

Knowing Samatha

知

投资策略的真实义

止

成晓清 著

——真正的知止，并非减少进击，而是超越进击。

动善时。不善时，不动如山。

The
Truth
Of
Investment
Strategy

王成、凌鹏、乔永远、洪灏等知名策略分析师联袂推荐

凤凰出版传媒集团
江苏人民出版社

成晓清
著

Knowing Samatha

知止
投资策略的真实义

The
Truth
Of
Investment
Strategy

凤凰出版传媒集团
江苏人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

知止:投资策略的真实义 / 成晓清著. — 南京:
江苏人民出版社, 2018. 5

ISBN 978-7-214-21894-0

I. ①知… II. ①成… III. ①投资-基本知识
IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 071967 号

书 名 知止——投资策略的真实义

著 者	成晓清
图 书 策 划	朱 杰
责 任 编 辑	王 田
出 版 发 行	江苏人民出版社
出版社地址	南京市湖南路 1 号 A 楼, 邮编: 210009
出版社网址	http://www.jspph.com
照 排	江苏凤凰制版有限公司
印 刷	江苏凤凰新华印务有限公司
开 本	652 毫米×960 毫米 1/16
印 张	17 插页 2
字 数	160 千字
版 次	2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷
标 准 书 号	ISBN 978-7-214-21894-0
定 价	78.00 元(精装)

(江苏人民出版社图书凡印装错误可向承印厂调换)

序

知止

没有永远的成功，做任何事如果达到了顶峰就会发生变化。不要试图对抗这种变化，要准确地掌控前进与后退的时机，遇到自己无法驾驭的情形，不要试图逆势而动。但这并不是简简单单地躲避或败下阵来，一定要向前更进一步，向上更高一层。

——《不得贪胜》，李昌镐

在 A 股 28 年的历史长河之中，无数的投资策略师倾注大量心血于其中，有一些以文字的类型留下了深刻的印记，譬如，周金涛、黄燕铭、王成、凌鹏、乔永远、洪灏，等等。

这是一个竞技的疆场，不断地演绎着上扬与回撤，进击与知止，荣耀与悲伤。一个个牛熊的周期，就像是一个个轮回。无数的投资者在这样的一个个轮回里直面与回避，搏击与流浪，从容与慌张。

虽然是说，这个市场充斥着各式各样的无常，以致于没有永恒

的胜招，也没有永恒的败招。然而，我们仍然可以从一些策略框架和方法论之中汲取营养，不断磨炼自己的投研方法，以及更重要的部分——心性。

对于投资策略师而言，最重要的或非其策略框架多么完整有效且自适应（既完整又有效且自适应的寥寥），也非其是否可以做到心手合一，而是其是否可以始终秉持利他的发心。非常具有幽默意味的是，当一名投资策略师无伪地秉持利他的发心时，Ta必定心手合一，而且其策略框架也终将完整有效且自适应。

《知止——投资策略的真实义》是一个艰难的尝试，其中的艰难在几个维度同时展开：首先，它必须是一个完整的体系，如此方可参；其次，法如筏喻，法无定法，它同时是体系，又是自我拆解；再次，它须是极简的，冗长的往往是长篇累牍，简洁的往往是担心浪费他人的时间。

本书并非一本投资指南，相反，这本书是对一个普通投资人投资策略框架的极简陈述，只是梧桐将之视为某种程度的信条，它在个人的投资生涯中扮演着类似于宗教信仰的角色。

法无定法，这个世界上本没有什么投资指南，唯有不断适应不同应用场景变化的不同投资策略；之所以陈述，是因为投资世界往往充斥着形形色色各式各样的观点争辩和论争，却鲜有朴实无华的陈述；而信条，类似于宗教信仰的角色，唯有信仰，方可恒久安忍，同时又可在关键的节点作出决断。

书中并没有什么成功秘诀，也没有普识性的次第指导，没有高深莫测的数学模型——事实上，数字极少。书中只陈述一种投资策略的框架，它也许有助于你作出有效的决策，而可能更为重要的是，它有助于你安守能力圈，避免去尝试逾越自己无法逾越的栅栏。

它的表达是极简的，但这绝非意味着投资是简单的，事实上，

梧桐试图表达的是，投资极为复杂与艰难。当然，表达本身也是极为复杂与艰难的。

秋天，若是走在马路上，可以闻见桂花的香味，然后，你会发现，一切皆是自然。到了这个季节，桂花自然盛开，而这在其他的季节，即便千万人抱持同样的愿望，也无法让桂花盛开。它们依然是它们，遵循着自然。然后，你终于了悟，什么是随顺自然，什么又是任运无碍。然而，当我们试图将桂花迷人的香味与他人分享时，却突然发现词穷，在偌大的词典里，我们竟然找不着一个词可以精准地描述桂花的香究竟是什么样的香，我们最多也只能用淡淡的或是浓烈的或是弥漫的诸如此类表达程度的词尝试去描述。这个时候，你会发现文字和语言的有限性，也因此，对于我们经历的任何事物和体会，第一手的经验是多么的重要。

文字语言概念逻辑的有限性，使得梧桐每次只能陈述一个主题，并用主题推动的方法完成了整本书的行文。需要注意的是，每一个主题并非相互孤立的，而是相依一体的。也因此，有一些思考可能会在行文中被反复提及，请对于这样的反复多一些宽容。就像我们的投资也需要具备足够的宽度，以及弹性，如此更好地应对证券市场的反复。

书中陈述了一种投资策略框架，它一定不是全市场最佳的策略框架，但或是全市场最佳的演绎视角与方式。是否融为内在，以及能否融为内在，决定权在于读者自身，看上去简单，实则需要付出非常的努力。

就像这本书写来一样，看上去简单，实则需要付出非常的努力。然而，尽管艰难，它已经启程，并且用九十天的时间走完全程。生命，不就是尽己所能的努力，以及得失无计吗。老友说，估计没有人会想到你用了九十天的时间写了一本书。梧桐说，是的，它是无法想象，然而，愿力可以穿透一切。

最后,本书所有分析与判断皆不构成投资建议。在投资世界,独立思考怎么强调都不为过。那个战胜了华尔街的人认为,当你决定了依靠自己进行投资时,你应该努力独立思考。这意味着你只依赖于自己的研究分析进行投资决策。

梧桐,2018 年春

推荐序

透过自己

投资很难，写一本好书也不容易，写一本好的投资书是难上加难。在《投觉》之后，梧桐又写了这本《知止——投资策略的真实义》，这本书我花了两周时间认真读了两遍，感觉写得非常棒。有众多值得分享。

深入此书，叹服于梧桐的博览群书，引经据典，信手拈来，恰如文意。不仅如此，这本书将体系化的投资策略方法，结合当下案例在现实中如何进行操作，讲得非常痛快淋漓。

比如，梧桐认为，“2017 年 A 股市场以价值投资名义的发声”，和 2015 年“若看估值，就输在了起跑线上”的发声，本质上并没有什么不同，“在目前这个阶段，它更接近于一个主题性的投资风格。”并且，梧桐用投资策略的方法深度思考了当下一些重要的投资问题，比如，创业板还有没有未来，周期是否仍然有效，2015 年股灾后市场生态变化是否可逆，等等。

该书从实的“周期”入手，对“周期”的概念进行了扩展，不仅在

宏观周期上进行了清晰地论述,而且讲产业周期、企业周期,各个资产类型周期结合在一起,具有很高的启发意义。而这仅是开始。接着进入可操作的“过程”。如果直接过渡到最后一章“投资策略的真实义”,则是一个策略投资者的初步培训教程。

这其中更需要仔细咀嚼的地方在于:“心性”“任运”和“避坑”。这三章的境界到了很高的层次。这三部分有无数金句和大量思考,同时还有西方投资哲学和中国传统思想的结合与碰撞。对于投资而言,最难的不是技术,不是实战和可操作,是透过自己。

非常感谢并惊讶梧桐仅用两三个月就写了这本投资精神大餐,这份大餐,可能需要我花更长的时间去享用,去品味,去体悟。

王 成

《策略投资》作者

原国泰君安首席策略分析师

投资中的钝感力

渡边淳一的《钝感力》和中国古典的老庄思想暗合，大巧若拙、重剑无锋。各行各业最终取得大成就的人，并非都是机关算尽、勇猛精进，大多都是质朴、单纯和近乎偏执的坚持。梧桐本书最精彩的部分也在于此，难怪取名《知止》。

然而投资上能真正理解并且执行“知止”却并非易事，谁不想赚快钱？谁都想赢！矛盾的是，欲速则不达，入行这么多年见过太多青年才俊，最终成就卓著的不多，所缺者正是这一份“钝感力”、这一层“克制”。

本人名校毕业、入行即大卖方大买方，一路走来，还算顺利，一直着力寻找战胜市场的投资圣杯。年近不惑，才明白，真正的圣杯在于自身。向外求不如向内求！因此，读梧桐文字，倍感亲切，如饮醇酒、回味无穷！

其实道家是一种“终极强势”的思想，“积跬步”是为了“至千里”、“积小流”是为了“成江海”、“无为”是为了“无所不为”。所以，“不争”只是手段，“天下无以与之争”才是其终极强势的目的。“知止”亦是如此，“知止”也只是手段！

梧桐博览群书、信手拈来。本书的神来之笔也绝非“知止”一点，相信对投资和生命有过深刻思考的人，都能从本书得共鸣一二！

本文仅论及最感染笔者之点，寥寥数笔以为序！

凌 鹏

《策略投资方法论》作者

2012年新财富策略分析师第一名

进退同源

“兵无常势，水无常形”。

策略投资本质是变化，是进，也是退。

进退同源。

《知止》一书以退为进，让人直面策略的本质。

乔永远

兴业银行首席策略师

2015年新财富策略分析师第一名

知止之后，云淡风轻

时间周而复始，交织着生命的轮回、季节的更替和朝代的兴衰。在 A 股 28 年的历史之中，我们见证了一次次波澜壮阔与一泻千里，目睹了一幕幕兴奋与绝望，蓦然回首，这些曾经令人心潮澎湃的碎片在历史轮回中却不过沧海一粟，我们收获并带走的，正如梧桐兄所说，是对投资方法论的汲取和总结，以及对心性的磨练。

本书的精彩之处不仅仅是对投资理论框架的系统性梳理，旁征博引，引人入胜。更在于它将复杂的投资理论提升至哲学高度，用极简思考让复杂问题回归本源，不时给人醍醐灌顶之感。所谓大道至简，应是如此。

市场是投资者内心的投射，激荡或平静均由投资者的内心缔造，这即是我们难以抗拒的市场趋势的力量。研习投资亦是修心，认识自己并知行合一。尝试置身于更大的大局俯视一切，将不同维度的思考交叉印证，反复猜想和反驳，在必要时甚至跳脱自己的认知，以空白的心境应对，不念过往与未来，方得从容应对潮起潮落的平静和坚定。投资如是，人生亦然。

在这探求之路上，阅读是最好的补给品。无论是经济投资类还是历史文化类，西方经典抑或东方著作，都可让我们的知识及心灵不断丰富升华。同为爱书之人，我亦赞同梧桐兄对海量阅读的强调。读者朋友们不妨从《投觉》与《知止》字里行间的私人书单着手，坚持阅读，再品梧桐兄的文字之时，更多共鸣之余或添豁然开朗。

若仍有疑惑或不安，也许放下和回归原点是最优选择，这即是更高境界的知止。放下心中的执念，满怀敬畏以守代攻，以极大的耐心等待终将到来的机会。

常无欲，以观其妙；常有欲，以观其微。接受周期的必然性，接

受市场的随机性,接受防守之于进攻的至关重要,接受未来的不可预知,接受运气和注定。

知止之后,云淡风轻。

洪 灏

交银国际董事总经理

研 究 部 主 管

首席策略分析师

目 录

周期 1

产业周期 4

企业周期 55

金融周期 78

股市周期 88

穿越周期 97

过程 103

基本面—预期—交易 105

变化 108

趋势 110

博弈 121

场景 131

心性 147

知行合一 151

知止	155
破执	163
全面	166
坚决	175
任运	178
和合	178
黑天鹅	182
任运	189
避坑	198
错觉	199
自欺	202
动物精神	207
市场先生	211
能力圈	213
安全边际	217
投资策略的真实义	222
阅读	222
策略	229
策略师	237
展望	239
参悟	250
后记	254
其实,人生非常单纯	254

周 期

我很早就学到的另一个教训,就是华尔街没有新事物。华尔街不可能有新事物,因为投机就像山岳那么古老。股市今天发生的事情以前发生过,以后会再度发生。我从来没有忘记这一点。

——杰西·利维摩尔

周期是一个同时具有宏大视角和微观视角的框架。在周期里,长期看来无解的问题,往往可以在微观的周期视角(The Smaller Picture)里寻着答案,而短期看来无解的问题,往往都可以在更大的周期视角(The Bigger Picture)里寻着答案。

周期超越宏观经济学范畴和金融范畴,周期以各种各样的表现型态呈现于这个世界。譬如,生产周期,商业周期,技术周期,美联储加息周期,文化轮回周期,经济周期,康波周期,农业周期,人口红利周期,全球流动性周期,金融资产配置周期,大宗商品周期,政治周期,全球失衡周期,全球贸易周期,互联网进阶周期,迭代周期,情绪共振周期,基钦周期,生理周期,星相周期,五行周期,朱格拉周期,拉马努金周期, π 周期,量子纠缠周期,厄尔尼诺气候周期,等等。

正如在自然界存在着气候变化的长周期一样,在经济社会发展领域,只要时间的跨度足够长,也会发现历史的重复现象或者相似之处。近些年,在经济分析中被运用的主要有基钦周期(以库存变动为主线,持续时间为3~4年)、朱格拉周期(以设备投资为主线,持续时间为8~10年)、库茨涅兹周期(建筑业的发展周期,平均在20年左右)、康德拉季耶夫周期(45~50年一次的长周期)和熊彼特提出的创新长周期。另外还有一些因素,譬如人口结构变动,全球化的程度,等等,对经济亦有类似长周期的影响。

尼古拉·康德拉季耶夫(Nikolai D. Kondratieff)1925年提出,资本主义世界存在以固定资产投资为驱动的大约45~50年的经济周期。约瑟夫·熊彼特(Joseph Alois Schumpeter)1939年提出,以技术创新为驱动存在大约48~60年的经济长周期。雅各布·范杜因(Jacob Fandouin)在1979年的《经济生活中的长波》中提出,技术创新具有生命周期,并将长技术周期分为四个阶段。弗里曼(Freeman)在1982年的《失业与技术创新——关于长波和经济发展的研究》中,着重从技术创新扩散与就业关系的角度对长技术周期进行了分析。

经济学家研究周期,政治家们试图熨平周期,而企业家们若是无法善用周期就会被周期所吞噬。周金涛说,一切皆是周期,周期即人性。也即是说,一切皆是人性。他说的没错。周期穿透外在世界、内心世界和金融世界。

在心理学领域,有一个著名的“海马效应(The Apparent Phenomena)”,意指未曾经历过的事情和场景,仿佛在某时某刻经历过,由此而产生的似曾相识之感。历史重复自己有线性方式,也有非线性方式,有符合逻辑的精准变化规律,也有逻辑不清的意外变化,甚至还有很多无法解释的历史困惑。历史从来不会简单地重复,但是,类似的事件又常常会带来相似的市场结果,而证券投资成功的一个重要基础,即是假设人们未来会继续犯以前所犯的错误。正如马克·吐温