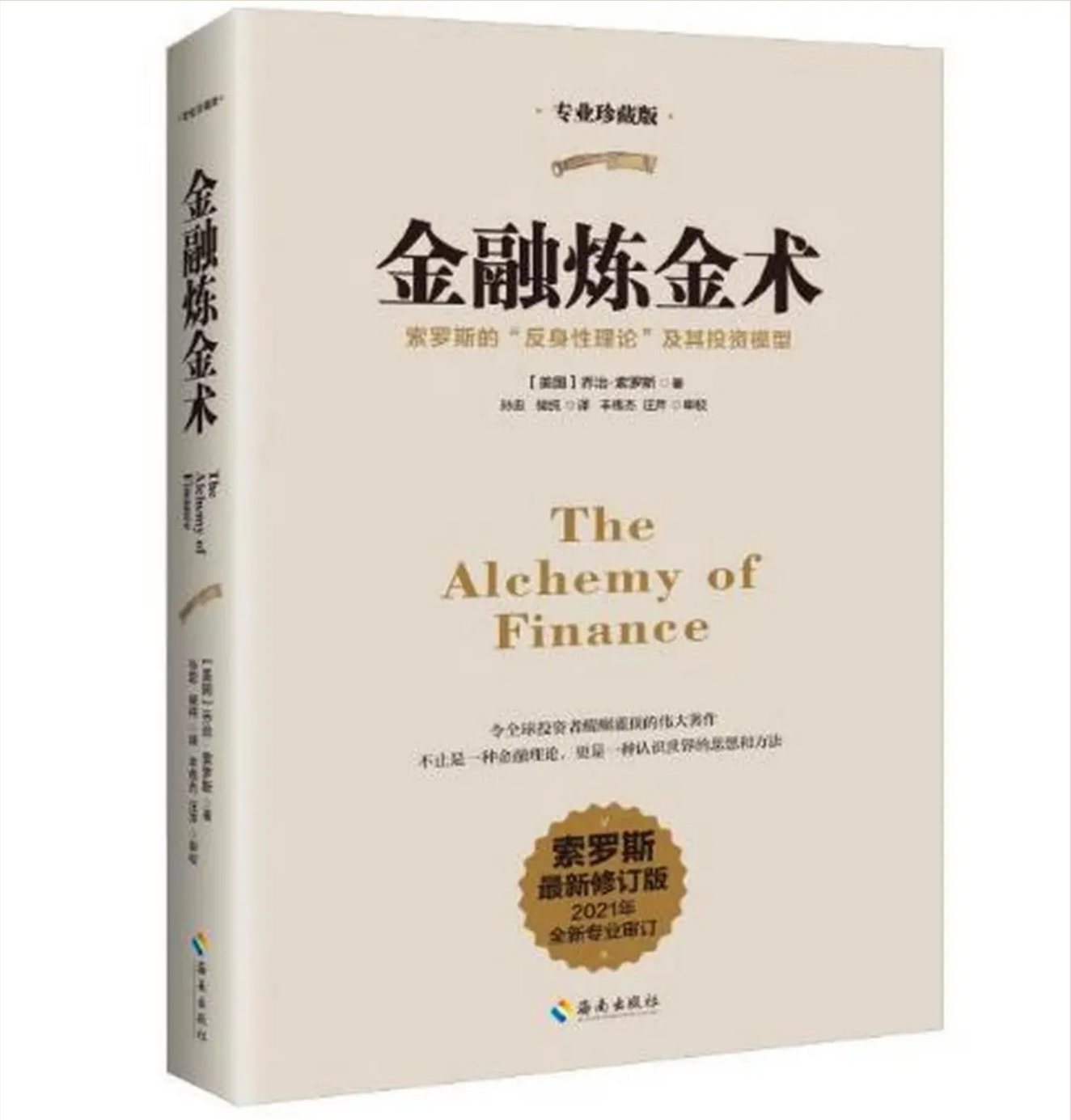
尚正基金管理有限公司

TOPRIGHT FUND MANAGEMENT CO., LTD



2016年修订版

作者：乔治·索罗斯

需要提醒读者的是，阅读本书不宜抱有太过功利的想法，不然你会很容易失望或者被误导。索罗斯自己在本书导论最后，也强调“本书并非股市致富实用指南”，其讨论目的指向对一般性历史过程的理解。

“科学理论往往被假定为能有一定的预测价值，有效市场假说在试图满足这种需求，但反身性理论并没有这么做。反身性理论不但没有这么做，相反的，它还主张这些实际过程是无法被预测的。因此，前一种理论被认为是科学的理论（尽管他是错误的），然而后者没有。我了解这一点，所以我将我的书命名为《金融炼金术》，以示有别于科学。”

——乔治·索罗斯

作者简介

乔治·索罗斯是一位具有高知名度的富有传奇色彩的金融投资大师。他与“商品大王”吉姆·罗杰斯合伙成立了“**量子基金**”，曾获利20多亿美元，被称为“打垮英格兰银行的人”，索罗斯个人收入达6.8亿美元，在1992年的华尔街收入排行榜名列榜首。时至今日，索罗斯仍一如既往地在纽约中央公园旁的办公室里评判市场，不断发表令市场为之震颤的独家观点。

1992年，索罗斯抓住时机，成功地狙击英镑。这一石破天惊之举，使得惯于隐于幕后的他突然聚焦于世界公众面前，成为世界闻名的投资大师。

1997 年3月，当泰国中央银行宣布国内9家财务公司和1家庄房贷款公司存在资产质量不高以及流动资金不足问题时，索罗新认为千载难逢的时机已经来到。索罗斯及其他套利基金经理开始大量抛售泰铢，泰国外汇市场立刻波涛汹涌、动荡不宁。泰铢一路下滑。 1997年6月下旬，索罗斯筹集了更加庞大的资金，再次向泰铢发起了猛烈进攻，7月2日，泰国政府由于再也无力与索罗斯抗衡，不得已改变了维系13年之久的货币联系汇率制，实行浮动汇率制。泰铢更是狂跌不止。泰国政府被国际投机家一下子卷走了40亿美元，许多泰国人的腰包也被

掏个精光。

不管是被称为金融奇才，还是被称为金融杀手，索罗斯的金融才能是公认的。他的薪水至少要比联合国中42个成员国的国内生产总值还要高，富可敌42国，这是对他金融才能的充分肯定。

我的论证主要总结为3个主题。首先，我试图以完整的和确定的金融市场以及建立范式转移的案例来批判盛行的平衡理论。关于这一点，我也检查了我原有论据中的薄弱之处。其次，我为一个基于人类对事物的理解从来与事实不相符的共识，以及不同人、不同情况之间的分歧的新范式奠定了基础，这是塑造案例的一个重要但非决定性的因素。这个范式对金融市场的影响深远。最后，我继续探寻与科学炼金术不同的金融炼金术。在这本书中我进行了一个实时的实验，对于

我在一段特定时期内的投资决策给出了极其详细的解释，但我并没有深入探究自己投资决策的产生过程，在这一点上我会试图去揭露我“成功的秘诀”。

——乔治·索罗斯《金融炼金术》导论

1.人类不确定性原则与量子物理学

我们生活在一个真实的世界中，但是我们对世界的看法并不是完全符合真实的世界。合理预期理论自己提供了一个明显的例子说明我们的预期会偏离现实很远。我们对于世界的看法是真实世界的一部分——我们是参与者。我们对现实的解读与现实的差别是在真实世界中加入了不确定性的元素。这又听起来像循环推理，但是这准确地表达了现实情况和有思维的参与者之间的关系。

通过调用真理符合论和融贯论，称之为“人类不确定性原则”。此原则认为人们对于他们生活的世界的认识是不可能同时满足真实性、完

整性和连贯性的。在人们的思维受到现实限制的情况下，思维是不足以做出完美的决策的；而当思维干扰了决策的情况下，思维就无法控制现实的走向。人类不确定性原则对于现实和思维都有影响。它在保证了思维有时的不连贯性和永远的不完整性的同时，在事件过程中加入了与随机性不同的实实在在的未知元素。

人类不确定性原则与海森堡测不准原理有很多相似之处，海森堡测不准原理认为量子粒子的位置和动量不可能同时被测出。但是两者之间又有着很重要的区别。海森堡测不准原理本身一点都不会影响量子粒子行为；如果这个原理没有被发现，量子依然会遵循它本身的运动规则。这一点对于人类不确定性原则而言有些不同。关于人类行为的理论有可能会影响人的行为。马克思主义对于人类历史有着巨大的影响，市场原教旨主义则在今天依然有相当大的影响力。甚至一些短语，例如“邪恶轴心”，都能够改变历史的进程，将“遗产税”称为“死亡税”同样改变了国家政策。如果我不是根据人类不确定性原则（尽管我当时还没有将其命名）行动，我自己的行为——以及我在金

融市场中的表现——会变得完全不同。

就像量子物理学得接受选择性解释——量子可以被描述为粒子或者光波——那样，人类不确定性原则也是这样。我们可能会将其描述为不完美的理解，但称为人类的创造性也许更为合适。不完美的理解听起来有负面的态度；创造性听起来则更鼓舞人心。如果完美的理解是可以达到的，那就没有想象的空间留下了。因此我们生活的这个世界，在某种程度上，就是我们想象出来的。

人类的思维塑造现实的程度需要得到更多的检验。将现实分解为人们对现实的感知是最近的一个趋势，这种趋势有一个过激的分支，他们将现实解释成被无情的科学法则所控制的，这种想法明显是不符合流行倾向的。现实是更复杂的，要想很好的理解它，我们必须区分开超越人类思想而存在的自然规律，以及包含了有思维参与者的社会现象。

作用于自然现象的法则与任何人类的想法都是相独立的——尽管这些法则的公式和选择使用的范畴很大程度上是由他们所在领域的主流思想所决定的。对于一个评判标准的可行性，要

确定科学假说的有效性是否可以根据科学方法评判。事实上，自然科学领域获得的成果远多于巫术、迷信或是宗教信仰。

对于处理包含有思维参与者的问题时，科学知识往往更难以获得，思维无论在理解过程或塑造过程中都起到了更为活跃和有创造性的作用。据我们所知，人不是根据现实采取行动的，而是根据他们对世界的认识，不过这两者并不相同。结果就连发生过的历史也无法被当作自然现象来处理，因为它不仅仅是由国王的出生和死亡这样确定的事实所构成的。

因为人们的决策并不是完全根据自己掌握的知识而做出的，那结果就很容易偏离预期。在包含有思维参与者的事件中，若忽略这些分歧事件是无法被理解的。因此对于自然现象来说，事件的展开与其他人的想法并不相关——尽管人们选择注意什么会受到主流范式的影响。对于社会活动，思维的影响就更加普遍：它可以影响事件的进程。这些对于科学方法有深远的意义。

2.反身性理论——从市场的情绪波动中获利

反身性理论是索罗斯在《金融炼金术》一书中首先提出来的，索罗斯吸收了物理学家海森堡的“测不准原理”、哲学家卡尔·波普尔的“试错法”和经济学家卢卡斯的“合理预期”理论的内容，并且对其加以糅合，从而形成独树一帜的证券市场理论。应用反身性理论，从市场先生的情绪波动中获利，这是投资大鳄索罗斯投资成功之谈。

索罗斯认为，自然科学和社会科学的研究对象存在着根本的区别。自然现象属于一个世界，科学家的陈述属于另一个世界；自然现象可以充当独立的客观标准，科学则赖此判断其陈述的真理性或有效性，但在社会科学中，不存在这样的客观标准。由此，索罗斯提出了自己的反身性理论：由于不完备理解的问题，事件的参与者会形成固有偏见，他们根据这个固有偏见作出的决策会影响事件本身的发展进程。事件的参与者与事件本身构成一种被索罗斯称为的反身性关系，在这里，不会有均衡的结果，

只有一个永无止境的变化过程。
从上面的表述中我们可以知道，所谓反身性，是指我们不完全的认识是影响事件的一个因素，而被扭曲认识影响的事件又反过来影响着我们的认识。如果用反身性的语言描述股票市场的行为，那就是价格变化的本身也会影响人们的预期。
这个过程就是索罗斯所说的“反身性过程”——一个反馈环：股价的变化带来企业基本面的变化，继而带动股价的进一步变化。反过来，股价下跌推进过程也是一样的。
那么，反身性理论与基本面分析有什么关系呢?
（1）股票价格一定会对基本因素产生影响，但多数情况是间接的。
（2）参与者对基本因素的认知必然存在某种缺陷，起初也许不明显，但以后会表现出来。
（3）任何情况下，反身性模型都不能取代基本分析，它的作用仅仅是提供基本分析中欠缺的成分。基本分析试图确立潜在价值如何反映在股价中，反身性理论则表明股价是如何影响潜在价值的。

反身性理论的最重要的实用价值就在于利用它来发掘过度反应的市场，跟踪市场在形成趋势后，由自我推进加强最后走向衰败的过程，而其转折点恰恰是可以获得最大利益的投资良机。

索罗斯的反身性理论一方面指出了市场本质上不均衡、不稳定，从而有别于传统经济学，指出它与传统经济学关于市场的区别是事实与幻想的区别，并根据趋利避害原理对现实加以运用；而另一方面，在理论上解释了价格趋势运动的过程和原因，从而解决了市场真正底和顶的意义。

3.盛衰循环——股市周期荣枯现象

索罗斯的金融哲学的确有其独到之处，他对股市盛衰循环的理解尤其值得我们研究。索罗斯认为，市场中存有泡沫，而泡沫的本质就是一种先是自我增长，然后又自我毁灭的循环，即盛衰循环。那么这个循环是如何形成的呢？

身处循环中的人们往往以为自己在根据某个客

观事实来趋利避害，但是实际上恰恰是他们自己选择的结果构成了该种“客观事实”。也就是说，参与者的主观判断和选择的结果反过来证实、凸现、强化了那个所谓的“客观”事实。在这种条件下，事态以加速方式演进，以致达到“远离均衡”的地步而不可持续，最终迅速崩溃。

读者或许会觉得索罗斯在《金融炼金术》中的表述晦涩难解，那么在这里我们不妨把盛衰循环理论用更浅显的文字来表述：

索罗斯认为，由于市场因素复杂，不确定因素越多，随波逐流于市场趋势的人也就越多，顺势操作的投机行为影响就越大，这种影响本身也成为影响市场走势的基本面因素之一。

而当市场被投资者夸大的偏见所左右时，两者相互作用就会令投资者陷入了盲目的狂躁情绪之中，趋势越强，偏见偏离真相越远，实际上也使得市场变得越来越接近脆弱。而过度反应的市场最终导致的结果就是盛衰现象的产生。

因此，我们看到市场的趋势在表象上就有两种极度的反应：一种是盛衰过程；另一种是衰盛

过程。市场趋势就是在两种过程中不断地相互交错更替地进行着。

经分析，这种盛衰现象发生的主要顺序特征如下。

（1）市场发展的趋势尚未被认定。

（2）一旦趋势被认定，这种认定将加强趋势的发展并导致一个自我推进过程的开始。

随着现行趋势和现行偏斜观念的相互促进，偏见被日益夸大。当这一过程发展到一定阶段，极不平衡的条件即告成熟。

（3）市场的走向可以得到成功的测试：市场趋势和市场人士的偏见都可以通过各种外界的冲击而一遍又一遍地受到测试。

（4）确信度的增加：如果偏见和趋势都能在经受各种冲击之后依然如故，那么就是不可动摇的。这一阶段为加速过程。

（5）现实与观念的决裂：此阶段的出现标志着信念和现实之间的裂痕是如此之大，市场参与者的偏见已经显而易见了，此时高潮即将来临了。

（6）终于，一个镜面反射型的、能自我推进的过程向着相反方向发生了。此时人们对市场

的看法不再起推动作用，原有趋势停滞不前，另一种声音开始影响着市场，原有市场信心开始丧失，这时市场开始向相反方向转换，这个转换点叫作交点，为崩盘加速阶段。

如果索罗斯的盛衰循环理论仅仅停留在哲学想象的层次上，是不会引起世人关注的。正是由于他把难以具体化的抽象思想，成功地运用于金融市场操作，才使其成为特立独行的投资大师。

20世纪90年代美国资本市场上开始盛行并购游戏，那时候，有些公司据信具有较好的成长性，所以资本市场乐于给予较高估值；而另一些公司虽然每年挣钱不少但被认为成长性欠佳，所以市场上股权交易价格的市盈率比较低。于是，有些成长性公司用定向发行新股的方式收购市盈率较低的公司。由于市场给两家公司估值比例的差异，并购者用较少的股权获得了较多的每股收益，合并报表之后新公司的每股收益相对于此前出现了增长。而这种数值的增长反过来证实了市场对公司成长性的预期，从而使得它的高估值看起来的确有道理。

索罗斯很快察觉到了这里的泡沫特征，所以先是搭乘顺风车，做多那些并购股票，然后在这类游戏难以为继的时候反手做空。在并购泡沫的自我增长和破灭过程中，索罗斯利用它的盛衰循环理论挣到了钱。

4.信贷周期——衡量货币信用张缩速度

在《金融炼金术》一书中，索罗斯对信贷周期非常推崇，在其看来，信贷周期是分析经济及金融，特别是找到其漏洞并发起金融狙击的关键点。

在《金融炼金术》中，索罗斯说：“在讨论实际含义时，我将从最简单的事例开始，渐次述及较为复杂的，这个步骤巧合于我在实践中认识反身性过程的历史顺序：首先是股票市场，其次是货币市场和国际债务问题，最后是所谓的信贷周期。”

应当说，索罗斯敏锐地意识到了经典货币理论存在的问题，意识到信贷周期的重要性。但正如他在《金融炼金术》中说的，他还没有形成

成熟的想法，以至于《金融炼金术》的理论内容流于重复和啰唆。作者自己显然也意识到这点：“我可以向读者保证，本书的其余部分再也没有比导言更纷繁的内容了。”

索罗斯对信贷周期的认识可以用精练的文字表述如下：

从信贷扩张的流程来看，人们是首先通过信贷或者其他方式，获得货币性收入，然后购买生产和生活用品。在购买完成后，人们又各自得到货币性收入，并把收入用来对冲还贷，抵消债务，同时又进行下一轮的信贷扩张，由此往复循环，使得资金扩张与生产扩张同时进行。而在每一轮对冲还贷过程中，都抵消了相应的债务，但当轮的收入和产品购买却是没有被抵消的。因此，如果仅仅计算末期的新增贷款余额，则中间的收入和产品购买就被漏掉了。事实上，这是一个资金流量过程，所以要将资金流量累计起来计算。

央行货币扩张是否过量，其判断指标有2个。一个是货币总量，它体现了失业货币因素；另一个是基础货币总量中的非央行信贷独立货币比例。它们都同样因为存款利率低于贷款利

率，且不需要抵押，所以使得货币更容易低成本迅速扩张。

这样，如果发现某个时候货币总量过大，其真正的经济含义应是下面4条中的几条：①在经济运行中的经济主体自有货币不足，使得信贷扩大；②新注入市场的独立货币过多，使得利率降低；③经济运行之外的失业货币过多，为弥补信贷危机，使得货币总量扩大；④当前经济体的投资或者消费总量过大。

5.索罗斯投资理论的基石——市场总是错误的

索罗斯提出了关于市场的一个观点：市场总是错误的，市场的估值总是失真的，市场的价格并不是潜在价值的被动反应。

在分析索罗斯的市场错误论之前，我们需要了解一下与之相悖的均衡理论。均衡理论对于股市的解释，就是唯市场论：“市场永远是正确的”。索罗斯认为，这个命题可以分析为下面两个命题：①市场总是表现出某种倾向；②市

场能够影响它预期的事物。
这2个命题合起来，就是市场永远是正确的。基于这个观点的分析理论，就是基本分析的方法，例如随机漫步理论，这种理论认为市场把未来的一切都作了贴现，人们没有办法超出市场。
但是，索罗斯却不同意这个观点，他认为：凡是不能证伪的都是无效的。从某种意义上说，市场的有效性正是因为其和基本面的偏差或者说不正确。金融市场能有效地调配资金就是因为金融市场并不完全地反映实体经济的状况。我们很难想象，一只股票的价格如果能按照企业的基本情况给予精确计算确定，并且在一段时间内保持恒定，这样的股票市场是否会有资金过来投资。同样，我们也无法想象没有投机者的市场。如果没有投机者来吸纳市场风险，提供市场流动性，整个市场会不会变成一潭死水？
投资者必须认识到，索罗斯所谓的市场总是错误的思想，并不是指市场和其基本面完全脱离，而是指市场和基本面总是有偏差。偏差是无法消除的，这种偏差应该是市场运作的成

本。就好比所有的手表走的时间长了都有偏差，即使是再好的表也一样，这是由于表本身的运动所造成的，是表运动所支付的成本。只要市场在运作，那么运作就需要支付成本，市场和其基本面就会产生偏差，所以，索罗斯才说市场总是错误的。

尚正基金管理有限公司

客服电话：400-0755-716

客服邮箱：service@toprightfund.com

公司官网：www.toprightfund.com

微信订阅号

尚正基金

微信服务号

尚正基金管理有限公司

风险提示：本文由尚正基金提供，内容仅供参考，并非为投资者提供对市场走势、个股和基金进行投资决策的建议。本公司力求宣传内容的准确可靠，但对其完整性和准确性不作任何保证，也不保证有关观点或分析判断不发生变化或更新，不代表本公司或者其他关联机构的正式观点，亦不对使用该信息而引发或可能引发的损失承担任何责任。基金有风险，投资需谨慎。