

ZHONGGUOGUSHI

4505.93

4390.63

4275.33

中国股市 投资密码



解析

何诚颖等著

TOUZIMIMAJIEXI

 中国财政经济出版社

中国股市投资密码解析

何诚颖 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市投资密码解析/何诚颖等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2012. 3

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3421 - 2

I. ①中… II. ①何… III. ①股票投资 - 基本知识 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 024893 号

责任编辑: 杨 静

责任校对: 杨瑞琦

封面设计: 天女来

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 北京财经书店电话: 64033436 84041336

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 29.5 印张 518 000 字

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1 - 2 000 定价: 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3421 - 2/F · 2895

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

你所不知道的投资密码

(代序)

你所不知道的投资密码

一、沃顿随想

2011年3月，我有幸到世界闻名的沃顿商学院进行短期访问学习。沃顿位于宾州东南的费城，这里是美国历史中绕不开的一座城市。1787年，制宪会议在这里召开，美国的国父们起草并签署了第一部联邦宪法，由此诞生了世界上第一个自由民主国家。费城肩挑美国两大最重要的城市纽约和华盛顿，早在1790年至1800年，这里就曾是美国首都。1792年，纽约交易所的前身在华尔街的一棵梧桐树下诞生了。如果说费城是美国的诞生地，那么纽约就是美国证券市场的发源地。正是有了对于自由的向往，才有了美国的诞生；也正是有了对于自由的追求，才有了繁荣的美国证券市场。

在沃顿的岁月是一段难得的时光，我们系统学习了美国金融市场的发展历史、公司金融、风险管理以及投资组合等方方面面的内容。在这里的所学所思，以及与多位世界级金融大师面对面的交流，激发了我重新去思考什么才是中国股市的投资密码。大多数投资者都有一个共同的梦想，那就是依靠股市投资实现财务自由。在你还没有完全领会“投资”二字所包含的深刻含义时，便一头扎进股市，你所付出的代价不仅仅是你大半生的积蓄，更重要的还有你的投资信心。当然，即使已经在市场上摸爬滚打了很多年，也没有人敢狂妄地自称对市场脉搏了如指掌。亨利·考夫曼说过：“市场上有两种人会输钱，一种是对投资一无所知的人，另一种是对投资无所不知的人。”这句至理名言为那些还在黑暗中摸索的投资者指明了方向：投资同样讲究中庸之道。所谓中庸不是一知半解，而是知道自己应该知道什么。这是投资的艺术，也正是投资的魅力所在。

有关投资的书籍汗牛充栋，每一本书都试图告诉你一些一劳永逸的投资秘诀。但秘诀只有播撒在正确的理念上才能根深叶茂，否则只能让你走火入魔。不少投资者误以为成功的选股依赖于专家、依赖于复杂的工具。其实不然，真正的股市赢家并不依赖那些难以理解的工具和专家咨询报告，独立的判断远远胜过盲目的跟从。事实上，投资的真正密码掌握在投资者自己手里。你应该花足够的时间，努力做好基本功课，通过恰当的指标选出那些具有前景的好公司，在这些好公司中挑出值得你投资的好股票，并在恰当的时机和恰当的价位介入你所选出的好股票。所谓恰当的时机，就是在你进场之前必须考虑到股市周期以及经济周期，你不应该在股市的高潮阶段疯狂杀进股市，无论一只股票看上去有多便宜；所谓恰当的价位，是你购买的股票应该具有一定的安全边际，其本质是找出那些被错误低估的股票，而不是简单地挑便宜货。投资的密码并没有想象中的那么复杂，简单地说就是：好公司、好股票、好时机、好价位。这一点无论对于机构还是个人，都是成功投资的前提条件。一旦你掌握了这个密码，投资将变得不再难以捉摸。

二、五大维度探秘牛熊波动的拐点

中国股市已经运行了 20 年，总体趋势是上行的，其间经历了 8 次疯狂的牛市，也挨过了 9 次漫漫熊市。牛熊市的转换看似难以捉摸，但其背后有着深刻的逻辑，这在很大程度上取决于经济、资金、机构行为、期现市场互动、资金流等五大因素。

一是实体经济。从宏观经济角度看，股市是对未来经济预期的反映，平稳较快的经济增长将是决定股市走势的最基本因素。历史经验表明，虽然股市的短期走势可能出现与宏观经济的暂时背离，但从中长期来看，股市与实体经济走势将保持一致。实体经济的增长，反映在股市上，必然会给投资者带来财富增加的结果。也就是说，股市与宏观经济的背离走势必将得到修正。学界的研究发现，工业产品销售率、货币资金、流动资产等数据是宏观经济运动的先行指标。中国经济与美国经济结构的差别，决定了主要的领先指标之间存在根本的差异。在美国，个人消费支出占 GDP 比重高达 70%^①，因此消费支出是主要的领先指标，而在中国，投资占据需求的主导，固定资产投资由于在中国 GDP 中的重要地位，成为一个有效的先行指标。

^① 埃利斯：《走在曲线之前》，机械工业出版社 2009 年版，第 15 页。

二是资金供应。十余年来的股市运行轨迹表明，M1 增速与股价有着良好的契合度。我国从 1995 年开始统计 M1 同比增长率，纵观 1996 年 1 月到 2010 年 3 月 M1 与上证综指走势数据，我们可以发现如下两个主要规律：（1）从上证综指历次牛熊转换的熊市低点来看，M1 是很好的领先指标，基本上 M1 同比增速到达极小值之后的 3 个月内，上证综指会进入熊市低谷。（2）从未有 M1 持续下跌的同时大盘上涨的情形，在到达阶段性顶点之前，M1 通常已经维持连续数月的高速增长，并伴随有月度同比增长超出 20% 的情形出现。同时还发现，在历次上证综指到达峰值之时，M1 同比增速总是已经陷入下行通道。

三是机构行为。股权分置改革完成之后，随着基金持股市值占 A 股市场比例不断提升^①，基金的资产配置一直被看做是股票市场的风向标，很多投资者将基金的股票投资仓位作为下一阶段投资策略的重要参考指标。发现基金重仓，便看好下一阶段的走势；发现基金轻仓，便看淡下一阶段的走势，似乎这种思路是正确可行的。然而，过去的实证经验表明，基金仓位可以作为判断股市重要顶部和底部的精准指标，遗憾的是，这个指标是反向的。也就是说，当基金仓位达到高点的时候，往往意味着股市可能出现顶部；而当基金仓位达到低点的时候，往往意味着股市可能出现底部。我们对 A 股市场 2007 年以来走势的梳理表明：在全部的 7 次基金仓位调整中，有 5 次领先上证指数拐点，一次同步，仅一次滞后，说明基金仓位的调整具有重要的先导性指示意义。

四是期现市场互动。自 2010 年沪深 300 股指期货推出之后，A 股市场告别了单边市时代，股指期货市场上的套保、套利交易充分发挥了价格发现功能。期指的主力持仓数据也为投资者观测主力机构动向、预测股市涨跌提供了可能。我们从主力持仓行为、持仓指标、预测期限和持仓数量这四个维度进行的分析表明：主力会员的净持仓变化和净持仓两个指标对判断股市的涨跌都有一定的参考作用。净持仓变化指标主要针对市场的短期预测，尤其是对下一个交易日走势的预测，而净持仓指标则对市场的短期和中期走势都具有预测作用。我们的研究还进一步发现，如果对净持仓的数量按照区间进行分段处理，不同净持仓区间与市场走势的对应规律开始显现，在某些特定

^① 股权分置改革以来，基金资产规模迅速扩大，基金持股市值占比 2006 年三季度大幅提高至 19%，尤其到 2007 年市场癫狂时，这一数字一度上升至 27.14% 的峰值，甚至在 2008 年发生金融危机、A 股市场大幅缩水的情况下，基金持股市值占比仍一直维持在 20% 以上。当前，由于市场逐步进入全流通时代，流通市值增长迅速，基金持股市值占比有所下降，但基金行为仍是 A 股市场走势的重要风向标之一。

的区间，预测的准确度甚至能达到 100%，可操作性非常强。

五是资金流。我们常常听到对 A 股市场不假思索的批判：A 股市场是资金推动的市场！诚然，这句话是批评 A 股市场历史上缺少分红，投资者只能靠炒作股价获取资本利得收益。但如果追根溯源，哪个股市的运动不是靠资金推动呢？这促使我们从资金流的视角进行研究。资金流的确认和计算是国际金融工程界的一大难题，不少财经媒体也于每日收盘之后披露板块和个股的资金流向，但各自披露的数据差别很大，计算方法也不公开，难免让投资者无所适从。我们在现有资金流向计算方法基础上，首次提出二阶段资金流向理论模型，构建资金流向指标体系，并实证分析中国股市资金流向。研究表明，资金净流入/资金净流出 > 2.3 为牛市上证综指顶部，资金净流出/资金净流入 > 1.3 为熊市上证综指底部；行业资金净流入/资金净流出 > 1.78 为高成长行业，资金净流出/资金净流入 > 1.54 为低增长行业，高成长股资金净流入/资金净流出比值 > 2 。我们还发现，历史 10 天、20 天及 30 天的资金净流向对未来 10 天、20 天及 30 天的资金净流向有显著的预测作用。

无疑，中国市场仍然处于“新兴加转轨”的历史阶段，但随着市值的增加，市场的操控性正在逐渐下降，已经进入“研究创造价值”的时代。投资者应该在市场大势的研判方面，尤其在如何判断中国股市拐点方面下大力气。法乎其上，得乎其中。尽管未必能精准预见并把握拐点，但寻找拐点的不懈努力可以增强对市场趋势转折的敏感度，惟其如此，投资者才不会被市场牵着鼻子走。

三、踏准行业轮动的节拍

市场上有许多不同的行业，在经济周期的不同阶段，不同行业的股价表现具有先后轮动的特征。将行业轮动与经济周期结合分析的典范是美林投资时钟理论。

美林投资时钟理论是美国投资回报率的历史经验升华，把宏观经济周期分为 4 个阶段，每一阶段都有不同的投资标的，不局限于股票，包括了债券、商品等投资手段。第一个阶段被称为再通胀阶段，这时整个经济刚结束上一轮的过热和滞胀，陷入冷淡期，货币当局会通过不断减息等其他宽松货币政策来刺激经济，提升价格水平。这个阶段回报最好的资产是债券，股票类资产中表现相对较好的是金融保险、消费品、医药等防守型股票，表现最差需要回避的是工业类股票、资本品股票。第二阶段为经济复苏阶段，上一

阶段放宽货币供给等政策逐步起到作用，经济开始转暖，价格水平（包括资产价格）开始回归。这个阶段要以持有股票为主，尤其是周期成长型股票，表现最差的资产是现金类或防守型资产。第三阶段为经济过热阶段，这个时候央行开始加息，开始紧缩经济。该阶段表现最好的是大宗商品、资本品、工业类股票、基础原材料，表现最差需要回避的是债券和金融类股票。第四阶段为滞胀阶段，经济高速增长停滞，但通胀还余威未断，这个阶段现金、货币市场基金是最佳资产类别，防守型价值股票，如公用事业类股票也会不错，其余类型股票要全面回避。

具体到中国实体经济的情形来看，投资占据需求的主导，从2005年以来，在国进民退大潮的侵扰下，国有部门投资又占据投资的主体。正是因为这种根深蒂固的结构性特征，在2008年金融危机冲击之下，决策层推出了4万亿元投资计划，而不是像美国那样出台一揽子刺激消费的计划。因此，在经济衰退期间的“救市”阶段，运用扩张性财政政策来保增长是常规手段，增加财政支出用于基建，可以快速有效地拉动需求。直接受益于财政支出的行业最先受益，这包括建筑、建材、钢铁和有色金属需求，并且沿产业链向下传导。

在正常的经济复苏阶段，利率下降和货币供应宽松是常态，大宗商品景气度率先回升。紧随其后的是可选消费，由于对利率和成本下降最为敏感，房地产和汽车的销量明显上升，一般消费也随之回暖。在消费复苏之后，企业开始增加投资，先从设备更新开始，因此，钢铁化工等行业要在设备之后兴起。最后则是最上游的燃料动力类产品需求回升，如煤炭、电力等行业兴起。在经济复苏带来的牛市行情中，医药生物、食品饮料等行业的波动基本可以忽略。

针对中国的经济结构特征和股市板块轮动特点，投资者首先应判断出经济所处的阶段以及政府可能的政策组合，然后选择相应的受益板块。现阶段，经济结构调整和增长方式转变已经到了非变不可的关键时点，一方面是对房地产业、高耗能产业的严厉调控，另一方面是对高端设备制造、新兴产业的战略性倾斜，这些被寄予厚望的行业板块值得投资者重点关注。

另外，在投资渠道越来越多的今天，投资者也应该放宽眼界，在踏住股市行业轮动节拍的同时，把投资工具扩展到股票以外的债券、期货、商品等更多领域，更好地分散风险，提高收益。

四、好公司、好股票？坏公司、坏股票？

就像美国的历史绕不开费城一样，股市投资也绕不开巴菲特，他所倡导

的价值投资理念已经成了投资界公认的真理。巴菲特讲“买股票就是买企业”，这句再普通不过的话，道出了价值投资的本质。短期而言，比如几个月甚至几年，一家公司的业绩表现与其股价可以毫不相关。但是长期而言，一家公司的业绩表现与其股价是完全相关的。弄清这一点是投资赚钱的关键，耐心持有成功企业的股票终有回报。

巴菲特的理念不容置疑，但关键是如何将生于美国、长于美国的价值投资嫁接到中国呢？“好股票”一定是给与投资者高回报的股票，回报包括两个部分：资本利得和红利收益。在 100 多年来的美国股市发展史中，标普综合指数的市盈率中枢在 15 倍左右，低于 10 倍和高于 20 倍的几次，分别对应着大规模底部和顶部^①。估值水平（市盈率、PE）等于股价（P）除以收益（E），在估值水平基本稳定的市场中，驱动股价上涨（资本利得）的唯一力量就是收益！此外，美国公司还维持稳定的分红派现比例，红利回报率基本维持稳定^②。因此，好公司即是好股票。

如果把美国股市的价格波动定义为“收益驱动”，那么中国股市的价格波动就是“估值驱动”。在 A 股市场 20 年的历史中，每一次大规模的顶部和底部形成，均对应着估值水平的大幅波动，股票价格的涨跌（资本利得）呈现出跟随市场整体估值水平而“潮涨潮跌”的群体性运动，公司个体收益水平在其中的推动力量微不足道，在鱼龙混杂的市场环境中，好公司并不能提供系统性超越大市的回报率。至于红利回报，A 股市场最令投资者诟病的可能就是上市公司都是“铁公鸡”了，如果不分红的原因是上市公司能够利用红利为股东创造更大的价值，不分红也无可厚非，但 A 股上市公司分红低的原因不尽如此^③。此时，好公司显然不等同于好股票。

造成中美股市这种“收益驱动”和“估值驱动”区别的重要原因是市场规模相差悬殊：如果美国股市是“弱水三千”，中国股市就是“一瓢水”。美国股市聚集了全美国乃至全球的优秀公司，而其开放的态度也吸引全球的资金，很难有某个具体因素可以构成系统性冲击，个股走势更多与公司基本面相关联；而中国市场上某个政策信号的变动，就可以引发市场大潮迅速翻转，个体公司很多情况下身不由己，只好随波逐流。但随着中国股市上市公

① 罗伯特·J·希勒：《非理性繁荣》，中国人民大学出版社 2008 年版，第 5 页。

② 现金分红是美国上市公司最主要的红利支付方式。相关数据显示，美国上市公司的现金红利占公司净收入的比例在 20 世纪 70 年代约为 30%—40%；到 80 年代，提高到 40%—50%。到现在，不少美国上市公司税后利润的 50%—70% 用于支付红利。

③ Wind 统计显示，173 家上市已满 10 年的公司，在上市期间没有进行过一次现金分红，其中不少公司有分红能力而一直没有分红，且没有说明具体原因。

司数量扩张、市值规模扩大、市场开放度提升，中国股市也正在逐步变为“汪洋大海”，政策信号的冲击力量将逐步降低，市场有望从“估值驱动”向“收益驱动”过渡。这就引出了下一个问题：什么样的公司才是“好公司”？

在 A 股市场上，最初的公司研究员是不需要打开行情软件的，只要掌握足够的分析工具和分析方法，并勤于赴上市公司调研实际经营情况，寻找基本面健康的公司即可，至于价格涨还是跌，投资于这个股赚还是赔，就都悉听尊便了。在机构投资者不断发展壮大之后，研究员需要提供买入卖出的建议，又因为机构投资者的短期考核和排名压力，分析师更多地考量了上市公司股价的短期、中期表现，对于基本面的考量反而降低。这种情形下，寻找真正的好公司更需要投资者具有“不畏浮云遮望眼”的战略思考能力。

选择好公司，可以自下而上，也可以自上而下。从自下而上的观点看，财务指标稳健，成长性良好自然是应有之义。财务指标分析已经形成了一系列完备的分析体系^①，受篇幅限制，我不想在这个方面讲得太多。我更主要从自上而下的角度阐释一个好公司应具备的两大特征：一是在萧条时期也能保持稳定的盈利能力。泡沫破灭之后的日本为我们提供了前车之鉴。20 世纪 80 年代末期，日本房地产泡沫破灭，因为资产方和不动产价格息息相关，很多业绩优良的公司转眼间就资不抵债。泡沫崩裂同时造成国内经济数年内的持续低迷，史称“失去的十年”，在这种严峻的市场环境中，那些产品质量一流，具有国际信誉的好公司——如松下、索尼等——通过在全球市场努力赚取利润，不断修复资产负债表，而那些过度依赖原有产业模式的“好公司”——最明显的是日本的大银行——则分崩离析，被无情淘汰。当前，我国正处在“挤泡沫”的历史时期，那些具有真实盈利能力，可以持续创新，而不是捆绑于落后的旧模式之上的公司才真正值得期待^②。选择好公司的第二个自上而下的视角是关注其时代特征，美国一百多年来的经济史可以提供佐证。在 20 世纪的前三个 10 年内，美国股市掀起铁路股、钢铁股、石

^① 财务指标分析中，最为经典的当属格雷厄姆的《证券分析》、《聪明的投资者》，前者甚至被称为投资者的圣经。在价值投资派的门徒中，又涌现出一批影响深远的著作，如《彼得·林奇的成功投资》、《投资者的未来》、《安全边际》等，不胜枚举，投资者可以有选择地阅读。

^② 据 WIND 数据统计，格力电器是唯一一家连续十年 ROE 达到两位数的上市公司，这说明该公司具备克服经济周期波动的稳定盈利能力和持续创新能力，投资者应该致力于寻找这样的好公司。格力电器 1996 年 11 月 18 日上市，发行价 2.5 元/股，上市首日开盘价 17.5 元，到 2011 年 11 月 23 日，复权价为 1017 元，如果你在发行时认购，并持有至今，你已经获得了 400 倍的收益。

化股三次狂潮，各领 10 年风骚。而这和美国的铁路建设、钢铁重组、石油化工产业兴起的密切相关；即便是世纪之交的 IT 泡沫、当前的苹果热浪，也代表了新产业的发展方向，这些产业的发展为美国经济增长带来了实实在在的效率提升，他们也当之无愧地从中享受到盈利增长、市值提升的奖赏。中国也正处在再一次提升生产率的关键窗口，那些有助于经济结构转型、增长方式转变的新兴产业，将是未来好公司的栖身之地。

说完了好公司与好股票的选择标准，那么，坏公司中是否可能产生好股票呢？答案是：有可能，但仅是昙花一现，就看你能否抓住那绽放的瞬间。中国股市的集中表现是每年都有的 ST 炒作，年报披露期间炒作“摘帽”，行情低迷时期炒作“重组”。事后看来，很多重组方案都无疾而终，暴涨的股价最终也将暴跌回原来的低位，投资者不过是火中取栗罢了，绝大部分投资者沦为知情交易者的垫脚石。从这种炒作中获利的最为关键之处在于，在别人即将疯狂之前进入，在疯狂难以为继之时退出。索罗斯是这方面的大师，不世出的天才。他非常善于把握人的群体性躁动和莫名的情绪激动，常常在大众疯狂初露端倪的时候进入，静静观看投资者飞蛾扑火般的狂热，从中渔利并全身而退。这方面，索罗斯更多运用了其哲学家的一面，作为波普尔的高足，他早年曾试图做一个专业哲学家，尽管未能如愿，但他在投资领域的一举一动均与他探索未知世界的努力相契合。对于普通投资者而言，认清并克服自身的弱点已经很难做到，更遑论认识大众，并利用大众的群体性盲目呢？

因此，我们建议投资者在好公司中寻找好股票，赚该赚的钱，避免不必要的亏损，这是投资者应该始终切记的。

五、买和卖的艺术

投资归结到最为关键的一点，那就是买和卖的艺术。否则，找到了好公司、好股票，而没有把握到好的买点，在其股价已经透支了未来数年高增长的情形下买入；或者买入时机把握还可以，却没有在走势已经系统性地偏离基本面的时候及时卖出，白白坐了股价的“电梯”，都枉费了找到好股票的不易。对于投资者而言，常常周而复始地犯上述两种错误，难免会“看中了开头，却看不中结局”。

买入、卖出时机的讨论更多见于技术分析流派，他们对买入点（卖出点）有着明确的定义，比如突破时买入（跌破时卖出）。但技术分析的致命

弱点是，错误交易信号出现的次数并不比正确信号少，这些错误信号将带来两方面的损失：一是本金损失，二是交易成本增加，在“复利”的时间威力之下，这些看似微小的成本都可能带来巨额损失。对于价值投资者，并不存在这样一个十分精确的定义，合理的介入点需要结合公司基本面来判定。价值投资的最佳买点是好公司的股票低估时，次买点是在合理估值范围内。因此，所谓的买点不是一个价格，而是一个区间，买到最低基本是不可能的，相对低却很容易做到。比如一只股票合理估值范围在5元至15元，一个投资者判断股价会涨至30元，那么只要价格低于15元，就是合理的介入区间。

说到这里，我不得不提一下所谓的“戴维斯双击”。戴维斯双击是美国戴维斯家族的投资哲学，主要体现了企业成长变化与市场预期对股价波动的双重影响。比如，在熊市中，投资者所面对的往往是估值下滑和上市公司业绩增长放缓的双重压力；在牛市时，则可能获得估值上升、上市公司业绩快速增长所带来的双重收益。双击策略就是以低市盈率买入潜力股票，待成长潜力显现后，以高市盈率卖出，这样可以尽享EPS和PE同时增长的倍乘效益。最简单的获利方式就是在企业进入成长初期加上熊市末期买入一直持有到企业成熟期加上市场处于牛市顶峰期。股神巴菲特的股票投资策略其实就是典型的戴维斯双击。巴菲特购入中国石油H股的均价为每股1.68港元，动态PE是3.4倍，动态PB（市净率）是0.72倍，分红收益率高达15%（是当时国内5年期存款利率的5.38倍）。而且，当时国际原油价格处于低位，巴菲特非常乐观，中国石油不仅经营稳定、盈利能力强，而且分红政策稳定。随着经济升温，股市走强，国际油价攀升，中国石油成长为“亚洲最赚钱的公司”，受到众人追捧。巴菲特卖出的均价是13.4元港币，平均PE是18倍，平均PB是3.6倍，不仅股票市值增长了近10倍，而且获得了巨大的分红收益。

所以对于投资者来说，公司素质是成功的基石，决定了安全边际。你付出价格得到了一定的公司价值，你最终的获益来自于公司利润的增长分红和市场对其未来预期的转变，你的获利在很大程度上取决于别人的预期。双击把买入价格放在企业质量之前，强调低市盈率，其实暗含了很多安全边际的保护。戴维斯双击的高获利度在于其PE的大幅提高，而净利润的拐点大幅增长即是催化剂。投资者始终不要忘记的是，当优质公司股价被严重低估的时候，才是最佳出手时机。“好公司坏消息”就是好时机。

如果说何时买进是一门技术，那么何时卖出就绝对是一门艺术了。以上证指数作为衡量指标，1992年5月上证指数就到达了1000点，而2005年7

上证指数也仍然在 1000 点，也就是说长达 13 年的时间里投资者回报为零。如果投资者一味地持有而不知道何时卖出，这显然也不是价值投资的应有之意。我建议卖出股票考虑三个条件：一是持仓股票已经高估或者到了价格合理区域的上限；二是发现了新的具备“戴维斯双击”潜力的股票；三是公司基本面发生改变，比如说公司经营开始陷于困难，前景已不明朗。不要担心卖出过早，在 20 世纪最伟大的投资人邓普顿看来，“卖出的‘过早’，以至于错过最后的疯狂泡沫阶段，是他们常犯的‘错误’，他们毫不介意。”换一种说法，当你买入一只股票的理由已经不存在时，股票就不再值得持有了；当你又找到了新的低估股票，可以耐心地等待时间来发现它的价值，而又不必承担股价泡沫化阶段击鼓传花式的风险时，你同样没有理由不去更换持仓股票。为了做到这几项，坚持对公司跟踪研究是必不可少的工作，也许是一年一次审查，也许是半年、一个季度，甚至是每个月，切忌“三天打渔，两天晒网”，要坚持，再坚持。

六、投资贵在坚持

有人说巴菲特之所以伟大，不在于他在 75 岁的时候拥有了 450 亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后他用一生的岁月来坚守。形象地说，你能在万科 3—4 元的时候，不会因为它的流通市值太大，或者房地产不景气而抛弃它，而是长期坚定地持有，不在乎短期、中期甚至几年的波动，那么等待你的，自然是你无法想象的巨额财富，前提是你应该学会发现这种公司的能力，而这正是我试图告诉你的。虽然执着与固执有时候只能在事后区分出来，但是只有坚持才有可能获得最后的胜利。肯尼斯·费雪劝说人们长期持股，进行价值投资。“市场波动是何等之快，你的年度回报可能来自只有几天的剧烈波动。没有人能告诉你投资回报或者亏损来自一年中的哪 3 天或者 6 天。如果你希望获得如市场般的回报，必须坚持不懈地留在市场中。”为了抓住市场中重要的时间，不要进行波段操作。费雪举了这样的例子：从 1982 年 1 月 1 日至 2005 年 12 月 31 日，标准普尔指数的年平均收益率为 10.6%，而如果你错过了其中 10 个表现最好的交易日，平均年回报率将降至 8.1%，如果错过了 50 个，平均年回报率将降至 1.8%。

在股市上赚一回钱并不难，只要抓住一波牛市你也可以成为“股神”，难的是持续赚钱。有句话叫做“聚财容易守财难”，投资者常常被一次侥幸的胜利冲昏头脑，一夜暴富的心态让很多人鲁莽入市、频繁操作。但好运不

常在，伴随而来的往往是接二连三的亏损。“聚财”之后能否守住财才是衡量一个投资者水平高低的真正标杆。守财之难难在市场是不断变化的，让你成功的方法同样会让你失败。比如国外的实证研究证明，同样是经济增长，在不同的时期，市场的反映是不一样的。在经济复苏初期，高增长、低失业通常对股市是个好消息；但在经济扩张时期，高增长、低失业的好消息，对股票市场而言却可能是坏消息。所以，投资者掌握的密码不应该是一成不变的，固守某种投资方法而不根据市场形势灵活变通，最终只会陷入死胡同。正如前文所说，投资者不必无所不知，但你应该知道在不同的市场中应该知道什么。

成功有很多父亲，失败却是一个孤儿。要想在股市获得成功，你需要付出常人难以想象的代价。如果你能充分利用自己的优势，坚持一贯的理念而不是朝三暮四，坚持自己的独立判断而不是乐于打听小道消息，那么你一定会在市场上有所收获。环顾周围，你会发现市场中赚到钱的往往都是长期坚持持有的投资者，身处其中的投资者一定要深刻认识到这一点：投资所要做的就是选好自己熟悉的企业，然后找到合适的时机买进，全仓持有不做波段。我辛辛苦苦说了这么多，哪怕各位投资者只记住这句话，那就不枉费我一片苦心了。

何诚颖

2012年2月于深圳

前言

古人云，授人以鱼不如授人以渔，A股市场也是一个“渔”和“鱼”的角斗场。有别于其他的“操作宝典”、“赚钱秘笈”类书籍，本书试图告诉读者的是，你如果想要掌握“渔”，需要从哪几个角度去思考，思考这些问题的时候，完备的分析框架是什么，应该注意哪些最容易被忽略的关键点，以及已经得到实践检验的正确做法有哪些，最终目标是让读者拥有一个尽可能完善的思考方法体系。

我们以为，一个完善的分析框架应该包括几个方面：外围市场走势、实体经济动向、经济政策风向及市场信息面。这就好比一个投资者在清晨醒来，首先需要关注一下隔夜海外主要市场的涨跌幅度，查阅一下海内外最新的经济指标走势，政策面和市场信息面有没有重大信息，综合判断之后，对当天乃至之后的市场走势有一个大体判断，并据之调整交易策略。

自2008年以来，国际资本市场的格局已经发生巨大变化，市场涨跌背后的驱动力也与之前有一定差异，主要原因是刺激力度为历史上前所未有，并且正在经历规模空前的债务问题，实体经济与货币金融层面相互作用，难以厘清，这是本书第一部分的内容。A股市场则至少有两个重要的时间节点，2005年的股权分置改革和2009年的新股发行重启。前者决定了市场结构的根本变化，后者在市场一路低迷情形下没有采取再度停止新股发行的做法，而是采取更加市场化的新股发行制度改革，这些都警醒投资者认真看待A股市场的新变化，这是本书第二部分的内容。危机过后的市场，政策影响更甚于经济指标，如何理解货币政策调控工具、房地产调控，以及汇率形成制度改革等一揽子逆周期调控手段，就成为理解A股市场波动的必备前提，这是本书第三部分

的内容。每一次危机过后，都酝酿着经济思潮的暗流涌动，而金融领域的管制—放松—再管制螺旋也清晰地展现在我们眼前，中国的金融监管会向何处去，构成未来金融系统发展的大背景，这是本书第四部分的内容。

我们已经把“渔”的秘诀全部说出，认真阅读本书的读者可能也会有跃跃欲试的冲动，但恕我直言，真正掌握“渔”仍须在年复一年的“打渔”中琢磨体会。其中，经历过小饵钓到大鱼的欣喜若狂，经历过鱼死网破的失落惆怅，经历过丰收季节的日进斗金，经历过一连数日的颗粒无收，最终，达到运用之妙、存乎一心的程度，你才可以说真正掌握了“渔”，这就是知识和能力转换的必经循环。

本书由何诚颖博士牵头，李翔、卢宗辉、陈东胜、陶鹏春、赫凤杰、郑云娟、陈慧莹等共同撰写。我们再次重申，这本书是本“指导书”，而不是“点金之指”，他能帮助改善你的思考，而不是直截了当地帮你赚钱。我们期待与读者共同思考、一起成长。

作者

2012年2月

目 录

海外篇：他山之石可以攻玉

第一章 海外刺激政策实施及退出的经验	(3)
第一节 量化再宽松，市场影响将如何？——2010 年 11 月美 联储议息会议事件简评	(3)
第二节 美国经济复苏持续性与货币政策转向问题研究	(11)
第三节 G20 多伦多峰会解读	(26)
第二章 债务危机、监管机制变革	(31)
第一节 希腊主权债务危机成因及其影响分析	(31)
第二节 借鉴美国经验，完善我国金融监管机制	(45)
第三章 海外证券机构业务开展经验	(53)
第一节 美林资产管理业务发展模式及启示	(53)
第二节 海外“佣金自由化”进程与我国经纪业务发展情况研 究	(60)
第三节 国内外投资者教育体系实践比较及启示	(79)
第四节 海外券商直投业务模式研究及借鉴	(93)
第五节 监管风暴下的高盛	(106)

市场篇：放宽历史的眼界

第四章 新股发行热点问题思考	(117)
第一节 IPO 重启对证券市场的影响分析	(117)
第二节 对新股发行两大热点问题的思考	(128)
第五章 国际板建设正当时	(132)
第一节 当前国际板市场建设两大热点问题的思考	(132)
第二节 国际板可选 CDR 方式	(135)
第六章 创新业务的市场影响	(137)