

第九章 市场心理分析

股票投资与心理学的关系十分密切。股票投资的主体是人，而人的任何行为都会受到其心理活动的影响，因此，任何一项投资行为无疑都受到投资者心理的影响。股票市场长期来说是称重机，短期来说是投票机。凯恩斯认为凡是预测市场心理的行为就是“投机”——我称之为“博弈”，凡是预测资产收益的行为就是“实业”。并且凯恩斯还提出其著名的选美理论。其大意是，投资人群普遍看好的股票价格就会上涨，选购股票就类似选美，投资者不应该选出仅是自己看好的股票，由于人气左右市场，所以投资者需要仔细研究类似选美中“评委”看好的股票，按多数人认知的共识操作。选美理论实际上是把心理学考虑进去，也就是大众心理。对于大众心理来说，不同国家的投资者处于不同的社会背景和历史传统，因此尽管有很多心理或者性格是相同的，比如都有贪婪和恐惧。但是对于中国历史来说，中国人具有一些相对突出的性格，这些性格决定很多其在决策与选择时的心理特征。

中国人的传统性格

在《思想的地理学》中，作者把西方和东方的思维模式进行了比较分析。东方思维中，最高层的是天人合一的生态框架。西方的时间观念是静态的，西方人注意实体和控制，因此他们的时间是线性的，看重范畴和实体，看重逻辑性，从概念中做出逻辑推演。面对事务，西方人寻求实体原因和范畴。东方人注重演化，时间观是动态的和圆形的，注意事件之间的关系和构成世界的要素，这则具有典型的中医形式看法，讲求论证，寻求对环境的理解和中庸关系。

比如，在对鸡、草、牛三者的分类中，美国孩子用动物和植物范畴对实体进行分类，将鸡和牛划分为一类，而中国孩子用生态关系对实体分类，将牛和草划分为一类。东方人认识世界的看法，基本是辩证逻辑的，东方人注重过程-时间-场合关系，认为事件是过程在一定时间的连接，有些过程在一定时间范畴内被我们注意到，构成事件，这种过程是凸显出来被我们看到的。

东方人注重量与质的交互作用，注意同一类问题的多元价值观的视角，讲究包容；同时，强调形式与内容的交互作用、作用和反作用以及演化与均衡的关系等。

上述是在认知方面的特征，在情感和行为方面，站在外国人的角度，他们觉得中国人也具有独特性。比如外国人认为中国人缺乏诚信和社会责任感。中国人不了解他们作为社会个体应该对国家和社会所承担的责任和义务。普通中国人通常只关心他们的家庭和亲属，中国的文化是建立在家族血缘关系上而不是建立在一个理性的社会基础之上。中国人只在乎他们直系亲属的福祉，对与自己毫不相关的人所遭受的苦难则视而不见。这种以血缘关系为基础的道德观势必导致自私，冷酷，这种自私和冷酷已经成为阻碍中国社会向前发展的最关键因素。

外国人认为，中国从来就没有成为一个法制社会，因为中国人的思维方式与守法行为格格不入。中国人老想走捷径。他们不明白这样一个事实：即成就来自于努力工作和牺牲。中国人倾向于索取而不给予。他们需要明白一个道理：生活的真谛不在于你索取多少而在于你能给予社会和你的人类同胞多少。

大多数中国人从来就没有学到过什么是体面和尊敬的生活意义。中国人普遍不懂得如何为了个人和社会的福祉去进行富有成效的生活。潜意识里，中国人视他们的生活目的就是抬高自己从而获得别人的认知。这样一来，一个人就会对“保有面子”这样微不足道欲望感到满足。“面子”是中国人心理最基本的组成部分，它已经成为了中国人难以克服的障碍，阻碍中国人接受真理并尝试富有意义的生活。

这种应受谴责的习性使得中国人生来就具有无情和自私的特点，它已成为中国落后的主要原因，中国人没有勇气追求他们认为正确的事情。首先，他们没有从错误中筛选正确事物的能力，因为他们的思想被贪婪所占据。再者，就算他们有能力筛选出正确的事情，他们也

缺乏勇气把真理化为实践。

中国人习惯接受廉价和免费的事物，他们总是梦想奇迹或者好运，因为他们不愿意付出努力，他们总想不劳而获。很少有中国人明白一个事实，就是威望和成就是通过一步步努力的工作和牺牲实现的，不付出就没有所得。简单来说，如果是为了谋生，那一个人只有去索取；但如果是为了生活，一个人必须要去奉献。

由于在贫穷的环境下生长并且缺少应有的教育，大多数中国人不懂得优雅的举止和基本的礼貌。他们中的大多数人着装笨拙粗鄙却不感到害羞。他们在青少年时所受的教育就是如何说谎并从别人那里索取，而不是去与别人去分享自己的所有。中国是一个无限廉价劳动力的输出国。这些输出也包括那些受过教育的劳力输出，除了他们的教育水平，实则和其他一般苦力没有本质上的区别。

中国人对于生活的平衡性和意义性并不感兴趣，相反他们更执迷于对物质的索取，这点上要远远胜于西方人。大多数中国人发现他们不懂得“精神灵性”，“自由信仰”以及“心智健康”这样的概念，因为他们的思想尚不能达到一个生命（补：即肉体和灵性的并存）存在的更高层次。他们的思想还停留在专注于动物本能对性和食物那点贪婪可怜的欲望上。

在中国人的眼中，受教育不是为了寻求真理或者改善生活质量，而只是身份和显赫地位的象征和标志。中国的知识分子从别人那里得到尊敬并不是因为他们为了别人的幸福做过什么，而只是因为他们获得占有了相当的知识。事实上，他们中的大多数只不过是一群仅仅通晓考试却从不关心真理和道德的人。

中国的教育体系很大程度上已经成为一种失败和耻辱。它已经不能够服务于教育本应所服务的对象：社会。这个教育体系不能提供给社会许多有用的个体。它只是制造出一群投机分子，他们渴望能够受益于社会所提供的好处却毫不关心回报。

亚瑟·史密斯——一位著名的西方传教士，一个世纪前指出，中国人最缺乏的不是智慧，而是勇气和正直的纯正品性。

随着传统文化价值观的破坏和逐步衰弱，大多数的中国人，包括受过教育的人都徘徊在精神和内心世界的路口，像迷失的狗一样不知何去何从。

上述是我看到的外国人描述中国人的性格特征的一些话，尽管有失偏颇，但是值得我们深入反省中国人自己的性格特征。

中国社会三重转型下独特的心理特征

中国目前的社会也是独特的，在这种社会背景下，中国人也有一些独特的特征，根据汪丁丁的看法，中国目前正处在“三重转型期”的历史阶段。

第一个转型，是“文化转型”，从19世纪中叶开始，也就是说，从“鸦片战争”以来，中国和西方，这两个文明，前者比较保守，已经蔓延和充满了由天然边界所限定的范围。另一个则比较激烈，扩张的冲动远未消失，足以冲破天然边界的限定。于是两个文明之间就发生了严重的冲撞，导致“千年未有之变局”。然后中国文化传统开始发生重大的转型。这一转型期，现在还远未结束，持续多少年，汪丁丁认为“千年未有之变局”的转型期的长度，大约在200到500年之间，想想确实如此，即使从鸦片战争以来经过150年，目前中国文化远未定型。文化转型是三个转型中最漫长的。

第二个转型，是“社会转型”，大概需要两代到三代人的时间，这就是由经济发展所导致的社会体制比如家庭和其他社会组织的转型，当然还有法律等方面的体制变革。虽然叫做社会转型，但主要指发展中经济的国家里的社会转型，它主要是由当时当地所面临的经济发展的基本要求和基本原则所决定的，因此，这一类社会转型，更确切的应当叫做发展的转型。

第三个转型，是在更短期内发生的转型，是所谓的“政治转型”。目前，我们还在从所谓的“前中央计划体制”向一种可以叫做“市场社会体制”的形态过渡。这一过渡期，大概

二十年到三十年的样子就可以初步完成。这是因为社会对政治体制的遗忘会因为代际更替而遗忘较快。新的政治体制建立起来了，随之而来的是与新政治体制相适应的意识形态和宣传。后者会很快淹没旧体制的意识形态。

这三种转型——文化的、社会的、政治的——就决定了中国社会目前的特征具有唯一性。其他地方，特别是大国，找不到中国社会现在所面临的这种转型，即使把小国考虑进去，他们往往处于大区域的文化传统的边缘，比较容易实行文化的转型，典型如日本、韩国等，文化转型对于文化传统边缘的社会而言，不那么痛苦，那里原本就是各文化传统相互冲突和竞争着要去充满的区域，比如越南，不仅受到中国文化的影响，还受到法国文化的影响。而生活在文化传统核心区域的人要实行文化转型就痛苦得多。因为以往的一切价值里，就没有异域的，都是本土的，就像生命一样，早就和自我意识融为一体了。突然间，你需要放弃这一生命转到另一生命去，当然很痛苦。

今天，中国人的行为，包括经济行为，不可避免的与上述三重转型紧密联系在一起。

社会转型越是激烈，其成员的目光也就变得越短浅。这是合理的，完全的理性行为。用金融学的道理论证，就相当于把未来可以得到的一元钱贴现到目前来计算。可是由于激烈的转型的影响，未来是极端的不确定的，所以这一元钱的贴现值实在太低。那么最符合金融学理性的行为，在这样的转型时期，就会变成“醉生梦死”的，不负责任的，不顾及信誉的行为了。

发生在我们周边的很多行为，不仅是经济行为，还包括各类型社会行为，都是短期行为。上述的三重转型期，产生了中国社会独特的经济行为的许多模式，而这些行为模式在其他社会里，在稳态社会里，从来不会发生。

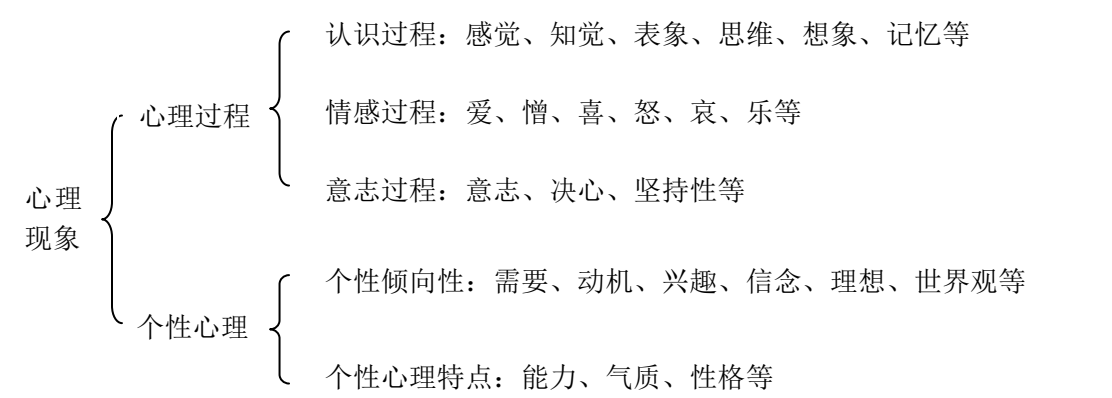
除了了解中国人的思维方式，性格特征和社会背景外，投资者还需要具备一些心理学的基本知识。

心理过程的两个层次

心理学认为，人的心理活动是有一定规律的，现代心理学是研究人的心理现象以及规律的一门科学。心理现象主要表现在人的各种有意识的活动中，心理学通常把心理现象划分为心理过程和个性心理特征两个方面。认知、情感和意志过程统称为心理过程，人的心理过程，从其活动结构和发生机制来看，具有人类的共同性，他们都受共同的规律所制约。

心理过程中，两个过程值得关注，一个是认知过程，一个是情感过程。这两个过程一个代表理性的市场心理，一个代表感性的市场心理，需要进行不同的研究。

图 9.1：心理现象的分类



首先研究的是股票与投资圈的分析看法，也就是较为理性的层面。

如果没有证券市场，一个公司要转让，那么它的转让价格基本上就是其基本面的反映，质地好、成长性好的公司转让价格高；质地差、缺少成长性的公司转让价格低。即使在产权

交易所里，一个公司的转让价格在一段时间内也不会出现很大的变化，毕竟基本面的变化是比较缓慢的。但是在证券市场上，任何一个股票相对于整个股市每次价格的大幅度变化，都是因为投资圈对这个股票的评价发生了变化，导致多空力量不均衡，从而引起股票价格发生大幅度上涨或者下跌。投资圈的评价或者说看法是了解股价大幅度变化的关键。

什么是投资圈的看法，并且如何发现这些看法呢？投资圈的看法不是一个投资者的看法，就好比超女比赛一样，你个人认为的最好未必就是冠军，而大多数人认可的或者评委认可的才是冠军。如果你和评委都有正常的审美观点，则你的选择可能会和结果一样；但是如果评委的审美观点比较怪异，而你的审美比较正常，则你肯定选不对冠军。如果投资圈主流觉得这个公司很差，并且这个公司基本面确实很差的话，那么你认为好，这个股票的价格也不会上涨，相反理论就一点也不管用。因此投资圈的看法必须是主流投资者的看法。要了解主流投资者的看法，有两种方法，一方面可以通过看研究报告和从股票十大股东变化中发现看法。如果一个公司没有分析师关注，一般说明主流投资者对其缺少看法；如果有很多分析师关注一个公司，则说明投资圈对这个公司的看法就很多；如果有越来越多的分析师关注这个公司，那么说明对这个公司的看法在增加。另一方面，从市场信息也可以找到目前投资圈的看法，比如可以通过分析股票的差异性、看市盈率、看市值与成交量的变化来确定投资圈的看法。

一个股票的股价变化受到大盘、板块和公司本身三个方面的同时影响。通常的情况是，一个股票随市场或者其所在板块波动，这反映了投资圈对这个公司本身没有特殊的看法，认为这是个随大流的公司。如果一个股票相对于市场和其所在板块表现出了不同的价格图形走势，这就是差异性。通过发现差异性可以发现重要的投资机会，我甚至认为图形分析就是寻找股票差异性的一种重要方法。

一个例子是钢铁股的差异性，一般来说，钢铁股作为一个板块，表现往往大同小异，齐涨齐跌，共同性很高，并且涨跌幅度总是小于市场的涨跌幅度，也就是大盘大涨的时候，钢铁股涨得少，大盘大跌的时候，钢铁股也跌的少，这反映了投资圈认为钢铁股股性差，缺少炒作的故事。但是一旦钢铁股整体强于大盘，表现出了明显的差异性，那就说明钢铁股具有的某种特质使其受到了投资圈主流的关注。比如 2003 年，国内宏观经济周期向上的时候，整个钢铁板块持续地强于大盘，如果一个投资者发现了这种差异，然后深入了解投资圈的看法，确认基本面的情况，认为有持续性，就可以从中获利。另外钢铁股板块内也不总是铁板一块，每年总会出现一两个与众不同的股票，比如以前的阿城钢铁，比如武钢的整体上市，比如鞍钢的整体上市等。我不擅长技术分析，但是我喜欢从图形走势中观察差异性，因为这反映的是事实，而不是预测。一个极端的差异性是一个股票与市场走势完全不同，强势创出自上市以来的新高，这反映了投资圈非常看好这个股票，如果你从基本面也确定的话，那就是投资机会。差异化是观察投资圈看法的一个简单并且有效的途径，观察到差异后，你再去发现差异化背后的基本面故事，来决定是否值得投资，这也是一种很方便的选股方式。

市盈率和市值也是观察投资圈看法的有效方法，不过和差异性相反，这种观察更多是通过发现反向观点来选股。比如一个非周期性股票的市盈率只有 10 倍，反映投资圈对该公司的成长性并不认同，如果你通过研究基本面确认未来几年该公司每年每股收益有超过 30% 以上的成长，那么这就是投资机会，如果基本面是正确的话，投资圈的看法迟早会发生改变，造成股价的大幅上涨。不能公平有效的反映企业真正价值的预期不会持久。P/E 本身就是反映投资者对企业未来盈利的一种预测。P/E 为 20 倍的股票说明投资者愿意以相当该公司去年利润 20 倍的价格来购买它的股票，因为投资者对该企业增长寄以厚望。股票有 10 倍 P/E 表明投资者不看好股票的盈利前景。大家对高 P/E 股票的成长性寄以厚望，但是这种成长性往往难以实现。比如，雅芳在漂亮 50 受到追捧的时代 P/E 一度高达 64 倍，这意味着雅芳一家公司未来挣的钱要比美国整个钢铁和石油行业挣的钱都多。这个预期是错误的，因此最终股票价格暴跌——尽管很难预测这个具体时机，就象巴菲特那样，可能在 32 倍 P/E 就出售

了该股票然后看空。

但我们不能忘记，看法是很主观的事，看法不一定和实际基本面有关系，这要看做评价的人相信基本面是什么或者基本面要发生什么。换句话说，任何股票不会因为该公司实际发生的事情或者将要发生的事情上涨或者下跌，它是因为投资圈目前对正在发生或者将要发生的事所持有的共同看法而上涨或者下跌，而不管这种共同的想法与实际基本面相差有多远。比如某段时间内强烈上涨的热门板块，其实基本面前期和最近也并没有发生什么变化，但是股价却受到投资圈的追捧而出现大幅上涨。

写到这里，很多投资者会说如果股票价格的大幅变化只是因为投资圈对它的评价改变，而这些评价有时和现实基本面完全脱节，那么基本面岂不是完全没有必要？心理学比基本面更重要？

这和时机有关系。实际上，基本面仍然是决定一个股票的质地和未来走势的核心因素，投资圈的看法最终总会反映基本面，尽管很多时候是过度反映。市场很多投机者习惯于追随热点、趋势和主流机构，特别是主流机构是投资圈著名的券商或者基金时。并且投资圈总会对其只股票的评价有欠务实，导致它的价格与事实出现差异，但是由于上述原因，这个差异却总能够维持很长一段时间，并且还可能会扩大。由于投资圈的评价和基本面不符，一个股票的价格可以在一段时期远高于或者远低于它的实际价值。甚至一个市场也会这样，比如 2005 年中，因为投资圈的悲观看法造成了中国 A 股市场整体低估，而 2007 年因为投资圈的普遍乐观造成了市场出现整体泡沫。

投资圈对一只股票的评价和基本面的真实情况差距过大的情形，可能会持续几个月，甚至几年的时间。不过泡沫总会破灭，低估也总能够矫正过来。如果因为不切实际的预期，一只股票的价格太高，迟早会有越来越多的持股人厌倦等待，他们的卖盘会蜂涌而出压过仍对该股票有信心的少数新买盘，于是最终股价会下跌与基本面接轨。有时候，一个股票经过长期下跌后，投资圈已经忘记了该股，对其没有任何看法。即使这个股票的基本面发生了巨大的变化，新的正面观点正在形成，但是股价仍然会有一段时间不涨。不过随着令人愉快的基本面数据的节节向好，股价迟早会出现上涨来反映基本面。

因此投资者对某只股票感兴趣时，一定要了解投资圈对该公司和该公司所处行业的看法，另外通过发现投资圈的看法也可以帮助投资者更好的选择股票。下面我们探讨的是如何利用投资圈的看法同时结合自己对基本面的把握来选股。

1、没有看法或看法少的股票。

彼得林奇说过他喜欢选择那些基本面不错，但是缺少机构关注的股票。实际上，他买的股票很多是投资圈缺少看法的股票。他喜欢调研上市公司，并且总是喜欢问上市公司，有多少机构关注该公司，如果这个公司说很多年没有机构关注了，他会非常高兴。

投资圈没有看法的股票，一般体现为没有或者很少有研究机构的报告关注，并且从十大股东变化中很少看到机构投资者的身影。这时候该公司的市值非常低或者市盈率比较低。而如果你有看法，认为公司的盈利未来几年将要大幅度提升，那么你买入后，如果未来每股收益稳定增加，机构开始对其有持续的正面看法，也开始买入，这会导致股票市值的持续增加。该股票每股收益的增加和看多机构的增加，两者的共同作用导致股价大幅上涨。

实际上，投资圈从没有看法到有非常正面的看法本身造成的股票价格上涨往往比每股收益实际的增加造成的股票价格上涨更重要。假如每股收益增加 50% 造成股价上涨 50%，但市盈率从 10 倍涨到 30 倍，会使得股价上涨 200%，两者的综合作用造成股价上涨 350%，也就是涨至 4.5 倍。

因此，对于中长线的投资者和机构投资者来说，应该首先选择投资圈缺少看法、股票市值低、并且基本面确实很好或者正在变好的股票。这样可以获得双倍收益，不过所需要的就是耐心等待。

此外，从没有看法到有一点看法，这样获得的信息优势就非常大。因为对于一个被投资圈深入了解的股票，你的看法必须比投资圈的看法更深入深远才可以获利，而这非常困难。当一个没有被投资圈挖掘的股票突然有一家研究机构开始强烈推荐，而投资圈没有看法的时候，投资圈容易无所适从，受到这个看法的左右，因为操纵一个投资圈没有看法的股票比操纵一个投资圈充满看法的股票要容易的多。因此，对没有看法的股票也需要仔细研究其基本面。除非这个股票的基本面确实在改变，否则即便这个研究机构短期可以改变股票的走势，中长期也仍然不行。

每轮行情总会有一些新锐投资机构变得出名，很大程度是研究发掘了以前熊市中被投资者抛弃遗忘，但是仍然有价值或者正在发生变化的股票。

2、看法多的股票。

看法多的股票可以分成以下几种情况，不过一旦投资圈对一个股票有大量看法，你必须有更深入的信息才能超过投资圈，否则大家都受到“有效市场理论”的制约。

第一种是，投资圈一致看多。实际上，对于一个股票如果几乎所有的研究机构都一致强烈看多，所有的基金都买了这个公司的股票，甚至即使原来表示怀疑的机构都配置了不少该股票的话，就算这个公司可能仍然是个好公司，涨幅也会有限。并且如果一个公司被所有投资者追捧，就很容易变成巨大的泡沫，最著名的是美国的漂亮 50 泡沫。

第二种是，投资圈一致看空。实际上，如果所有研究机构都强烈看空一只股票，并且基金全部从这只股票中出来，那么这个股票最大的跌幅已经过去，但是也难以出现上涨。也就是说，不要轻易去碰投资圈强烈看空的股票，这时候做反向投资者并不明智，仍然需要等待。

第三种是，投资圈看法高度分歧。这最终导致的是股票的巨大波动，并且这个分歧最终会随着基本面的兑现而发生方向性的转折，这时候研究看法本身没有用处，要么等待最终的基本面兑现，形成趋势，要么有更加深入的基本面判断。有些公司具有很好的业务，但是本身也存在治理和高负债问题。机构的看法就容易产生分歧，这个分歧只能随着基本面的转折发生变化。如果问题严重影响了公司未来的发展，则股价向下；如果公司成功解决了那些问题，则股价会持续走好。这个例子是其基本面属于优劣各半的股票，机构分歧难免。而另外一种分歧造成的波动则是投资机会。比如在某一段时间机构对某只股票出现分歧，认为其财务报表有问题，其某子公司不可能获得那么高的盈利。这种情况下调研就足以解决问题，空头的错误看法在这种情况下则变成了多头的买入机会。

不过总体而言，在机构看法太多的情况下，这个股票是个非常有效率的股票，要么一切听从未来无法预知的基本面变化，要么你有更深入的看法，否则很难获得超额收益。

3、投资圈看法的变化与股价波动的关系

当一个股票价格充分下跌后，反向投资者和价值投资者开始关注这样的股票，这样的股票有较低的盈利预期，但是多数投资者不关注这个股票，因此其股价很难上涨。接下来这个低盈利预期的公司公布了更多乐观的信息，股票开始得到部分投资者的注意，研究这个公司的研究员开始增加，股票价格开始对正面信息进行反映，但是并不充分。当该公司收益向上加速时，越来越多分析师研究该股票，越来越多投资者购买该股票。随着该公司盈利动量持续增加，被市场认为是成长股（被市场认为的成长股，也许并不一定是成长股），市场预期开始膨胀，股票价格出现暴涨。然后，基本面收益增长减速，该股票的盈利（也许仍然在增长）已经开始低于膨胀的市场预期，股票价格开始下跌。当基本面收益增长出现下降的时候，机构开始逐渐将其放入卖出名单。由于盈利逐渐令人失望，分析师开始降低这个股票的盈利预期，股价也跟着下跌。当一系列的失望出现后，越来越多投资者讨厌这个股票，会有一些关于这个股票的谣言传出，也会影响股票价格下跌，同时越来越多投资者开始离开这个股票。最终投资者对这个股票失去兴趣，分析师或许已经将其剔除研究范围，基本上市场缺乏关于该公司的信息，这预示一个新周期的来临。

因此记住，不要轻易做反向投资，因为不被投资圈看好并不意味着这个股票利空出尽。了解投资圈看法的变化与股价波动的关系，对于那些喜欢趋势和动量的投资者非常重要。特别是要把握住投资圈观点变化带来的机会，例如随着对某个股票看多的机构越来越多，某个股票会出现加速上涨的机会。

作为一个出色的投资者，投资圈的看法是必须要仔细研究的，并且要知道造成股价大幅波动的关键还是投资圈的看法。也就是说，只看基本趋势可以认为是实业投资者，对于股票投资者来说，则需要找到把基本面和心理结合的方法。因为变化的股价图形反映的是人的贪婪和恐惧，如果依靠低买高卖盈利，那么就必須精准的把握人性。而任何分析，如果不能够对人性有个准确的刻画（比如有人用成交量的变化来刻画，有人用价格本身的变量来刻画），那么这个方法就是没有任何意义的，特别是技术分析。不可否认的是，通过股价图形对人性的准确了解是非常困难的，是天才做的事情。不过将股价变化与基本面结合后来观察刻画人性可以总结出一定规律。

索罗斯的反身性模型是一种市场认知和基本面相互关系的“模型”。该模型认为：市场总是表现出某种偏向，市场能够影响他预期的事件。索罗斯还引入“主流偏见”的概念。他认为正的偏向导致市场上涨，负的偏向导致市场下跌。

他还定义了“基本趋势”的概念，这个假定是无论投资者意识到与否都将影响股票价格变化的基本面“价值”。

在股票市场中，首当其冲受到影响的就昰股票价格，股票价格的变化反过来对参与者的偏向和基本趋势同时施加影响。也就是说，股票价格取决于两个因素——基本趋势和主流偏向——这两个又反过来受股票价格的影响。股票价格和这两个因素之间的相互作用不存在常数关系。其中没有一个变量（股票价格、基本趋势和主流偏向）可以保持不变。

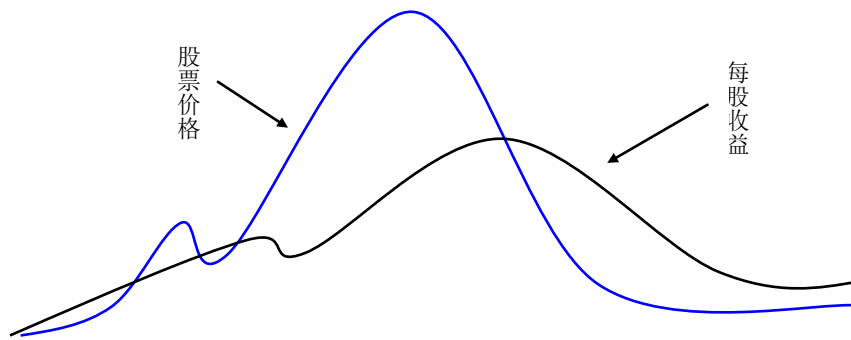
首先假设存在着尚未意识到的基本趋势，这意味着主流偏向在开始是消极的（市场预期首先落后于基本面的变化，这是市场行为对信息的滞后反映），起初是市场参与者意识到了基本趋势，认识上的变化将通过投资决策影响股票的巽场价格，股票价格的变化可能影响也可能影响不了基本趋势，后一种情况中，问题到此为止，无需要进一步讨论。前一种情况，股票进入自我加强过程的起点。

加强的趋势可能在两个方向上左右主流偏向，它将导致进一步加速的预期或者矫正的预期。如果是后者，经过股票价格变化的矫正，这个基本趋势可能继续也可能终止；如果是前者，则意味着一个积极的偏向发展起来，它将引起股票价格的进一步上涨和基本趋势的加速发展。只要偏向是自我加强的，预期甚至比股票价格还要升得快。最后，股票价格的变化无法维持主流偏向的预期，于是进入矫正过程。失望的预期对股票价格有一种消极的影响，不稳定的股票价格变化削弱了基本趋势。如果基本趋势过度依赖股票价格的变化，那么矫正就可能成为彻底的逆转，在这种情况下，股票价格下跌，基本趋势反转，预期则跌落得还要快一些，这样，自我加强的过程就朝相反的方向启动，最终，衰落也会达到极限并使自我重新反转过来。

典型的情况是，一个自我加强的过程在早期会进行适度的自我矫正，如果在矫正之后仍然得以持续，这一偏向将有机会得到加强和巩固，且不易动摇。当这一过程继续下去时，矫正行为就会逐渐减少，而在趋势顶点逆转的危险则增大了。

索罗斯给出其中一种路径模型的简化图例中，基本趋势用每股收益替代，主流偏向是股票价格和每股收益的差距。在现实中，基本趋势可能不止一个，巽场主流偏向内部也会有各种微妙的差别，股票价格的变化也会有不同的路径。

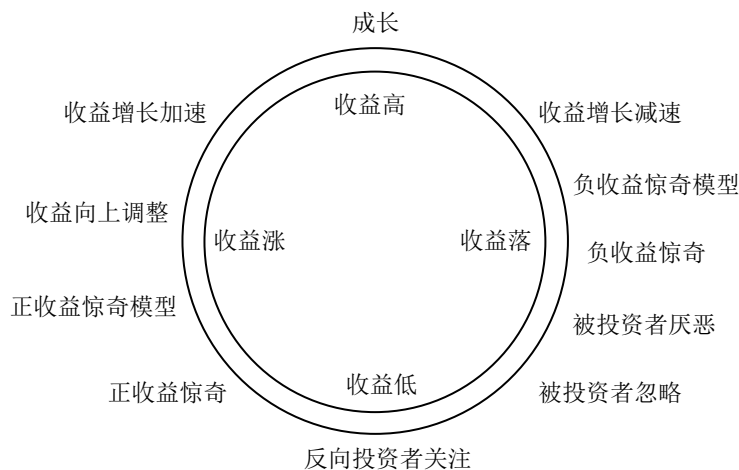
图 9.2: 基本趋势与主流偏向



盈利预期周期模型也属于将基本趋势和市场心理结合起来的模型。盈利预期周期模型是一个研究股票价格、股票价值和投资者如何预期股票的行为模型。虽然并不是所有股票一定适合模型的所有步骤，并且每个股票价格在每个阶段的前进速度也并不一样。另外股票的价格也可能经历大的周期模型，也可能经历小的周期模型。但是价格、价值与投资者预期的基本步骤包含在盈利预期周期模型之中。

模型见下图，我们从图的最下端开始。

图 9.3: 盈利预期周期模型



(1) 当一个股票价格充分下跌后，反向投资者和价值投资者开始关注这样的股票，这样的股票有较低的盈利预期，但是多数投资者不关注这些股票。

(2) 正收益惊奇：最终这个低盈利预期公司公布更多乐观的信息，股票开始得到部分投资者注意，研究这个公司的研究员开始增加。

(3) 收益惊奇模型表现为正：这个公司开始进入数量型投资经理的选股模型。

(4) 收益向上调整和加速：越来越多分析师研究该股票，越来越多投资者购买该股票，该股票业绩不断提升

(5) 成长：当盈利动量持续增加，该公司被市场认为是成长股（被市场认为的成长股，也许并不一定是成长股），市场预期开始膨胀。

(6) 收益增长减速：该股票的盈利（也许仍然在增长）已经开始低于膨胀的市场预期，股票价格开始下跌。

(7) 盈利惊奇模型表现为负：收益出现负的收益惊奇，被数量型模型发现，开始进入卖出名单。

(8) 负盈利调整：由于盈利令人失望，分析师开始降低盈利预期。

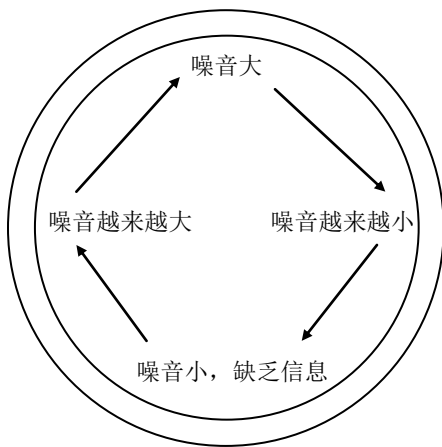
(9) 被投资者厌恶：当一系列的失望出现后，越来越多投资者讨厌这个股票，会有一些关

于这个股票的谣言传出，也许会影响股票价格，但是越来越多投资开始离开这个股票。

(10) 被投资者忽略：投资者对这个股票失去兴趣，分析师或许已经将其剔除股票池，基本上市场缺乏关于该公司的信息，这预示一个新周期的来临。

与之相伴随的是噪音的表现过程，我们这里有噪音的生命周期图，最下端，噪音最小，信息也缺乏（这为信息投资者提供机会），随着收益增加和市场越来越多的关注，噪音越来越大，该股票被市场普遍预期为“核心成长股”的时候噪音最大，随后噪音逐渐减少，形成一个循环周期。

图 9.4：噪音的生命周期图

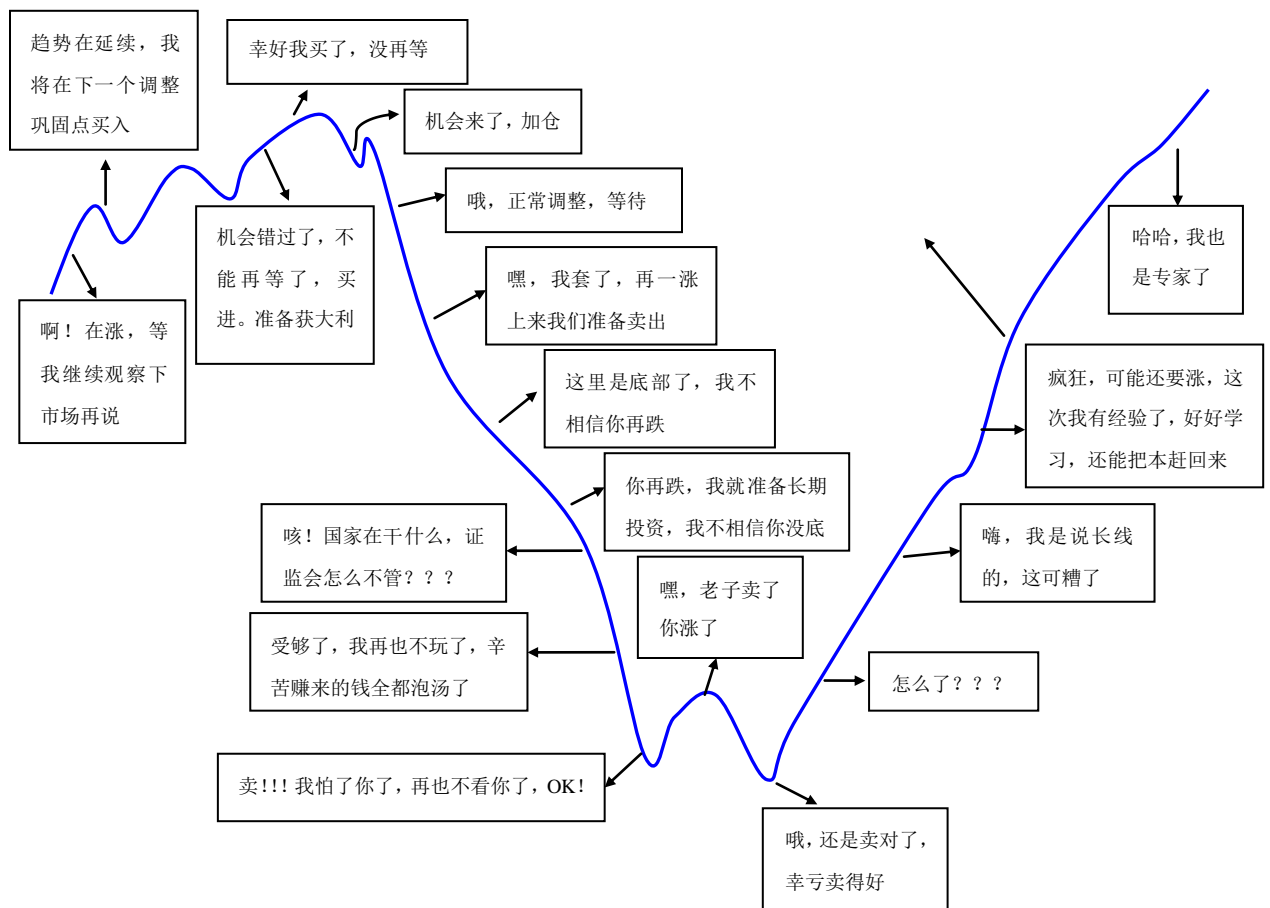


上述是理性认知过程和股票市场变化的一些探讨，而情感过程对股票市场的影响也非常重要。感性的心理对投资的负面影响非常大，这不仅在普通投资者中常见，也常见于整个市场群体中。

心理学的研究为我们了解证券投资中的心理因素提供了很多有益的启示。比如，在实际交易过程中，一些投资者的心理情绪波动很大，有人曾经很形象的描述普通投资者的心理活动类似心电图。第一个阶段是懊悔。投资者看中了一个股票，当他想买的时候，价格却上涨了，这时，他就懊悔未能早买入，却又想等价格下跌到心理价位买入，不料股价继续上涨，懊悔加重。第二个阶段是失望，当股票继续上涨时，投资者开始感到失望，意识到市价并未按照自己的愿望发展。第三个阶段是生气，股价继续上涨，投资者的心理由失望转变为生气，莫名其妙的怨恨这个股票为什么不跌。第四阶段是气疯，股价继续上涨时候，投资者已经被气疯了，情绪剧烈波动，心神不定。第五个阶段是盲目跟风，股价再次上涨，这个时候，投资者来了个一百八十度大转弯，不再生气，反而觉得这个股票值这个价钱，并且还有继续上涨的可能，暗暗责怪自己何苦和自己过不去呢，于是决定买入，其结果往往是高位被套牢，痛苦万分。

有人绘制了典型的散户投资心态。

图 9.5：经典散户心态图



股市的波动不仅表现为股价空间起伏的规则性，也表现为时间循环周期的节律性，个体的情绪周期对此产生了很大的影响。统计研究表明，引发股价周期波动的因素中，心理情绪因素占 20% 以上。造成心理情绪周期波动的原因与人类生物节律周期性有关，科学研究发现，个体的生理周期为 23 天，情绪周期为 28 天，智力周期为 33 天，股市的短周期往往与此较为吻合。

在股票投资中，对市场的认知力求客观是十分重要的。然而做到这一点非常困难。通常，一旦把金钱变成一份金融资产，在心理上，我们就会变得非常感性，在金钱面前，任何非理智都可能表现出来。一旦投资者的心里失去平衡，哪怕只是一小会儿，意志和理性就会消失的无影无踪，完全听凭感情的冲动行事，其表现自然就会和投资大众一样。破坏心理平衡的情绪力主要是恐惧和贪婪。贪婪和恐惧情绪的交替出现。贪婪导致股价超涨时持有者不卖，未介入者则不断追涨，形成超涨。反之，恐惧则促成不断杀跌，使股价由合理下跌转为超跌。股市中两种情绪不断交替。

恐惧是一种复杂的情绪，有多种表现形式，如担忧、害怕、惊慌、恐慌等。当一个人处于恐慌之中，常常混合着其他一些否定性的情绪，诸如愤恨、敌意、愤怒、报复心等，因而会形成一种极大的破坏力。一般来说，投资者中出现的恐惧有多种表现，包括：1、害怕招致金钱损失的恐惧，一个人拥有的越多，就越害怕失去；2、对信息的担忧。任何一个可能对投资者经济利益构成危险的消息都会引发恐惧感；3、对过去恐惧的记忆。当投资者经历着一连串的挫折，由此而引致的痛苦会给他留下深刻的记忆。他会有意无意的担心出现类似的情况。这样，在下次冒险入市时他会更多的感受精神紧张，判断力也会受此影响。有时候，哪怕是一点轻微的暗示，甚至是凭空想象的困难，也会勾起投资者痛苦的记忆而影响投资；4、害怕踏空的恐惧。基金经理们经常是根据市场本身或者其他基金经理的绩效来作出

评量，因此，如果伴随着大规模的剧烈波动而没有采取投资行为的话，那么，就会有错失机会的感觉，以致这种踏空的恐惧是如此强烈，常常使他们不顾一切。踏空的恐惧还有其他一些表现形式，比如，偶然的，投资者也会在心理上拒绝承认市场恶化的事实，从而只集中于所谓的利好消息，因为希望市场能回稳，另一方面，对利空消息却加以漠视，尽管后者可能更有意义。不用说，这种拒绝的结果可能导致灾难性后果。

贪婪是由过分自信和试图在短期内获取大利益的欲望构成的混合物。在证券市场，由于价格波动是如此迅速，因而，对于那些试图快速致富的人的确极具诱惑力。问题在于，一旦人们受这些快速致富的欲念所支配，就会招致更多的紧张感，从而容易失掉客观性。在经典投资理论中，有一个信心随着股价波动的信任心理理论认为，投资者的信心会随着股价的上涨而增强，随着股价的下跌而减弱。贪婪这种心理常常会以两种情形出现。在一个上升市场中，当投资者购买了一只待涨的股票，而后果果然一涨再涨，这时，投资者的内心的贪欲也会随着膨胀，与此相反，在下跌市场中，伴随着股价的下跌，投资者的信心也遭受打击，打算购买的欲望大为减弱，常常会期望出现更低的价格在购买，结果是屡屡错失良机。贪婪常常会使一项本来成功的投资导致失败。因为成功如不加以适当的控制，也能播下失败的种子。投资者在经历了成功的交易之后，会有一种心理愉悦感和不可战胜感，在这种情绪支配下，往往会采取更多的冒险，做出粗心的决策。

除了贪婪和恐惧外，普通投资者还有一些典型心理特征。比如过度交易。很多投资者几乎整天泡在市场中，时刻关注着价格的变化，其中的理由各不相同，有些是为了获利，有些是把市场作为寻求刺激的场所，很多投资者不断的过度交易。过度交易其实是在赌博，并且成为一种“瘾”，须知，有效的投资应该是仅投资能较大概率盈利的仓位和股票。过度交易会损害投资者的洞察力。有俗语说，每年收益一次的是高管，每月都有收益的是员工，每天都有收益的是卖菜的，干活就有收益的是零工。普通投资者和专业投资者的根本区别是，普通投资者被自己情绪所控制，每天都在找机会，一天没有收益他就会惶然不安，他最幸福的日子就是每天都能进点，所谓的细水常流。而专业投资者依赖于自己的理性，知道机会其实并不多。从时间上不多，所以经常要等；从空间上也不多，所以要耐心寻找。要想有专业投资者的心态，先改变内心的结算周期，不要为每天都有的小收益沾沾自喜，不要为找不到小收益惴惴不安。

还有就是用希望替代理性。希望给人们的生活带来欣慰和遐想，然而，在证券投资中，如果投资者试图以希望作为其投资出发点的话，那么所带来的不是欣慰，而是一系列财产的损失和灾难。在分析未来市场的时候，希望常常有重要的影响，但是不幸的是，希望只能使健全的判断受到歪曲或含糊不清，无疑只能招致更大的损失。在某种意义上，希望的牺牲者在心理上总是力求让市场符合其欲望，而不是根据对市场的正确评价来制定客观的计划。从这点来说，本书的策略投资分析体系也仅是一个体系，需要多角度多层次客观分析，但是根据我的经验是，很多投资者不基于客观情况，而是主观就赋予了希望。

上述仅是研究的典型普通投资者的情感过程，但是，投资者也并非孤立的存在，在社会经济活动中，人们的思想情感往往受到社会上他人的思想情感的影响。

人类最为明显的特征是作为群居性动物而存在，我们的行为和个性都是由我们所属的群体塑造而成的。群体心理是指群体成员在群体活动中共有的，有别于其他群体的价值、态度和行为方式的总和。群体心理不适独立存在的精神体，但又体现在群体现象之中。

法国学者旁勒比较集中的研究了群体心理现象，并以法国大革命时期群众运动的例子论证他的理论观点。如同个人有精神一样，群体也有精神，即“集群心”。所谓“集群心”是指不受个人意识支配的精神体，这种精神体笼罩着群体行为，具有匿名性，情绪感染型，暗示感受性。群体是受集群心支配的感情现象，这种集体心理可以使人们表现出种种不合理的行为，而且，这种集群心理相当盲目迟钝。任何一个人，只要在群体之中就会丧失理智，

盲目追随群体，而难以控制和制止，做出一些他自己在单独情况下从来不会做出的行为。由许多个体聚集而成的集合体，还容易产生相当一致而无意识的集体幻觉，在这种幻觉的支配之下，群体当中的个人，会有一种力量十分强大的感觉，他们很容易接受社会传染，并有模仿别人的倾向，也很容易受到他人的暗示，理性的判断力降到最低点。

股票市场具有典型的群体“情绪”现象。包括：

1、流言与暗示

流言是一种普遍的社会心理现象，流言通常没有什么确切的依据，而在人群中相互散布，传播一种特定的信息。流言发生和传播有三个条件：第一，在缺乏可靠信息的情况下，最容易产生流言；第二，在不安和忧虑的情况下，会促使流言产生和传播。第三，在社会面临某种危机，比如出现自然灾害，经济恐慌，社会动乱等，这时候人们的情绪变得激动不安，出人意料的事情不断发生，正常的信息渠道可能中断，流言也就容易传播。

流言重复广泛传播，并且具有消极影响，据说德国纳粹的宣传部长戈培尔有一句名言，谎言重复一千次即成真理，把“谎言”换成“流言”，也差不多。

流言在股票市场有最广阔的用武之地。现在互联网“股吧”中，也是传播流言的重要场所，并且很多传播的流言说的煞有其事，经常对股价造成影响，这使得国内不少上市公司动不动就发布“流言澄清公告”。

股票市场中出现的暗示现象，主要是一种社会暗示，它是在特定的社会环境中，通过人们之间的相互影响实现的。股票市场是一个高风险大众参与市场，置身于其中的投资者对信息十分敏感，每时每刻都会听到各种各样的消息，传入投资者的耳中，从而对投资行为产生影响，这些往往是通过暗示作用实现的。有时候，投资者之间不经意说过一句话，也可能对他人产生强烈的暗示作用。

普通投资者经常研究那些吸引他们注意的股票，但是注意力是一种有限的资源，由于大多数投资者关注的是同一资源，比如同一个股票软件，大家都看当天涨跌幅排行的第一列，大家都去某固定的财经资讯网站，因此，大量的投资者就追逐少量的被新闻屡屡提到的，或者在涨跌停板前列的股票。我认为这是一种“被暗示”。

专业投资者不会出现这个问题，不过专业投资者往往会利用普通投资者的这个认知缺陷来图利，比如涨停板敢死队。有研究可以证明，在上海证券交所，普通投资者是那些在股票价格达到涨停板之后一天购买股票的纯粹买家。在那些天里，第一次购买股票的买家比平时买入更大比例的股票，普通投资者购买的这种效应是转瞬即逝的，随后在 10 个交易日内，恢复到预先确定的每日交易水平。研究人员指出，通过利用这种临时的股票价格上涨和需求猛增，一小部分专业投资者在普通投资者亏损的情况下实现了盈利。在纽约股票交易所和东京股票交易所，研究人员也发现了上交所类似的模式。

2、群体心理感染效应

群体心理的感染效应是指群体的个人受到群体的影响，不由自主的产生相应的情绪反应，而且，这种情绪会在群体中相互传染。感染效应的实质是群众模仿。可以分为两种情况，情绪感染和行为感染。情绪感染是指群体情绪趋于一致的现象，比如观看足球比赛的时候，球迷会被赛场气氛所感染，而做出一些非理智的行为。情绪感染可以相互加强。在行为感染中，动作从一个人传到另外一个人，以致形成群众性行为。

股票市场的投资集群组成的是一个相对无序，心理嘈杂的群体，由于大多数投资者缺乏自制力、自主性以及输赢不计，处变不惊，不以物喜，不以己悲的超脱情怀，因此面对股市变化，投资者情绪相互感染，引发共鸣实属必然。当股市中多数人都对后市表现出浓厚的乐观情绪的时候，很少人能够抵御这种影响，而不被传染。市场交易气氛影响投资者行为，投资者行为反过来又影响股价的效果。在股市中，感染效应使得个人判断常常被群体的影响所淹没，从而失去独立思考和理性判断能力，最终导致盲从，很多投资者往往会做出违反其

原来意愿的买卖行为，这是受到投资气氛效应影响的结果。比如，投资者本来决定要买入股票，但是由于当时股市一片卖声，受到其感染，可能其不但没有买进股票，反而将手中持有的股票给卖了。

投资者的感染效应也是一些投资者不由自主追涨杀跌的一个重要心理因由。在感染效应的作用之下，人们相互之间的情感影响会经历着多次的相互强化，体现在走势上就是行情上涨的时候心情更乐观，行情下跌则更加悲观。所以，大众心理对股票市场行情具有乘数效应，对股价的涨跌其催化和加速作用。

3、时尚与流行心理

在投资界，有一种说法，市场中的热点转换就像服饰的变化那么经常而迅速。这其实就是大众时尚或流行心理的一种反映。社会心理学所说的时尚是指一种群体性的心理现象，表现为群体的成员在短期内纷纷追求某种生活方式，并以此获得满足。

时尚具有以下特征，第一、新奇性，这是流行现象的最显著特征，不过新奇性并不在于流行的事物多么新奇，而主要取决于当时人们的认识和感受。有的事物也许很早就曾经出现过，但是没有引起人们的注意而已。第二、时效性，流行的东西往往表现为突然迅速的扩展和蔓延，又在极端的时间内消失。第三、周期性，很多流行的现象都具有周期性的特征，今天看起来时髦的东西几个月后也许就变得过时，而今天看起来是陈旧的事物，若干时间后会被当作时髦之物。所以说华尔街没有新事物。美国学者研究女性时装的变迁，认为时装的变化大约每 5 年到 25 年出现一个循环。第四、极端性，流行项目的变化总是从一个极端到另外一个极端。就服装而言，长到极端必会到短，短到极端必会到长，宽到极端必会到紧，紧到极端必会到宽。第五、标杆性，如果某一种流行发生在权威上，则流行速度更快。

关于标杆性，我们在 2009 年年底，研究了一下 A 股的名人效应。所谓名人效应我们认为指的是股价只是因为公司暴出可能与某些有名人士沾边，投资者为了追求“时尚”，而把股价抬高使其突然脱离了原有的运行区间。

根据我们的整理，似乎最近的名人效应有三种，一种是名人本来就在资本市场上持续享有擅长选股的名声，能够享有这个地位的人不多，只有最牛的股神-巴非特和最牛的基金经理-王亚伟，但是波及范围相当广；另一种是由于投资者相信某些名人可能享有普通投资者无从知晓的信息，这次的浙江东方便是一例，但是这种情况比较少，毕竟有相当大的内幕交易的嫌疑；情况最多的属于第三种，即介于前两种间，包括了各种享有“民间股神”“最牛散户”这类头衔的一群人，由于并非持续公开暴露在资本市场的聚光灯下（有些甚至是否真有其人都无从知晓），无从分清跟风者是信奉其选股才能还是相信一些其他原因。

图 9.6：比亚迪自从有巴非特加盟后本身也成为了资本市场关注的焦点，佛塑股份联手比亚迪投资动力电池的消息很早就有了，但是在 10 月 21 日公司公告增资项目之前，股价还是有了剧烈的反应

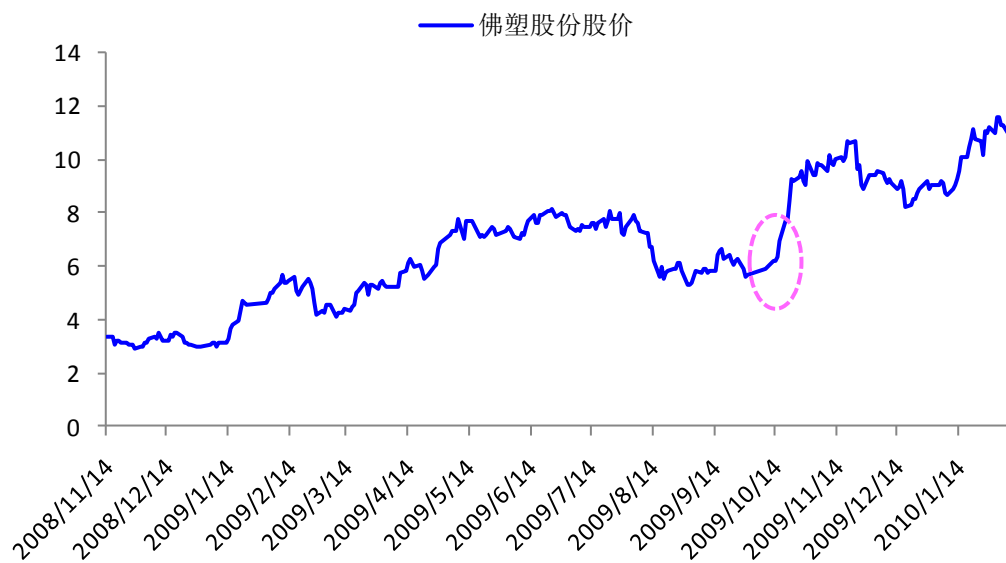


图 9.7: 做为为巴非特定制西装的服饰品牌，大洋创世是另一个名人效应的典型代表

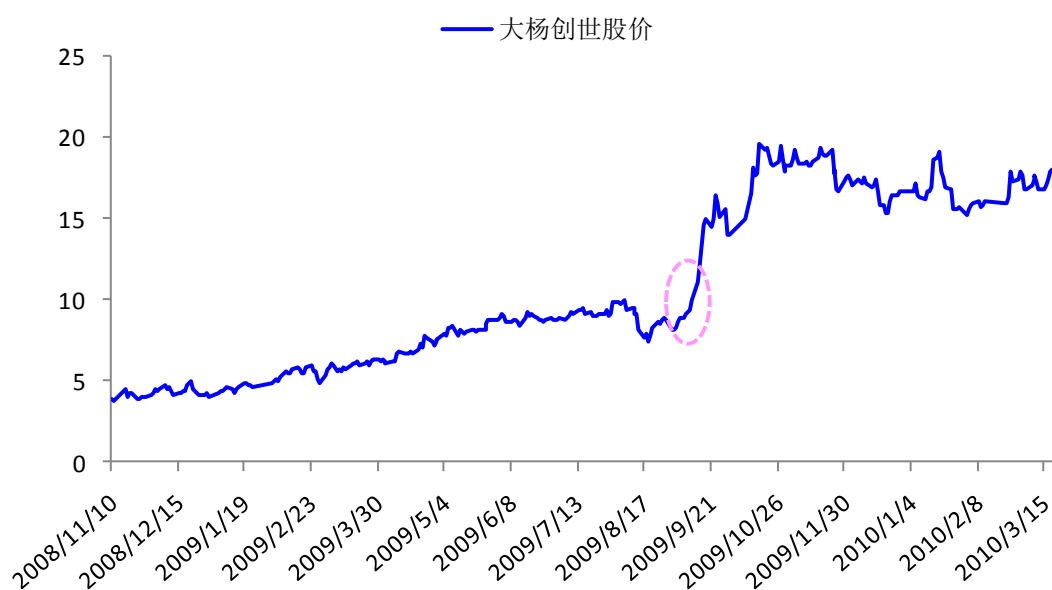
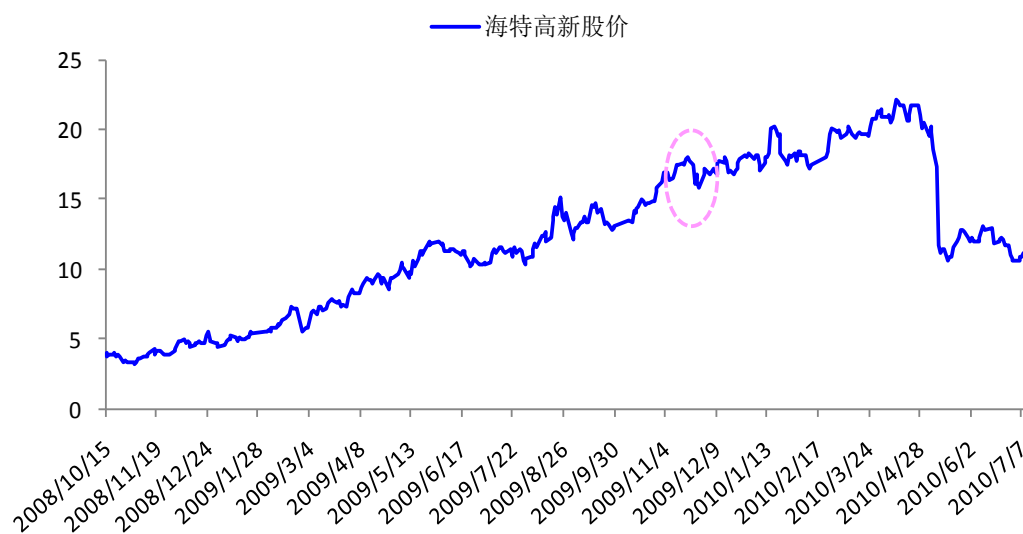


图 9.8: 其实我们隐约觉得浙江东方是沾了一点先前华谊兄弟演绎的演艺圈红人转型成为资本市场红人的光...



图 9.9: 王亚伟已经成为了资本市场的投资主题之一，海特高新 09 年 11 月因为王亚伟效应创出年内新高



4、从众心理

人类基本上都自然的具有一种心理倾向，即被大家所公认的，个人也乐于接受。比如法国学者旁勒就认为集群行为的特征是原始的，动物性的，无意识的种族特征的混合物。有三种因果过程决定了集群行为的特征，第一是个人在集群中会感到有一种不可克服的力量使自己屈服于本能。第二是感染，第三是暗示——这两个之前已经探究过。

群体的讨论可以使群体多数人同意的意见得到加强，使原来同意这一意见的人更相信意见的正确性。在日常生活中，人们常常面临两难抉择的情境，哈姆雷特的一句名言就是：生还是死，这是一个问题。在证券投资中，投资者常常面对的一个问题是买还是卖。这种情况是如此普遍，以致经常使投资者在面临抉择之际左右为难，社会心理学家将这些问题称之为冒险决策。研究表明，人们在独立进行决策时，愿意冒的风险较小，而如果改由群体共同决

策，则最后的决定回避个人决策有更大的冒险性，柯跟等人认为个人单独决策，需要有 70% 的成功把握才能够进行投资，而群体决策行为的决定把成功的可能性降到了 50%。社会心理学家在美国、加拿大、德国、英国、以色列等不同国家进行研究，都发现了这种冒险性转移的现象。

群体在进行决策时，人们的思维会倾向于追求一致。这就是从众效应，股票市场就是一个大众聚集场所，投资者经常以他人的行为作为一种社会参考。一个经典笑话就深入的揭示了这种现象：

一位石油勘探者准备进入天堂的时候，圣·彼得拦住了他，并告诉他一个非常糟糕的消息：“虽然你生前的善行足以让你有资格升入天堂，但天堂里可以居住的地方已经爆满了，我无法把你安插进去。”这位石油勘探者听完，想了一会后对圣·彼得提出了一个请求：“能否让我进去跟那些住在天堂的人们讲一句话？”在得到同意后，这位石油勘探者就对着天堂里的人大喊：“地狱里发现石油了！”话音刚落，天堂里所有听到这则消息的人都蜂拥奔向地狱。圣·彼得看到这种情况非常吃惊，并请这位石油勘探者进入天堂居住。但这位石油勘探者迟疑了一会说：“不了，我想我还是跟那些人一起到地狱去碰碰运气吧，没准真有石油呢”。

总结：因为天性内向和厌恶和人“博弈”，我属于并不愿意猜测别人心理的人，因此对心理学和心理分析没有什么深入的认识，仅是阅读了大量相关的书籍，不过我最重要的认识在于，股票市场中，心理分析还是极为重要的，特别是认知分析与市场的关系。

心理过程受制于一个社会的文化传承和社会的背景，同时心理过程的两个方面对证券市场至关重要，一个是认知过程，一个是情感过程，认知过程涉及对投资圈的看法，需要建立起看法以及看法与基本面结合的一些模式。情感过程一方面涉及人的共性负面情绪研究，比如贪婪和恐惧，并且市场作为大众心理的集合，大众心理的一些特征也值得关注。

下面一些书值得阅读：《乌合之众：大众心理研究》，《逆向思考的艺术》，《金融市场心理学》，《股市心理学》，《中国人的气质》（当然这是外国人研究中国人的书，关于中国人研究中国人性格的书有很多，都可以作为投资者自省的读物），《探索智慧：从达尔文到芒格》，《制度分析基础》，《制度分析基础讲义 I》，《制度分析基础讲义 II》等等。