

## 引言 偶然性、必然性与概率化思维

记得在美国刚读博士课程不久，一天，毕绍夫教授笑咪咪地走进教室，对我们说：“告诉大家一个消息： $\times \times$ 同学退学了。”如果不是毕绍夫教授提起，几乎没人注意到这位同学已不在教室了。由于这位同学从来都是上课来，下课走，远离人群而坐，所以我只对他有极模糊的印象，只依稀记得他来自某一个拉美国家，肤色较深，仅此而已。接着，毕绍夫教授给我们简单介绍了这位同学的情况。原来，这位同学对博士课程并不十分感兴趣，仅仅维持满足老师的要求而已。但是，他对数学理论极感兴趣，每天下课后回到他居住的小阁楼里彻夜研究战胜 Lotto（“乐透”奖：自己选择的幸运数字与计算机摇出的幸运数字相合即中奖）的数学模型。他的数学功底非常好。功夫不负有心人。这位同学曾数次中奖，不过都是小奖，这次他中的奖较大，大约有几百万美金。中奖后他决定退学回家办事业去了。

后来听系里的老同学说起，才知道我们系里真是“藏龙卧虎”，这位同学并非第一位中大奖的同学。在此之前还有一位学生中过大奖，而且也是靠数学模型中的奖并且也是中奖后退学了。

这件事给我造成极深刻的印象，使我对这类“赌博”背后所蕴含的偶然性与必然性相互关系的哲学问题产生了浓厚的兴趣。

后来，毕绍夫教授经常在教学中穿插这类赌博的案例，非常

生动有趣。很多这样的案例我都忘记了，但是还有一件我至今记忆犹新。毕绍夫教授讲到，曾经有一位非常有名的统计学家（某统计学公式以他的名字命名），因为一个偶然的去了一次赌场。以他统计学家的功力，他马上意识到有可能战胜赌场。于是他准备了一支极短的铅笔置于裤兜之内，以及一些极小的纸片。从此他以一名普通赌客的身份每天进出拉斯维加斯的赌场，暗暗记录赌客出牌的数据，一直进行了数月之久。此后便是闭门研究原始数据，直到最后终于建立起了一个数学模型。此后他便以该模型为指导去赌场下注，结果是他赚了赌场的钱，但是最终被赌场察觉并被终身禁赌。毕绍夫教授说，他的这个模型非常有名，后来成为最著名的现代金融模型的基础。

转眼间 10 年过去了，毕绍夫教授讲的很多理论知识我都淡忘了，但是他的课堂案例所引发的我对偶然性与必然性这一类基本问题的思索却使我倍感受益。特别是我在投资领域中经历的风风雨雨越多，越感到这一基本哲学问题对投资人的重要意义。

对一名证券期货领域的职业投资人来说，对偶然性和必然性相互关系的思索和理解，即使不是最重要的理论问题，也应当是最重要的理论问题之一。

做证券期货投资，任何人都会有赢有输。对待输赢，很明显有两种截然不同的思维方式。一种人（可能是绝大多数人），当他赢了的时候，他会倾向于用必然性来解释；而当他输了的时候，他会倾向于用偶然性来解释。另一种人（很可能是极少数人），当他赢了的时候，他会尽力剖析这是否是某种偶然性因素的结果；而当他输的时候，他会尽力剖析这是否是某种必然性因素的结果。

很明显，这是两种完全不同的投资者。对上述第一种人，我们在证券期货市场看到的太多了。这种人赢不起，赢了钱就觉得自己了不起，动不动就自封为什么第一，结果很少有不把钱再送

回市场的，除非他及时洗手不干。这种人从本质上而言只是证券期货市场过往匆匆的赌客而已；职业投资家应当做上述第二种人。职业投资家应有的态度是，对于赢的结果，应当尽可能寻求是否存在偶然性的导因，而对输的结果，则应当尽可能寻找是否存在必然性的导因。

对于某一个具体案例而言，这种对于偶然性与必然性相互关系的思索可能推导不出某一具体结论。但是，这种自觉的长期的深入的思索过程本身却可极大地提高职业投资家的功力。这是我自己长期实践的切身体验。这一过程体现了职业投资家应有的严于律己、谨慎求证的职业素养。因此，对于偶然性与必然性相互关系的思索，最重要的不是具体的结果，而是这一长期的过程本身。这种思维方式，就是一种概率化的思维方式。

本书正是本书作者从这一角度，以这种思维方式对证券投资理论和证券投资战略问题长期观察和长期研究的一些体会。

本书对于证券期货投资中的四大主流分析流派，即学术分析流派、基本分析流派、技术分析流派、心理分析流派的基本投资理论，以及在这些理论指导下推导而成的长期持有投资战略及时机抉择投资战略，分别从投资哲学、实证基础以及实际应用这三个不同层次进行了剖析。对于这一剖析过程本书作者力戒主观臆断，而是以本书作者所能掌握的大量原始数据进行统计论证。因此，该论证所导出的结论相信应具有相当高的客观性和置信度。

从本书作者的分析中应当可以看出四大经典证券分析流派及其投资战略，都只是局部地反映了证券市场的基本规律和基本特征，因而只是局部地达到了对证券市场的真理性的认识。因此，投资人依赖任何一个投资流派的基本理论和基本战略本身，都不可能全面地适应证券市场千变万化的市场形态，都难以达到长期地稳定地投资获利的投资目标。在竞争日趋白热化的现代金融市场上，职业投资家应当力争具有全天候、全方位的立体作战能

力。

因此，对于任何一个敢于并乐于面对这一挑战的职业投资家而言，摆在面前的一个严峻考验就是如何通过对传统经典投资理论与经典投资战略深入思索，达到融会贯通、兼收并蓄、扬长避短、推陈出新，进而走出一条属于投资人自己的独特的成功之路。

这是一条非常艰险的路；这是一条搜寻成功的概率极低的路。

# 第一章 经典股票投资基本战略 思想流派的划分

## 第一节 经典股票投资战略的 主要思想流派

股票投资战略问题一直是美国等发达国家投资理论界与投资实务界最关注的核心问题之一。几乎全部的西方投资理论界与投资实务界的研究活动，都是围绕着开发、研制与验证有效的投资战略这一目标而展开。

股票投资战略问题之所以如此重要，因为它是关系投资机构或者投资个人能否在激烈的投资市场竞争中生存与发展的生死攸关的问题。由于证券期货市场的零和游戏的市场规则，使证券期货市场的投资竞争成为人类社会生活中所有竞争活动中最为激烈的一种。在投资竞争对手之间激烈的对抗之中，不要说执行了错误的投资战略必然导致满盘皆输的结果，即使投资战役组织失误也可能引致重大伤亡。可以毫不夸大地说，正确的投资战略是成功投资家的安身立命之本。

股票投资战略问题的理论研究，从早期的比较直观的研究方式，到现代的高度理论化与体系化的研究方式，经历了一百年左右的发展过程。

人类最早的证券期货投资交易活动，据考证可以追溯至古希

腊时期。证券期货交易活动采取较为有组织的规范化形式，则可以追溯至中世纪时期。而现代的证券期货交易活动，则以 1792 年纽约证券交易所正式成立为标志。

虽然人类社会中的证券期货投资交易活动，有着相当长的历史跨度，但是投资家们真正能够开始系统地思考股票投资的战略问题。作者认为，应当以 1896 年道氏发表道 - 琼斯指数为标志。在此之前，投资家们对证券投资方法的思考，还只能局限于战役或战术的层次。只有当道氏创立并发展道 - 琼斯指数之后，投资家们才开始有可能研究股票市场的整体运动，研究个股运动与市场运动的关连性问题，以及股票市场与国民经济整体的关连性问题等系列重大问题。也就是说，只有当道 - 琼斯指数体系诞生之后，投资家们对投资方法的研究，才具备了上升到投资战略高度思考的条件。

1929~1933 年，美国经济的大萧条，推动证券分析行业走上了职业化的发展道路。而证券分析进入科学化发展时期，则以 1952 年马科维奇 (Markowitz) 建立现代投资组合理论为标志。至此，对证券投资战略问题的研究，开始具备了数理统计化、计量化和模型化的特征。

随着现代投资组合理论的诞生，对证券期货投资分析方法的研究，开始形成了界线分明的四个基本的分析流派，即学术分析流派、基本分析流派、技术分析流派和心理分析流派。对于这四个分析流派的基本特征，本书作者《证券期货投资计算机化技术分析原理》一书曾有较为详尽的分析，这里不再重述。四大投资分析流派从各自的分析体系出发，在高度激烈的投资市场竞争活动的长期筛选下，开始逐步形成了以下两类最基础的经典的股票投资战略思想原则，即：

第一，消极型（或被动型）（Passive）股票投资战略；

第二，积极型（或主动型）（Active）股票投资战略。

所谓“经典”的股票投资战略思想流派，即指在当前投资界被普遍认同，具有主流地位的思想理论流派。

除“经典”的股票投资战略思想流派之外，还有“非经典”的股票投资战略思想流派。“非经典”的思想理论流派，指目前处于非正统地位的股票投资理论流派。

上述分类关系可以图示如下（见示意图 1—1）。

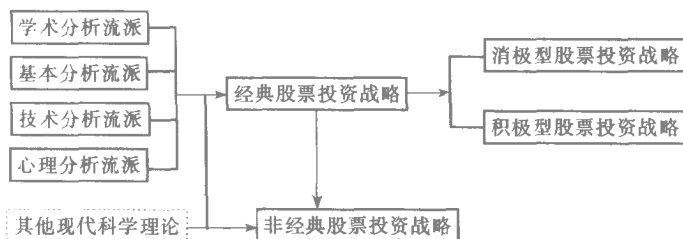


示意图 1—1 投资分析流派与股票投资战略思想流派的关系

经典股票投资战略之所以划分为消极型股票投资战略及积极型股票投资战略两大阵营，其根本原因是在于不同的投资家对下述投资哲学问题给予了答案截然不同的回答，即：

人（投资人）是否能够猜赢（Outguess）市场？

这个问题换一种说法，即人（投资人）是否能够持续稳定地对市场价格的未来运行轨迹做出准确的预测？

任何一个投资家或者投资人，不论他（她）的经历或教育背景如何，在他（她）进入投资市场之后及确立相应的投资战略之前，都必须先对上述问题作出明确的回答。任何人在对上述问题给出明确答案之前，是决然不可能制定出明确的股票投资战略的。投资人对上述基本哲学问题的选择，绝大多数情况下都不是理性思维或科研活动的结果，而是人的世界观、人生阅历、知识积累等多种因素相互作用并长期积淀的结果。

由以上因素决定，投资人对上述基本哲学问题，即“人（投资人）是否能够猜赢市场”这一问题的答案的选择，往往不是一个主动的选择过程，而是一个被动的选择过程。这也就是说，一个投资人由他的经历、阅历及知识状况等综合因素决定，决定了他对这一基本问题必然作出某一选择。这种选择过程很难由其他外在因素加以改变。

一个人如何回答上述问题，将清晰地反映一个人的世界观和价值观的基本取向。

对“人（投资人）是否能够猜赢市场”这一问题，可以有“是”和“否”两种截然不同的回答。

当投资人作出“是”的回答时，也就是说当投资人认为人能够持续稳定地对投资市场的未来运行轨迹作出准确的预测时，他必然选择积极型股票投资战略。这时，投资人认为他能够对投资时机作出长期的、系统的、正确的决断。

当投资人作出“否”的回答时，也就是说当投资人认为人不可能持续稳定地对投资市场的未来运行轨迹作出准确的预测时，则必然选择消极型股票投资战略，这时，投资人认为他不可能对投资时机作出长期的、系统的、正确的决断。

上述关系可以图示如下（见示意图 1—2）。

大多数的投资家，绝大多数的一般投资人，以及几乎全部的投资实务部门的投资分析家，都对上述基本哲学问题选择“是”的答案，即认为人能够持续稳定地对投资市场的未来运行轨迹作出准确预测。凡是作出“是”的选择的人士，无一不在意识层面和潜意识层面认为人比市场“聪明”。站在这一立场观察各种投资机构或投资个人的研究报告、或市场评论等等，都可以清楚地看出其实质都在于传递一种信息，即认为研究者本人比市场更聪明。

少数的投资家，更少数的一般投资人，个别的投资实务部门

的投资分析家，以及西方投资理论界的绝大多数学者对上述基本哲学问题选择“否”的答案，即认为人不可能持续稳定地对投资市场的未来运行轨迹做出准确的预测。凡是作出“否”的选择的人士，都在意识层面和潜意识层面认为市场比人“更聪明”。

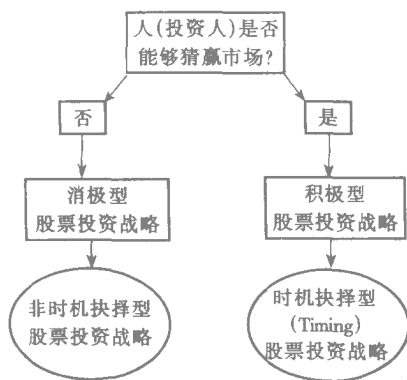


示意图 1—2 股票投资哲学与股票投资战略的选择

所谓积极型股票投资战略，是指投资人根据某种方法或方法体系形成对投资对象价格转折点的系统预测，并进而根据这一预测体系选择自己的攻防战略。“积极型股票投资战略”的核心思想是“时机抉择 (Timing)”，即通过“时机抉择”技术达到减低风险，扩大收益的投资目标。

所谓消极型股票投资战略，是指投资人完全放弃对投资对象价格转折点的系统预测的努力，并根据对投资对象价格的某一基本统计特征选择自己的操作战略。“消极型股票投资战略”的核心思想是否认“时机抉择” (Timing) 技术的功效，认为只有通过以现代数理统计为基础的投资战略才能达到既定的投资目标。

在“积极型股票投资战略”这一阵营中，目前有三个基本的股票投资战略流派，即：

价格判断型股票投资战略；

概念判断型股票投资战略；

心理判断型股票投资战略。

在“消极型股票投资战略”这一阵营中，目前有两个基本的股票投资战略流派，即：

简单型（Naive）长期持有战略；

科学组合型长期持有战略。

上述关系可以图示如下（见示意图 1—3）。

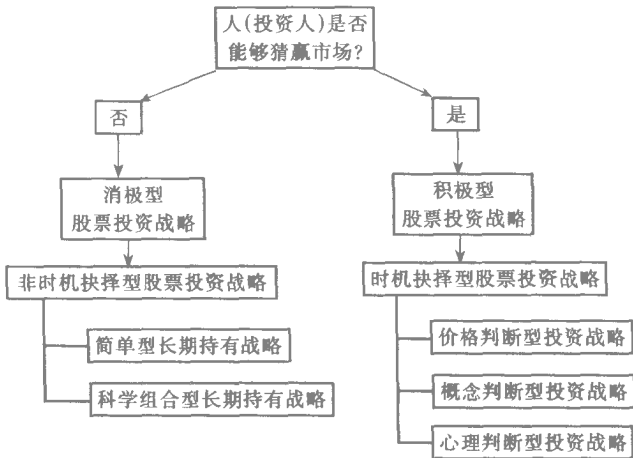


示意图 1—3 股票投资战略基本流派的分类

上述五类股票投资战略，可以概括目前经典股票投资战略思想的全部基本形态。对这五类股票投资战略，作者将在后序各章节中分别加以解释。

对于证券投资分析的四个基本分析技术流派而言，他们对上述五类基本的股票投资战略分别有各自不同的倾向性。其基本态度可表示如下（见表 1—1）。

对于上述四个基本的证券分析流派及五类基本的股票投资战

略，作者本人的基本立场是“扬长避短，兼收并蓄”。因为，上述各自的分析流派及投资战略思想流派，实质上是各自反映了股票价格波动的基本统计特征中的某一特征。而股票价格的运动，则综合地体现了全部的基本统计特征。而这些基本统计特征，对投资人而言是一种强大的制约机制。对于这一点，作者将在本书随后的有关章节加以详尽阐述。

表 1—1 股票投资战略的基本观念及各投资分析流派的态度

投资战略类别	基本观念表述	各投资分析流派的态度
(1) 长期持有型投资战略 (包括简单型及科学组合型)	①强调对投资对象的选择。 ②强调买入后的长期持有。 ③否定对投资时机的判断。 ④否定预测技术的可靠性。	以学术分析流派为主。包括少数基本分析流派，及少数心理分析流派。
(2) 价格判断型投资战略	①强调对投资时机的判断。 ②强调市场预测技术的重要性。 ③强调对市场价格波动(包括长期波动和短期波动)的充分利用。	以技术分析流派为主。包括少数基本分析流派及少数心理分析流派。
(3) 概念判断型投资战略	①强调独立的投资概念的核心地位。 ②宏观决策带有时机抉择型特征，微观决策带有长期持有型特征。	以基本分析流派为主。包括少数技术分析流派及少数心理分析流派。
(4) 心理判断型投资战略	①强调对市场主流观点的反向操作的重要性。 ②反对对市场进行价格预测，强调对市场进行心理评价。 ③在市场心理分析的基础上强调对市场价格长期波动的捕捉。	以心理分析流派为主。包括少数技术分析流派及少数基本分析流派。

对于“人(投资人)是否能够猜赢市场”这一基本投资哲学问题，作者认为应当上升到一个更高的层次来思考这一问题。

对于“人（投资人）是否能够猜赢市场”这一基本投资哲学问题，无论投资人选择“是”或者“否”的回答，这两种截然对立的答案之间都体现了一种共同之处，即体现了投资人与投资市场之间采取了一种对立的态度。因此，无论回答是“是”还是“否”，都是这种对立态度的体现。当投资人选择“是”这一答案时，体现了投资人与市场对立并抱有战胜市场的信念；当投资人选择“否”这一答案时，体现了投资人虽与市场对立但不抱有战胜市场的信念。

这一基本投资哲学问题引致我们联想到另一个基本哲学问题，即“人与自然的关系问题”，也就是“人是否能够战胜自然”这一基本命题。自有人类文明以来，人与自然的关系问题一直是人类反复思索的一个基本哲学问题。自工业革命以前，人类对这一基本问题回答的主线是以“否”为基本特征，即承认自然外力对人类的主宰地位。而自工业社会以来，由于人类对自然力的开发大大延伸了人的肢体能力，也使人类的自信心大大膨胀。从此，人类对这一基本问题回答的主线开始以“是”为基本特征。在我国，几十年来更是一直喊出了“人定胜天”的口号。

值得人们思考的是，当人类采取与自然界相对立的态度时，人类行为的长远后果是“利大于弊”还是“弊大于利”？对于这一点，越来越多的发达国家的科学家开始进行深刻的反思，并且提出了一种新的立场，即建议人类社会放弃与自然界相对立的态度，进而采取人类社会与自然界和谐相处的基本立场。

投资人与投资市场的关系也是如此。如果投资人换一个角度，或者说上升到一个更高的理论层次来思考这一基本问题，如果这时投资人采取“投资人与投资市场和谐相处”的基本立场来考虑自己的投资战略与策略，那么投资人很可能对一些令其长期困惑不解的市场现象产生全新的理解，并进而制定出独特的股票投资战略。

上述思想可以图示如下（见示意图 1—4）。

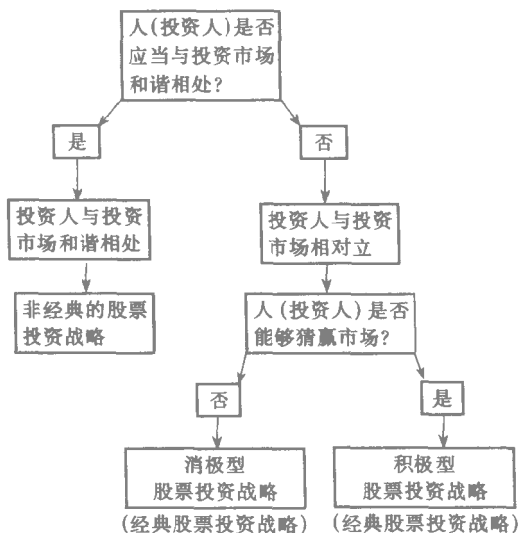


示意图 1—4 不同的股票投资哲学与不同的股票投资战略的选择

因此，对于前述的两个基本投资哲学问题，即：

基本投资哲学问题之一：“人（投资人）是否能够猜赢市场？”

基本投资哲学问题之二：“人（投资人）是否应当与投资市场和谐相处？”

投资人是否能够有能力进行深层次的理论思考，将直接制约投资人对投资市场种种复杂现象理解的程度，进而直接制约投资人所制定的投资战略与策略的科学化与实用化程度。

这里我们可以举几个例子，来近似地并且较形象地说明应当如何理解这一问题。

例 1，骑术。任何会骑马的投资人都可通过骑马的经验来近

似地理解上述基本哲学问题。当骑手骑上马以后，其最直接的目标一定是不被摔于马下，这时不论他最终想完成什么马术动作都是如此。这时，对一个生手或骑术不精的骑手来说，他立即采取的态度一定是采取和坐骑马相对立的态度，表现为他或者拼命夹紧马鞍或拼命抓紧马缰。而对一个熟练的骑手来说，他和坐骑的关系是一种和谐相处的关系。熟练的骑手不是通过夹紧马鞍防止摔于马下，而是通过身体对马的运动的节律的感受并自然地作出反应以使自身与马匹的运动保持和谐统一的运动。

投资人就好像一名骑手。投资市场就好像一匹烈马。市场对投资人的反应与烈马对骑手的反应非常近似：市场通过各种假动作尽力阻止投资人正确进场。对于烈马来说，它的第一反应一定是拼命防止骑手骑乘。投资人进场后，市场则会通过各种假动作尽力诱导投资人错误离场。对于烈马来说，它会采用各种方法尽力将骑手摔于马下。

在这种情况下，哪种态度对投资人（或骑手）更为有利，是采取与之对立的态度及动作还是与之和谐相处的态度及动作？

例 2，“冲浪”。冲浪运动是欧美发达国家非常流行的一项体育运动。“冲浪”一词的英文是 *Surfing*，指人站在浪板上（*Surfboard*）在波浪上滑行的运动。“冲浪”一词的中文翻译本身就直接赋予了该项运动一种人与波浪之间相对立的含义。因此这种翻译并不确切。而该词的英文原文一 *Surfing* 一则指在波浪表面的滑动，因此具有强烈的人与波浪和谐相处的含义。*Surfing* 更准确的翻译应当是“滑浪”而不是“冲浪”。

投资人与市场价格波动的关系与“滑浪”人与波浪的关系非常相似。当投资人买入股票后，其持股过程就好像“滑浪”过程，而价格的波动就好像波浪的波动。投资人（滑浪人）对主浪的识别能力及随浪和谐运动的能力越强，则“滑行”距离越远，也就是投资效益越好。

例 3，美国牛仔的斗牛比赛。国内外的投资界人士一致地定义股票的长期上升阶段为“牛市”。但是值得思索的一点是，历史上从来未见对“牛市”中的牛作出任何定义。“牛市”一词中的牛是什么“牛”？是鲁迅笔下的“孺子”可骑的“孺子牛”？是“吃的是草，挤出来的是奶”的温顺奶牛？还是别的什么牛？

作者认为，能否正确地理解“牛市”中的牛的性格特点，对于能否成功地投资股市具有至关重要的意义。作者认为，“牛市”中的牛，更形象地说，应当非常近似于美国西部牛仔斗牛比赛中的“牛”。

美国西部牛仔有一种斗牛比赛。比赛过程如下：将受到刺激的狂暴的斗牛放入斗牛场，由牛仔在其进场后的瞬间跳上牛背。这时愤怒的斗牛会拼命地企图摔下牛仔。而骑乘时间最长的牛仔为最终获胜者。

美国牛仔的斗牛与西班牙式斗牛具有完全不同的哲学思想。西班牙式斗牛是由斗牛士刺杀斗牛。这时斗牛士与斗牛间的关系是你死我活的对立关系。美式斗牛则考验斗牛士与斗牛间和谐相处的能力，因为斗牛士对斗牛的骑乘时间的长短直接取决于斗牛士对斗牛的不规则运动的理解及反应能力。

股市投资过程就好像美式斗牛过程。一般投资人就好像不老练的牛仔。他们或者根本骑不上斗牛（牛市开始阶段不能建立头寸），或者骑上斗牛但立即就被摔下（只能做到短线进出一赚小钱）。成熟的投资家就好像老练的牛仔，他们能够紧紧地贴于牛背之上（在牛市中坚持头寸而不被价格运动的假象震荡出局），直至达到致胜的目标。

由以上分析可以看出，投资人对上述两个基本投资哲学问题理解上的差别，将直接引致投资人在股票投资战略思想上的差别，进而可能导致投资人在股票长期投资收益上的差别。

这里强调指出一点，即本书作者所强调的系统交易方法（见

本书作者《系统交易方法》一书)可在上述两个基本的投资哲学思想的指导下使用。这也就是说,在前述五类经典的股票投资战略思想的指导下,都可以设计并使用系统交易方法。同样,在非经典的股票投资战略思想的指导下,也可以设计并使用系统交易方法。系统交易方法,不但可以完整地体现任何一种单—的股票投资战略思想,而且可以完整地体现任何一种以上的不同股票投资战略思想的组合。系统交易方法的实质是客观化交易。任何证券期货投资交易的战略或策略思想,只要能够达到客观化要求,就可实现系统化交易的目标。

这一概念可以图示如下(见示意图 1—5)。

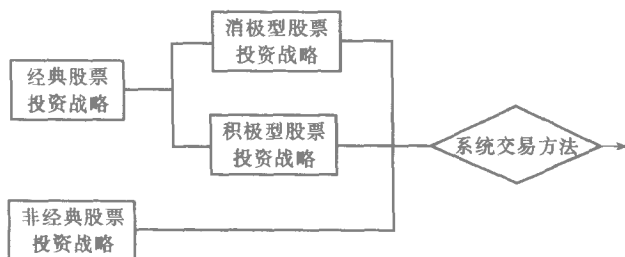


示意图 1—5 股票投资战略与系统交易方法的关系

由此可见,开放性是系统交易方法的显著特征之一。

作者认为,一个职业投资家,不应在投资分析流派的理念问题上存有门户之见,这样才可能兼收并蓄,扬长避短,推陈出新。同样,一个职业投资家,也不应在股票投资的基本战略思想上存有门户之见。上述各类基本的股票投资战略,虽然被某些投资界的“门人弟子”相互攻击,其实各自都有自身对股票市场的极为精道的见解,同时不可避免也都带有自身的先天与后天的缺陷。一个职业投资家,应当对不同的基本投资战略都有精辟的了

解，才有可能使自己的投资哲学指导思想不断升华，使自己的投资活动在不断变化的投资市场特点中始终保持低风险、高收益的投资标准。

最后作者想指出一点，即如果考察美国等发达国家关于股票投资方法的有关著述，迄今为止有一定研究参考价值的股票投资方法大约有数百种之多，而其中较有影响者大约有数十种之多。这些投资方法当中，绝大多数属于股票投资的战术方法，少数属于股票投资的战役方法，只有极个别的属于本书所定义的股票投资战略思想的范畴。因此，这些股票投资方法，绝大多数都可根据其所遵循的投资哲学思想及所表现出的技术特征，分别划属于上述各类基本的股票投资战略流派之一。其中个别极突出者，则同时兼备不同投资战略思想的特征。

## 第二节 经典股票投资战略的主要 理论代表与机构代表

前节所述各主要股票投资战略流派，在美国金融史上各自都有自己杰出的投资理论家和投资实践家作为代表，并以此为核心各自发展出投资风格不同的专业投资机构。因为本书中的有关章节还将对此作进一步阐述，因此本节将只对其基本情况作一概述（见示意图 1—6、1—7）。

特别值得指出的一点是，美国金融界投资理论发展过程中的一个重要特点，是投资理论的强烈的实践化和机构化的趋向。这也就是说，投资战略理论的某一派别一旦形成并且确立，便立即会以机构化的投资方式进入市场竞争。因此，从美国专业投资机构的设置，便可以看出各类投资理论所展示的不同的投资风格。

从以上数据可以看出：

第一，基本分析流派的投资理论是美国机构投资人中的主流