

张化桥：
“最佳中国分析师”、
“最敢讲真话的和有良知的分析师”



一个 张化桥 著 证券分析师 的醒悟 | 张化桥的 股市真话 [最新修订版]

本书获评为

“2010年和讯华文财经图书大奖”

“蓝狮子·第一财经日报2010年度最佳金融商业图书”

本书版税40万元已经捐给湖北荆门市马良中学



中信出版社·CHINA CITIC PRESS



张化桥 著

一个 证券分析师 的醒悟

张化桥的
股市真话

〔最新修订版〕

本书版税40万元已经捐给湖北荆门市马良中学

中信出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

一个证券分析师的醒悟: 张化桥的股市真话 (最新修订版) / 张化桥著. —北京:

中信出版社, 2011. 10

ISBN 978-7-5086-3050-2

I. 一… II. 张… III. 证券投资-通俗读物 IV. F830.91-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 196958 号

一个证券分析师的醒悟——张化桥的股市真话 (最新修订版)

YIGE ZHENGQUAN FENXISHI DE XINGWU——ZHANGHUAQIAO DE GUSHI ZHENHUA

著 者: 张化桥

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press) 蓝狮子财经出版中心

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32 印 张: 6.5 字 数: 117 千字

版 次: 2011 年 10 月第 2 版 印 次: 2013 年 4 月第 6 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-3050-2/F·2 71

定 价: 30.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。服务热线: 010-84849555

投稿邮箱: author@citicpub.com

服务传真: 010-84849000

修订版序

不断醒悟，暂离股市

2011年6月，我从瑞士银行退休，到广州花都万穗小额贷款公司当董事长。原因很多：我爱小额贷款行业，我仰慕万穗公司的人们，我想做点PE（私募股权基金）股权投资。当然，也有另外一个小原因：我想暂时离开股市，站得稍微远一点……

我最近老是在想一个问题：作为股民，我究竟想赚谁的钱？如果我想赚上市公司的钱，那么我就必须选择那些从长远来看有成长潜力的好公司，耐心等待它们成长（毕竟，草长出来也是要花时间的）。如果我想赚其他股民的钱，那么，我就必须学点心理学，或者学会打听消息，试图先人一步，着重分析短期的经济数据和公司的财务数据，以及猜测其他人对这些短期数据的反应（求二阶导数）。

从短期来看，股市基本上是一个零和游戏。如果你做短期，那就只能依靠比别人聪明或者幸运，赚其他股民的钱，因为公司的业务不能在短期有明显变化。但是，股市在中长期并非零和游戏。

有几个道理，我们也许可以串起来（它们实际上是同一个道理的几种说法）：

1. 短期投资就是想赚其他股民的钱；长期投资就是想分享上市公司在生意中赚的钱。

2. 短期投资只需要研究股民，研究股票；而长期投资者才需要研究上市公司。

3. 我们每个人都以为自己比大多数人聪明，而实际上，我们就是大多数人。

4. 短期投资者需要关注价值洼地，而长期投资者关注几年甚至几十年以后的结果，不需要太看中间的过程。

5. 上市公司的董事们经常被迫赚钱，因为他们的买卖受到限制。

6. IPO（首次公开募股）是一场热闹，亏钱容易赚钱难。

7. 总的来说，做 PE 股权投资的人们比做二级市场的人们好像聪明一些。对不起，我说这句话，会得罪太多人，请允许我收回这句话。做 PE 股权投资的人们跟做二级市场的人们相比，赢在了起跑线上。他们投资的企业也许能够上市，也许终究不能，所以他们

一般被迫留足了空间，而二级市场的人们总是指望“见势不妙，撒腿便跑”，可是我们总是在还没有来得及跑掉之前，资金就不见了一大半。这时候，于心不甘，继续持有，于是我们就亏了更多。

8. 最好不要作预测；如果你一定要作预测，那就只作长期的、模糊的和方向性的预测。预测几个月以后的物价、金价、铜价、汇价或者股价，实在是不明智的。

去年9月，我出版了《一个证券分析师的醒悟》（初版）一书。但是醒悟需要一个过程，特别是对于我这种在股市泡了17年，中毒很深的人尤其如此。最近，我把今年继续思考的结果放到了书中，把过时的内容剔除了。这个更新本将于10月份摆在你面前，我自己很满意。谢谢编辑沈家乐和卓巧丽，也谢谢读者给初版所提的很多意见。

是为修订本之序。

自序

投资靠知识，更靠心态和领悟

这本小书实际上是我的读书笔记和一些思考。前面一半是最近写的，后面一半是 2004 年以来在《财经》杂志和网站上发表的文章中我自己比较得意的那些。质量如何，请读者裁判，但我是非常认真写的，没有一篇是应景之作，或者是为了写而写。有几篇文章看起来互相矛盾，但我并没有试图把它们加以调和，我想还是坦白和真实为妙。股市中人每天犯错误，应该每天检讨，不是吗？

投资（不管是证券投资，还是直接投资）不是一门科学，而是一门艺术。除了一些基本知识之外，靠的是经验和心态（英文是 temperament）。只有多思考，才能慢慢领悟。在这一点上，它与钓鱼、打高尔夫球、下棋有很多类似之处。

我坦白，我的悟性很差。我虽是科班出身，在国内两所大学和澳大利亚国立大学一共读了 9 年的经济学学位课程，还在澳大利亚的堪培拉大学讲授了 3 年的金融学课程（1991 ~ 1994 年），但我始终不得真谛。从 1994 年以来，我在香港的几家外国投资银行做了十几年的宏观和个股分析员，并且连续 5 年（2001 ~ 2005 年）被



《机构投资者》杂志评为“最佳中国分析员”（每每提到这件事，我就汗颜）。但我对股票投资的领悟一直很不得要领，自己的投资表现也很一般（对于债券投资，我是完全不懂）。直到2006年从证券分析师岗位退役以后，我对股市才好像有了一点感觉，这才给了我勇气出一本小书讲述自己的理解。我在2006年写过一本20万字的书讲述我在投资银行那十几年的历程，但后来没敢出版。我的理解还太差。

这两三年，我好像有了顿悟的感觉。比如，虽然我手持很多股票（所谓的满仓），但因为我逼迫自己做一个真正的长期投资者，所以我真的希望股市越跌越好。那些天天盼着股票大涨的人们，请原谅我的“坏心肠”。如果股票大跌，我就可以在每个月拿到工资时，用低价买到更多的便宜股票。股市大涨反而让我不开心。这不就是巴菲特的教诲吗？他的教诲我在十几年前就阅读过，但并没有真正明白。现在，每天大清早，我不再像以前那样关心美国股票市场昨天的表现，也不再关心内地和香港昨晚发生了什么大事（比如，

北京又出了什么新政策)。这样我多出来很多时间读闲书、陪小孩、做体育活动。我觉得这种平静的心态对我的身体有好处。

又比如，我很早以前就知道约翰·邓普顿（John Templeton，邓普顿基金的创始人）的一句名言：“长期坚持不懈地投资，一定能赚钱。但是，如果你想逮住入市的最佳时机，没门儿！”（It is time in the market, not timing the market, that counts.）这话说起来很简单，但做起来不容易。从中长期来看，股市一定会涨的，因为实体经济会增长，公司的利润也会增长。就这么简单。但是这并不等于股市明年，或者后年，或者大后年会增长。投资银行的证券分析师们按规矩对每只股票要有 12 个月的目标价格（target price），对大盘（指数）今年和明年要到多少点位也有预测。本人做这件事长达 10 年以上，以前很少想到过这件事的滑稽之处，但近些年我开始怀疑这件事的合理性。如果你想预测下个月、下个季度，甚至明年或后年的股价、金价、铜价或汇率，在我看来都是很不明智的事情。这句话出自我的口很不容易，因为它是我对过去的自我的怀疑和否定。



中国内地股市一直有个谜：从 2000 年到 2005 年，宏观经济很不错，货币供应量也年复一年地以 20% 左右的速度增长，政府又不断支持资本市场的发展（通过发表很多《人民日报》社论，以及减少印花税，减缓新公司上市和老公司的股票增发，等等），可是股市就是不听话，一直跌了 5 年。我听过很多种关于这个谜的分析和解释，但我觉得都很牵强。我认为，这可能是国内迄今为止最完美和最具有说服力的一个关于宏观经济与股票市场在长期内方向一致，但在短期内，甚至中期内可能会严重偏离的例子。

在美国，从 20 世纪 60 年代后期到 80 年代初期的 15 年间，道琼斯指数在用通货膨胀率调整之后，下跌了 80% 左右。即使在进行通货膨胀率调整之前，道琼斯指数在那 15 年内也跌了一半左右。也就是说，它比 20 世纪 30 年代的经济大衰退更为残酷。可是美国的宏观经济在那些年内并不差，而且实际上很不错（尽管饱受石油涨价的困扰）。这也就使得短期甚至中期内对股市的预测好像开玩笑一样。

“股票分析”这个词实际上是有问题的。我们所需要的不是股票分析，而是企业分析。股票并没有太多好分析的，而从中长期来看，企业的基本面决定股票走势。股票只不过是一家企业的影子。有时候这个影子长，有时候这个影子短，但是，试图在影子上做太多文章是徒劳的。这本小书讲的全部都是关于企业和宏观的分析。我认为技术分析跟算命和看相没有太大的区别；另一方面，对于数学家们所做的各种复杂的演算和技巧（套汇、套利、对冲，等等），我的兴趣大一些。但是，我不是那块料。

我在瑞士银行工作，在拜访客户时，客户们经常跟我聊起股票投资和宏观经济的问题，这本书主要是本着真诚交流的原则写给他们看的，也是对自己的提醒。

书中的错误全部属于我。

目录

Contents

VI

修订版序 不断醒悟， 暂离股市

XI

自序 投资靠知识， 更靠心态和领悟

1

第一篇 股民和基民的悲哀

- 股民和基民的悲哀 / 3
- 股民们经常犯的六大错误 / 8
- 投资的最高境界是为 / 12
- 股民注意：惹不起，躲得起 / 17
- 克服焦虑，做一个幸福的股民 / 20
- 只买能赚 10 倍的股票 / 23
- 如何挑选 50 ~ 70 只股票 / 25
- 越简单粗犷越好 / 28
- 首先是不亏钱 / 32
- 叛逆者的宣言 / 35

41

第二篇 假如我是傻瓜， 我如何战胜市场？

- 买股票太麻烦吗？ / 43
- 买股票就相当于建合资企业 / 46
- 股民不要凑热闹 / 48
- 用创业投资的眼光选股票 / 55
- “带工厂的股票”为什么不行？ / 59
- 你的护城河有多宽？ / 62
- 我对几个行业的看法 / 72
- 如果你的股票突然跌了一半…… / 78
- 假如我是傻瓜，我如何战胜市场？ / 82
- 你可以跑赢对冲基金 / 88

93

第三篇 高收入的穷光蛋

- 企业的商业模式和执行力很重要 / 95
- 主营业务不是“宗教枷锁” / 99
- 三种企业三种命 / 103
- 高收入的穷光蛋 / 106



光有利润高增长还不够 / 110

资本运作的局限性 / 113

为高利贷平反昭雪 / 116

123

第四篇 “价值洼地”是个 危险的词

股票的估值并不重要 / 125

“价值洼地”是个危险的词 / 129

高成长率与估值陷阱 / 133

巴菲特的遗憾 / 136

买便宜货可以导致破产 / 139

149

第五篇 证券分析师的局限

证券分析师的局限 / 151

证券分析师的四部曲：抵赖、修正、狡
辩、再修正 / 156

如果我再当证券分析师 / 159

历史书可以害你不浅 / 163

丢掉你的预测吧 / 166

171

第六篇 通胀是国难

通胀是国难 / 173

巴菲特说：通胀伤害股市 / 178

我的退休金全靠股市 / 183

189

参考书目



第一篇

股民和基民
的悲哀

股民和基民的悲哀

我最近读了美国先锋 500 指数基金 (Vanguard 500 Index Fund) 的创始人约翰·伯格 (John Bogle) 的两本书，一本是他 2007 年写的《长赢投资：打败股票市场指数的简单方法》(The Little Book of Common Sense Investing)，另一本是他 2008 年写的《够了》(Enough)。这两本书的共同主题十分鲜明，我把它记录在此，以警告我自己，也与读者分享。

先说股民的悲哀。伯格说，你们瞎折腾个什么呢？每天忙忙碌碌，买卖频繁，只是帮了券商的忙，肥了税务局。可是作为一个群体，股民的回报只是等于大市的回报而已。这还没有扣除股民在瞎折腾过程中的费用。这些费用包括调研成本、交易佣金和税收。从中长期来看，大市的回报在扣除货币贬值因素之后，无非也就是 4% ~ 6%，因此，大家千万不要小看费用的比重。**扣除费用，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定理或者不等式。**

在欧美 100 多年的股市历史上，不少智者也总结出过这个定



理，可是股民们还是乐此不疲。为什么呢？为什么 100 次股灾也不足以教会股民呢？原因很简单，大多数股民根本没有理解这个浅显的道理。也有不少人明白这个道理，但过于自信和贪心。他们认为，虽然股民作为一个群体只能跑输大市，但自己有优越的智商、选股能力和心理素质，因此，必然能跑赢大市。我记得几年前某机构在美国作过一个样本很大的问卷调查，结果很有趣：19% 的人确信自己属于美国收入最高的 1% 的群体。

我们经常听到张三、李四炒股赚钱的例子，可是当他们亏钱的时候，他们一般是轻描淡写或者讳莫如深的。从中长期来看，持续炒股而成功的人是极少见的，其概率就像中六合彩一样低。

有人可能辩解道：“我过去三五年的投资回报真的很高。”可是伯格提醒我们，你真的跑赢大市了吗？特别是，把瞎折腾的费用扣除之后，你还能跑赢大市吗？最后一点，过去的三五年不能代表未来的三五年，统计学上的“均值回归”（Reversion to the Mean）让你不敢得意。

近几十年来，越来越多的欧美股民明白了自己的瞎折腾从中长期来看有多么愚蠢，于是共同基金行业越来越兴旺，共同基金占股市的交易和持股份额也越来越大。但是伯格认为，基民与散户相比，几乎同样愚蠢。基金行业作为一个整体，当然也只能跑输大市。作为一个整体，它们本身就是大市，怎能跑赢自己呢？除去买卖基金的费用，以及基金本身的各种费用，这个行业当然也只能跑输大市。在全球经济增长放缓、企业回报率下降的当今世界，每年 1% 或者 2% 的费用率简直是一个吃人的数字。伯格说，不管基民们