

传承百年投资方法之精髓，
展示国际投资大师之风采。

无招胜有招，从投资方法到投资之道的飞升！

万法归宗

证券投资方法思考与回顾

迄今为止，国内最深刻、最全面、最客观地
探讨和介绍投资方法的著作之一！

陈立辉◎著

北方联合出版传媒（集团）股份有限公司



万卷出版公司
VOLUME PUBLISHING COMPANY



万法归宗

证券投资方法思考与回顾

陈立辉◎著

北方联合出版传媒（集团）股份有限公司



万卷出版公司
VOLUME PUBLISHING COMPANY

© 陈立辉 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

万法归宗：证券投资方法思考与回顾 / 陈立辉著

——沈阳：万卷出版公司，2010.3

(引领时代)

ISBN 978-7-5470-0719-8

I. ①万… II. ①陈… III. ①证券投资—基本知识

IV. ① F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 029937 号

出 版 者	北方联合出版传媒 (集团) 股份有限公司 万卷出版公司 (沈阳市和平区十一纬路 29 号 邮政编码 110003)
联系电话	024-23284090 邮购电话 024-23284627 23284050
电子信箱	vpc_tougao@163.com
印 刷	北京鹏润伟业印刷厂
经 销	各地新华书店发行
成书尺寸	165mm × 245mm 印张 16
版 次	2010 年 11 月第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷
责任编辑	周莉莉 字数 190 千字
书 号	ISBN 978-7-5470-0719-8
定 价	40.00 元

目 录

CONTENTS

万法归宗——证券投资方法思考与回顾

第一章 证券投资的基本特征

- 第一节 证券市场简介 6
- 第二节 证券投资与实业投资的比较 11
- 第三节 证券投资的方法论哲学 16

第二章 证券市场的规律和趋势探索

- 第一节 证券市场的六大基本规律 34
- 第二节 市场及价格趋势的基本属性 48

第三章 证券投资方法的奠基者

- 第一节 道氏趋势理论 68
- 第二节 格雷厄姆价值理论 79
- 第三节 凯恩斯的投资观 96

第四章 趋势分析投资法的演进

- 第一节 艾略特波浪理论 110
- 第二节 江恩理论与方法 118
- 第三节 索罗斯反身性理论 130
- 第四节 其他相关投资理论 155

第五章 价值分析投资法的演进

- 第一节 费雪成长股理论 164
- 第二节 巴菲特、林奇的价值投资 170

第六章 万法归宗

- 第一节 技术分析投资法总评 202
- 第二节 价值分析投资法总评 208
- 第三节 投资与趋势关系的再认识 217
- 第四节 从投资方法到投资之道 234

第一章

Chapter1

证券投资的基本特征

第一节 证券市场简介

Section 1

证券市场是人类生产方式从自然经济发展到商品经济之后的必然产物。

在自然经济生产方式中，生产者以直接获得产品为目的，农民种田是为了获得谷物，牧民放养是为了获得畜牧。但进入商品经济即市场经济之后，生产者生产的就不再是产品本身，而是蕴含在产品中的普遍价值或交换价值，也就是既能充当交换媒介又代表物质财富的货币。这样，货币就慢慢成为具有抽象财富意义的象征，而具体的物质财物如土地、机器乃至比较抽象的物质如人力、无形资产，都可以用货币来数量化。

由货币这种财富象征的独特功能，可以进一步延伸出两个新的功能：一是将物质财富证券化和标准份额化，也就是虚拟化，使财富能实现无障碍地流动，财富的流动就不必真正将具体的物质搬来挪去，只要进行证券交割就可以了；二是信用体系的建立，不仅证券、存折、合约（即标准化合同）等是一种信用，连货币本身都是一种信用，其所代表的物质或真实财富，必须靠整个社会的信用体系才能得到保障，要是一方或双方可以随意推翻不认账的话，那整个社会就乱了套。

但是，物质财富的证券虚拟化和信用体系的建立，只是证券市场形成的充分条件，仍需要其他必要条件，而生产规模的扩大和资源效率的优化，就是证券市场产生的必要条件。在最初的市场经济中，只存在资本与商品之间（尽管通过货币实现但本质未变）、资本与劳动力之间两种最基本的交换方式，前者就是我们熟悉的买卖关系或市场营销，后者就是我们熟悉的公司与员工关系，现在称之为资本和人力资源配置。但只有这两种交换体系还远远不够：一方面，任何一家企业的资本都是有限的，而生产的规模则需要不断扩大，这样，企业必须从外部

获得资本才能尽快实现规模化生产、扩张，虽然借款是一种常用的方式，但借款的时间约束性太强，不利于企业长远发展；另一方面，有些经营不善的企业想要退出经营，有些企业想要卖掉原有的生产设备转向新的行业，等等。在这两种发展需要的推动下，市场经济的交换必须从原来的资本与商品、资本与劳力两大领域进一步扩大到资本与资本之间，这种资本与资本的交换，也就是我们现在的证券市场，也叫资本市场。

由于资本市场是通过虚拟的财富证券形式实现，所以，又叫虚拟经济或叫衍生经济，它的根本功能是为实体经济服务，同时也受到实体经济的决定性制约。但是，这种虚拟经济或衍生经济一旦发展起来并达到一定规模，就具有自己的相对独立性，不见得就听实体经济的话，就像儿子不一定听老子的话一样，反倒会时不时闹情绪、搞逆反，如果这种情绪或逆反超出一定程度或范围，就会酿成金融危机，最常见的就是先吹起资产的证券价格泡沫，然后泡沫破裂，进而波及实体经济。衍生经济这种对实体经济的反作用，有时是非常巨大的，比如，美国的次贷危机对世界经济的影响，国际金融资本对能源、粮食价格上涨的助推，都是一些很好的例子。

由于证券市场是西方资本主义发展的产物，因此，在没有资本主义的中国古代，是完全没有这种东西的，所以，中国人对证券市场的认识和理解是比较初级和肤浅的，为此，有必要简略回顾一下西方证券市场的发展进程。大致来说，证券市场在西方国家经历了诞生、普及和完善三个阶段。

1. 诞生阶段

时间约为17世纪初—18世纪末。西方证券市场的最初萌芽，可以追溯到16世纪初资本主义原始积累时期的西欧，当时法国的里昂、比利时的安特卫普已经有了证券交易活动，不过，最早进入证券市场交易的是国家债券，而不是现在普及的股票。到了17世纪初，随着资本主义经济的发展，出现了所有权与经营权相分离的生产经营方式，即股份公司开始形成和发

展起来。股份公司的出现必然导致大量的股票、债券发行，投资人持有的公司股票、公司债券又经常有转让、变现的需要，于是，它们也就进入了证券交易的行列，并促进交易机构和系统的形成。1602年，在荷兰的阿姆斯特丹成立了世界上第一家股票交易所；1773年，英国的第一家证券交易所在“乔纳森咖啡馆”成立，1802年获得英国政府的正式批准，它就是现在伦敦证券交易所的前身；1790年，美国第一家证券交易所费城证券交易所宣布成立，从事政府债券等有偿证券的交易活动；1792年5月17日，24名经纪人在华尔街的一棵梧桐树下聚会，商订了一项名为“梧桐树协定”的协议，约定每日在梧桐树下聚会，从事证券交易，并订出了交易佣金的最低标准及其他交易条款，1817年，这些经纪人共同组成了“纽约证券交易会”，1863年改名为“纽约证券交易所”，这便是著名的纽约证券交易所的前身。

这一时期证券市场的特点是：信用工具比较单一，主要是债券、股票两种形式，而且往往政府债券占据主导；证券市场规模小，主要采用手工操作；证券市场行情变动较大，投机、欺诈、操纵行为十分普遍；证券市场的管理、立法很不完善，证券市场也较为分散。

2. 普及阶段

时间约为19世纪初—20世纪20年代。从18世纪70年代开始的工业革命，到19世纪中叶已在各主要的资本主义国家相继完成，工业革命推动了机器制造业的迅速发展，并使股份公司在制造业中普遍建立起来。1862年，英国有165家股份公司，而到了20世纪80年代中期，登记的股份公司达1.5万多家。发生在英国的这一过程，无一例外地先后发生在西方其他资本主义国家，产业革命后，股份公司迅速成为美国、法国、德国等资本主义国家企业组织的主要组织。股份公司的建立和发展，不仅使有偿证券发行量不断扩大，也使有偿证券的结构随之发生了变化，政府公债不再占有有偿证券的主要地位，取而代之的是公

公司股票和企业债券。据统计，在1900—1913年发行的有价证券中，政府公债占有价证券发行总额的40%，公司债券和各类股票则占60%。

这一时期的证券市场，其主要特点是：第一，股份公司逐渐成为市场经济企业组织的主要形式；第二，有价证券发行量不断扩大，已初具规模；第三，一些国家开始加强证券管理，引导证券市场规范化运行，如英国在1862年颁布了股份公司条例，德国1892年通过有限责任公司法，法国1867年颁布了公司法，日本1894年制定了证券交易法等；第四，证券交易市場在世界各地得到了广泛发展，如1878年日本东京证券交易所成立，1877年苏黎世证券交易所成立，1891年香港成立了股票经纪协会，1914年易名为香港证券交易所，等等。

3. 完善阶段

时间为20世纪30年代后至今。在1929—1933年这次资本主义发展历史中最严重的经济危机打击下，世界主要证券市场股价一泻千里，市场崩溃，投资者损失惨重，如到1932年7月8日，道琼斯工业股票价格平均指数只有41点，仅为1929年最高水平的11%。但是，大危机也使各国政府清醒地认识到证券市场管理的重要性，于是，世界各国政府纷纷制定证券市场法规和设立管理机构，使证券交易市场走向法制化，如美国1933—1940年期间，先后制定了证券交易法、证券法、信托条款法、投资顾问法、投资银行法等。

第二次世界大战结束后，随着资本主义各国经济的恢复、发展和增长，证券市场也迅速恢复和发展。于是，20世纪70年代以后，证券市场出现了高度繁荣的局面，市场规模不断扩大，交易也日益活跃。这一时期证券市场的运行机制发生了深刻的变化，出现了一些明显的新特点。

(1) 金融、财富证券化。即企业通过证券市场融资的比例越来越高，居民储蓄结构也相应的出现了证券化倾向，股票和其他证券市值占国内生产总值的比例越来越高。

(2) 证券市场多样化。这主要表现在：有价证券的发行种类、数量及其范围不断扩大；交易方式日趋多样化，除了证券现货交易外，还出现了期货交易、期权交易、股票价格指数期货交易、信用交易等多种交易方式。

(3) 证券投资法人化。第二次世界大战后，证券投资者的结构有很大变化。除了社会公众个人认购证券外，法人进行证券投资的比重日益上升，尤其是20世纪70年代后，随着养老基金、保险基金、投资基金的大规模入市，证券投资者法人化、机构化速度进一步加快。

(4) 证券管理法制化。第二次世界大战后，西方国家更加重视证券市场的法制化管理，不断制定和修订证券法律、法规，不断推进证券市场的规范化运行。同时，还通过各种技术监督和管理活动，严格证券市场法规的执行，证券市场行情趋于稳定，证券市场的投机、操纵、欺诈行为逐渐减少。

(5) 证券系统网络化。在以计算机为基础的网络技术推动下，证券市场的网络化迅速发展，这主要体现在网络交易的突飞猛进上。与传统交易方式相比，网络交易的优势是：第一，突破了时空限制，投资者可以随时随地交易；第二，直观方便，网上不但可以浏览实时交易行情和查阅历史资料（公告、年报、经营信息等），还可以进行在线咨询；第三，成本低，无论是证券公司还是投资者，其成本都可以大大降低。

(6) 证券市场国际化。现代证券交易越来越趋向于全球性交易，世界上主要证券市场的经纪人可以通过设在本国的电子计算机系统与国外的业务机构进行昼夜不断的24小时业务活动联系，世界上各主要的证券交易所都成为国际性证券交易所，它们不仅在本国大量上市外国公司的证券，而且在国外设立分支机构，从事国际性的股票委托交易。1990年在伦敦证券交易所上市的外国公司达500家，纽约证券交易所有110家，东京证券交易所有80多家。国际化的另一个重要特点是，国际证券市场的联动性越来越强，管理难度也越来越大，需要世界各国达

成统一认识，采取联合行动。

(7) 证券产品不断创新。“二战”后，西方发达国家的金融产品日新月异，证券品种不断创新。浮动利率债券、可转换债券、认股权证、分期债券、复合证券等新的证券品种陆续涌现，20世纪的后20年更是如此，金融期货与期权交易等衍生品种的迅速发展，使证券市场进入了一个全新的阶段。

(8) 证券市场对整个经济的影响越来越大。20世纪80年代后发生的多起世界性、地区性金融危机，尤其是最近始于美国的次贷危机，最能反映这一点。

第二节 证券投资与实业投资的比较

Section 2

要认识证券市场及其投资，还有必要比较其与商品市场及实业投资的差异。

1. 交易内涵

无论从目的还是从形式上看，商品市场交易与证券市场交易都有着本质的不同：在前者中，买卖双方实现的是商品价值和使用价值的转换，也就是使用价值的转移，在这一过程中，必然会伴随着物质的流动，俗话叫一手交钱，一手交货，现在的经济学语言叫物流或商流；在后者中，买卖双方交易的是抽象化了的价值，而且是通过信用虚拟的价值即证券，不发生具体物质形态的转移，即不发生物流，只发生资金流。此外，商品交换一般是一次性完成，也是一次性结束的，也就是说，获得商品使用权的一方，在交易完成后，就开始使用、享受商品直到商品报废，不是特殊原因，不会再转让该商品。而证券交易则完全不同，因为它交换的是抽象的价值或者说权益，只要不发生证券代表物如企业、国家的毁灭，是可以无限交易下去

的，变化的只是价值额或价格，证券本身是不变的，是恒久存在的。

2. 交易基础

商品的交换主要是社会生产分工的产物，因为不同的人和不同的企业生产的是完全不同的产品。这样，只有通过商品交换才能满足各自的需求，当然，这种交换是以货币为媒介进行的，不是原始的以物易物交换。而证券的交换虽然源头也是社会生产的分工，但主要原因还是前面说到的生产规模化和资源优化配置的需要。

3. 交易速度

商品的交易速度一般是比较缓慢的，受供求关系的影响很大。当供远远过于求时，会导致商品的严重积压，交换无法实现，有时降价都不起作用，因此，商品交易永远存在着销售瓶颈，所以，销售就普遍成为企业经营中最大的难题；即使是供不应求，商品交易也是需要一定时间的，这样的时间尺度至少也是以天来计算的。而证券交易则完全不一样了，如果以市价为标准的话，只要想转手的证券数量不是特别大，基本上随时都可以为完成交易，几乎就是几秒几分钟的事，交易速度极快，换一种说法，也就是流动性很好、变现能力强，这也是证券市场富有吸引力的因素之一。

4. 定价方式

商品和证券交易的定价因素和方式也是差别很大的。对商品定价起决定性影响的因素主要是两个，一是产品的综合成本以及相应的劳动生产率，二是供求关系以及相应的社会生产平均利润率，深究起来，这二者实际上是一个东西，只不过前者是从单个企业的生产水平看，后者是从同类企业社会的平均水平看。所以，归根到底，商品的价格取决于两个核心因素，一是管理、科技水平以及所影响的劳动生产率，一是劳动力价格；而且，长期来看，二者之间成反向运动，即劳动生产率总体上是越来越高，从而导致商品的价格不断走低，但劳动力的

价格总体上也是越来越高，从而导致商品的价格不断走高，最终的结果看哪个因素的作用更大。此外，资源的约束性对价格的影响也很大，基于短缺或垄断资源所生产的商品，价格一般较高，反之，不受资源约束的商品，价格一般较低。最后，社会习惯和消费心理，对某些特殊商品价格的影响也很大，比如奢侈品、具有囤积居奇投资功能的产品、品牌产品、民俗文化产品等，价格一般比较高。

应该说，商品的定价已经比较复杂了，但证券的定价还要更为复杂，涉及的因素要更多，价格的稳定性也更差，本书及笔者其他书籍对此有过较多论述，由于内容太多，这里不可能展开，只提请投资者注意以下两点。第一，价格或定价是证券投资最核心的问题，一切投资理论和方法都是与证券定价相关的，都是力求找到证券价格运动的规律，进而获取价差盈利；第二，影响证券定价或价格的，是系统性因素及作用，而且是动态变化的，绝不是单一的因素及作用，也不是固定不变因素，因此，任何企图用单一或几个因素来解释证券价格、探求证券市场奥妙的做法和想法，都是不科学和不可取的，也是不能成功的，兼容并蓄、融会贯通、具体情况具体分析，是证券价格分析和投资方法的永恒原则。

此外，商品的定价，作为买方的企业拥有较大的定价自主权，而作为买方的消费者，就单个而言，基本上无力决定商品的定价；而证券交易的双方，基本上都没有定价权，定价是由整个市场及交易双方以集合竞价的方式决定的，但少数有控制交易能力的大资金则可以左右价格，中国证券市场习惯称这种有操纵价格能力的大资金为庄家。

5. 盈利方式

实业投资的盈利是通过商品市场及交换来实现的，因此，投资成败的关键，在于投入—产出是正还是负，产出大于投入就盈利，否则就是亏损。这个衡量实业投资成败的公式形式上是很简单的，但具体的运作过程和计算则是很复杂的，并不是

一般人都能掌握或明白的，它涉及大量的数据处理和财务分析。证券投资盈利是通过证券市场的交换来实现的，其投资的成败，取决于一买一卖或一卖一买之间的价差，这一点与实业投资的投入—产出计算方法，形式上是一致的，虽然掌握其中的奥妙与实业投资一样很难甚至更难，但计算却比实业投资要简单得多，只要懂得加减法就够了，不需要实业投资那样复杂的财务核算和数据统计分析。

6. 财富性质

实业投资，一方面直接创造财富，另一方面也进行着社会财富的一次分配或初次分配。而证券投资，并不直接创造财富，最多只能说证券资本参与了社会财富的创造，因此，证券市场及其投资，主要参与的是社会财富的再分配，而且，这种财富的再分配，除了少数通过资产优化、重组有利于社会之外，多半对社会并没有太多积极价值，只是对个人的影响很大。

7. 风险程度

绝大多数人认为，证券投资比实业投资的风险要大，这是一个模糊的说法，如果进行理性和逻辑的分析，这种说法是不能完全成立的。问题的关键在于人们对风险性质和来源的错误理解，多数人根据自己的直观感觉，认为风险是一种纯客观的存在，实际上并不完全是这样的，风险本质上是一种客观与主观之间的关系界定或评价，一方面与客体相关，另一方面也与主体相关。老虎、鳄鱼是凶猛的，所以接近它们有风险；街上车来人往，所以横穿马路有风险。这样的常识判断是没错的，但是，无论是老虎、鳄鱼还是车来人往的马路，所谓的风险都是针对人而言的，如果换成鱼儿、鸟儿，那就谈不上有多大风险了，因为它们具有人不具备的应对老虎、鳄鱼或车来人往的特殊能力。

所以，风险主要是就主体针对客体的能力而言的，如果主体不了解、不认识客体，或者虽能了解、能认识客体但无力

应对，这样，风险就产生了，反之，风险就不存在至少是大大降低了，所以，人类发展和进步的历史，就是人类能力不断提高从而更能应对自然和社会挑战的历史。把这一观点用在实业投资和证券投资风险认识上，对风险就会有与常识不同的理解：无论是实业投资还是证券投资，如果投资者没有足够的认识和能力，风险都是一样大的，实业投资亏损破产、家破人亡的事例不会比证券投资少；无论是实业投资还是证券投资，既有难以认识和把握的地方，也有相对容易认识和把握的地方，如实业投资的高科技、矿产资源开发等领域就是较难的，也就是高风险的，而饮食、轻工就相对容易得多，证券投资也一样，价格的短期走势、外汇等就是较难把握的，也就是风险较高的，而长期大趋势、大型底部等方面，就是相对容易把握的。所以，无论是实业投资还是证券投资，处理或应对风险的关键在于，一方面不断提高自己的能力，另一方面就是做自己能把握的事，如果既没有能力，又自不量力，带着赌博的心理谋求发财的话，那么，什么投资都做不好，投资什么都风险重重。

8. 主体组织

实业投资一般采取组织方式进行，那就是企业、个体户式或小农式的生产经营虽然也存在，但不是主流，其效率和能力也远远低于企业组织，对社会的作用与影响，更不如企业大。而证券投资至今为止的组织化程度，总体上还不如实业投资高，在中国更是如此，尽管机构组织已经成为股市的主导力量，但更多的依然是分散的、无组织的散户，即使是私募基金，也还不是很严格的组织。

但是，证券投资的机构化就像实业投资的企业化一样，是大势所趋，因为个人投资有着太多的局限性，绝大多数个人是无力应对市场的，这种状况，不仅妨害了证券市场的稳定良性发展，也使个人投资者亏损累累。在证券投资的组织化方面，美国是发展得最快的，远远走在世界前列，中国则还有很长的

路要走。要改变中国证券组织化程度低的不良状况，需要多方努力和改变：从民间投资机构或私募基金来说，必须提高能力，坚守职业道德，取信于社会，不能做坑蒙拐骗的事，也不能滥竽充数；对投资者来说，要认清自己的局限，相信社会分工的合理性，遵循资金所有权和投资操作权分离的大势，然后，遴选出优秀的投资机构、投资人，再将自己的资金委托出去。

第三节 证券投资的方法论哲学

Section3

在证券投资过程中，会面临许多问题，但不管具体的问题有多少，最终都可以归结为几个基本矛盾或关系。这些基本矛盾或关系，既是证券投资每天必须面对的现实问题，又是投资方法的理论或哲学源头，因此，对其认识和把握的程度，影响到对投资方法的深入理解，更决定着一个投资者的眼界、境界以及成败。可是，许多投资者或由于思维的局限，或因为急功近利，或出于对理论或哲学的偏颇，总是不愿意深究或有意无意地回避这些基本矛盾，这是不可取的。为帮助投资者克服这种不良弊端，对投资方法的深层理论基础有一个大致了解，这里选取投资方法中的五个基本矛盾或哲学问题加以适当阐述，尽管这些是投资者习以为常的几个基本概念，但真正理解的不多。

◎ 不确定性 with 确定性

不确定性与确定性之间的关系，既是证券市场本身存在的客观辩证统一关系，也是市场存在与市场认识、客观与主观之间的辩证统一关系，它在投资实践中最集中的体现，就是大家