



# 超越人性

穿越牛熊的投资智慧  
WISDOM IN STOCK MARKET

李大霄 贾肖明◎著

牛顿发现了万有引力  
但是他说：我会计算天体运行的轨迹，却计算不了人性的疯狂

 经济日报出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

超越人性：穿越牛熊的投资智慧/李大霄，贾肖明著.  
—北京：经济日报出版社，2010.1  
ISBN 978 - 7 - 80257 - 110 - 5

- I. ①超…  
II. ①李…②贾…  
III. ①股票—证券投资—基本知识  
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 236505 号

书 名：超越人性——穿越牛熊的投资智慧  
作 者：李大霄 贾肖明  
责任编辑：肖小琴  
责任校对：王 瑛  
出版发行：经济日报出版社  
地 址：北京市宣武区白纸坊东街 2 号 (邮编：100054)  
电 话：010 - 63567690 63567691 (编辑部) 63567683 (发行部)  
网 址：www.edpbook.com.cn  
E - mail：cehuabu@vip.sina.com  
经 销：全国新华书店  
印 刷：北京市耀华印刷有限公司  
开 本：710 × 1000 mm 1/16  
印 张：15.25  
字 数：200 千字  
版 次：2010 年 1 月第一版  
印 次：2010 年 5 月第四次印刷  
书 号：ISBN 978 - 7 - 80257 - 110 - 5  
定 价：36.00 元  
特别提示：版权所有·盗版必究·印装有误·负责调换

# 自序

投资是一场心态的修炼

父好书，在非常困难时期，也买。得家父身传，不仅我喜买书，小女儿也渐有不眨眼购书之习。拜读众多好友所赠著作后，觉出书之都乃高明之士并仰视之。但擅长数学的老姐曾出过较高深之书，却遭遇盈亏艰难平衡之经历，故我从未敢有此念。弟擅长摄影，从影集推论，反复说明出书之重要，倒是一直在鼓动我。

十多年前我在东莞说得多，写得少。某次机缘巧合，在去贵州路上偶遇一大师，大师姓曾，点化鄙人著文之重要，并言大道至简，越是深奥的道理越应用粗浅之比喻来诠释。得大师点拨，有感而发不吐不快时，我开始写些小文，并按大师指点试用比喻，用到得意之处不禁暗暗发笑。从事会计的妻子，每遇此怪状，必加以控制将我拉回现实。

累累下来，竟也有数十万字。然觉下笔之际，尚有一点激情，激情过后，却难觅当时之感觉。没有激情的书如同鸡肋，又不想败名，故一直没有动手。后经肖明老弟数年来一直催促，才得以把平时尚留激情之文章集结起来，加以编辑整理后成册，还望各位看官包涵。

文章要写得高深还是显浅？让读者高山仰止还是顾名就能思义？这是不同的思路。脑中印象深刻的是鲁迅先生的教诲：把文章念给街坊老太，若懂则是好文章。何况我本就初学，所得甚少，高深不得。

有一个小理念：在社会中，如果对社会有益，就是有用之人；如果有

损于社会，则是坏人；既无益又无损，则是无用之人。以此为鉴，虽然市场风云变幻，但是一直以来我力求观点清晰。很多朋友都劝我模糊一些，因为模糊最容易而且最省力，但愚以为这不仅浪费别人宝贵的时间，且自己也将变为无用之人。文章还是有观点与结论为好，报刊杂志版面虽小，但需要纸张亦有成本，我希望能够发挥一点的作用。对人有用之时我才感到生命尚有一丝价值。

投资的方法也是有巨大争议的问题，有的人是赚别的投资者的钱，有的人是赚上市公司的增值，这也是两种不同的思路。投资本无道德要求，但如果能够相互结合，岂不更佳？至于投资的考核周期，有的投资者是按年度来考核，有的是按月度或者周来考核，而有的投资者是按一生来考核的。愚以为，按一生来考核的投资方法更全面。

当一个投资人拥有了正确的投资理念，会每天抱着美梦睡觉，踏着舞步上班，这是多么美好的事情。而且上班的效率也会相应提高，继而整个社会的效率也会提升。当大部分人的投资理念是在算计别人口袋的时候，其工作效率必定低下。股票市场是投资人的知识、心态、经验、修养、人际关系和判断能力的大比赛，投资风格是投资人性格的最好体现，而心态的修炼则需要一生的时间来完成。心态之修炼是投资人必修之功课，尤其对市场研究者而言。

进入股市的投资人大都进取有余而淡泊不足，否则就不会被股票所诱惑，故喜欢听进取之言者居多。股票市场不确定之事甚多，故大部分人在很多时候举棋不定，于是参考别人的观点就成为一种需要。

说真话还是说假话，这更是一个原则性的问题。说真话不易，且听者不悦，于是很多人转而说假话，假话易说但听者无益，如何选择？还是来真的罢。真话获奖不易但对听者有益，我坚信，世上良知尚存。

人在世上活了一圈，有人积累了金钱，有人没有，仅此而已。但我发现有的人不同，有人留下一段音乐，有人留下一段映像，有人留下一些雕

塑字画，有人留下了一段文字，有些人在别人的大脑中留下了一丝印象，我觉得这些人活得更加有意义些。

平时并未求得到肯定，但在这次父患癌症延医求治中所得帮助，觉得已经是最大的肯定，应该以百倍的努力些来回报众多的热心者。

愚所做的所有努力，希望对有缘者有所帮助，他日遇小女有需要时，若能够给予一些便利，就非常满足了。

出书之举，势必殃及梨枣，平生最喜树木，负罪之余，只有将来多支持林木之公司以补过了。

Handwritten signature in black ink, reading '李太雷' (Li Tai Lei).

# 序

时光荏苒，二十年，弹指一挥间。

2010年，中国资本市场即将迎来二十周年生日。我们庆幸这个伟大的时代，感恩我们伟大的祖国。过去的二十年，股海沉浮，饱经历练，一代代资本大佬折戟沉沙，虽然一路坎坷，一路曲折，但资本市场呈现出的波浪式前进螺旋式上升的发展轨迹犹如滚滚洪流，由嗷嗷待哺的幼儿成长为日渐成熟的青年。而今，中国资本市场已经发生了翻天覆地的变化，多层次资本市场体系日渐完善，投融资功能进一步健全，机构投资者力量进一步壮大，价值投资理念深入人心，中国资本市场正勃发出无限生机，已悄然成为世界资本市场的重要一极。

作为中国资本市场的第一代投资者，大霄经历的中国资本市场的起起伏伏，也正是中国资本市场二十年发展的缩影。他能从一个早期市场参与者逐渐成长为一名资深的专业研究人员，其中有其勤奋好学之故，也跟其爱岗敬业有关。他对资本市场恭谦、敬畏的态度，对资本市场的钻研、对策略和宏观经济的研究方法和研究思路，是值得广大投资者特别是无法与机构相抗衡的中小散户学习和借鉴的。

大霄的观点，往常均散见于各家报章、电台、屏幕之间，鲜有成文成集。自加盟英大证券以来，他屡次提及欲将多年来的观点汇集付梓，我也是积极赞成并期待已久，这不仅仅因为他是英大证券研究所的带头人，更在于希望英大证券乃至证券行业同仁们能够审视他的观点、策略以及研究

方法，同时审视中国分析师行业的独立、客观、公正的执业态度与敬业精神，引发对券商卖方研究盈利模式更深入的思考。

资本市场起起伏伏，其间错综复杂，但烈火现真金。手抚本书，墨香沁人心脾，书中不乏真知灼见。本书中所收录的文章虽只是沧海一粟，但从事后市场运行的轨迹看，大霄可谓是“千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金”，而正是这种锲而不舍、辛勤钻研的精神，使他成为媒体和投资者追逐的“明星”。纵览全书，虽是观点的整理和收集，但却并非简单罗列，而是紧紧围绕中国证券市场大发展背景下的牛熊交替这一主线，分析其在大时代、大背景下通过市场现象如何精准把握宏观经济走向和市场大势，更蕴含着大霄多年的投资哲学及方法论，是值得广大投资者阅读和珍藏的。

最后，希望大霄及英大证券研究所团队能够再接再厉，为英大证券客户及广大投资者提供更好更优质的服务，也希望大霄一如既往，呈现出更多、更精准、更精彩观点。

是为序。

英大证券有限公司董事长



2009年12月10日

## [目录]

序 / 1

自序 / 1

### □第一部分 市场永远是正确的

市场的信号灯 / 3

当利好累积到一定的时候 / 6

从“试验田”到必要性 / 8

股权分置改革的利好 / 10

合力驱动苦尽甘来 / 12

走“牛”的条件 / 14

市场上涨需要基础 / 16

也谈产业整合 / 18

### □第二部分 股市是一个大考场

客观看待利空因素 / 23

一半是火焰，一半是海水 / 26

存银行不如买银行？ / 30

学会主动适应资本市场 / 33

牛市和熊市的回忆 / 37

股市是一个大考场 / 40

关于 QDII / 43

多数人正确还是少数? / 46

港股淘金别忘历史 / 49

### □第三部分 风险控制更加重要

风险控制更加重要 / 55

最疯狂的时候，一定要把股票卖给别人 / 57

高估值的七大隐忧 / 58

秋收了，摘熟苹果 / 61

A 股长期估值顶部已经形成 / 64

决定行情的力量在哪里? / 71

防御工具首选现金 / 74

过度追捧银行股的风险 / 76

过度追捧航空股的风险 / 79

### □第四部分 比谁具有淡定从容的心态

牛市的支撑点 / 83

赌经济还是赌政策? / 85

扩大流通股比重影响深远 / 92

“新兴加转轨”市场仍存四大问题 / 95

耐心，耐心，再耐心 / 97

此 3000 不同彼 3000 / 100

在控制风险前提下 把握市场机会 / 102

长期资金与稳定机制更重要 / 110

加大分红到底是利好还是利空? / 112

A 股稳定取决于全球金融和国内经济回稳 / 114

6124 的回忆 / 116

在股票低迷时家庭支持尤为重要 / 118

## □第五部分 巴菲特永远是投资之神

增加股票配置比较合理 / 121

低估值带来的希望 / 124

投资股票，我们来算一笔账 / 128

怎样正确选择和理解股票评论 / 130

A 股市场稳定的基础 / 134

巴菲特永远是投资之神 / 140

牛市到了——中国股票率先走强五大原因 / 143

创业板要开了，如何是好？ / 145

大发展，大机遇 / 147

站上年线如何看？ / 150

勇敢些，去迎接希望 / 152

融冰之路注定曲折 / 154

恐惧踏空还是恐惧套牢？ / 156

学会分析各项现行指标 / 158

机会大？还是风险大？ / 161

百年难求的价格，现在出现了…… / 163

到底谁比较准确？ / 165

谈谈 IPO 对市场的影响 / 168

坚持，是有底气的 / 170

理性面对市场传闻 / 172

一家之言 / 174

6124 需要淡泊，1664 需要勇气，现在需要坚持 / 176  
创业板二三事 / 181

## □第六部分 散户投资的艺术

题材股，镀金的石头! / 185  
内幕交易酿恶果 / 188  
割肉与止损 / 191  
股神与大师 / 194  
股民“三戒” / 197  
判断拐点的艺术 / 201  
来自熊市的思考 / 205  
洼地寻金 / 209  
学巴菲特，投资转债 / 213  
投资外因：政策与流动性 / 216

## □第七部分 媒体聚焦

李大霄 “本土”分析师眼中的2009年 / 221  
熊市初期 卖方分析师才是真英雄 / 226  
后记 / 229



## 第一部分 市场永远是正确的

(2005.6 ~ 2006.6)

回想那狂热的时代，管理层十二道金牌，仍然打不消人们的热情，但最终利空积累到一定的时候，转折出现了。当前的例子亦是如此，针对房地产市场，政府亦发出了多道金牌，但经过很长的时间，现在才有一些效果。但不要忘记一点的是，我国现在仍是在计划经济向市场经济过渡阶段，政策威力仍无比巨大！

——李大霄



早在2000年中期，李大霄就提出“摘荔枝”的观点，寓意投资者要赶快收获胜利果实。果然，此后中国股市经历了长达五年的熊市，只有少数人能够盈利，市场上甚至出现“远离毒品，远离股市”的极端言论。

2005年6月，国家启动了股权分置改革，非流通股东支付对价，从而获得了上市流通的权利。证券市场从以前单纯“为国企解困服务”的定位转变为“让社会公众分享经济增长成果”。上市公司有动力促使自身股价回升。而对券商的注资和国有银行的改革计划进一步促进了股市的复苏，各种利好措施不断出台。长期的低利率也使得外围的资金异常宽裕。

同期，李大霄一直在呼吁“播种”，认为这是人生难得的投资机会。

结果，从6月份开始，股市从最低998点慢慢回升，上升至最高1684点。终于从长达五年的熊市中慢慢扭转过来，出现了由熊转牛的趋势。

接近股改一周年之际，股市在1300点附近反复争夺。许多投资者为IPO和全流通感到恐惧，心态起伏不定；众多券商也为企业的盈利基本面感到担忧。这时，李大霄坚定地指出股市仍处于一个价值回归的过程，市盈率相对于1991年和1995年两次的低点仍处于较低水平，我们有理由期待第三次牛市的到来。股改后大规模的融资需求将是牛市的外在动力，现在正处于牛市的起步阶段，远非终结。

市场再一次验证了李大霄的观点，大牛市正在来临。

## 市场的信号灯

我的股东代码是1号，此账户虽然后来受到规则的限制，但却默默和我一起感受着市场的起伏与变化。最近，特别是看到一些投资人在愤怒之余纷纷与市场决断，忍不住提笔把我观察到的一些现象与有缘者分享。

### 现象一：投资者亏损现状

据和讯网对28689名投资人调查，亏损50%以上的占67.41%，亏损10%~50%的占22.97%，而实现盈利的仅占2.63%。这种情况在十几年的证券历史上是非常罕见的，我印象中只有1994年可以相比。而在1994年，当时市场亏损的情况亦相当严重，但从人数及绝对值来看，现在无疑是最严重的。

### 现象二：出现极端言论

现在社会上流传“远离毒品，远离股市”的说法，而且类似更为极端的言论亦在互联网上大量出现。广大投资人随着亏损的不断扩大，心理状态在逐渐产生变化，从而达到极端的过程。这是一个从失落、失望、麻木直至愤怒的心理状态过程，表明大部分人已经到了“愤怒”阶段，此阶段极易产生因偏离正常状态而导致的不理性的抛售行为，市场和股票的低位往往由这些类似的行为而产生。市场总是重复着同样的现象。

### 现象三：营业部利用率的变化

由于行情低迷，各券商在增收无望的情况下，纷纷开展节支行动，除大量裁减人员外，营业部面积亦大量缩减，但营业面积大量缩减后，利用

率并未见提高，看来是投资者减少“现场上班”的速度比营业面积缩减的速度更快，现场冷清非常明显，是否到了该应用“数人头理论”的时候了？

#### 现象四：安静地买单

基本面在恶化，舆论充满悲观，股票估值在下降，庄股在崩塌，确实是令人失望的，但在失望之余，却看到很多股票的买单是神秘的，它们默默等着掉下来的筹码，而这一切，又是那么安静，那么坚定……

#### 现象五：场外资金异常充裕

从场外资金的情况来看，首先是储蓄存款的情况，2005年4月份居民存款余额达到13.79万亿元，较2001年将近翻了一番，再观察几年来人们购买房产的豪迈气概，货币式基金的飞速增长，外汇储备不可思议的膨胀，QFII额度的迫切要求，债券的疯狂，我更多不是看到证券市场可怜的现状，更多是感到中国资本的脉动、扩张的野性、原始的冲动及未来的前景。

#### 现象六：主管部门的态度在变化

“开弓没有回头箭”，“中国证券市场重要转折点”等说法，第一次由证监会主席尚福林同志发出，而且如此肯定、如此坚定，在该届领导口中应是第一次，在历届领导中亦不多见，可见这次政策的坚定性和不容反复的决心，也许，他们已经做好充分的准备；也许，已经做好了破釜沉舟的打算。一般而言，我认为普通言论可以不用进入预警状态，而这种言论在历史上都会引起重视。而一般投资人却因为普通言论多次过早触发预警系统而变得麻木了。不要忘记的是，寓言故事“狼来了”的狼最后还是出现了。

#### 现象七：有关部门的态度变化

数年以来，证券市场主管部门每出台一项措施，其中涉及到相关部门利益的时候，都会碰到很多阻碍甚至相反的意见，但现在我观察到情况有

了很大的变化，人民银行行长周小川最近也在发表“中国需要资本市场”、“银行积极参与资本市场”的言论。

国资委主任李荣融最近发表了“证监会认为条件成熟，我们就认为条件成熟了”的说法。看来情况在悄悄地发生着变化，既然情况在变化，我们不能用未变化的眼光去观察，在众多部门由于形势需要而变得协调及和谐时，就有可能变成政策合力，应该引起重视。

在平时，人们都会说“在一片悲观时买进，在一片狂热时卖出”，“大家去买时去卖，大家去卖时去买”，但到了现实当中，能做到的人并不多。我在2000年东莞荔枝节时大张旗鼓提出“摘荔枝”来劝喻投资人卖股票，但有多少人肯卖呢？而五年后的今天，我不遗余力地宣传“播种”，同样，能够认同的应该亦不会很多。

（原文标题为《情况在发生变化》 2005-05-26）

## 当利好累积到一定的时候

现在市场极端现象之一是当利好出现时，市场不是表现为上升，而是下跌，市场步入非理性状态，我们是否要问：市场怎么了？市场失灵了吗？政策之手作用失灵了吗？

### 数量、频度

事实上，市场的表现确实不尽人意，管理层出利好的次数、频度可能是历史之最了，现在几乎是每天一个利好或两个利好，甚至是五条或十条措施，但市场的反应却是不为所动，确实如此。

### 质量

是利好的质量不足的原因吗？我们观看近段时间的利好程度，是具有相当质量的利好，先不谈有争议的“送股”，就谈“回购”利好及银行成立基金管理公司等非常规的利好，如果在平时状态下，属于非常级别的利好。

### 明确

“市场已经具备投资价值”，“市盈率是多少倍”，此说法从一向“慎言”的证监会领导人口中说出。“要对政府有信心”、“党中央重大决策”、“已有配套措施”等说法，亦从领导的讲话中亲口表白，是再明确不过的态度了，这与以前近万字的讲话有着明显区别，就差讲出“这就是底部”这句话了。