

股坛经典

经济学家与理财家的创新投资理念

李桥 孙梨 刘平 编译

59

每日股市

货

上市公司资讯

中兴通讯承建轨道交通系统智能化系统

日前,中兴通讯(000057)与惠州铁路公司签订了惠州32个车站的铁路智能化系统合同,该合同是惠州铁路第一个智能化系统项目,将向铁

每日

金宇集团:突破平台

广州出版社

股票投资权威理论与操作 2

股 坛 经 典

——经济学家与理财家的创新投资理念

李桥 孙黎 刘平 编译

广州出版社

责任编辑/李宝聪

封面设计/广州红苹果平面设计工作室

股票投资权威理论与操作 2

股 坛 经 典

李桥 孙黎 刘平 编译

广州出版社 出版
发行

(广州市东风中路 503 号 7 楼)

新华书店经销

番禺市印刷厂印刷

850×1168 毫米 32 开本 8.625 印张 220 千字

1997 年 6 月第 1 版 1999 年 9 月第 2 次印刷

印数 1-10000 册

ISBN 7-80592-690-5/F·68

总定价: 100 元(共 4 册)

导言： 证券投资的大智慧

中国股市寻找证券市场的大智慧已经几年了。潮涨潮落，大户室里的人像走马灯一样换了又换，真正的英雄又在哪里？真正的智慧又在哪里？

在正文之前，先说段引子。话说 1997 年 5 月 3 日，世界象棋冠军、阿塞拜疆的卡斯帕罗夫在纽约曼哈顿再次上演举世瞩目的“人——机”大战，对手是 IBM 公司研制的一台最新超级电脑“深蓝”。就是这台装有 32 个处理器的人工智能怪物，曾于 1996 年 2 月首次与卡斯帕罗夫在美国费城交手时，第一盘便给了这位世界冠军一个“下马威”。“我真是丢盔弃甲”，卡斯帕罗夫事后回忆说。不过在领教了“深蓝”的威力之后，卡斯帕罗夫稳住心态，第二盘便拉平比分，最终以 6 比 2 取胜。

这次纽约之战，卡斯帕罗夫与“深蓝”谁赢谁输仍难预料。卡斯帕罗夫上次险胜之后，对一年后的第二次较量根本不敢掉以轻心，可谓打足精神做足准备。这位世界冠军 5 个月前在西班牙的拉斯帕尔玛斯世界象棋锦标赛中雄风不减，依然夺魁，总分达到了前所未有的 2820 分，比普通象棋大师的平均 2500 分高出 320 分，比另一世界象棋大师费舍尔的最高分 2785 分还多出 45 分。卡斯帕罗夫扬言：“本世纪无人能击败我，即使计算机也不能。”

“深蓝”一年后复出，更比以前大为改进。可进行极复杂并行运算的棋路集成块由原来的 192 块增加到 256 块，每一块中所储存的棋路都需由许多软盘才能容纳。每个棋子在每个方格上每走一步所引起的整个格局变化都已经过严密计算。俗话说，“下棋看五步”，世界象棋大师平均每分钟可斟酌两步，而“深蓝”则能达到

每秒 2 亿步！经过 15 个月的棋艺强化改进，“深蓝”怀揣着 IBM 公司新开发的博弈程序，其道行有多深，只有从对弈中看。

除此之外，“深蓝”背后还有位令卡斯帕罗夫不敢小觑的教练本杰明。这位世界级象棋大师和美国前国际象棋冠军为“深蓝”设计了各种棋局识别功能，可轻而易举地判断出数以千计的运棋套路。本杰明的高深棋艺再加上本身的超级运算处理能力，使“深蓝”尚未与卡斯帕罗夫再次交手，便已先声夺人。

观看卡斯帕罗夫与“深蓝”对奕本身也是一件趣事。走棋颇费踌躇时，这位世界冠军会连出怪相，到不顺利时还干脆摘下手表放在棋盘旁边。如处境险恶，甚至索性脱下外套。只有当感到局势重在他的掌握之中时，这位世界冠军才会再度穿衣戴表，仿佛暗示他已横扫千军，准备起身赴宴。与卡斯帕罗夫的焦虑紧张相映衬，负责操纵“深蓝”的 IBM 代表队却自始至终泰然自若，这种赛风如果能在赌桌上表现出来，对手一定会暗自叫苦。

其实卡斯帕罗夫与“深蓝”在曼哈顿的人机博弈就是一场豪赌。作为卡斯帕罗夫，身家早已有数百万美元，如能在这次人机棋赛中胜出，凭空又可净赚 70 万美元；更重要的是，这一胜利还将再次宣告卡斯帕罗夫那无与伦比的角色——在智能的王国里，他是人类智慧最后防线的代表。即使他最终输掉，他也可获得 40 万美元，仔细计算一下，平均每小时的报酬是 1.5 万美元，这意味着他每走一步即可拿到 1500 美元。

然而只有 IBM 公司才是最大的赢家。尽管 IBM 公司不说为此次研究投入了多少资金，但是这场人机大赛为其带来了滚滚财源。仅在 1996 年的第一次 6 天比赛中，该公司在国际互联网上便每天售出 500 万张“门票”。预计纽约之战可每天售出 1200 万张“门票”。’96 费城之战，世界各地传媒为其免费刊登的“广告”价格约 2 亿美元。1997 年的纽约赛事为时尚远，媒介宣传便已铺天盖地，因此，免费广告值很可能高出 1996 年。

最后的战局出人意外，“深蓝”竟然击败卡斯帕罗夫！IBM“深蓝”研究小组的领导 C.J.Tan（一位华裔）在获胜后发言说：“在特别复杂与需要策略的国际象棋‘友谊赛’中计算机能战胜世界级的大师，表明它也能解决其他复杂但更普遍的难题。这些难题在历史上是既费钱又费时的。”

“深蓝”下一步野心勃勃的目标就是预测证券市场的趋势。对于证券市场，百年来已有众多智慧人士从事研究。“深蓝”既能解开深层次人类的博弈过程，可能也可破译由成千上万投资者搏斗其中的市场走势之谜。

“深蓝”能否提供证券市场的大智慧，现在还不得而知。读者在本书看到的，则是百年来聪明之士提出的各种见解与理论，对证券市场能否预测这一难题的初步解答。在这些理论与设想的丛林中，你能否找到真正的投资秘笈，学到威镇天下的武功，则要看你读书的造化了。

目 录

第一章 远离股市的投资者——凯恩斯	(1)
凯恩斯的选美论	(1)
挥洒自如的凯恩斯	(3)
大胆地投资与投机	(4)
资产增值有方	(5)
投资原则与策略	(6)
傻头傻脑的学究	(7)
第二章 投资理论的鼻祖——巴里亚	(9)
时间愈长波幅愈小	(10)
故纸堆中的新大陆	(11)
第三章 投机入门——道与琼斯	(13)
《华尔街日报》的诞生	(13)
股市伟大的发明	(15)
道·琼斯指数的代表性	(17)
最具历史的温度表	(18)
爷爷辈的股票指数	(21)
华尔街日报以 13 万美元转手	(23)
道氏理论发扬光大	(24)
第四章 测市理论的怀疑者——考尔思	(26)
股市受害者的自信	(26)
不相信股市不可测	(27)
对专家测市能力存疑	(29)
投资中不能承受之轻	(30)

投资顾问为什么存在	(31)
第五章 投资组合理论: 马可维茨	(33)
引起革命的文章	(33)
股息至上有诗为证	(36)
二鸟在林不如一鸟在手	(38)
股市的传统智慧	(39)
主动向风险挑战	(40)
最佳的投资组合	(42)
运气的重要性	(43)
组合投资得名由来	(45)
有效率的赚钱方式	(47)
什么是正确的投资态度	(48)
第六章 可分性定律: 杜宾	(50)
思想敏锐 承先启后	(50)
凯恩斯思想影响深远	(52)
耶鲁名家云集	(54)
流动性偏好的破绽	(55)
创出“可分性定律”	(56)
第七章 资本资产定价模型: 夏普	(k58)
电脑迷的简化工作	(58)
把风险数量化	(60)
大市风险不可避免	(62)
可以改善投资利润	(63)
投资理论的大突破	(65)
不变的风险水平	(67)
风险高回报不一定大	(68)
冒险仍为赚钱不二法门	(70)

第八章 股市记忆与影子价格: 统计学家与萨缪尔森	(72)
证明股市期市不可测	(72)
推翻走势派的假设	(73)
股价记忆最长一周	(75)
判断的挑战	(76)
股价会是负数吗?	(78)
股票的价格和价值	(79)
影子价格反映股票价值	(81)
股民只能打无把握的仗	(82)
引起理性预期假设	(83)
盲目跟风价位偏高偏低	(84)
第九章 有效率市场: 范玛	(87)
从运动好手到财务学博士	(87)
学者证实长线投资利润高	(88)
股票风险性不能排除	(89)
浑沌理论和股价行为	(90)
随机漫步可以休矣	(91)
掷镖派跑赢专家	(92)
记录市场对消息的反应	(94)
专家仍有存在价值	(95)
第十章 华尔街政治家——巴鲁克	(97)
基金业绩短期胜长期	(97)
股民疯狂股市急升暴泻	(99)
不要太接近市场	(100)
看中股票倾囊投入	(101)
历久常新的投资法则	(102)
第十一章 投资界超级巨星——林奇	(103)
不相信“消息”	(103)

从日常生活中找投资对象	(104)
令人烦闷赚钱机会最大	(105)
别在群众恐慌时卖货	(106)
赚钱须付出多方面代价	(107)
积少成多	(108)
随处留心新事物	(110)
现代派投资手法	(111)
第十二章 股息决定股价论:威廉士	(114)
七情上面左右股价	(114)
未来货币收入须打折扣	(116)
合理股价与赌博	(117)
第十三章 企业财务理论奠基人——米勒	(120)
现代企业财务理论的诞生	(120)
推翻传统智慧	(121)
精通理论与赚钱无关	(124)
第十四章 盈利的困扰:特莱纳	(126)
股息重要不容忽视	(126)
贝塔和系统性风险	(129)
第十五章 现代投资理论的进展:罗思及后继者	(130)
对动态市况无能为力	(130)
把风险分门别类满足市场需求	(131)
不入虎穴焉得虎子	(132)
预期价与现价无关	(133)
高风险加高风险没风险	(134)
还债而不影响持股权	(135)
第十六章 资本的自由:罗杰斯	(137)
新兴市场的先知	(137)
读万卷书,行万里路	(139)

商学院的热门课程	(139)
第十七章 核金融时代: 米尔根	(141)
拉开核金融时代序幕	(141)
真知灼见	(142)
资本危机来临	(145)
资本结构, 举足轻重	(148)
杠杆不好也不坏	(150)
资本可不可以唾手而得?	(152)
天生的相反论者	(155)
九十年代最佳投资机会	(157)
杠杆并非万能	(158)
或许该急流勇退	(160)
投资家要观察社会	(162)
失败与成功	(163)
投资界能否创造价值?	(165)
我们发现了新市场	(168)
最具眼光的行动	(169)
精确地掌握时机	(171)
我珍惜私人空间	(172)
今天缺乏的是人才	(173)
第十八章 价值投资者——布菲特	(176)
天才理财家的锻炼过程	(176)
观察企业全貌	(179)
忽视短期价格变化	(180)
关系投资	(181)
理解布菲特的投资策略	(183)
卓越投资策略的精华	(194)

第十九章 精明投资者——宝高	(196)
长期回报, 尽视复利	(196)
风险奇多, 临深履薄	(197)
十二智珠, 馈赠读者	(198)
第二十章 与熊共舞: 布朗	(200)
懒人赚大钱的方法	(201)
恐慌售货无异财政自杀	(201)
成功投资的启示	(202)
第二十一章 MACRO 选股术: 郑博仁	(204)
“我从不赌博”	(204)
买股票与做股东	(205)
要高瞻远瞩	(206)
要有一套战略	(206)
百万财富是“想”出来的	(208)
MACRO 选股要诀	(209)
第二十二章 投资者的心得: 拿达荷夫	(210)
成功炒家的思维艺术	(210)
量力而为	(211)
做好功课	(212)
第二十三章 金融魔术师——蔡志勇	(214)
逆流而上的投资哲学	(214)
锐意进取少年时	(215)
进取一代的教父	(216)
林奇的偶像	(217)
重新出山	(220)
从不跟风	(221)
只要能赚钱便是成功	(222)

第二十四章 Internet 时代的投资术: 佳顿	(224)
人多的地方就有生意做	(224)
新一代炒股大师	(226)
网上炒股	(227)
第二十五章 繁荣与衰退——历史的视野	(230)
投机注定要失败	(230)
基本面分析师	(231)
股票价格反映价值	(233)
时髦股票	(233)
道·琼斯指数百年走势	(235)
美国经济运行良好	(238)
资金大举入市	(239)
股市波动性降低	(241)
股灾会不会降临	(242)
股市螺旋式上升之际	(243)
过度投资引发危机?	(245)
通货紧缩恶化经济	(247)
警惕经济发展反向滑落	(248)
通货膨胀与股市下跌	(250)
第七个经济增长年	(252)
投机有利发现价值	(254)
后记: 股市终极真理	(256)
圣信德的发现	(256)
市场的学习速度	(258)
成功投资路	(259)
乘势待时	(260)
英明抉择	(261)
达致目标	(261)

第一章

远离股市的投资者——凯恩斯

● 凯恩斯的选美论

股市是谋财之所，吸引了众多试图从中获取利益的才智之士，而围绕股市的朝暴富夕破产以及许多投资者如何利用消息炒卖股票致富或倾家荡产的故事因此广泛流传。不过，在这些趣闻逸事后面，作为资本市场的重要性，却长期来为人们忽略。经济学家一代宗师凯恩斯(J.M.Keynes)在其巨著《通论》第12章第5节“长期预期”(The State of Long-term Expectation)，对股价预测作很轻松的描述。凯恩斯用“叫停”(Game of Snap)、“递物”(Old Maid)和“音乐椅”(Musical Chair)等英国小孩的游戏来解释股市(和期市)的风险，因为在这些游戏中，每一轮比赛中都有人占不到座位(或递不出手中的物品)而被罚，这是人人都知道的规则。因此，投身投机市场的人，都应有可能会有会亏损的心理准备。

凯恩斯又提出一套有趣但严格分析起来仍不算完整的“选美论”。把选美和股市投资联系起来，的确很有趣，因此引起广泛注意。

在凯恩斯时代，“选美”仅限于在报上刊出竞选美女的相片，然后由读者投票决定哪位佳丽获奖。凯恩斯写道：“报纸上刊出100幅相片，由读者从中选出6名大家认为最漂亮的美女。谁的选择

结果与其他参加竞猜者之平均爱好最接近,谁就得奖。在这种情况下,每名竞猜者都不选他自己认为最美的人,而选他猜测他人认为最美的人。每个竞猜者被从同一观点出发,于是都不选他自己认为最美的人,也不选一般人真的认为最美的人,而是运用智力(Intelligence),推测一般人认为他人认为最美的人……。

这段文字“直译”有些累赘,简单地说,就是在这种选美投票中,竞猜者(投票人)投自己认为最漂亮的美女一票,并不足以言胜,正确地预测其他竞猜者的可能动向,才能稳操胜券。凯恩斯这段比喻,似乎包容了一切投机行为的实际情况,但冷静地分析一下,凯恩斯岂不是在教人盲目跟风吗?而且购进一种大家认为有前途的股票,该股价位必然因为大家争购而冒升,在越抢越高的情况下,即使你认为大家看好,是否仍有跟进的价值,就大有研究的必要了。

凯恩斯这种购进“一致叫好”的股票的论调,对于已成熟的股市来说,是行不通的,因为大家看好争购,或正是大户顺应民情派发的时候,结果股价即使会再上升,大家恐怕很容易错过获利回吐的机会。最精明的做法应该在大众没有“一致叫好”之前,慢慢吸入,等到股民发觉该股“潜质优厚”,“股价必会再升”时派发,这就是“相反理论”(Contrary Theory)的精髓。

移用凯恩斯的比喻,你必须一早发觉一个少女的美丽潜质,然后教她以仪态,谈吐和打扮。你和这位准美女的“协议”是你承担一切“投资”,但独占她当选时的奖品。等大众“惊绝”而投她一票使他当选时,不但证实你的眼光独到,而且也使你独得奖品,既有精神满足又有物质收获!这和大户经过小心研究,大胆求证,谨慎选择后吸进某种盈利潜质佳的股票,等到大众同时发现该股的好处,而争相抢购时获利回吐的手法是一致的。

● 挥洒自如的凯恩斯

学术界对凯恩斯的股价预测法不敢恭维，认为态度不严肃，学理不严谨。事实正是如此，凯恩斯在《通论》这本一度被视为经济学圣经的著作上论选购股票如选美的理论，现在只被作为轻松话题，没有学者会认真看待。

当然，凯恩斯没有把投资看作一门严肃的学问，和他的投资态度有莫大关系。据夏祿德在《凯恩斯传》的描述，凯恩斯在证券市场有很长的经历：

1919年8月，36岁的凯恩斯生平第一次大规模投机是在外汇市场。那时固定汇率制已瓦解，所有主要货币都采用浮动汇率制。凯恩斯从事的是外汇期货交易：卖空法国法郎、荷兰盾、意大利里拉、德国马克。多头购入美元、挪威和丹麦克朗、印度卢比。一开始进展顺利，到1920年1月2日获利6154英镑，凯恩斯大喜，在家信中写道：“货币真是有趣，只需具备一点专业知识和经验，它就滚滚而来。”首战告捷使凯恩斯备受鼓舞，当即决定开始一项更为雄心勃勃的投资计划。他与别人合伙成立了一个辛迪加（Syndicat，即两个或两个以上的个人或公司组成的旨在获得利润而进行联合风险投资并按个人投资所占比例分享利润和承担亏损的一临时性法人团体）进行外汇投机。该辛迪加初始资本为3万英镑，其中一半来自凯恩斯及其亲朋好友。1920年1月21日辛迪加开始动作，进展颇为顺利，到4月底，凯恩斯这一方已实现利润近9000英镑，帐面利润近8000英镑。凯恩斯听到这一喜讯时正在意大利度假，为此，他在罗马大肆购物。在给母亲的信中他写道：“到现在为止，已购进大约一吨，其中包括许多家具。”但好景不长，返回英国后不久形势便急转直下，他卖空的货币对英镑比价上升，而多头购入的美元、印度卢比对英镑比价下跌。5月19日，凯

恩斯帐面损失已超过实现了的利润，现有保证金与未偿付款项的比例已低于要求的 10%，经纪人要求凯恩斯要么追加保证金，要么全部抛售。5 月下旬辛迪加中凯恩斯这一方宣告破产。经纪人对凯恩斯的处理相当宽厚：只要凯恩斯支付 7000 英镑便可不吊销其帐户。可已破产的凯恩斯不仅自己亏损严重，还牵累了与他一道投资的亲朋好友，拿不出这 7000 英镑。幸运的是，《和平的经济后果》一书的出版商麦克米伦公司同意预付他 1500 英镑稿费。著名金融家欧内斯特·愿意贷款 5000 英镑给凯恩斯偿债。凯恩斯就这样暂时渡过了难关。

此次失利的主要原因在于凯恩斯进行投机时，是根据总的经济形势而不是市场传闻进行决策的。他对外汇长期走势的判断非常准确，但短期内市场的波动他却没有过多考虑。比如长期趋势是美元对英镑将升值，马克对英镑将贬值，但在 5 月份马克违背凯恩斯的推理，昙花一现地上升了 3 个月。而凯恩斯从事的是具有高度风险的外汇投机，等不起 3 个月，所以遭此打击。

凯恩斯并非由此退缩，他要保留帐户的意图很明显，这就是要东山再起，他要通过投机再度恢复元气和财富。他成功了，到 1920 年底，他就还清了欠经纪人和金融家卡塞尔的债。到 1922 年 12 月 31 日，他不仅偿清了所有债务，而且拥有净资产 21000 英镑。

● 大胆地投资与投机

吸取上次失败的教训后，凯恩斯投机更加稳健。整个 20 年代他从事的都是具有高度风险性的投机。而对市场的快速变化，他每日不断地抛出买进，交易十分活跃。在进行外泄投机的同时，凯恩斯又对商品期货产生了浓厚的兴趣，1921 年初他开办了棉花帐户并进行大量买卖。之后他的投机范围变得更为广泛：铅、锡、铜、