

# 第 1 章

## 斩亏留盈

本章的标题源自股票市场上一则最古老的格言。19 世纪后期，丹尼尔·德努有一句类似的名言：

斩掉亏损的股票，运作能盈利的股票。

这种观念是对的。事实上，这是投资者应该掌握的有关股票市场最重要的理念之一。投资者要审慎地抛掉亏损的或价格和价值持续下跌的股票，同时应该持有基本情况良好、有迹象显示能产生丰厚收益的股票。

但是，到底哪些是亏损的股票呢？是指价格从高位下跌吗？投资者实际处于亏损状态（亏损状态是指目前的价格低于购买时的价格）的股票是否就是亏损股票？

任何的价格下跌都会造成损失。价格下跌侵损投资者的资金，是利润的损失。在一般情况下，投资者应该抛掉亏损的股票；但在有些情况下，投资者在作出抛售决策之前需要作进一步的分析。

判断一只股票是否还能盈利要看价格变动的原因。如果价格下跌是因为整个市场弱或者是因为股价日常正常的波动，那么该股票就仍是能盈利的股票。

如果原因是长期的，就该承担亏损，转而去投资另外一只股票了。长期原因包括：

- 销量下降；
- 税收困难；
- 法律问题；
- 出现熊市；

利率提高；

对未来盈利的不利影响；等等。

任何对长期收益或收益增长具有消极影响的事件都会使一只股票很快变成亏损股票。许多长一短期投资者会抛掉现有的股票而购买有赢利潜力的股票。

## 收益增长的价值

从增长潜力来看，价值决定于收益和收益增长。根据公司的收益和有关消息可以判断出收益的潜质。如果收益的增长是管理者靠解雇一半职员或是关闭一些分支机构实现的，那么收益增长的质量就不如由于销售的改善所实现的收益增长的质量高。一锤子买卖策略（*slash-and-burn strategies*）只能进一步降低生产力和收益，最终导致股价的下跌。从积极面来看，大规模的减员和收缩战线会使公司变得更有效率，从而会提高收益的质量，最终导致股价上涨。

投资者必须分析公司的成长情况并观察股票实际的价格。通过分析，投资者就能判断股票的价值是上涨、不动还是开始下跌，并作出投资决定。分析有时是困难的，因为盈利的股票可能表面上还暂时披着亏损的外衣。

有三种情况（即日常价格波动、大市下跌和股价大涨后的大市疲软）可能使盈利股票显得疲软，但不一定是卖出的信号。这些因素通常是暂时的，因此属于“斩亏”法则的例外。

### 例外之一：日常的价格波动

在日常交易中，股票价格会上下波动。看一下任何一幅日股价图，就会了解造成每只个股日常正常波动的因素（见图 1-1）。股票价格也会从一个交易区域向另一个交易区域变动。例如，某只股票每日在 30-35 美元之间波动，但偶尔会到达 40 美元，然后再跌回到

30-35 美元之间。那么，该只股票价格的交易区域就是 30-40 美元。当股票向上变动并开始在 40-55 美元之间波动时，交易区域就是一个新的和更高的区域。

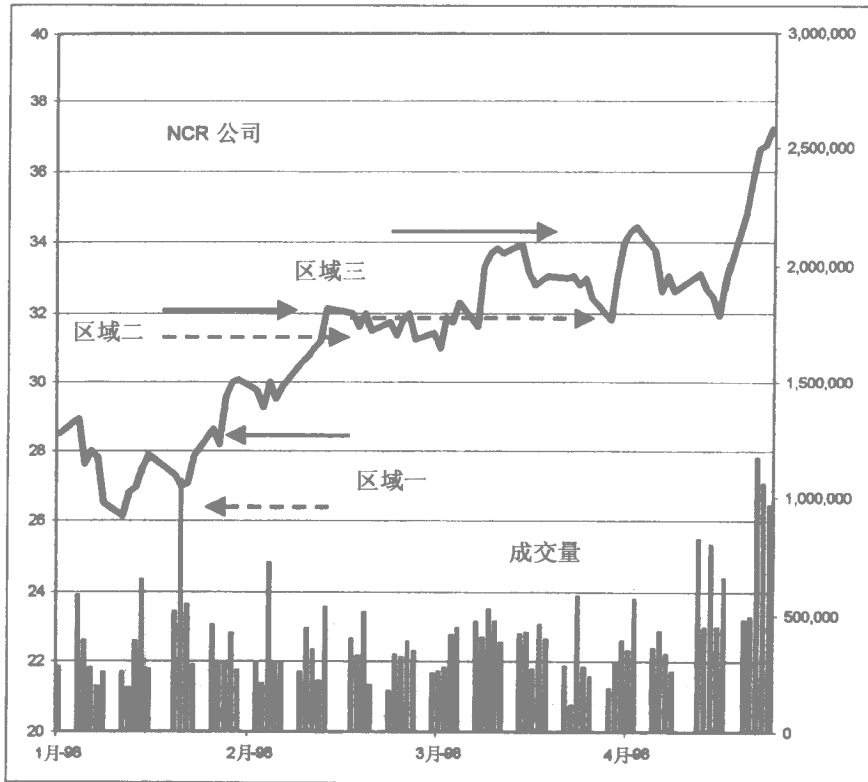


图 1-1 交易区域，NCR 公司。(NYSE: NCR  
1997-1998 年)

1998 年 1 月，NCR 公司的股票在每股 26-28 美元之间的狭窄区域进行交易，2 月份上升到 31-32 美元之间，3、4 月份上升到 32-34 美元之间，4 月末则稳定在每股 37 美元。

在股价形态图中可以清楚地看到交易区域与每日波动情况。投资

者有必要花些时间熟悉几个月前股票价格的交易区域和波动。许多互联网站点免费提供 12 个月时间段的日股价图。这些图可以存到计算机的硬盘中，也可以在条件许可的地方打印。熟悉价格将有助于投资者区分哪些是正常波动哪些是新交易区域的拐点。如果某股票的低价位处于正常区域之内，那么该股票就仍是盈利股票，哪怕投资者当前蒙受一些小的损失（假定最初的分析表明，从收益和收益增长来看，该股票是盈利股票）。因此，正常波动中表现出来的弱势不是卖出股票、承担损失的时机。

### 例外之二：大市下跌

大市的显著下跌会使盈利股票的价格下降到一个低水平。所有股票最终似乎都处于或行将处于亏损状态。这种大幅的市场调整在多数情况下会引起人们的关注，但不会引起恐慌。我们在近几年经常看到股市下跌 100 点、200 点甚至超过 500 点，但很快就得到了恢复。大市调整前盈利的股票在市场恢复后可能仍是盈利股票。

1997 年 10 月，道·琼斯工业股票指数的跌幅超过 554 点。从图 1-2 可以看出 Merck 公司股票在 10 月 27 日这天达到历史跌幅最大的情况。Merck 公司已经暴露出了某些弱点，在股市的急剧调整中，该公司股票价格下跌了 8.375 美元（见图 1-3），跌幅是相当大的。这种调整是市场对更高石油价格担心的反应。由于市场反应过度，因此市场的恢复也就很迅速。就 Merck 公司股票来说，1997 年 10 月 27 日的弱市是最好的买进机会。到 1998 年 4 月，Merck 每股价格达到了 123-132 美元，上涨了 47 美元，收益率超过 55%。

如果大市持续下跌，投资者就应该考虑卖出股票，保存现金。1997 年 9 月份是采取这种策略的最好时机（到 10 月份则太迟了）。如果市场调整是突发性的，而且在几天后就稳定了，那么最好是继续持仓，甚至还可以考虑买进更多的同种股票。这种策略在 1989 年 10 月的调整和 1997 年 10 月的调整（当时道·琼斯工业股票平均指数下跌了 554 点，然后很快就稳定了，见图 1-4）中表现得最突出。许多

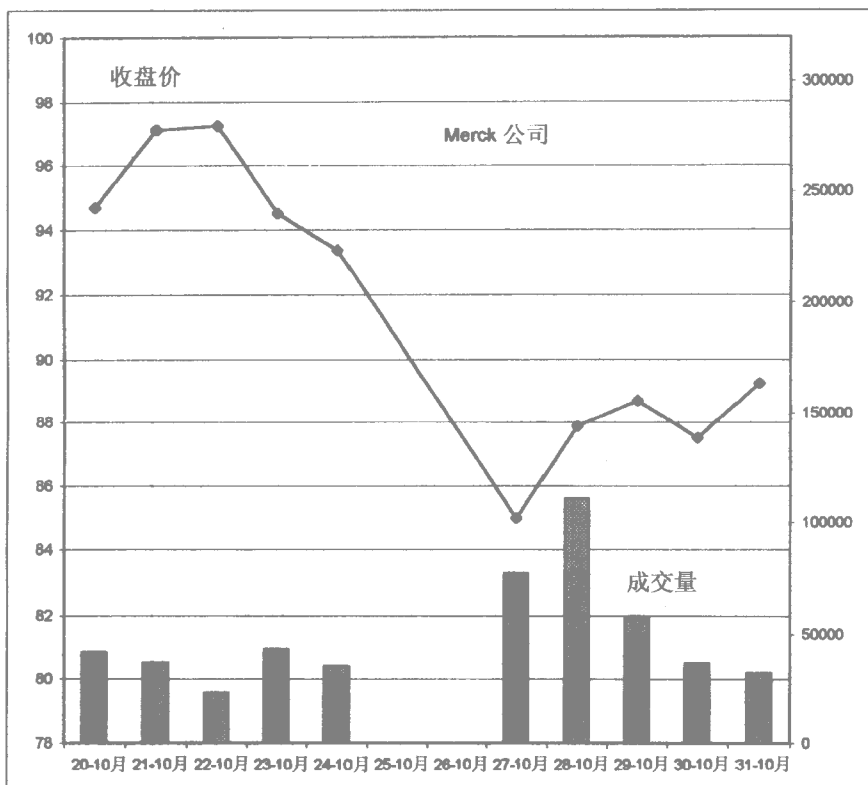


图 1-2 市场调整，Merck 公司 ( NYSE: MRK )  
1997 年 10 月

投资者把这种急剧的调整看成是买入的时机。随后几天道·琼斯工业股票平均指数上涨了 300 多点。道·琼斯指数虽然没有完全企稳，但到 1998 年初创出了新高。

只要市场调整不是十分严重而且持续时间不超过几周或几个月，那么盈利股票就不一定会变成亏损股票。如果市场长期调整，那就成了熊市，这时股价下跌，利率上升。

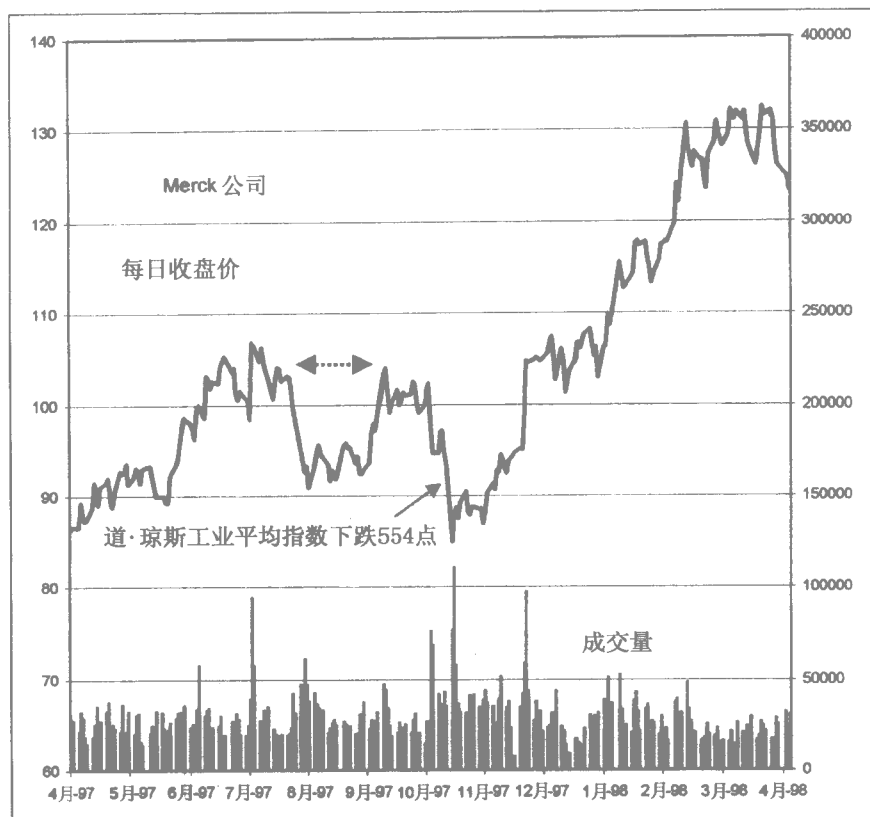


图 1-3 Merck 公司 ( NYSE: MRK ) , 1997 年 4 月 - 1998 年 4 月

### 例外之三：股价大涨后的大市疲软

股价大幅上升到新的交易区域后就会出现一些疲软，这是很正常的现象。当股价大幅上升时，许多投资者就开始套现。虽然套现并没有什么不对，但股价上涨也许刚刚开始。即使如此，套现还是会出现，达到新高的股价会有一定程度的向下调整（见图 1-5）。这种调整也不会使股票变成亏损股票。

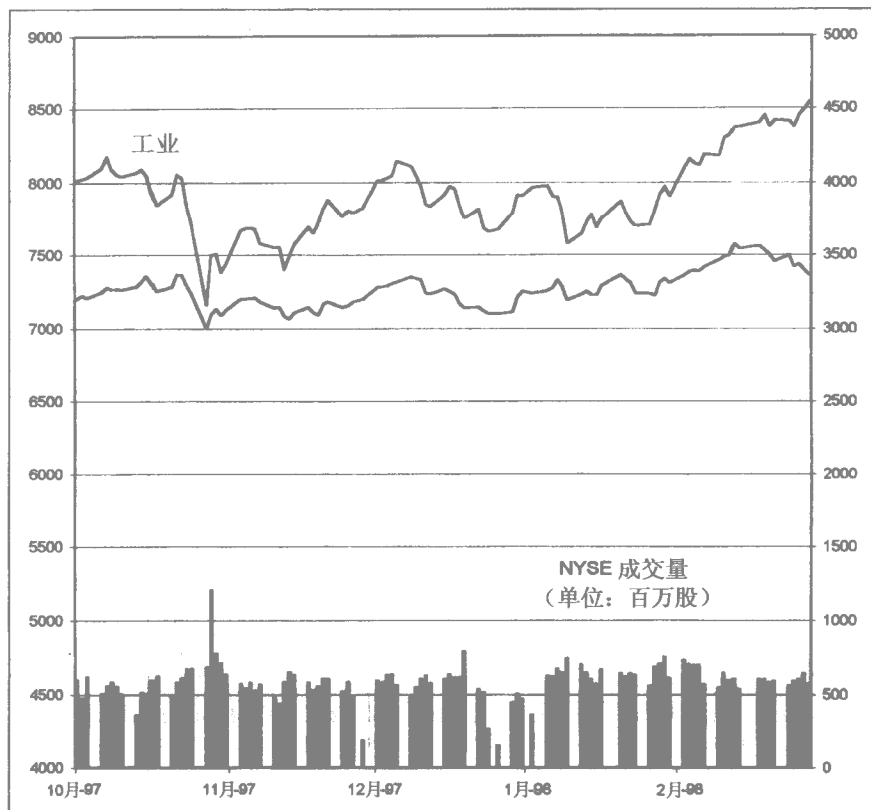


图 1-4 道·琼斯工业平均指数，1997 年 10 月 - 1998 年 2 月

在 1996 - 1997 年间，Intel 公司的股票价格持续上涨，偶尔也出现调整（圆圈所标示的区域）。1996 年中期，该股票价格在 34 - 37 美元之间，1997 年达到 65 - 83 美元。值得注意的是，1997 年的交易区域宽于 1996 年。1997 年 2 月股价跌破上升趋势线显然使人担心。结果，这种担心导致股价大幅回落，到 65 - 70 美元价位才获得支撑。

股价如果下跌到低于平时交易区的位置，同时整个市场没有变化或者出现上升趋势，这就是一个信号。如果股价从正常的 45 - 50 美元的交易区域下跌到 43 美元并进而下跌到 40 美元，那就到了该关注

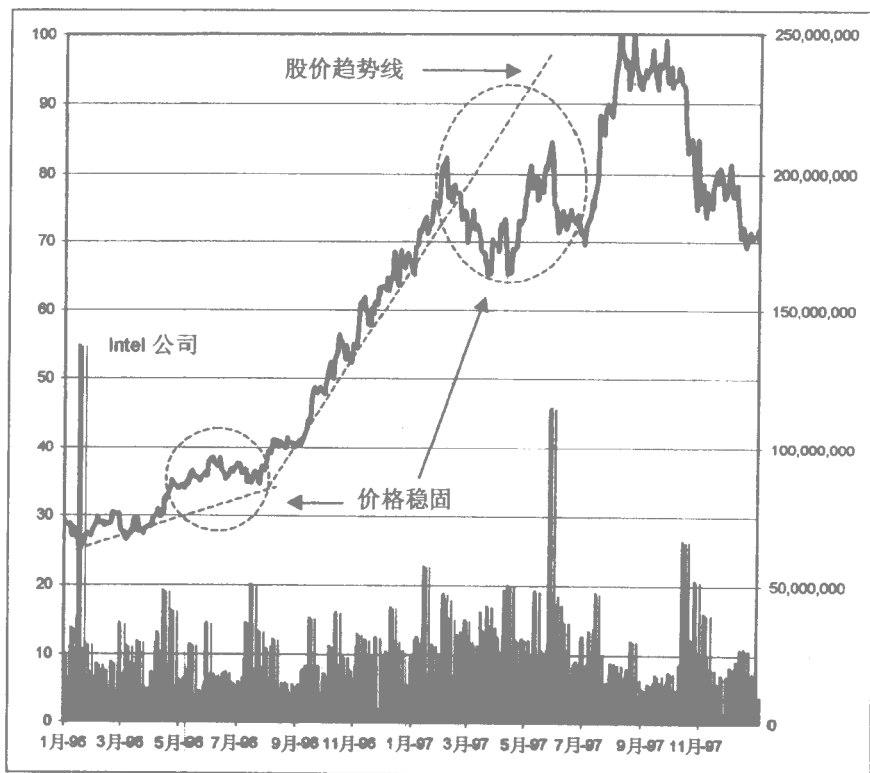


图 1-5 价格稳固，Intel 公司（NASDAQ: INTC）1996 - 1997 年的时候了。如果同类公司的股票并没有出现疲软，该信号就更加强烈了。该信号表示，要么卖出股票，要么找出价格下跌的原因。

## 持续增长

盈利股票是指收入（销售）、收益和价格持续增长的公司的股票。这些公司在行业中处于领先地位，并且能为现有市场或新市场不断开发出新产品。他们的产品不是一时流行的产品。有些产品可能有很大

的需求，但这种需求是否能持续 3 - 5 年呢？PET ROCK、WALL WALKER 和 CABBAGE PATCH DOLL 在一两年内可能销售很旺，但这类产品的需求很少能持续几年。尽管时髦产品可以成为运行良好公司的收益推进器，但通常难以成为整个公司坚实的基础。

## 基 本 面

盈利股票应该持有到使这些股票成为盈利股票的基本面开始出现变化，或者股票的价格上升的速度远快于收益增长从而造成价值下降时为止。股票交易是建立在对未来增长预期基础之上的。有时，预期会远远脱离增长乃至增长潜力。如果在预期时加进收益疲软的消息，股票价格就会受到重挫，盈利股票就变成了亏损股票。

亏损股票侵损投资者的资金，因而应该抛售，并且忘掉它。只有当这些股票稳定了并且具备了重新成为盈利股票的基本能力时才能再去问津。

## 第 2 章

# 盈者多赢

本世纪初，以投资激进而著称的杰西·利佛摩尔指出了赢多（win big）的重要性。当投资者经过分析而得出的结论正确时，赢多的时机就来临了。正如利佛摩尔本人所做的，他在 1906 年旧金山发生大地震以前，卖空了联合太平洋（铁路股）。最初股价并没有下跌，联合太平洋的基本面健康，股价坚挺。毕竟这家公司是华尔街上最好的公司之一。利佛摩尔相信这个消息在市场上扩散并作出反应需要几周的时间，他也相信他的判断是正确的，因此押了宝。事实最终证明利佛摩尔的决策是正确的，他的财富也因此而倍增。当他认为自己的判断正确时，他坚信会赚大钱。

## 价 值

盈利股票是特殊的情形。尽管为盈利股票设定目标价位是稳妥的作法，但在卖出股票之前仍应考虑它的价值。价值就是与公司基本面（如盈利和收入）变化有关的价格升值。由于预期因素的影响，公司股票的价格可能对其收益增长潜力作出超前反应。收益增长潜力有时能填补股价上扬的缺口，有时则并非如此。

不止一名投资顾问对他们所说的这样的话感到愧疚：“当你在一只股票上赚了 100% 或 200% 的利润时，应卖出股票实现利润，让下一个投资者也有赚头。”利佛摩尔就不相信这样的投资策略，事实上大多数机构投资者也不这样做。沃伦·巴菲特更不会因为一只股票带来了丰厚的利润而将之卖出。既然如此，其他人为什么就要在事情刚刚开始变得有趣时就卖出股票呢？

## 桌面利润

1995年至1998年间的股市情况说明了获利了结是多么的不明智。通用电气和Caterpillar这两家大公司股价变化记录说明，投资者若因股价翻了一倍甚至二倍就卖出股票，实际上是把可观的资本收益摆到了“桌面上”，从而永远失去了这种收益。

表2-1和表2-2列出了这两家公司股票各年度的年末收盘价。价格的变化显示了在1995年至1997年间股票市场令人难以置信的强劲上扬。

表 2-1 通用电气（价格已经除权处理）

日期	市场价格
12/92	\$ 16.00
12/93	\$ 26.125
12/94	\$ 25.50
12/95	\$ 36.00——是初始投资的两倍
12/96	\$ 51.25——是初始投资的三倍
12/97	\$ 74.312——是初始投资的四倍以上（365%）

若一名投资者在1992年以每股16.00美元的价格买入100股（共投资1600美元）通用电气，到1997年，他拥有的市值将达到7431.20美元。但如果他在1996年12月卖出股票，市值就会减少2306.20美元；若在1995年卖出，市值就会更少。

赢多的方式之一就是买进大量的股票。图2-1显示，一项用16000美元买入1000股的投资，总市值可以增加至74312美元，资本收益达到58312美元。显然，若在前一年的年底就卖出获利，资本收益将大大减少——这笔钱相当可观。

表 2-2 Caterpillar 公司

日期	市场价格 (价格已经除权处理)
12/91	\$ 10.968
12/92	\$ 13.406
12/93	\$ 22.25——是初始投资的两倍
12/94	\$ 27.562
12/95	\$ 29.375——是初始投资的三倍
12/96	\$ 37.625
12/97	\$ 48.50——是初始投资的四倍 (获利 342%)

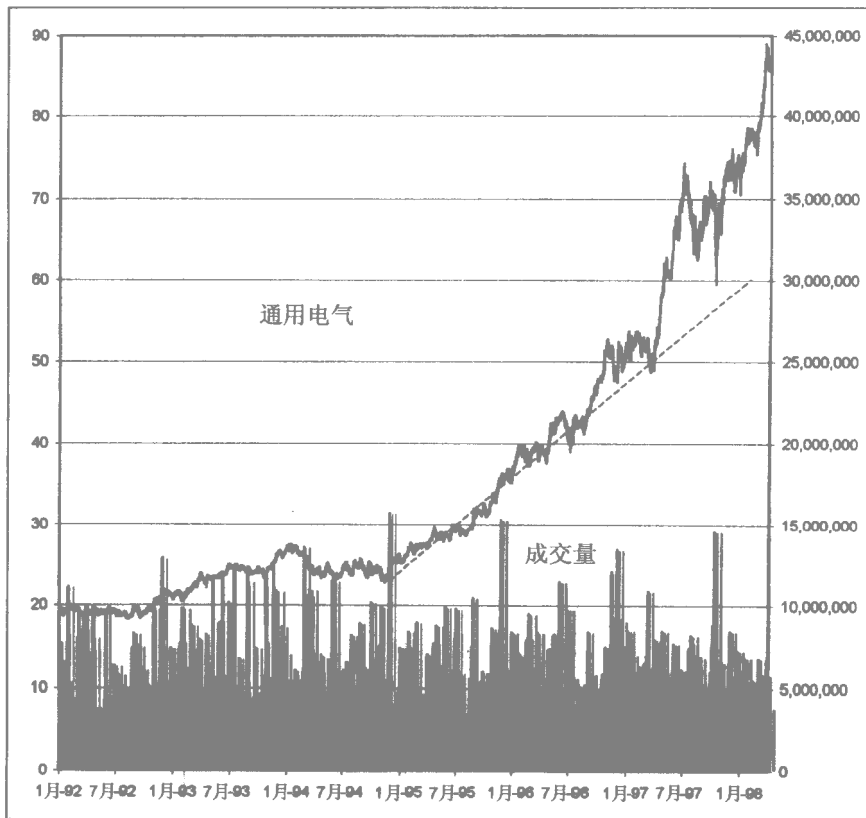


图 2-1 赢多，通用电气 (NYSE: GE), 1992 - 1998 年

通用电气的走势图显示，股价在 1995 年至 1996 年间稳步上扬，在 1997 年 2 月的第二次调整后出现了强劲的加速上扬。这样一种走势特别适宜采用升摊平（averaging up）法。升摊平法，即每隔 6 个月或 12 个月买入同等数量的股票，可令投资者多赢。现在看一下表 2-2 举出的另一个例子。

342% 的涨幅意味着买 100 股可获利 3 753.20 美元，买 1 000 股就可获利 37 532 美元。这是非常可观的收益（见图 2-2）。

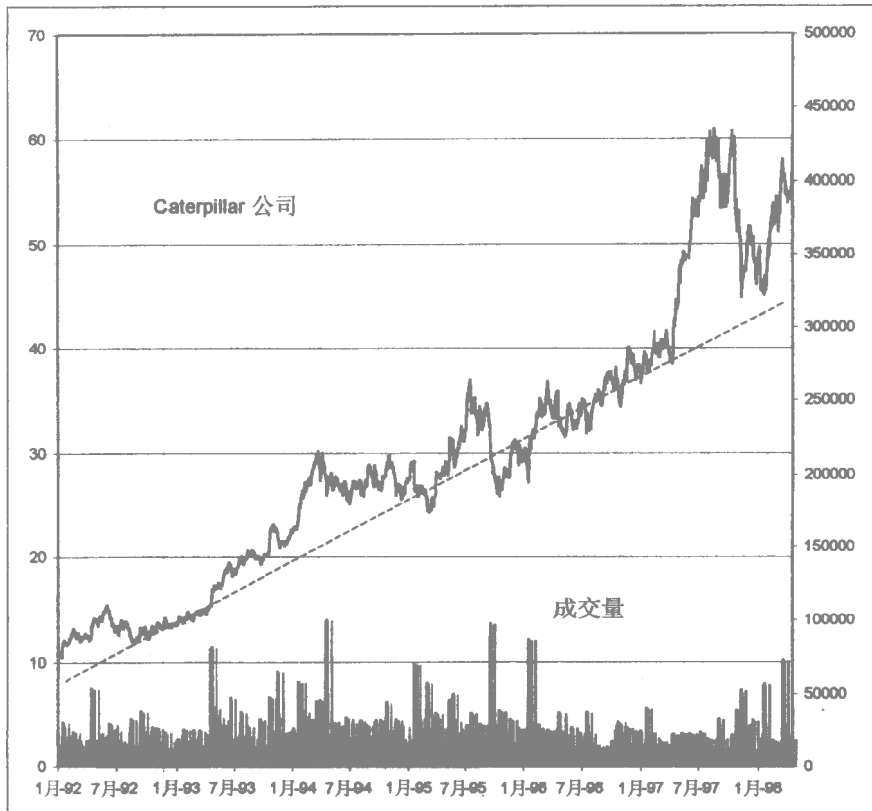


图 2-2 赢多，Caterpillar 公司（NYSE: CAT），1992-1998 年

Caterpillar 亦表现出了类似的上升趋势，而且在 1997 年 4 月加速

上扬。有些人可能会认为这是“在顶部疯狂地买入”，但早在 1996 年很多人就发表了同样的见解。显然，需要经过几个疯狂买入点才会到达顶部。通常顶部最重要的决定性因素是市场整体气氛和基本利率。当通胀重现，利率上扬时，市场逆转终将难免。由于利率和股票市场可能同步上扬，所以市场转向的时间很难预测。最终，上升的利率会迫使市场转向。有时，仅仅是对利率可能提高的猜测也会使市场作出敏感的反应。

## 保护投资收益

许多投资者，包括机构投资者和个人投资者，会使用止损指令来保护投资收益。对于在交易所上市的股票而言，止损指令往往设在支撑位（见图 2-3）。在股价上升、调整、再上升的过程中，可能会触及几个止损指令。图中的股价已经除权除息处理。

虽然设置止损指令纯属个伤喜好，但止损价不宜设置在一天的价格波动就可能启动止损指令的价位上，主要应根据走势图上的股价波动区间来确定止损位，而不是依赖公式，如 10%（这个公式经常使投资组合注定损失 10%）或比现价低 2 美元（这种方式对专家很有诱惑力）。

在 1979 年 4 月至 8 月的牛市中，出现了 3 个主要的支持位。如果止损指令刚好设置在这些价位上或稍低于这些价位，止损指令将获执行。出局的投资者可能要到 1998 年 2 月才买回股票。

这里的观点是基于过去已发生的事实而得出的。怀疑论者会说，回顾过去并指出某某策略会是正确的当然容易。但事实是，许多交易员采用这种策略，一旦支持位被击穿，由于止损指令会自动启动，引起股价进一步下跌，使调整更急更深，这实际上又证明了这种投资策略的正确性。设置了止损指令的投资者不再有回顾过去的优势。在急速上升的股票上设置卖出止损指令是一种短期投资策略，许多人认为这是一种投机行为。

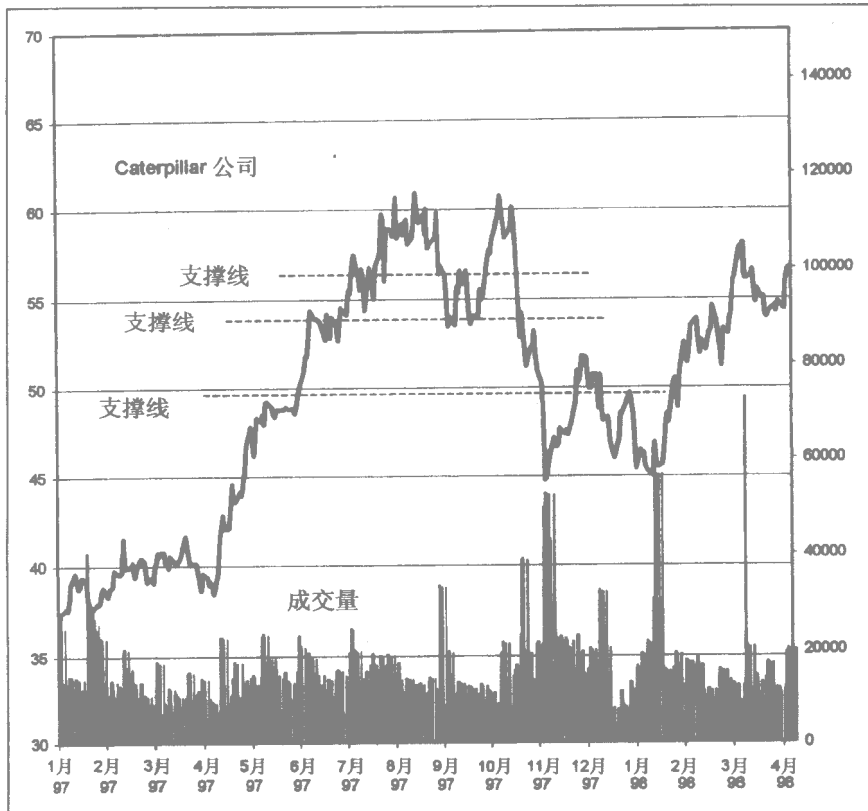


图 2-3 支撑线，Caterpillar 公司 (NYSE: CAT) 1997-1998 年

## 柜台交易没有止损指令

对于柜台交易的股票，大部分经纪人不接受止损指令。因此，当股价下滑时，投资者必须自行决定何时卖出股票，也就是设置一个心理止损价位。如果你预期一个股票将很快下跌，如果希望保留利润，那就卖掉它，不要设止损指令。

## 价位目标

例如，当每股 30 美元、市盈率为 16 倍的股票价格达到 40 美元、市盈率也相应提高至 20 倍（假设公司的盈利没有提高）时，就将股票卖出。应该坚持目标价位并卖出股票，除非有特殊理由而提高目标价位。

## 买家和卖家

唯一令股价上升的情形是市场上出现了比卖家更多的买家。吸引买家的理由是他们相信股价还会上扬。买家可能被股票的价值所吸引，抑或他们是被一个更高的预期价值（有时被成为心理预期值）所吸引。有三种情形会把买家带进市场并推动股价上扬：

- 收益增加或收益操纵（如关闭工厂或解雇工人）
- 大市上扬
- 收购传闻或市场操纵<sup>①</sup>

如果发生了上述诸情形中的任何一种，股价并没有同步上扬，这时不是价值就是心理预期值出了问题。如果问题出在心理预期值上，则可能是“股价被低估了”。

盈利素质的提高可能是由下述因素形成的：

- 新的大宗合同
- 利率下降
- 有利的法律判决
- 强劲的牛市所激发的借贷信心。

这些都是提高目标价位安全合理的理由。出现收购要约是另一个提高目标价位的好理由。但公司并购需格外小心。多个“求婚者”可能引发收购战，从而将股价推高到不寻常的水平，有时可能高不胜寒。

市场操纵：虽然存在与收购传闻无关的市场操纵，但市场操纵行为包括了收购传闻。

## 牛皮市和熊市

在牛皮市和熊市中提高目标价位需慎之又慎。股价通常以板块联动的形式波动。在熊市中，市场本身会拉低个股的价格。因此，与其提高目标价格，不如增持能盈利的股票。熊市创造了低价买进质优股的机会。这就是在危机中出现的买进机会。

## 升摊平法

在下面的例子中，有五笔买进同一公司股票的交易，每一笔买进都是 100 股，每笔交易的买进价格都在上升（因股价在上升），但累计平均价却低于单笔买进价。

1. 买进 100 股	每股 30.00 美元
平均成本	30.00 美元
拥有总股数	100
2. 买进 100 股	每股 35.00 美元
平均成本	32.50 美元
拥有总股数	200
3. 买进 100 股	每股 40.00 美元
平均成本	35.00 美元
拥有总股数	300
4. 买进 100 股	每股 45.00 美元
平均成本	37.50 美元
拥有总股数	400
5. 买进 100 股	每股 50.00 美元
平均成本	40.00 美元
拥有总股数	500