



HZ BOOKS



饱受误解的价值投资
屡经突破的安全边际
频遭黑天鹅事件的投资策略
调控迷局所引导的趋势走向
投资常识与经典理论如何化为陷阱

The Trap of

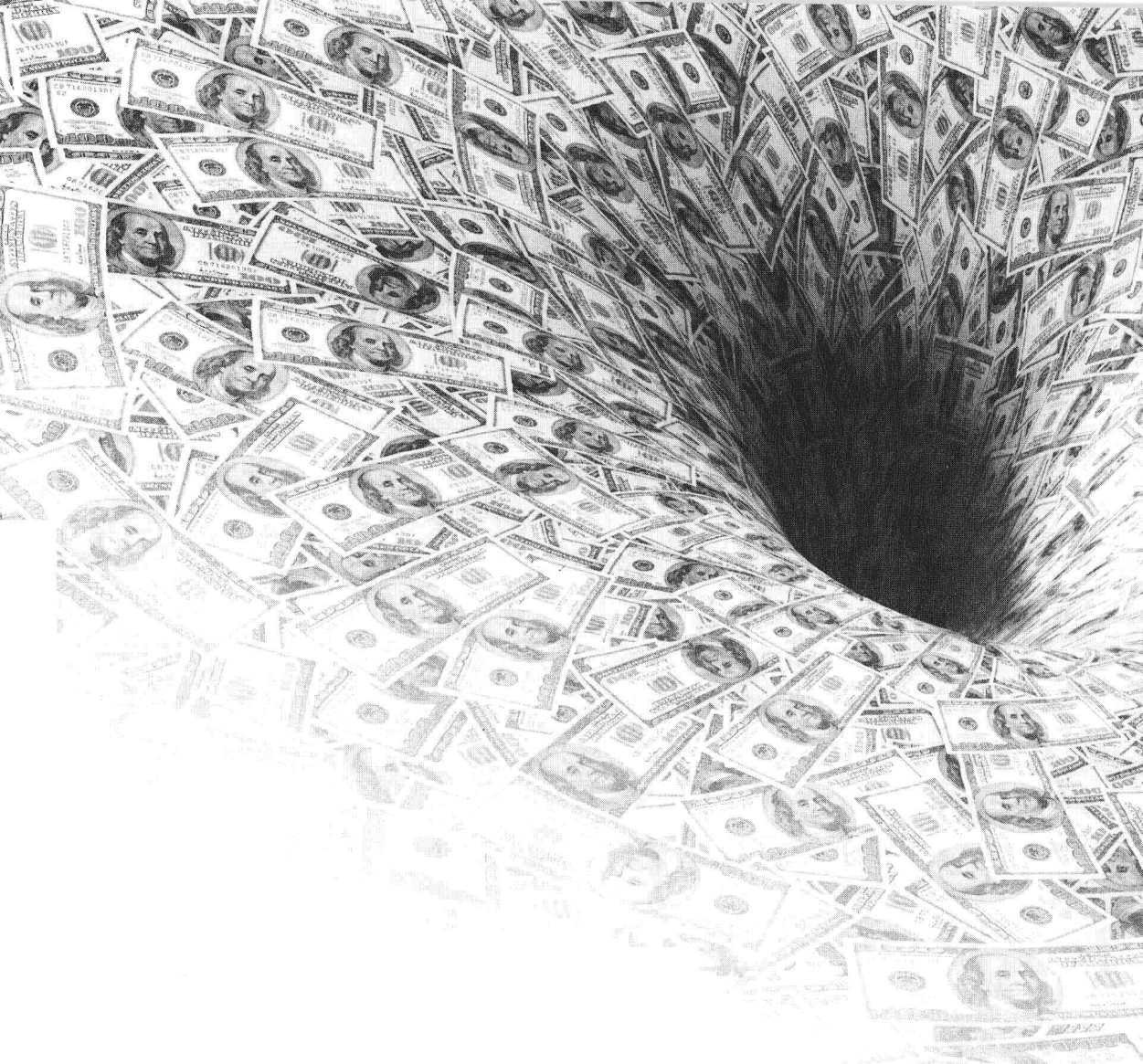
投资陷阱

李文杰 著

看起来很美常识性误区



机械工业出版社
China Machine Press



The Trap of Investment

投资陷阱

李文杰 著

看起来很美常识性误区



机械工业出版社
China Machine Press

本书是对投资理念、投资操作以及基本面分析的常识梳理，是对投资者最容易犯错误领域的一种反思。即便是经验丰富的投资者在对投资的判断上也存在着很多误区，例如有的投资者认为价值投资就是一定要长期持有一只股票，市盈率高低决定了一只股票偏离其实际价值的程度，股票的价格是简单地由市场供需关系决定的，资金的时间价值与复利意味着长期投资一定能带来财富。在本书中作者一一驳斥了对这些常识的认识，并重新整理了对价值投资的定义，对股票观念的认识，对投资的实际操作，对中国市场特色的认识。由于作者是经济学专业出身，因而在投资理念与投资基本面等方面有更深入的洞察，并能将经济学与金融学的认识相结合应用到投资实践中。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目（CIP）数据

投资陷阱/李文杰著. —北京：机械工业出版社，2012 4

ISBN 978-7-111-37996-6

I. 投… II. 李… III. 私人投资—通俗读物 IV F830.59—49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 066812 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

责任编辑：左 萌 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2012 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·12.75 印张

标准书号：ISBN 978-7-111-37996-6

定价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

推 荐 序

老李是我的校友，一次偶然的机会，我认识了老李，并邀请他为《股市动态分析》写写稿子。于是老李一发不可收，一写就是两年。

老李其实不老，大家喊他老李是因为他从事证券分析的时间比较长。相对于公募基金、券商的研究员，老李一直在保险公司研究证券投资，在我们习惯了券商和基金的分析思路后，老李的文章带给了我们很多不同的视角和思考。

近两年来，A股市场走势低迷，投资者亏损累累。我想，这种局面应当是多方面作用的结果。长期以来，我们的证券市场“重融资、轻回报”，巨额的融资规模让市场不堪重负，加之进入全流通时代后，高估值局面难以持续，估值水平的回归不可避免。另外，我们也应当看到，尽管中国股市已经走过了20多年的历程，但投资者队伍整体上依旧不够成熟。尽管我认为证券市场应当有多元化的投资理念，但更多的投资者实际上并没有形成自己的理念，而是随心所欲、随波逐流，凭感觉买卖股票。对于这类投资者，我们称之为“彩票股民”。在中国股市中，尽管“彩票股民”资金规模不一定很大，但绝对数量很多，这部分群体也是在股市中亏损最大的群体，也是投资者在教育工作中最需要帮助的群体。老李在繁忙的工作之余，将他多年研究投资的心得加以总结，整理成书，让广大投资者有机会分享到他的经验，确实是一件幸事。

老李将他的作品命名为《投资陷阱》，恰恰也表达了这样一个意思，证券市场充满了机会，却又布满了陷阱。每个投资者都希望能够把握市场的机会，

却都有掉入投资陷阱的经历。如何认清风险、规避风险，或许是我们投资之前的第一要务。

我们对于证券市场和投资规律的理解，其实存在着很多的偏差。很多看似是常识的道理，未必就是真理。我想，不管是职业投资者还是普通股民，老李的作品都是值得参考的。全书内容通俗、文字诙谐，读起来一点也不吃力。相信，本书对您的投资一定会有所裨益。

赵迪

《股市动态分析》副主编

2012年2月

前言

真理如何成为谬误：解构投资路上的常识性陷阱

我们距离真理有多远？我的回答是，很远很远，毕人一生也难触及一鳞一角，并且从几千年前的圣人，到现在的专家学者，很难让我们判断出来，我们距离真理到底是更近了，还是更远了。

我们越来越发现，在这个混乱的世界上，真理遍地都是，却大多都高高在上，每个人都可以说得出一部分，可却不一定都做得得到。还有很多极其贴近我们最直接的思维，让每个人都能做得得到，却得不到真理的奖赏，因为，这些都是伪真理。

这就是艰难时事，我们生存的世界不再单纯，有信任就有欺骗，有真理就有伪真理；有利益就有流血，有人就有江湖。追求真理是有追求的人最理想的追求，但他们会发现这条路越来越难走，因为他们要做的并不只是寻找，还要拨开伴随历史沉淀下来的、越来越厚重的迷雾。其中的艰辛，足以让我这样没有追求的人，望而却步，以一生的代价去做这种努力，我做不到。可是，要在这世界上保持一份基本的清醒与独立，我想，至少，要具备一些基本的常识吧。

虽然常识距离真理还很遥远，但至少能让我们尝试拨开那层最薄的迷雾，距离真相、距离真理更近一些，使我们能够在这混沌的世界中勉强向前一步。

况且，对于没有追求的我们，拥有常识，也只是我等之辈能勉强做到的事情吧。

一个投资者，在这个纷杂的市场中，保持一份清醒，保持一份独立，是其得以生存的保障。因为你所面对的永远是未知多过已知的世界，更恐怖的是，可能你所了解的，就是有人想让你了解的，而你不知道的，他们或许永远不打算告诉你。难道不是吗？一家公司，无论它的公众责任感有多强，告诉你好消息，屏蔽坏消息，一定是它本能的反应。一个庄家打算跑路，一定是告诉你这家公司多么有价值，上涨的预期有多么迫切。一个打算再融资的公司，一定会告诉你他有了这些钱，你能多赚多少钱，而不是他们能多分多少钱。即使伯克希尔公司告诉你那些巴菲特持有了十几年的可口可乐、政府雇员保险公司等这些公司的股票，这也是它想让你知道的，而一定还有很多亏钱的、持有期更短的股票，它不想告诉你，所以才会有人陷入价值投资就是长期投资的陷阱。为什么这么多人陷入了长期持有才是价值投资的误区，不就是因为有一只背后的手在无形的操纵，让你仅仅了解到长期赚钱的股票，而刻意忽视了其他本应是平行的信息吗？所以你会发现，这样的世界，已经不能再奢谈真理了，一直有人在尽力阻碍你走近它，因为一旦你走近，拿走的将是这些人的利益。那么，按我说的，我们还是尽量从基本的常识中获取那点基本的自由吧。

虽然想要掌握应有的常识似乎很难，但至少比追求真理要容易些吧。一是学习历史，二是注重逻辑，三是相信自己。历史永远是相似的，它不会重复，却可能会相似。所以让历史见证今天的现实，让过去做现在的镜子，这就是所谓的资治通鉴吧。但同时也应注意，运用历史的同时不要落入唯历史的陷阱，发生任何事都要去找历史中相似的影子，再拿来解释今天的事实，结果成了经验主义。这其中最重要的就是注重逻辑。毕竟历史仅仅是相似，而不可能相同，这就需要逻辑来修正。如果简单点概括，历史是经验主义，而逻辑则是对历史的修正。历史有它的规律，对未来有昭示意义。就像崇尚逻辑推论的哲学家认为的那样，经验主义的悲哀在于即使一个现象有一千次的重复，也不能证明第一千零一次一定会出现。没有被严格逻辑修正的历史方法缺少安全感，而历史则是有效逻辑的起点。

用耳朵去聆听这个世界，用眼睛去观察这个世界，用大脑去思考这个世界。用耳朵去证实眼睛看到的，而不是用眼睛去证实耳朵听到的，因为你听到的一定是别人说的，而且可能是别人想让你知道的，而眼睛是自己看到的。用大脑来消化眼睛看到的，有抛弃有吸收，之所以要抛弃，是因为担心你的眼睛也刻意去寻找自己想看到的。相信自己的内心，而不是你的耳朵，不是你的眼睛，更不是其他人。

作为普通人，追求真理是太过遥远的梦想。作为没有追求的人，拥有常识或许还是个可以触及的理想，再用所获取的那些常识，规避无处不在的陷阱。呼唤常识吧，去获取那点难得的自由……

本书立足于对投资路上常识性陷阱的解构与探讨，看看大家心中的那些真理，如何偷偷地成了谬误。越是平常的地方，越可能出现错误，这应该也是一条准真理了。而越是被认做常理的，越有可能形成常识性陷阱，我们从常识出发，分析解构常识性陷阱，最后再回到常识上来，毕竟，清晰地认识常识是走出常识性陷阱的唯一道路。

始终没想到自己写的东西能有机会以书的形式体现出来。我只是在不停地写，给业内人士不停地发，与热心的朋友不断地交流过程中，开始有人建议我可以将观点整理成一本书了。一开始我觉得这只是一种廉价的赞扬，没有太在意。但随着建议的人越来越多，自己的虚荣心也膨胀了起来，毕竟能出一本书，应该是件很荣耀的事，所以我开始用心对待这件事了。

本书是在我撰写的“行云流水系列投资策略小品”基础上写成的，其实看到题目就知道本书的整体定位与风格了，说的是关于投资行业的话题，而且在这个话题中更偏重策略而非行业也非个股，文体为小品文，主要是思辨性风格，不是研究报告，更不是专业论文，所以很少用数据，很少有图表。本书收录的小品文都是我自己在投资运作及学习中的心得体会。因为我觉得能用自已的语言说出来的东西，才是真正属于自己的，所以我坚持每周至少一篇的写作频率，并在《股市动态分析》周刊连载，时光荏苒，一不小心已经积攒了几十篇。现在我觉得关于投资常识方面的话题可以告一段落了，一是这类话题写得差不多

了，对我而言很难再找出新的话题了。二是个人水平限制，以前的积累也都抖搂出来了，再写就需要再积累，这需要时间，否则就是低水平的重复了。所以在这里先把以前的文章做一整理修改甚至是重写，又专门做了很多补充进来，算是给自己半年多勤奋的一个交代，给一直忍受阅读本系列痛苦的业内朋友一个交代，也给很多支持和鼓励我的美女帅哥们一个交代。

书中保留的，基本是很多不受时效性限制的讨论，不像投资报告那样，过了这个时点其价值就没有了，而这些话题对于资本市场来说，可能在未来很长时间内仍是躲不过、避不开的话题，从这个角度来衡量本书还有一定的可读性，不至于出来就扔到故纸堆，就斗胆试试吧。

需要特别指出的是，本书的观点及讨论并不是适合所有投资者的万金油，对很多人来说，虽然可读，却未必有那么大的用处。一个原因是因为不同人的阅读偏好不同，有的喜欢正襟危坐开讲的，有的喜欢喝口水就嬉笑怒骂的，有的喜欢逻辑推理性强的，有的喜欢案例分析多的，这些都不好强求，本书的风格可能有些飘忽，因为是在不同时间独立写出来的，风格与写作时的状态直接相关，兴奋时挺诙谐，看起来很解气，呆滞时写的文字也能让你看了想昏昏欲睡，只好在事后做一下修改，希望各位看官一定要挺住，既然拿到手里了，头悬梁锥刺股也得看完啊，再不行可就得用老虎凳辣椒水了，哈哈，开玩笑。另一个原因在于作者受一名机构投资者的局限，这就意味着可能本书的观点不是针对个人投资者，因为机构投资者能够接受比较低的收益率，而冒较少的风险，个人投资者则自由得多，预期目标可以是翻倍，也可以是战胜通胀，赚够了可以放假，亏损了可以认亏，大不了持有不动，和这市场耗到底。屁股决定脑袋，准则决定行为，所以在本书中大家会看到对时间价值、安全边际等方面的讨论，却一定没有探讨如何翻倍的话语，我实在是没那个本事，也相信有那本事的不会告诉大家真经吧。而机构投资者内部也有划分，简单的差别就在于风险收益承受方的划分。比如笔者属于保险类机构投资者，而且是传统型账户，这意味着我们自负盈亏，所以对风险极为看重，对收益也没那么大的欲望。而另一类则是受委托为别人管理资产，别人承担盈亏，典型的就是基金公司，这

就涉及价值判断了，这类投资者可以追求较高收益，承担较高风险，因为他们是相对受益者，只要不做得太烂，标配指数就可保持不败，所以其风格与人傻钱多的保险公司一定不同。

其实，说来说去都是客套话，所谓开卷有益，不论你是哪种投资者，读一遍这本小书，应该会比图书大厦里那些封面眼花缭乱，题目不是赢利一倍就是十倍的书更有收获吧。

按常理，最后还应该致谢一下的。感谢我投资专业道路上的老师兼大姐，渤海财险投资部副总张炜女士。感谢奋战在司法考试道路上的革命伴侣小杨同学，加油。感谢每天容忍我蹭饭的对面邻居女主人丽姐，还有遥远的父母，虽然这事他们还不知道。投资圈似乎有只做不说的传统，所以为本书作序及撰写推荐语的都是相熟的师友，在此叩谢，他们的名字会出现在本书的开头和最后。

还有和我一样做了几个月辛苦劳动的机械工业出版社策划编辑顾煦贤弟和责任编辑左萌，是他们带给了我将近十个月“鸡犬不宁”的日子（我属鸡，顾煦属狗），有位哲人说过，要感谢折磨你的人，所以我要感谢他们两位，而且我相信，折磨还没有结束。让暴风雨来得温柔些吧……

李文杰

2011年11月于天津

北纬 39.12998，东经 117.08349

目 录

推荐序

前言



第1章 投资理念陷阱 /1

投资理念陷阱一：只有一种投资才叫价值投资吗 /2

投资理念陷阱二：价值投资就是趋势投资、长期持有和
大盘蓝筹吗 /7

投资理念陷阱三：市场永远是对的吗 /15

投资理念陷阱四：时间是有价值的吗 /21

投资理念陷阱五：投资研究就是研究指标吗 /28

投资理念陷阱六：安全边际就是价格吗 /32

投资理念陷阱七：预测是投资决策的唯一标准吗 /44

深入讨论：一致性预期与混乱预期 /52

心灵鸡汤：资本市场的公平 /56

2

第2章 投资基本面分析陷阱 /61

基本面分析陷阱一：流动性就是货币吗 /62

基本面分析陷阱二：热钱很可怕吗 /67

基本面分析陷阱三：通胀是货币现象吗 /70

基本面分析陷阱四：通胀会失控吗 /74

基本面分析陷阱五：所有指标都有用吗 /77

深入讨论：投资分析中的结构主义框架 /83

深入讨论：结构主义之经济增长模式转换 /90

深入讨论：结构主义之行业案例 /95

3

第3章 投资政策面分析陷阱 /101

政策面分析陷阱一：股市是经济的“晴雨表”吗 /102

深度讨论：过去30年的宏观调控逻辑 /105

政策面分析陷阱二：能用他国的政策预测中国的
政策吗 /109

政策面分析陷阱三：准备金有上限吗 /111

政策面分析陷阱四：政策会马上转向吗 /114

深入讨论：宏观调控逻辑与货币逻辑的嵌套 /118

深入讨论：生产要素的货币化扩展 /120

深入讨论：资产配置新时期的故事与现实 /123

4

第4章 投资策略陷阱 /127

投资策略陷阱一：宁选龙头，不要凤尾吗 /128

投资策略陷阱二：策略投资就是趋势投资 /132

投资策略陷阱三：用仓位结构性调整能规避

市场风险吗 /135

投资策略陷阱四：市场波动就是点位波动吗 /138

投资策略陷阱五：估值就是现金流折现吗 /142

深入讨论：估值坐标的基本估值——估值坐标的扩展
之一 /146

深入讨论：估值坐标转换的估值——估值坐标的扩展
之二 /149

5

第5章 上市公司竞争优势 /153

竞争优势 /154

竞争优势一：技术优势 /157

竞争优势二：营销优势 /162

竞争优势三：渠道优势 /168

竞争优势四：集中度 /174

竞争优势五：管理优势 /180

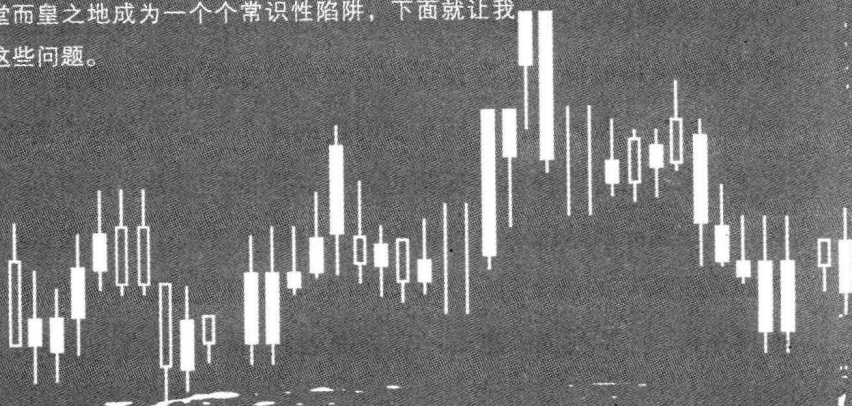
后记 整理整理书架，收拾收拾心情 /185

投资理念陷阱

本章导读

本部分将讨论一些被奉为真理的投资理念，是如何在我们应用时偷偷演变为常识性陷阱的，为投资者带来难以估量的损失。越是简单的理念，给人们造成的误解往往越多。越是基本的常识，往往距离谬误更近，而距离真理越来越远。我们所讨论到的这些话题，要么已经被所有人反复咀嚼勾兑，食之无味，弃之可惜。要么被默认为真理，而人们却对其实质闪烁其词，含混不清。历史告诉我们，真理往往存在于被广泛认同的反面，以及比众人的认识更深入一点的洼地。本章所讨论的，就是一些看似真理格言的投资理念，是怎样把简单复杂化，从而落入一个又一个陷阱，使我们追求真理的道路，人为地变得漫长而曲折。

如果您也观看了大型纪录片《大国崛起》的话，那么一定对“常识”这个词很敏感了，没错，托马斯·潘恩的《常识》为美国的自由之战提供了理论之剑，告诉人们推翻王权获得自由是理所当然的常识。受这个思路的启发，使我们意识到在所谓精英汇集的投资领域，意料之外的，也是意料之中的，也同样存在多数人的误区，少数人的真理。其实很多时候、很多事情，用常识去理解，可以轻松地去伪存真，不知为什么，种种谬误却依然大行其道，在常识的表面，堂而皇之地成为一个个常识性陷阱，下面就让我们来解决问题。



投资理念陷阱一：只有一种投资才叫价值投资吗

关于价值投资，相信有无数个定义与解释，却往往没有定论。而且在定义这个概念的时候，会有很多人在无意识中进入种种误区，这是因为他们意识到对价值投资而言，这些因素很重要，但慢慢地，把他们当成了决定性因素，把一个问题的限制条件慢慢理解成问题本身，从而渐渐迷失了。本文认为，价值投资只与价格有关系，而人们落入的以持有时间、投资标的等为基准去判断价值投资与否的陷阱，都属于常识性陷阱。所以，别执著于自己是否做了价值投资，只要相对于价值，有合适的价格，就是有利的。

我们经常会看到这样的场景：有人问某位投资专家，您是哪一类投资者？答：当然是价值投资者。那么您打算持有股票多长时间，他回答，半年左右。又问，这么短，那你这是价值投资吗？

从上面这个案例短短的几句话中，我们却能体会到很多问题：一是，有谁会说自己是投机者吗？何况是投资专家，被认定为是投机者恐怕是他最大的恐惧。二是，打算持有时间的问题过于业余，而回答也过于业余。因为真正的价值投资者都知道，是否卖出取决于股票会涨或跌到什么样的价格，而到这样的价格所需要的时间是不确定的，那么就无法确定一只股票需要持有的时间，专家说要持有半年，如果半年内股票没有上涨呢，会卖吗？所以，我们或许可以接受问题的业余性，可是这个答案也说明了即使是专家，对价值投资的理解也是有误区的。三是，持有期半年或许不算长，可是据此就认为不是价值投资，也依然进入了一个误区，有所谓“炒股炒成股东”的投资者，无论如何也难以据此就认定他们是价值投资者，而现在买，一周后卖，也不一定就是投机者，因为这一周内，股票上涨了

50%，不卖才是投机者。

实际上，不是只有一种投资方式可以被称做价值投资，价值投资是一个投资者所追求的目标，却不一定是每个投资者都必须要走的路径。条条大路通罗马，价值投资就是罗马，而条条大路却不必拘泥于一条。如果一定要规定某一条路才是价值投资路，那就明显地局限了投资的概念。况且，这往往导致大家拘泥于走哪条路，然后把这条路当做投资要达成的目标，比如持有时间、投资标的，却忘记了原本真正的价值投资的目标，只顾低头拉车，却忘了抬头看路。如果再做一个比喻，这就像是经济学模型，自以为给的假设越多，更容易得出精确的计算结果，可没想到最终结果距离解释现实却越来越远。所以，只在最简单的意义上确定价值投资最基本的概念即可，至于其他诸如持有时间、投资标的等，都是额外的限制条件，都是可以选择的路径，哪个更好，就要看哪个更适合自己。

所以，最简单的定义，我们认为所谓价值投资，只和价格有关系，而和持有时间长短、是不是大盘蓝筹股、是不是沪深300成分股都没关系。任何脱离价格的价值估计，都是闲谈，无本之木，就像是没有敌人，也永远不会出现英雄一样。从辩证法上看，价值与价格是辩证统一的矛盾体，是相辅相成的，而时间、标的等都是限定条件。从数学的角度看，价值与价格是主要方程式，而时间、标的等都是制约条件，在限制条件下对方程求解，才是投资的结果。所以，不是因为巴菲特持有可口可乐几十年就是价值投资，而持有几个月的中石油就不是价值投资，那是因为中石油股价很快就超过了它本来预定的价格；不是牛市持有就是价值投资，而熊市逃跑就不是价值投资，价格走向超过预期，当然要逃跑。方程确定，而限制条件变化，投资结论自然也随之变化。因此，任何脱离了价格的价值投资，都是无源之水。

对于资本市场，唯一不变的只有变化本身，而其魅力在于变动远超其他种类的市场，可用瞬息万变来形容，而其变化，一是因为复杂，各种因素、各地市场联动，二是因为投资者对价值的认识不同，给自己设定了不

同的限定条件，从而得出不同的结论，导致不同的投资决策，才使得资本市场异彩纷呈。只是问题在于这些设定条件不一定真的适合自己，往往是从别处照搬照抄过来的，在最终发现投资结论失败后，便失去了对价值投资的信任，甚是可惜。因此，确定自己投资风格的过程，就是选择自己实现价值投资路径的过程，就是不断筛选及确定适合自己的限定条件的过程，是选择大盘蓝筹还是中小板，是长期持有还是短期波段操作，最终还是要看哪个更适合自己。作者就比较信奉“安全边际”这个限定条件，觉得无论是个性还是风格都更适合自己。（关于安全边际的讨论大家可见本章“投资理念陷阱六：安全边际就是价格”）

现在，我们面临的问题就在于如何确定价值。而这一问题的魅力在于，这是真正的仁者见仁智者见智，有人认为价值应该是未来收入的折现，有人认为是净资产的一个倍数，有人认为是现在或预期收益的一个倍数，当然，还有很多人认为这个问题就是一个故事，一个传言，或者是明星投资经理的一句话……这种价值观的不同，促成了任何时候，股票都具有一定的流动性，投资者认为合理的买入，认为不合理的卖出，作为一名投资者，我们该感谢这种混乱，这才使我们具备了赢利的基本条件，如果全世界都只有一种价值观，那也就不存在收益的可能了，因为你或者买不到，或者卖不出。

关于哪一种价值估计方式合理，并无定论，市场比较认同的是具有成长性的可用市盈率，而稳定增长的用市净率，但这些指标的弹性很大，不同时期、不同限制的条件下，同一水平的市盈率或市净率都可能成为高估值，也都可能成为低估值。在这里我们也无意讨论估值方法的优劣，因为我们发现，任何估值方法都是在一定的假设前提下的，而不同的假设，就会有不同的结论。而问题在于，假设往往脱离现实，这必然导致大概率率的错误结论。而更进一步的问题在于，即使是最接近现实的假设，对于市场而言，也往往是错误的，因为市场并不认可，正确的假设如果不被认可，就是不存在的，没有办法对市场产生影响。所以我们面临的情景是，我们