

第一部分 q 的情况说明

在第一部分的四个章节中，我们只对主题作出概要性说明。在本书的其他部分，我们将对主题进行十分详细的论述。由于在这一阶段，我们只求简洁明了，我们所说的大部分内容不可避免地显得有些武断。为了支持论点和论据，你就必须阅读后面的章节。但是，前面这些介绍性的章节应该使你对 q 为何物有足够的感性认识。

第 1 章 有关 q 的好消息和坏消息

好消息

大多数关于股票市场的书籍都告诉你如何赚钱，但这本书是个例外。它教导你如何避免赔钱。最显而易见的好消息就是 q 能为你发出风险来临的警报，使你在股市的投资更为安全。它还有另外一项不太显眼的好消息，即本书的中心思想，著名的“ q ”，它能帮助你理解为何一般情况下股市是长期投资的最佳场所。

坏消息

与好消息相对应，坏消息也有两大项，并直接与将来发生联系。第一，股价有发生普遍而又持久下挫的威胁；第二，严重的经济衰退的威胁。对于第一种所产生的影响，投资者只需根据我们的建议去做就能避免，而第二种的影响几乎很难逃避。

好与坏都依赖于相同的分析，它们作为一个整体而出现，彼此密不可分。你不可能只要好的而不要坏的。不过，由于有好的，你就可以避免遭受坏的伤害。

“q”为何物

好与坏，两者都是由一个很简单的概念产生而来的，即著名的“ q ”。这一概念自从诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾于 1969 年首次提出来以后就一直深受广大经济学家的青睐。最近的研究又对 q 建立了两项新的内容。第一项内容不仅在理论上而且在实践中都十分奏效；第二项内容的可操作性还不尽人意。这两项内容的发展结果就是 q 可以用来客观地估价股市行情。

估价股市行情的能力是好消息的组成部分，但坏消息也随之而来，那就是：当前的股市价格实在太贵。当我们步入新千年之际，至少有一个世纪股市的价格比其他任何时候都过高地估计了，其中包括上一次在 1929 年出现的高峰。

q 的作用犹如一根弹簧，它可以在价格过高或过低时使股市弹回到正常。如同弹簧一样， q 的拉力越大，其回力就越强。这就是股市之所以成为长线投资者较为安全的投资场所的原因。

在熊市，怨声载道的投资者们常常把股市比作赌场，这是不公平的。在正常情况下，股市的变化对股民有利。股票投资不需要你冒那种赌博式的风险。原因很简单，当你购买了一种股票，你实际上就等于购买了企业拥有的绩优资产，而最终就是这些实际资产必定能产生出作为投资者的股民所赢得的实际收益。要不是 q 的弹性作用阻止大盘远离这一最基本价值的话，股市倒还真的与赌场相差无几。

可是，就目前看来，弹簧已拉至极限，股市中的风险的确上升到了赌博的境地。以现在的价格来说，不利于股市投资者的变化因素日益增多，其程度远远胜过上一个世纪的任何时

候。

兴奋与担忧

从知识的角度看， q 的威力是令人兴奋的，但实际上它又令人担忧，因为这里隐藏着巨大的风险，即华尔街价格跌落就会给美国造成严重的经济衰退，而其危害很有可能会波及全世界。过去，无论何时出现重大的高估现象，如 1929 年的华尔街案例或 1989 年的东京案例等，接踵而来的暴跌不仅对股市而且对整个经济都是一场灾难。

价值与 q

价值的概念自然而然地会印在大多数人的脑海里。正如人们普遍了解的那样，东西的价值就是它的价格如何，而并不是指它究竟为何物。如果人们普遍使用的“价值”一词对股市有任何意义的话，那么股票就一定有一些不同于它们当时价格的基本价值。比如，人们说股市估价偏高，这意味着股票的价格超出了其基本价值。实际价格与基本价值之间的比率可衡量出股市被过高或过低估价的程度。

股票始终是不能准确定价的，这似乎是常识。可我们要指出的是，这种常识性的观点是相当有根据的，而衡量价值最好的方法就是看比率，即众所周知的 q 。

有 q 在起作用，持有股票的风险虽不能消除，但能大大地降低。有些时候风险会比其他任何时候都要高得多，但 q 会告诉你这种时候何时出现。 q 值高，风险就高，如果 q 一直居高不下，那么大量赔钱的风险就比任何时候都要大。每逢这种时

候，最明智的反应就是抛出股票。正如我们所写的，新千年伊始，作出这种反应就是我们所强烈推崇的。

“购买 - 持有”策略

我们刚才提出来的建议不就完全与现今普遍认同的“购买 - 持有”投资策略相抵触了吗？这一战略的基本思想表明价格无关紧要，股票总是最好的投资。因此，长线投资者应该永远握住股票不放。但我们要说明，“购买 - 持有”策略其本身就是一个矛盾体。

长久以来，人们一致认为股票应该比其他资产，如债券或现金存款等，更能获取较好的回报。人们还认为之所以有较高的回报原因就在于股票有较高的风险。世上没有免费的午餐，投资者必须做出抉择，要么寻求高回报，要么寻求低风险，鱼和熊掌不可兼得。可是，有证据表明，假如持有股票的时间能够更长些而不只是几年，那么股票的风险相对会比较低。这种观点的确曾在历史上帮助印证了“购买 - 持有”策略，但是，它得到普遍认同的真正基础却是长期的牛市。世上有免费的午餐这一说法已变得十分流行，只要牛市持续下去，这种说法就会继续得到普遍地认同。

可是，我们仍要说“购买 - 持有”策略本身是一个矛盾体，那是因为这种策略与它自身的成功是不能等同起来的。长期持有股票风险相对会比较低的惟一原因可能就在于 q 。假如“购买 - 持有”策略真的正确，那么低风险是不可能的。股市是可以估价的，就是因为它们可以估价，所以长期持有股票的风险会时时发生变化。股票便宜，风险则小；股票价高，风险自然变大。而在当前的情况下，持有股票风险太大，以致不能

把它们当作有意义的投资。因此，你不能买进并握住股票不放，而应买进并持有到风险开始增大为止。

这种作风与宣称自己可能知道股市何时会达到顶峰或低谷完全是两码事。依我们看，设法预测股市的短期走向简直荒谬之至。如果投资者对何时买进股票、何时卖出股票知道得清清楚楚，那他们会提前行动，而价格早在预测清楚之前就已开始涨落。估价股票的能力至多只不过是估计何时持有股票风险最高罢了。那些想了解如何在最高价时抛出股票的人别指望能从我们这儿学到什么高招，而且我们认定他们也不可能从任何人那儿学到什么高招。

由于股票在大部分时间里是上涨的，而且借助于 q ，股票的走势在较长时间里并不十分难以预测，因此“购买-持有”策略在大多数时候都能站得住脚。但是，股票的确偶尔会被过高地估价。即便你无法知道股价何时会升至顶峰，当股市被不着边际地过高估价时，犹如现在这种时候，抛出股票也不失为明智之举。面对如此情形，你若一意孤行握住股票不放，那么你承担的风险将会非常巨大。

卖空的故事

在正常情况下，当大盘合乎常理地接近其正常值时，把持股票不放完全正确。可是，即便如此，也曾出现过卖空的危险情况。常被用来验证“购买-持有”策略的一个事实是，投资者如果依旧全力投资股票 20 年，那他们保证不会赔钱。这是一个十分重要而又有趣的不争事实。实际上，我们要说明的是， q 有助于解释这一切。但是，我们也应该看到，它所提供的安慰十分有限。原因就是股票变得相对安全所需经历的长时

期对于许多人来说都过于漫长。

转而运用 q

好消息是，了解并使用 q 会使你比那些墨守“购买 - 持有”策略的投资者更能承担得起更多、更长期的股票。因而，你必然能以较低的风险获得更好的回报。这当然是一种非常有兴趣的好消息，因为你只需通过定期关注 q 提供给你的坏消息并适时抛出股票就能做到这一点。但是，我们需要指出的是，用合理的方法理财总比用不合理的方法理财要更胜一筹。“购买 - 持有”的方法是不合理的，它只注意到了股市历史上有据可依的一面而忽视了另一面，即只见树木不见森林，而客观事物是不能独立存在的。再者，常理似乎总是站在合理的一面。常理告诉你买东西时价格是至关重要的。

有趣的年代

股市的坏消息也有可能对经济产生负面影响。我们发现，过去每当股市变得像 20 世纪末华尔街那样被过高地估价时，其后果不但对所有投资者而且对整个经济都极其不利。作为例证，我们不但可以列举 20 世纪 20 年代和 60 年代晚期在美国出现的泡沫股市，同时还可列举 80 年代晚期在日本以及 90 年代中期在东南亚发生的金融危机。在每一次危机中，经济都随之遭遇了十分严重抑或是非常漫长的衰退，经常是两者兼而有之。

人们普遍推测美国将来的经济运行状况会好转从而确保这段历史不会重演。尽管历史事实证明此类成功极其罕见，但它

毕竟是一种可能性，它完全取决于你对近期经济运行状况有多好的看法。

当前，人们普遍认为最近的经济管理应该值得称颂；据估计，美国所经历的长时期的经济增长通常会使人们对联邦储备委员会信心倍增。但另外也有人认为，最近的经济管理实际上一直令人难以揣摩，因此，将来究竟如何，前景令人担忧。当一切看起来尽随人意时，那些反派观点不但难以受到欢迎，反而在这种情况下还会激起人们的义愤。或许有人会问，经济运转得如此之好，怎么能说格林斯潘干得不够出色呢？

针对这一问题，部分答案是应该把问题反过来问，即：如果经济看起来运转得不那么好，那么大家还会如此一致地认为格林斯潘工作非常出色吗？但是，还有另外一部分更为重要的答案，那就是：历史证明听任资产泡沫发展是任何一个中央银行所能犯下的最大错误。在过去五年左右的时间里，联邦储备委员会却明知故犯地听任 20 世纪最大的资产泡沫越吹越大。

今后两三年可能出现的一个有趣的现象将是：事实会告诉我们到底应该褒奖格林斯潘还是应该贬斥他。看来，我们将生活在有趣的年代里。

第 2 章 论 “q”

“q” 介绍

既然 q 在本书中发挥着如此重要的作用，那么我们还是尽快地对 q 作一介绍。 q 的主要特点就是它在任何时候都能衡量股市错误估价的程度。与历史平均值相比， q 值高就意味着股市估价偏高。之所以能够作出这样的论断，只是因为 q 总是围绕着这一平均值而上下浮动。由于 q 具有这一特性——习惯称之为“平均回复性”——因而它不但能揭示过去而且能预见未来。股市估价偏高意味着风险开始增大，将来操作会很不利。当 q 值增高时，股票投资者将处于大量赔钱的境地。我们预测，股市会一直回落到 1998 年年底股价低于其一半水平时为止。

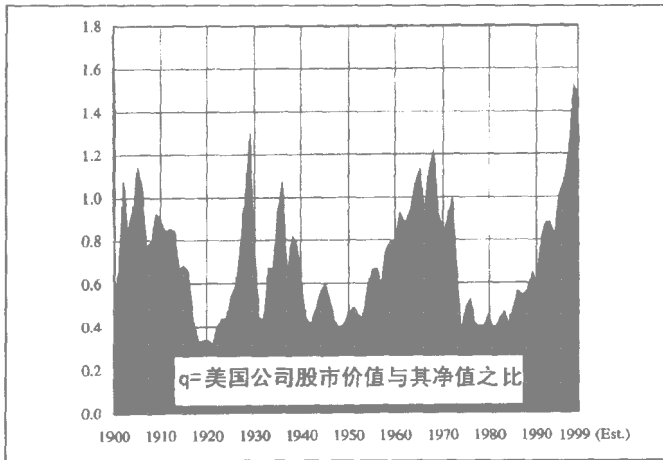
图 2.1 显示了自 1990 年以来 q 是如何围绕着其平均值而上下浮动的。在 1998 年年底， q 值比 20 世纪以前任何时期都要高，这正暗示着股市估价已经变得多么的高。¹

q 背后的概念基本上很简单。它只是对美国公司价值的两种不同的估计作出比较。第一种就是华尔街说的公司值多少钱，第二种就是它们的“基本”价值。正如我们以后还会详细谈到一样，整体地估价股市不同于估价个别的股票。因为对于整个股市来说，基本的价值是指今天要用多少钱才能买下所有上市公司的资产。它们的价值指的是如果我们不得不从零开始

再来一遍，那么创建这些公司需要花费多少钱。要计算出它们的基本价值，我们就需要计算出这笔成本是多少。这样，这些公司的总价值就可以用其实物和金融两方面的资产总和减去它们的债务来衡量。以这种方法估出的数值通称为净值。²

图 2

q: 1900 年 ~ 1999 年



为了求得 q ，我们把公司的净值与股市所体现的公司股票总价值进行比较，两者之间的比率就是 q 值，分子为股市价值，分母为公司的净值，这样，其公式为：³

$$q = \frac{\text{股市价值}}{\text{公司的净值}}$$

由此可见，当股价攀升促使公司的股市估价（相对于其净值）上升时， q 值就高。这说明股市估价过高；同样道理， q

值低则说明股市行情便宜。

为弄清这一点，我们还必须考虑许多因素，但是在此阶段，我们只需着重强调几个重要因素。关键的一点就是 q 显示出“平均回复”之特征。它并不总是在某一处徘徊，而是有回复到平均值的倾向。因此说，它总是会回复到其均衡值或者说平均值。从历史来看，这一平均值似乎很稳定。

我们将在以后的章节中讨论 q 这方面的特性以及其他许多种不同的股市估价方法。平均回复性是任何有效的价值衡量方法中一个必不可少的特征，但仅仅依靠它本身还远远不够。原因之一在于，用它来统计欺骗性很大，不能说明问题。正如大多数使用过此类统计法的人迟早会觉察出来一样，只看数字特性太容易使自己或者其他入上当。因此，上乘之策应当是：既了解这些特性又全面了解其结果。所以，我们将要解释为什么经济学家，甚至早在找到佐证之前，就料到 q 具有平均回复的功能。同时，我们还要解释这种平均回复功能从何而来。

由于 1998 年年底时 q 比整个世纪的以往任何时候都要高，所以从这一极限水平往下跌落是肯定无疑的。我们的统计数据证明，在随后的五年里， q 值从 1998 年年底的水平向下跌落的概率将远远超过 90%，甚至在以后更长的时间里，这一概率还会更高。

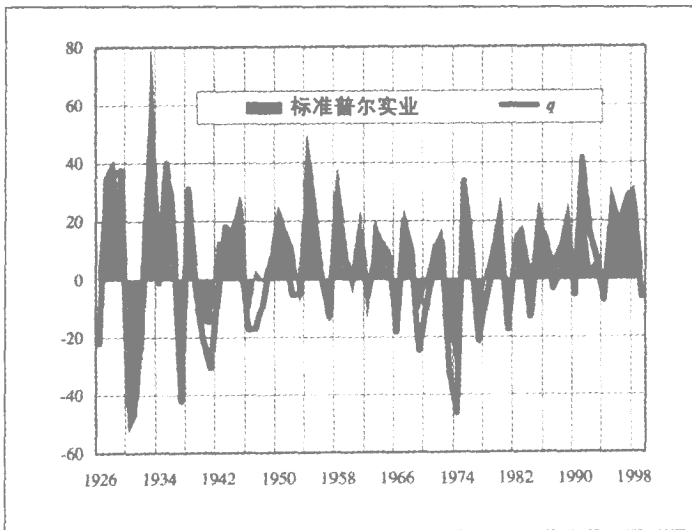
q 和股价前景

q 值特别高对股市价格来说是一个极坏的消息。这不仅是因为过去 q 总是从这种极限一路走低，而且因为它经常在股价跌落的过程中也一路下滑。我们可以从每股的角度⁴来书写 q 的算式：

$$q = \frac{\text{股票价格}}{\text{每股的企业净值}}$$

从以上的 q 算式中我们可以看出，只要股价跌落或每股的净值增高， q 就会下滑。这是因为 q 是一种比率关系，它的价值是随分子或分母数的变动而发生变化的。

图 2.2

股价的百分比变化和 q 

由于 q 能回复到平均值，因此了解 q 拉向平均值的弹性是否会对股价或净值产生影响显得十分重要。预测美国市场前景是否看好的惟一方法就是看看这一弹性是否只对这一比率的分母，即净值，发生影响。但我们必须指出，净值要想快速升高到足够高的水平从而促使 q 回复到比较正常的水平，这是难以

实现的。为了说明这一点，我们不但要依靠统计数据，而且还要运用经济推理来加以阐述。可是目前，我们只简单地针对历史事实来加以说明，如图 2.2 所示， q 值随着股价的涨落而起伏，促使 q 回归到其平均值的不是净值的变化，而是股价的波动。因此，以往的事实表明，紧随高 q 值而来的很有可能是股市下挫。

表 2.1 显示，正如 q 衡量出来的那样，所有重大的过高估价现象总是伴随着严重的股市价格暴跌。⁵ 我们预料，当前的熊市过后这一状况又将发生。因为 q 显示股价被高估了两倍以上，故而股市很有可能下跌 50% 至 60%，或者更高。这会轻而易举地促使道 - 琼斯指数降到 4000 以下。在引起极大恐慌使大多数投资者感到异常陌生的同时，如表 2.1 所示，情形与以前股市升到最高峰时所出现的下跌非常相似。

在其他股市中，类似规模的暴跌也曾发生过。表 2.2 说明了当国际市场达到类似华尔街那样的高峰时，它们同样也会遭遇类似的暴跌。表 2.3 显示了如果道 - 琼斯指数与其自身历史中出现的暴跌或是其他股市经历过的暴跌不相上下，那么它将会下降到何种程度。

表 2.1

 q 达到峰值后的股价实际跌幅

跌落时间段	股价跌幅 % 高峰至低谷
1929 年 8 月至 1932 年 6 月	82%
1937 年 2 月至 1938 年 5 月	49%
1968 年 11 月至 1974 年 9 月	59%

表 2.2

其他股市中出现的典型的股价实际跌幅

跌落时间段	股价跌幅 % 高峰至低谷
日本 ⁶ 从 1989 年年底至 1995 年年底	57%
英国 ⁷ 从 1972 年中期至 1976 年年底	70%

表 2.3

道 - 琼斯指数⁸ 的内在水平

如果股价跌幅与 q 达到高峰后相吻合	内在水平
美国股价的历史变化	
从 1929 年 8 月开始	1620
从 1937 年 2 月开始	4590
从 1968 年 11 月开始	3690
其他主要市场的下跌	
日本从 1989 年年底开始	3870
英国从 1972 年中期开始	2700

正如我们所写的，1999 年下半年，道 - 琼斯指数处在 10000 和 11000 点之间，而对许多人来说，这样的数值也许看起来不可想像。但是，人们应该铭记在心：股市达到那些历史最高点是多么的神速。最近的一次是 1995 年，当时道 - 琼斯指数降到 4000 以下。历史告诉我们，对于股市来讲，升得越快，跌得越凶。

Q 和“有效市场假设论”：“随意漫步”华尔街？

由于 q 能十分客观地告诉我们市场估价错误的程度，这就意味着我们可以对未来的股市行情作出有根有据、十分有效的推断，但这并不等于我们能对今后几个月的股市行情是涨是跌作出有用的预测。可是，一旦我们能测定其价值，我们就能对股票的涨和跌作出大概的推断。有时，股市上扬或下挫的程度会比其他任何时期更凶更猛。这种差异性取决于 q 的水平。这可以说是一种革命性的论断，它与我们平常在经济与金融教科书上所见到的著名的“有效市场假设论”的观点完全相反。

“有效市场假设论”是很重要的，它几乎代表许多经济学家关于股市行情的基本观点，但并不完全是这样。它提出的一些观点过于简单，如：股票总是能够准确定价。在一个完善、有效的市场氛围里，股价发生变化只是因为有了新的信息，而新的信息对价格产生影响是因为它改变了对未来的合理评估。假如这种观点正确，那么市场必须立即把决定股价的所有信息考虑在内。这样，对历史信息进行的任何重新评估都不会导致价格的变动，只有新信息会这样。在这样的一个世界中，就不会出现偏离“公平”价值一说，因为无论何时何地金融市场出现的价格自然而然都是“公平”的。这与讨论价值毫无意义的说法相吻合，因为衡量价值的惟一合理方式就是看当期的股价。任何估价标准都不值一用，因为市场价格本身就是估价的最好尺度，无需进一步改善。

我们已经说过 q 可使我们对股市的未来走势作出有用的推断，很显然， q 与“有效市场假设论”将会发生一场恶战。因此，在我们争辩的过程中，关键的一点就是必须解决这个问题。