



前 言

我们之所以写这样一本书，主要出于两方面的原因：

第一、深圳市牧马人信息咨询有限公司于 2001 年正式推出了“中国股市数量投资模型分析系统”软件，该软件引进了当今世界先进的投资理念与思想，较之于传统的股票分析软件，在设计指导思想、分析方式与投资手段等诸多方面均作了相当大的改进，取得了良好的实战效果。但接受新生事物总得有一个过程，许多用户的思维局限于基本分析或技术分析，对牧马人公司的软件设计思想一时难以理解，向我们提出这样或那样的疑问。为了回答投资者的各种问题，有时不得不从实战理论开始讲起，然后到实战投资方法乃至软件的运用。应该承认，理论确实落后于实践，广大投资者亟需提高实战理论水平。

第二、目前有关股票投资的书尽管数量很多，但常常是从股票知识 ABC，到投资理论、基本分析、技术分析、宏观经济、个股分析等面面俱到，或由于作者缺乏实际的股票投资经验，内容大多停留在理论介绍层面，实用性不强。当然，随着此类书籍的增多，大家已经越来越重视股票投资类书籍的实用性。

基于以上认识，本书的目的也就清楚了，一方面要使广大投资者领会牧马人公司投资决策系统所采用的先进的投资理念与设计思想，以便更好地掌握新式投资工具；另一方面，帮助股民朋友们真正提高实战水平，提高在股市中的投资回报率，即使他们没有购买我们的软件也是如此。

本书第一章简要介绍了 4 种传统的投资理论：空中楼阁理论、稳固基础理论、效率市场假说和证券组合理论，然后总结了我国 10 年来股市投资模式与发展趋势，最后比较详细地论述了牧马人公司的实战理论。

第二章重点介绍牧马人公司研究出来的特色指标，这些特色指标根据实战理论分为 3 类：大势分析、市场热点和个股分析，融独创性与实战性于一体。虽然总的数量并不多，但每个特色指标都有其独到之处。

第三章的实战宝典，绝大多数是牧马人公司的数量投资模型的研究成果。可以毫不夸张地说，投资者只要能真正掌握 1、2 个本章所介绍的实战秘诀，股票投资赚钱就不用愁了。

第四章介绍的是时间预测方法，尽管目前尚未出现真正有效的预测工具，但投资者在看完本章之后对时间预测会有一个比较清晰的轮廓。

市盈率历来是人们所重点关心的问题之一，本书第五章从多个角度研究了市盈率问题：海外市场的市盈率水平、我国股市市盈率的结构与变化以及如何根据市盈率选股等。

实证分析方法是其所推崇的实战分析方法之一。本书第六章采用实证分析的方法，对股市的波动特点、主流板块、个股炒作等现象进行了深入研究，研究结论对投资者的实际操作也大有帮助。

本书最后选择性地介绍了一些国内证券同行在数量投资模型研究方面的成果。数量投资方式必将是我国将来的主流投资方式，机构投资者与资金量比较大的个人投资者应该高瞻远瞩，走在时代的前列。

总的来说，本书不宜于准备入市或刚入市的初级投资者阅读，主要适合于已经在股市积累了一定的投资经验和投资技巧的成熟投资者，以帮助他们开拓新思维、更上一层楼。

由于作者水平有限，本书错误在所难免，敬请广大读者不吝赐教。

本书在写作过程中，参考、借鉴了一些同行的观点与研究成果。如国信证券的吴锋同志对我国投资模式的分析、联合证券张弘、吴载德同志对上市公司业绩的季节分析等。在此深表谢意。若广大读者有任何其它意见或建议，同时，股民朋友如有好的实战投资技巧，我们也希望大家以各种方式与我们联系（电子信箱：camnew@sina.com），共同探讨股市实战的理论与方法，进一步提高投资回报率。

王济武、余建新
于 2002 年春节



目 录

第一章 股票投资理论与策略

第一节	空中楼阁理论.....	(3)
第二节	稳固基础理论.....	(9)
第三节	效率市场假说	(14)
第四节	证券组合理论	(17)
第五节	我国股市投资模式分析	(21)
第六节	“牧马人”实战理论	(30)
第七节	“牧马人”投资策略	(38)

第二章 “牧马人” 特色指标

第一节	大势分析类	(49)
第二节	市场热点类	(56)
第三节	个股分析类	(61)

第三章 “牧马人” 实战宝典

第一节	股价运动规律	(75)
第二节	如何投资新股与次新股	(92)
第三节	高送配题材的炒作要点	(106)
第四节	股票筹码分布状态分析	(111)
第五节	流通股股东结构变化分析	(115)
第六节	公司业绩季节波动分析	(123)
第七节	交易公开信息分析	(134)

第四章 时间之窗

第一节	沪市股指时间拐点特点	(143)
第二节	股市涨跌的月份季度特征分析	(155)
第三节	神光甲子周期公式	(161)

第四节	螺旋历法·····	(167)
-----	-----------	-------

第五章 市盈率研究

第一节	市盈率：衡量投资价值的天平·····	(173)
第二节	如何辩证看待我国股市市盈率·····	(178)
第三节	我国股市泡沫测算及化解·····	(183)
第四节	1996—2000 年市盈率变动分析 ·····	(190)
第五节	如何根据市盈率选股·····	(200)

第六章 实证研究

第一节	沪市股指波动特征分析·····	(209)
第二节	波段行情中主流板块成交量特征分析·····	(215)
第三节	个股炒作现象实证分析·····	(227)

第七章 数量投资模型简介

第一节	金鑫基金小市值股票投资模型·····	(239)
第二节	海通证券中国 A 股 EAVM 模型 ·····	(247)
第三节	华西证券新股上市定价模型·····	(258)
第四节	国泰君安 A 股定价模型简介 ·····	(271)

ZHONGGUOGUSHI

第一章

SHIZHANLILUNYUFANGFA

股票投资理论与策略

股市是一个高收益与高风险并存的市场：行情火爆的时候，可以在几天甚至一天之内财富翻番，一年获得几倍甚至几十倍回报率的例子常有所闻；而在熊市中，大多数投资者的财富必将不同程度地缩水，有的投资者（包括超级大机构在内）则被股市无情地“蒸发”了。因此在进入股市之前，投资者必须先对股市运行特点、股价涨跌现象有一个全面和客观的认识，方能立于不败之地。

股票代表的是上市公司的产权，是一种有价证券，它是虚拟资本，其价值与所代表的实物资本密切相关。由于经济处于不断的发展之中，社会的物质财富在不断增加，因此股票价格的长期走势是向上的。美国道·琼斯指数在 1991 年还只有 3000 点，目前已经跨过 1 万点大关。香港恒生指数在

1964年设立之初为100点，在不到40年的时间里，最高曾涨过17000点。上证综指在10年左右的时间里涨幅近20倍。总而言之，只要投资者长期持有股票，理论上讲应该是可以盈利的。

然而现实的情况是：在股市上盈利的人只是少数，大多数人是亏损的。其中典型的例子是从1985年7月到1990年2月，中国台湾的综合股价指数从636点升到12682点，而同期亏损的投资者占90%以上。这一残酷事实说明：投资股票绝非“买入后长期持有”这么简单，如果只要简单长期持有就能盈利的话，那么大多数投资者没理由不这么做。

在股市上盈利，说起来很容易：低买高卖。但要想真正做到这一点，却是难上加难。股价的涨落总是显得那么神秘莫测，经常让投资者不知所措。世界各国的股票投资者为了能跻身于少数“赚大钱者”的行列，潜心钻研股市运行规律，提出了各种各样的股票投资理论，其中最为普遍和最具代表性的有：空中楼阁理论、稳固基础理论、效率市场假说、证券组合理论。绝大多数的投资者所采用的投资理论不外乎以上4种。

本章简要介绍以上4种传统投资理论，然后对中国股市的投资模式特点与发展趋势进行总结，最后论述“牧马人”公司独特的实战投资理论。

第一节 空中楼阁理论

空中楼阁理论的倡导者是英国著名的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯。凯恩斯认为，股票的内在价值虽然在理论上取决于其未来收益，但是精确地预测一只股票的未来长期收益是相当困难的，几乎是不可能的。一般的投资大众做不到这一点，专业投资者也不可能做到。由于大多数投资者在判断股票是否值得买入的时候，其主要出发点在于股票买入以后能否以更高的价钱卖出，如果投资者预期别人会以更高的价格买进股票，那么他就买进股票，以期获得价差收益。因此，买卖股票主要在于投资者心理预期的变化。

投资大众由于难以预测股票的长期走势，不得不将长期预期划分为一连串的短期预期。如果没有特殊理由推测未来趋势会有变化，一般会假定现存状况将继续维持下去，于是投资者不必知道其投资在 10 年以后价值几何，只要短期内现状不会有大的改变，他就常有机会在时间过得不多、改变还不太大时修改其判断，变换其投资，投资在短期内相当安全，因此在一连串短期内也相当安全。一般投资者如此，专业投资者也只好如此，这些专业人士最关心的，不是比常人高出一筹预测某一投资品种在其整个寿命中所产生的收益如何，而在于比一般群众稍早一些预测市场对新的变化会有什么反应。

在凯恩斯看来，投资行为颇似选美比赛：例如，某报刊登 100 张美女的照片，要求参赛者选出其中最美的 6 个，选择结果必须与 6 张得票数最高的照片一致方能获奖。在这种情况下，每一个参赛者为了获胜不会根据自己的审美标准而会根据她对别人审美观点的推断来准备比赛。

由于大多数投资者在买进股票时期望能以更高的价格卖给别人，于是股票投资就成了搏傻游戏：每个人购买股票时都不关心该股票值多少钱或者说会为他带来多少长期收益，而只关心有没有比他更傻的傻瓜愿意以更高的价格向他买进。每个人在购买股票时都愿意充当暂时的傻瓜，心想会有更傻的人来接替他的傻瓜职务，他就可以晋升为聪明人了。这种游戏一直继续下去直至找到最后的傻瓜为止，此时股价开始下跌，于是傻瓜们又开始了“割肉比赛”。因此空中楼阁理论又名为“搏傻理论”。

空中楼阁理论的要点可归纳为：

1. 股票价格并不是由其内在价值决定的，而是由投资者心理预期决定的，投资者心理预期的变化导致股票价格的波动。
2. 人类受知识和经验所限，对长期预期的准确性缺乏信心，加上人生短暂造成的短期行为，使一般投资者用一连串的短期预期取代长期预期。
3. 受绝大多数投资者的行为模式影响，少数的专业人士不得不采取顺应策略，因此股票价格取决于市场的平均预期。
4. 投资者想要在股市中取胜，必须与其他投资者斗智

斗勇，分析市场平均预期的变化。斗智的内容，并不是股票的长期收益，而是短期内股价会因投资者的心理预期变化而有何变化。

5. 只要投资者认为未来价格会上涨，他就可以不必追究该股票内在价值而追高购买，而当投资者认为未来价格会下跌时，他会不顾市场价格低于内在价值而杀跌抛出，股票投资成为搏傻游戏。

空中楼阁理论的核心论点是股票价格是由投资者心理预期决定的，而影响投资者心理变化规律的因素又是多种多样的，不同的人有不同的看法与分析。因此，作为以分析投资者的心理预期来分析股票价格的空中楼阁理论在运用时就产生了形形色色的流派。按分析问题的角度，大致可分为成因法、结果法和机理法 3 个流派：

1. 成因法。成因法主要通过分析影响投资者心理变化的某个因素来预测股价的走势。例如，有的投资者根据气候变化或者太阳黑子的运动，因为这些因素据说会影响投资者的心理。美国人艾拉·科希利甚至提出了“多头市场和裙子裸膝”理论。他通过研究 19 世纪末美国女子裙子下摆长短的变化与股市走势图之间的关系后发现，当流行长裙时，股价就下跌，而当流行短裙时，股价就上升。

无疑，“多头市场和裙子裸膝”理论是荒谬的，荒谬之处在于，它把本来毫不相关、但由于偶然巧合而出现的统计学上的高度相关的两件事硬扯在一起并把它说成是因果关系。成因法流派的其他成因分析则只抓住影响人们心理预期的某个因素而忽视其他因素来预测股价运动，犯了“只见树

木不见森林”的错误。

2. 结果法。结果法是根据投资者心理变化的结果——股价的历史变动来预测股价的未来变动，典型代表是技术分析法。

技术分析基于以下3条法则：一、市场价格是一切信息反映的结果，包括投资者心理预期的变化，都会通过股价及成交量得以反映；二、股价运动遵循物理学的动力法则，总体走势是按一定趋势进行的，直至有突发因素改变这种趋势为止；三、人类行为遵循固有模式，历史会不断重演。因此，技术分析论者认为，只要潜心研究股价过去的运动规律就可以从中发现投资者心理预期变化的规律，从而预测股价未来的变化。对技术分析论者来说，不需要研究基本面、政策面、消息面、资金面等等的任何信息和资料，只需要时间、价格和成交量等相关交易数据，就可以预测股价的走势，从而给出买卖信号。

技术分析方法可分为两大类：一类是图形形态分析法，比较典型的图形有头肩形、双重顶（底）、三角形、旗形、楔形等；另一类是技术指标分析法，较常见的有相对强弱指标、随机指标、股价移动平均线、能量潮等等。

3. 机理法：机理法直接研究投资者心理变化的机理或规律，从而寻找股市运行规律，其典型代表是波浪理论。波浪理论的创始人艾略特把股价变化周期分成推动浪和修正浪两部分，推动浪由5浪构成，修正浪由3浪构成，而且几个小周期构成一个更大的周期，依次类推。

空中楼阁理论目前在世界各国都很有市场，主要是因为许多投资者缺乏进行长期预期所需的专业知识，因此他们的股票投资行为跟前述的选美比赛行为有类似之处，而这部分投资者在各国股市特别是在新兴股市中还占有相当的比例，技术分析法对于寻找适当的买卖时机具有一定的参考价值。但是空中楼阁理论有明显的不足之处，主要在于它的片面性，这种片面性产生于它对投资者心理预期模式的判断：

首先，空中楼阁理论过分强调人性短期行为和长期预期准确性差的一面，片面强调投资者注重短期预期和追求资本利得，从而把股市描绘成赌场。众所周知，虽然各国股市中都存在大量以赚取短期资本利得为目的的投机者，但追求获得长期股息为目的的长期投资者也大有人在，特别是在美国、西欧等成熟股市中更是如此。对于长期投资者而言，股票的内在价值是买卖时要考虑的最重要的因素。

其次，影响投资者预期的因素很多，包括对政治局势、宏观经济状况、社会资金紧缺度和流向、行业前景、公司现状及前景等一系列的分析判断，也包括对投资大众将如何预期的判断，还包括影响投资者情绪从而影响投资者预期的因素等等。显然空中楼阁理论中的成因法流派只看到其中一个因素而完全忽视了其他因素甚至最重要的因素。

最后，对于结果法与机理法流派，由于空中楼阁理论否认股票的内在价值，从而使投资者无法判断股票价位的高低，仅凭技术分析信号进行买卖。而技术指标和技术图形建立在以往分析基础上，在现实操作中普遍存在滞后现象，

往往是股价上涨后才发出买入信号，股价下跌后才发出卖出信号，这样，容易诱使投资者追涨杀跌，加大了市场的投机程度，使股市变为搏傻游戏场。而且，按技术指标和技术图形发出的买卖信号较为简单明了，易为投资大众普遍接受，因此在股市中存在“规律自灭定律”，即当股价运动规律一旦被发现并被投资者广泛应用时，则这种规律将自动失效或转变成一种与之相异的形式。这种定律产生的原因就在于：一些主力机构利用投资大众对技术分析的迷信，通过操纵价格来改变技术图形的技术指标，使之发生虚假的买入或卖出信号以达到出货或吸货的目的，导致股市的表现往往跟大多数人的预期相反，这就决定了技术分析发出的买卖信号经常失灵。

第二节 稳固基础理论

与空中楼阁理论否认股票具有内在价值的观点相反，稳固基础理论认为，股票的内在价值是股票价格的稳固基点。股票内在价值等于该股票未来股息收入的折现值。当股票价格高于（或低于）其内在价值时，就应该予以卖出（或买进），因此，股票价格总是围绕其内在价值而上下波动。

稳固基础理论的鼻祖当推马克思。马克思在其《资本论》中把证券价格的决定因素归纳为预期收益的大小及其可靠度和利息率。后来，希尔·法登在《金融资本论》一书中对比较成熟的资本主义金融经济现象作了理论分析，指出股票的虚拟资本价值是用每股股票将来的股息收入除以市场利率得出的。1934年，格雷厄姆和多德合著的《证券分析》又对稳固基础理论进行了全面阐述。他们认为，证券价格应该反映其发行主体经营业绩的内在价值，所以证券分析家必须仔细研究有关发行主体的财务数据及其他资料，努力发现证券的内在价值。约翰·B·威廉斯则在《投资价值理论》（1938年）一书中率先使用了“贴现”概念，提出了计算股票内在价值的方法。后来，耶鲁大学的欧文·费雪教授在此基础上明确指出：股票的内在价值等于未来各年股息收入的折现值的总和。也就是说，未来股息收入越多，贴现率越低，那么股票的内在价值就越大。但是，由于股票股息只是

上市公司税后利润的一个组成部分，对于股票投资者而言，所有税后利润，包括未分配利润的所有权也应归投资者所有，虽然现期得不到，但它可以为未来创造更多利润，因此股票内在价值应反映每股税后利润而不仅仅是每股股息，于是本益比概念（即我们通常所说的市盈率）应运而生，它反映了股价相对于每股税后利润的倍数。随后，爱德华·贝尔经过研究指出：企业每股税后利润增长率对股价有重要影响，增长率越高那么股价相应的也会越高。

稳固基础理论认为，决定股票价格的最重要因素是股票未来股息的高低，由于这些股息是在未来长时间里产生的，因此投资者必须通过分析宏观经济状况、宏观经济政策、经济运行周期、社会资金紧缺度及流向、行业状况及其前景、公司的财务状况、经营能力、管理能力及其发展前景等因素，对股票未来的股息收入做出预测，并根据市场利率将其转化成现值，即股票的内在价值，并随着时间的推移不断修正预期。为此，稳固基础理论主张对影响股票股息收入的所有因素加以详细分析，这种分析方法被称为基本分析法。

稳固基础理论认为，上述因素在决定股票价格时主要体现在以下 3 个方面：

一、在其他条件相同时，股息增长率越高、持续时间越长，股票的价值就越高。相对于现期股息收入，稳固基础理论更为看重股息的增长率和持续时间，强调投资者要重视行业分析，建议投资者购买处于成长期的公司股票并卖出处于衰退期的公司股票。

二、在其他条件相同时，公司股息增长率的波动程度

(即风险)越小,则股票价值就越高。一般来说,投资者总是要规避风险的,因此为了让投资者能够接受较高的风险,必须使其得到较高的补偿,即较高的预期收益率,即“高风险、高收益”。公司股息增长率的波动程度越小,风险越小,则该股票的内在价值越高。

三、在其他条件相同时,市场利率水平越高,则股票价值越低。当投资者持币准备投资时,面前会有许多投资方式可供选择,各种投资方式之间存在收益比较问题。投资股票意味着损失掉其它的投资机会,当市场利率水平提高时,损失的收益数额则随之加大,股票投资成本随之提高,股票投资预期收益应随之提高,股票价值相应下降。

稳固基础理论抓住“股票是现实资本的虚拟化”这一本质,认为股票价格取决于其内在价值,无疑是值得肯定的,但也有其不足之处:

第一,稳固基础理论认为股票内在价值取决于股票未来股息收入的现值和,这就隐含着一种假设:股票投资者都是长期投资者,投资目的在于赚取股息收入。但是,由于股票是无期限的,而人的生命是相对短暂的,因此真正意义上的长期投资者是几乎不存在的。实际中许多投资者更关心的是买入价与卖出价之间的差价,即资本利得或损失。所以在决定投资品种时,未来卖出价的高低对绝大多数投资者来说比股息收入更为重要。所以说稳固基础理论对投资者的定性存在偏差。

第二,稳固基础理论在操作性上存在很大难度。由于稳