易的机会便出现了。当交换剩余品的活动涉及愈来愈多的人时，交易将变得相当复杂。许多个人之间的互动，社会将透过自由的结合而提供生产与交易的场所，这便是市场。

就真正的意义来说，利润并不是来自于交易，而是存在于市场认定之剩余生产经济价值（或经济物品）。交易是一种使利润极大化的机制，但利润的本身并非来自于交易。可以满足需求的任何东西都具有经济价值，依此认定，商品与服务都有经济价值。财富则是个消费之经济价值的累积，不论形式为何；它是储蓄的主要来源，所以也是经济成长的主要来源。

你可能会觉得很奇怪，身为一位专业投机者，我如何能够宣称，利润严格来说并非源自于交易。毕竟，我的工作便是由交易中获取利润，而且在许多情况下，我的利润确实是来自于他人的损失。然而，我获得的利润是发生上剩余生产的结果；换言之，除非利润已经存在，否则我无法取得利润。就最根本的经济功能而言，身为投机者，我的工作修正其他人的错误，根据供需法则将资本导引至最佳的用途。

以 1992 年 3 月为例，我认为市场对于成长股（尤其是先前所提的药品股与生化科技股）的多数看法即将产生改变。我大量的做空它们。而它们的跌势也持续至 1992 年的 11 月。事实上，我控制误置的资本，并将它们挪至较具有生产力的用途（换言之，就这个例子来说，他们的判断错误，我的判断正确）。基本上来说，我是以较低的价格买进他们因为错误投资而产生的储蓄损失。当然，我的判断如果发生错误，情况恰好相反。

非常有趣地，克林顿赢得总统大选时（1993 年），药品与生化科技类股开始反弹。为了避免带后诸葛亮之嫌，我希望在此提出一个预测：在克林顿执政期间，药品股将蒙受其害，因为克林顿与民主党控制的国会，对于“富有的”药品公司颇有偏见。相对之下，“小型而进取的”高科技生化股则享有相反的偏爱。

结论

介绍经济分析的基本原则，其宗旨在于奠定一个基础，以辨识市场趋势的根本真理与谬误。根据我个人的观点，分析市场行为的最佳方法是由上而下；换言之，首先观察驱动经济循环的根本经济力量；其次观察整体股票、债券与商品等市场衍生的趋势；最后则检视个别股票、债券与商品。

在了解本章讨论的经济基本原理之后，我们现在可以探讨繁荣 / 衰退之景气循环的因果关系，这是我们现代历史惯见的现象。

第 20 章 货币，信用与经济循环

在撰写本文的过程中，美国人民对于国会山庄的作为都保持相当乐观的态度，认为他们会“做些什么”将美国经济拉出沼泽。然而，这些“什么”竟是什么，便颇不确定。在克林顿掌舵，而民主党在参、众两院都居于多数的情况下，民众纷纷猜测税金将如何增加与减少。某些民主党议员倡导“向富人课税”。其他议员则呼吁政府采取更多的支援或 / 与奖励的措施。更有一些议员将经济的疲软归咎于联储的政策，并主张进一步调降利率刺激复苏。

非常悲哀而讽刺地，我们竟然会期待华盛顿的立法者能够挽救我们的经济，我敢打赌。在这些民意代表中。不到 2% 的人可以真正了解经济衰退发生的原因、在目前的国会辩论中，我没有听到任何根据经济基本原理提出的振兴经济方案。他们仅是谈论着一些抽象的陈腔滥调，以讨好选民，并将经济危机的责任推给对立的政党。当他们继续这类口舌之争时，经济也继续下滑。

可笑地，经济循环实际上便是直接来自于华盛顿领导人采取的财政与货币政策。他们试图管理国家的经济活动时，繁荣与衰退的循环于是产生。犹如米赛斯所说：

影响经济体系的波浪状变动，在经济萧条（衰退）之后又是经济繁荣，这是不断尝试扩张信用而降低市场毛利率的必然结果。以扩张信用带来的经济繁荣，绝对无法避免最后的崩解。

如果你完全了解这段评论的意义，则可直接跳至下一章。否则，请继续阅读；透过这段评论的分析，我希望你因此拥有完整的知识，以精确预测未来经济活动的内容。一旦你知道内容之后，你可以在机率的层面上推测这些活动发生的时间。

当我说你可以相当精确地预测未来的经济活动时，这听起来似乎有些夸口。没有错，你永远不可能知道所有细节。然而，仅要留意的话，你可以知道根本的状况。让我以一个实际的例子来说明。

在 1979 年，我们当时正处于“石油危机”之中，中东产油国压制石油价格。卡特政府限制国内的石油生产，并课征石油进口的关税，立即造成国内石油供给的短缺。石油类股的价格大幅飘涨，其他工业类股则以较缓的速度随后跟进。联储虽然调高利率水准，却让货币供给仍然加速扩张。换言之，石油产品的价格上涨得到货币供给扩张的支持——通货膨胀。

然后发生了两件事。第一。在 1979 年 10 月 12 日。沃尔克宣布，联储将以货币供给的成长率做为政策目标，而不再积极干预利率水准，其意味着通货膨胀的扩张主义已经合一段落。第二，总统候选人里根宣布，如果他当选的话，将让石油产业自由化。

当我相信里根将赢得共和党的提名，并将击败卡顿时，我知道利率高涨与石油价格偏高的时代已经结束了。我也知道，当石油价格下跌时，其他工业类股将因此而受惠，至少在经济开始反应通货膨胀所造成的伤害以前是如此。所以，在 1980 年 10 月份的大选期间，我大量做空石油类股。S&P 500（石油类股所占的比例很大）在 11 月份出现顶部，石油类股则在 1 月份做头。道琼工业指数在 4 月份走高，而 s&p500 则下滑。7 月份道琼指数确认多头市场已经结束。这是我们接受报应的时候了，于是我开始完全居于空方。

犹如我先前所说的，主导经济活动的力量，深受政府政策的影响。人类采取的每一项经济行为，其后果都是可以预测的。当经济行为大规模地反映在政府的财政与货币政策中时，其对于整体经济将产生的后果更相对容易预测。唯一的变数是民间部门的创新发明，他们对于生产的贡献，可能抵消政府的负面行为。

经济预测的关键，绝对不会脱离第 19 章的根本原则。在人类行为的前后关联中，运用经济学的基本原则，再配合有关货币与信用的知识（包括利率在内），则经济循环的复杂主题将变得相对容易了解。

我在前一章曾经提及，货币与信用并不是基本的要素，它们是经济学根本原则的衍生物。漂流至荒岛上的个人，他必须运用经济学的根本原则，却不需要货币与信用。对于原始部落来说，货币与信用也不是必要之物。在货币与信用出现之前，经济社会必然已经发展至相当的程度，成员积极交换剩余的产品。换言之，货币与信用是市场经济的产物。唯有市场经济的成员已经拥有相当的生产力，并且在某种程度内可以控制生活时，货币才有其必要性。信用的情况也是如此。

对于复杂的市场经济来说，在评估、生产、储蓄、投资、创新与交换的链环中，货币与信用是衔接上绝对不可或缺的工具。经济活动愈来愈复杂时，货币与信用便成为经济进步与成长的必要条件，但这必须在人类行为的基础上来了解与运用它们。如果了解与运用并不恰当，它们将导致周期性的繁荣与衰退——经济循环。

皮埃与沙颂的故事

我喜爱的一段小故事，可以说明经济循环的根本机制。内容如下：

路易斯安那州有两位农夫，他们的名字分别为皮埃与沙颂。有一天，皮埃来到沙颂的农场，并赞美沙颂的马道：“这真是一匹漂亮的马，我一定要买下它。”

沙颂回答道：“皮埃，我不能卖它，我已经拥有这匹马很多年了，而且我很喜欢它。”

“我愿付出十块钱的代价买下它，”皮埃说道。

沙颂说，“好吧。我同点。”

于是他们签下一纸合约。大约一个星期之后，沙颂来到皮埃的农场对他说，“皮埃，我一定要拿回我的马，我实在太想念它了。”

皮埃说道，“可是我不能这么做，因为我已经花了五块钱买了一部拖车”。

“我愿意付二十块买下这匹马与拖车，”沙颂说道。

皮埃默默地盘算着——15 块的投资在一个星期赚 5 块——年度化报酬率超过 1700%，所以，他说道，“就这么办。”

于是，皮埃与沙颂不断地交易这匹马、拖车与其他的附属配件。最后，他们终于没有足够的现金来交易。所以，他们便去找当地的银行。银行家首先查明他们的信用状况，以及这匹马的价格演变历史，于是放款给他们两个人，而马匹的价格在每轮的交易中也就不断地上涨。每当完成一次交易，银行家可以回收全部的放款与利息，而应埃与沙颂的现金流量也呈几何级数地增加。

这种情况持续进行，直到数年以后，皮埃以 1500 美元的价格买下马匹。然后，有一个东部佬（哈佛大学的商学硕士）听说这匹神奇的马，并做了一些精密的计算，而来到路易斯安那州，以 2700 美元的价格向皮埃买下这匹马。

沙颂听这个消息以后非常生气，他来到皮埃的农场大声责怪道，“皮埃！你这个笨蛋！你怎么能以 2700 美元的价格卖掉马匹呢！我们的生活挪靠着这匹马啊！”

这段故事说明了经济循环的精密。皮埃、沙颂与银行家在无意之间造成一种假象，以纸币推高同一匹马的价格。虽然创造了许多货币。但财富并没有增加，而每个人都陶醉在这种假象中。然而，当这位哈佛大学的 MBA 把马买金之后，这个假象的泡沫便崩裂！

人们试图透过信用扩张吸低利率时，便造成繁荣与衰退的循环。如果要充分了解其中的意义与经济循环的原因，则需要了解何谓货币与信用，以及它们在市场经济中的运作方式。

货币：间接交换的媒介

货币发明以前，设想一个相对复杂而小型的封闭经济。假定一位农夫拥有剩余的玉米，他希望以玉米交换铁匠的犁具。铁匠拥有犁具的存货，他却不需玉米；他需要木材做车轮，以便拖运生铁与煤。木材商不需玉米与犁具，而需要劳工来协助搬运客户所订的木材。当地的磨坊厂需要玉米，而且老板的儿子想找份工作，但他又不需木材与犁具。在这种情况下，产品与服务的供给与需求都存在，但供、需之间的配合则显然是个严重的问题。

如果引进黄金之类普遍可以接受的商品，上述问题可通过间接交换的程序完全解决。间接交换是利用某种交换的媒介，以间接进行一系列的交易，彼此相互交换经济价值。农夫付出金币给铁匠，以交换犁具。铁匠以金币换来木材以建造车轮。木材商聘用磨坊厂老板的儿子，并支付他黄金。磨坊厂老板的儿子，听木材商说农夫有剩余的玉米，于是他父亲租用铁匠的车子来到农场，并以黄金交换玉米。以黄金做为交换的媒介，整体经济的交易便可以顺利进行，每个人都得到他所需要的东西，而且各自以剩余产品交换更需要的剩余产品时，每个人都获得利润。黄金本身具有价值，也可以促进经济价值的交换，但它与生产并没有关系。

就现代的市场经济来说，如果没有普遍接受的交换媒介，交易显然难以进行。普遍接受的交换媒介，不论形式为何，都称为“货币”。引用米赛斯的说法：

货币是交换的媒介。它是最具有市场性的商品，人们希望拥有它，这是因为它可以交换。货币是一种普遍被接受为交换媒介的东西。这是它唯一的功能。人们赋予它其他的功能，那仅是此唯一主要功能——交换的媒介——的特定层面而已。

货币在市场中的主要经济价值，在于它能够延伸产品交易与产品取得之间的时间。人们之所以需要金钱，因为他们无法透过直接的交换满足需求。所以，他们决定持有货币，并透过间接交换，稍后再以货币交换他们需要的产品或服务。

这听起来似乎相当简单，甚至于有些琐碎。然而，如果希望了解经济循环，如先便必须了解货币。请留意，米赛斯称货币为“最具有市场性的商品”，这意味着货币具有经济价值；它可以满足需求，而市场也将它视为如此。为了具备“最具市场性”的经济价值，货币不仅必须是人们普遍想要得到的东西，它还需要有其他的性质，例如：耐久性、便于携带、容易分

割以及稀少性。

犹如任何经济价值一样，货币的价值是取决于市场的供、需法则。就如同任何交换一样，我们在交易中支付“价格”以取得货币，此价格却不能以货币单位来表示。产品与服务的价值是以货币单位表示，但货币的价值则取决于人们对于其潜在购买力的感知与判断。两种价值的衡量都仅能在市场决定，并受制于供、需法则。

货币需求与供给之间的关系——米赛斯所谓的“货币关系”——并不是决定于总体的层面，而是决定于个人的独特看法与评估，并表达于市场的累积总和。你或许不相信，这项简单的事实却是经济学家长久以来的争论议题。事实上，许多经济学家甚至认为“货币关系”并不存在。

例如，类似如穆勒与休姆等古典经济学家认为，货币具有中性的性质；换言之，货币并不如同其他的商品与服务一样具有经济价值。所以本身并没有驱动力量。这种信念可以延伸为一种主张：产品与服务的一般性“物价水准”与货币流通数量成比例的关系；换言之，货币数量愈大，物价水准愈高，反之亦然。这听起来似乎颇有道理，但过于简化；事实上，这种观念将扭曲经济活动的根本性质。

古典经济学家的错误是将经济体系想像为一个静态的“均衡”。经济是由许多市场构成，而市场又是由许多个人或群体构成，他们不断评估与交换，这是一种持续的动态程序。在此不确定与不断变化的情况下，货币的唯一功能是促进交易。另外，货币本身也会产生变化。犹如米赛斯所说的：

经济资料的每一变化，都会使货币产生变动，而这又形成为其他新变化的驱动力量。各种非货币产品之间的交换比率关系一旦发生变化，这不仅会影响生产与……分配，也会导致货币关系的变化，并进一步造成其他变化。

就这个观点来看，货币供给量变动时，所有产品与服务的价格不可能同时产生相同程度的影响。假定其他条件不变，当货币供给发生变化时，唯一可以确定的后果是财富的重新分配；某些人变得更富有，某些人变得更贫穷。

例如，假定在我们先前所提的小型封闭社会中，农夫突然收到联邦政府补贴的“纸币”。最初，除了这位农夫特有的纸币以外，整体经济并没有任何的变化。然而，农夫不再需要以玉米交换黄金，而可以直接以纸币来购买犁具。然后，他还能以剩余的玉米交换其他的经济商品。铁匠在拿到农夫给他的纸币之后，又向木材商买进木材。可是，当后续的交易程序不断发展之后，对于整个经济体系来说，商品将变得较容易取得，价格也开始上扬。

最初，这对于经济活动有刺激的效果，但这仅是因为某些人并不知道农夫持有纸币。如果每一位生产者都知道这种情况，他们必然会立即调高价格。他们的无知，使农夫可以对市场中的产品与服务取得较高的请求权，他变得比较富有，因为货币供给增加时，价格不会立即上涨。

凯恩斯了解货币绝不是中性的东西，他却过度运用货币的驱动力量。他认为货币可以用来创造进一步的生产。根据他的说法，额外的投资（以及额外的经济成长）是取决于整体经济的边际消费倾向，但为了增加生产，你必须增加消费而提高边际消费倾向，这是以可支配所得的货币金额来表示。可支配所得的货币金额增加时，消费者的支出增加，将提高企业界的获利，并使他们扩张生产。

犹如什姆与穆勒一样，凯恩斯的经济理论是处于一种静态的架构内，其中的因果关系都自动地发生在“总体层面”上。根据我个人的看法，这是一个严重的错误。

事实上，货币是在未来取得目前来消费经济价值（产品与服务）的请求权——就是如此而已。假定你可以将整体经济冻结在某一时刻，其中将有固定数量的产品与服务，所有现金都由某些人持有，价格将取决于人们对于供、需情况的认定。在下一时刻，如果你将经济解冻，并增加某些人的现金持有量，整个价格结构必须重新调整。由于突如其来的不平衡，持有额外现金的人对于既有产品与服务的请求权将增加。在履行这些额外的请求权时，某些人将因此而较富有，其他人则变得较贫穷。

政府采用刺激性的财政与货币政策以增加货币供给时，情况也正是如此。在货币供给增加的初期阶段，某些企业的收益将增加，这是发生在价格上涨之前。这些企业认为需求增加，于是将扩张生产。可是，扩张生产需要时间，而价格将重新调整至较高的水准；所以，企业界增加生产的实际收益可能低于预期的程度，于是他们又减少未来的生产。除非政府可以不断增加消费者的可支配所得，但就实质所得来讲，这是不可能的。政府实际上所能做的仅是增加（或减少）人们持有的现金。如果政府确实这么做，市场迟早会将物价上涨的因素考虑在内，并抵消刺激的效果。

类似如暂时性减税的非持续刺激政策，其效果基本上是一场零和游戏，实际的效果取决于货币关系（译按：由政府部门的支出〔储蓄〕转变为民间的支出〔储蓄〕，实际的效果取决于所得重新分配）。新的生产仅能够来自于已经投资的储蓄。某些消费者持有的现金突然增加，并不是老天爷赐予的新储蓄。这虽然可能造成新的生产，后者又可能造成新的储蓄与投资，但唯一可以确定的效果是实质财富的任意重新分配。

人们所以持有货币。仅是因为他们相信其欲望在一段期间之后可以获得较大的满足，而不论这段期间是数秒钟、数天或

数年。每个人对于未来的展望都不同，每个人的欲望也不同，每个人持有现金的理由也各自不同。换言之，每个人希望持有的货币（现金）数量，是取决于其对于目前相对于未来的消费或投资态度。

基源利率的概念

如果每个人都相信，世界末日将发生于一个星期之后，生产将立即陷于停顿。相信永生的宗教信徒们可能开始做必要的准备。原本不相信永生的人可能也会皈依，或纵情狂欢。谁知道人们会有何反应？此处希望强调的重点是：所有的经济评估都是发生在目前与未来的前后关联中。如果没有未来的展望，便没有经济活动。

每个人在评估既有产品与服务的价值时，都会以某种贴现的程序来沟通目前与未来的价值。所以，每个人都会建立一种利率的架构，以表示目前与明天、后天、或20年后消费之间的关系。

利率的概念通常都与信用联想在一起，被视为是资金融通的成本。然而，就纯粹的经济观点来说，利率是信用发生的原因而不是价格。它不是一种数据，而是米赛斯称认为“在目前满足欲望设定的价值，以及在未来满足欲望所设定的价值”之间的比率。

米赛斯称此为“基源利率”，因为它是所有经济利率的基础。包括利率在内。

利率既不是储蓄的诱因，也不是目前不消费所获得的报酬或补偿、它是目的产品与未来产品 / 间价值沟通上的比率.....

基源利率是取决于市场中无数参与者的评估观点，所以它会不断变动。然而，在任何一个时刻，供需情况会反映当时市场大多数人所持的基源利率水准。基源利率下降时，人们的储蓄会增加；基源利率上升时，人们的储蓄会减少。所以，在理想的状况下，基源利率将不受市场利率的影响，而决定企业家的投资活动。在市场上，它会反映在资本品（以供未来生产之用）的成长（或衰退）率中。资本累积与市场利率水准未必有直接的关联，本章稍后会讨论这个问题。

然而，现实的世界到底不是一个理想的场所。基源利率无法精确量化，因为它具有主观的性质，而且又不断变化。所以，企业家在拟定投资决策时，必须根据当时的市场利率水准，而这在目前与可预见的未来，都将受到政府的控制与影响。拟定未来计划依据的利率水准受到政府控制，这是一种非常危险的现象。

信用与市场毛利率

就字面上的意义来说，信用就是信赖的意思。就经济上的意义来说，不论信用的形式如何，它都是代表放款（对于未消费财的请求权）而换取以未来生产清偿的承诺。一个人决定将信用授予另一个人，放款者选择持有现金而不做立即的支出。换言之，放款者的基源利率必然相对偏低。所以，基源利率是所有信用交易的驱动力量。

它是驱动力量，但不是决定力量。市场毛利率才是决定的力量。市场毛利率——当时的市场利率水准——是由三个部分所构成（1）净（或实质）利率，（2）企业家的成份，（3）价格的升水成份。

在利率之中，基源利率反映的是净利率，放款者根据此利率将未来的经济价值贴现为目前的价值。一般来说，可供放款的货币供给，是取决于目前消费与未来报酬（通过资本累积）之间的价值评估关系。如果基源利率偏高，可供放款的资金便相对减少，净（名义）利率也会偏高，或不论名义利率如何，放款数量将相对偏低。反之，如果基源利率偏低，可供放款的资金便相对充裕，净利率水准也将偏低。换言之，净利率或放款数量将始终反映基源利率的水准。

然而，市场毛利率并非仅由净利率决定。在某种程度内，所有债权人都是企业家。透过放款，他们使借款人可以创造未来的预期收益，不论是用于投资或消费。同时，债权人对于未来的收益也有部分的请求权，而成为债务人未来生产的合伙人。由于每项企业投资都涉及某种程度的风险，放款者当然要求净利率之外还需要风险的升水，后者取决于风险的程度。这种风险的升水便是市场毛利率中的企业家成份，高低可能随着每笔放款的不同而不同。

主要的升水成份是反映那决定购买力的货币关系（货币需求与供给）。购买力的变化可能来自现金引发由于货币供给量的变动造成的购买力变化，或产品引发（由于可供运用产品与服务之种类与数量的变动造成的购买力变化），或由两者同时引发；这三者对于货币关系都有影响。就现代的经济环境而言，大多数重要的货币关系变化都是来自于现金引发；换言之，来自于政府财政与货币政策的变动。

价格升水的成份项多仅能估计货币关系未来变动造成的影响；换言之，现金引发的货币关系变动对于购买力造成的层层影响。然而，犹如负债累累的储贷机构显示的情况，放款市场通常是反应——而不是正确地预期——货币的未来购买力。米赛斯曾经说：“价格的升水总是落后购买力的变动，因为它并不是反映（广义）货币供给的变动，而是反应货币供给变动对

于价格结构的影响——这必然会有落后的现象。事实上，经济衰退之所以发生，主要便是价格升水成份在时间上的落后性质；换言之，放款者与企业家都无法精确预期货币关系中现金引发的价格影响，我稍后将说明这点。

经济循环的性质

经过上述的讨论之后，我们可以就米赛斯的评论观察经济循环：繁荣与衰退的循环是来自于“不断尝试扩张信用而降低市场毛利率的必然结果。

根据我们银行体系的性质来说，信用扩张是起始于会员银行自由准备金的增加。因为我们是采用部份准备金的制度，所以每增加 1 美元的新准备金，通过潜在的新放款，至少可以增加 10 美元的新货币供给。准备金的增加仅有一个来源，增加个人与企业持有的货币，不论是定期或活期存款。

整体来说，假定人们不改变现金储蓄的习惯，准备金的增加可以来自于贷款的清偿，或联储在公开市场操作中买进政府债券而将现金导入体系之内。在评估经济循环的成因时，后者是较重要的考虑因素。

联储在货币政策上有两项主要的操作工具：控制短期利率，透过公开市场操作而改变体系内持有的准备金。在经济衰退的谷底，一般公认的适当政策是增加体系内的准备金，并降低短期利率。这两个动作的目的都是为了刺激银行增加放款，并刺激景气扩张。然而，这种信用扩张的结果是一种必然会导致衰退的经济繁荣。繁荣的期间长度与衰退的严重程度，则取决于信用扩张的性质与程度，以及政府在此程序中采用的财政政策。

现在，撇开财政政策不谈，让我们考虑中央银行信用扩张的影响。在经济循环的谷底，在信用扩张开始之前，市场已经将其视为有利可图的生产程序付诸运作。根据市场的认定，资金已经被配置于最佳的用途：那些关闭的工厂，封闭的油井，未开发的矿产，它们在经济的考量下都不适合生产。边际资本投资正等待新资本储蓄的形成与运作。唯有资本储蓄提供新的资本时，资本扩张才有可能出现，并用之于生产。

然而，政府采取信用扩张的措施时，将使市场误以为资本储蓄已经存在，并可以供边际投资之用。请注意，货币是对于未消费财的请求权。因为所增加的货币存量是以额外的银行准备金出现于体系内，所以市场毛利率将下滑（名义利率降低，而货币供给增加）；在这种情况下，银行通常愿意增加放款。由于企业家无法区别既有的货币与新创造的货币，所以他们认为新增加的贷款可以用来请求未消费的资本品，并将它们用于生产。

然而，未消费品（包括资本品在内）的数量实际上并没有增加。所有的变化仅存在于货币关系之中，这使企业家误以为资本品的供给增加。由于资本品的数量实际没有增加，而企业家误以为增加，最后将形成一场追逐资本品的价格战争，并导致资本品的价格上涨。然而，价格的变动并不是瞬间完成，各种产品所受到的影响也不相同。

为了说明方便起见，假定信用扩张增加的新放款都发生在企业界，这是中央银行认定的最理想状况。生产将扩张。失业人口将重新就业。整个国家的情况将趋于好转，是吗？

不是！企业的扩张是某个装面上存在的新资本。事实上，新资本并不存在，所以企业的扩张仅是将既有的资本由原先的最佳用途转移至其他用途。由于资本被转移至其他的用途。消费品的重置与新产品的生产，都会产生瓶颈的现象。另外，由于劳动市场的就业增加，消费品的需求也会增加。因此，不仅生产者物价会上涨，消费者物价也会上涨；同样地，价格的变动并不是瞬间完成，各种产品受到的影响也不相同。

企业界对于物价的上涨非常兴奋，认为这代表需求增加于是进一步扩张生产。他们从事更多的投资，这使生产者物价承受更大的压力。包括工资在内，工资增加又会对于消费者物价构成压力。唯有银行不断地提供放款，以维系资本财增加的假象，经济才可以持续繁荣，并造成典型的恶性通货膨胀。

物价何时上涨，上涨的速度如何，各经济部门所受的影响如何——这一切都取决于数项因子。第一条也是最重要的一点，科技创新可以降低生产成本，并因此缓和物价上涨的压力。第二，银行新放款的对象也是一个重要因素。以 1927 年—1929 年间为例，当时的信用曾经大幅扩张，但生产者与消费者物价的上涨程度非常有限。新的放款都是以股票投资人为对象，这酝酿了一波股票市场的投机行情。以最近的案例来说，在 1982 年至 1987 年之间，股票与房地产价格飘涨，但消费者物价的上涨速度却下降。第三，政府的财政政策（税金、借款与支出）也可能加速或减缓整个程序。

然而，在大多数情况下。价格上涨具有下列的循环模式：

生产者物价会率先上涨，但因为消费者需求具有较直接的影响，所以消费者物价随后必更快速度上涨。

企业家在获利假象的诱导下，将物价上涨解释为需求增加，并向放款机构要求更多的贷款以扩张生产。

债权人眼见贷款需求的增加与物价的上涨。而提高市场利率的价格升水成份，以及名义利率。

然而，不论名义利率的水准如何，由于基源利率的下降，市场毛利率也随之下滑。

于是，体系内出现更多的放款。

再次地，货币关系中又产生现金引发的变化。

再次地，当消费者需求维持不变或增加时，额外产品的生产又出现瓶颈的现象。

再次地，消费者物价又趋于上扬。

循环持续进行，在每一循环中，价格升水的成份都不足以充分反映物价上涨的影响。如果它能够充分反映，则信用扩张将停顿。这基本上便是现代经济扩张的根源。

信用扩张造成的经济扩张，其幅度与期限受到一项因素的限制，那便是基源利率。一旦生产者与消费者发现，预期的未来所得将不足以弥补货币购买力的下降时，基源利率将开始上升；换言之，将开始出现囤积实物的倾向，资金将流往最足以对抗通货膨胀的对象（股票、房地产、黄金——）。由于消费品的供给有限而需求不断增加，会驱使物价加速上涨。

银行开始担心而不愿再授予信用时，或中央银行开始由体系内抽离准备金时，经济扩张将告一段落。这个时候，无数进行中的扩张计划，必须仰赖持续扩张的信用供给与遭到扭曲的偏低利率。在资本充裕假象下所做的种种盘算与计划，已经无法再继续维持。财务状况不佳的企业为了急于求现，在市场中大量抛售存货。生产者价格下跌，而且通常是暴跌。工厂关闭，劳工遭到裁员。营建计划遭到搁置，美国各个城市都可以看见这种尚未完工的建筑。这都是资源配置不当的后果。

虽然许多企业都急需现金来周转，但放款者却了解当时的风险情况，这使利率中的企业家成份被推升至超高的水准，贷款几乎不再可能。这个时候，整体经济已经处于恐慌的边缘，任何利空消息便可能将其引爆。金融市场的价格崩跌，生产趋缓，财富在一夜之间便可能消失，更多的劳工失业，需求降低……经济衰退于是开始。

经济衰退是不可避免的结果。犹如米赛斯所说：

信用扩张造成的经济繁荣，根本问题不在于过度投资，而是在错误的场合投资；换言之，不当的投资。[企业家]在扩张时，投资的规模并没有对应的资本品。由于没有充分的资本品，所以他们的计划无法实现。他们迟早会失败。

然而，虽然许多企业倒闭，仍有一些企业得以渡过衰退的难关；总之，科技创新可以实际增进整体国家的财富。虽然如此，但在调整的期间，无数的计划将被放弃，这使得真实的财富（以经济价值而言）因此而被浪费（储贷机构的危机便是一个例子）。

经济衰退期间，政府干预并无益处

经济衰退是经济繁荣的必然后果。这个结果来自于信用扩张。资源配置错误，货币关系发生变化，利率遭到扭曲，市场的心理结构趋于混乱。经济衰退是一段必要的休养期间，使经济资源可以根据当时的市场状况来调整，但政府必须让经济体系有足够的时间调整。

一般来说，经济衰退期间，老百姓会要求政府“做些什么”来把经济拉出泥沼。然而，政府实际上并没有能力改变经济现实，这必须由经济体系自行调整。政府唯一能做的便是停止以财政政策为手段征收资本品，并让市场决定资本品的运用。换言之，政府可以同时降低税金与支出。可是，在实务上，政府几乎不曾这么做。

政府还有另一个可行的方案，那便是进行另一轮的信用扩张。就历史上来说，这是政府偏爱的一项抉择。我相信，历史上每一个重大的经济灾难几乎都源自于此。

我们可以检视最近发生的例子。1991年与1992年，联邦政府试图以另一轮信用扩张刺激美国的经济。这项尝试显然失败了。联储增加准备金（透过公开市场操作买进政府证券），并以史无前例的次数调降贴现率，试图引导市场毛利率下降。然而，放款市场却拒绝妥协，因为财政政策仍局限经济的成长，市场毛利率中的企业家成份非常偏高，这使得放款机构不理睬名义利率而不愿意放款。

我认为这是令人欣慰的发展，尤其是债券市场不理睬短期利率的下滑，而殖利率仍然维持在7.5%以上。这显示市场对于通货膨胀信用扩张的影响已经较为明智。然而，另一方面，股票市场的反应便显得相当不智。在1991年12月，贴现率史无前例地向下调低一个百分点而成为3.5%，股票价格大幅上扬。由于（短期）利率居于历史的低水平，市场预期将出现新的增长，股价的涨势持续至1992年12月份。

根据我个人的观点，这显然是一个问题。未考虑经济环境而将名义利率判断为“低”或“高”，都是一种错误的前提。必须考虑的重要关系是：名义利率是否可以真在反映基源利率？这必然是一个主观的判断。

如果政府采行的信用扩张政策，可以利用人为的手段降低市场毛利率（与基源利率），则将产生经济繁荣，反之亦然。关键的指标在于货币供给的增长率。

结论

现在，你已经了解我对于经济循环的观点，这当然有些简略而抽象。总之，我认为经济循环的根源是政府试图透过信用扩张而降低市场毛利率。这种情况下，企业家将误以为资本品增加，实际上并非如此。他们根据这些虚幻的资料而进行盘算与计划，并从事一开始便注定失败的投资。然而，人类在市场中展现的创新发明，却可以减缓上述影响，而使实质的财富在每轮经济循环中都得以成长。

虽然如此，但人类在货币与信用市场的所作所为都无法改变一项事实：新的生产必须仰赖资本储蓄的增加。信用无法创造国家的新财富。信心也不能创造新财富。总需求的增加更不能创造新财富。其他条件不变时，消费的增加仅会造成新财富潜在生产的减少。唯有生产创造的资本储蓄增加时，才能形成新财富的累积。

经济循环是一种恶性循环，是政府“专家们”计划与执行的一场永无止尽的游戏。这些行为通常是出自于善意，但结果总是相同。只要中央银行的体系存在，只要政府试图控制市场毛利率来规范经济的成长。便不可避免繁荣与衰退的循环，物价将不断上扬。非常幸运地，你可以根据本章的知识了解这场游戏，顺着这个谬误前提形成的趋势来操作，并在这些“索罗斯的机会”中获利。

第 21 章 政治对于经济循环的影响

为了精确预测未来的经济活动与金融市场的价格走势，你必须了解与整合货币与财政政策对于经济循环的影响。第 20 章曾经观察货币政策的某些影响。我们发现，信用扩张的货币政策通常会使经济趋于扩张，但随后的经济衰退却是必然的后果。宽松的货币政策通常会引发景气的扩张，但货币政策本身并不能决定经济循环。另一项因素是政府的财政政策：课税、支出与借款。本章中，我希望说明政府经济政策的影响——由我认定的根本目的着手。毕竟，如果经济学是研究“以手段达成选定的目的”，则政府选定的目的便是最重要的课题之一。

当我观察民意代表的行为与主张时。我发现一种根本的哲学观念：经济活动应有平均所得的功能。在新税法中，“公平”都是诉求的重点。没有遭受挑战，也没有觉得歉意，我们选出的政治代表们，试图以自由为代价，而由政府强制设定经济上的平等。

根据现代国会使用的美丽词藻判断，政府经济管理的功能似乎该是：在未全然压抑企业家的生产意愿为前提下，根据“公平”的标准重新分配财富。我完全反对这种观点，我可能需要以一整本书的篇幅说明我反对的理由。然而，我目前的意图并不是驳斥这些思想，而是希望由市场预测的角度，来说明这些思想造成的后果。

课税对于长期趋势的影响

课税的制度会长久存在，这毫无疑问。然而，课税的形式如何，它们适用的对象为谁或什么，以及税金的多少都会显著影响经济表现——包括金融市场在内——的长期趋势。

米赛斯以下列评论总结课税的危险，并解释课税的重要理由：

如果课税的方法……造成资本的消费，或限制新资本的形成，则边际就业所需的资本将缺乏，这将妨碍原本应该存在的投资扩张。

犹如这项评论所暗示地，并非所有税制都必然会限制经济的活动与成长。政府提供的服务至少有一部分是必要的，但因此主张以税金支付政府提供的服务，就如同任何交易一样，相当于是一种经济的交换，这种见解未必可以成立。为确保政府提供的服务能够顺利的运作，这需要一定的税金来维系，这种程度的范围内，税金的制度是合理的。然而，不幸地，政府服务的供给、需求与成本，并不是由市场力慢决定，而是由政治命令安排。这些命令是由“劫富济贫”的原则主导时，政府的课税与支出将完全失去控制，就如同目前的情况一样。根据定义，没有必要的税金会导致不良的后果，例如：强制性的财富重分配、干扰市场中产品与服务之间的交换比率、扭曲货币的关系、提高资本消费的倾向。

某些由总体角度观察经济运作的人主张，税金具有“中性”或“刺激性”的效果，前者是指它们对于消费没有影响，后者是指它们实际上可以增加生产。凯恩斯学派认为，边际消费倾向（译按：这是指每增加一单位可支配所得时，所造成的消费变动量）会驱动生产；他们指出，由某个人口袋中拿走的一块钱，最后还是落入另一人的口袋。另外，由于较贫穷者的边际消费倾向较高，而富人的边际储蓄倾向较高，所以向富人课税，并透过社会福利计划将财富转交给贫穷者，这可以增加整体经济的消费，而这又会导致总需求的增加，并刺激企业界增加生产。犹如凯恩斯所说的：

如果财政政策被用来使所得的分配更平均，则其对于增加边际消费倾向的效果当然很重要。

这种主张有一项致命的缺失：如果消费的增加发生在生产的增加之前，资本将被消费。如果税制是以“劫富济贫”的方式增加贫穷者的可支配所得，则贫穷者的消费增加必然导致富有者的消费减少。虽然富有者的消费型态可能因此而改变，这姑且不论，但因为富有者的边际储蓄倾向较高，所以整体经济的储蓄将降低，而降低的储蓄原本可以用于资本的扩张。

让我们考虑这种“劫富济贫”税制可能产生的后果。在最理想的状况下，这将造成资本在经济部门之间的重新分配，并导致较缓慢、较缺乏效率的经济成长。在最糟的状况下，这将造成资本的直接消费，并减少国家的净财富。首先由最理想的状况开始。

假定政府对于年收入在 5 万美元以上的人课征“富人税”，并直接分配（跳过居中的官僚体系）给年收入少于 1.5 万美元的人。

这项税金的目的有二：（1）提高所得的平均程度，（2）增加整体经济的边际消费倾向，并期待这还可以增加生产水准（这便是克林顿政策的基础所在）。现在，假定这项税制在这两方面都成功。这项税制对于所得平均化的效果非常明显。然而，如果所得重新分配可以增加消费需求，则整体经济的储蓄必然会减少。

在所得重新分配以前，经济中存在既定数量的资本品供给，以生产既定数量的消费品供给。在重新分配之后，经济中供给的资本品与消费品数量并没有变化，但用来重置资本与资本扩张的储蓄已经减少了。同时，消费需求增加，造成物价上涨的压力。

由于需求增加，企业界扩张生产。然而，为了生产较高水准的消费品，将造成瓶颈，所以价格上涨。企业界扩张生产时，需要运用资本品，所以对于既定数量资本品的需求也将增加。假定货币供给没有变化，资本品的需求增加，而供给相对减少（储蓄减少），则生产者物价也开始上升，但价格的上升速度可能不如消费品，因为消费品的需求增加较早发生。

由于销售摊增加，而且零售价格上涨，企业界的收益增加，于是某些厂家的投资将运用更多的实质与虚幻的资本。但生产者物价的上涨将抵消一部分的利润。另一方面，如果所得没有重新分配，企业家可以运用的资本品原本较充裕。最初，由于需求增加，所以生产量会增加，但因为可供投资的资本品数量已经减少，所以生产的数量将少于课税以前的水准；价格也较昂贵。除此之外，政府扮演的“中间人”角色必然会降低经济的效率，并进一步影响潜在的成长。总之，每当你将资本储蓄转移至消费支出，将失去一些成长的潜能（包括目前与未来的成长）。这是最理想的情况。

实际的发展未必如此理想，课税不仅会把资本储蓄转移至低所得阶层的消费，而且高所得阶层的边际消费倾向也会降低。企业活动的反应并不一致，某些企业是为了满足高所得阶层的需求，另一些企业是为了满足低所得阶层的需求。资源被重新分配至低所得阶层时，则提供高所得阶层产品的企业将受到打击，裁减员工（经常是低所得阶层的成员）。工厂关闭或破产，贷款无法清偿，……不仅既有的资本被消费，以未清偿贷款表示的未来资本也被消费。由于提供低所得阶层产品的企业会扩张，所以上述损失在某个程度内可以获得弥补，但根据整个程序的性质来说，整体经济得到的效益无法抵消发生的损失。

何以如此？因为供、需关系受到任意的扭曲。对于高级品产业来说，它们投资的时间与资本品将发生损失，某些是永久性的损失。某些资本品在性质上无法转至其他用途。同时，某类资本品将因此闲置，价格暴跌，而低级品产业的资本品需求增加，其价格上涨。然而，两者之间并不能相互抵消。因为某些资本品已经被消费，或处于闲置状态。另一些资本品则因为企业扩张而价格上涨。

为了满足财富重新分配造成的需求增加，提供低所得阶层产品的企业必须进行资本投资。所以，低级产品的生产会发生瓶颈。这类消费品的价格将上涨，相关的生产者物价也会上涨。以最后的结果来说，净资本被消费；换言之，整体经济与国家将变得较贫穷。

10%的“奢侈税”便是一个典型的例子，它造成净资本的消费。这项税制的动机完全是基于利他主义：“任何人如果买得起小飞机或游艇，他便有能力多付10%的价格”。这便是其支持者主张的理由，而且法案也通过了，但结果呢？他们的判断完全错误。10%造成重大的差异。游艇产业随之瓦解。小型飞机制造业也是如此。甚至于也波及一些周边产业，例如：专为游艇生产的小冰箱。数以千计的蓝领工人因此失业。虽然这项税制稍后被取消，但许多生产设备仍处于闲置状态。

这段故事的教训非常明显：如果市场可以接受较高10%的价格，则价格早已经上涨10%了。任何新税制造成的价格上涨，必然会影响边际的购买需求，这又会使边际生产停顿。实际的情况便是如此。

资本利得税

根据我个人的看法，资本利得税仅有负面的经济效果。更糟者，以28%的实际税率来说（不包括州政府的部分），美国目前课征的资本利得税是全世界最高者之一。撇开它不能根据通货膨胀来调整不谈（这相当于是偷窃），资本利得税是就新投资的根基来课税：利得——将资金投资于企业计划赚取的新财富，或就我个人的情况来说（至少是我希望的情况），由他人的不当投资获得的利润。

目前的资本利得税，将28%以上的资本利得转移至以消费为导向的政府支出，并因此而消费美国的资本。资本利得税吞噬原本可以用来促进经济成长的资本储蓄。资本利得税率增加时，新投资的数量使减少。我可以直接证明这个论点。

投资者安排资金时，会在替代方案中选择：直接投资于未上市的企业、股票、债券、各种基金……。在评估每一项可行的方案时，他们会观察潜在的风险与报酬。并加以比较。然后，根据相对的风险—报酬比率，他们会选择最具有吸引力的投资方案。每个人对于风险/报酬关系的看法都各自不同，但一般而言，如果两项或以上的投资方案提供相同的潜在报酬，绝大多数人会选择风险最低者。由另一个角度来说，涉及的风险愈高，潜在报酬也必须愈高才可以吸引新的投资。

在投资者的心目中，许多潜在的投资都是存在于一种不确定的灰色领域内：它们是属于边际投资。它们是新企业或既有企业提供的某些投资机会，但潜在报酬虽然稍高于其他低风险的投资方案，例如：免税的市政公债，但这种程度的报酬并不容易吸引新的资本。例如，一家公司如果五年来提供股东每年的平均税前报酬为25%，它在募集新资本时应该没有问题。然而，对于一家新企业而言，如果它承诺新股东每年的平均税前报酬为10%、甚至于15%，但在资本利得税的影响下，这

家公司在募集资本时可能会有所困难。每当资本利得税增加一个单位，边际投资的数目便会有对应、甚至于等比例的增加，使得新投资计划更难以吸引资本。

让我们考虑一个例子。一家新企业承诺提供 10% 的盈余成长率，并在各种不同的资本利得税率下，发行股票募集资本。请你根据表 21. 1 所列的投资方案，评估这家新企业投资的可行性，假定你是一位拥有 1 万美元资金的“一般”投资人。

表面上看，一般投资人可能会选择高成长股票。实际上不然。许多投资人了解，只要一季的盈余报告不理想，本益比高达 40 倍的股票很容易下跌 25% 或以上。就目前的经济环境与高达 33% 的资本利得税考虑，我猜想绝大多数投资人都会选择中度成长的股票与债券基金的组合。

新企业承诺的报酬率又较债券基金高 2. 17%，债券基金几乎毫无风险，这种情况下，谁愿意投资新企业呢？新企业的风险远较为高——投资人可能损失所有资金！如果资本利得税率为 15%，新企业投资的报酬较债券基金高 4. 69%，这或许可以吸引部分投资人。如果税率为 0，其报酬率将几乎是债券基金的两倍，这当然可以吸引风险取向较高的投资人。

为了说明资本利得税对于边际投资造成的严重影响，让我们考虑下列简单案例。史密斯拥有一家非常成功的州际卡车运输公司，而且他有一个梦想。他希望成为高速公路卡车休息站的麦当劳，提供廉价而高品质的食物给卡车司机与其他旅客。他的基本构想是在车潮较多的地区购买土地设置休息站。经过详细的研究，他认为最初可以建立 100 个单位。然后，经过 10 年或 15 年，规模可以逐步扩大为 1000 单位。

在仔细评估成本之后，史密斯认为每单位的成本大约需要 5 万美元；所以他需要 5000 万美元做为最初资本。史密斯的往来银行愿意以运输公司为抵押而放款给他 2500 万美元。他还缺少一半的资金，于是决定成立“史家卡车休息站”的公司，并希望找一家投资银行承销发行他的股票。他相信投资者必然非常热衷于这项“稳赚”的计划。

他把详细的投资计划书提供给投资银行，包括现金流级的计划在內。根据他的估计，每单位的营业量至少是 50 万美元。营业净利为 15%。营运单位逐渐增加后，由于经济规模的缘故，获利率可以提高至 20%，他计划拥有一半的股权，其他部分则以每股 10 美元的价格公开筹措资本。根据发行价计算，本益比为 6. 67 倍，他认为投资银行一定会把他的公司视为是“成长型”的企业，并非常乐意承销其股票。

实际结果却令史密斯大失所望。投资银行家看见预估的报酬率以后，便不断摇头。他说道：“史密斯先生，你的构想相当不错，但整个计划并不可行。报酬率太低了”。

“你什么意思”，史密斯说，15% 的报酬一点也不差——它几乎是目前债券殖利率的两倍！”

“嗯……” 银行家叹息道：“15% 的公司获利率当然不算差，但你必须由投资人的角度来设想。你估计报酬率为 15%。假定你每年都再投资，则你公司的盈余也应该可以每年成长 15%，而股票价格至少也应该有类似的表现。可是，投资人主要是为了长期资本利得而投资。假定你的股票每年平均上涨 15%，则 33% 的资本利得税将使投资人税后的报酬率降至 10%。他们目前在免税的市政公债基金中便可以获得 7% 的报酬率，而且几乎毫无风险。再考虑另一项事实，新成立的餐饮业大约 80% 会失败，你不妨考虑投资人会怎么想？你不能期待他们每年为了多赚 3% 的利润而承担损失一切的风险。对不起，史密斯先生，风险 / 报酬的关系实在不足以吸引投资人”。

于是，史密斯又尝试其他银行，但结果完全相同。最后，他终于放弃了，将卡车运输企业以 2500 万美元的价格脱手，并将所有资金用来购买免税的市政公债，又在科罗拉多州买了一栋小木屋，而以债券利息度过下半辈子。所以，一位卡车休息站的麦当劳就如此提早退休了。

不论新投资案的成功机率多么高，如果投资人愿意投入资金承担风险，这些计划的潜在报酬必须远高于其他低风险的替代方案。至于高出的幅度确实为多少，没有人知道——这取决于投资人的主观判断。然而，如果资本利得税率是 15% 而不是 33%，则“史家卡车休息站”的报酬率便可以提升至 12. 75%；较债券基金的殖利率高出 82%。如果没有资本利得税，则潜在报酬率更有 15%，较债券基金的殖利率高出 114%。潜在报酬率不断提升时，在某个水准之后，这项计划便不再被视为是边际投资。这个例子中的计划是否可以获得投资者的青睐，并没有什么重要性。重点是：资本利得税率愈低，新的投资方案越容易筹措资本。

然而，反对降低资本利得税的人认为，如果降低资本利得税，政府的赤字将增加。事实上，这个问题可以由减少政府支出来解决，撇开这点不谈，我们可以根据简单的数据反驳这种观点。例如，70 年代联邦政府的总收入为 3. 275 兆美元，在 80 年代里根政府大力减税的十年内，总收入则成长 177% 而成为 9. 061 兆美元。不幸地，80 年代政府总支出却增长 202% 而成为 10. 823 兆美元。赤字的问题是来自于不负责任的支出，而不是因为税收不足。

每一年，或许有数以百计的新投资方案因为资本利得税而遭到搁置，并因此减少数以千计的就业机会，以及数以十亿计的潜在新税收。例如，如果资本利得税并不存在，则“史家卡车休息站”便可以经营成功，将可创造不少税收。

表 21.1 投资方案比较分析(在不同的资本税率下)

假定:1.最初投资金融1万美元。 2.目标是使最初投资成长一倍。 3.公司盈余成长以复利表示(扣除股息)。									
投资内容									
1.新企业投资:新企业预计提供10%的盈余成长率,并预计在10倍的本益比下发行普通股。									
2.高成长股票:既有企业的普通股,过去五年来的每年平均盈余成长为25%,未分派股息。									
3.中度成功股:S&P 500的成分股,盈余成长平均每年为15%,股息平均每年为3.3%。									
4.市政公债基金:目前的收益率为7%,每年派息一次。									
投资方案	盈余成长率	本益比	最初投资 成长一倍 所需时间	税后年度报酬 (配息前)	税后年度报酬率 (配息前)	税后年度报酬 (配息后)	税后报酬率 (配息后)		
新企业投资	10% (预计)	10 (预计)	7.27 @33% \$	917.01 \$	@33 9.17		-		
				1,169.19	@15 11.69		-		
				1,375.52	@0 13.76		-		
高成长股票	25% (历史)	40	2.93 @33% \$	2,275.34 \$	@33 22.75		-		
				2,901.02	@15 29.01		-		
				3,412.97	@0 34.12		-		
中度成长股	15% (历史)	15	4.85 @33% \$	1,374.57 \$	@33 13.74		15.97%		
				1,752.58	@15 17.53		20.33%		
				2,061.86	@0 20.62		23.62%		
市政公债 基金	7% (未复利)	-	10.31 \$	700.00 \$		7.00			

假定史密斯的营运计划相当正确。他成立100单位的休息站,平均每个休息站第一年的营业额为50万美元。假定劳工成本为20%,而且仅聘用当时失业的劳工。他提供的食物,平均成本为30%。每个休息站的房地产成本平均为10万美元,每处的建筑改良成本为25万美元,并使每单位的财产税因此而每年提高6000美元。在每一个休息站中,他购买10万美元的新设备,并支付5万美元的杂项费用,包括:投资银行的费用、律师的费用、贷款申办的费用、建筑许可以及其他类似费用。在这些简单的假设之下,第一年的营运便可以为政府增加1000万美元的税收(参考表21.2)。

这是创造新财富衍生而来的新税收。我故意以保守的态度来估计税金,有许多增加税收或减少政府支出的项目并未考虑在内,例如:额外的公司所得税、原本失业之营建工人支付的额外所得税、州与联邦政府减少支付的救济金、以及其他等等。此外,我也未提及创造新工作的效益——提高市场的竞争而使餐厅的价格下降。

事情的真相很简单:如果资本利得税将妨碍“史家卡车休息站”之类的边际投资方案,资本将被转移至消费,而潜在的新工作、财富与新的税收也将因此完全流失。我们应该如何选择,这应该非常明白:33%的资本利得税,并因此而每年妨碍数以百万美元计的新财富增加;或者,降低资本利得税而鼓励资本成长,并创造新的税收?

1000单位的“史家卡车休息站”,这只是一个小型的投资案——每年营业额为5亿美元。虽然如此,但假定史密斯在每个休息站都聘用20个人,他将创造2万个就业机会,每年增加的实质GDP可以高达数百万美元。假定每年有数以百计、甚至于数以千计的新投资案,是因为资本利得税而遭到搁置,这便是经济衰退与经济繁荣的差别。同时,这也代表政府流失数十亿美元的税收。

批评者可能会说:“你的故事是以悲剧结尾。可怜的史密斯。他拥有价值2500万美元的市政公债,而资本利得税使他无法更富有。你的例子证明降低资本利得税只会造福富有者!”

表 21.2 “史家卡车休息站”：第一年营运产生的估计新税收

增加的财产税：100 单位，每年每单位 6,000 美元		600,000
增加的员工薪资税：		
(假定是聘用原先失业的劳工)		
薪资毛额	\$ 10,000,000	
所得税@20%	2,000,000	
社会安全@12%	1,200,000	
州与地方政府@5%	500,000	
总薪资税	\$ 3,700,000	3,700,000
开创费用的相关税金：		
(假定所有费用是以 15% 缴纳税金)		
$100 \times \$ 50,000 \times 15\%$		750,000
设备批发商支付的税金：		
(假设同上)		
$100 \times \$ 100,000 \times 15\%$		1,500,000
营建商支付的税金：		
(假设同上)		
$100 \times \$ 250,000 \times 15\%$		3,750,000
所增加的税收估计总值		
第一年		<u>\$ 10,300,000</u>

这种想法完全忽略一项事实，每个有利可图的新投资案，都可以创造衍生的经济效益。例如，假设史密斯在法明顿附近开了一家餐厅，这是一个虚构的社区，就如同许多美国郊区一样，它限于经济的困境中。约翰与玛莉住在法明顿附近，并在 81 号高速公路旁拥有一座农场。农产品价格持续下滑，他们的房屋贷款已经积欠“法明顿第一国家银行”3 个月。他们每个月需要 800 美元的收入才能够勉强过日子，附近却全然没有工作机会。乔治是本地的银行家，他告诉约翰与玛莉，不久之后他将被迫查封他们的财产，并拍卖其农场与设备。

乔治本身也遭受非常的压力。银行的稽查人员紧盯着他，并警告他要立即增加提列坏帐准备金，否则将关闭本地分行。如果他们迫使他去查封约翰与玛莉，一切便结束了。因为本地的房地产价格大幅下跌，拍卖农场顶多仅能弥补三分之二的贷款。这部分的损失将迫使乔治结束分行的业务。随后，联储将接管一切，并查封更多亲朋好友的财产，这将使法明顿与附近的社区完全破产。

有一天，玛莉驾车沿着高速公路行驶，突然看见一个新招牌，上面写道：“史家卡车休息站”。在招牌下侧写着：“供应餐点”。于是，她走进餐厅，申请了一份工作，隔周开始上班。她与丈夫及时缴付了当月份贷款，而且在三个月内清偿所有积欠的贷款。

乔治发现，不仅是约翰与玛莉如此而已，其他银行客户也开始更及时地缴纳贷款。附近的 20 个居民在“史家卡车休息站”找到工作。餐厅的经理搬到镇里，并买下强森的房子，这栋房子已经在市场销售了九个月。镇上仅有一家餐馆，即使最困难的期间，它也可以勉强维持获利，但最近几个月发了一笔小财，因为“史家卡车休息站”的营建工人时常照顾餐馆的生意。在镇上经营杂货店的杰克，最近的收入也大幅改善，并开始定时缴纳贷款而不再要求延期。由于财产税收入的增加，镇上小学经费也转为充裕，并再聘在法兰克把始终未完工的新教室加以整顿。五金行的生意也明显好转；另外，贝西在领了三个月的失业救济金之后，现在也找到工作了。史密斯每天都存入 5000 美元至 1.5 万美元的现金至乔治的银行，其他固定客户的存款余额也有所增加。乔治刚好补足了贷款坏帐的准备金，银行的稽查人员也离开了，乔治的血压也恢复正常。法明顿终于度过难关。

降低资本利得税仅能使富有者受惠吗？如果没有资本利得税，或税率较低一些。每年都有更多类似如“史家卡车休息站”的潜在投资可以突破“边际”的状态。结果，将有更多的资源可以有来创造新的财富——新的产品与服务——造成更多的就业机会。更竞争的价格（通货膨胀将可趋缓），更多的支出，更多的利润，更多的储蓄，更多的投资，如此周而复始。

我可以这么说，财富将创造财富，这便是所谓的“投资向下延伸的理论”，降低税率的效益可以由富有者向下延伸至低所得的阶层。然而，如果你考虑降低资本利得税产生的整体经济衍生效益，则“富有的”投资者仅享有一小部分的效益。

以“史家卡车休息站”为例，史密斯当然会变得更富有，但就其投资的总效益来说，他的所得增加的比率实在相当微不足道。

降低资本利得税只会造福富者，我们可以提出更明白的论证加以反驳。在 20%与 33%的资本利得税下，我们可以比较美国中产阶级房屋所有者的效益。在 1.12 亿的纳税人口中，有 7400 万的房屋所有者。假定房屋的价格犹如“1986 年税务改革法案”（这时候开始采用 33%的资本利得税）实施前一样，每年平均升值 6%，房屋的价值在 12 年会上涨一倍。以目前的房屋价格的中位数考虑——15.8 万美元——并假定房屋每 12 年转手一次，如果适用的税率是 20%而不是 33%，房屋所有者可以多获得的利润中位数为 20540 美元平均每年节省的税金为 1711 美元。（当然，如果你卖掉房屋又买进价格更高的房屋，则当时可以完全避免缴税，但这仅是拖延税金而已。然而，如果你在 55 岁以后才卖出房屋，你可以享有一次 12.5 万美元的免税扣减额。）另外，我们还必须指出一点，在目前的规定下，房地产并没有资本损失的扣减——当然，这完全是另一个问题。

如果一股的美国房屋所有者有选择的余地，则在下列两个方案中，他们会如何选择：美国的中产阶级在两年内每年可以减少 200 美元的所得税（在本书撰写时，这部分税金将转由富有者承担），这是国会议员目前主张的方案；或者，让房屋所有者每年节省 1700 美元的税金、我想答案非常明显。

显然地，通过节税造成的资本净值增加，可以用来做为投资或支出的信用扩张。房屋所有者的资本净值增加时，他们可以申请第二抵押贷款，以改善房屋建筑、购买汽车、供儿女接受教育以及其他等等。资本利得税会直接消耗资本净值（累积资本），并降低其可以贷款的金额。如果你知道，在全美国的资本净值中，有三分之一将由政府通过资本利得税加以征收，你应该可以了解我们因此将丧失的潜在投资数量。

在政府可以课征的所有税金类型中，资本利得税是对于经济伤害最严重的一种税制。一般而言，最不具伤害性的税是那些税率偏低而没有差别性的税，并且课税的目的仅有一个：以融通政府最需要的支出。根据税金的性质来说，课税若是以平均所得为目的，则对于经济增长必然有负面的影响。它们会造成资本的消费，这又将减少资本储蓄，并降低经济扩张。

政府支出与赤字支出

在某一程度内，政府的课税与支出可以被视为是必要的经济成本。以国防为例，包括军事的基本建设与军事产业，都必须通过税金的方式，接受其他生产者的支援。然而，就如同人类消化系统内的细菌一样，军事产业是一种仰赖全国产能的必要寄生物。它不仅依靠政府，而且也必须倚仗其他产业维持生存。可是，对于许多政府融通的计划却不是如此。

非常不幸地，许多人将政府视为是一座永远不会耗竭的资源宝库，任何团体或任何具有影响力的国外政府。每当遭遇困境时便把美国政府视为是当然的万灵丹。新泽西州沿海发生水灾？联邦政府会伸和援手。储贷机构发生 5000 亿美元的坏帐？联邦资金也会加以援助。美国的文盲率过高？更多的联邦资金将注入原本已经过份浮滥的教育预算。阿根廷政府濒临破产？政府担保的贷款加以援助。前苏联的人民将陷入饥荒的困境？美国将提供贷款，并供应廉价的小麦。

我们美国人或许十分大方，但也非常天真。我们政府（人民）的口袋或许很大，但它却空空如也——除了破洞之外，什么也没有。自从 1969 年以来，预算便不曾平衡，过去 40 年以来，每年赤字的平均成长率为 15.3%。更糟者，我们看不到有任何改善的可能。虽然 1990 年 10 月份通过 5 亿美元的“削减赤字”法案，但在 1991 年 9 月，“预算管理局”官员预测，五年期的赤字将由 623 亿美元增加为 1.087 兆美元。然而，这是否是一个严重的问题？某些经济学家认为，就目前的政府赤字水准来说，还不是一个值得担忧的问题。他们认为，政府赤字仅占 GDP 的 5.9%，远胜过大多数的个人。

事实上，我们应该根据债务——而不是赤字——占所得的百分率来比较，撇开这点不谈，这些经济学家似乎忽略，个人与企业是依赖生产清偿债务，政府并非如此。政府以赤字融通支出时，是消费未来的资本储蓄。政府发行长期位券、中期债券或国库券时，便有等比例的潜在投资资本被用来清偿那些已经被消费的产品与服务。赤字支出的真正邪恶之处，是欺骗美国企业家，而掠夺原本属于他们的成长资本。由于公债几乎没有任何风险，所以政府能够以最低的殖利率发行国库券、中期与长期的债券，并借此融通赤字交出。

当然，投资者愿意购买政府债券，这些资金原本可以用于新的资本投资。运用资本利得税之类的税金来融通赤字支出，这会造成双重的伤害。政府不仅侵蚀经济成长的根基，而且还蚕食未来成长的种子。

结论

根据预算管理局估计，1993 年政府支出将占 GNP 的 25%，其中 5.9%将以赤字融通。犹如下一章的说明，这些数据很可能会低估。假设它们的估计正确无误，我们的政府必须维持相当高的税收，以供应预计中的庞大支出。同时，联储不断调降利率，将超额准备输入银行体系中。在我的记忆之内，这是一套史无前例的财政与货币政策组合。

在一方面，犹如第三章的讨论，刺激性的货币政策将导致资金充裕的假象，而造成经济的繁荣。在另一方面，课税与支出的政策将压抑信用驱动的繁荣，因为享有经济扩张效益的人，会被它们攫取大部分利润（主要是虚幻的利润），并将资品移转至消费。

在这组不寻常的政策运作下，最理想的结果是迟缓的成长与中等偏低的通货膨胀。然而，在我撰写本文的时候，“道琼指数”再度穿越 3200 点，除非 1993 年呈现繁荣的扩张，否则此股价水准将无法维持。显然地，市场认定克林顿总统与国会 will 增加支出，并听任赤字持续膨胀。如果市场的判断正确，结果将是经济的暂时性繁荣，随后物价将上扬。并在未来几年内发生漫长的经济衰退。

然而，我们目睹的景象究竟是什么？索罗斯的机会？或是，投资者最后的挣扎，而拒绝承认错误的前提即将被揭穿？下一章，我将尝试回答这个问题，把经济基本分析引用在当前的环境破 90 年代的未来投资。

第 22 章 20 世纪 90 年代的展望：总体基本分析的经济预测

“宏观基本面”实际上便是代表政府干预市场的结果。货币与财政政策，各种的法案（税法、规定、补助、关税、价格控制……）与军家行动，都会显著影响未来的生产与交易，并影响各个金融市场的价格趋势。

预测政府政策的影响。主要是默握政府政策的根本性质，拟定一些假设，并根据前几变讨论的原则预测最可能的发展。这是一个“宏观”的预测，一种由长期角度判断的景象。由短期的角度填补细节的部分，你需要预测政府政策在近期可能发生的变化。以及在基本经济原理的范围内，评估重大的政治、人口与文化的趋势变动。

本章中，我希望说明，如何运用历史的统计资料分析未来。我并不试图告诉你，我认为正确的方法；我仅说明我采用的方法，让时间证明我的判断。

由宏观的角度评估货币与财政政策

由宏观的角度预测时，不可以仅个别考虑货币政策与财政政策，而应该由货币与财政政策的整体性组合考虑。例如，如果仅以目前货币政策反映的低利率水准与充裕的自由准备金判断，我对于未来几年的金融行情将非常乐观，但还需要根据我对于格林斯潘的了解来调整，我稍后会讨论这方面问题。然而，如果仅以目前的财政政策判断——偏高的税金与相对偏低的支出——则我将看空未来几年的金融行情。可是，当你由整体角度综合考虑时，结果虽然未必是个别成分的总和，但与这个总和还是有点关系。

目前的货币政策下得不倾向刺激经济。1992 年初《华尔街日报》报导，企业界针对低利率的走势，开始大量发行债券以筹措营运资金。在整个 1992 年内，房屋抵押贷款利率承受相当的压力，30 年期的房屋贷款固定利率甚至低到 6.5%，这在某种模度内可以刺激房屋市场，但要鼓励贷款者在较低的利率水准下重流融通，这可增加可支配所得。

银行界由 1989 年以来便受到坏帐梦魇的影响，放款意愿非常低落，但就 1992 年 12 月的情况判断，它们已经在低利率政策的引导下开始增加放款；在经济复苏的初期阶段，银行仅愿意承做最保守的抵押贷款。

我认为，银行界目前对于放款的保守态度具有正面意义：显示放款机构的管理当局已经得到教训（至少在某种程度内），他们了解信用扩张（货币供给的通货膨胀）造成的经济成长有什么长期后果。联储不断调降名义利率，并以超额准备金注入银行体系，而试图刺激经济活动。然而，银行界却不接受诱导。调整后货币基础（这最可反映信用扩张的潜在能力）在 1991 年大约成长 8.7%（调整后的联储信用成长 9.5%）。但 M2 的成长率却仅 2.6%。因为银行准备金增加 1 美元，可供运用的信用便可以增加 10 美元以上（后者必然会反映在 M2 的成长中），所以 M2 的成长经迟缓可以告诉我们，利率中的企业家成分居高不下，虽然名义利率明显降低。我个人往来的银行家，他所做的评论最足以说明当时（1992 年 1 月）的情况：“如果贴现率降至零，我们也不会承做信用放款；上级明白地告诉我，如果我批准的贷款发生问题，我会失去工作。”

在经济衰退的谷底，这是放款机构的典型态度。然而，就目前来讲，这种态度已经持续一年，而且还在发展中。我认为，银行家对于通货膨胀与信用扩张的后果有最深的感受。他们担心通货膨胀，而不愿意根据任何水准的名义利率承做固定利率的长期放款，除非抵押的资产可以重新包装而转卖给政府，例如：房屋抵押贷款。在这种谨慎的态度下，随着时间的推移，放款持续获得清偿而累积充分的准备金之后，利率中的企业家成分会开始滑落，而经济扩张便可以加速进行。

1992 年，一项重要发展影响了银行放款的意愿与能力。“巴塞尔协定”要求银行在 1992 年底之前必须符合 8% 的资本对资产比率。某些度过这道难关的银行，通过谨慎的放款，逐渐累积符合规定的资本数量。如果所有银行都采取类似的谨慎态度，这可以为经济成长奠定健全的基础。然而，“巴塞尔协定”的目的仅是让“联邦存款保险公司”免于破产而已。由于银行持有的政府债券可以被视为是资本，并扩张信用，将造成银行囤积公债。

由于上述与其他种种原因（当利率翻升的时候），相对宽松的货币政策与银行放款态度谨慎，所产生正面效果将在目前与未来被财政政策抵消大部分。最重要的单一刺激因素，将是民主党当局支持的庞大政府支出，尤其是政府的赤字支出。

赤字支出：如果没有任何改变，则没有任何改变

为了让本书保持完整的概念，此处将以一个实际的例子说明，如何运用历史资料预测来来的结果，并从这项预测中获利。在此简单介绍我对于 1990 年“削减赤字”妥协案例的分析。

当我发现 1990 年的“削减赤字”法案演变为赤字的加速因素时，我开始自问。这种庞大的支出与赤字究竟还能够持续多久？在投资人开始严厉质疑政府债券的价值以前，政府到底还能够如何质借我们的未来？

身为一位交易者，我观察的是趋势。交易者对于趋势的看法很简单：“如果没有任何变化，则没有任何变化！”以赤字来说，除非国会与总统根本改变财政政策，否则你必须假定赤字支出的趋势将持续发展。更明确地说，它将持续发展至赤字支出的财务现实压倒政治利益为止——直至赤字支出实在无法再继续进行为止。

可是，这是否会发生？我的看法并不乐观。政府或许可以减少支出，尤其是全球的军事竞争已经趋于缓和，但支出的减少将非常有限；赤字的成长率或许可以下降，但赤字的绝对水准恐怕不会减少。根据过去的经验判断，税收增加与支出减少的效果，会被其他方面的支出抵消。让我们观察历史的事实，并由此推论未来的发展。

首先提出一些背景资料。根据“家庭研究委员会”的数据显示，联邦政府在 1950 年仅课征家庭平均所得的 2% 为税金，它同时不仅可以维持预算的平衡，还可以有 172 亿美元的盈余（根据“预算管理局”的《国民所得会计帐》报告）。目前，家庭所得平均至少有 24% 缴给国库，而国会不仅不能平衡预算，甚至于不能有效降低赤字的成长率。1991 年的预算赤字为 2695 亿美元，超过 IBM、General Motors、Mobil Oil、Coca Cola、Johnson & Johnson、Du Pont 以及 Sears。等在外流通普通股的总市值（以 1992 年 1 月的价格计算）。

我们究竟是如何陷入目前的困境，答案很简单：政府持续质借我们未来的生产，而使支出始终大于收入。最严重的情况是，不论政府如何增加税收，支出的成长率永远超过收入的成长率。表 22.1 可以显示这种令人悲哀的警兆。

表 22.1 联邦收入（税收）与支出，以及成长率

(以十年为单位期间)

期间	税收 (单位：十亿)	成长率 (%)	支出 (单位：十亿)	成长率 (%)	平均 ^a 赤字 (占税收的%)
20 世纪 50 年代	739.1	—	749.1	—	0.2
20 世纪 60 年代	1367.4	185	1393.5	188	2.4
20 世纪 70 年代	3275.4	239	3589.5	276	10.6
20 世纪 80 年代 ^b	9060.9	277	10823.5	302	20.5

a 平均是指十年的平均值。数据是表示为税收（而不是 GNP）的百分率。

b 在 20 世纪 80 年代，联邦债务毛额的增加数量超过各年赤字的总和，这是因为“预算外”的债务增加。

资料来源：“预算管理局”的《国民所得会计帐》

情况的恶化不能归咎于物价与生活水准的上升。因为自从 1946 年以来，消费者物价指数由 20.4 增加至 135.9 (1982—1984=100)，成长 5.6 倍。在此 44 年间内，政府收入由 433 亿美元增加为 1.06 兆美元，成长 23.6 倍；而支出则由 331 亿美元增加为 1.32 兆美元，成长 38.8 倍。

观察联邦赤字支出的趋势时，历史资料反映出不祥的征兆。你可有由不同角度估计 20 世纪 90 年代的政府预算。你可以采用显然有问题的政府估计数据，例如：挽救储贷机构危机的费用，政府估计的成本为 1250 亿美元左右，而我们知道这绝不可能少于 5000 亿美元。或者，你可以仅采用客观的参考数据——历史的统计趋势。我便是以后者评估。除非明显证据显示政府的政策有根本的变化，否则我便假定历史趋势将持续发展。所以，情考虑下列的历史事实。

根据表 22.1 所示，就赤字占税收的百分率来说，它由 20 世纪 50 年代的 0.2%，稳定增加为 20 世纪 80 年代的 20.5%。在 1992 年 1 月份，20 世纪 90 年代的平均赤字占税收的 23.3%。若由年度的资料观察（表 22.2），1947 年以来，政府税收增加率的中位数为 6.7%（每年），而政府支出增加率的中位数为 8.1%（每年）。

假定在截至 1995 年的五年内，政府会根据 44 年以来的中位数成长率来增加支出（8.1%）与收入（6.7%），则国会山庄的代表们在 20 世纪 90 年代将支出 9.2 兆美元，全美国的债务至少增加 1.9 兆美元。

这是一种难以想象的情况，因为除了政府以外，没有任何的个人或机构可以仅凭命令来融通赤字。未来十年内。如果你尝试模仿政府一样举债度日，你根本无法借得需要的资金。经济衰退时，政府的收入与支出都会受到影响，但这些数据并没有考虑经济衰退的因素。情观察图 22.1，自从 1955 年以来，每当经济衰退时，政府收入相对于前一年会减少，支出则会增加。

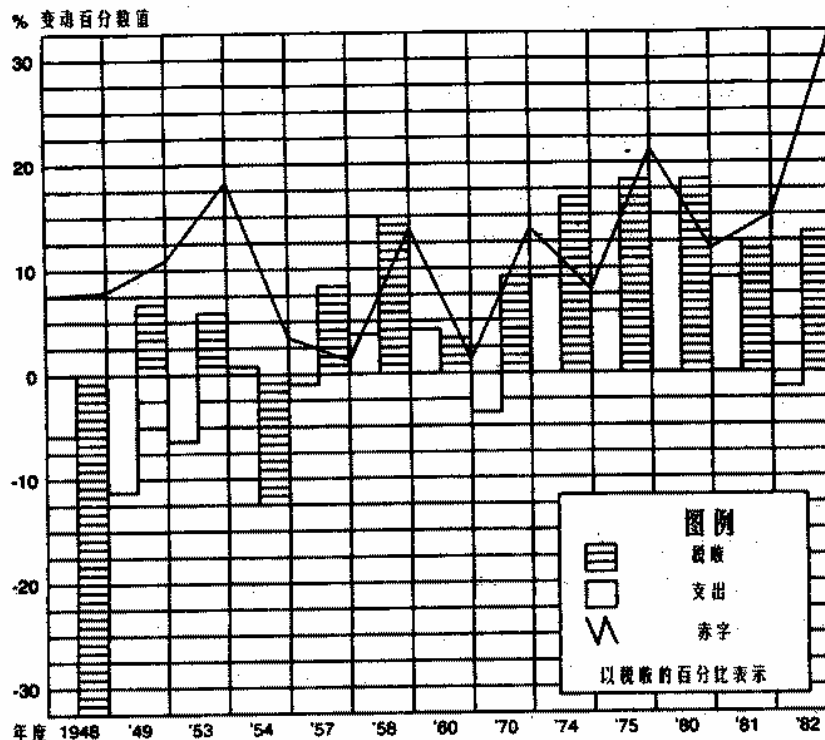


图 22.1 经济衰退期间，政府的税收、支出与赤字

如果由峰位至谷底来观察经济衰退的期间（根据“国家经济研究局”的资料），则政府收入在经济衰退年份平均一下降 7.8%（相对于前一年份），而政府支出平均增加 17.5%。

经济衰退期间，由于国民所得减少，经济活动减缓，所以政府税收也减少。在另一方面，政府的支出会增加，因为人民对于政府社会福利计划的需求增加，而且在凯恩斯学派的经济原则指导下，政府会增加支出以刺激经济活动。

由于上述的事实与我心中的另一些想法，我以下列四种保守的方法预测政府未来的预算：

1. 平均赤字。根据《国民所得会计帐》的数据显示，20 世纪 80 年代平均赤字成长为 20 世纪 70 年代的 5.7 倍。20 世纪 70 年代与 20 世纪 60 年代的数据则分别为 12.0 与 13.8 倍。如果我们保守地估计 20 世纪 90 年代的平均赤字仅为 20 世纪 80 年代的 3 倍，则 20 世纪 90 年代的每年平均赤字为 5370 亿美元。

2. 收入与支出的第十年平均成上率。假定 20 世纪 90 年代的收入与支出成长率，是 20 世纪 60 年代、20 世纪 70 年代与 20 世纪 80 年代的总平均值，则其收入将成长 234% 而为 21.2 兆美元，支出则成长 255% 而为 27.6 兆美元。这种情况下，每年平均的赤字为 6400 亿美元。

3. 收入与支出的中位数成长率。假定政府会根据 44 年以来的中位数成长率来增加支出（8.1%）与收入（6.7%），则 99 年的赤字将是 6720 亿美元，而 20 世纪 90 年代的每年平均赤字为 4160 亿美元。在这种方法的估计下，91 年与 92 年的预算赤字分别为 2516 亿美元与 2880 亿美元（两者都低于政府的预估数据）。

4. 赤字占税收百分率的中位数。假定政府收入按中位数 6.7% 成长，赤字占税收的百分率则维持在 80 年代出现的中位数水准 20.4%，90 年代平均每年的赤字为 3710 亿美元。

如果我们取上述四种方法的平均值，则 20 世纪 90 年代预算赤字平均每年预估为 4740 亿美元。

这些数据是否切合实际？读者不妨观察我们引用的假设。在每一种方法中，我们都是根据历史的趋势，而且由保守的角度选择数据。我没有引用当前的成长率。我引用的数据包括 50 年代与 60 年代的部分资料，当时的财政政策相对负责。由另一个角度来说，1979 年当时的预算约为 5000 亿美元，而人们担心赤字可能高达 250 亿美元至 300 亿美元；如果某人预测 1991 年的预算为 1.32 兆美元，而赤字为 2660 亿美元，他一定被视为是“危言耸听”。然而，统计数据实际上便是如此，处处都显示支出与赤字的成长趋势将继续加速。换言之，我认为我提出的平均赤字预测数据相当切合实际，除非发生一些根本的变化。

由另一个角度分析，赤字支出很可能在 2000 年便达到上限，这是根据另一些历史趋势的分析。以 1961 年至 1989 年的政府收入对利息支出的比率来进行线性回归分析，结果显示拟合的情况非常理想（参考表 22.3）。假定趋势维持不变，则

2000 年时,政府收入对利息支出的比率将降至 1.93,而在 2005 年将成为负值。假定政府收入按过去 44 年以来的中位数 6.7% 成长,则 2000 年的收入为 1.972 兆美元。现在让我们观察预算结构的可能发展。

以 1990 年会计年度来说,预算的估计(显然低估)列示于表 22.3。

假定“社会安全”、“所得安全”与“医疗保健”占收入的百分率都不变,而且收入(1.1 兆美元)中支付利息(1340 亿美元)的百分率为 16.5%,则在 2000 会计年度的未平衡预算中,支出的情况将如同表 22.4 所示。

请留意,将有 37.5% 的预算必须用于清偿公债的利息,而“国防与其他”的预算必须减少 22.69%。换言之,如果目前趋势维持不变,则 2000 年时,为了支付公债的利息,国会必须大幅删减长久以来的既有支出,而且还必须继续维持庞大的赤字。这是政治上“稳输”的局面,势必进行一些改变。

表 22.3 1990 会计年度预算估计

项 目	支 出 (单位: 10 亿美元)	占支出的
社会安全	248.6	19.89%
所得安全	148.2	11.85%
医疗保健	97.0	7.76%
利息	184.0	14.72%
国防	300.0	24.00%
其他	272.2	21.78%
总计	1250.0	100.00%

请留意,最后两项——国防与“其他”支出——占总支出的 45.78%。

表 22.4 2000 会计年度预算估计

项目	支出 (单位: 10 亿美元)	占支出的 %
社会安全	539.6	19.89%
所得安全	322.9	11.85%
医疗保健	211.5	7.76%
利息	1021.8	37.50%
国防	629.2	23.09%
总计	2725.0	100.00%

或许在这种情况下发生以前,政府会采取必要对策。撰写本书时,已有相当的人主张减少 30 年期公债,以缓和政府的利息支出,并舒缓长期利率的上升压力。这将迫使政府以短期与中期公债来融通,并造成至少两方面重大影响。

第一,这确实可以舒缓利息的负担,但程度相当有限。德国并没有发行 30 年期的公债,但以 1992 年的情况来说,10 年期公债的殖利率至少较美国长期公债高出 1.5 个基点。另外,节省的利息支出必然会被其他支出抵消。国会有一种“尽情挥霍”的习惯。如果立法者以正常态度反应,则公债利息的支出将会减少,但政府支出占实质 GNP 的比率仍会提高,这将导致经济成长的减缓(我们在第四章曾经讨论这方面问题)更糟者,联邦政府又可以因此而拖延面对财政问题的时间。另外,请留意,长期房屋贷款利率并不会下降,它们会转而钉住其他长期债券,例如:AAA 级的公司债。

根据表 22.2 的观点,利率降低与长期公债的减少,将使政府能够更升高利息支出占收入的比率。负担的利率较低,仅会造成政府借取更多的债务,并延伸政府“举债度日”的时间。政府赤字支出所能延续的时间愈长,整个国家产能的负担也愈重。

第二,政府短期与中期债券的发行将大幅增加,并剥夺企业界在这些市场募集资本的机会,这将造成相当明白的后果。企业界可以转而向长期市场筹措资金,但将被迫负担较高的成本。结果,这又将造成经济成长减缓。

不论政府如何选择融通的方式,草率的支出只会抵消扩张性货币政策的效果(我不认为货币政策可以继续保持宽松),因为这会造成通货膨胀与美元的贬值,我在下一章将讨论这方面问题。

结论

只要债务得以继续获得清偿，草率的支出便无法改善；就前者来说，历史资料显示，利息支出占税收的上限大约在 30% 以下。以身陷超级通货膨胀的拉丁美洲国家观察（墨西哥在 1982 年的利息费用 / 税收比率为 27%，巴西在 1984 年为 29%），这可以让我们大致了解这种情况顶多可以发展至何种程度。以表 5.4 来说，你绝对不会看见 37% 的利息支出，因为在此发生之前，情况必然已经出现变化。

第 23 章 美元的历史走势与未来发展

美元币值的发展很重要，因为美元是全球的准备通货。就这个观点来说，美元的责任相当重大，因为这使外国银行得以持有无数的美元作为准备资产而以其本国通货放款。（瑞士例外。非常有趣地，瑞士将美国公债视为高级的公司债。）

80 年代，美国赤字大幅膨胀时，国外在美国的投资明显增加，因为美国的经济成长与利率水准都很高而足以吸引国外资本。1989 年由于实质利率很高，美国的公债有五分之一是由外国投资人持有。然而，1992 年 7 月，联储将贴现率降至 3%，实质利率则降至零。现在，我们必须为 80 年代的债务付出代价，这使美元币值处于长期的下跌趋势（参考表 23.1）

美元是一种商品，并被五种主要的市场参与前持有：（1）资本投资者，他们持有资金进入国际市场，以参与相关国家的成长（换言之，他们买进其他国家的股票、债券、房地产与其他的有形资产）；（2）套利交易者，他们买进币值稳定或趋于升值的外汇（包括利率的考虑在内）；（3）国际贸易的进、出口商；（4）经常买卖外汇的游客；（5）中央银行。

表 23.1 联邦美元指数的历史发展

贴现率	期间	美元指数	变动 (%)	消费者 物价指数
6-4-4 3/4	1/1913-2/1919	8.26-8.76	6.1	9.9-16.2
4 3/4-7	2/1919-12/1920	8.76-24.65	181.4	19.4
7-4	12/1920-4/1922	24.65-16.39	-33.5	16.7
4-4	4/1922-7/1926	16.39-40.60	147.7	17.5
4-3 1/2	7/1926-1/1927	40.60-30.19	-25.6	17.5
3 1/2-6	1/1927-8/1931	30.19-30.39	0.7	15.1
6-1 1/2	8/1931-12/1932	30.39-33.21	9.3	13.1
1 1/2-1	12/1932-7/1936	33.21-20.16	-39.3	13.9
1-1/2	7/1936-5/1940	20.16-51.75	156.7	14.0
1/2-1/2	5/1940-12/1940	51.75-46.23	-10.7	14.1
1/2-1/2	12/1940-12/1945	46.23-47.92	3.7	18.2
1/2-1	12/1945-6/1946	47.92-71.86	50.0	21.5
1-1	6/1946-12/1947	71.86-71.22	-0.9	23.4
1-1	12/1947-2/1948	71.22-92.49	29.9	23.5
1-1 1/4	2/1948-8/1949	92.49-92.37	-0.1	23.8
1 1/4-1 1/2	8/1949-6/1950	92.37-114.53	24.0	23.8
1 1/2-3	6/1950-7/1957	114.53-109.97	-4.0	28.3
1 1/4-6	7/1957-9/1969	109.97-123.82	12.6	37.1
6-4 1/2	9/1969-7/1973	123.82-92.71	-25.1	44.3
4 1/2-5 1/4*	7/1973-6/1976	92.71-107.05	15.5	56.8
5 1/4-14	6/1976-7/1980	107.05-84.65	-20.9	82.7
14-7 1/2	7/1980-2/1985	84.65-158.43	87.2	106.0
7 1/2-5 1/2	2/1985-12/1987	158.43-88.70	-44.0	115.4
6-7	12/1987-6/1989	88.70-106.52	20.1	124.0
7-6	6/1989-2/1991	106.52-80.60	-24.3	134.8
6-5 1/2	2/1991-7/1991	80.60-98.23	21.9	136.2
5 1/2-3	7/1991-9/1992	98.23-78.43	-20.2	140.9
3-	9/1992-	78.43-		

第一栏列出相关期间的贴现率。

第三栏列出联邦准备美元指数，这是根据一篮西方国家货币为基准加权而成。

第四栏列出美元指数在相关期间的变化。

第五栏列出相关期间最后一个月为消费者物价指数（1982-1984=100）。

一个国家经济衰退时，通常会买进公债，调降利率而放宽信用。这通常会造成汇率的下降，因为资本投资者会卖出资产，并抽出资金。一个国家处于经济复苏或扩张时，情况则相反。

目前，美国调降利率而成果好坏参半。股票与债券价格上涨，但经济表现相对不理想。所以如此的理由很多，我在本书其他场合将做解释。我们必须了解，很多因素会影响美元汇率，最主要的考虑因素是资本投资人的态度。

美国的实质利率低于日本、德国与其他欧洲联盟国家时，海外投资人持有的美国公债大幅减少。1990 年至 1992 年之间，情况便是如此，国内投资人持有的公债数净增加，尤其是银行。结果，国内民间部门的企业贷款便相对减少，美元汇率也下

跌。

这虽然有利于出口业，但对于国内的物价却有不利的影响。过去六年来。美元币值相对于联储的一篮子外币贬值 50.5%，在这种情况下，美元担任全球准备通货的角色还能够维持多久？在 1985 年 2 月至 1992 年 9 月之间，德国马克兑美元升值 150%；在 1982 年 11 日至 1993 年 4 月之间，日元兑美元升值 154%。

此处又有另一个范例说明我的论点：你永远不可以盲目接受别人的看法，而必须自行思考。我们经常听到一项评论，美国的油价相对于我们的主要经济竞争对手——日本与德国——远较为低廉。这项论点被用来作为调高石油税率的合理化借口。然而，这是彻底的扭曲。

情况究竟如何（参考图 23.1）？在 1980 年至 1985 年底，原油价格大约每桶为 30 美元。石油是以美元计价，因为美元是全球的准备通货。由于美元的贬值，德国与日本的石油价格下跌。在 1982 年至 1993 年之间，石油价格由每桶 32 美元跌至 20 美元左右。在同一期间，德国马克以美元表示的价格由低价 28.81 美分上涨至高价 71.96 美分；换言之，美元以德国马克表示的价格由 3.47 马克跌至 1.39 马克。就美元计值的商品来说，德国马克的购买力增加 60%。在德国，1985 年的油价为每桶 111 马克，而 1992 年 9 月份的价格则低于 28 马克。换言之，每桶 20 美元的石油，在德国仅为 8 美元。在日本则更低——相当于每桶 7.80 美元。

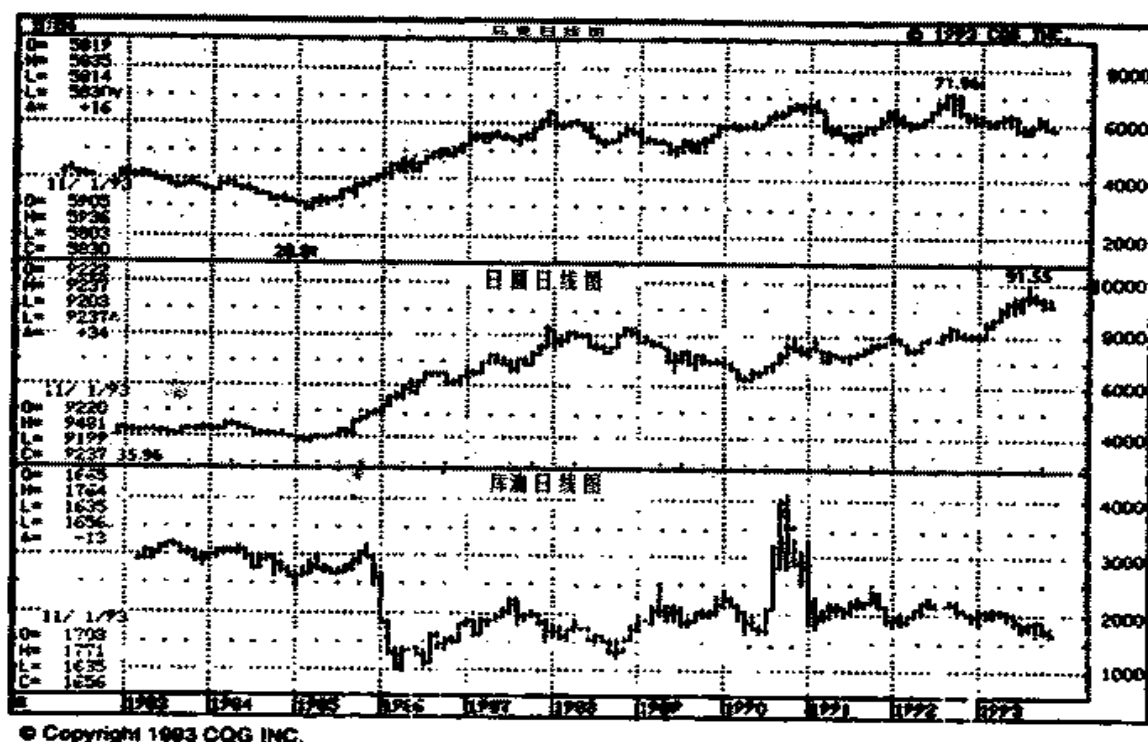


图 23.1 德国马克、日元与原油价格的比较

由于美元对所有主要的通货继续贬值，而使美国公债的报酬不断缩水，国外投资人购买美国公债的意愿究竟还能够持续多久？“七大工业国家（C7）”的政治压力与协议还能够持续多久，以劝服各国中央银行继续持有庞大的美元余额？请留意美国目前的预算赤字与联邦债务。如果这个趋势持续发展，则必须有所牺牲。我们必须牺牲的恐怕是美元的币值。如果你是一位阿拉伯王子，从 1986 年以来，以美元订定石油价格已经让你蒙受相当的损失。我相信，“石油输出国家组织”（OPEC）总有一天会根据某种综合性货币单位订定油价，例如：25%的黄金、25%的美元、25%的德国马克与 25%的日元。一旦情况演变至这种地步，美元币值将暴跌。

如果联储持续让美国的名义利率低于其他主要国家，问题将更为恶化，因为国际资本（包括美国的资本在内）将会流向高殖利率而币值趋升或稳定的市场，使美国缺乏经济扩张所需的资本。国内利率低于市界市场的水准。将使美国的资金大量流向墨西哥、欧洲联盟与东欧国家。

“最理想”的情况是所有的外国中央银行都采取信用扩张的政策，而美联储却能洁身自爱。这会使美元重新恢复强势货币的角色，因为各国的货币都会在通货膨胀的影响下而贬值，所以美元的国际购买力将会相对提升。然而，情况即使是如此发展，也需要花费相当的时间来酝酿。在最近 40 多年来，各国通货都无一能够幸免。货币的购买力都不断下降，唯一的差

异仅在于贬值速度而已(请参考表 23. 2)。

表 23.2 外汇表现

		38 年: 1958 - 1988a		1988 年价值 (1950 = 100)	38 年购买力 下降 (%)
		消费者物价指数			
		1950	1988		
1. 德国马克		32.0	101	32	- 68
2. 瑞士法郎		31.0	104	30	- 70
3. 美元		22.0	110	20	- 80
4. 加拿大元		20.0	113	17	- 83
5. 日元		14.0	102	13	- 87
6. 法国法郎		10.0	109	9	- 91
7. 荷兰基尔德		11.0	120	9	- 91
8. 英镑		9.5	113	8	- 92
9. 澳元		11.0	127	8	- 92
10. 意大利里拉		7.2	117	6	- 94
20 年: 1968 - 1988a					
		消费者物价指数		1988 年价值 (1950 = 100)	20 年购买力 下降 (%)
		1968	1988		
1. 德国马克		48.0	101	48	- 52
2. 瑞士法郎		47.0	104	45	- 55
3. 美元		32.0	102	31	- 69
4. 加拿大元		36.0	120	30	- 70
5. 日元		32.0	110	29	- 71
6. 法国法郎		29.0	113	25	- 75
7. 荷兰基尔德		22.0	109	20	- 80
8. 英镑		17.5	113	15	- 85
9. 澳元		16.7	127	13	- 87
10. 意大利里拉		13.0	117	11	- 89
10 年: 1978 - 1988a					
		消费者物价指数		1988 年价值 (1978 = 100)	10 年购买力 下降 (%)
		1978	1988		
1. 德国马克		78.0	102	76	- 24
2. 瑞士法郎		75.0	101	74	- 26
3. 美元		75.0	104	72	- 28
4. 加拿大元		73.0	120	61	- 39
5. 日元		60.0	110	54	- 46
6. 法国法郎		57.0	113	50	- 50
7. 荷兰基尔德		53.0	113	47	- 53
8. 英镑		50.0	109	46	- 54
9. 澳元		56.0	127	44	- 56
10. 意大利里拉		37.0	117	32	- 68
5 年: 1983 - 1988a					
		消费者物价指数		1988 年价值 (1983 = 100)	5 年购买力 下降 (%)
		1983	1988		
1. 德国马克		95.0	100	95	- 5
2. 瑞士法郎		95.8	101.4	94	- 6
3. 美元		95.6	101.2	94	- 6
4. 加拿大元		94.0	104	90	- 10
5. 日元		93.0	110	84	- 16
6. 法国法郎		92.0	113	81	- 19
7. 荷兰基尔德		88.0	109	80	- 20
8. 英镑		90.0	113	79	- 21
9. 澳元		90.0	127	71	- 29
10. 意大利里拉		83.0	117	71	- 29

a 根据“国际货币基金”提供的消费者物价指数。

资料来源: Daniel Poole, Van Eck 基金首席经济学家。

第 20 章讨论经济循环时曾经说明, 信用扩张可能导致资源的不当配置。一个国家的经济结构趋于复杂时, 信用扩张引

起的资源配置不当将更严重。例如，第二次大战结束时，美国以“马歇尔计划”协助欧洲的重建，这便是一种大规模的信用扩张。40年代末期，美国政府的负债已经超过当时的GNP。然而，信用扩张的负面效果却得以降至最低，因为在国内与国外创造的真实财富都非常可观。美国虽然将庞大的资本转移至国外，国内却仍然能够持续扩张。

现在与过去两者之间有相同与相异之处。在一方面，东欧国家拥有可观的资源，却没有必要的资本运用这些资源——这与第二次大战结束时的西欧非常类似。另一方面，美国的经济基础已经没有能力再提供融通。然而，美国维持低利率的资本，以及课征偏高的税金与种种滞碍难行的产业规定，这使美国的资本不断流向中国大陆、东欧国家、拉丁美洲与其他的欧洲国家。毕竟，现在是一个全球性的经济体系，资本的流动几乎没有任何障碍。

在这种情况下，资本投资的报酬虽然会回流至美国，但这需要时间。在发展中国家投资，并创造足以回流美国的剩余资本，这需要一段相当长的期间。另外，美国虽然是一个较有效率的市场，资本的投资可以迅速转为生产，但相对于其他拥有较具竞争性条件的国家（换言之，劳工成本低廉、环保意识与规定较宽松、资本利得税较低），资本投资的效果仍然不足以比拟。总之，维持低于世界水准的利率，可能无法在美国国内引导经济扩张（这是凯恩斯学派的主要经济策略）。

不论由哪一个角度观察目前的政策，如果联储坚持立场，而国会无法拟定负责的财政政策，我认为明年仍将出现迟缓的成长，这种情况甚至可能维持数年之久。另一个可能的发展是采取大规模的信用扩张，但就目前联储的态度来说，似乎不可能。

政治趋势：目前与未来

在西方世界，年轻人将享有的生活条件，可能无法超越其父母一代的水准，这是历史上首度出现的情况。就这种层面上来说，西方世界（尤其是美国）已经处于衰退的阶段。何以如此？政府的政策倾向于提升物价，并减少消费者的财富。

这种趋势不能够持续发展。美国人民将唾弃那些挥霍其生活水准的政客。如果政府持续课征偏高的税金，美国人将起而反抗。事实上，他们已经开始在反抗了。

政客逐渐了解这种趋势，并会采取行动保护自己。问题是：这些政客会采取根本而长期的改革，或是仰赖信用扩张——短期的解决之道——来解决问题？

如果银行界不能发挥影响力，而由格林斯潘这类政客主导，我相信国会与总统会选择信用扩张。这项策略已经在运作中，而且在克林顿的观念中，这是追求“成长”的唯一方法。目前，这是通过降低利率为之，但联储如果继续扩张，将调整后的信用由目前的10%增加为20%，则通货膨胀的问题将开始浮现；观察这方面的发展，请留意调整后的联储信用。格林斯潘虽然不是直言无讳的人，但他确实了解与相信“奥国经济学派”的理论。不妨参考他对于艾·兰德作品《资本主义：未知的理想》的评论。让信用扩张与通货膨胀继续发展，对他而言，这是一种道德上的妥协。我希望他有勇气追求低通货膨胀的理想。如果他真的这么做，则未来几年内，我们将看不到信用扩张引起的经济高度增长。

克林顿的政策将导致赤字增加与迟滞的成长。在他领导下，政府支出不会真正的减少。唯有当美国纳税人“忍无可忍”时，并唾弃国会中的长期领导者，如此财政政策才可能出现根本的改革。1994年的国会议员选举中，我希望这种趋势会明朗化。

短期的来来会如何呢？我相信金融市场仍将预期那不会实现的快速成长。在这种预期之下（以通货膨胀为代价），股票市场将继续攀升。然而，成长真正出现时，联储终究会紧缩银根，因为经济成长是由信用所驱动，这并不代表真正的成长。然后，市场将发现自己的境遇非常类似1989年至1992年的日本。在这种情况下，经济活动将陷入停滞。下一波主要空头行情发生之后，市场很可能出现数年之久的根本变化，因为旧有法则不再适用时，它必须根据新法则来调整；尤其是——偏低的利率将不足以保证经济扩张。

如果不采行大规模的信用扩张策略。联储不将调整后的信用提升至20%以上（我认为这非常不可能发生），则种种力量会引导实质利率走低。首先，美国的年龄结构逐渐趋于老化。愈来愈多的考虑将摆在未来，这会使基源利率趋于下降。所以，市场毛利率中的实质（净）成份将会相对走低。另外，假定消费者物价的上涨速度可以控制在每年3%至5%之间，则利率中的价格升水成份也会保持在偏低的水准。企业家的成份则会随资本的需求情况而变动。

政府支出与民间部门的资本需求都会很高。相对上说，放款机构将处于有利的地位，它们可以评估与选择最理想的客户。然而，如果政府持续一些自由市场不愿接受的担保放款，例如对东欧集团的放款，可能抵消这些正面的发展。

根据个人看法，如果尝试采取通货膨胀的扩张政策，债券与美元都将崩跌，这可能足以凝聚真正变革的共识。我有一项非常强烈的看法。自从1896年以来，在民主党执政的40年里，平均每年的通货膨胀率为6.8%。这是因为民主党信仰凯恩斯学派的通货膨胀。相形之下，在共和党执政的56年里，平均每年的通货膨胀率为2.5%。通货膨胀恶化时，民主党的

领导者只希望将它暂时扫到地毯下，这种态度会让美国陷入混乱。债券与美元市场都将不可收拾。因为华盛顿是由金融市场控制，他们将被迫采取行动。他们将如何反应？他们将拯救债券或是美元？何者较为重要？根据我的看法，立法者将为美国政府设计一种“大玩意”，为挽救美元，债券持有者将被牺牲。

什么是“大玩意”？70年代初期纽约市濒临破产时，解决的办法是创造一种称为 BIG MAC 的特殊债券。它较既有的债券享有更优惠的权利。我认为这个案例可以被引用，并将这种新债券称为“大玩意”。“大玩意”发行时，既有债券的市场价值将立即崩跌。

所以，“大玩意”出现时，目前债券持有者的权益将被牺牲，但可以挽救美元。由于美元具备世界通货准备的地位，如果其价格大幅贬值，全球经济可能濒临瓦解。我们不妨看看 1987 年崩盘的情况，当时是因为德国不愿意接受贝克的建议，拒绝实行通货膨胀的策略。结果，德国与日本同意刺激本身经济时，S&P 500、日经指数与美元都在 1987 年 12 月创低点。这一次，这两个国家已经采取刺激经济的策略了。

如果没有采取通货膨胀的刺激策略，我们将持续忍受三年至五年的经济衰退。然而，我认为，银行体系自从 20 世纪 80 年代以来，已经由新一代的年轻人所管理，他们在前一阵子受到严重的教训。这一代的银行家与放款者非常不可能重蹈覆辙；因为痛苦的记忆犹新，而人类最强烈的欲望便是逃避痛苦的欲望——就此而言，希望逃避的痛苦是亏损。那些仰赖政府支助的人将承受最大的压力，这包括许多产业在内。真正的解决之道是降低税金，并逐渐减少政府支出（但必须立即开始）。

结论

有关 90 年代的经济情况（包括美元在内），最理想的情况必须仰赖联储的节制态度，以及美国人民强迫政府采取负责的财政政策。在最理想的情况下，我们将见到缓慢的成长，伴随着节制的货币政策（联储的公开市场操作），政治上的趋势也倾向于节约开支与降低税金。在这种情形下，美国将可以累积资本，并在 90 年代中期进入较快速而持续性的成长。

在最糟的情形下，联储将因为华盛顿“领导者”的压力而采取扩张信用的权宜之策。若是如此，我们将见到通货膨胀推动的快速成长，股票与美元都会出现短暂的上涨，而在 90 年代中期将出现长期的衰退，美元也将创新低价。

第四篇 技术分析

第 24 章 波动程度，交易机会以及 GNP 的成长

1985 年“道琼工业指数”虽然创历史新高，许多交易者却难以获利（选股与并购专家例外）。某些人称此为“最难交易的行情”。我在该年的获利率为 9.58%，我希望了解情况何以如此。

当时，我主要是针对指数期货与指数选择权从市当日冲销与中期头寸（数周至数月）的交易。换言之，我还要的交易对象是指数而不是个股——我是一个市场玩家。我当时的诊断是：市场的波动太小，没有足够的空间让市场玩家操作。

于是，我开始考虑一些问题：我应该如何界定波动程度？股票指数的波动来自于什么因素？我如何预先知道指数的波动将减缓，而应该强调个股的操作？

上述考虑是基于两个动机。第一，我知道当时的波动程度较正常水准低，所以我希望了解其中差异的性质。我希望研究市场的历史资料，以判断被动程度的“正常”市场行为。第二，我认为这项知识将有利于未来的交易。

本章中将列示我的研先结果（最初完成于 1985 年，但资料更新至目前），我将说明处理这个问题的方法，并将结论套用于未来。

交易机会与市场波动

研究的过程中，第一个问题是：一年之内何谓“正常的”交易机会？根据我当时的交易策略来说，我认为在一个月內，如果市场出现 2% 的价格走势，便称得上是交易机会。于是，我回溯至 1897 年的资料，并计算每年某个月內出现 2% 价格走势的月份数，结果列于表 24-1 中。我发现，每年交易次数的中位数是 7 次，平均数则为 8.7 次。换言之，由中位数考虑历史资料，交易机会大约每一个半月出现一次。

其次，我观察指数的价格波动程度。我计算“道琼工业指数”历史资料中每年的平均每月份绝对百分率变动量，结果列于表 24.2。（详细的计算方法，请参考表 24.2 的“注”。）然而，利用这项平均值衡性价格波动程度，并比较价格波动程度与交易机会的关系，结果列于表 24.3。两者之间的相关性虽然不显著，但历史资料中展现一种趋势：交易机会的次数与价格波动率相互对应。

这看起来好像是在证明一些自明的道理，实际上不然。首先，它提供资料让我们了解，在沉闷的行情中，不可频繁交易。例如，相对于历史上的典型行情，如果市场走势太过于沉闷，而且你知道为什么，则指数与选择权的交易应该是“在强势中买进 / 在弱势中卖出”的游戏，而不应该采用“买进而让获利持续发展”的策略。另外，跨形价差交易也应该以销售（而不是买进）为主。第二，这些研究可以协助你在走势沉闷的行情中，将投机与投资转至个股操作，而不应该再以交易指数为主。显然地，价格波动程度最严重的时候是在下跌的行情中。这种情况适合交易指数。此外，这项研究使我了解价格波动的来源：GNP 成长率的变动。所以，如果你能够以某种合理的方法预测 GNP 的成长率，你应该可以较精确地预测市场价格的波动程度。

GNP 的波动与市场价格的波动

在 1969 年出版的著作中，戈登·霍姆斯很巧妙地说明，“某股票价格趋势的斜率，在时间上几乎总是领先盈余趋势在斜率上的对应或对等变化。领先的时间大约为三个月。”换言之，股票价格的变化会按比例预先反映盈余成长的变化。很少分析家会否认这种现象。

这是多年来我知道的事实，但在 1985 年之前，我却没有想到这种现象可以运用于其他方面。如果股价的波动与盈余的波动有关联，则市场指数的波动与 GNP 的波动也应该有关联。于是，我决定以统计方法测试 GNP 波动与市场价格波动之间的相关性。

首先必须以某种方法衡量 GNP 的波动程度。犹如表 24.4 所列的摘要，我取 GNP 每季百分率变动之差额的四季移动平均代表 GNP 的波动。计算方法如下：

1. 计算实质 GNP 每季的百分率变动。
2. 计算季与季之间百分季变动之差额的绝对值。

3. 计算上述绝对值的四季移动平均总值。

4. 将四季移动平均总值除以 4, 以取得季与季之间百分率变动的四季移动平均值。

我初步完成对 1985 年资料的分析以后, 我发现情况完全符合我的假设。就每季的 GNP 变动平均值观察, 1985 年是 1963 年以来波动程度第三低的年份, 难怪行情如此沉闷。然而, 进一步测试之后, 我却发现 GNP 波动与股票指数的价格波动之间并没有明确的统计关系。没有证据显示, 股票市场会预先反映 GNP 成长的变动。

我认为有数项理由可以解释两者之间何以不存在相关性。第一, “道琼工业指数” 仅代表一个经济部门。第二, 我采用实质 GNP 的资料, 而“道琼指数” 会在指数内反映通货膨胀的影响。第三, 股票市场较着重于利率的变动, 虽然利率的变动对于经济活动未必产生影响(1991~1992 年间便是一个例子), 但市场却认定如此。

表 24.1 道琼工业指数的每年交易次数

判断基准: 交易机会是指一个月内出现 2% 或以上的价格(上涨或下跌) 走势。			
年 份	交易次数	年 份	交易次数
1897	11	1945	7
1898	8	1946	9
1899	11	1947	5
1900	10	1948	8
1901	7	1949	7
1902	5	1950	6
1903	7	1951	8
1904	9	1952	7
1905	10	1953	3
1906	9	1954	10
1907	8	1955	5
1908	10	1956	9
1909	8	1957	10
1910	7	1958	9
1911	6	1959	7
1912	8	1960	9
1913	9	1961	8
1914	6	1962	7
1915	11	1963	7
1916	8	1964	2
1917	9	1965	6
1918	6	1966	6
1919	9	1967	8
1920	9	1968	5
1921	9	1969	8
1922	9	1970	9
1923	7	1971	8
1924	9	1972	4
1925	9	1973	9
1926	8	1974	6
1927	10	1975	9
1928	8	1976	6
1929	11	1977	5
1930	9	1978	7
1931	11	1979	7
1932	12	1980	7
1933	10	1981	6
1934	6	1982	6
1935	6	1983	5
1936	8	1984	5
1937	9	1985	5
1938	8	1986	7
1939	11	1987	10
1940	7	1988	7
1941	7	1989	7
1942	9	1990	7
1943	8	1991	7
1944	3	1992	5
		1993	5 (11/1/93)

每年交易次数	发生的年数
2	1 (在 1964 年)
3	2
4	1
5	9
6	12
7	20
8	16
9	20
10	8
11	6
12	1 (在 1932 年)

表 24.2 道琼工业指数的价格波动

判断基准：价格波动是比较指数平均每月份的绝对（涨或跌）百分率变动量。					
年份	月份变动累计 百分率（%）	月份平均变动 百分率（%）	年份	月份变动累计 百分率（%）	月份平均变动 百分率（%）
1897	67.3	5.6	1945	38.4	3.2
1898	65.1	5.4	1946	51.2	4.3
1899	68.2	5.7	1947	23.4	2.0
1900	62.9	5.2	1948	46.9	3.9
1901	42.0	3.5	1949	30.5	2.5
1902	22.0	1.8	1950	30.9	2.6
1903	61.4	5.1	1951	37.8	3.2
1904	63.0	5.3	1952	32.8	2.7
1905	50.5	4.2	1953	23.9	2.0
1906	45.9	3.8	1954	48.9	4.1
1907	64.2	5.4	1955	26.6	2.2
1908	61.5	5.1	1956	45.0	3.8
1909	32.1	2.7	1957	35.9	3.0
1910	40.7	3.4	1958	34.0	2.8
1911	29.9	2.5	1959	29.6	2.5
1912	34.4	2.9	1960	39.1	3.3
1913	37.8	3.2	1961	26.4	2.2
1914	25.9	3.2	1962	53.3	4.5
1915	90.7	7.6	1963	32.1	2.7
1916	48.5	4.0	1964	15.8	1.3
1917	47.1	3.9	1965	28.8	2.4
1918	32.7	2.7	1966	33.7	2.8
1919	64.3	5.4	1967	39.1	3.3
1920	67.5	5.6	1968	34.3	2.9
1921	48.5	4.0	1969	41.6	3.5
1922	38.1	3.2	1970	49.6	4.1
1923	46.1	3.8	1971	40.1	3.3
1924	50.7	4.2	1972	23.7	2.0
1925	44.9	3.7	1973	46.6	3.9
1926	38.9	3.2	1974	51.4	4.3
1927	54.1	4.5	1975	57.1	4.8
1928	60.5	5.0	1976	37.8	3.2
1929	94.3	7.6	1977	27.3	2.3
1930	77.8	6.5	1978	44.8	3.7
1931	49.0	12.4	1979	37.9	3.2
1932	59.0	13.3	1980	44.3	3.7
1933	37.9	11.5	1981	30.0	2.5
1934	49.9	4.0	1982	42.0	3.5
1935	41.3	3.4	1983	31.2	2.6
1936	40.3	3.4	1984	34.2	2.9

1937	64.7	5.4	1985	32.6	2.7
1938	91.9	7.6	1986	53.8	4.5
1939	72.6	6.0	1987	76.4	6.4
1940	44.8	3.7	1988	33.5	2.8
1941	39.3	3.3	1989	42.1	3.5
1942	37.7	3.2	1990	45.8	3.8
1943	41.1	3.4	1991	41.9	3.5
1944	20.8	1.7	1992	21.8	1.8
			1993	17.4	1.7

注：月份变动累计百分率是计算每个月底至隔月底的价格变动（不论正负），并加总十二个月的期间。月份平均变动百分率是将月份变动累计百分率除以 12，这即是我所谓的“价格波动程度”。

价格波动程度的资料摘要列示如下：

百分率变动	发生的年数
0.0% - 2%	7 最低为 1.3%
2.1% - 3%	22
3.1% - 4%	36
4.1% - 5%	11
5.1% - 6%	12
6.1% +	8 最高为 13.3%

表 24.3 交易机会与市场波动程度的比较

机 会	1-3	4-6	7-9	10-12
波动率 (%)	0-1.5	1.6-3.0	3.1-4.5	4.6+
发生次数	4	21	57	14
相关性	75%	76.2%	63.2%	71.4%

结论

统计的研究类似于淘金，但成功率稍高一些。有时会有重大的发现，有时却是空忙一场。然而，即使没有明确的绝论，你也必定有所收获。

例如，我虽然不能在 GNP 波动程度与指数价格波动程度之间找到显著的关系。但持续的研究却让我在 1985 年底找到一项重大发现。犹如大多数交易者一样，我直觉地相信市场会预先反映未来的经济活动。然而，我希望找到证据。下一章，我希望以一项研究说明股票市场领先整体经济。

第 25 章 股票市场是一项经济预测指标：历史的启示

“经济状况如何？”投资者、生意人、消费者与政治家们每天都会提出这个问题。他们都希望了解目前的情况如何，明天又将如何。

了解与预测经济的最寻常方法，是分析各种经济指数，以及各种代表近期发展的指标。成千上万的人——统计学家、经济学家与电脑专家——不断汇总数据，并试图解释其中的涵义。然而，虽然投入无数的资源预测未来的经济，但结果仍然普遍令人不满意。通过种种的努力，人们仅能告诉我们曾经发生什么，而不是将发生什么。犹如欧文·克里斯托尔在 1986 年 1 月 9 日的《华尔街日报》的评论：

为了让这项科学（经济学）具备更明确的计量精确性，一切仅能在统计数据上做文章——经济学中没有任何的计量关系具有令人信服之处。然而，所有的经济预测都是推演自这类关系。这些关系先前曾经输入电脑而又推演其他的关系。这些关系所反映的仅不过是暂时趋势。所以，经济预测终究是一种有根据的猜测而已。

非常令人惊讶地，我们已经拥有一种相当简单而精确的预测工具：股票市场的本身。本章中将摘要说明我对于近 100 年市场资料的研究。我相信这项研究毫无疑问地可以证明，股票市场可以预测未来的经济活动——换言之，今天的股票市场表现，可以反映明天的一般经济情况。

两种预测方法

基本上，传统的经济预测方法是研究最近发生的资料，观察其趋势，并假定此趋势将持续发展。这便是“国家经济研究局”采用的方法，该单位负责经济循环的归类。

“国家经济研究局”是成立于 1920 年的一所非营利机构，它专注于美国经济的客观计量分析。除了其他功能之外，它分析美国的经济循环，并确定峰位与谷底发生的日期。在做此归类时，有一个由七、八位企业界人士与经济学家组成的委员会。其成员可以取得各种经济的数据，并就这些数据讨论与评估。大约在经济循环峰位或谷底发生之后的六个月，该委员会曾决定一个月份做为经济发生转折的月份。这种学术的观点或许有历史上的意义，但对于一般人却没有什么实际上的价值。例如，它确认 1990 年 3 月至 1991 年 7 月为经济衰退时，这已经是历史事件了。

另一种预测经济变动的方法——根据股票市场本身具备的预测功能——最初是由雷亚在 1938 年的著作《道氏理论在商务和银行业的应用》中提出。他比较 1896 年至 1938 年之间的市场变动（以“道琼工业指数”与“道琼铁路指数”衡量）与经济活动（以巴伦杂志提供的“实质工业产量月份指数”来衡量）。在此 42 年的期间内，“道氏理论”的确认日通常预先反映未来的经济活动。具体地说，雷亚说道，在十个多头行情中，“道氏理论”显示多头的确认讯号时，“工业指数”随后出现的涨势为 80.6%， “铁路指数”为 72.6%， “实质工业产值”为 74.3%。相同地，“道氏理论”在空头行情中，预测“工业指数”、“铁路指数”与“实质工业产值”的跌势分别为 69.7%、65.9%与 79.9%。

1985 年我利用“工业产值指数”更新上述研究。对于多头市场来说，更新后的数据分别为“工业指数 70%、“运输指数” 69.3%、“工业产值指数” 74.6%。对于空头市场来说。对应的数据分别为 57.9%、53.3%与 61.76%。单单由这些统计数据判断，股票市场显然可以预测经济活动。

研究的重点

我希望探索股票市场变动与整体经济变动之间的相关性。为了取得完整的统计分析结论，这两项变数都必须采取一致而客观的参考资料。我采用一般公认的资料。对于整体经济而言，我是选用“国家经济研究局”公布的资料；就股票市场而言，我是以“道氏理论”的确认日为准。以下是我的部分发现：

- 股票市场的顶部与底部，领先经济复苏与衰退达数月之久（领先时间的中位数为 5.3 个月）。
- 以“道氏理论”确认日为准判定的多头市场与空头市场，领先经济复苏与衰退达数个星期之久（领先时间的中位数为 1.1 个月）。
- 经济复苏（以“国家经济研究局”公布的资料为准）与多头市场（以严格的“道氏理论”解释）有密切的对应关系：经济复苏期间长度的中位数为 2 年又 3 个月，多头市场期间长度的中位数为 2 年又 2 个月。经济衰退与空头市场

的情况也是如此：两者的期间中位数都是1年又1个月。

然而，在这些发现中，最有价值者是：如果我们观察1897年以来的主要经济循环，以及道氏于95年前所创的大盘指数，并比较经济实际发生转折的日期（以“国家经济研究局”公布的资料为准），以及股票市场发生转折的日期（以“道氏理论”的确认日为准），我们发现，除了极少数例外，两者日期几乎完全吻合。可是，其中有一项重大的差异“国家经济研究局”的资料是在事实发生数个月之后才公布；股票市场的讯号是预先出现。

预先知道未来的经济发展，其效益非常明显：任何人都可因此获利，或在选举中获胜，这两者往往是同一回事。企业家可以据此增加或减少存货，扩张或收缩生产，加速或拖延投资计划，采用支出或储蓄的政策。对于政治家来说，一旦发现经济的未来发展不利于竞选连任时。可以采取必要的措施刺激经济。

名词定义

进一步分析以前，此处先定义几项相关的名词：

趋势：任何市场与大盘指数中都存在三种趋势：短期趋势，涵盖期间为数天至数周；中期趋势，涵盖期间为数个星期至数个月；长期趋势，涵盖期间为数个月至数年。这三种趋势都同时存在于市场中，方向也可能相反。

多头市场：这是一种长期（数个月至数年）的价格向上走势，中间夹杂一系列的中期走势（数个星期至数个月），其高点与低点都不断垫高。

空头四场：这是一种长期的价格向下走势，中间夹杂一系列的中期走势，其高点与低点都不断走低。

主线波段：与长期趋势相同方向的中期走势（数个星期至数个月）。例如，在多头市场中的中期上升走势称为“多头市场的主要上升波段”。

次级折返[修正] 走势：与长期趋势相反方向的中期走势，折返的幅度通常是前一主要波段的33%至67%之间、修正走势经常被误以为是主要趋势发生变化。尤其是指数在空头市场中向上突破先前中期走势的高点，或是当指数在多头市场中向下突破先前中期走势的低点。然而，根据“道氏理论”唯有两种指数（译按“道琼工业指数”与“道琼运输指数”）都突破先前的中期高点或低点时，才能确认主要趋势已经发生变化。在整个历史中，确认错误的讯号仅发生过一次（在1991年12月）这是在贴现率宣布调降1%之前。

道氏理论的确认日：在“道琼工业指数”与“道琼运输指数”之中，第二个指数（继第一个指数）在空头市场中向上突破先前中期走势的高点，或是在多头市场中向下突破先前中期走势的低点，这一天称为确认日。根据定义，这分别确认多头市场或空头市场开始。

近一世纪以来的资料

根据这些定义与将近一百年的市场资料，我统计分析股票市场的预测价值，并评估数项关系。这些结果列示在一系列表格中。

首先是资料：表25.1是根据“国家经济研究局”的资料所列的经济循环峰位与谷底。不幸地，公布的资料仅说明月份而已。为了向外插值，我假定相关的峰位与谷底都发生在月中。

表 25.1 国家经济研究局对于经济循环

峰位与谷底的归类 (1897 - 1991)					
谷 底		峰 位		期间 (月份)	
月份	年	月份	年	经济衰退	经济复苏
12 月	1854	6 月	1857	18	29
12 月	1858	10 月	1860	8	22
6 月	1861	4 月	1865	32	46
12 月	1867	6 月	1869	17	18
12 月	1870	10 月	1873	63	34
3 月	1879	3 月	1882	38	36
5 月	1885	3 月	1887	18	22
4 月	1888	7 月	1890	13	26
5 月	1891	1 月	1893	10	19
6 月	1894	12 月	1895	17	18
6 月	1907	6 月	1899	18	24
12 月	1900	9 月	1902	18	21
1 月	1904	5 月	1907	23	23
6 月	1908	1 月	1910	13	19
1 月	1912	1 月	1913	24	12
12 月	1914	1 月	1918	23	44

表 25.1 (续)

3 月	1919	1 月	1920	7	10
7 月	1921	5 月	1923	18	22
7 月	1924	10 月	1926	14	27
12 月	1927	月	1929	13	21
3 月	1933	5 月	1937	43	50
6 月	1938	2 月	1945	13	80
10 月	1945	11 月	1948	20	37
10 月	1949	7 月	1953	11	45
5 月	1954	月	1957	10	39
4 月	1958	4 月	1960	8	24
2 月	1961	12 月	1969	10	106
11 月	1970	11 月	1973	11	36
3 月	1975	1 月	1980	16	58
7 月	1980	7 月	1981	6	12
11 月	1982	7 月	1990	16	92

表 25.2 (多头市场)与表 25.3 (空头市场)是根据“道氏理论”整理的市场行情循环资料。为了确实了解表 25.2 的数据,则需要明白在“道氏理论”中,唯有“工业指数”与“运输指数”都未能继续创高价或低价时,才称为是“顶部”或“底部”。其中一项指数可能较另一指数先创高价,但这并不是顶部,而唯有另一指数未能创高价而产生背离的现象时,这才是顶部。所以,两个指数都突破先前的重要中期低点(顶部)或高点(底部)时,这才是确认。

表 25.2 1896 年以来的多头市场归类

道琼工业指数						
数目	起点	终点	底部 a	顶部	涨幅 (%)	日数
1	8/10/96	4/04/99	29.64	76.04	156.5	967
2	6/23/00	9/19/02	53.68	67.77	26.2	818
3	11/09/03	1/19/02	42.15	103.00	144.4	802
4	11/15/07	11/19/09	53.00	100.53	89.7	735
5	7/26/10	9/30/12	73.62	94.13	27.9	797
6	12/24/14	11/21/16	53.17	110.15	107.2	698
7	12/19/17	11/03/19	65.95	119.62	81.4	684
8	8/24/21	10/14/22	63.90	103.42	61.9	416
9	7/34/23	9/03/29	86.91	381.17	338.6	2226
10	7/08/32	3/10/37	41.22	194.40	371.6	1706
11	3/31/38	11/12/38	98.95	158.41	60.1	226
12	4/08/39	9/12/39	121.44	155.92	28.4	157
13	4/28/42	5/29/46	92.92	212.50	128.7	1492
14	5/17/47	6/15/48	163.21	193.16	18.4	395
15	6/13/49	1/05/53	161.60	293.79	81.8	1302
16	9/14/53	4/06/56	255.49	521.05	103.9	935
17	10/22/57	8/03/59	419.79	678.10	61.5	650
18	10/25/60	12/31/61	566.05	734.91	29.8	432
19	6/26/62	2/09/66	535.76	995.15	85.7	1324
20	10/07/66	12/03/68	744.32	985.21	32.4	788
21	5/26/70	5/26/72	631.16	971.25	53.9	731
22	10/04/74	9/21/76	584.56	1014.79	73.6	718
23	2/28/78	4/27/81	742.12	1024.05	38.0	1154
24	8/12/82	11/29/83	776.92	1287.20	65.7	477
25	6/15/84	10/09/89	1086.90	2791.41	156.8	1955
26	10/11/90		2365.10			

例如,观察 6/15/84 开始的多头市场,当时“工业指数”的低若为 1086.30 点。“运输指数”在 5/29/84 已经在 457.82 点做底。从此展开一段历史上第二长的多头市场,“工业指数”在 10/9/89 的 2791.41 点做顶,而“运输指数”在 9/5/89 的 1532.01 点做顶。换言之,先前的空头市场在 6/15/84 做底,而多头市场在 10/9/89 做顶。

随后的空头市场起始于 10/9/89,并持续至两项指数都创空头市场的重要低点为止(“工业指数”在 10/11/90 的 2365.10 点;“运输指数”在 10/17/90 的 821.93 点)。然而,其间“工业指数”曾经向上突破 2791.41 点的先前高点,并在 7/6/90 攀升至 2999.75 点。可是,因为“运输指数”并未突破先前的高点 1220.84,所以它并未确认“工业指数”,并因此而产生背离;“道氏理论”并未将“工业指数”的这段涨势视为是多头市场的主要波段,而是将它归类为空头市场的次级修正走势。表 25.4 说明如何归类市场的走势,这应该可以理清相关的方法。

表 25.2 (续)

道琼运输(铁路)指数						平均 涨幅 b (%) 涨幅	高-1 秩序 平均
起点	终点	底部	顶部	涨幅	天数	(%)	(%)
8/10/96	4/03/99	39.04	87.04	123.0	966	139.8	22.9
6/23/00	9/09/02	72.99	129.36	77.2	808	51.7	27.0
9/28/03	1/22/06	88.80	138.36	55.8	847	100.1	38.1
11/21/07	8/14/09	81.41	134.46	65.2	632	77.5	38.6
7/26/10	10/05/12	105.59	124.35	17.8	802	22.9	42.0
12/24/14	10/04/16	87.40	112.28	28.5	650	67.8	49.0
12/19/17	10/06/19	70.75	82.48	16.6	656	49.0	51.7
6/20/21	9/11/22	65.52	93.99	43.5	448	52.7	52.7
8/04/23	9/03/29	76.78	189.11	146.3	2222	242.5	67.8
7/08/32	3/17/37	13.23	64.46	387.2	1713	379.4	70.4
3/31/38	1/04/39	19.00	34.33	80.7	279	70.4	71.5
4/08/39	9/27/39	24.14	35.90	48.7	172	38.6	77.5
6/02/42	6/13/46	23.31	68.31	193.1	1472	160.9	78.6
5/19/47	7/14/48	41.16	64.95	57.8	422	38.1	81.3
6/13/49	12/22/52	41.03	112.53	174.3	1288	128.1	87.7
9/14/53	5/09/56	90.56	181.23	100.1	968	102.0	95.1
12/24/57	7/08/59	95.67	173.56	881.4	561	71.5	100.1
9/29/60	10/11/61	123.37	152.92	24.0	377	27.0	102.0
6/25/62	12/15/66	115.89	271.72	134.5	1331	110.1	110.1
10/07/66	12/02/68	184.34	279.48	51.6	787	42.0	128.1
7/07/70	4/07/72	116.69	275.71	136.3	640	95.1	139.8
10/03/74	7/14/76	125.93	231.27	83.6	650	78.6	160.9
3/09/78	4/16/81	199.31	447.38	124.5	1134	81.3	242.5
8/12/82	11/22/83	292.12	612.57	109.7	467	87.7	245.7
5/29/84	9/05/89	457.82	1532.01	334.6	1891	245.7	379.4
10/17/90		821.93					

请注意,某项指数可能较另一项指数先创顶部或底部,这并非不寻常的现象。就“工业指数”与“运输指数”在历史中的 26 个底部与 25 个顶部来说:

- 第一个指数出现顶部以后,第二个指数在一个月內出现顶部的次数为 27 次。
- 第一个指数出现顶部以后,第二个指数在一至二个月內出现顶部的次数为 15 次。
- 第一个指数出现顶部以后,第二个指数在二至三个月內出现顶部的次数为 8 次。
- 第一个指数出现顶部以后,第二个指数在三个月之后出现顶部的次数仅有一次。

分析的第一步骤是比较两组日期:股价指数的顶部与底部,以及“国家经济研究局”的经济复苏与衰退。这项比较的目的是观察两者在变动时间与期间长度上的相关性。我也观察“道氏理论”确认日与经济循环峰位与谷底之间的关系;我最关心的是股价指数的领先时间。

分析的结果列示于表 25.5 与 25.6 中。表 25.6 显示,股票市场讯号领先一般经济的程度。这是由两个不同基准来衡量;股票市场的顶部与底部,以及“道氏理论”的确认日。根据表中的数据显示,在可以比较的情况下,股票市场总是领先;至于不可比较的情况,稍后讨论。

其次是以明确的方式衡量股票市场的预测能力。我根据历史资料判断,以“道氏理论”确认日做为买/卖决策,这可以掌握多少程度的经济活动。就 1938 年以前的资料来说,我与雷亚一样采用巴伦杂志的指数,往后则采用“工业生产指数”。表 25.7 的数据显示,根据多头市场确认日买进经济指数,并根据空头市场确认日卖空经济指数,其理论性的结果为:在没有住何人为干扰的情况下,上述决策可以掌握经济成长的 61.8% 幅度,以及经济衰退的 40.5% 幅度。

在判定股票市场确实是一种绝佳的经济预测指标之后,我决定观察其投资的潜能。表 25.8 列示这项分析结果的摘要。结果非常令人惊异:任何基金经理人只要根据“道氏理论”确认日为买、卖讯号,并以此建立一套电脑模型,几乎便可以保证获得 14% 的长期年度报酬率。

例外与异常情况

自从“道琼工业指数”1896 年设立以来,股票市场出现重大变化,而整体经济却未出现衰退或复苏的情况,总共发生 13 次。每一次案例中,两者之间缺乏相关性都有直接的理由,例如:世得大战与政府对市场的干预。请参考表 25.9 与 25.10。

根据表格的资料可以发现,自从 1896 年以来,“国家经济研究局”公布 21 个完整的经济循环,而“道氏理论”则归纳

出 26 个完整的股票市场循环。更详细来说,“国家经济研究局”归纳的四个经济衰退,在股票市场并未出现对应的空头市场:“道氏理论”归纳的八个空头市场,并未在“国家经济研究局”的资料中出现对应的经济衰退;另外,有一个股票多头市场未在“国家经济研究局”的资料中出现对应的经济复苏。让我分别说明其理由。首先由“国家经济研究局”归纳的四个经济衰退开始。

表 25.3 1896 年以来的空头市场归类

数目	起点	终点	道 琼 工 业 指 数		涨幅 (%)	日数
			底部 a	顶部		
1	4/04/99	6/23/00	76.04	53.68	29.4	445
2	8/19/02	11/09/03	67.77	42.15	37.8	416
3	1/19/06	11/15/07	103.00	53.00	48.5	665
4	11/19/09	7/26/10	100.53	73.62	26.8	249
5	9/30/12	12/24/14	94.13	53.17	43.5	815
6	11/21/16	12/19/17	110.15	65.95	40.1	393
7	11/03/19	8/24/21	119.62	63.90	46.6	660
8	10/14/22	7/31/23	103.42	86.91	16.0	290
9	9/03/29	7/08/32	381.17	41.22	89.2	1039
10	3/10/37	3/31/38	194.40	98.95	49.1	386
11	11/12/38	4/08/39	158.41	121.44	23.3	147
12	9/12/39	4/28/42	155.92	92.92	40.4	959
13	5/29/46	5/17/47	212.50	163.21	23.2	353
14	6/15/48	6/13/49	193.16	161.60	16.3	363
15	1/05/53	9/14/53	293.79	255.49	13.0	252
16	4/06/56	10/22/57	512.05	419.79	19.4	564
17	8/03/59	10/25/60	678.10	566.05	16.5	449
18	12/31/61	6/26/62	734.91	535.76	27.1	195
19	2/09/66	10/07/66	995.15	744.32	25.2	240
20	12/03/68	5/26/70	985.21	631.16	35.9	539
21	5/26/72	10/04/74	971.25	584.56	39.8	861
22	9/21/76	2/28/78	1014.79	742.12	26.9	525
23	4/27/81	8/12/82	1024.05	776.92	24.1	472
24	11/29/83	6/15/84	1287.20	1086.90	15.6	238
25	10/09/89	10/11/90	2791.41	2365.10	15.3	367

1916 年底股票的空头市场预示 1917 年经济的突然衰退,但在 1917 年结束以前,股票市场又向上翻升,预示战争结束前的最后经济扩张。

战争结束以后,由于战争物资订单的突然取消,经济大幅衰退。在这种背景之下,经济衰退领先股票市场的峰位(发生在 1919 年);1921 年,经济循环的谷底又领先股票空头市场的结束。

我们总是试图猜测市场,尤其是市场行为具备预先反映未来事件的层面。战争曾为市场带来不确定。因为政府大量采购武器与军事物资,而转移民间部门的资本,这在短期内造成某些产业的繁荣,但政府的采购究竟会持续多久则很难判断。另外,战争只有在结束时才代表真正的结束,所以很难预测战争什么时候会结束。因此,市场对于未来的事件也就很难精确地预先反映。

第二个来反应在股票空头市场的经济衰退,它实际上已经显示在股票市场中。根据“国家经济研究局”的资料显示,这次的经济衰退发生在 1926 年 10 月至 1927 年 11 月之间。在这段期间内,巴伦氏老志的经济指数下降 9.5%。由严格的“道氏理论”判断,股票市场虽然没有出现经过确认的空头行情,其间却出现两波中期修正走势,第一波发生在 1926 年 2 月至 3 月间,第二波发生在同年的 8 月至 10 月间。在第二波修正走势中,股价指数的跌幅为 9.7%。或许我们可以辩称,这被下跌已经预示即将来临的经济衰退;事实上,这次的经济衰退并不严重。另外,当时的股票市场是处于全民参与的大投机行情中,银行以股票为抵押而大量放款,以助长股票的投机热潮,这可能减损股票市场的预测能力。所以,“道氏理论”认定的中期修正走势,“国家经济研究局”称为经济衰退。

第三次经济衰退发生在 1945 年 2 月至 1945 年 10 月之间,当时第二次世界大战已经结束,而经济正在调整。我认为,股票市场之所以未预先反映战争结束后的经济衰退,最主要的原因之一是市场预料承平期间的经济将立即重置资本。虽然战后经济通常不可避免衰退,但投资者却买进而持有股票,因为他们相信一切最后都会回归正常。这种心理相当类似于在空头市场的底部买进股票,当时的股价已经不会被利空消息撼动。或许,战争结束后,投资者已经习惯于大型灾难,而经济衰

退相对来说并不严重。

表 25.3 (续)

道琼运输(铁路)指数						平均	高-低
起点	终点	底部	顶部	涨幅	天数	涨幅	秩序
					(%)	(%)	平均
						(%)	(%)
4/03/99	6/23/00	87.04	72.99	16.1	446	16.1	16.3
9/09/02	9/28/03	129.36	88.80	31.4	384	31.4	17.2
1/22/06	11/21/07	138.36	81.41	41.2	668	41.2	20.4
8/14/09	7/26/10	134.46	105.59	21.5	346	21.4	20.5
10/05/12	12/24/14	124.35	87.40	29.7	810	29.4	22.7
10/04/16	12/19/17	112.28	70.75	37.0	441	37.0	22.8
10/06/19	6/20/21	82.48	65.52	20.6	623	20.6	24.1
9/11/22	8/04/23	93.99	76.78	18.3	327	18.3	25.7
9/03/29	7/08/32	189.11	13.23	93.0	1039	93.0	26.5
3/17/37	3/31/38	64.46	19.00	70.5	379	70.5	26.6
1/04/39	4/08/39	34.33	24.14	29.7	94	29.4	28.7
9/27/39	6/02/42	35.90	23.31	35.1	979	35.1	29.4
6/13/46	5/19/47	68.31	41.16	38.7	340	39.7	30.8
7/14/48	6/13/49	64.95	41.03	36.8	334	36.8	31.4
12/22/52	9/14/53	112.53	90.56	19.5	266	19.5	33.3
5/09/56	12/24/57	181.23	95.67	47.2	594	47.2	33.6
7/08/59	9/29/60	173.56	123.37	28.9	449	28.9	34.6
10/11/61	6/25/62	152.92	115.89	24.2	257	24.2	36.6
12/15/66	10/07/66	271.72	184.34	32.2	234	32.2	37.8
12/02/68	7/07/70	279.48	116.69	58.2	582	58.2	38.6
4/07/72	10/03/74	275.71	125.93	54.3	909	54.3	44.9
7/14/76	3/09/78	231.27	99.31	13.8	603	13.8	47.1
4/16/81	8/12/82	447.38	292.12	34.7	483	34.7	47.1
11/22/83	5/29/84	612.57	457.82	25.3	189	25.3	59.8
9/05/89	10/17/90	1532.01	821.93	46.3	407	46.3	91.1

表 25.4 价格走势的归类 a

市 场	日 期	道琼指数	日 期	运输指数
数目/类型				
25 熊市				
上升	10/09/89	2791.41	09/05/89	1532.01
下跌	11/06/89	2582.17	11/07/89	1188.30
上升	01/02/90	2810.15	12/05/89	1220.84
确认	01/25/90	2561.04	01/04/90	1187.77
下跌	01/30/90	2543.24	01/30/90	1031.83
上升	07/16/90	2999.75	06/06/90	1212.77
下跌	10/11/90	2365.10	10/17/90	821.93
26 牛市				
下跌	10/11/90	2365.10	10/17/90	821.93
上升	12/26/90	2637.13	12/21/90	923.91
下跌	01/09/91	2543.24	01/07/90	894.30
确认	01/18/91	2646.78	01/17/91	979.55

a. 中期走势的归类范例。

表 25.5 峰位、谷底与确认日的领先时间

股票市场的 顶部与底部		道氏理论的 确认日	
底部	顶部	底部	顶部
8/10/96	4/04/99	6/28/97	12/16/99
6/23/00	9/19/02	10/10/00	06/01/03
11/09/03	1/22/06	7/12/04	04/26/06
11/21/07	11/19/09	4/24/08	05/03/10
7/26/10	10/05/12	10/10/10	01/14/13
12/24/14	11/21/16	4/09/15	08/28/17
12/19/17	11/03/19	5/13/18	02/03/20
8/24/21	10/14/22	2/06/22	06/20/23
8/04/23		12/07/23	
	9/03/29		10/23/29
7/08/32	3/17/37	5/24/33	09/07/37
3/31/38	01/04/39	6/23/38	03/31/09
4/08/39	09/27/39	7/17/39	05/13/40
6/02/42	06/13/26	9/24/42	08/27/46
5/19/47	07/14/48	5/14/48	11/09/48
6/13/49	01/15/53	9/29/49	04/02/53
9/14/53	05/09/56	1/19/54	10/01/56
12/24/57	8/03/59	5/02/58	03/03/60
10/25/60	12/31/61	12/28/60	04/26/62
6/26/62	2/09/66	11/09/62	05/05/66

表 25.5 (续)

股票市场的 顶部与底部		道琼理论的 确认日	
底部	顶部	底部	顶部
10/07/66	12/03/68	01/11/67	02/25/69
7/07/70	5/26/72	08/24/70	05/14/73
10/04/74	9/21/76	01/27/75	10/24/77
3/09/78	4/27/81	04/14/78	07/02/81
8/12/82	11/29/83	10/07/82	01/25/84
6/15/84	10/09/89	08/01/84	10/15/87
10/17/90			

表 25.5 (续)

国家经济研究局 顶部与底部		领先时间			
		确认日			
底部	顶部	底部	顶部	底部	顶部
6/27	6/99	9.2	2.4	-0.4	-6.0
12/00	9/02	5.7	-0.1	1.9	-8.5
8/04	5/07	9.2	15.5	1.1	12.6
6/08	1/10	6.8	1.9	1.7	-3.6
1/12	1/13	17.6	3.3	15.2	0.0
12/14	8/18	-0.3	20.8	3.8	-0.4
3/19	1/20	15.1*	2.4	10.1*	-0.6
7/21	5/23	-1.3	7.0	-6.7	-1.2
7/24	10/26	10.3	N/A	7.3	N/A
11/27	8/29	N/A	-1.6	N/A	-2.3
3/33	5/37	8.2	1.9	-2.3	-3.7

表 25.5 (续)

国家经济研究局 底部与顶部		领先时间			
		确认日			
底部	顶部	底部	顶部	底部	顶部
6/38		2.5	N/A	-0.3	N/A
		N/A	N/A	N/A	N/A
	2/45	N/A	-15.8 ^a	N/A	-30.4
11/45	11/48	-21.1 ^a	4.1	-19.0 ^a	0.2
11/49	7/53	5.1	6.7	1.5	3.4
5/54	8/57	8.0	15.2	3.9	10.4
4/58	4/60	3.3	8.4	-0.6	1.4
		3.6	N/A	1.6	N/A
		N/A	N/A	N/A	N/A
2/61	12/69	N/A	12.4	N/A	9.6
11/70	11/73	4.3	17.6	2.6	6.0
3/75	1/80	5.3	38.8 ^a	1.6	25.7 ^a
7/80	7/81	28.2 ^a	3.6	27.0 ^a	0.4
11/82		3.1	N/A	1.3	N/A
		N/A	N/A	N/A	N/A
	7/90	N/A	N/A	N/A	N/A

a 由于特殊事故，这些情况不可比较，请参考内文。

表 25.6 股票市场领先经济循环的时间

股票市场顶部与底部领先 可比较经济循环 高点与低点的时间 (月份)		道琼理论确认日领先 可比较经济循环 高点与低点的时间 (月份)	
编年上的 顺序	领先时间上的 顺序	编年上的 顺序	领先时间上的 顺序
9.2	17.6	-0.4	15.2
2.4	17.6	-6.0	12.6
5.7	15.8	1.9	10.4
-0.1	15.5	-8.5	9.6
9.2	15.2	1.1	7.3

表 25.6 (续)

股票市场顶部与底部领先 可比较经济循环 高点与低点的时间 (月份)		道琼理论确认日领先 可比较经济循环 高点与低点的时间 (月份)	
编年上的 顺序	领先时间上的 顺序	编年上的 顺序	领先时间上的 顺序
15.5	12.4	12.6	6.0
6.8	10.3	1.7	3.9
1.9	9.2	-3.6	3.4
17.6	9.2	15.2	2.6
3.3	8.4	0.0	1.9
-0.3	8.2	-3.8	1.7
2.4	8.0	-0.4	1.6
-1.3	7.0	-0.6	1.6
7.0	6.8	-6.7	1.5
10.3	6.7	-1.2	1.4
-1.6	5.7	7.3	1.3
8.2	5.3	-2.3	1.1
1.9	5.1	-2.3	0.4
2.5	4.3	-3.7	0.2
15.8	4.1	-0.3	0.0
4.1	3.6	0.2	-0.3
5.1	3.6	1.5	-0.4
6.7	3.3	3.4	-0.4
8.0	3.3	3.9	-0.6
15.2	3.1	10.4	-0.6
3.3	2.5	-0.6	-1.2
8.4	2.4	1.4	-2.3
3.6	2.4	1.6	-2.3
12.4	1.9	9.6	-3.6
4.3	1.9	2.6	-3.7
17.6	-0.1	6.0	-3.8
5.3	-0.3	1.6	-6.0
3.6	-1.3	0.4	-6.7
3.1	-1.6	1.3	-8.5

表 25.7 在道氏理论确认日买、卖经济指数所可掌握的经济活动百分率

日期	经济指数峰位与谷底之间的升幅与降幅		在道氏理论确认日之间的经济指数升幅与降幅		升幅	降幅
	高/低	升幅	确认日	价格		
10/96 low ^a	77.0 ^a		BI 6/28/97	83.0		
10/99 high	104.0	27.0	Br 12/16/99	103.0	20.0	
11/00 low	88.0		BI 10/20/00	90.0		13.0
7/03 high	106.2	18.2	Br 6/01/03	105.5	15.5	
7/04 low	91.4		BI 7/12/04	91.4		14.0
5/07 high	112.9	21.5	Br 4/26/06	103.4	11.6	
3/08 low	81.0		BI 4/24/08	83.3		20.4
3/10 high	107.8	26.8	Br 5/03/10	100.9	17.6	
10/10 low	97.2		BI 10/10/10	97.2		3.7
1/13 high	106.0	8.8	Br 1/14/13	106.0	8.8	
11/14 low	82.1		BI 4/09/15	89.5		16.5
5/17 high	124.9	42.8	Br 8/28/17	118.6	29.1	
			BI 5/13/18	120.1		-1.5
			Br 2/03/20	109.9	10.2	
3/21 low ^b	6.2 ^b		BI 2/06/22	7.49		22.2
5/23 high	10.3	4.1	Br 6/20/23	10.13	2.64	
8/24 low	8.3		BI 12/07/23	9.65		0.48
7/29 high	13.0	4.7	Br 10/23/29	12.08	2.43	
3/33 low	6.2		BI 5/24/33	8.65		3.43
4/37 high	13.7	7.5	Br 9/07/37	13.41	4.76	
5/38 low	9.2		BI 6/23/38	9.76		3.65
			Br 3/31/39	11.70	1.94	
			BI 7/17/39	12.01		-0.31
			Br 5/13/40	13.69	7.66	
8/44 high	27.4	18.2	BI 9/24/42	21.40		-7.73

表 25.7 (续)

2/46 low	17.7		9.7	Br 8/27/46	21.00	-0.40	
7/48 high	24.6	6.9		Bl 5/14/48	23.48		-2.48
10/49 low	21.6		3.0	Br 11/19/48	23.25	-0.23	
				Bl 9/29/49	22.21		1.04
7/53 high	32.4	10.8		Br 4/02/53	32.01	9.80	
4/54 low	29.4			Bl 1/19/54	29.67		2.34
3/57 high	36.3	7.0	3.1	Br 10/01/56	35.60	5.93	
4/58 low	31.4		4.9	Bl 5/02/58	31.42		4.18
1/60 high	39.6	8.2		Br 3/03/60	39.13	7.71	
12/60 low	36.2		3.4	Bl 12/28/60	38.93		0.20
				Br 4/26/62	41.30	2.37	
				Bl 11/09/62	42.06		-0.76
10/69 high	64.1	27.9		Br 5/05/66	55.60	13.54	
10/70 low	59.6			Bl 11/1/67	58.00		-2.40
11/73 high	75.2	15.6	4.5	Br 2/25/69	62.96	4.96	
5/75 low	64.5		10.7	Bl 8/24/70	61.62		1.34
3/80 high	86.2	21.7		Br 5/14/75	73.18	11.56	
				Bl 10/24/77	66.53		6.65
				Br 4/14/78	79.40	12.87	
7/80 low	81.2			Bl 7/02/81	80.93		-1.53
7/81 high	87.1	5.9	5.0	Br 10/07/82	80.13	-0.80	
12/82 low	79.3		7.8	Bl 1/25/84	80.23		-0.10
				Br 8/01/84	90.65	10.42	
9/90 high	110.6	31.3		Bl 1/25/90	93.90		-3.25
4/91 low	105.1		5.5	Br 1/10/91	102.90	8.30	
				Bl 1/10/91	106.90		-4.70
Totals	320.2	218.0	218.0	Totals	197.86		88.35

a Barron's 的经济指数。

b 工业产值指数值 1987=100
掌握的升幅百分率-61.8%。
掌握的降幅百分率-40.5%。

买进而持有的上升点数-127.21。

根据道氏理论买、卖的上升点数-286.21。

道氏理论提供的改善百分率-125.0%。

表 25.8 在道氏理论确认日买、卖道琼工业指数数所可以掌握的股票市场涨、跌幅百分率

道琼工业指数峰位与谷底 之间的涨幅与跌幅				道氏理论确认日之间的 道琼工业指数涨幅与跌幅					
日 期	高/低	涨幅	跌幅	确认日	价格	涨幅	报酬(%)	跌幅	报酬(%)
8/10/96	29.64			Bl 6/28/97	44.61				
4/04/99	76.04	46.4		Br 12/16/99	63.84	19.23	43.11		
6/23/00	53.68		22.36	Bl 10/20/00	59.44			4.40	6.89
9/19/02	67.77	14.09		Br 6/01/03	59.59	00.15	0.25		
11/09/03	42.15		25.65	Bl 7/12/04	51.37			8.22	13.79
1/19/06	103.00	60.85		Br 4/26/06	92.44	41.07	79.94		
11/15/07	53.00		50.00	Bl 4/24/08	70.01			22.43	24.26
11/19/09	100.53	47.53		Br 5/03/10	84.72	14.17	20.23		
7/26/10	73.62		26.91	Bl 10/10/11	81.91			2.81	3.32
9/30/12	94.13	20.51		Br 1/14/13	84.96	3.05	3.72		
12/24/14	53.17		40.96	Bl 4/09/15	65.02			19.94	23.47
11/21/16	110.15	56.98		Br 8/28/17	86.12	21.10	32.45		
12/19/17	65.95		44.20	Bl 5/13/18	82.16			3.96	4.60
11/03/19	119.62	53.67		Br 2/03/20	99.96	17.80	21.66		
8/24/21	63.90		55.72	Bl 2/06/22	83.70			16.26	16.27
10/14/22	103.42	39.52		Br 6/20/23	90.81	7.11	8.49	-2.99	-3.29
7/31/23	86.91		16.51	Bl 12/07/23	93.80				
9/03/29	381.47	294.56		Br 10/23/29	305.85	212.05	226.07	221.56	72.44
7/08/32	41.22		340.25	Bl 5/24/33	84.29				
3/10/27	194.60	153.38		Br 9/07/37	164.39	80.10	95.03	36.99	22.50
3/31/38	98.95		95.75	Bl 6/23/38	127.40				
11/12/38	158.41	59.46		Br 3/31/39	131.84	4.44	3.49		
4/08/39	121.44		36.97	Bl 7/17/39	142.58			-10.74	-8.15
9/12/39	155.92	34.48		Br 5/13/40	137.63	-4.95	-3.47		
4/28/42	92.92		63.00	Bl 9/24/42	109.11			28.52	20.72
5/29/46	212.50	119.58		Br 8/27/46	191.04	81.93	75.09		
5/17/47	163.21		49.29	Bl 5/14/48	188.64			2.44	1.28
6/15/48	193.16	29.95		Br 11/19/48	173.94	-14.66	-7.77		

表 25.8 (续)

表 25.9 在道氏理论中未出现对应空头市场的经济衰退

日期	经济衰退 经济指数 降幅(%)	解 释
8/18-3/19	25.9	第一次世界大战。主要的相关消息： 市场表现受到政府 大量支出扭曲。 6/28/14-12/14 世界大战开始。 在 1941 年 7 月至 12 月之间，股票市 场休市。 9/16 基本所得税调升为 2%；最高税 率调升为 13% 4/17 美国参战。 12/17 政府管制铁路。课征超额 利润税。 1/19 战后的通货膨胀繁荣期开 始。
10/26-11/27	9.5	道氏理论正确地预测经济衰退，但股价指数并未出现正 式的空头市场，仅陷入漫长的修正走势。
2/45/-10/45	29.1	第二次世界大战。主要的相关消息： 4/12/45 罗斯福过世，杜鲁门继 任总统。 5/6/45 德国投降。 8/6/45 原子弹投于广岛。 8/14/45 日本投降。 12/31/45 课征第二次世界大战 的超额利润税。
1/80-7/80	5.8	卡特总统实行信用管制的措施。道氏理论正确地预先反映经 济衰退，股票市场出现两波修正走势，（分别发生于 1979 年 10 月至 11 月与 1980 年 2 月至 3 月），但并未出现空头市场。

战争对于股票市场的活动还会产生其他方面的扭曲。典型的情况如下。战争爆发时，由于战争的后果非常不明朗，股票市场通常会出现空头市场。国外投资人通常会卖出手中持股以融通战争的经费，或转而持有现金以因应不时之需。稍后，战争相关的产业将件始趋于繁荣，于是股票市场将展开一段新的多头市场。战争结束时，所有关于战争的经济活动都会停顿。然而，因为大多数战争都是通过信用扩张（通货膨胀）来融通，而且政府的紧急计划仍会担保进一步的通货膨胀，货币性的繁荣会持续发展。所以，经济活动虽然下滑，但类似如股票投资之类的投机活动仍然相当旺盛。

第四次的经济衰退发生在 1980 年 1 月至 1980 年 7 月之间，以反应卡特总统为了压抑通货膨胀采用的信用管制措施。这段期间内，“工业生产指数”下降 5.8%。再次地，股票市场也出现两波修正走势：一次发生在 1979 年 10 月至 11 月，另一次发生在 1980 年 2 月至 3 月。在第二次的修正走势中，股价指数下跌 19.7%。

另一方面，有 8 次空头市场预期经济衰退并未发生，而有一次多头市场预期经济复苏并未发生。然而，几乎每一个案例中，市场之所以未能正确预测经济趋势，都不是因为股票市场本身的缘故，而是因为战争的相关事件，或是因为政府的货币与财政政策发生突然而意外的变化。

第一次是发生在 1916 年 10 月至 1917 年 12 月之间的空头市场。由于战争引发的恐惧与不确定感，再加上政府于 1916 年 9 月宣布调高所得税率至 2%，最高税率为 12%，于是股票市场出现空头市场；然而，由于政府增加战争方面的支出，所以经济仍然趋于繁荣。

第二个案例是历史上最短的空头市场，发生在 1938 年 11 月至 1939 年 4 月之间。这次事件也是与战争相关。希特勒在德国已经掌权，并威胁邻近的国家。张伯伦由德国返回英国而提出妥协的计划时，或许股票市场已经预期德国将于 1939 年 3 月入侵捷克。

唯有一次股票的多头市场，未能正确预测经济复苏。张伯伦由德国返回英国而提出妥协的计划，并将苏台德地区拱手让给希特勒。整个世界似乎又暂时恢复稳定。结果便出现一波历时最短的多头行情，由 1939 年 4 月至 1939 年 9 月。然而，基于明显的理由，短暂的乐观气氛很快便消失了。

第三个案例是一段漫长的空头市场，发生在 1939 年 9 月至 1942 年 4 月之间。这又是一个与战争有关的事件。这段期间内，不仅德国并吞了捷克，罗斯福总统也宣布美国进入紧急状态，法国与英国对德国与意大利宣战，整个世界也引进新的战

争模式——闪电战。股票市场始终未能复苏。直至美国开始正式动员才告一段落，这时候美国是否会被卷入战争的疑虑已经明朗化了。

毫不意外地，第二次世界大战结束带来一段通货膨胀。这个时候，联储刚开始采用凯恩斯学派的微调式经济政策，并紧缩信用以对抗通货膨胀。这让股票市场开始领略联储的神通。结果是一段空头市场，涵盖的期间由1946年7月至1947年7月。然而，信用虽然呈现收缩，但经济活动并未因此而放缓。整体经济直至1948年11月才开始衰退。或许，我们可以辩称，股票市场确实预先反映经济衰退——只是时间上稍赚过早。

从这个时候开始，股票市场未能充分反映实际经济，基本上都与战争无关。而是受到政府货币与财政政策干预的影响。首先是发生在1961年12月至1962年6月的空头市场。这波空头市场的导火线可能是受到1961年12月第一批军队正式介入越南战争的影响，但还涉及其他因素。在1961年，联储小幅收缩信用，而市场中又弥漫着另一股气氛，肯尼迪总统似乎有意对付大型的财团。在1962年4月，美国钢铁公司宣布调高钢品价格时，肯尼迪展开干预，并配合舆论加以反制。这引发一波新的反垄断立法风潮，这使得美国钢铁公司终于沦为世界第二流的制造商。在股票市场出现小型的崩盘之后，联储改变主意而采用宽松的货币政策，所以并未发生经济衰退。

随后，股票市场在1966年2月又进入另一次的空头市场，并持续至1966年10月。这是反应联储采取的紧缩信用政策，并预期经济将因此而发生衰退。就这个案例来说，我确信经济衰退即将发生，但在它出现以前，联储又改变想法而采用宽松的政策。联储不允许经济衰退，而选择未来的通货膨胀。可是，1969年—1970年的经济衰退仍然在劫难逃。

表 25.10 未出现经济衰退或复苏的股票空头与多头市场

未出现经济衰退或 复苏的股票空头与 多头市场（数目以 表 25.2 与 25.3 为 准）	可 能 的 解 释
第 6 号空头市场 10/16 - 12/17	1916 年调高所得税率，股票市场预期负面的影响，但“国家经济研究局”观察的经济指标则受到第一次世界大战增加支出的刺激。
第 11 号空头市场 11/38 - 4/39	德国并吞捷克时所导致的恐惧与不确定感，使股票市场下挫。这是历史上最短的空头市场。
第 12 号多头市场 4/39 - 4/42	空头市场起始于德国在 1939 年 9 月入侵波兰。市场当时的气氛相当恐惧而不确定。英国与法国对德国宣战时，罗斯福宣布美国进入紧急状况。接着，德国于 5/19/40 突击法国边界，并占领敦克尔克。日本于 12/7/41 突袭珍珠港，美国于隔日宣战，至此不明确的气氛才稍平息。在 1941 年 9 月，罗斯福签署美国历史上最大的增税法案。在 1942 年 4 月，当菲律宾的巴丹投降时，股票市场见底。
第 13 号空头市场 5/46 - 5/47	联储针对战后的通货膨胀紧缩信用。
第 18 号空头市场 12/61 - 6/62	第一批美国部队于 12/11/61 进驻越南。联储开始紧缩信用。“美国钢铁公司”宣布调高价格，而肯尼迪总统公开反对。
第 19 号空头市场 2/66 - 10/66	联储紧缩信用，市场价格下跌以预测经济衰退。然而，在经济衰退发生以前，联储改采宽松的政策。
第 22 号空头市场 9/76 - 2/78	1976 年 9 月通过新税法，股票开始步入空头市场。卡特在 11 月份当选连任。12 月“石油输出国家组织”宣布两阶段调高油价之后，股票市场大幅下跌。股票市场预期的经济衰退并未发生，因为联储采取宽松的货币政策以融通油价的上涨。

注：在 1949 年之前，“道氏理论”的预测与经济实际发展之间的误差，大多与战争相关。从此以后，股票空头市场预期经济衰退之所以没有发生，主要是因为政府干预市场的结果，尤其是联储所采用的微调政策，这有效扭曲市场对于经济活动的预测能力。由于联储的货币政策与经济的实际反应之间，在 6—12 个月的时间滞后，所以股票市场的反应较快速。

在 1976 年 9 月至 1978 年 2 月，股票市场又出现空头行情。这次事件极不寻常，而另充分显示政府对于经济的管理失当。政府为了解决不断膨胀的赤字，而在 1976 年 9 月通过新税法，这是导致股票市场上挫的导火线。卡特当选连任成功以后，真正的麻烦于是展开。“石油输出国家组织”分两波段调涨油价，这使市场大幅崩跌。为了因应油价的上涨，卡特宣布课征意外利得税，其对象是石油公司，并开始管制油价。另一方面，联储却大幅放宽信用，以融通石油价格的上涨，最后几乎导致超级的通货膨胀。联储采取的宽松政策，阻止经济衰退，或更正确地说，将经济衰退拖延至 1981—1982 年间。

次一个空头市场发生在 1983 年 11 月至 1984 年 6 月之间，这与联储的措施有直接的关联。联储在 1983 年 5 月紧缩信用，大多数的股价指数都在 6 月做顶，预期经济将发生衰退。然而，在 1984 年 7 月 24 日，沃尔克在参议院的听证会上表示，联

储目前采行的政策并“不适当”。大多数的市场指数在当天形成底部，而未预期联储再改变着法。

结论

将近 100 年的市场资料显示一项不可否认的步实，股票市场是整体经济趋势的精确预测指标。股票市场的高低价位可以预先反映整体经济的起伏。如果我们观察一般的市场行情，领先的时间将近六个月。如果我们较保守地采用“道氏理论”的确认日为基准。领先的时间仍然在一个月以上。

总之，在可以比较的案例中，91.2%的情况下，股票市场会领先整体经济，如果将一个月的领先时间视为是同时，则股票市场在 97.1%的情况下会领先整体经济。如果以“道氏理论”的确认日做为基准，股票市场踏入空头市场时，整体经济有 64.7%仍处于上升阶段，而有 82.4%的情况会在两个月内出现经济循环的峰位。最重要者，自从 1949 年以来，股票市场的循环（以“道氏理论”衡量），同时或领先经济循环的精确程度为 100%。

唯一可以影响股票市场预测精确性的因素，是当权者的意外行为。这可能是战争，或是货币与财政政策的突然变化。然而，即使是在这种情况下，唯一可以影响市场预测能力的力量是政治权力的误用。在这种情况下，股票市场将因为联储紧缩而下跌，直至联储改变心意为止。这是因为政治决策的摇摆不定。如果联储持续紧缩政策，经济将陷入衰退，如果它改变主意，经济活动将趋于活络。股票市场仅是同步反应联储的态度，或预期联储未来的政策变化。

第 26 章 风险—报酬分析的技术性基础

“风险”与“报酬”是两项“华尔街”最常被使用的字眼，但也可能是最缺乏明确定义的术语。大部分人都懒得进一步确定它们代表的概念，因为“每个人都知道它们的意义。”风险通常被视为与亏损有关，而报酬则被视为与获利有关。这些联系虽然没有错，却无法做为分析风险——报酬的基础。如果不了解原子的明确内容，原子物理学家便有无所适从之虞；同理，如果没有明确界定的风险与报酬观念，必然会妨碍金融专业者的市场交易。

例如，假定你尝试管理一个股票的多头投资组合。在最初的阶段，你的问题并不是拥有哪些股票，而应该为：当时的行情是否适合做多？应该做多至何种程度？为了回答这些问题，你不仅需要了解市场的整体趋势（上升或下降），而且还应该评估当时趋势持续发展的可能性。如果你判断它将持续发展，你还需要以某种方法衡量，在当时趋势反转以前，它可能会有多少幅度的发展。换言之，做多的时候，你必须了解潜在的风险与潜在的报酬。

显然地，“可能性”与“潜在”等字眼，意味着你处理的是相对几率，而非绝对事实。虽然如此，但如果你可以客观而一致地界定成功与失败的几率——如果你可以判定市场在某期间内，上升 X% 对下降 Y% 之几率的比率，则你可以在稳固的基础上拟定明智的投资决策。在这个基础上，你可以运用基本分析与技术分析评估个股的风险——报酬关系，并借此管理整个投资组合。

截至目前为止，我们仅由观念上探讨如何增进对于整体市场的投资管理。这虽然是一种非常珍贵的分析结构，但观念上的分析无助于界定真正的风险与报酬。如果你能够以某种方法量化风险与报酬的观念，则风险—报酬分析便有明确的数据可供参考。并可以在不受个人思考的影响下，拟定客观的进、出场位置。换言之，你可以建立一种不可违背的法则，以防上你为自己的想法或行为，寻找合理化的借口。

拟定进、出场位置的决策。并不是一种随意判断的程序。首先，你必须了解经济基本面。其次，你必须在经济基本面的范围内，了解当时的市场情况。然后，你可以运用历史资料的统计数据，以及“道氏理论”的技术分析方法，归纳市场走势的性质，并为风险—报酬分析建立一种客观的参考架构。这便是本章将讨论的内容。

衡量风险与报酬的工具

1974 年我是在中、短期的基础上交易个股与股票选择权。交易的情况相当理想，但我错失了 10 月份的低点，而损失数以千计的潜在报酬。于是，我分析自己为什么会错失这段行情，并对自己提出一些问题：趋势究竟是什么？它的幅度通常是多少？它通常会持续多久？

这个时候，我开始研究“道氏理论”，并在实际的交易中运用其中的某些原理，当时我还没有将这方面知识加以系统化。稍后，我进一步钻研，阅读雷亚与威廉·彼得·汉密尔顿的所有著作，并发现雷亚对于市场三种趋势的定义可以用来归纳市场的走势：

道氏的三种走势：市场指数有三种走势，三者可以同时出现。第一种走势最重要，它是主要趋势：整体向上或向下的走势而称为多头或空头市场，期间可能长达数年。第二种走势最难以捉摸，它是次级的折返走势：它是主要多头市场中的重要下跌走势，或是主要空头市场中的反弹。修正走势通常会持续三个星期至数月。第三种走势通常较不重要，它是每天波动的走势。

在这些定义的基础上，雷亚将“道氏理论”的其他原则运用在“道琼工业指数”与“道琼运输（铁路）指数”的历史资料上，并将市场价格走势归纳为：多头市场、空头市场、多头市场的主升段、多头市场的修正走势、空头市场的主跌段、空头市场的修正走势。他的研究包括每一个走势的空间——以前一个中期走势的重要高点或低点为基准，以计算指数下跌或上涨的百分率——与时间——由峰位至谷底的历经的天数。他的分析基本上止于此处。他并没有归纳“每天的行情波动”，因为他认为这并不重要。另外，除了在广义观念上，他也未将所发展的统计方法运用在市场分析上。

阅读雷亚的著作时，我突然有一种想法，如果我以新的资料更新他的研究，可能发现一套非常有效的技术分析工具。所以，在增添一些我个人的看法之后，我归类历史上发生的每一个市场走势。经过一段相当时间的研究后，我根据数值与编年的秩序整理资料，并探索其中的重要关系。整理出来的结果令我非常惊讶。

不论就走势的空间或时间来说，我都发现市场走势有显著的统计分布。换言之，市场走势就像人类一样具有平均寿命。于是，我就此推想，如果保险公司可以根据人类的平均寿命赚取保费，我就可以根据市场走势的空间与时间的统计分布，判

断任何一笔交易的胜算。

当然，保险公司引用的数据与我推演的数据，两者之间存在一项重大的差异。保险公司拥有广大的客户群，并打赌其中大多数人会在统计上正常的寿命期间内死亡。然而，当你就市场走势“下赌注”时，这相当于是对一位客户承保人评保险。因此，在设定市场的“保费”前，你必须运用基本分析、技术分析与统计分析评估整体市场的“健康状况”。

市场走势的平均寿命架构可以告诉你，走势的寿命基本上可以持续多久。以作者撰写本文的时候来说（1992年2月），股票市场正处于多头市场的主升段——多头市场的中期上升走势（期间为数个星期至数月）。我与李氏不同，我不仅仅采用“道琼工业指数”与“道琼运输指数”而已，我是根据18种主要指数的平均值归纳市场的走势。目前，这些指数已经平均上涨18.6%，时间平均为74.4天。根据平均寿命的几率分布来说，幅度更大的多头市场主要波段有53.5%，持续期限更长者有67.3%。换言之，不论就空间或时间判断，这波走势已经接近中位数的水准。单就统计分配的观点衡市场“寿命”立即结束的几率有40%。因此，如果你便采用这项准则操作，则股票投资组合内的多头头寸不应该超过60%。

这虽然不代表可以根据这些信息建立明确的决策，但却足以建立一个明确的参考架构，以分析相关的市场风险。让我们回到人寿保险的比喻，在目前做多市场，这相当于是卖人寿保险给一位年纪60岁出头的人。当然，在设定保费以前，你必须根据这个年龄层的标准分析被保人的健康状况。同理，股票市场中，在你决定是否做多或做多至何种程度以前，你应该分析当前市场的情况。

你也可以运用这种统计方法分析特定市场。例如，虽然目前市场的涨幅与持续时间已经接近平均水准，但后头市场的走势超过平均水准而成为“老人”。如果你观察后头市场目前的走势，可以发现它的涨幅为41.7%，持续时间为215天。在历史上所有的类似走势中，仅有14.2%的走势有更大的涨幅，而有26.5%的走势持续更长的时间。所以，如果你在店头市场中交易，则这位被保人并不是60岁出头的人，而是80几岁。进一步分析目前的情况，你将发现店头市场不仅年纪很大，而且还需要动一次大手术。所以，我目前卖空某些店头市场的个股，等待它们出现修正走势。

另一方面，如果你将店头市场剔除在外，其余市场持续上升走势的可能性便增加。以“道琼工业指数”为例，目前的涨幅为14.4%，持续的时间为60天。在历史上的类似走势中，69.9%的走势具有更大的涨幅，77%的走势持续更长的时间。所以，单就“年龄”判断，“道琼指数”上升趋势立即死亡的风险很低。事实上，撰写本文的时候，“道琼指数”正在创新高，而纳斯达克指数（NASDAQ）则下滑。

在我引用的技术分析工具中，风险的衡量最为重要。这些根本的因素使我得以局限风险，使损失达到最小而利润为最大。它是一个客观的架构，使我得以明确衡量风险与报酬，指引我谨慎地管理个股与指数的投资组合。以目前的情况为例，我卖空店头市场的股票，做多景气循环最明显的个股，因为统计分布告诉我，这是风险一报酬关系最理想的方法。

市场的平均寿命架构

观察“道琼工业指数”的走势图，我们可以发现一种最简单的赚钱方法。这便是传统上“买进而待有”的方法。许多投资人与基金经理人采用这种方法。并通过值慎的选股策略进一步提升绩效。就长期观点来说，这无疑是一种非常有效的投资策略。然而，基金经理人如果希望追求卓越的绩效，则考虑的重心必须由长期趋势转移至中期趋势。例如，在多头市场中中期上升趋势的初期，以100%的资金做多；在次级修正走势即将发生之前，降低多头头寸的持股；在修正走势中则卖空或退场观望；然后，在修正走势的底部附近，再以全部的资金做多。

市场平均寿命分布的最重要功能之一，便是让交易者能够更有效地根据中期趋势的变化，掌握进、出市场的机会。此处以多头市场中期修正走势为例来说明。

首先，让我们再回顾一些重要的定义。修正走势（又称为“次级折返走势”）是一种与主要长期走势方向相反的重要中期价格走势；“中期”是指数个星期至数个月的期间。在我的归类系统中，95%的修正走势时间超过14天（包括休假日），98%的折返幅度至少为前一个主要波段的20%。我们以一个例子说明何谓折返幅度。如果“道琼指数”的前一个多头市场主要波段为500点，如果修正走势下跌300点，则中期走势的折返幅度为60%。在修正走势中，以折返幅度来思考要优于指数的整体百分率变动，因为这可以使你了解当时的行情发展（稍后将说明这个观点）。

表26.1摘要空间与时间，自1896年以来，“道琼工业指数”与“道琼运输指数”之次级修正走势的空间与时间。请注意。表中是以数值的顺序排列（而不是根据发生时间的先后秩序入）图26.1中，我们发现空间与时间都呈现正态分布。

详细观察图9.1可以发现，两种指数的平均寿命呈现常态分配。如果进一步分析S&P 500或任何主要的股价指数，可以发现类似性质。换言之，市场走势确实呈现统计上可以预测的寿命形态。

表 26.1 道琼工业与运输指数 (1896 年至 1992 年 2 月)

多头市场次级修正走势的空间与时间

幅度 (%)					期限长度 (天数, 包括节假日)				
工业	运输	工业	运输		工业	运输	工业	运输	
1. 16.5	18.0	45.	46.0	50.1	1. 7	9	45.	45	49
2. 17.8	18.4	46.	48.9	51.7	2. 9	11	46.	45	51
3. 20.7	21.1	47.	49.6	53.0	3. 10	13	47.	47	52
4. 21.1	23.7	48.	49.8	53.2	4. 11	13	48.	49	55
5. 23.2	24.8	49.	52.4	53.8	5. 14	13	49.	49	55
6. 23.4	25.0	50.	52.6	54.3	6. 14	14	50.	51	57
7. 23.7	25.0	51.	54.0	55.5	7. 14	14	51.	51	59
8. 23.7	25.1	52.	54.8	55.8	8. 15	15	52.	53	59
9. 24.2	25.5	53.	56.0	57.9	9. 17	16	53.	54	61
10. 24.4	26.7	54.	56.2	58.0	10. 18	16	54.	55	61
11. 25.2	27.6	55.	57.3	59.6	11. 19	18	55.	55	61
12. 25.4	28.8	56.	60.0	60.3	12. 20	19	56.	55	62
13. 25.7	29.2	57.	60.8	60.8	13. 21	20	57.	56	63
14. 27.0	29.5	58.	61.1	61.8	14. 21	21	58.	57	64
15. 27.8	30.2	59.	62.8	62.7	15. 21	22	59.	58	65
16. 30.5	32.0	60.	64.9	64.0	16. 21	22	60.	59	68
17. 31.2	33.4	61	65.3	66.4	17. 21	22	61.	60	69
18. 31.3	34.4	62.	66.2	67.7	18. 23	23	62.	61	69
19. 31.9	34.6	63.	66.7	67.7	19. 24	24	63.	61	70
20. 32.1	34.6	64.	68.8	68.7	20. 24	24	64.	62	70
21. 33.7	35.3	65.	71.9	68.9	21. 25	25	65.	63	73
22. 36.0	37.1	66.	72.2	72.0	22. 25	27	66.	66	75
23. 36.7	37.4	67.	72.2	73.4	23. 26	27	67.	66	77
24. 37.0	37.8	68.	74.1	76.8	24. 26	28	68.	67	81
25. 37.1	39.3	69.	74.6	77.1	25. 26	29	69.	72	82
26. 37.2	40.2	70.	74.9	78.3	26. 29	29	70.	77	85
27. 38.2	40.6	71.	76.9	83.8	27. 29	30	71.	78	96
28. 38.7	40.6	72.	78.0	84.6	28. 30	30	72.	89	98
29. 39.3	41.1	73.	79.7	84.9	29. 31	30	73.	95	103
30. 39.3	41.3	74.	80.4	87.2	30. 31	32	74.	98	106
31. 39.6	41.8	75.	82.7	88.3	31. 32	32	75.	102	112
32. 40.3	43.3	76.	83.5	90.3	32. 33	34	76.	104	113
33. 40.3	44.1	77.	89.0	90.9	33. 33	35	77.	108	114
34. 40.3	44.3	78.	89.7	92.7	34. 35	37	78.	111	119
35. 40.9	45.5	79.	89.8	93.2	35. 36	39	79.	113	126
36. 41.6	46.0	80.	91.3	94.0	36. 37	39	80.	117	129
37. 41.6	47.2	81.	100.7	103.2	37. 38	39	81.	139	140
38. 42.1	47.3	82.	107.7	110.7	38. 41	40	82.	161	144
39. 42.8	47.6	83.	113.7	112.4	39. 42	41	83.	173	175
40. 44.2	48.8	84.	116.9	122.0	40. 43	44	84.	178	201
41. 45.4	49.2	85.	120.1	128.4	41. 44	46	85.	190	214
42. 45.5	49.4	86.	135.0	163.8	42. 44	47	86.	196	216
43. 45.8	49.6	87.	194.2	173.4	43. 45	48	87.	201	245
44. 46.0	49.7	88.	146.0	227.9	44. 45	49	88.	209	613

运用这些资料仅涉及简单的算数问题——计算在某时某笔交易的胜算。以“道琼工业指数”与“道琼运输指数”为例,平均寿命的资料显示,68%的多头市场中期修正走势的折返幅度,介于前一个主要上升波段涨幅的25%至75%之间,而时间则介于16天至79天之间。历史上所有多头市场中期修正走势仅有22.7%的走势,折返幅度超过75%,仅有17%的走势持续100天以上。所以,在多头市场的修正走势中,如果折返幅度超过前一个升段的75%,而持续时间超过74天,则在此情况下做多的胜算平均为1:4.4(译按:应该是1:1.29)?????。反之,当时做空的胜算为1:4.4。可是,你必须确定一点,当时的走势务必是次级的下降趋势,而不是空头市场的开始。

在每个多头市场的顶部,市场分析师始终不能确定,这究竟是顶部或仅是修正。虽然我们无从明确地判定(除非空头市场被确认或修正走势结束),但长期趋势的历史分布情况可以协助我们推算这两种可能性发生的几率。

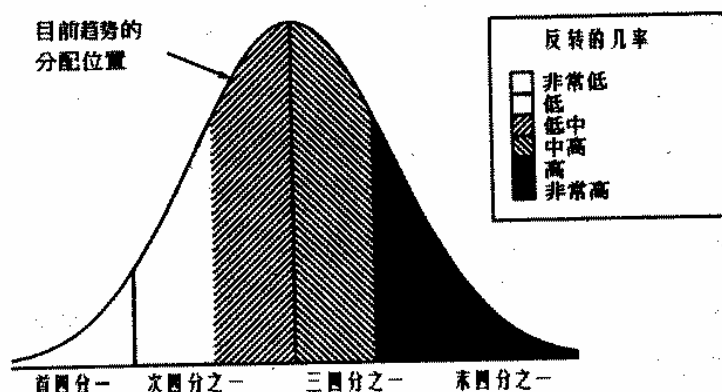


图 26.1 多头市场中期修正走势之

表 26.2 列示“道琼工业指数”与“道琼运输指数”在多头市场中的涨幅与持续的时间。假定某个多头行情已经持续三

年，而由前一个空头市场底部起算的涨幅为 115%。现在，假定市场确实出现次级的修正走势，并在 55 天内折返至前一个主升段的 60%。暂时撇开经济基本面不谈，你可以根据表 26.1 与 26.2 计算价格持续下跌的几率。

表 26.2 道琼工业与运输指数在
多头市场中的涨幅与期限长度

期间长度 (按数值大小顺序排列)			幅度 (按数值大小顺序排列)	
期间	天数	年数	期间	百分率
1939	164	0.45	1910 - 1912	22.9
1938	253	0.69	1960 - 1961	27.0
1960 - 1961	405	1.11	1947 - 1948	38.1
1947 - 1948	409	1.12	1939	38.6
1921 - 1922	452	1.24	1966 - 1968	42.0
1978 - 1981	472	1.29	1917 - 1919	49.0
1957 - 1959	606	1.66	1900 - 1902	51.7
1917 - 1919	670	1.84	1921 - 1922	52.7
1914 - 1916	674	1.85	1914 - 1916	67.8
1907 - 1909	684	1.87	1938 - 1939	70.4
1974 - 1976	684	1.87	1957 - 1959	71.5
1970 - 1972	686	1.88	1907 - 1909	77.5
1966 - 1968	787	2.16	1974 - 1976	78.6
1910 - 1912	799	2.19	1978 - 1981	81.3
1900 - 1902	813	2.23	1982 - 1983	87.7
1903 - 1906	844	2.31	1970 - 1972	95.1
1953 - 1956	952	2.61	1903 - 1906	100.1
1996 - 1999	967	2.65	1953 - 1956	102.0
1978 - 1981	1144	3.13	1962 - 1966	110.1
1949 - 1953	1295	3.55	1949 - 1952	128.1
1962 - 1966	1328	3.64	1938	139.8
1942 - 1946	1482	4.06	1942 - 1946	160.9
1932 - 1937	1710	4.68	1923 - 1929	242.5
1984 - 1989	1923	5.26	1984 - 1989	245.7
1923 - 1929	2224	6.09	1932 - 1937	379.4

计算的公式很简单：根据历史资料计算目前走势幅度告一段落的几率，持续时间也做类似的计算，再取两项几率的平均值。就先前的例子来说，计算过程如下：

次级折返走势持续的几率：

$$\text{幅度} = (88 - 55) / 88 = 0.37$$

$$\text{时间} = (88 - 54) / 88 = 0.38$$

亦即以总样本数 (88) 减去该走势告一段落的样本数 (幅度为 55，时间为 54)，再除以总样本数。(译按：请参考表 26.1，“道琼工业指数”的总样本数为 88，涨幅在 60% 以前结束的走势有 55 次，持续期限结束于 55 天的走势有 54 次。)

平均值=0.38

修正走势终止的胜算为 1.63:1 (换言之。0.62:0.38)

多头市场告一段落 (空头市场开始) 的几率：

幅度=19 / 26=0.73 (译按：表 26.2 的总样本数为 25 而不是 26)

时间=20 / 26=0.78

平均值=0.76

空头市场开始的胜算为 3.17:1

这些信息可以做为健全的基础，以进一步分析市场的风险—报酬关系。例如，如果经济基本面很理想。通货膨胀率偏低，利率也偏低，其他的经济指标也显示景气将持续成长，你应该强调修正走势终止的可能性。如果你是站在空方，则应了结部分获利，降低空头头寸的规模。

另一方面，如果联储在收缩信用。经济也呈现衰退的征兆，你应该强调空头市场开始的可能性。这种情况下，你不应该以次级修正走势来考虑中期下降趋势，而应该把它视为是空头市场的主跌段。由这个角度评估，你将发现下跌趋势持续发展的几率很高，你应该保有空头头寸，直至空头市场在历史统计分布中趋于“老化”为止。

然而，如果几率计算的结论并不明确，这时候怎么办？以图 16.1 来说，如果当时的修正走势，幅度与时间在历史几率分配上都仅到达 40%，怎么办？在这种情况下，你应该强调当时的下跌趋势将持续发展——更精确地说，下跌趋势将持续发展的胜算为 1.5:1。这个时候应该谨慎选择表现相对强势 (卖空时，则为相对弱势) 的类股或个股。我们在第十章将详

细讨论这方面的问题。

强调风险的概念

运用统计方法最重要的功能，或许是凸显风险一报酬分析的重要性。更明确来说，这让我们更客观地专注于风险。当你将中期的市场走势摆在幅度与时间的历史几率分配中分析时，你将被迫接受一项事实：走势的发展越往右移时，你发生亏损的风险便愈高。当它到达几率分配的中点（或中位数）时，你的胜算为 5：5 相当于掷铜板。超过这点以后，就历史资料判断，你的胜算将小于 1：1。

这种思考方向可以反映出数项重要的交易原则。第一也是最重要的一点，便是尽可能掌握胜算。例如。在多头市场主升段的初期阶段，非常适合扩张信用来交易大盘指数；换言之，应该谨慎选取指数期货与选择权做为交易工具。随着行情逐渐趋于成熟，侧应该强调类股与个股的经济背景。当市场发展超过中位数的水准时，则应该开始考虑低风险的交易策略与工具，或增加现金的头寸，行情逐渐趋于老化时，交易的规模也应该降低。

这听起来似乎仅是一般常识，但许多人显然无法根据它来交易。以多头市场的顶部为例，虽然全世界的人都做多，但股票市场中充满“担心受怕”的资金。所以，寻常的风吹草动便可能引发恐慌性的卖压。然而，每一个恐慌性卖压出现时，历史资料都已经预先提出警讯。以 1929 年为例，在恐慌性卖压出现以前，市场是处于历史上最长的多头行情中，其间历经 11 个主升段。此外，1929 年 10 月 29 日崩盘之前，主升段已经在 99 天内上涨 29.9%，它在时间与幅度上都远超过几率分布的中位数水准（是的，统计分析在当时已经有效）。

同理，在 1987 年 10 月 19 日的黑色星期一，当时的市场处于第七只脚（第七个主升段），它在 96 天内上涨 26.9%。再次地，多头市场已经老化，主升段已经远超过中位数的水准。单就这个准则考虑，交易必须极端谨慎。在 1989 年 10 月，市场处于第十三只脚，这是有史以来第二长与第二大的多头市场。主升段在 200 天内上涨 24.4%，它已经深入几率分布的高风险区。

以上仅是提及一些比较著名的案例，实际情况远不止于此，它们都说明市场平均寿命的分布，可以预示立即死亡的可能性。在 1987 年与 1989 年的崩盘中，我都决定保持空手，统计分析便是主要的原因之一，这使我可以更专注于做空当时的行情。统计分析并不同于水晶球，但它们确实可以提供市场老化的明显征兆。

对大多数交易者来说，忽视风险的重要性，往往是失败的原因。在观察价格走势图时，他们眼中仅看见上档的空间。发生亏损时，上档的空间更是加大，使这些交易者心中更充满无益的期待。市场的平均寿命结构，可以提供明确而不可否认的风险衡量标准，它们使交易者仅能够仰赖事实——而不是期待。

结论

市场平均寿命的历史分布，虽然不是万无一失的风险衡量方法，却是掌握胜算的根本基础。如果你知道长期趋势与中期趋势持续或终止的几率，在基本分析与技术分析时，你可以参考这项几率。此外，这方面的分析将使你强调风险的概念，使你不至于在一个老化的市场中，为了多争取一点获利，而将辛苦累积的获利吐回给市场。

在后续的几章中，我将讨论一些技术分析的方法，它们可以配合本章讲解的胜算管理。我将说明如何以技术分析判断趋势的变动，而且在有利的胜算情况下，将它们整合进入完整的交易方法中。

每一个市场都有各自的幅度与时间的几率分布结构。你唯有利用历史资料来分析，才能了解这些结构。在本章中，我说明相关的统计分析方法。不幸地，我仅能提供有关股票市场的资料，而我个人资料库中的数据都有专利权。

