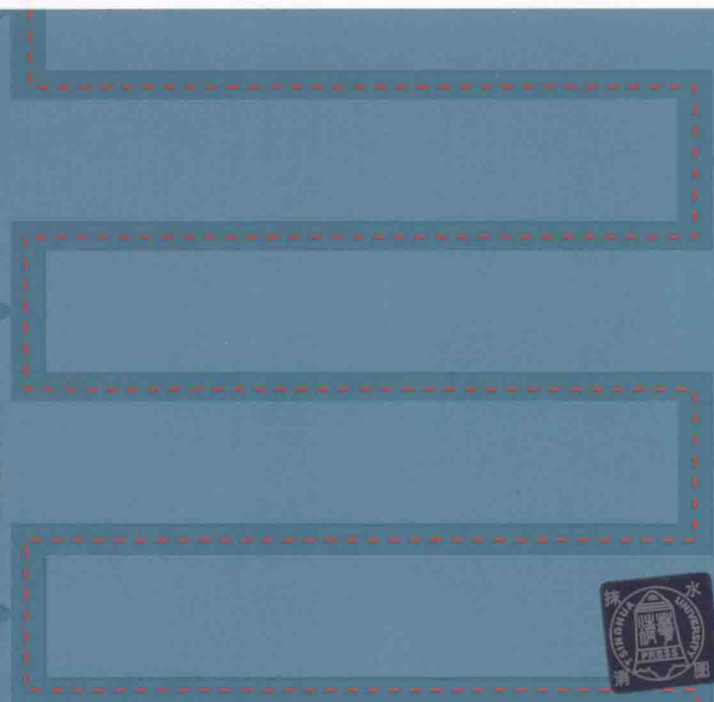
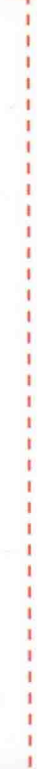


汤光华 著

『投头』是道

股票投资上下游记



子出版社

汤光华 著

『投头』是道

股票投资上下游记

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书以随笔文体,运用多学科知识,分四个相对独立的主题,纵论影响中国投资人的思维缺失与文化缺失、影响中国上市公司或股市的规则缺失及诚信缺失,用文献及事例展示股票投资背后隐含的思维认知、社会文化、法律制度三维内涵,解读中国股票市场环境的特殊性,引导投资人思考缺乏逻辑训练会如何影响投资决策,良好的股票投资该如何进行。

本书讲大理、谈思想、摆事实、重逻辑,以宽广的知识面谈论股票投资相关的问题,形散而神不散,面广而(中)心不广。文章观点独到,语言通俗,表述通畅,让读者在轻松的阅读体验中获得多方面的思维启示,对中国股市看得更清,使投资行为更合大道,更能长胜。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

“投头”是道:股票投资上下游记/汤光华著. —北京:清华大学出版社,2012.12

ISBN 978-7-302-30833-1

I. ①投… II. ①汤… III. ①股票投资—基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 287849 号

责任编辑:江 娅

封面设计:傅瑞学

责任校对:宋玉莲

责任印制:杨 艳

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市李旗庄少明印装厂

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×230mm 印张:14.75 插页:1 字 数:183 千字

版 次:2012 年 12 月第 1 版

印 次:2012 年 12 月第 1 次印刷

印 数:1~5000

定 价:29.00 元

产品编号:050605-01

Pairs	A At gate	17:47	18:10 KA 893	Shanghai	B At gate	17:49	19:00 SC 872	Singapore	B Est at
Kuala Lumpur	B At gate	18:30	18:10 KA 951	Qingdao	A At gate	18:02	KA 1115	Beijing	A Est at
Dubai	B Est at	19:50	18:10 UO 657	Okinawa	A At gate	17:50	19:00 CX 831	New York/JFK	B At gate
Kunming	A At gate	18:00	18:15 3U 8779	Chengdu	A At gate	18:11	AA 6091	San Francisco	B At gate
	B At gate	18:23	18:15 ET 608	Addis Ababa	A Est at	19:27	AA 6079	Newark	A Est at
			18:20 AE 1821	Tai Chung	B At gate	18:07	19:05 GO 099		
Time Flight From Hall Status									
					A At gate	18:15	Time Flight From Hall Status		
							19:05 KA 841	Chongqing	
							CX 6849		

自序

没有三头，哪有六臂

改革开放以来，中国的经济总量迅猛增加，从世界第十名直冲到现在的老二，要找一个字来形容，多数人会，牛。

经济的增长也激活了民族自豪感。中国人，不论是在国内，还是在国外，走在大街上也有了底气，嘴中发出的声响也明显高了几度。经济的增长也让世界各国不敢对中国侧目，讨论什么国际议题，学者或官员都会不约而同地说到中国，可见正在升起的中国影响力。

世界大舞台，要是国家没有点儿经济实力，没有点儿肌肉，那肯定扮演不了什么像样的角儿，站在一边跑跑龙套，吼几嗓子，嚷嚷几声，听人家指手画脚吧。这小媳妇的滋味，中国人在过去 150 年里受得够多了，搞得那时的先辈们大多畏畏缩缩，像霜打了似的，今天的人们看到过去的老照片都不忍心多瞅几眼。

那日子确实不好过。可现在就真的尽雪前耻、万象兴旺、太平盛世了吗？就拿中国的产业来说，别看这个是世界第一、那个也是世界第一，其实都是产量，并不是竞争力，更不是创新力。经济总量老二，也是在量上。依

靠廉价劳动力的优势,凭借吃苦耐劳的精神,大力发展劳动密集型产业、基础产业及房地产市场,参与国际经济多是赚点辛苦钱。硬货不是没有,但明显偏少。这样一个经济体,更多地是由小变大了,谈不上多么地由弱变强。说中国经济牛,多是一头体积牛。

这牛的体质不够硬朗。不强身健体,是跑不持久的,大国崛起之梦就有点儿悬。途径之一,便是要大力发展直接融资市场。学者及官员都看到了美国及英国当年兴衰的历史,共同吹响起“伟大的博弈”的号角。于是,股份公司、股票上市、股票投资在古老的中华大地轰轰烈烈地开展起来。过去 21 年,尤其是最近 11 年,各级政府、证监部门、上市公司及老百姓,上上下下,老老少少,都像被打强了心剂似的,铆足了劲儿,使尽了力,开了主板,开中小板,再开创业板、新三板,有板有眼,要迅速地把中国股票市场做到世界前列。

还真是人心齐,泰山移,别人办不到的事,咱们能办到。上天入地的股指就不提了。当年的“老八股”转眼就发展到现在接近 2 500 家公司,股票总市值也迅速上升到世界老二,仅次于美国。有官员说,我们用十多年的时间走过了别人一百多年的历史,那口气真豪迈。如果论股票市场的参与人数,绝对坐二望一。

经济总量老二配一个股票市值老二,按理说,是有恰当性的。可问题是,后一个老二的称号得来有点儿沉重,几家欢喜百家愁。那些努力为社会创造价值的公司老板、管理层、中介人士,还有一些为这些创造价值的企业投入资金的投资者,为推动企业成长、经济发展做出了贡献,也获得了他们本该获得的财富。一批政府官员、公司控制人及金融大佬,靠欺诈、贿赂、权钱交易,获得了很多本不该获得的财富,躲在一边偷着乐呢。愁的是一大群

怀抱财富梦想的股民，在号角的鼓动下，在自身欲望的驱使下，懵懵懂懂地被裹挟进来，混得个 7 赔 2 平 1 赚的结局。最可怜的是其中一些人，像一群朴素的农民，天真地认为在政府批准开设的股市中播种，就应该会有好的回报。可播下的是龙种，收获的却是跳蚤。

人们不解，在全球首屈一指的经济高速增长 11 年，股票指数怎么会不涨反跌，比不上美国，更比不上金砖五国中的其他四国，它们每个至少有五倍的涨幅；为什么其他金砖国家的股指在大幅上涨过程中，大多数时间都能保持一个合理的定价水平，其整体市盈率比当前的中国市场还要低？

这个市值老二的市场是不是有点“二”？

正常情况下，经济高速增长时期，投资人不应该出现如此大面积的亏损。可是，即使跌到今天，中国股市的整体定价水平并不是异常之低，反而还有一大批股票的定价仍然高高在上。从定价上反推，这些年股民的大面积亏损却是合理的，就像中石油从 48 元一股跌到现在的 9 元，很恰当。

结果很悲摧，结果很应得。这话，听起来有点儿残忍，不近人情。但如果这就是过去中国股市的事实，那我们是不是只能选择面对与接受，而不是遮遮掩掩、躲闪回避，继而努力地去思考背后的机理，寻找解决的办法呢？

思前想后，笔者发现，中国股市奇观的背后机理既复杂又简单，说它复杂，各方面的问题都有；说它简单，集中起来就一个字：头。

这个头有三层含义，首先当然是指有形的人头，具体指的是人的思维。思维，不是有没有的问题，而是会不会的问题：会不会以恰当的方式思考问题，会不会分辨事实与观点的差异，会不会求证观点。比如股票投资，是否知道有哪些赢利方式，各种方式的可信性、持续性有何不同，其实现途径有哪些。想清楚这几个问题，自然就会得出，价值投资才是基本的取胜之道，

自然就会进一步思考价值的含义、估值水平与适合的分析逻辑。如果连这些必要的思维都不具备,玩股票,结果当然是听天由命了。

不幸的是,中国人并不具备良好的思维传统。历史上,缺乏逻辑思维阻碍了科学在中国的诞生,当代教育重视的是书本知识的死记硬背,轻视了思维的训练,这使中国人的批判思维能力与创新思维能力整体不敢恭维。一大群不具思维分辨能力的股民投身市场,自己懵懂,他人忽悠,胡乱地买进卖出。这些股民与股票市场,双方主观上不是,客观上既是显性的受害者,又是隐性的“害人者”。

但如果认为责任全在股民身上,有失公允。输者自负,官员用这话说股民,一半是在善意提醒,一半是在推卸责任。虽然没有谁强迫股民入市,但如果社会环境不好,法律制度缺失,大量的烂公司混入其中,一批黑手伸向无助的股民,少部分人很便利地掠夺大多数人的利益,股民的输,就不能全由个人负责了。

这就引起另外两大背后因素,一个是社会文化,一个是法律制度。它们在地位上显然要高于个人思维。两者都不是天上掉下来的,是我们的先人或当代人,尤其是当代领导人或传承下来,或制定出来的,也是两类大脑的产物,且是更大的大脑的产物。

社会文化与法律制度这两类无形的头,不仅影响人的思维,还影响上市公司的行为,影响投资人及股价行为。不难想象,如果法制不健全,权力制衡体系尚待完善,大股东一股独大,社会道德水准低下,诚信又缺失,中小股民正巧懵懂缺知,市场钱多估值高,天公作美,这一切凑在一起,正好为强势一方的当权者、公司控制人及社会黑手牟取非法暴利,为公司发起人的高价减持,提供了难得的良机。那样的话,投资者在二级市场上搏杀,上涨欣喜,

下跌哀叹，可一帮图谋不轨者、一群乘机减持者，躲在幕后，伺机行事，那可真是螳螂捕蝉，黄雀在后了。

历史与逻辑告诉人们，只有拥有一套健全的法律制度，一组理性的社会文化，一群有脑子的投资人，股市才能真正发挥理性定价的功能，才能培养出一批真正有竞争力有创新力的企业，才能担当得起优化资源配置的重任，这个市场的博弈才能结出伟大的硕果，股市才可能真牛，经济才可能真牛，国家才可能真牛。

没有三头，哪有六臂。

汤光华

2012年9月17日于中山大学管理学院

“投”是道
股票投资上下游记

目录
Tou
Shi Da
contents

第一篇 大脑

投你个头	2
一脑两制	9
有料,才好耍酷	15
脑产品	19
思维遗传	24
工欲善其思	30
鸡同鸭讲	36
拉氏绕口令	42
知识也泡沫	47
人在局中	53
十年功	58

第二篇 权力

权的基因	64
失衡	70
公司基石	76
加速器	83

高昂的规则成本	89
何以治理	95
衍生品	100
谁在超越	106

第三篇 风险

姜兵的懊悔	114
一方水土	122
眼球效应	128
富贵何中求	132
隐形的翅膀	139
不对称的双刃剑	145
理性与非理性的 PK	150
角色变幻	154
致命的自负	159
草苇腰藏一把刀	165

第四篇 时光

时光组合	172
未来——未必如愿而来	178
老曹的势经	186
生存偏差	199
非理性的梦呓	205
莫把预言当预期	209
EPS 的估计	215
分析师的价值	223



第

一

篇

〔 大脑 〕

投你个头

人人都是投资人，每天都在做一件事，将自己手中掌握的资源，如时间、钱财、资产、关系，投到某个事项、物品、金融品、饭局上，事后都会收获某种结果。其中之一是投出自己的钱财于股票市场，收获财富的升值或缩水，还有心情上的欢喜与悲伤。

粗略地看，股票投资乃举手投足之劳，把钱变换成股票账户上的数值，在数值与数值之间倒换，单位一时是多少股，一时是多少元。只要识数，都可以在股市里进行这样的数值倒换。可倒换只是手段，重要的是结果。中国股市发展了21年，结果是，倒出了一个7赔2平1赚，极少数人赚钱，大多数人都惨不忍睹，赚钱者中不少还是靠灰色与黑色手法。对于无权无势的多数人，瞎倒换变成了穷折腾，越折腾越穷。总体很惨。

为什么会这么惨？各路方家诊断多年，病因基本清晰，治疗秘方也开出了一大堆，见些成效，但仍然不足。除了制度设计有待完善之外，投资人的

大脑思维也有待进化,因为在个人层面,股票投资,从头开始。

你把钱换成股,把股换成钱,最直接的问题就是时机与对象的考虑,要是时机与对象选择不当,后果可以很严重。再深究一层,时机与对象选择的背后,涉及的问题就多了,光中国股市现在两千多家上市公司各自的经营状况就足够思量的了。这得考虑,那得思量,最后才转化成投资行动。

什么东西在主宰投资人的思与行? 周围同伴的言谈、媒体上的专家意见、书本中的学说观点,都是,但还远不止这些。所有这些与投资本意相关或不相关的因素会影响人的思与行,但它们不会直接转化成决策者的思与行,一定要借助于一个器官来完成,这个器官就是你我两肩之上的什物——人头。

人头乃人肉之首,煞是立泰山之巅,自诩气度不凡。可细细端详,这东西也没有多少可观赏的地方,方不方,圆不圆,白一片,黑一丛,既没有狮子头的硕大威武,也没有鱼头的光亮对称,如若不是会乔装打扮,人头的外表在动物界中也只能算一个“二等公民”。

可人头不可貌相。外表不怎么赏心悦目,里面可是气象万千,奥妙无穷,这个人体神经活动的指挥中心,汇集了几百亿个神经元,组成了一个庞大而复杂的信息网络神经系统和生理结构体,还有数量巨大的神经胶质细胞。生物学家、神经学家及脑科学家不断地探索,发现人脑是地球上最为复杂的器官,尽管大脑只占人体重量的2%,但消耗的卡路里占总量的25%。

如果取出如沙粒大小的一块脑组织,它含有10万个神经元和10亿个神经连接,这些神经元和神经连接之间都可以互相沟通,在大脑中传递着信息,其速度可达到每小时400多公里,记忆、智力、激情、风趣、精神和所有其他心理过程全都源于此。神经元们在大脑中左突右冲,冲出一个爱的冲动,

冲出一句经典语句，冲出一次投资决策行为。

这样说是科学依据的。以往人们认为爱情存在于心，这其实是错的，爱情存在于大脑中，人的大脑中有一幅“爱与性的地图”，爱情与性欲分别激活了大脑中不同的特定区域，这些区域之间还存在联系。

据2012年6月23日《参考消息》第7版的报道，美国康科迪亚大学的心理学家普福斯教授及其团队研究发现，大脑的两个结构——岛叶和纹状体——是科学家追踪性欲转化为爱情的关键所在。爱情和性欲能够激活纹状体的不同区域。性欲激活的那个区域通常由能够带来快感的事物激活，比如性爱与食物。爱情激活的那个区域参与了条件反射过程，在这一过程中，与奖励或快感配对的事物被赋予了内在价值。也就是说，随着性欲转化为爱情，两者是在纹状体的不同地点接受大脑处理的。

有些令人意想不到的是，纹状体的爱情区域也是与毒品成瘾相关的区域。普福斯解释说，这是合理的。他说：“爱情实际上是一种习惯，在性欲得到回报的过程中从性欲转化而来的。当人们对毒品上瘾时也是这个道理。”

多亏了现代科学，让我们认识到，大脑绝对是爱的器官，思考的器官，行为的器官，当然也是投资的器官。这个器官如同一架复杂的机器，接受外部各种信息与刺激的输入，自身高速运转，对输入信息进行加工整理，根据先前储备的知识对信息筛选排序，期间大脑某部位受到刺激，神经元得到激发，形成思维产出，拍板定下行动方案。

2007年大牛市时，一大群对股票市场认知有限的大众，从外界接受到大量利好消息以及炒股致富的精彩个案信息，深受周围狂热气氛的感染，大脑不断分泌出可带来欣快感的多巴胺。市场每天的上涨给那些置身场内的人带来更多的喜悦，给那些置身场外的人带来更多的惋惜。做多行为受到市

场奖励,做空行为遭到市场惩罚,前者的心理快感与后者的心理痛苦形成鲜明的对比。此时,大脑决策变得异常容易,其结果必然是加剧资金的流入。由此,泡沫堆积,以及后续的泡沫破灭,顺理成章。

在短短的十个月内,上证指数从年初的2 728点上涨到10月的6 124点,史上最牛。造就这一壮观景象的是信息,是资金,是买卖的力量,更是处理信息、掌控资金、决定买卖的大脑。没有行动一致的大脑,没有大牛市,也就没有后续的大熊市。历史上所有的牛、熊市,都对应着一个异常兴奋、异常悲痛的群体大脑。

个人大脑,在群体大脑的影响下,多数受到同化,同生、同死;少数清醒者具有逆向思维能力,成功逃顶、抄底,成就不凡。

对于那些不能或不想采用灰色或黑色手段,又想从股票市场中获得长期回报的投资人,个人投资器官——大脑,是否具备可使长期投资获利的基本素质?

大脑素质由两部分构成:一部分是大脑硬件,即有一个特殊的大脑物理结构,相当于电脑里的CPU。有科学家解剖了爱因斯坦的大脑,早期成果在1999年极有声望的医学杂志《柳叶刀》上发表,标题就叫《爱因斯坦非凡的大脑》。文章认为,这位伟人的脑外侧裂没有走通常的路径,并拥有更多关键类型的脑物质。最新的研究发现,爱因斯坦大脑的顶叶部位有许多山脊状和凹槽状结构,这些极其罕见的结构很可能是爱因斯坦与众不同的奥秘所在。由此看来,某些天才还真是特殊材料制成的,不服不行。

另一部分是大脑软件,即有一个良好的处理信息、分析判断、操控指令的程序系统,相当于电脑里的操作系统和各种应用软件,简言之,即大脑思维能力。电脑软件不断地升级换代,其功能及效率不断提高。在人

脑硬件难以改变的前提下，升级换代人脑软件，便成为思维能力提升的重要方式。

思维提升，这一词语本身就意味着思维是有层级的。小孩与大人，专业者与非专业者，对同一问题的思考，在层级上会体现出明显的差异。一个人的成长，在思维上就表现为从简单到复杂、从单向到多向、从低级到高级的层级提升过程。

思维层级停留于低层次，就像电脑性能还停留于 286、386 的阶段，做些简单的运算还可以，稍为复杂一点的运算就勉为其难、漏洞百出。

股票投资是一个简单问题，还是一个复杂问题？在实务层面，投资涉及的知识范围，明显多元复杂，国内国外、产业公司、现在与未来、思维与心理，几乎无所不包；从投资涉及的知识深度来看，并不高深，不需要高等数学，不需要创新思维，就需要常识、耐心与纪律（巴菲特语）。

在学术层面，股票投资涉及的问题是经济学，乃至社会科学中最为复杂的问题，学者们动用各时代出现的高深数学与计算科学，加以研究。近年来，系统工程、人工智能、脑神经学、心理学也加入其中。这些研究方法，绝对复杂。研究方法复杂，是否意味着问题本身也复杂？

如果问题不复杂，又何必采用那么复杂的研究方法？这一反问为上述回答提供了部分肯定的理由。仅投资决策这一项，就可以派生出许多的问题，信息不确定性、商业竞争、公司治理、人性，没有一项是三言两语能说清的。不信，你试试？

再看看历史上的投资失利者，不少人是高学历、高智商者。当年著名的物理学家牛顿也在这上面栽了跟头，还大发感慨：“我可以预测天物运行，却预测不了股市运动。”反过来，股票投资长期获利者中，也有普通人。

在大牛市时,人人都是股神,傻瓜都能挣钱,股票投资一点儿不难。可转眼到了熊市,当年的股神一个个还原成普通人,纸上财富化为泡影,股票市场变成了绞肉机,再也没有人说它简单了。

综合上述多角度,股票投资,至少可以定性为不简单,至于是否应该上升到复杂的高度,那要看怎么界定复杂,以及在什么范围内讨论问题了。如果把复杂界定为影响因素众多,以及结果的难以预料,那股票投资是个复杂的问题。如果把复杂界定为高深的研究方法,那在重认知、重细微的学术范围内,复杂;在重操作、重综合的实务层面,并不复杂。

不简单的股票投资,要求参与者的思维能力也不能太简单。问题的难度要与思维能力相匹配,长远来看,这话绝对有道理。两者不匹配,相当于数据处理难度与电脑性能不匹配一样——问题解决不好,错怪问题太难,其实是电脑性能太低,不足以解决问题。

中国股票市场从1990年年底开办到现在,已过去21年,市场运行上,有惊心动魄,有死气沉沉,更有光怪陆离。在这个角斗场,各路人马各怀鬼胎,各显神通,各玩各的:权贵一族玩权钱交易、玩内幕消息;上市公司玩高价减持、玩业绩粉饰、玩重组题材;资金大佬玩坐庄拉抬、玩抱团取暖、玩欲擒故纵;中介组织玩概念包装、玩神秘消息、玩研报数字;大众媒体玩新奇、玩眼球。所有这些不那么光明的行径,都指向不明真相,又爱做梦的大众。

中国人多,这些年积累点儿小钱,想快速由小变大,股票市场又机会不断,行情一好,自然会大批量地进场。可市场就是一竞技场、一斗场,投资人表面上是与市场涨跌相斗,实质上是与市场及上下游的所有利益方相斗。

斗什么?斗内幕、斗关系,你有斗这个的资本吗?斗资金,你斗得过大