

Bull's Eye Investing:  
Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market

# 牛眼 投资法

命中超值回报的选股王道

[美]约翰·莫尔丁(John Mauldin) 著

郑磊 袁婷婷 译

马方业 审校



最完整的投资方法，  
最精准的选股策略，  
只为命中牛眼股，  
一击制胜！

曹仁超·何小锋·黄国英·张化桥·赵迪牛气推荐！



中国人民大学出版社

013042082

F830. 91  
895

# 牛眼投资法

命中超值回报的选股王道

Bull's Eye Investing:  
Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market

[美]约翰·莫尔丁(John Mauldin) 著

郑磊 袁婷婷 译

马方业 审校



中国人民大学出版社

·北京·



北航

C1651070

F830. 91  
895

图书在版编目 ( CIP ) 数据

牛眼投资法 / (美) 莫尔丁 著; 郑磊译. — 北京: 中国人民大学出版社,  
2013.6  
ISBN 978-7-300-17041-1

I. ①牛… II. ①莫… ②郑… III. ①股票投资—基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 056748 号



牛眼投资法

[美] 约翰·莫尔丁 (John Mauldin) 著

郑磊 袁婷婷 译

马方业 审校

Niuyan Touzifa

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街31号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京联兴盛业印刷股份有限公司

规 格 160mm×230mm 16开本

版 次 2013年6月第1版

印 张 23

印 次 2013年6月第1次印刷

字 数 350 000

定 价 45.00元

---

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

打开天窗  
说亮话

智富

FINANCE





# 推荐序



我老曹在1968年误打误撞入了证券投资这一行，当年许多人采用价值投资法分析股票，即是把投资股票视为小股东投资一盘生意一样，必须深入了解该公司的资产负债表、损益账、行业前景等。上述方法是所有投资者必须做到的第一步，因此也叫做基础分析，这理论以格雷厄姆（Benjamin Graham）为鼻祖，而他最得意的学生是巴菲特。

1971年9月中国宣布加入联合国，该消息令当年恒生指数由406点回落到278点，短短三个月内恒指回落30%，而个别股份跌幅更超过50%，证明股价升跌除反映公司资产负债表、损益账之外，另有其他因素对短期股价影响更大，上述叫做“市场心理”。分析市场心理的方法叫做“走势”，初期走势派信徒与基础分析派信徒互相攻击。走势派认为“万种消息皆入市”，因此观察走势已经足够，甚至认为基础分析是没有用的，代表者有玛吉（John Magee）的“柱状走势”（bar chart），其他如点数图（point and figure）、阴阳烛、移动平均数、RSI、MACD、动力指数、OBV等。20世纪70年代是走势派兴旺时期，经过数十年发展，人们渐渐发现“走势”原来易学难精。

1990年开始，日股出现长期回落，投资界留意到股市升跌除了受公司资产负债表、损益账及市场心理影响外，亦受经济周期影响，代表者有提出长波理论（即经济周期可长达55~65年）的康狄夫（Kondratieff）。简单来说，意思是经济起步时有30年繁荣期，然后10~15年的高原期（这段日子里个别行业仍可上升，部分行业会回落，整体经济增长幅度十分有限），最后是一般长达15~20年的回落期。日元在1985—1994年大幅升值，导致日本楼价及股市自1990年起一直回落至2008年底，时间长达19年。2009年起，日本经济重返“潜龙勿用期”，不知何日才“见龙在田”，迎接投资日本的大好时光。

踏入2000年，由莫尔丁（John Mauldin）提出的“牛眼投资法”渐成主流（过去英国贵族用牛头作为箭靶，并以牛眼为红心）。在经济回落期，单单射中牛头仍不能赚到钱，必须射中牛眼才能赚大钱。他认为“相对值”已经不合时宜（例如2007年10月至2008年股市大跌65%，若你的投资组合只损失30%，虽然跑赢大市，但仍要亏本），你必须达到“绝对值”才能赚钱。方法如同猎人射击鸭子，枪口必须瞄准鸭子起飞后一两秒的位置才能命中。如果只瞄准鸭子，枪声一响鸭子起飞，子弹才射到鸭子原先的位置，又怎能命中？莫尔丁把射击鸭子理论加以整理，强调趋势的重要，这也是近十多年来，我老曹一直强调的较新的分析技巧。而我老曹也是凭融会贯通“牛眼投资法”，命中多只牛股，大部分股票都获利两至三倍，由普通散户变身坐拥亿元身家。投资本金由港币5 000元，在40年内放大4万倍，达到2亿元。

简单来说，美国政府在2001年1月开始减息及减税，导致美元贬值，形成趋势后便应该投资债券、黄金及资源股；2003年中，当利率跌至1%，重新推动美国房价上升令经济开始复苏，资金应重返股票市场；2007年7月，美国利率重返6.5%，加上战后婴儿潮一代踏入60~65岁的退休年龄，估计他们必定卖房、卖股票（或基金）退出美国楼市及股市；2009年3月，美国政府推出量化宽松（QE）令资金应重返股市；2011年，美国政府推出扭曲操作（OT2），以压低长期利率，令资金重返楼市……我们应该利用这些短期趋势，在经济高原期（中国香港地区是1997—2007年，美国是2000—2007年）赚取绝对值，而不是相对值（即跑赢大市）。

2008年起，无论中国香港地区还是美国皆进入绵绵不绝的熊市（secular bear markets），能够捕捉趋势改变者才是大赢家。过去十多年，趋势投资法的确胜于基础分析及走势分析，成功例子如2000年起购买黄金及资源股、2007年7月—10月离开股市，以及2009年3月重返股市及楼市（尤其是内地楼市）。我们必须只买冒升的行业，以及该行业中的龙头股，并放弃回落中的行业，以及跑输大市的股票（不要捞底）。今天人人皆会说的“炒股不炒市”，便是来自趋势投资法。

过去该书只有英文版，令英文水平不高者难以阅读；今天已翻译成中文版，相信牛眼投资法将更普及。

**曹仁超**  
信报财经新闻有限公司首席顾问

导言：

# 你的准星必须 “领先”鸭子少许



每个猎人都知道，你不应该瞄准射击野鸭现在所处的位置，而是应该把枪口朝着它前进的方向偏一点。你的准星必须“领先”鸭子少许。如果你在射击的时候，将目标瞄准鸭子当时所在的位置，就打不中目标。（除非野鸭飞得很慢或是距离非常近！）

本书的目标是将这个简单的道理运用到股市投资上。我希望在本书中向各位说明，哪些将会是未来的趋势，帮助各位在设定自己的投资目标时，充分利用好这些趋势。

如果各位想在未来几年投资成功，那么，各位必须采取不同于上世纪八九十年代的做法。在上一次牛市行情起步的时候，利率和通货膨胀率同时走高，股票市场的价位却偏低，引发了史上人气最旺的多头行情。

我们现在所处的环境正好相反。美元正处于长期贬值通道<sup>①</sup>，美国经济不得不面对美国贸易失衡和政府负债的双重赤字。

美国股市目前的走势如何？债市目前的走势又如何？黄金？不动产？我们应该投资什么？

华尔街和证券基金专家都宣称，“股市正在走高，你应该投资股票，现在就是进场的时机。但因为你没有办法抓准进出场时机，所以你应该买入并长期持有股票。不要在意股价的短期下跌，我的最佳建议是认购我的基金。”

---

① 译注：尽管美元在某些阶段仍在反弹，但整体上处于下行贬值通道中。

有些人会说，熊市已经宣告结束，但他们每年都这么说；他们说，这本书写的是过去的事情。历史上长期熊市的下跌，比我们见过的情况更加严重，而且可以持续长达十七年之久，最短的时间是八年。当股价处于我们目前所在的高位时，长期熊市行情就还没有结束。

在我看来，对那些依然在听信华尔街蛊惑之言的投资人而言，他们将面临的最好结果是感到气馁，因为我引证的研究成果说明，在这次熊市周期中，我们还有很长的路要走。对那些计划在未来靠股市投资安享退休生活的人而言，结果可能会是灾难性的。

但是，这并不是说我不看好未来，这本书也不是一本沉闷乏味的书。事实上，经济与股市表现两者之间并没有直接的相关性。我们将会发现，我们的经济应该不会有问题，在各个成长阶段会出现正常的调整现象。我们所处的世界并不是濒临灭亡，其实一直都在不断发展变化着。长期熊市充满了各种创造投资成长的机会，只是，这种机会不会出现在目前华尔街所用的标准做法之中。

我希望通过研究市场过去是如何运作的以及背后的成因，给大家提供一份迈向未来的行动路线图。我们要拆穿华尔街经常引用的神话与“科学研究”，他们就是靠那些噱头吸引投资人买进并持有只有相对收益的投资项目。华尔街业内人士的这种做法并不少见，他们会刻意采用偏颇的理论和统计数字以及所谓的事实，而这些资料通常是错得离谱。当市场下跌的时候，这些人会像芝加哥小熊队（或是我喜欢的德州骑兵团）的球迷一样，只会耸耸肩膀对你说：“再多等一年！另外，拜托你再多买进一点吧。”

在本书的前半部分，大家看到的是“钓鱼”的技巧，在后半部分，我告诉大家的是应该到哪里去找到“鱼”。我建议大家不要跳过本书的前半部分，也就是不要为了寻找投资捷径，就直接跳到本书的后半部分。如果你不了解经济和全球市场发生了什么，那么，你就无法对自己的投资策略抱有信心，只会去追逐最热门的投资项目，结果往往是短暂的快乐，长期的痛苦。



有些人会说，熊市已经宣告结束，但他们每年都这么说；他们说，这本书写的是过去的事情。历史上长期熊市的下跌，比我们见过的情况更加严重，而且可以持续长达十七年之久，最短的时间是八年。当股价处于我们目前所在的高位时，长期熊市行情就还没有结束。

在我看来，对那些依然在听信华尔街蛊惑之言的投资人而言，他们将面临的最好结果是感到气馁，因为我引证的研究成果说明，在这次熊市周期中，我们还有很长的路要走。对那些计划在未来靠股市投资安享退休生活的人而言，结果可能会是灾难性的。

但是，这并不是说我不看好未来，这本书也不是一本沉闷乏味的书。事实上，经济与股市表现两者之间并没有直接的相关性。我们将会发现，我们的经济应该不会有问题，在各个成长阶段会出现正常的调整现象。我们所处的世界并不是濒临灭亡，其实一直都在不断发展变化着。长期熊市充满了各种创造投资成长的机会，只是，这种机会不会出现在目前华尔街所用的标准做法之中。

我希望通过研究市场过去是如何运作的以及背后的成因，给大家提供一份迈向未来的行动路线图。我们要拆穿华尔街经常引用的神话与“科学研究”，他们就是靠那些噱头吸引投资人买进并持有只有相对收益的投资项目。华尔街业内人士的这种做法并不少见，他们会刻意采用偏颇的理论和统计数字以及所谓的事实，而这些资料通常是错得离谱。当市场下跌的时候，这些人会像芝加哥小熊队（或是我喜欢的德州骑兵团）的球迷一样，只会耸耸肩膀对你说：“再多等一年！另外，拜托你再多买进一点吧。”

在本书的前半部分，大家看到的是“钓鱼”的技巧，在后半部分，我告诉大家的是应该到哪里去找到“鱼”。我建议大家不要跳过本书的前半部分，也就是不要为了寻找投资捷径，就直接跳到本书的后半部分。如果你不了解经济和全球市场发生了什么，那么，你就无法对自己的投资策略抱有信心，只会去追逐最热门的投资项目，结果往往是短暂的快乐，长期的痛苦。

以下是本书的架构：

首先，回顾历史，总结教训，探讨股市未来的发展潜力。我们会讨论现存六种研究股票市场的方法。先简要提示一下，有许多证据显示，在本周期结束的时候，股票市场会跟目前的情况相差不远。

通过对股市泡沫所做的历史与数学分析发现，在下一个牛市行情来临之前，股票市场有可能继续受到重挫。我们会检讨华尔街最喜欢用的促销花招，包括著名的伊柏森研究（Ibbotson study），西格尔（Jeremy Siegel）的《股史风云话投资》（*Stock for the Long Run*），以及现代投资组合理论（Modern Portfolio Theory，英文缩写为MPT）。我要让各位了解，当华尔街人用这些工具说服你时，大家为何要谨慎对待。

我们接着要分析，为什么在经济表现不错的时候，股票市场却可能继续下跌：这一切取决于投资人对盈利的预期，以及对未来盈利的价值的判断。

大多数分析师会简单地认为熊市就是从巅峰一路跌到谷底（从顶端到底部）。实际上，熊市行情可能出现在长期牛市之中（例如1987年、1998年的情况），而牛市行情也可能会出现在长期熊市之中（例如2000年、2001年以及2002年、2003年的情况）。分析师将长期熊市定义为，市场在到达顶部之后进入一段径直下跌的阶段，再重返前次高点的这段漫长时间。

我建议，让我们用另一种方式，将长期熊市市场定义为：股市市盈率由非常高的水平下跌至相当低的这段期间。正是因为有了这样低的市盈率估值，我们才能再度信心满满地把资金重新投入股市，这就如同绷紧的橡皮筋肯定会反弹是一样的道理。当然，华尔街那帮人会想尽办法向你提到各式各样的研究，企图证明股票总是被低估，而你应该做的就是马上买进。他们在过去几年就是这样说的，现在仍在说同样的话。这些人都错了，我们将分析其错误的原因。

我的意思是说，收益非常重要，因此，在这本书当中，有好几章会重点讨论这个问题。我们将看到为什么华尔街的分析师总是出错（每年大约有50%以上预估错误），真正的收益增长的潜力是什么，以及如何正确认识这一切。

接下来我们会讨论风险问题。我说过，在长期熊市投资，最重要的是管理风险。我相信，探讨风险的那一章，会是本书最重要和最有趣的章节。

我们会探讨投资人最常犯的错误，以及如何避免这些错误。统计数据显示，个人投资者的投资表现不如他们所投资的基金或股票的投资表现，我们会探究其中的原因。我们也将看到，今天的热门基金为何在明天可能成为输家，以及在这样的市场中，你应该投资寻找哪些类型的基金？

我们将放眼未来，审视婴儿潮的人口结构，及其会对我们的投资造成的影响。我们会分析利率、通货紧缩和通货膨胀的变化方向。接着，我们会检讨世界经济的趋势与美元的状况，看看是否能够找出有潜力的投资方向。幸运的是，我们找到了！

这些经济问题，会迫使一些人做出痛苦的投资调整。我会告诉你如何在剧烈波动的市场中寻找绝对回报，化疑难为机会。

在第一部分结束后，我们接着会分析一些类型的对冲基金，我认为这些投资应该可以提供相当不错的绝对回报率。我们会看到华尔街是如何欺骗小投资者，争取到对他们自己有利的交易。最富有的投资人，以及聘用昂贵投资顾问的大型机构，都选择那些高收费、不受规管的私人投资项目，是因为这些投资项目的风险调整回报率，胜过只采取买进并持有策略的证券基金。我们会告诉各位，如何将这些策略运用到你的投资组合中去。

最后，我们会探讨各位应该对未来保持乐观的理由。在1974年，只有少数人能预见到电脑、通讯以及互联网可能带来的改变与机会。在当时，由于全球竞争导致就业岗位流失，社会为美国基础工业蒙受的损失痛苦悲鸣。

今天，我们发现美国的工作机会再次面临激烈竞争。美国的核心竞争力似乎正在逐渐消失，而市场并未及时做出反应。与几年前相比，世界正在发生改变。很少有美国人留意到，小型企业和研究领域正在发生某些新的革命，将会奠定美国下一波繁荣的基础，因为我们根本没有想过下一波的变革浪潮会如何影响我们。

这样的变革过程中会出现赢家吗？当然会。每当出现重大变革的时候，一定会有人从中受益，当然也一定会有人蒙受损失。我会试着告诉大家，你们应该如何找到自己的位置，让自己成为赢家。

这些周期的模式虽然没有经历千年之久，但也长达数世纪。坏行情和好行情交替出现，就像四季变化一样可以预期。自从美索不达米亚人与波斯人开始有交易以来，这些周期一直在出现。虽然没有人可以准确预测冬季会在哪一天到来，但是冬天一定会来临。当你拟定夏季计划的时候，也可以为冬天做好准备。作为投资人，如果你了解所处的经济与投资周期，并做好相应的规划，就一定能够成功。

所以，做好准备，让我们开始迈向成功的投资征途。

John F. Mauldin. Bull's Eye Investing: Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market.

ISBN: 978-0-471-65543-5

Copyright © 2004 by John F. Mauldin. All Rights Reserved.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, entitled Bull's Eye Investing: Targeting Real Returns in a Smoke and Mirrors Market, ISBN 978-0-471-65543-5, by John F. Mauldin, Published by John Wiley & Sons .

No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Renmin University Press.

This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权中国人民大学出版社出版。未经出版者书面许可，不得以任何形式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

本书中文翻译稿由（香港）天窗出版社有限公司授权使用。

版权所有，侵权必究。

北京市版权局著作权合同登记号：01-2012-4094



# 目录

|      |                |      |
|------|----------------|------|
| 推荐序  | 曹仁超            | VI   |
| 导言   | 你的准星必须“领先”鸭子少许 | VIII |
| 第一章  | 牛熊之争           | 001  |
| 第二章  | 历史趋势和股市信仰      | 023  |
| 第三章  | 与趋势为伍          | 033  |
| 第四章  | 抓住下一波行情        | 047  |
| 第五章  | 以史为鉴 做实际预测     | 061  |
| 第六章  | 金融物理学：相互关联的关系  | 085  |
| 第七章  | 风险预期           | 097  |
| 第八章  | 对收益增长的真实评估     | 105  |
| 第九章  | 养老基金之忧         | 139  |
| 第十章  | 老龄化社会的退休难题     | 147  |
| 第十一章 | 人口结构已注定        | 167  |
| 第十二章 | 美元霸权的末路        | 179  |



|      |               |     |
|------|---------------|-----|
| 第十三章 | 差强人意的经济       | 197 |
| 第十四章 | 格林斯潘和OK农场的保卫战 | 213 |
| 第十五章 | 为何投资会失败       | 229 |
| 第十六章 | 牛眼投资 尽在选股     | 247 |
| 第十七章 | 切入内心的投资心理学    | 265 |
| 第十八章 | 股票的价值         | 293 |
| 第十九章 | 投资领域的闪光点      | 311 |
| 第二十章 | 牛眼投资          | 329 |
| 附录   | 长期熊市 “牛眼” 透视  | 337 |

## 第一章

# 牛熊之争





**新**时代的经济学家、股票基金经理以及卖方投资顾问都在絮絮叨叨、坚持不懈地鼓动说：股票市场的高速公路终于全部通车了，新的车道还在不断增加，变化日新月异。每天都值得买入和持有股票。而且，从长期投资角度看，市场将持续上涨，无须在意短期回报是否太低。

这些前卫的投资者用一大堆理由来劝说我们，股市这一次的高估值与以往真的不同。以往股价在达到高位之后，会经历严重的下跌调整和十年以上的熊市，这次不会发生这种情况。同时，他们还宣称，如同2001年我们经历的一样，未来的经济衰退将会是轻微而短暂的。20世纪90年代那样的牛市，很快就将重现。

这些所谓的“事实”以及被用来解释的看似可信的研究成果被提供给投资者。通过这些研究报告，可以引导投资者得出一个判断：待股市喘定后，道琼斯工业指数在未来几年将向上挑战36 000点或100 000点。

这些新时代的拉拉队队长们的主要依据，在我来看，就是循环（弯弯绕）逻辑。他们想告诉投资者的是：现在的股市投资与债券投资一样安全。这种说法可能导致越来越多的投资者持续地投资股市，从而推高股价，直到股票的回报赶上债券的回报为止。而投资大师彼得·林奇（Peter Lynch）曾经说过“收益推动着股市的增长”，也就是说，不断增长的收益将会推动股市创出新高。由于在接下来的任何一个季度，收益可能恢复到像近十年一样的快速增长状态，因此，在股市接近债券的估值水平之后，市场仍将会持续上涨。这就等于是先声称投资股市是安全的，诱使投资者托市，待股价被推高之后，更多的投资将会被吸引进入股市。

那些人还认为，如果格林斯潘（Alan Greenspan，美联储前任主席）调