

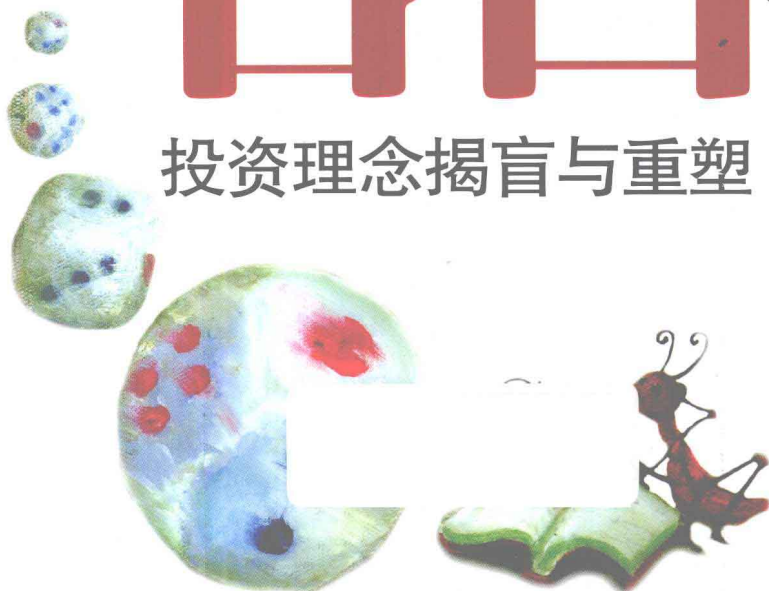
投资总监的经验告白 股市投资的理念重塑

> 揭示符合中国市场的投资策略 <

投资总监 的 告白

宋瑞来◎著

投资理念揭盲与重塑



缩短试错期 降低试错成本

丁圣元 孙枝来 潘福祥 黄扬录 张迪生

强力推荐

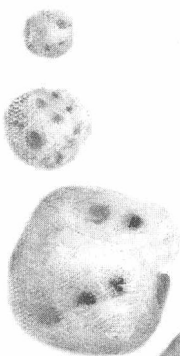


机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

投资总监 的 告白

宋瑞来◎著

投资理念揭盲与重塑



缩短试错期 降低试错成本

> 揭示符合中国市场的投资策略 <



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

这是一本关于证券投资经验总结性、探讨性的书。其主题是对决策过程中不断遭遇的新老问题的持续追索。这也是一本强调实证、探索实战问题并强调在实战中如何合理决策的书。本书试图在一些重要方面，主要在投资理念而非投资技巧方面，与投资者共同探讨如何缩短试错期的经验和路径。如果读者从中任何一点得到启发，我确信它可至少降低投资者数千元、数万元或数十万元量级股票决策过程中的试错成本。

图书在版编目 (CIP) 数据

投资总监的告白：投资理念揭盲与重塑 / 宋瑞来著. —北京：机械工业出版社，2013. 1

ISBN 978-7-111-40914-4

I. ①投… II. ①宋… III. ①证券投资—基本知识 IV. ①F830.53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 302954 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑：李 浩 责任编辑：李 浩 刘 静

责任印制：乔 宇

保定市中国画美凯印刷有限公司印刷

2013 年 1 月第 1 版·第 1 次印刷

180mm × 250mm · 17 印张 · 2 插页 · 227 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-40914-4

定价：39.80 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：(010) 88361066

教材网：<http://www.cmpedu.com>

销售一部：(010) 68326294

机工官网：<http://www.cmpbook.com>

销售二部：(010) 88379649

机工官博：<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线：(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

前言

理念揭盲，总监告白

本书的宗旨是，探索路径——如何降低股票投资者的试错成本，缩短投资者的试错期。

股票决策不是一种知识，而是一种技能。这种技能不能以知识传授，必须靠经验的积累，靠“亲历性”、靠持续的体验式学习来完成。经验来自试错，经验来自揭盲，经验的沉淀形成决策规则与投资理念。

首先来介绍一下试错论。股市是个复杂系统。复杂系统问题的求解，不存在唯一解，不存在最优解，而存在多重解。复杂问题求解是个创造性过程、个性化应对过程，是个不断揭盲、试错的过程，只有通过不断试错，才能找到满意的答案。

这个答案不是某个固定结论，而是一种你认为有效的方法。股市决策需要自信又需要不自信。自信才能果断决策，不自信才能及时修正错误；自信是基于对方法有效性的自信，不自信是针对个案的结论要动态评估。时变事变，出错正常，但要止损，把不确定风险转变为“确定性”风险。

初入市的股市投资者要转变为成熟的投资者，要经历漫长的试错期。这个试错期至少要有8~10年之久（详见第一章）。成熟投资者的标志是已具备成熟的投资理念和有一套适合自己的投资策略与方法。

现实中存在主动与被动两类试错过程。前者借助他人经验，主动试错；后者凭感觉而行，被动试错。两类试错有不同的试错成本和试错期。后者试错期

更长，成本更高。

本书试图在一些重要方面，主要在投资理念而非投资技巧方面，与投资者共同探讨如何缩短试错期的经验、路径。如果读者从中任何一点得到启发，笔者确信它可至少降低投资者数千元、数万元或数十万元量级的股票决策过程中的试错成本。理念方面的错误会导致投资者在技术层面出现不断重复性的错误，而注重理念纠偏的专著供应匮乏。

笔者认为，投资者的成熟过程，也可视为投资者对股市的揭盲过程。我们可从盲点、盲区论解读投资者揭盲过程。

股市周期中每种较典型的决策情境对陌生人而言都构成盲点，盲点组成盲区。投资者主要有三个盲区需要处置：第一，信息盲区；第二，投资技巧盲区；第三，投资理念盲区。对这三个盲区的合理应对都可以成为投资者的致胜路径。

何为信息盲区？在股市中，你所观察到的数据和信息未必是真值。就测量学而言，观察值不等于真值。观察值与真值之间的差距叫误差。股票定价依据未来信息贴现，而未来信息通常含有大量误差及不确定性，且这种误差是时间的函数，难以消除。一些机构靠密集跟踪和调研获得超额收益。这就在于信息战的大规模资源投入，以获取相对的、规则内允许的信息优势。

何为投资技巧盲区？投资技巧盲区，涉及各种各样决策情境的应对技巧、技术。它包括相应的情境识别指标、具体应对规则。从一个完整周期看，从各类情境出现频率高低的角度划分，股市决策情境可分为三类：高频出现的情境，即占股市均衡期阶段 50%~70% 的各种典型状态；中频出现的情境，即占股市均衡期中 20%~40% 的各种典型状态（股市均衡期大致占股市周期时段的 70%~90%）；低频出现的情境，即在股市周期占 10% 以下异常值阶段的各种典型状态。异常值阶段等于股市被过度高估或低估的阶段。

技巧盲区揭盲意味着投资者对一个完整周期中各种较典型的决策情境，或某一类别的决策情境，能采取正确的应对规则。就技巧揭盲而言，各种盲点按其揭盲的难度可划分为三个不同的盲区或阶段：一般先熟悉高频部分，其后为

中频部分，最后为低频出现部分。

股民成为成熟投资者的过程，大多是逐步从技巧层次揭盲开始，最终到完成理念揭盲，则宣告阶段性结束。技巧揭盲向理念揭盲的转换则是面对一个更高难度的认知门槛：一般在从业5年之后才启动，从业8~10年后有可能完成。

在技巧揭盲阶段，投资者会逐步发现一些认知瓶颈难以逾越，在这些瓶颈处会出现不断重复性的错误。投资者会发现技巧性和局部性问题，始终受到股市系统性、整体性因素的制约。例如，国际经验提供了下列结论：股票之间的相关性，在股市上升阶段或下降阶段会有很大差别。下降阶段会有更广泛的相关性与相关强度。特别是某一种技巧在窄幅波动行情中能反复高抛低吸做差价，一旦发生情境的重大转换而不自知，这种技巧会遭遇灭顶之灾。投资技巧的有效边界一定要经历周期压力测试才可认定。这种测试与认知就涉及投资者投资理念的建立与完善。错误投资理念是投资者犯重复性错误的根源。

成熟投资理念涉及对股市全周期特征的概括、总结和认知。一般至少需要经历两个周期。通常还需要借助他人经验，参考近百年来的数十个周期的经验。

霍华德·马克思总结自己40多年从业经验时，写下这样的感悟：“一种有效的投资理念的形成功需要数年乃至数十年的时间：多年在市场上的摸爬滚打、事件观察与总结经验教训。”

再来介绍一下盲注论。赌博时只赌运气，不看牌下注，或随机下注追求随机回报，这叫盲注。投资者可在此刻检验一下你对自己目前持仓的股票到底了解多少，多大程度属于盲注。你是否知道它的主业与主要收入的构成、它的基本盈利模式，企业所处行业的发展阶段、竞争格局，该企业在行业中的地位，该企业未来3年的预期预测状况，企业管理层的管理水平与职业道德水准，该股票的历史均衡价位、现价合理性、筹码分布，及既定利益格局，下阶段影响股价的数个关键因素及可能的变化等。

投资者会发现股票投资决策都有盲注成分，不过程度不同。尽管我们可以区分聪明注、盲注，大盲注、小盲注，但那只是相对的。各种不完全信息、不

确定性都构成股票的盲区。笔者强调依据股票的过去、现有的信息，对股价未来的推断不可避免地存在三大缺口：信息缺口、逻辑缺口、时间缺口。这三大缺口决定了对股票未来的推断不具有确定性。

存在“盲注意识”不是坏事，它让我们牢记我们在复杂问题面前存在认知局限，这样才能更合理地决策。盲注意识也提醒我们，不仅要防止大盲注，也要力争降低盲注的“盲级”。盲区、盲点不能消灭，只能降低。要靠投资组合，多样化降低投资组合整体的盲级。

简而言之，这是一本关于证券投资经验总结性、探讨性的书。其主题是对决策过程中不断遭遇的新老问题的持续追索。这是一本强调实证、探索实战问题并强调在实战中如何合理决策的专题集。问题追索始终以实战中焦点问题为选题基准，且并不刻意追求理论的严谨与逻辑的完美。书中众多观点更重视是否有助于提高决策效果而非理论价值。

本书聚焦的层面是证券市场不确定情境下的决策过程合理性及决策行为所需遵守的基本规则。它重点探索理念层面揭盲而非技巧层面揭盲。本书也试图建立、启用一个新的具有良好多元性、汇集性、实战性的证券决策分析框架，启用一个新的观察视角，突出决策者在决策过程中面对的焦点问题及解决路径，力争有助于投资者缩短漫长的试错期，降低试错成本。

本书不追求学术之“真”，仅试图总结经验值之“实”。这些经验来自个人实践的总结与其他人经验的获取——大师书籍的体会、解读。本书的内容由三方面资源形成：第一，多年实战经验的沉淀与总结；第二，“股市迷之追索”各项专题研究笔记；第三，国际经典著作的读书笔记——投资大师投资经验的整理、汇集、解读。

本书的特点如下：

第一篇，敬畏市场——敬畏市场的无序与异常值打击。对股市复杂性作新角度解读——不确定性、模糊性、非线性、自组织性等。投资者常规误区之一，即不知如何敬畏市场，低估证券市场的复杂性，遭遇“职业炸毁”。

第二篇，思维模式转换——复杂世界与多元化心智模式。引入科学哲学最新的研究成果——复杂性及其适应理论，为股市解读与决策提供新的分析框架与视角。本书提出并试图解决一些传统决策理论所忽视、却已成为股市决策实战焦点的问题。这些问题仍是不少投资者决策过程中的认知盲区，如投资者思维模式转换问题。投资者从不成熟到成熟的转变，必须要经历思维模式转换，即思维模式从因果思维、线性思维、演绎性思维向概率思维、非线性思维、多元化思维范式改变。前者适应确定性世界，后者才能适应不确定性世界——复杂系统的决策情境。投资者初期所犯的大量错误，就是一相情愿地用确定性世界的思维模式，应对不确定性世界的决策，导致大量投资悲剧。

第三篇，理念重塑——股市高端认识门槛与应对规则，着力阐述下列投资信仰及基本决策规则：

第一，各种投资方法均可获得成功，但所需要的技术条件、资源条件不同。它们各有其有效的界域与值域，跨界使用是常见误区之一。

第二，存在多种投资理念与投资策略，没有最好的投资策略，只有最适合你的投资策略，适合在于所选投资策略与个人特征相匹配，包括：与个人的性格匹配；与个人优势域匹配——做自己擅长的事，选择自己了解的股票。

第三，成熟的投资理念重于投资技巧。投资理念统领全局，要适合股市周期性各阶段的复杂变化。投资技巧只解决局部问题。投资者常规误区之一，就是过多地沉溺于投资技巧，没有成熟的投资理念，痛失大局。

第四，对价值投资理论优势与不足进行了解读。

第五，介绍笔者个人投资理念、投资方法形成的心路历程。

这本书起步于求解股市之谜的专题研究。本书的初衷是厘清问题，不期问题越整越多。这里仅尝试建立新的股市解读与分析框架，并期望同业的指正、共勉。

作者

Contents 目录

前 言 理念揭盲，总监告白

第一篇 敬畏市场——敬畏市场的无序与异常值打击

第一章 投资者漫长试错期之谜·····	3
第二章 股票投资知识匮乏之谜·····	11
第三章 股市复杂性与投资者的“职业炸毁”之谜·····	19
第四章 股市与职业自由之谜·····	27
第五章 证券市场是混沌、复杂系统之谜·····	35
第六章 股市不确定性之谜·····	45
第七章 股市模糊性之谜·····	55
第八章 股市预测悖论之谜·····	65

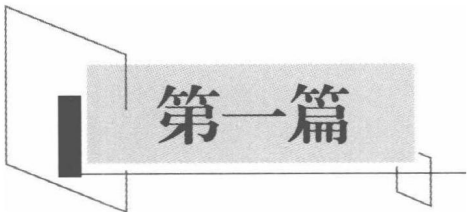
第二篇 思维模式转换——复杂世界与多元化心智模式

第九章 股市复杂性与认知模式转换·····	77
第十章 多元逻辑思维问题·····	89
第十一章 概率逻辑思维规则与股市解读·····	97
第十二章 股市概率环境与概率思维模式·····	109
第十三章 股票决策与情绪管理·····	121

第十四章	证券投资命题证伪困难	131
第十五章	股市——华尔街或拉斯维加斯	143
第十六章	不可替代的启发式决策	153

第三篇 理念重塑——股市高端认知门槛与应对规则

第十七章	基金经理成长之谜	167
第十八章	成功基金经理归因之谜	175
第十九章	投资理念重于投资技巧	185
第二十章	适合自己的策略才是好策略	195
第二十一章	散户如何战胜机构	205
第二十二章	选择赢家游戏，回避输家游戏	213
第二十三章	价值投资解读	223
第二十四章	价值投资批判	235
第二十五章	个人股市揭盲的心路历程	245



第一篇

敬畏市场

——敬畏市场的无序与异常值打击

第一章

投资者漫长试错期之谜

语录：

市场就是课堂，每天在传授着各种经验教训。投资成功的关键在于观察和学习。

霍华德·马克思，《投资最重要的事》

经验之谈：

依据个人经验判断：股票投资者从初次入市到转换为成熟的投资者，转换期一般不低于8~10年。

谜，引发人思考、追索。事起一桩争议。2009年春节期间，两位多年未曾联系的老友来电，双方就股市是否存在只赢不输的投资方法产生激烈争议。以一次饭局做赌注，双方认可请笔者裁判，认输者买单。

席间，笔者听到正方介绍此种只赢不输方法的基本原理，大致如下：顺趋势操作，如果趋势判断有误，亏损5%~8%及时止损；如果趋势判断正确，获利15%~20%即可了结。如此下来，可保只赢不输。

反方凭经验和直觉认为此方法不能保证只赢不输，但说不出不成立的逻辑与缘由。

笔者感知：核心问题并不在正方所述的操作方法与逻辑，而在正方所持有的确定性、必然性的思维模式及对证券市场复杂性的错误认知。

正方所说的只赢不输的方法，从理论、逻辑上可以完美成立，不是问题。真正的问题是实际决策过程中难以正确执行，甚至无法执行。一般人或大多数人并不具备这种高端技能。类似股市人常说的：顺趋势操作，以趋势为友便可只赢不输。此话逻辑上也没错，全部的问题在于：此话可以想到、说到，但绝大多数人做不到。几人能保证在事前能持续看对未来趋势？这样的人属于股仙。股仙如果存在，可快速、合法地从股市聚敛天下财富，但并不存在于人间。

看图说话，看着历史股市指数图形讲“高抛低吸”没有意义。历史属确定性世界，属曾经面临多种股价变化可能性中，由于各种机缘作用已实现的那部分可能性。而依据预测对未来进行投资判断的股票决策却无法规避决策结果的不确定性，属决策不得不面对的不确定世界。决策者要理解，面对不确定性决策所导致的最终的结果并非事先已确定，而是事件演变过程中“因果+机缘创造”出来的某个结果。客观上并不能事先确定之事，主观上又怎能先验认知？这种主观认知只是某种有依据的猜想。

趋势投资是投资界的一介流派，但趋势投资者最基本的投资信条之一是：趋势不可预测，只能跟踪。趋势投资者还要正确区分大趋势、小趋势，主要趋势、次级趋势，且还要耐心等待趋势的形成，形成之后才能得以确认。趋势投资者始终讲究吃“鱼的中段”，不参与趋势逆转前期的20%左右的行情。

对趋势投资者而言，高频率出现的问题是拐点，难以正确判定。实践中常常发生的是，止损后股市上扬；上扬追入后，又不得不止损。此方法的要点、难点就在于能否正确预测、判断趋势，能否正确判断趋势的拐点，能否正确地这个拐点的性质是反弹，还是反转。此类投资频发的问题是，如果趋势判断错误，会两边遭受损失。

此外，按股市周期性投资时钟，70%~80%的时段经常没有趋势。趋势投资要么转换投资风格，要么耐得住寂寞，静等趋势的形成。

实践中更复杂的问题在于：如果以数日、数周或数月的时间框架为参照系，市场底部区域的某次回升可以被认定为反弹，因为其后又出现回落。你如果能

把握这类波动，高抛低吸，也堪称正确；但同样一次波动，如果放在年度或数年度的时间框架来观察，后期股市逐波回升，在中长期参照系中被认定为反转的组成部分，也同样正确。同样一次波动，在不同的参照系（时间或投资理念、方法之中），可被投资者赋予不同的含义，且在各自约束条件下都可被判定为正确或错误。

凡此种种，要做到只赢不输，各个环节都要做对方可，大师级投资者也不具备此等功力。

笔者没有正面回答谁对谁错的问题，只强调要敬畏市场，敬畏市场的复杂性。投资者始终要牢记不确定性是股票投资过程最基本的特点。第一，买股票是买预期，买未来；企业面对的宏观、微观的未来存在多种变数、多种可能性。买未来就存在不确定性。决策学定义的不确定性是指一项决策可导致数种结果，事前并不能确定性地对应某一种结果。第二，投资者要切记，不确定性是一种客观状态，是一种确定性的不确定状态。不确定情境下的股票决策，其不可规避的前提条件就是决策所依据的信息与决策目标不匹配。决策时点信息不足以确认决策目标实现的必然性，仅支持其一定的或然性。其决策结果也不可避免存在不确定性。过程的不确定性决定了结果的不确定性。第三，就决策依据而言，正确的股票决策要依据一系列正确的预测，包括对宏观、中观（行业）、微观局势预测，包括对所投资股票未来盈利变化范围作一定精度的预测。投资者要切记：对未来的种种预测只是一种有依据的猜想，不是事实。专业分析师预测差错率通常不低于 40%，如果加入预测精度衡量，差错率会更高。

正方认真听取了陈述，只简单回复了六个字：“明白了，我买单。”

此事并不新奇。我猜测有 2~3 年以上股龄的股票投资者，多数人都或曾体验、经历过已获股市制胜天书的瞬间感觉，直到被下一场投资挫折惊醒，被打回凡人的原形。

我这两位老友学历不低，名校本科；智力上乘，围棋已具业余段位；股龄不低，10 年以上。二者所争议的问题再次引发我思考一个令人困惑之谜：股民

从入市到成熟，为何要经历如此漫长的试错期？不知各位投资者是否关注过一位股市投资者从初次入市到成为成熟的投资者，其转换期大致需要多少年的问题。时间之漫长会超出一般人的想象。

依据笔者个人经验判断：股票投资者从初次入市到成为成熟的投资者，转换期一般不低于 8~10 年。就专业、职业机构培养一个成熟的投资经理而言，其从业时间最低不少于 5~8 年。不经历一个牛市、熊市的循环，投资者难言成熟。一个牛熊循环周期最短不低于 4~5 年。鉴于业余投资者每日投入股市的时间仅为专业人士的 1/2 或 1/4，可推断业余投资者完成该项转化的时间至少是专业投资者的 2~4 倍。

股市决策不存在简单、统一的模式。但股市决策作为应对不确定性世界的决策，与应对确定性世界相比，需遵循一些重大的、特殊的基本规则。违背这些基本规则会付出昂贵的代价。认知这些基本规则，明确决策行为所应遵守的基本路线图，能大幅降低投资者的试错成本，有效缩短投资者的试错期。

股市投资者依据其实际奉行的投资理念、方法，依据其股票投资从业年限，依据其中长期平均投资收益水平，可被划分多个等级。但从试错者与成熟度的角度，大致可分为三个等级。

第一等级：初级班，高频试错者。该等级包括专业从业年限 1~3 年、业余从业年限 1~5 年的投资者。投资者处于高频试错期、短期股市经验积累期、局部或单项投资方法搜寻期。此类投资者的相对收益状态处于股市总体均值收益分布的低端区。其投资业绩好坏主要不是靠技能，而是靠运气，包括入市时机——牛市还是熊市。多数人是在牛市蜂拥入市，其短期经验将成为未来亏损的直接原因。

第二等级：中级班，中频试错者。该等级投资者的专业从业年限为 4~8 年，或业余从业年限为 6~10 年。投资者相对收益状态处于股市总体收益分布中等偏下区域，已获得单项或局部适合自身的投资规则。

第三等级：低频试错者。该等级投资者专业从业 8 年以上，或业余从业 10

年以上，已处成熟临界期。投资者成熟的基本标志为已获得并能坚守与执行一套适合自身特点的投资理念、方法。该方法有稳定高于股市平均水平的中长期收益率与成功度。其短期收益率未必称雄，但从3~5年的中长期投资收益率评价，投资者的经验与技能将成为其业绩的主导因素，随机与运气的成分退之次位。但要注意，这也就是指处于成熟临界区域，并非有此资历者均具备成熟投资能力。鉴于证券投资属世界最复杂等级的问题，能达标并成为成熟投资者的比例最终也就在15%左右。这是个淘汰率极高的行业。

从任一历史截面来观察，股市始终会存在庞大的不成熟的高频试错者。假设初期平均入市年龄为24岁，平均退出年龄为64岁，平均股龄为40年。如果按投资者从高频试错者到成熟投资者的转换平均所需时段不低于10年来估算，在股市任意时间截面上，常态不成熟投资者的比例至少不低于1/4，即25%。一方面已入市投资者试错期长，不断重蹈覆辙；另一方面每年都有大量新人加入市场。股市新人会依据残缺的知识、极不可靠的片面的短期投资经验，前赴后继地考验种种股市固有的投资陷阱的承接力。即使一部分老股民终于变成成熟了，其生理年龄也决定其要退出市场了。

此外，美国一位基金经理戏言：“华尔街是少数最不能靠熟能生巧来解决问题的场所。”它道破了一个事实：有不少人终身都不会从股市毕业，拿到成熟证书。这也算不上什么严重后果，只要个人资产投资比例控制得当，不属疯狂的赌徒，股市可权当个人参加随机游戏、小赌输赢的娱乐场所。

股市存在代际失忆症已是业内不争的事实。股市的牛市、熊市，悲剧与喜剧总在不断地轮回，即使号称成熟、有效的发达国家的股市也是如此。投资大师提示，股市暴跌之后，投资者的记忆呈下列轨迹：短期教训深刻；中期一般；长期毫无意义。一代人的时间计量单位为20~25年。

就中国股市而言，情况更加特殊。上海证券交易所1990年12月成立。中国目前的投资者中，最长的股龄为22年。笔者个人的证券从业心路历程也从切身经验角度确认了投资者要经历漫长的试错期。笔者有幸于1992年进入信托行