

14种市场法则与差价技术批判

[第一版·中文版]

□ 缪非 著



 宁波出版社
NINGBO PUBLISHING HOUSE

股市的天空

THE SKY OF STOCK MARKET

14种市场法则与差价技术批判

14 KIND OF MARKET RULES AND
PRICE DIFFERENCE TECHNOLOGY CRITIQUE

[第一版·中文版]

□ 缪非 著



宁波出版社

图书在版编目(CIP)数据

股市的天空:14种市场法则与差价技术批判/缪非
著. —宁波:宁波出版社, 2008.12
ISBN 978-7-80743-340-8

I.股… II.缪… III.股票—资本市场—研究 IV.

F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 212926 号

股市的天空——14种市场法则与差价技术批判

著 者 缪 非

责任编辑 廖维勇

出 版 宁波出版社(宁波市苍水街 79 号 315000)

发 行 宁波出版社(宁波市苍水街 79 号 315000)

经 销 全国新华书店

印 刷 浙江开源印务有限公司

开 本 890 毫米×1230 毫米 1/16

印 张 11

字 数 145 千

版 次 2009 年 1 月第 1 版

印 次 2009 年 1 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-80743-340-8

定 价 30.00 元

■□关于本书结构的特别说明

第一部分《财富对话》，深入回答的是“为什么要投资股票，如何投资股票”。第二部分《关于成本》，通过简单的数学模型阐述“低成本是股票投资成功的最为重要的要律”，是本书的重要思想之一。第三部分《关于差价(上)》，之所以把差价内容分为上下两部分，并在结构上间隔，是因为关于差价的上部分论述的平衡总原则，是本书一个核心思想，没有对其的明了，无法理解以下内容。差价技术 1-5 则是由平衡原则在不同层面演绎而来，因此归在一起。第四部分《关于个股》，论述的是价值发现的思想，是本书最有实用价值的部分。第五部分《关于差价(下)》，主要以差价技术的角度进行归类。其他部分论述的也是一个投资者决不可轻视的。

特别申明：本书涉及的所有个股论述，仅为论证观点，不构成推荐买入或卖出的理由。

本书所涉数据有两种情况：一是以历史片断佐证观点，不求时效；二是材料数据，全部截至 2008 年 12 月 31 日。提请读者阅读时注意。

contents

[目录]

财富对话

- 001 作者自序 1
- 012 作者自序 2
- 016 作者自序 3

关于成本

- 025 论成本:一个简单数学模拟下的新发现

关于差价(上)

- 040 论平衡:股市的至高法则
——平衡法则、市场技术及批判[市场法则 1-5]

关于个股

- 078 论价值发现[市场法则 6]
- 099 论资产配置的问题[市场法则 7]

关于差价(下)

- 105 论时机之一:变局中极大机会的发现与运用[市场法则 8]
- 116 论时机之二:一天的买卖时机[市场法则 9]
- 119 论时机之三:逃生与抄底的绝技[市场法则 10]
- 127 论时机之四:一轮行情中回避调整的最佳策略[市场法则 11]

其他

- 132 重视信息革命引起的股市新格局[市场法则 12]
- 137 论灵感[市场法则 13]
- 140 论心态[市场法则 14]
- 145 什么是真正的利润?

附录

- 149 附录 1:上证综指 & 深证成指 1990-2008 月(年)K 线图
上证综指 & 深证成指[1990-2008]年度涨跌幅
- 152 附录 2:世界主要股市股指月 K 线图
- 156 附录 3:伯克希尔·哈撒韦公司 42 年[1965-2006]业绩表
- 158 附录 4:个人历年证券投资[2009-2020]记录表

□财富对话
■作者自序 1

变化是机会。

一个人在一生中在投资市场总会遇上几次大的“冷”“热”之变。

百年不遇的金融风暴 2007-2008 年在全球突然爆发,并蔓延到实体经济,经济危机成为人们生存发展的全面威胁。然而,作者认为,在危机中死亡或消退是你对过去的错误付出的代价。冷热交替属不可颠覆之客观规律,冬天乃春天之母。为求生存与发展,为了下一个春天,除了未雨绸缪备足资金粮草,最为重要的是准备好精神食粮,树立正确的投资思想,掌握真正正确的投资技术。

[为什么要投资股票?]

一般投资者开始进入股票市场时,最大的困惑是,感觉风险太大,或认为收益具有不确定性,心态比较复杂。

“从 1927 年以来,美国普通股票的平均收益率为 9.8%,而公司债券为 5%,政府债券为 4.4%,短期国库券为 3.4%。根据消费价格指数 CPI(consumer price index)计算,扣除长期通货膨胀率每年 3%,股票的实际收益率为 6.8%,尽管在之后 60 年

股市经历崩盘、经济萧条、战争、经济衰退、10次总统更换,等等,但是借复利的力量,股票投资收益仍然是公司债券的15倍,是国库券的30倍还要多。”“举例看,如你1927年投入1000美金,60年后,投资国库券、政府债券、公司债券、普通股票的收获分别是:7400、13200、17600、272000美元。”

上述是曾被《时代》杂志评为“全球最佳基金经理”的美国人彼得·林奇(Peter Lynch, John Rothchild)在其代表作中给出的事实。

股票投资是真正能跑过CPI的选择。

为什么股票投资能胜出其他投资工具?答案是明确的:投资股票是投资公司,好公司是一部获利的机器,可以让投资人分享其不断成长产生的增值。

[什么是股票投资的正确思想?]

那么,为什么在现实生活中,我们常见的是亏损的股民,而很少见赚钱的投资者?

答案实际上已在上面的论述中。投资股票一定要当做投资企业。现实中不到1%的人能做到这一点,99%以上的人把股票投资获利眼光放在了股价日常波动的差价上。

这就是现象背后的根本原因。

1%与99%的差异,在世界投资理论派别上也形成了技术分析 & 价值投资的分野:前者认为市场总是有效的,强调从股价的历史数据中寻求未来股价的趋势;后者强调企业内在价值,强调企业价值与股票价格之差是投资的要点所在。



后者以本·格雷厄姆(Ben Graham)为鼻祖,价值投资取得了实践的空前成功,出现了一大批顶尖证券投资专家,如马里奥·加贝利、约翰·奈夫、米歇尔·普赖斯、约翰·鲍弋尔等。而沃伦·巴菲特(Warren Buffett)以股票投资为主要途径,通过连续 43 年的胜绩,于 2008 年 3 月份首次取代比尔·盖茨,荣膺《福布斯》杂志富豪榜全球首富。2007 年 12 月 11 日,伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway Inc.)Class A 股票价格录得创纪录的每股 151650 美元,四十多年前它的价格是 13 美元。

态度决定出路。

关键是,你对待资本市场的正确态度的选择:你是利用市场日常波动做微小的差价,还是着眼股票背后的企业成长来投放你的真金白银。

发现内在价值空间,发现股价低于价值的公司,是价值投资最为重要的工作。

当然,在各国证券市场不同历史阶段,会出现暴利性机会,如中国曾出现认购券、转配股、法人股等历史机会,现在又有人把眼光瞄准大小非了。但是,这里隐藏着财务、时间跨度、陷阱、概率等复杂的投资问题,并不是看上去那么简单,否则,你就没有吸取曾经强大的德隆倒下的教训。

价值投资也许会面临不同成功方法的挑战,但价值投资对于绝大多数的投资人而言是一个很好的或说是最好的选择。

[正确看待中国股市投资机会]

现在,我们以中国证券市场来分析投资机会。

中国证券市场如从 1990 年 12 月 19 日上海证券交易所

建立起计,已有近 20 年历史。其间,经历了至少六次牛熊转换,一次次大浪淘沙,一批批翻卷股民。

长江后浪推前浪。

本书以发生在 2005–2007 年中国股票市场的特大牛市为例来分析市场规律。这轮牛市不但涨幅为全球之冠,而且让包括很多实业家在内的“有钱人”重新思考资本市场的魅力和相关问题。

先来看看这轮牛市发生的背景。

一个背景是,2005 年,作为“经济晴雨表”的中国股市徘徊在 10 倍左右市盈率水平线上,沪深指数还在 1993 年高点下踌躇,股市的总市值才 3 万多亿,仅为香港市场的 1/3,而同期我国的经济增长却翻了数倍。

另一个背景是,2005 年,当时在中国有许多的人,主要是中小企业主,完成了财富的初步积累,而这个“积累”正达到一个阶段性的临界点上;还有更多的人,主要是所谓的各层职业经理、其他白领、各行业的高收入人群或家庭,居民的“流动性过剩”式闲钱明显。据人民银行统计数据,2005 年 12 月底,我国城乡居民本、外币储蓄存款余额折合人民币为 14.71 万亿元,储蓄率已高达 39%,超过日本 1985 年曾创下的 35% 的历史最高纪录,而同期美国居民各种存款比重仅为 9.43%,日本为 15%。“钱生钱”动机加之 CPI 压力,“笼中钱”正急切地寻找新的出口路径。

这种内外背景的反差由一场史无前例的股权改革直接引发。

2005 年 5 月启动的以大小股东间“对价”为手段的股改,是一场解决中国股权长期分割状态的伟大变革。

当时,市场对启动的股改持乐观态度,加之 2008 年北京

奥运会的人气预期,沪深股市终于爆发了波澜壮阔的一轮牛市。上证综指于2007年10月16日创下6124点历史高点,较2005年6月10日998点启动低点,上涨514%;深证成指于2007年10月创下19600点高点较之2005年6月的2590点低点涨幅达657%。历时2年4个月,沪市5倍多涨幅,深市6.5倍涨幅,不但创下了中国股票市场近20年来最大一轮牛市,也充分展示了资本市场巨大的财富嬗变魅力。

之后,受大于2倍于流通股的“大小非”不断解禁的压力,及“股市内调整压力、国际经济金融环境不确定因素增加、我国经济发展面临国际经济环境重大变化和国内严重自然灾害冲击等多重因素综合作用的影响,同时由于我国资本市场的机制、体制以及市场结构仍不健全”(引自新华社《关于中国股市的通信》),二级市场承受极大的卖压。

沪深指数于2007年10月始一路走低,至2008年12月31日,上证综指收于1820点、深证成指收于6485点,分别较高点2007年10月收盘指数5954点、19531点,跌去69%、69%。

不容置疑的是,股权改革大大地推进了中国股票市场股本结构的市场化,可以预期,经过2008年世界性金融风暴的洗涤及2008年、2009年针对“大小非”解禁出现的新问题进行金融衍生品适度创新后,2009-2010年后,市场将真正步入由股权分置市场转变为全流通市场的时代,中国股票市场基础制度环境将发生重大变化。

无数的投资人在关心,未来中国股市会如何?

作者认为,这是个伪命题,真正的命题是:未来中国经济会如何?

过去的 30 年,中国经济年平均增长速度为 9.8%,引领全球。至 2007 年,中国 GDP 已经达到 3.62 万亿美元,排名世界第四,在过去 5 年里连升两位。

根据世界银行发布的报告,以市场汇率计算,2007 年中国经济增长对世界 GDP 增长的贡献度达到 16%,并且超过美国经济增长的贡献度。而以购买力评价汇率计算,中国的贡献度甚至会更高。

2008 年 11 月 10 日,中国政府公布了有史以来力度最大的刺激经济措施,在 2010 年前将通过增加开支和减税方式投资 4 万亿元用于十个方面的建设。

有专家称,中国的高速增长在未来依然是可持续的。主要原因在于,尽管中国经济规模总量很大,但人均规模尚小,有足够的成长空间和成长潜力。2006 年中国人均 GDP 达到 2000 美元左右,还很低。根据 2005 年新颁布的进入发达国家的标准,人均 GDP 应达到 10000 美元,中国最早实现这个目标大概还需要 10-15 年。更有专家指出,财政、货币、价格和社会体制改革,都将为下一步中国经济创造前所未有的机遇,都必将推动经济保持稳定、高速、协调的发展。

然而,受 2008 年全球性风暴的冲击,及我国中小企业在相当长时间内需正视能源、环境、劳动力成本甚至产品专利、商誉、品牌、管理、核心竞争力等一系列已出现的或将出现的困难和困惑。从珠三角到长三角、环渤海湾,无数的中小企业面临前所未有的困境,2008 年始“过冬”气氛弥漫整个中国。2008 年,是中国百年奥运年,是改革开放 30 周年,然而,我们会过一个世界性的冬天。

变化是机会。世界正寻找新的金融坐标,谁说不是给了中国一个新角色的机会?

英国人阿诺德·汤因比《历史研究》(A STUDY OF HISTORY, ARNOLD TOYNBEE)告诉我们如何思索历史。宽一些视野、大一些时间跨度看可能会有更正确的视野。

沃伦·巴菲特这个投资伟人在 2008 年 8 月 22 日接受美国 CNBC 电视台采访时,再三表示看好中国股市,认为至少从十年看中国没问题,就不要关心现在的一些所谓困境:“中国和美国一样,未来半年或一年发生什么真的并不重要,关键是未来 10 年会发生什么。”

借用世界商品投资大师吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)的话“在未来的 10 年到 20 年,有几件事会影响世界,第一就是中国的发展,21 世纪是中国的世纪”。

中国工业黄金 30 年已结束,正过渡到内需型经济,进入另一繁荣期。英国从 1800 年开始到第一次世界大战爆发,繁荣期 130 年;美国繁荣期从 1890 年开始到 2000 年见顶,约 110 年;中国 1978 年开始至现在只运行了 30 年。这种观点不是没有道理。

中国经济的强大,这并不是一个很值得怀疑的大概率事件。

不怀疑中国的前景就不必担心股市的起伏。

但,《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起(1653-2004)》(THE GREAT GAME—The Emergence of Wall Street as a World Power, by John Steele Gordon)十分清楚地告诉了我们美国证券市场发展的曲折性。在最近三十年中美国股市经历了太多的系统风险。而以持续 43 年业绩胜出市场并于 2008 年

成为这个星球首富的美国资本家沃伦·巴菲特持有的可口可乐(1988年买入)、华盛顿邮报等不但占其管理的伯克希尔·哈撒韦公司资产的大比重而且20多年拥有不减持。

从1990年12月新中国上海证券交易所成立始计,至2008年,证券市场历史不到20年;而美国证券市场如果从1792年《梧桐树协议》起计已走过了200多年。我们可以相信,中国股市更广阔的天空一定在前面。

[哪里发生了错误?]

人性的弱点是:“冷”时看不到“热”,“热”时看不到“冷”。

不要说一般的家庭在股市上的惨败,即使是历经商海考验的企业、企业家,面对股市的无常也无比犹豫、困惑。

一个现象是:不少企业,甚至一些上市公司,特别是受2006-2007牛市之牵引,除积极在高位进行股票投资外,2007年盲目参与增发、参基,不断地抢进PE(Private Equity,私募股权投资。以下简称PE),结果,损失无比惨重。

它们的投资逻辑十分简单:二级市场价格如“堰塞湖”一样高悬,进入类一级市场的相对低价一定没错。巨大的差价就是利润的召唤。

这里,错误明显存在于三个方面。

一是估值的时空错置。

能以今天60多倍的市盈率P/E(Price-earnings ratio,以下简称P/E)衡量明天的估价水平吗?这显然是“刻舟求剑”。2007年8月,浙江两家实力雄厚的房地产企业老板认真地问作者要不要参与山东一家上市公司的增发,而且称对方说要



一周内必须确认,中介还要数百万元好处费。而增发市盈率多少?三十五倍以上。这两个老板已在积极调动资金了。在作者坚决的劝说下,他们终于悻悻地放弃了这个“机会”。实际上,道理很简单,只不过在“热闹”时要多一份“冷静”,绝不能简单地以今天的 P/E 去支持明天的价格。

据 WIND 数据统计,2008 年 1-8 月共有 96 家上市公司实施了增发,而以 8 月底收盘价计算,股价跌破增发价的公司高达 78 家,占 81%;而另有已提出增发申请但仍未实施的 163 只个股中,以 8 月底收盘价计算,仅有 11 只的收盘价仍在增发价之上。

据相关公司公告,在 2006-2007 年股指高点上,100 多家上市公司奋勇冲进股市,一些主业极为优秀的上市公司也有在参基、高位股票投资中损失过亿元。

市场投资的盲目、无序可见一斑。

让人疑惑的是,至少在 2006-2007 年打新股的收益远远超过银行资金成本的时候,敢于快速抢进进行确定性高收益(没有风险。年化净收益率超过 15%;在投资大师眼里一个极难长期连续超越的数限)的上市公司却甚少。

一“多”一“少”引人反思。一轮潮汐过后,裸泳者不少。

二是不能明了市场退出生态链的逻辑。

不可否认,日后,PE 是会让中国一些具有综合实力的投资公司起飞。Goldman Sachs Group Inc.这样的公司不能说不会在中国出现(其在 2008 年金融风暴中为利益动机偏差及过度杠杆所累)。

据相关统计,至 2008 年 8 月,至少有 55 家上市公司不同程度参股了创投公司,实施 PE 策略。相信,基于中国中小板

的预期,会有更多的上市公司介入。

但参与资本市场,必须明了一个资本生态逻辑。

一般来看,股权投资市场的生态链是这样的:大量中小企业(我国大约有 860 万家企业)→PE(VC)公司(股份有限公司约有 6 万家)→PRE-IPO 公司→一级市场 IPO 公司(每年大约成功进行 IPO 的约 100 家)→二级市场公司(约 2000 家)。这是一个类金字塔结构。

而股权投资的利益的实现一般以退出为主要目的,而且以二级市场为主要路径(包括沪深 A 股,另有 B 股、S 股、H 股、N 股等),此外,上海、天津发展中的股交所、产权市场甚至柜台交易市场 OTC 会产生另一平台。显然,不同位置的公司价值(价格)主要以二级市场的价位水平作为基准线的(除了不以套现为目的的产业股权投资)。

再来看另一个数据:据美国《财富》Fortune 杂志,美国大约 62%的企业寿命不超过 5 年,只有 2%的企业能活到 50 岁,中小企业的平均寿命不到 7 年,大企业平均寿命不足 40 年;一般的跨国公司平均寿命为 10-12 年;世界 500 强企业平均寿命为 40-42 年,1000 强企业平均寿命为 30 年。中国集团公司的平均寿命为 7-8 年;小企业的平均寿命为 2.9 年,中国企业平均寿命约 3.5 年。

那么,在二级市场市盈率只有十几倍(国际水平)时,综合股权投资的时间成本、机会成本、选择面、IPO 的不确定性、运营成本、人的成本等因素,从概率上分析,可以完全肯定:对绝大多数投资人而言,直接在二级市场投资的成功概率反而明显高于其他投资。

显然,无论从公司退出机会来看,还是企业生命周期来看,当 P/E 很低时,做 PE 的风险反而较大。PE、IPO、PRE-

IPO、二级市场投资胜率是在变化的。它们在风险、收益方程中是一个正弦函数。

三是优势的判断。

在世界性热钱增多后,好公司不欢迎不能带来附加值的资金。上市通道、管理、其他资源常成为不可或缺的“聘礼”了。有几家公司具备这个条件?实际上如高盛等顶尖投资公司创造的利润是极诱人,然而这是因为有它的附加值起着极大作用。

不同时期、不同情况下完全应有不同策略。这是辩证法告诉我们的真理:一切以时间条件的变化而变化。

当作者快收稿时,深沪平均 P/E 接近国际水平。

又见黄金遍地时。

“We are all in the gutter, but some of us are looking at stars.”——我们都深陷泥泞,但仍有人在仰望星空。

■作者自序 2

[价值投资的知与行]

当 1997 年看《一个美国资本家的成长——沃伦·巴菲特传》(罗杰·洛文斯坦著,海南出版社)一书时,作者也没有想到十年后,对沃伦·巴菲特的膜拜,在中国达到现在这般的炽烈情形。2007 年海南出版社出了修订版,封面从冷静的木绿色改为了热烈的橙黄色,开本也从 1/32 扩大到 1/16。现在,越来越多的国内投资者开始关注价值投资。而美国法律教授劳伦斯 A.坎宁安编的《巴菲特致股东的信:股份公司教程》(The Essays of Warren Buffett Lessons for Corporate America, by Warren Buffett, Edit: Lawrence A. Cunningham),更是帮助我们认清内在价值的投资逻辑。

现在,太多的人在发表对 2008 年已成世界首富巴老的股票投资理念的理解与主张。但没有真正理解导致误入歧途或叶公好龙的情况一定会发生或存在。实际上价值投资是“知难行难”(不是“知易行难”)。

首先,我们究竟有没有理解价值投资精髓?要真正理解、接受价值投资一定是极不易的。就拿其核心理念——对企业“内在价值”的理解而言,就是一个最不具确定性的东西。伯克希尔宣称的“购买额大、可靠的持续获利能力、企业股东权益