

THE LEVERAGE OF HUMANITY
THOUGHTS ON INVESTMENT



人性的杠杆

投资启示录

张志雄◎著

非外借



人性的杠杆：投资启示录

张志雄◎著



图书在版编目(CIP)数据

人性的杠杆:投资启示录/张志雄著. —上海:上海财经大学出版社,

2018. 9

ISBN 978-7-5642-2995-5/F · 2995

I. ①人… II. ①张… III. ①投资-研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 081694 号

□ 责任编辑 邱 仿

□ 装帧设计 杨雪婷

人性的杠杆:投资启示录

张志雄 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海同济印刷厂有限公司印刷装订

2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 19 印张(插页:1) 311 千字

印数:0 001—2 000 定价:68.00 元

目 录

第一篇 投资圣经

股票作手的投资精髓	3
在股市中,遇见凯恩斯	17
从彼得·林奇到格雷厄姆	32
该看的是有无价值,笨蛋	
——约翰·聂夫的投资法则	50
富兰克林的财富观	62
与狼共舞 博弈大股东时代	
——投资大家马丁·惠特曼的心得	78
投机性投资	
——菲利普·凯睿的投资观	94
安全边际	
——由塞思·卡拉曼谈起	109
股神真经	
——巴菲特的真实世界	113
自信,还是自负?	
——比尔·米勒的滑铁卢	128
空仓,更是一种坚守	
——再谈巴菲特	137

如何提高长期投资收益率	
——杰里米·J. 西格尔的经验	143
高通胀是股市的大敌	
——查理·芒格妙语录	166
立地成佛	
——彼得·林奇金盆洗手时的告诫	171
一个美国人眼中的“新常态”	
——威廉·格罗斯新语	174

第二篇 理财感悟

100 倍	179
实用主义地理解价值投资	185
七成而退?	189
什么成长速度才合适	192
自以为是,要比无知更危险	195
成功来自认错	198
当股市遇见政治	201
融资融券的得与失	204
回到 20 世纪 70 年代?	207
炒股不是请客吃饭	210
人性的杠杆	213
别玩弄市场幻觉	216
老人家不宜炒股和买基金	219
股指期货疑是赌博工具	222
股市轻薄了实体经济	225
覆水难收	228
真假希望	231
领导靠不住	234
劫后余生,然后呢?	236
华人杰出投资者素描	238

老曹的“街头智慧” 264

第三篇 宏观思考

产能过剩危机无法用金融手段拯救 275

这是人性,但不是理性 277

对牛弹琴 280

美国总统任期第三年的投资效应 283

泡沫与不泡沫的政策细节 286

地球人都成了超级唯心主义者 288

何日君再来 290

价值投资者的宏观思考 293

第一篇

投资圣经



股票作手的投资精髓

一

在一次 *Value* 杂志读者见面会上，两位读者因《股票作手回忆录》发生争执，其中一位可能已在股市中待了不少日子的先生激赏《股票作手回忆录》，另一位则是信奉价值投资的年轻人，他反驳道：“这本书宣扬的是投机，与价值投资格格不入。”我见他们争得面红耳赤，也就不便插嘴了。还有一次，一位对巴菲特著作颇有研究的朋友很奇怪地问我为什么把艾略特的波浪理论的书也放入投资经典的推荐书目中，他的口气带着疑惑，好像有些不以为然。我只是笑笑，没有作答。

其实，我很想说的是不能教条地看待投资（包括价值投资）。以艾略特的波浪理论为例，我是从来不计浪的，认为该理论是马后炮，事后什么都说得通，但事前却难以预测。这就好比某乡间出了一个伟人，然后再望那高山的形状，怎么就像他哩。但艾略特的波浪理论富有哲理，它告诉人们，大趋势即便向上，也会进两步退一步。另外，波浪理论是不少人看待股市的一种方式，你可以不赞同它，但你应该了解它，然后就可以解释一些现象了。

而《股票作手回忆录》比波浪理论更为复杂，它不是一本投机教科书，也不仅仅是一本投机大师的言行录，而是反映股市生态的经典。这就好比，茅盾的《子夜》是一本以现实主义为原则创作的小说，而《红楼梦》就更为复杂，它可以说是现实主义的、浪漫主义的、古典主义的和象征主义的，等等。

当然，我没有把《股票作手回忆录》比作《红楼梦》的意思，两本书的艺术成就不可同日而语。如果要做比较的话，《股票作手回忆录》让人想起《福尔摩斯探案集》，而且，我认为作者埃德文·拉斐尔是在有意识地模仿这本书，也就是说，把自己比作华生，股票作手则是福尔摩斯。

我在这里不讨论《股票作手回忆录》的文体风格，有兴趣的读者可以自己琢磨。我想说的是，主人公劳伦斯·利文斯顿确实有一个真实的原型——杰西·利维摩尔，尽管利文斯顿是一个投机高手，但拉斐尔不是一位简单的记叙者，他是位

创造者，就像柯南·道尔创造了福尔摩斯。换句话说，几百年的股市中不乏与利维摩尔相似乃至更为高明的股票作手，前者却因拉斐尔而不朽。

拉斐尔在书中也做了暗示，他在开头专门写了一段有关采访技巧的说明，我相信一般人都会忽略它，因为它与投机和投资都无关，我自己就是“如是我闻”栏目的记者，深知哪怕是让利维摩尔滔滔不绝地耳提面命，一般人整理出来的东西也不及《股票作手回忆录》的万一。这也是《福尔摩斯探案集》的魅力所在。后来也有人写过不少脍炙人口的侦探小说，但都没有前者那种人生与智慧的气氛，所以也只有《福尔摩斯探案集》能够经常与一些文学经典相提并论。

读者都喜欢寻找书中的原型，福尔摩斯的一个被猜测的原型竟是玩世不恭、机智异常的英国作家王尔德，他后来因同性恋受审。一个大侦探竟然可以是一位大作家，可见福尔摩斯在人们心目中早已不是一位专家了。我们读福尔摩斯，没有几个人是想做侦探的，我也没有听到或看到有人读了福尔摩斯后便去做侦探的传闻，作者柯南·道尔是不是侦探并不重要。而《股票作手回忆录》就不同了，人们是冲着能否学两招赚钱术来的，拉斐尔只不过是个财经记者，又没有做过大投机的经历，凭什么相信他？拉斐尔早先写过财经小说，一定知道此中的奥秘，所以他在完成这本书的一年后，把它献给了杰西·利维摩尔。于是，《股票作手回忆录》身价大增，利维摩尔一跃成为历史上屈指可数的大投机家。

二

粗粗翻看《股票作手回忆录》的人，都会以为拉斐尔在宣扬投机客的神奇与魅力，从而把利文斯顿（或利维摩尔）奉若神明，走投机之路。这是个误会。拉斐尔也意识到这一点，在本书快结束的时候，他直接告诫阅读《股票作手回忆录》的人：

我写这些文章是想证明我的一个观点，即没人能够完胜股票投机。利文斯顿自己说没人能最终赢得投机。他运用他观察行情的能力赚了钱，这是很少见的，但是每一次他着手赢得投机，他均输钱。这是一种傻瓜投机，他付出了大的代价。他的能力、与生俱来的天资以及丰富的经验并没有让他在实施投机完胜理论时起作用。

由于《股票作手回忆录》几乎篇篇精彩、章章高潮，所以我们很容易忽视没有

以利文斯顿为主角的最后一章《国王、平民与投机的弊害》。所谓“国王”，是指那些渴望成为华尔街领袖的大投机家，拉斐尔历数了华尔街历史上的大投机客，结论是：“这些王者的统治并不长久！他们是人，是股痴们的同胞，他们犯错误，在华尔街犯错误意味着舍弃，我想不起哪一位王者是戴着王冠死去的。”

雅各布·利特尔是生活在 19 世纪中叶的美国大投机客，他曾赚了 900 万美元，又亏了 900 万美元。900 万美元，在拉斐尔所处的 20 世纪 20 年代相当于 1 亿多美元，今天看来就更多了。利特尔最成功的一战是做空埃里股票，他的对手是一家专门炒作埃里的集合基金，后者大肆囤积筹码，逼空利特尔。股价越涨越高，

利特尔拼命抛，集合基金拼命吸，结果所有的空头投机客都做了回补，只剩利特尔一人在坚持着。那一天，集合基金囤积了所有的埃里股票，人们等着看利特尔的好戏。利特尔出来后，便尖酸刻薄地讥讽众人。从他的表情看，人就是懦夫与蠢蛋的混合体，他一脸严肃地走向多头集团主要成员的交易室。当多头头目笑逐颜开地欢迎利特尔时，利特尔却拿出了股票。原来利特尔知道埃里还有可转换债券，他从伦敦大量购进，成功地交割。而集合基金竟然不知道还有可转换债券。

在 40 年的投机生涯中，利特尔赚了 8 大笔财产，又输掉了 9 大笔。轰动一时的做空埃里的成功却最终毁掉了利特尔，他后来一直做空，这对于一位投机客来说，长期的偏执是致命的。拉斐尔讲道：“前 8 次他回来了，恢复了他的王位。第 9 次被罢黜后，他做了所有的人最终要做的事——他去世了。”

应该说，利特尔是个极诚信的商人，每次恢复“王位”时，他都会向债主清偿债务。有一次，当特利尔赢回他的财富时，便去了一家大经纪商交易公司还债，没想到对方说他们早就注销了那些债务，他没必要还债了。

“不，先生！”利特尔喊道，他急得像个疯子一样，“你们必须把钱收下！”就这样，利特尔让他们收下了他所偿还的全部贷款和利息。

不过，这并不能保证利特尔最后被商家限制只能买卖 5 股某种股票。对，仅仅只是 5 股而已。拉斐尔听过一位目睹利特尔晚境的朋友的回忆——他是“一个



《股票作手回忆录》

衣衫褴褛的老怪物”。利特尔临终前说：“我是穷死的。”利特尔死后，朋友发现他留下了好几百张数目不一的借据，原来利特尔在华尔街这么多年从未向债务人讨过债，借他钱的人或是被他免除债务的人总计欠他好几百万美元。朋友从那些借据未过期的人手里要回了 15 万美元，并交给了利特尔的家人。

利特尔由于在牛市行情中仍保持极端空头投机思维，被安东尼·摩斯击败并取而代之。摩斯的成功却建立在极端多头思维上，他一次又一次地逼空卖空者，最后让他们以高价回补，从而赚取暴利。到了 1864 年美国股市新一轮大行情开始的时候，摩斯已成为华尔街的投机领袖，人们争先恐后地加入他的集合基金，希图分得一杯羹。有一天，摩斯把一只名为“韦恩堡”的股票从 118 点拉升至 152 点，但此时美国财政部部长蔡斯对牛市降温，警告要出售黄金。

牛气冲天的摩斯竟然发电报给蔡斯，他会将美国政府出售的所有黄金都买下！财政部部长的回答是：次日就要兑换现金并将其封存在国库里。这一招使市场现金十分紧张，银行收兑，持股人抛股，股价暴跌。次日早晨，摩斯叫停了交易。韦恩堡股票从 152 点跌至 110 点，几秒钟内财富全部灰飞烟灭。

失败当天在回家的路上，一群从前的追随者像发了疯似地跟着他，他们骂他，啐他，打他；他身心疲惫，破了产，失去了朋友。

拉斐尔继续写道：

他住在脏乱不堪的寄宿屋里，连盖的毛毯都没有，他拿不出钱来买铺盖。他感冒了，继而发展成肺炎，这病最终送他走上了不归路。这还不算，女房东因他欠债而扣留他的尸体，直到一位朋友偿清了这位曾经的股市王者所欠的几美元后，这位伟大的安东尼·摩斯才得以被体面地安葬。

当然，“股票作手”的原型利维摩尔最后也以彻底失败而告终。《股票作手回忆录》写于 1922 年，1929 年初夏，利维摩尔卖出了所有的多头部位，然后开始做空，及至 10 月崩盘，他净赚了数百万美元的利润，获得了他最丰厚的一次报酬。利维摩尔也因此被称为股市大崩溃的祸首之一。但他在 1934 年再一次申请破产，据说他已经失去了过去 5 年中赚到的所有财产。1940 年年初，利维摩尔出版了《如何进行股票交易》，却在当年的年底因严重的抑郁症开枪自杀。



杰西·利维摩尔(图片来源:搜狐网)

尽管中国内地股市的历史并不长,可是想想我们已有多少试图操纵市场、投机市场的“王者”彻底输光、入狱和流亡啊。

三

世间的奇妙之处在于,尽管拉斐尔抱着劝诫之心写了这部《股票作手回忆录》,但由于他妙笔生花,将投机客的悲欢离合与智慧铺叙得淋漓尽致,竟让不少读者心生模仿学习之意,成为百读不厌的经典。那些一心一意鼓吹投机多么神奇与伟大的“技术性”“可操作”的书籍浮躁一时,最终销声匿迹。

好在《股票作手回忆录》中的不少叙述确实渗透了市场乃至人生的智慧,只要我们不是刻舟求剑的话,还是能获得许许多多真知灼见的。

初入市者可能会对书中的一些市场段子感兴趣,例如利文斯顿为了说明股市中消息之不可信,讲了一个有关婆罗洲锡陷阱的故事。婆罗洲锡是一只被庄家(集合基金)操纵的股票,刚上市时被利文斯顿买进1万股,庄家察觉后拼命震仓,但利文斯顿就是不出来。庄家只能再往上拉抬股价,在婆罗洲锡涨到120点时,利文斯顿把100万股筹码抛给了庄家。庄家最后将股价推至150点,由于大势不配合,只能往下一路抛筹码,希望“傻瓜”们博反弹。这时,庄家们想到了利文斯顿。

这天利文斯顿和妻子去了棕榈滩,庄家头目趁他妻子单独吃饭时,告诉她婆罗洲锡明天将大涨,希望通过她让利文斯顿对此感兴趣,买1万~2万股婆罗洲锡。利文斯顿的妻子相信了庄家头目的说法,第二天早上便用500美元的私房钱

买了婆罗洲锡。

殊不知，利文斯顿的妻子为了显示自己的能耐，根本没有跟丈夫说起这件事。那天婆罗洲锡股票很活跃，收盘时还上涨了3点，利文斯顿觉得有机可乘，反戈做空卖掉1万股。原来，庄家为了让利文斯顿相信，故意制造上涨的假象，正中作手下怀。后来，当然是股价下跌，妻子把这件事告诉了利文斯顿，庄家偷鸡不着反蚀了把米。

盲从消息是投资人的最大敌人，但我遇见的一般投资人几乎个个都喜欢听消息做股票。很多亲朋好友以为我在投资媒体这一行，一定会有很多消息，每次问我，都被我以“不知道”打发回去，我知道他们心里一定很不舒服。有时，我不得不推荐两只股票，他们会接着问：“有什么消息吗？”如果我说没有消息，他们一定不会买。后来他们见我推荐的股票涨了，难受了，又来问我，我还是直言相告。如果我在这两只股票上瞎编一个消息，他们早就会买了。问题是，它们确实没有什么消息啊。

利文斯顿干脆称追逐消息的人是“醉鬼”，他认为不要说大众，哪怕是专业投机客也对消息执迷不悟。利文斯顿认识一位经纪商，他从记者那儿知道某只股票要涨，马上买进了1000股，没想到股价快速下跌，他赔了3500美元。一两天后，他遇见了那位记者，恶狠狠地向他打听消息是从哪儿来的，记者说来自于某个公司经理也是金融委员会的委员。遗憾的是，这位经理正是经纪商的岳父。

据我所知，今天许多证券记者和券商也经常为消息所累，盲目买入然后亏钱是家常便饭。

爱听消息的人往往不相信家人提供的消息，消息来源越陌生觉得越可靠。我曾长期持有某股票，一位亲戚学我的样也买入了，但三天两头打电话问我是不是该抛了。每次，他都说人家的意见是这只股票该抛了。有一天我火了，问：“谁是人家，你把他的名字说出来。你不相信自己的亲人，却相信一位连你自己都搞不清的‘人家’，糊涂不糊涂？”

《股票作手回忆录》里的另一个段子，也可以一字不差地挪到今天来讲。有位名叫维斯特莱克的银行家，对一家名叫雷丁的上市公司的情况了如指掌，而且与内幕投机客沆瀣一气。有一天，维斯特莱克遇见约翰·盖茨，要他做空雷丁，跌幅至少25点，盈利机会极大。盖茨听后如获至宝，赶紧往他的交易室走去。但雷丁根本就没有停止上涨，几个星期内它上涨了大约100点。

一天，维斯特莱克又在马路上遇见盖茨，但他假装没看见盖茨，继续向前走。

盖茨追上他，满脸堆笑地伸出了手，维斯特莱克惊慌地握了握盖茨的手。

“我想谢谢你，谢谢你给我提供有关雷丁的消息。”盖茨说。

“我没有给过你任何消息。”维斯特莱克皱着眉头说。

“你给过我。而且还是一个绝好的消息。我赚了6万美元。”

“赚了6万美元？”

“没错！你不记得了？你告诉我抛掉雷丁，所以我就买进了雷丁。我听了你的消息后反向操作，总能赚钱，维斯特莱克。”盖茨得意地说，“总能！”

这就是所谓的“反向指标”。哪怕到今天，你把代表市场情绪的股评家的言论编成指数的话，仍可反其道而行之。

至于“黑猫吉运”的段子则把投机者的患得患失、疑神疑鬼的心态描绘得出神入化。有位名叫塔科尔的证券经纪商，他的投机成功离不开黑猫。故事得从塔科尔遇到一只瘸了且有病的流浪黑猫讲起。他把它哄回家，喂它吃饭，给它包扎，弄得它舒舒服服。奇怪的是，塔科尔以往投机一直不好不坏的局面突然变得好了起来。他迅速赚了大量的钱，结了婚，购置了一套豪宅，进行了豪华的装修。不幸这只黑猫此时死了，塔科尔立即霉运当头，输光了钱，卖了豪宅，租房住，还拖欠了房东三个月的房租。正在塔科尔要被赶出去的那天晚上，他听到门外有抓挠的声音，他大叫一声，抓起妻子刚买回来的一条烤蓝鱼，打开门，见门外蹲着一只可怜巴巴的小黑猫。塔科尔把香喷喷的蓝鱼放到它的面前，它走过来闻了闻，他慢慢地一步一步后退，小黑猫跟着他一步一步进入了餐厅。塔科尔如获至宝，将它命名“南尼·马丁黛尔”。第二天，他信心大增，去买股票，一个上午就赚了1600美元。塔科尔洋洋得意地告诉拉斐尔，马丁黛尔“不仅是家里的吉祥物，而且毫无疑问也是圈在家中的最大的股市晴雨表，它的预报百分之百的准确。每一次它产小猫，股市行情就变。我的意思是说，它家庭的扩大会预示牛市的终结或是熊市的结束，无论是哪一种情况都很准确，这是我改变做法的一个绝对可靠的提示。好几年来，它一直在尽职地提示我，从未失职过”。读者不要觉得好笑，其实股市中类似塔科尔的人物数不胜数，只不过没人把他们的迷信和怪癖记录下来而已。

四

《股票作手回忆录》开始时用了很大的篇幅分析在商号与交易所内投机的重大差别，投机商号实际上就相当于赌场，尽管它利用交易所的行情作为下注的标

的,也就是说,投机者不与其他人交易,只与商号(庄家)对赌。利文斯顿在投机商号中屡屡得手,被称为“少年赌客”,最后成为赌场“不受欢迎”的人物。但当他把这套投机术用于交易所时却输个精光,原因是真正的交易需要时间,它与没有迟滞的商号赌博是两码事。在很多年里,这个区别非常重要,尤其是像 1929 年乃至 1987 年发生大股灾的交易日,由于抛压太重太快,大量的单子无法成交,巨大的摩擦力害得投机手惨败。但现在不管中外的交易所,电脑技术撮合交易使得这种现象一去不复返了,其重要性也就相对降低了。如果它有什么现实意义,那就是媒体喜欢搞的股票操作模拟大赛只有娱乐价值,若用于真正投资,哪怕投机,也会害人匪浅。20 世纪 90 年代,上海证券报为了招揽读者,在内地首开先河,举办了炒股模拟大赛。当时我还在报社,对此很不以为然,认为这不仅不严肃,而且会误导投资者,让他们盲从所谓的投机高手,而后者会利用这种影响力蒙骗散户。事实也是如此。可笑的是,这种模拟赛今天还在网络上举行,有人借此吹嘘每天能抓住多少个涨停板,他教的学员(也就是跟随者)都名列前茅。但这些冠亚军在投机实战中的成绩如何?天晓得。至少根据利文斯顿的经验,他们会输得很惨。

利文斯顿说道:“我听过有人为了证明自己有多么正确,用虚拟的资金进行虚拟的操作,借此娱乐自己。有时候这些虚假的赌客能赚几百万,那样很容易成为一个大赌徒。”他接着举了个例子,有个人第二天要进行决斗,他很有把握,因为他能在 20 步外射断酒杯的柄。助手则反问他:“那非常好,但是,如果酒杯用一把装了子弹的枪对准你的心脏,你还能射断酒杯柄吗?”

这个比喻好精彩,《股票作手回忆录》中类似的话语俯拾皆是,如利文斯顿描述市场突然出现资金困难的情景:

你有没有听说学校里把老鼠放在玻璃罩里的实验?当开始从玻璃罩往外抽空气的时候,你会看到那只可怜的老鼠的呼吸越来越急促,两侧的肋骨像抽动过度的风箱一样拼命起伏。你看着老鼠窒息,一直到它的两只眼睛几乎从眼眶里爆裂出来,不断喘气,快死了。当我看到资金调度站的人群时,想到的就是这种场面。到处都没钱,因为没人买,股票都卖不掉。若你问我的话,我会说整个华尔街在这一刻都破产了。

没有深刻经历过这种资金恐慌的人,是没法做出这种比喻的。

熊市中的股市像“一块墓地”,是不是形容它很安静呢?

不，股市像块墓地的原因是：“里面的人出不来，外面的人不想进去。”

这是反“围城”，多么绝妙啊。

类似的比喻蕴涵着深刻的见解，股价在接近底部时仍会有反复，即便到了底部，也不一定会迅速反弹。利文斯顿的说法是：“股价先跌到底部，然后再上涨，但不是立即涨上来。股票在好几天内一定会奄奄一息，仿佛死了一样，这些尸体不会浮在水面上，因为它们没有彻底死掉。”利文斯顿又引用了另一位投机家回答人们“股市如此坚挺，你怎么看空呢？”疑问时的妙语：“没错！坚挺得像一具僵尸。”真是把市场给写“活”了，尽管涉及的是“死尸”。

《股票作手回忆录》还有许多警句与独到的分析。

人家说凡事都有两面，但股市只有一面，不是多头的一面或是空头的一面，而是正确的一面。

尽管这样，大众还是跟过去一样容易亏钱，因为虽然方法改变了，法律增加了，财富掠夺得到了控制，但傻瓜依然是傻瓜。他受到保护，可以免受任何人的伤害——除了钱来得容易的错觉。

我们经常说要保护投资者的利益，可我们想没想过，如何自我保护呢？

一个人如果想靠这个游戏谋生的话，他就得相信自己和自己的判断，那就是我不相信小道消息的原因。如果我听信张三的消息买股票，我就必须根据张三的消息卖出那些股票。我得依靠他。假如卖出时间到来了，张三却在外度假，那可怎么办？不行的，先生，没有人能够靠别人的指导赚大钱。根据我的经验，没人能够给我一则或一连串消息，让我比靠自己的判断赚更多的钱。

当我犯错误的时候，只有一件事能让我信服，那就是亏钱。并且只有当我赚钱的时候，我才是正确的。这就是投机。

总是犯错的十足的大笨蛋到处都有，但华尔街的傻瓜认为，他们必须一直进行交易。没有人始终能够有充分的理由来进行每月的股票买卖，或者有充分的知识来使他的交易变得很高明。

一个人花了许多年干一件事后，不可能像普通初学者那样，没有养成一种习惯，专业人士和业余人士的差异就在这里。一个人看待事物的方式决定了他在投机市场中赚钱还是亏钱，大众对自己的操作一般持业余人士的观点，这种过度自