

THE LOGIC
OF INVESTMENT

投资的逻辑

中国式股市投资心理学

周倩 周晓垣◎著

金融圈中少数精英流传的绝密铁律
助力广大投资者赢取财富的突围战

知情人良心解读
为什么大多数人
离庄家的投资逻辑越来越远
贪婪的欲望遮盖了市场残酷的真相

台海出版社

中国股市的牛熊轮回

中国股市的牛熊轮回

投资的逻辑

中国股市的牛熊轮回

中国股市的牛熊轮回



为什么有人能赚到钱
为什么有人亏钱
为什么有人能赚到钱
为什么有人亏钱

THE LOGIC
OF INVESTMENT

投资的逻辑

中国式股市投资心理学

周倩 周晓垣◎著

台海出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

投资的逻辑：中国式股市投资心理学 / 周倩，周晓垣著 .

-- 北京：台海出版社，2018.2

ISBN 978-7-5168-1744-5

I . ①投… II . ①周… ②周… III . ①股票投资—研究—中国

IV . ① F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 331089 号

投资的逻辑：中国式股市投资心理学

著 者：周 倩 周晓垣

责任编辑：王 艳

装帧设计：张合涛

版式设计：石凯辉

责任印制：李广顺

出版发行：台海出版社

地 址：北京市东城区景山东街 20 号，邮政编码：100009

电 话：010 - 84827588（发行，邮购）

传 真：010 - 84045799（总编室）

网 址：www.taimeng.org.cn/thcbs/default.htm

E-m a i l: thcbs@126.com

经 销：全国各地新华书店

印 刷：北京天宇万达印刷有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社联系调换

开 本：710mm×1000mm 1/16

字 数：245 千字

印 张：18

版 次：2018 年 2 月第 1 版

印 次：2018 年 2 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5168-1744-5

定 价：58.00 元

版权所有 翻印必究

九十年代，初入证券市场之时，年轻懵懂，充满好奇。在游戏厅看到老虎机也会观察良久，探索制胜的方法。对单纯性赌博不屑一顾，笃定地认为一定有稳赚不赔的获胜方法，于是，实验开始……

购买了 300 枚游戏币，因中奖概率不同，赔率也各不相同。押中苹果 1 赔 5；橙子 1 赔 10；西瓜 1 赔 20；BAR 1 赔 50。连续投币 100 次，每次只押一枚苹果，100 次游戏过后，手中剩余 87 枚游戏币，赔了 13 枚；连续投币 100 次，每次只押一枚橙子，100 次游戏过后，手中剩余 64 枚游戏币，赔了 36 枚；连续投币 100 次，每次只押一枚西瓜，100 次游戏过后，手中剩余 47 枚游戏币，赔了 53 枚；连续投币 100 次，每次只押一枚 BAR，100 次游戏过后，手中剩余 31 枚游戏币，赔了 69 枚。

这次实验的结果比较令我吃惊，虽然都是亏损，但成绩最好的竟然是赔率最低的苹果，且需要连续百次不变地操作。原来看起来越是美好的、一本万利的机会，只是水中月、镜中花，反倒是赔率最低，出现概率较大的投资品种——苹果，给我带来了惊喜。虽然是一次类赌博的实验，却蕴含着深厚的投资哲理，专注于大概率投资机遇是我们一生中应随时提醒自己的投资真谛，而那些类似于中彩票般的机会就让它淡淡地随风去吧！

低成功率的投资会吞噬我们很多很多成本，而貌似唾手可得的大奖，其实往往都是大坑。时光匆匆，不知不觉间已进入证券期货市场一十九载，从一名中小投资者，到机构从业人员，到行业分析师，到职业操盘手，再到基金管理者，资金规模从几万元，到几十万元，到几百万元，到几千万元，到几亿元，到几百亿元。捕捉大概率，舍弃小概率，稳扎稳打，步步为营算是我的制胜法宝吧。最后，将我最常用的投资格言奉献给大家共勉：“逆向思维，顺势而为，谨慎决策，果断操作。”

胜兵先胜而后求战！这，便是投资的逻辑。

从2007年到2017年，上海、深圳两市总市值增长了近8倍，操纵市场的门槛似乎已经越来越高。但是，中国股市并未出现像美股市场那样的“慢牛”走势——要么行情几年不启动，一动就是“疯牛”。究竟是什么样的力量在主导着这一切？为什么股市一启动，沉寂许久的投资大师们就能立刻获得极高的人气支持？

中国股市中操纵资金流向、指数起伏的力量被称为“主力”，但人们没意识到，还有一股操纵“大众认知”的力量更为可怕。金融市场其实也是“大众认知”的战场。为什么国内大多数投资者均蒙受损失？为什么他们会深陷“国外大师”“国外经典理论”的重重陷阱？

沃伦·巴菲特有一句名言：“在任何领域专业人员高于门外汉，但在金钱管理上往往并非如此。”现在主流市场对财经金融的分析似乎已远离常识。

只要你努力经商或努力工作，5年之后收入增长一倍是值得期待的。而你持续进行5年的股市投资，本钱不亏损的可能性只有10%。

假如持续投资几十年，哪怕股市每年都上涨10%，你可能还会损失大部分财产。

为什么大多数人离正确的投资逻辑越来越远？真相永远不可能出自知情人士之口，这是投机游戏的本质。

任何经典的投资理论都有特定的投资环境和人脉背景做支持，金融市场

不存在永恒的或者普遍适用的真理。

目前，整个东亚地区的公司都存在比较严重的管理问题，仿效巴菲特集中持股、长期持股，风险很大。有私募人士表示：“在亚洲市场投资，不做组合不放心，否则做得再好也经不起一次失败，一旦出事就无法控制风险。”

欧美成熟的公司文化造就了庞大的职业经理人团队，他们努力使股东利益最大化，可以培育出股价上涨数十倍甚至上千倍的公司；俄罗斯是国家资本主义，企业更注重国家利益，对股东利益不太关注；日本企业把员工利益放在第一位，股东利益则次之；至于日本以外的其他亚洲企业，不少是家族制，公司管治不健全，透明度差，很难产生真正值得长期持有其股票的现代企业。这就使投资者对长期投资本地公司保持着高度的警惕。

国内的投资很难把握，民企老子传儿子、儿子传孙子、孙子传给重孙后，其原有的价值基本上都消失了。而国企董事会任免是由上级机关决定的，“对股东利益负责”往往不是第一位的。

从概率上讲，全球范围内都是企业关闭的数量远远大于生存下去的数量，持续生存下去的则远远少于存活几年的。通俗一点讲，在这个市场中，毁灭财富的企业数量巨大。巴菲特对市场和投资者的观察无比敏锐而正确：“世界上绝大多数投资者（包括专业人士），既无能力也无必备的心理素质来挑选个股、投资个股，他们必然跑不赢大市。既然不能跑赢大市，那就不如买指数基金，追求市场的平均收益。”

其实，巴菲特并不认为价值投资适用于普通投资者，而巴菲特的老师格雷厄姆在晚年更是放弃了他本人创立的价值分析体系。多数人并不知道隐藏在历史角落的“股神”真相，因而对投资往往产生种种误解和误判。

本书立志于向读者披露金融圈内少数精英掌握的绝密铁律，希望能帮助广大投资者赢取财富突围战。

第一章 千年不变的投资铁律

金融家为什么赢不了猴子/003

赚钱是小概率事件/005

大师多在“玩别人的钱”/009

“踩噪音”的赌徒们/011

第二章 隐蔽在历史角落的“股神”真相

格雷厄姆：“我很难再信仰价值投资”/017

利弗莫尔：“我终于从一无所有变为极端贫困”/025

威廉·江恩：“唯一的全胜交易员”靠写书赚钱/029

第三章 巴菲特的“金融炼金术”：只能看，不能学

巴菲特不会告诉你投资有多难/035

我们眼中的“股神”可能只是幻象/038

“浮存金”的魔术/041

巴菲特为什么能占银行便宜/044

第四章 寻找牛股的游戏

能给股东“养老”的好股票/049

估值有那么重要吗/052

证券投资，究竟赚了谁的钱/057
股息也会说谎/060
好公司是如何变坏的/062
投资择机避险的四大戒律/066
不要指望能在坏行业找到好股票/079
靠“挤牙膏”赚钱的行业/080
夕阳公司和周期性公司最难把握/082
“恶心行业”的价值/084
好股票与好生意/086
“收割机”公司和“印钞机”公司/088
“选股艺术家”威廉·欧奈尔/091

第五章 庄家在哪里

谁是庄家/097
坐庄原理/099
庄家入市的策划与操作/104
“零成本”坐庄方案/106
金融市场是“大众认知”的战场/108
资本运作的黑色幽默/111
趋势不容置疑/112

第六章 必然回归平庸的基金经理

基金那些年/117
股市打垮基金，基金转过身又打垮了股市/119
赚了10倍，怎么还会破产/122
为什么基金经理都逃不过“均值回归”的命运/123

第七章 为什么指数基金才是普通投资者的最高明选择

- “长期投资”的真相/129
- 发掘一家好公司有多难/132
- 闪电来时，你必须在场/135
- 华尔街的“傻瓜投资法”/138
- “内部人”如何玩自己的钱/140

第八章 私募靠什么取胜

- 确定，所以投资/146
- 理性投机/148
- 选对行业赚大钱/151
- 买股票就是买公司/154
- 好资产更需好价格/156
- 巧妙利用市场波动/159
- “内在价值”是一根隐形标杆/160
- 现金，现金，还是现金/163
- 不敢相信自己有过人之处/164

第九章 发掘公司价值，回归投资智慧的原点

- 企业的“化妆师”和“按摩师”/171
- 找寻投资风险的本源/173
- 三类人眼中的公司价值/179
- 如何评估一家公司值多少钱/183
- 懒公司和坏公司同样可怕/186
- 做赌场老板，还是做赌客/189
- 股票只不过是上市公司的影子/194
- 中国公司喜欢讲“宏观故事”/197
- 目标管理与过程管理/200

利润高增长背后的诅咒/202
低调的“巨头”/205
实业精神是“沧桑正道”/208

第十章 投资人的修养、境界和市场交易

危险的冲浪运动/214
对“顺势而为”的深度理解/218
海底的沉船里都有一堆航海图/221
奖懒罚勤的证券市场/224
避免重复犯错是最大的回报/228
一切迟早会发生/230
不动是最好的策略/232
历史的大胸怀与投资的小问题/236
只求“模糊的正确”/238

第十一章 金融心理学：驱动股市的真正力量

“理性投资”有多难/244
大师“疯”起来更离谱/246
有限理性——界定自己的能力圈/248
投资，要先炼心/250
情绪和心理优势/252
将精深的投资思想发展成习惯/255

第十二章 赢家的投资组合

要把什么样的投资项目组合在一起/261
凯恩斯和他的“边际笨蛋”理论/264
彼得·林奇：如何战胜华尔街/268
最值得信任的投资大师：沃尔特·施洛斯/271
资产配置，赢在起点/274

第一章

千年不变的投资铁律

投 资需要很高的智商吗？巴菲特说：“在任何领域专业人士都高于门外汉，但在金钱管理上往往并非如此。”

国内教投资者选股的专业人士层出不穷，有大学教授，也有小学没毕业的；专业书籍汗牛充栋，方法五花八门，有用数学模型、博弈论或心理学的，也有用易经八卦的。

而事实真相是，专业投资者未必能战胜“被蒙上眼睛的猴子”。

金融家为什么赢不了猴子

俄罗斯 Vesti 电视台曾经报道，一只来自“杜罗夫爷爷的角落”剧院的名叫卢克里的猴子，面对 30 家俄罗斯公司的股票，依靠骰子、凭借“自己的智慧”选择了其中 8 家。一年过去了，猴子的总资产涨了近两倍，不但跑赢了大盘，而且战胜了俄罗斯 94% 的基金经理。20 世纪末，美国《华尔街日报》也做过类似实验，而且将实验周期拉长到 10 年，最终基金经理们也不过是在与猴子的竞争中险胜而已。

如果再与道琼斯指数做比较，多年以来，专家推荐的股票几乎都无法超越大市的平均回报水平。

要知道，道琼斯工业指数来自美国 30 个主要大公司，这 30 家公司的股票全是分红股，也就是俗称的 Blue Chips（蓝筹股），它们几乎全是跨国公司，其利润是来自全世界市场的。

想要长期跑赢大盘不容易，想赢过作为最平庸投资组合的道琼斯指数

(或者上证指数),也是如此困难。这是因为股市根本是一个零和游戏,扣除各种成本(如交易佣金、税收等)后,股民作为一个群体,必然跑输大市。这是一个数学上无法挑战的铁律。

股市博弈的定义可以表述为:

$$\text{输家损失} + \text{现金分红} = \text{赢家收益} + \text{企业融资} + \text{交易成本}$$

等式左边是股市资金的提供者,右边则是股市资金的索取者,长期看来,等式两端必须平衡,这个“游戏”才能继续下去。

当企业融资大于现金分红时(这在中国股市是铁定的),额外的资金需求全要由输家来承担,所以投资者亏损比例扩大。

只有在极其罕见的时期,上市公司没有充当抽水机的角色,股票投资才是一个普惠大众的游戏。

美国学者道格·亨伍德在《华尔街——如何运作及为谁运作》一书中写道:“到了1980~1997年,美国股市走到了提供资金的反面,这种资金反向输送主要体现在红利上。因此这一时期,根本不是企业求助于华尔街的投资,相反是上市企业的钱一直充斥着华尔街。”这表明在20世纪80年代到90年代,美国上市公司现金分红已经大大超过了其在股市中的融资额。这才有了道琼斯指数当年的那一轮大牛市。

而耶鲁大学基金会的数据显示:即使在20世纪末的美股大牛市中,也只有4%的基金经理赚取的利润在扣除税收和费用之后能跑赢大市,而且平均起来也只是比大市的回报率多了0.6%而已。

有基金经理辩解说：“我过去三五年的投资回报真的很高。”可是，过去三五年的业绩不能代表未来三五年的趋势。哪怕是只猴子，也可能连续选中几个大牛股。待时光洗净铅华，大多数“投资奇才”最终都会回归平庸。

2016年人工智能获得重要进展，AlphaGo在与韩国顶尖棋手李世石的博弈中最终获胜。而推出AlphaGo的DeepMind，是谷歌收购的一家英国公司，下围棋只是他们展现人工智能水平的一个方式，他们未来可以用这种计算机算法来做很多事情，比如用计算机管理共同基金，只需保证投资回报率比人工管理的基金高一个百分点，它就可以成为全世界最大的基金管理公司。

赚钱是小概率事件

股票价格总是随机游走的：股票价格在每个时点上，向上和向下的概率是一样的，期望利润是零。市场仅仅遵循一个定律——概率定律。

——“有效市场假说”的奠基者 路易斯·巴舍利耶

1900年，巴黎大学毕业生路易斯·巴舍利耶提交了一篇名为《投机理论》的博士论文，差一点因为老师看不懂而无法毕业。但是他无意间奠定