

股市投资就是**看势、择时、选股**。

简单地讲就是看透宏观经济，知道市场的机会在哪里；

读懂行业脉络和股市起伏的规律，

寻找合适的时间进入和退出；

在茫茫股市筛选出值得投资的股票。



股 投资

信号灯

袁熙◎著

超级实用的炒股宝典

股民

的指示灯



机械工业出版社
China Machine Press

A股投资信号灯

袁熙◎著

—— 超级实用的炒股宝典 ——

—— 股民入市、选股、买入、卖出的指示灯 ——



机械工业出版社
China Machine Press

股市投资就是看势、择时、选股。简单地说就是看透宏观经济，知道市场的机会在哪里；读懂行业脉络和股市起伏的规律，寻找合适的时间进入和退出；在茫茫股市和上市公司无穷无尽的各种真真假假的信息中筛选出值得投资的股票。

本书无意构筑体系，也没有繁杂的语言和令人眼花缭乱的技术分析，而是向读者提供股市投资的信号灯，只要按照信号灯的指示进行操作，一定会对您的投资大有帮助。

图书在版编目 (CIP) 数据

A 股投资信号灯 / 袁熙著. —北京：机械工业出版社，2011.11

ISBN 978-7-111-36378-1

I. ①A… II. ①袁… III. ①股票投资—基本知识—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 228364 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑：解文涛

责任编辑：解文涛 路绪良

责任印制：杨 曦

保定市中国画美凯印刷有限公司印刷

2012 年 1 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm×242mm 11.25 印张·1 插页·121 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-36378-1

定价：28.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：(010) 88361066

门户网：<http://www.cmpbook.com>

销售一部：(010) 68326294

销售二部：(010) 88379649

教材网：<http://www.cmpedu.com>

读者购书热线：(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

引言

PREFACE



身边的股市信号灯

2006年11月的中国股市，阴霾难以褪去。上证指数是1811.5点。很多股票的价格徘徊在1元上下。没有人敢买卖。所有的人谈股色变。

几乎没有人会想到，11个月后上证指数上涨到了史无前例的6124.04点。以QFII为首的外资和一些先知先觉的国内机构们想到了。

2006年11月1日，高盛如此表达：“中国A股策略：一个新的时代”。

2007年10月19日，当A股站在了最高峰时，恐怕很少有人敢相信，仅仅过了11个月的时间，A股重新回到原点。最低时只徘徊在1700点附近。

这次，又是它们准确预测了走势。

2007年10月，中国股市从最高点6000点骤然暴跌，腰斩股市，唯有高盛早在半年前就极力向客户表明：当前股市估值过高。当时为4500点左右，大盘涨幅已然透支，无力为继。9月，高盛更

股投资信号灯

是悄然向客户提出政策风险正在积聚，政府或可对股市进行调控。

余音未散，股市调整即成定局，高盛客户之前纷纷减仓，几乎没有损失。其实，2007年5月，市场还沉浸在反弹的憧憬中，高盛却直言——中国：是调整对A股市场预期的时候了。高盛的客户全身而退。和高盛一样，瑞银、摩根斯坦利等外资给客户们“秘密”下达的是一样的指令。他们作出判断的依据是：A股估值的宏观因素、上市公司的估值、长期流动性分析。对应三点的是几个数字：GDP、CPI、PPI、P/E、M2等一系列专有术语，其实都是每一个普通股民耳熟能详的。现在每月12日公布宏观数据前后，市场都有明显反应，甚至美联储的政策态度也引起中国股市的波动……这当然是中国资本市场的巨大进步，是市场化、规范化、国际化的巨大进步。但我们没有人细细去品读数字背后的秘密。

查理·芒格说：“我只想知道我会死在哪里，这是为了永远不要去那里。”股票有其自身的规律，尽管中国多少有些特殊化：政策手段对股市的压抑和扭曲引得很多人宁愿相信所谓的消息。但时过境迁，物是人非，股市没有也不相信眼泪，股市服膺的是它自有的真理。

聪明的人会做股票，散户一样可以挣钱，经过了股市的暴涨和疯跌的我们已不再是懵懂无知的玩偶。股票是考验个人判断能力的地方，也是衡量个人承受力最好的地方。

其实，分析师和我们唯一的不同就是：他们会利用理论模型构筑合理的投资大厦，而我们却对数据“一笑而过”。

几乎每个投资者都要经历四处打听消息，进行各种技术分析，热衷于追涨杀跌，频繁地买进卖出的过程，可投资业绩平平，甚至

引 言 身边的股市信号灯

屡投屡亏。投资没有捷径，总结自己的投资教训与经验，学习他人之长补己之短，不断提炼、累积与完善一套适合自己且行之有效的操作方法，这些方法将是你一生中受用无穷的收获与技能，更是你投资生涯中不断进步成长的强力保障系统。

投资者只有知道风险所在，才能降低风险；只有看穿迷雾，才不会深陷“泥沼”；也只有知道财富在何处，才不会茫然无助。

谁会在股市上永远说实话？本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中，将市场价格的波动形容成一位情绪不定但又很执著的“市场先生”，他每天都走到投资者的身边，不管公司经营情况是否稳定，都会按照自己的情绪好坏报出一个高低不定且起伏很大的价格。

格雷厄姆认为：“这些信号给投资者误导的次数不比有用的次数少。从根本上讲，价格波动对投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售的机会。”但是并非人人都听得懂，看得明，我们的身边不乏这样的故事：某某老先生或者老奶奶，一生勤俭，累积财富虽难称富裕，却也衣食无忧。忽如一夜春风来，他或者她看到身边的不少亲戚、朋友乃至邻里街坊通过股票买卖在短期内迅速获得财富，本来心如止水的他或者她艳羡不已，投资冲动涌上心头，左思右想，觉得自己应该可以，于是乎，东问问，西听听，南面知道个消息，北面听说个秘密。把自己省吃俭用积攒下的几万元仓促入市，在盲目听信他人的介绍后，买了一大堆杂七杂八的股票，不用多久，即使开始时偶有斩获却最终一败涂地，差点全军覆没，仓促出逃后，总觉得自己不值得，以至于神思恍惚、寝食难安，严重干扰了原本极有规律的正常生活，一句话：自讨苦吃。



其实，他本不必如此，听数据说话，数据不骗人。

投资是一件很复杂的事情。股票买卖看起来好像很简单，输入几个号码，一分钟就可操作完成，但要知道“功夫在诗外”，要取得好的投资业绩，就要对经济的政策形势、公司的基本面以及技术面都进行较准确的分析，然后才能得出相对准确的判断。

那种盲目跟风炒作的做法，也许有时能够赚钱，但其性质是赌博，必然会有吃大亏的时候。

要对经济的政策形势、公司的基本面以及技术面都进行较准确的分析，这些信息如何而来呢？高盛的一份研究报告对过去六次大的金融危机作比较分析，基本观点是危机过后的第一年股市往往大涨；而次年股市的波动区间则明显收窄，大体不超过 20%。《似火牛年》一书研究了 20 世纪美国股市十次股指涨幅超过 35% 的自然年度，结论是这十次牛市或强势的成因有两点是共同的：其一是上一个年度股市暴跌；其二是这个年度货币政策宽松，流动性充裕。以此来看中国股市，无出其右。我们都知道长期看决定 A 股市场走势的根本因素还是估值水平和基本面，问题是，作为一个普通的投资者，你如何才能获取和分析估值水平和基本面呢？什么是决定估值和基本面的因素，哪些数字能告诉你呢？为什么散户与每一次 A 股的大涨总是擦身而过，而与大跌总是不期而遇、无法逃遁呢？

其实，大跌股票估值高低源于大类资产的比价，往往有底线支撑。如果我们有足够的经历就会发现，考证美国 1973 年以后的五次周期兴衰可知，经济增长方式将决定企业利润和通胀变化，从而改变利率，作用于股票市场。因此，在利率没有发生极端变化的情况下，估值底线不会无限制降低。测算表明，A 股市场估值底线在 15 倍~16 倍，并不会因新制度而大幅降低。这一底线值是按国内大

引 言 身边的股市信号灯

类资产价格比较来确定的，考察现金资产、债券和股票资产的相对回报率，从历史经验看，这些回报率每次最接近的时候一般是股市的转折点，股息率接近现金回报是市场的底，债券收益超过市场回报率是股市的顶。

这也就解释了为什么 2010 年股市的回暖。2010 年 3 月底，A 股市场的回报率（1/PE）为 6.1%，相对 10 年期国债收益率 3.5% 的水平较有吸引力，按 30% 分红估算，股息率为 2%，接近现金回报率，因此，若利率或债券收益率不大幅变化，15~16 倍 PE 是估值底线。当然，这个回报率分析存在两个风险点：一是业绩大幅下降，带来估值被动提升。悲观情况下，2010 年业绩增速由 26% 下调至 22%；二是通胀快速上升、利率大幅提升，合理估值下降，如果利率上升到 4%~5%，估计估值水平需要下降到 12~14 倍之间，从当时 3 月 CPI 看，预期仍为 2.4%~2.5%，短期利率大幅调整的概率还是比较低，而大盘蓝筹在 A 股市场上主要是银行、石油石化、煤炭、钢铁、房地产、机械等板块，因此蓝筹行情的启动关键在于投资者对经济周期的预期变化，仅仅依靠市场制度的局部变化，难以改变基本面和政策预期。

事情本身是不合理的，但是出现这些不合理的事情、现象反而是合理的。国内的散户们“目送”财富尽入机构囊中如目送自己的财富葬身股市一般。

是谁导演这场戏，在这孤单角色里。不是所有的经验付出学费后就一定可以记住的。牛市往往比人们预料中结束得更早，熊市则往往超越想象以千姿百态的形式“纠结”着，泡沫往往比人们期待中的来势汹汹，时间更久，危害更大。

杰西·利弗莫尔（Jesse Livermore）在《股票作手回忆录》中曾



股投资信号灯

经不无轻松地说道：“在华尔街，没有什么事是新奇的，这是因为投机事业已像群山一样古老了。”在他的眼中，股票上涨前和下跌前一样，总倾向于表现出固定的模式。他的话不错，这样的例子数不胜数。

请记住：市场纵然不确定但并非不可预知。

请记住阿尔方斯·卡尔（Alphonse Karr）的名言：变的越多，不变的越多。

巴菲特有一句话，你要想多输钱就听内幕消息吧。

不变的信息如何而来？

数据、数据、还是数据，散户们和普通投资人或许会反驳道，我们不是专业的投资机构、我们没有庞大的研究团队、我们没有拥挤喧闹的交易大厅里飞驰来去的报单员、我们甚至连网速都不如他们快，我们只是一个人，我们不可能 24 小时地盯在报价器前，我们是普通人。于是，现实是：当我们观察研究了数以百计的股票价格行情资料，当我们殚精竭虑地研究着它们的精确性，比较股市行情的今日和往日，事实上，我们不过是在预见虚幻而且注定“错误”的股票价格罢了。我们放弃可靠情报，然后期待着股价朝着我们“一相情愿”的方向发展。我们已经开始给“赔钱”计时了。但是我们依然想和他们一样：赚钱，赢得胜利。怎么办？

股票市场上多头空头互相争斗，谁才是你判断的依据？谁能让你胜算在握？股市上今天发生的事过去也发生过，而且将来会再次发生。他们究竟为什么买这只股票，而不是那只；他们为什么总是在一个相对的位置买入心仪的股票，而我们总是在看似危机的面前落荒而逃，留下一个个财富的遗憾，总是在惶恐中错失千载难逢的机会，却在狂热中成为市场上最后一个接盘人。

引 言 身边的股市信号灯

如果市场真的是零和游戏，为什么我们总是输家？

一家上市公司股价的表现尽管会受到很多因素的“干扰”，但归根结底，质量是第一位的。只有赢利的公司才有最基本的投资价值，也只有赢利才是构成基本面分析框架的一个关键影响因素，因为股价表现往往随实际赢利增长或市场对未来赢利增长预期的变动而出现波动。正如同投资高盛的巴菲特的做法。

1988年，巴菲特开始以分股后每股大约合5美元的价格为伯克希尔购买可口可乐公司的股票，当时的华尔街都认为他疯了，花这么多钱购买一家已经暮气沉沉的软饮料公司。

然而，乘着一波国际增长的东风，这家公司的股票在接下来的10年里取得了令人瞠目结舌的增长，股价也随之飙升到90美元。

这显然需要的是眼光、勇气和独到的看法，更需要耐心的投资和细心的呵护。但最根本的是：巴菲特看中了可口可乐公司的赢利前景。

问题是：谁能告诉我企业赢利的前景呢？答案是：数字。行业的远景决定着我们的另一个选择。可是，谁又能告诉我，行业的大旗指向何方呢？看看我们的黄金十年走得如何。都说未来十年股票的投资主题是消费，可是消费股浩如烟海，我们如何寻找到呢？自嘲的是，在所有机构倡导消费概念的过去5年中，在“煤飞色舞”的市场里，消费股却一蹶不振，“开门绿”颠覆了过去投资消费股不择时、只择股的传统逻辑。虽然在2007年至2010年的四年间，消费行业持续跑赢大盘指数，尤其是医疗保健行业，在2010年万得（Wind）资讯医疗保健行业指数上涨30.66%，Wind资讯全A指数下跌8.94%，但2011年第一季度，形势迅速逆转，医疗保健、日常消费行业大幅跑输大盘指数。万得资讯医疗保健行业指数跌幅接近



A股投资信号灯

5%。为什么在经历四年的持续出色表现后，消费股变得如此疲软？对于消费类公司的成长性预期，市场从来是不缺乏的。但当市场“胃口”被这样的美好远景吊得很高的时候，投资者也必然要为消费类股票支付极其高昂的估值溢价。从绝对估值看，消费股的股息率、市盈率相对于股息率高的大盘蓝筹股已经“高处不胜寒”，2010年年底，日常消费行业指数市盈率水平高达50倍。从相对估值看，消费股相对于大盘的估值倍数，从2000年的历史均值的1~2倍区间已升至2010年年底的2.5倍，达到历史高位，即便是过去一个季度的反转行情，消费股相对大盘股的相对估值倍数仍然高达1.8倍。数字说话了，市场“战栗”了。脱离合理区间的高估值，使消费股承载了过大的业绩增长以及高成长预期的压力。在年报的大幕拉开之时，投资者才意识到，消费类公司的高成长在持续通胀下已大打折扣，许多消费类公司赢利远远不及预期，而与之相对的上游行业、银行业，业绩则远远超出市场的预期。市场的持续扩容，也对消费类公司股价形成持续压力。特别是中小板、创业板月度融资规模创下历史新高，而且不少公司都是消费类公司，对于投资者而言，原来在细分行业中，可选的公司甚少，而如今，则需左右权衡，优中选优。

消费股的投资有个奇怪现象：什么时候都贵，但什么时候都可以买。投资者相信一个逻辑：股价的变动等于估值的变动与赢利的变动之积。消费股的估值固然贵，但哪怕是估值趴在原地不动，消费股的高成长性带来的业绩持续增长，也可推动股价稳步上涨。

但如今，必须要承认，“自下而上”的选股固然重要，自上而下的择时同样重要，而估值水平则决定了消费类公司的投资风险。数字不说谎。

引言 身边的股市信号灯

俗话说得好，会买的是徒弟，会卖的才是师傅。即使你看准了趋势，但如果不会“下车”，同样无法赚钱。为什么？答案很简单：选时。谁让时机出现？还是数据。

选择股票不能贪便宜。有很多投资者在购买股票时会去选择价格较低的股票，这是一种错误的选择。购买股票时，一定要看很多信息，但对于股票增长至关重要的概念是什么呢？美国前财政部长、高盛前联席董事长罗伯特·鲁宾在回忆录中写道，他高度认同本杰明·格雷厄姆与戴维·多德在《证券分析》中阐述的股票价值投资方法，认为它是投资股票唯一明智的方法。鲁宾认为，投资者应当以与分析整个公司的经济价值相同的方式分析一只股票的经济价值。一只股票，不管是一家钢铁厂的还是高科技公司的，它的价值相当于将风险和其他基本因素如资产负债表中的隐性财产等都计算在内的这家公司现在预期收益的价值。

从长期来看，一只股票的价格反映着这种经济价值，尽管在一段时间内价格可能大大偏离其经济价值。投资者为了追求可预测的结果，常常看不到这种周期性的现实。如2000年和2001年时，投资者对信息公司和电信公司的投资遭遇了巨大损失，原因就是因为他们追随潮流，而不是根据对价值的评估作出判断。重要的不是价格的高低，而是准确地把握市场的脉搏。

在市场上涨过程中，通过积极挑选行业和股票，实现超越市场的业绩；在市场下跌过程中，控制好仓位，做好防御投资，尽量减少投资者的损失。最重要的是构筑自己的数据模型，把风险、仓位、时机牢牢控制住。

尽管很难有人能够做到自如地控制仓位、准确地把握行业轮动、精确地挑选股票，但只要能够在整体上做到符合市场趋势变化就是

股投资信号灯

不小的成功，在不同的市场环境中，无论你情绪如何波动，坚持理性的投资能让你的投资波动降低，同时也能安抚情绪，几乎可以算得上在感性和理性中找到了一处平衡。阿基米德说，给我一个支点，我能撬起地球。数据就是我们的支点。宏观—行业—个股—时机，改变我们的数据就在身边。

数字很给力。有人会说，我们无法像机构那样获得丰富的数据，其实，你错了。机构投资者最擅长的估值选股方法其实就是寻找价值低估的公司，但问题是机构投资者拥有庞大的分析师队伍，而普通投资者多为单兵作战，要长期跟踪数千家上市公司无疑是天方夜谭，而且也不可能熟悉所有行业。因此，普通投资者要放弃自己寻找公司的想法，从现有的公开信息中寻找——利用公开的研究报告；缩小选股的范围。选择自己熟悉或者有能力了解的行业。投资者根本不了解或者即使花费很多精力也难以了解的行业，最好避免；独立进行估值，并进行交叉验证。这是估值选股的关键。

不要轻信分析师的估值，一定要自己根据未来的业绩进行估值，而且尽可能降低风险；注重现金流分析。相对于利润，现金更为真实；自上而下与自下而上分析相结合。其实只有你是个有心人，这项工作几乎就像每天早上浏览新闻一样简单。

在任何周期中，总有赢家和输家。在废墟中和在金矿中我们都可以发现投资新机遇，就看你有没有能耐撬开数据的“铁齿铜牙”了。

在感性和理性的坐标系中，做出一点改变，也同样能撬起你的投资回报。一般大众心里的成功投资人形象，是很懂会计和统计数字的人。本书的工作就是让数据为普通投资人“张嘴说话”，我们力图勾勒出顶级金融机构背后的数据模型，把每一个孤立的数据串联

引 言 身边的股市信号灯

起来，让数字“活灵活现”地指导我们的投资，一句话：你和那些所谓顶尖的机构的差距就是因为你忽视数据，让我们把它变成历史吧。你同时将会惊奇地发现，这些数据都很容易得到。

现在，请与数据同行，分析数据是投资成功的捷径。

目录

CONTENTS

引言 身边的股市信号灯

第 1 章 实战指标 1

在中国炒股绝对要懂政治。中国政府不会坐视 GDP 不管的，看清中国 GDP 的走向就可以读懂投资的方向。

灯塔 1 看“势” 3

灯塔 2 知“势” 14

第 2 章 “入市”信号灯 27

你有投资冲动了？你想赚钱了？不必不好意思，恭喜你，听从了内心的召唤。无论是因为你有闲钱还是期待一夜暴富，投身资本市场的冲动已经让你比那些艳羡甚至妒忌财富的人离财富更进一步了。

接下来的问题，是在获利的可能和亏损的风险之间寻找平衡的最好办法，就是动手去做，可是，做之前总要做些功课吧？

信号灯 1 长线布局还是短线快跑？ 29

信号灯 2 宏观是松还是紧，市场是顶还是底？ 36

信号灯 3 市场数据打算告诉你的是喜还是忧？ 40



股投资信号灯

信号灯 4 企业赢利就在身边吗?	48
信号灯 5 整体市盈率与个股的价格,孰高孰低?	52

第 3 章 长明灯——公司质量 55

走在市场前面才能做赢家。

本书认为,如果想在市场中获得先机,就要从六个角度来审视自己的投资:

1. 增长。没增长,毋宁死。
2. 估值。看估值,这是你不输钱的前提。
3. 流动性。它告诉我们什么时候做什么样的事情。
4. 投资。寻找一些故事为你的股票“加分”。
5. 收益率。这是股票投资的“生命线”。
6. 经济景气与否。有时候,一颗小石头就可以让你澎湃。

股票不过是企业业绩的载体	57
三个信号灯的组合拳	63
忠告:学会独立思考,	78

第 4 章 估值的“夺宝奇兵” 89

以上似乎都是“外部特征”,那么股票的内在品质有哪些呢?

什么成就好股票呢?为什么用这个价格买卖这只股票?

无疑,是上市公司的质量,那么,股市里什么是提示我们投资公司质量的信号灯呢?

估值信号灯 1 市盈率、估值和股权回报率	91
估值信号灯 2 估值的新宠们	98

目 录

第 5 章 买入的信号灯

105

买什么股票，如何确定一只股票的价值，我们知道了，可是，何时买？何时卖？卖什么？为什么？什么时间？如何设定？

只告诉你买，而不告诉你如何卖，怎么卖，这无异于谋杀。

国内机构和它们有什么不同呢？

它们之间的争议如何呢？

什么时间买，什么时间卖，原来不仅仅是艺术，也是残酷的现实！

买入的“内外”信号 107

实战：赚钱是最好的证明 123

第 6 章 跌落前卖出

135

谁会成为股市的赢家，就看谁能先一步脱离市场。这是股市大赢家的智慧箴言。在正确的价位买入至关重要，任何投资获得的最终收益首先取决于买入价。在某种程度上说，人们可以认为是赚是赔由买入决定，但是，只有在卖的时候才能知道是赔是赚，卖出也是十分关键的环节。

卖出的红灯 1 看清牛熊要素 137

卖出的红灯 2 读懂正面消息的负面反应 145

卖出的红灯 3 该何时卖出股票 150

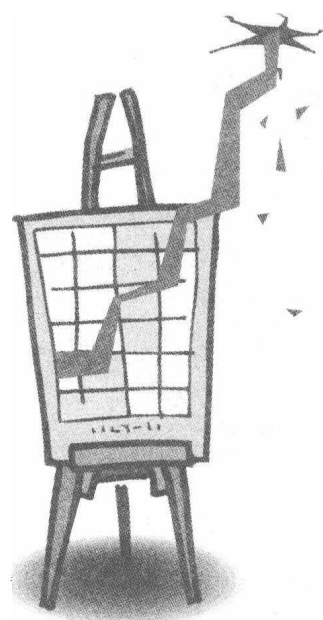
忠告：长期持有不是“不卖” 154

最后的总结 159

第 1 章

实战指标

在中国炒股绝对要懂政治。中国政府不会坐视 GDP 不管的，看清中国 GDP 的走向就可以读懂投资的方向。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

灯塔 1 看“势”

将偶然性最小化，赚踏实的钱，这是本书的最终目的。

股市就如波涛汹涌、变幻无常的大海，伴随着潮起潮落。股市的惊涛不及海洋频繁，但却更加惊险，更加反复无常，即使是最优秀的弄潮儿也必须谨慎地适时前进和后退，投资股市犹如在大海里游泳搏击，并非对每个人都合适，但如果你有属于自己的信号灯或者是救生圈的话，恐怕就可以放心大胆一些了，看灯行路，总比摸黑要好。

因而，建立起属于你自己的股票“筛选机”，和机构一样，以机构的思维进行散户的操作，赚取稳定的收益，如果运气好的话，或许还有超额，大部分散户在不具备信息和知识优势的时候，往往希望能跑赢大盘，往往希望胜于比他更强大的博弈的对手，交易就是个博弈的过程，如何与机构一样赚大钱，这才是每个股民真正梦寐以求的事情。

只是，一个外行人进入股市，多是为了迅速轻松获利，取得高额回报或者想找到一个避风港，一般来说，在他们投资时会忽视很多其实是非常重要的东西，通常他们也无法辨别获利来自机遇还是



股投资信号灯

自己的能力。他们经常是在卖出而不是根据自己的判断买入。

菲舍尔（Philip Fisher）说：保守的投资者睡得安稳。什么是保守的投资者呢，保守投资者当然不是持有 100% 现金的人，也不可能持有 100% 股票，而是那些能够读懂“市场先生”的人。

股票投资一个非常重要的因素就是勇气和耐心，这个不是老生常谈，而是血泪史的印记，在别人卖出的时候有勇气买入；在股票一跌再跌的过程中买入并且坚定持有，在经济不景气的年景里发现依旧业绩飙升的股票，在谷底买入心仪的股票，在高峰卖出“在赢得位置待得太久”的股票，这些都是我们渴求的。

问题是，谁能告诉你何时该做什么呢？你无法知道何谓谷底，你无法预知何时登顶，你可能会被业绩“蒙蔽”，你或许醉心股价而依依不舍。如此，哪些指标和我们的投资息息相关呢？谁是通往财富自由大道上的指路灯，一个个信号灯究竟将我们带到何方？任何人如果想买到赚钱的股票，都会碰到这个问题：数那么多种行业中，数千只股票，每一个都有赚钱的可能，也就是说每一只股票都有可能值得花很大的工夫去分析，对于越来越多的上市股票，即使您精力旺盛，即使只研究其中一部分，也没人有那么多时间。

如何选出其中一只或者很少的股票？巴菲特曾经如此评价一位他尊重的投资大师：“他从来不运用或接触有用的资讯。在华尔街几乎没有人认识他，所以没有人提供他有关投资的理念。他只参考手册上的数字，并要求企业寄年报给他，情况便是如此。当华特介绍我们认识时，他曾经描述‘他从来没有忘记自己是在管理别人的资金，这进一步强化了他对于风险的厌恶。’他有高尚的品格，并以务实的态度自持。对他来说，金钱是真实的，股票也是真实的——并从此而接受了‘安全边际’的原则。华特的投资组合极为分散，目前拥有的股票远超过 100 只。他了解如何选股，将价格远低于其价

第1章 实战指标

值的出售给私人投资者。这便是他所做的一切。他不担心目前是不是一月份，不在乎今天是不是星期一，也不关心今年是不是大选年。他的想法非常单纯，如果某家公司值一美元，若我能够以 40 美分买进，我迟早会获利。他便是如此不断地行动：他所持有的股票种类远比我的多，而且比我更不关心企业的本质；我对华特似乎没有太大的影响力。这是他的长处之一，没有人能够对他产生足够的影响力。”

所有资产的价格均受到经济成长情况的左右。当投资人深入研究经济状况后，通常可以判断出，哪些资产最具上涨潜力，而哪些资产却有下跌的风险。

伴随着这些资产的价格变动，投资人需调整策略。如何在合适的时候买入，适当的时候卖出，数字会透露给我们秘密，它们如同股市里的信号灯，红灯、绿灯告诉我们应该走向何方。

现在，我们可以从宏观经济—货币政策—公司基本面（图 1-1）方面来认识一下它们，本章的工作是为下面的章节打基础，了解这些“朋友”后，我们才可以施展“组合拳”，在股市中“如鱼得水”。

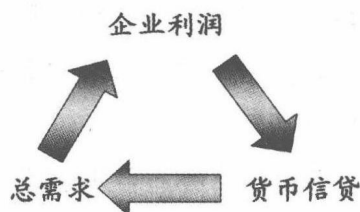


图 1-1 宏观经济—货币政策—公司基本面

我们总是会说，炒股要学会三个法宝：看势、择时、选股。其实简单地讲就是看透宏观经济，知道市场的机会在哪里；读懂行业脉络和股市起伏的规律，寻找合适的时间进入和退出；在茫茫股市



和上市公司无穷无尽的各种真真假假的信息中筛选出值得投资的股票。

传统意义上的经济指标是指反映经济活动结果的一系列数据和比例关系。

经济指标有三类：一是先行指标，主要包括货币供应量、股票价格指数等，这类指标可以对将来的经济状况提供预示性的信息。从实践来看，运用先行指标可以对国民经济的高峰和低谷进行计算和预测。二是同步指标，主要包括失业率、国民生产总值等，这类指标反映的是国民经济正在发生的情况，并不预示将来的变动。三是滞后指标，主要包括银行短期商业贷款利率、工商业未还贷款等。

此外，在进行宏观经济分析时经常使用国内生产总值、国民生产总值、国民收入、个人收入、个人可支配收入等五个有密切联系的主要综合指标来反映和分析国民经济的主要状况，如经济发展水平及其增长状况、国内生产总值和国民收入在部门与行业间的分配情况等。

问题是，这些指标对于我们投资股市虽有利，但却过于冗杂，对于投资者而言，用最少的精力投入，用最稳妥的投资方式获得最稳定的收益才是当务之急，全部了解和分清楚这些指标之间的关系对于投资的意义既非必须更无意义。

如何看势、择时、选股呢？哪些数据和它们息息相关又不断透出玄机呢？其实，对于一般的投资人而言，了解以下几个就足够了。

看势，就是看宏观。常言说得好，股市是经济的晴雨表，一般会提前预报经济状况，所以，要把握先机才可以赢得先手。在股票市场上，每种股票价格的涨跌，都与整个证券市场行情密切相关。如果一般市场看涨，大部分股票的价格也会随之上涨；反之，如果整个市场看跌，大部分股票的价格也会随之下跌。

第1章 实战指标

问题是谁决定着股市的大环境？按照一般人的看法，股票投资者一定会有赚有赔，不错，市场是一个零和游戏，有买有卖，但买卖也许都有道理，胜败各一半。每一个卖出股票的人一定是认为时机到了，要不是因为赚得多了，要不是因为赔的不得了了，所以卖。但卖的人不知道想过否，你每卖出一股的时候，谁在买？买的人，为什么会买？买的人，一定相信这个股票应该还能挣钱，这个和卖的人不同，卖的人或许是割肉，或许是落袋为安，但买的人一定是希望这只股票可以涨上去，应该可以带来比较客观甚至是“贪婪”的回报。

市场涨的疯狂的时候有买有卖，市场大跌的时候有买有卖，所以买和卖的两个人中，交易达成的前提就是对市场趋势判断的迥然的观点。

如果都认为涨，卖的人肯定不会卖。如果都认为跌，买的人岂不是冤大头。但事后肯定也只有一个人是对的。

问题是，交易过程中，每个人都觉得自己是对的。其实，对的可能性只有一半。

这就意味着，在股票市场上，如果处于知识和信息方面的劣势，你对的可能性就会小于一半。如果大家拥有相同水平的信息和知识，那你对的可能性是一半。如果你不具备足够的知识、信息、能力和理性，往往可能导致你错误的交易、财富缩水。

宏观的形势我们把它看做是股市的长明灯，无它，股市一片漆黑。这可不是说咱们中国是政策市，各国也大都如此。

宏观形势对于炒股至关重要。中国证券投资者保护基金有限责任公司的“2010年中国证券投资者综合调查”结果显示：2010年51.51%的投资者实现赢利，投资者入市时间与2010年赢利状况并没有明显关联性；从中长期来看，入市以来赢利的投资者占到调查



A股投资信号灯

总数的 66.08%，其中，2001 年～2005 年入市的投资者赢利的比例最高，占该类投资者的比例高达 74.03%。上述结果说明在宽幅震荡的 2010 年，投资者入市时间与赢利状况并没有明显相关性，但并不是说投资经验不重要，从中长期投资来看，恰恰相反，投资者经验与赢利情况存在一定的正相关关系。

在 2000 年的牛市行情里，61.97%的投资者赢利，只有 20.66%的投资者出现亏损，其余的持平；而在 2001 年的股市调整中，赢利的投资者只有 10.78%，73.09%的投资者亏损。

据新浪网调查，在 2005 年的熊市里，82.97%的投资者出现亏损，6.34%的投资者持平，真正赢利的只有 10.69%。而在 2006 年的大牛市里，赢利的高达 70%，亏损的只有 10%，其余的持平。

2008 年的京沪穗三地股民的调查显示，京沪穗三地近四成（39.2%）的股民在 2008 年的股市中损失很大，本金损失已经超过 30%；其中广州受访股民损失最大，损失人数比例达到 43.0%。三地 27.7%的股民整体损失不大，本金损失在 30%以内，这类股民依然是在广州所占比例最高，达到 36.0%。不赔不赚，基本做到了保本的受访股民也有 28.7%，此类股民在北京所占比例最高，达到 45.7%。在 2008 年股市中有所收益的受访股民只有 4.4%，此类股民在上海所占比例最高，但是也只有 8.8%。

总体来说，在 2008 年的股市中，京沪穗三地受访股民赔多于赚，2/3 的股民有不同程度的损失，其中以广州受访股民的损失最大，不赔不赚的接近三成，而有所赚的股民则很少。

“2009 年度投资者收益情况网上有奖调查”显示，61.6%的被调查者在 2009 年赚到了钱，其中 6.7%的投资者获得了 100%以上的丰厚赢利。此外，14.9%的被调查者不赔不赚，23.5%的被调查者处于亏损状态。

第1章 实战指标

为什么呢？下面我们会说明。由此说明，许多股民赔钱，赔就赔在看错大势上，市场已经发出了转弱的信号却还在盲目买进，市场转强了却又无动于衷。

GDP、CPI、PPI、PMI，这些耳熟能详的宏观词汇，你真的知道它是什么吗？

GDP 是最重要的，它告诉你中国经济怎么样了，政府在做什
么。把握 GDP 的主线就可以看透经济的脉络，“望、闻、问、切”
是中医的基本功，如何读懂 GDP 恐怕就是这最重要的第一步“望”。

GDP，一望便知，它是指一个国家（或地区）在一定时期内所
生产的全部最终产品和服务的价值总和，反映一个国家（或地区）
的经济总体规模和经济结构。GDP 不下来，中国股市就不可能“疲
软”。如开篇的故事所言，读出 GDP 的诉求的外资投行赚的盆满钵
盈。再比方大家都说未来中国股市的十年主线将是“消费主题”，为
什么呢？因为中国是世界第三大经济体，但私人消费支出目前仅占
GDP 的 40% 不到，而其他较大的经济体的消费支出大多占 GDP 的
60% 左右甚至更多。中国消费不足的主要原因归结于居民有限的收
入，中国有待完善的社会保障体系，要靠储蓄支付的居高不下的养老
医疗，购房，教育等费用，以及因此形成的谨慎的消费态度。

美国个人消费支出占 GDP 近 70%，是美国经济增长的主要动
力。最近一个振奋人心的消息是，国际货币基金组织（IMF）在最
新报告中做出了一个惊人预测：中国将取代美国成为世界最大经济
体，时间为 2016 年。这一速度快过人们先前的预想，此前，多数分
析师认为美国让出最大经济体地位将在数十年后。根据这份报告推
算结果，中国经济总量将于 2016 年从现在的 11.2 万亿美元上升至
19 万亿美元，占世界经济总量的 18%。美国经济总量将从现在的
15.2 万亿美元增至 18.8 万亿美元，占世界经济的份额滑落



A股投资信号灯

至 17.7%。

不过，当下的情况是，我们的人均 GDP 不到美国的 1/10。寻找政策的投资风向就是当务之急，“十二五”规划纲要提出，加快培育和发展战略性新兴产业，重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。在新一轮经济增长中，这些行业作为引导未来经济社会发展的重要力量，投资价值将凸显。股市投资必须看懂 GDP 的变幻，GDP 指哪里，股市的财富就体现在哪里，政策变化对经济发展至关重要，也是影响股市的一个重要因素。

拿上海股市来说，1991 年 6 月前疲跌不振，持股人眼看自己手中的股票价值不但没有增加，反而跌进票面以下，对股市毫无兴趣，泄气之至；拥有资金者面对行情持续处于跌势，也不愿贸然进场，造成进出均少，尽管上市股票不过区区几千万元，仍是供过于求。7 月以后，在外地投资者的影响下，加之浦东开发等重大项目的兴奋作用，上海股市大振，大众心理起了根本变化，几千万元股票变得大大供不应求。对这样畸冷畸热的股市，可以说在绝大多数人意料之外，因为其中有许多无法预测的偶然因素。换言之，投资者若在 6 月投资股市，尽管价格很低，却会碰到许多难以意料的风险，正因为风险大，获利机会也高。6 月投资的人，到 10 月，股价就翻了两番。显然无论是国家未来的发展战略，还是宏观调控的重点，都会对一些行业和上市公司产生重要影响，投资者应重点关注。问题是，GDP 用什么方式告诉我们呢？股市上当然会有很多的机会，在哪里呢？谁和 GDP 走的最近，谁的机会就越大。

CPI 告诉你的是，老百姓买东西贵了还是便宜了！还有一个功能就是告诉你：你的投资的胜负如何。跑赢 CPI 就是跑赢了通货膨胀，就是投资赚钱了，这是最基本的。

第1章 实战指标

现在，这三个字母基本上可以说是地位“显赫”。几乎每一个月，CPI 出来前后，股市总是草木皆兵，勇敢者提前布局，胆怯者先行告退，谨慎者减持等待，各色表现导致市场往往是混沌一片，CPI 何以有这么大的魔力呢？

CPI 在我国通常被称为“居民消费价格指数”。CPI 的定义决定了其所包含的统计内容，那就是居民日常消费的全部商品和服务项目。CPI 其实已经成为现阶段市场波动的风向标。正是因为 CPI 影响市场的深层次逻辑不容小视，所以历史上每次 CPI 成为市场阶段性风向标时，无论经济运行周期如何，市场估值吸引力如何，趋势性上涨都难以出现，核心在于预期之变。

在我国，从历史经验来看，CPI 按照超过 3% 作为通胀压力的基准线，换句话说，过了这个线就有加息的可能，CPI 增长过快时，表示经济通胀压力较重，央行加息或者提高存款准备金率的可能性增加，这样对市场的资金会有收缩效应。通货膨胀率的变动将引发商业及金融循环中许多重要的连续反应。

因为通货膨胀升高将使消费者的购买力降低，通货膨胀率越高，人们的购买力就越低。而购买力降低的结果，将促使消费者立即减少高单价产品的消费，若情况仍不见改善，人们便开始减少消费。而消费的降低将导致订单减少，进一步导致经济活动的趋缓。通常当通货膨胀率走高，伴随而来的必是利率的上升，且导致贷款成本增加。而贷款成本的增加，则进一步导致消费者支出减少，以及企业投资意愿的降低。

更为可怕的是资金紧缩时股市就会下跌，加息总体上来说对股市是利空，股市的波动性表明，中国股市的风险远大于整体经济的风险。为了奖励投资者投资股市，就需要在经济增长水平的基础上另加一个合理的风险溢价，保守的投资者会发现，投资股市的回报



A股投资信号灯

可能高达 20% 以上或更高，然而，却可能承受不了相应的投资风险。股票却是一种保值手段，因为它是拥有企业资产的象征，物价上涨时企业资产也会随之增值，因此，物价上涨也常常引起股价上涨。

另一方面，物价上涨，特别是煤、电、油的价格上涨，使企业成本增加，这时投资股票也不免会有风险。不过总的来说，物价上涨，债券价格下跌，股市则会兴旺。

目前，由于看好中国经济增长的潜力和人民币升值的前景，海外资本大量流入，国内流动性充裕助推了资产市场的空前繁荣。货币收入逐渐宽裕起来的人们发现，如果在这一轮的通货膨胀和资产牛市中踏空，就可能面临资产相对缩水、生活水平相对下降的危险。结果是，个人投资者大幅度下调对风险溢价的要求，义无反顾地投入到资产市场博弈中去，通过承担过量的风险来谋求个人资产的保值和增值，跑赢 CPI。

其实，跑赢 CPI 就是跑赢了通货膨胀，就是投资赚钱了。查尔斯·艾利丝（Charles Ellis）在《赢得输家的游戏》（*Winning the Loser's Game*）中谈到了几个发人深省的数字。比如，道琼斯指数在 1968 年和 1982 年均为 1 000 点；在 1964 年年底和 1981 年年底均为 875 点。也就是说，在那漫长的 17 年里，虽然企业利润大增，但股票的大市毫无进展。原因是由于通货膨胀，利率从 4% 涨到了 15%。这使得市盈率大幅收窄。投资品种的稀缺在一定程度上是投资理性迷失、逼投资者为投机者的根源所在，从而推高资产价格的泡沫，资本市场大幅震荡的风险也在不断提高。结果是，资本市场的财富效应不但起不到刺激消费的作用，很可能起到相反的效果。

PPI 是工业品出厂价格指数，它告诉你的是企业在做什么，产品卖出去了吗，卖了多少钱。PPI 是和 CPI 对应的。根据价格传导规律，PPI 对 CPI 有一定的影响，PPI 反映生产环节的价格水平，

第1章 实战指标

CPI反映消费环节的价格水平。整体价格水平的波动一般首先出现在生产领域，然后通过产业链向下游产业扩散，最后波及消费品。

产业链可以分为两条：一条是以工业品为原材料的产业，存在原材料→生产资料→生活资料的传导。另一条是以农产品为原料的产业，存在农业生产资料→农产品→食品的传导。

在中国，就以上两个传导路径来看，目前第二条，即农产品向食品的传导较为充分，2006年以来粮价上涨是拉动CPI上涨的主要因素。但第一条，即工业品向CPI的传导基本是失效的。

PPI通常是观察通货膨胀水平的重要指标。由于食品价格随着季节变化而变化，而能源价格也经常出现意外波动，为了能更清晰地反映出整体商品的价格变化情况，一般将食品和能源价格的变化剔除，从而形成“核心生产者物价指数”，进一步观察通货膨胀率变化趋势。

真正的经济学家注重PPI，对PPI的计算主要着眼于工业、矿业、原料，半成品的价格，目前也增加了服务业，不过比重较小。PPI能够反映生产者所获得原材料价格的波动情况，然后推算预期CPI，从而估计通胀风险。

总之，PPI上升不是好事，如果生产者转移成本，终端消费品价格上扬，通胀就要上涨。如果不转移，企业利润下降，经济就有下行风险。



灯塔 2 知“势”

作为投资者，我们自不必像经济学家那样面面俱到，分析缜密，很多情况下，几个重要的指标就可以改变我们的投资行为，这当中，与货币政策相关的指标不可小觑。

给大家一个概念：从 1997 年以来中国 GDP（名义）增长率与 M2 增长率的比较来看，在过去 14 年间，中国的广义货币（M2）数量以平均 17.5% 的增长率在增加，最高为 2009 年的 29.4%，最低为 2000 年的 12.3%；而且在绝大多数时间里货币数量增长率都高于 GDP 增长率。

美国在过去的 20 年间，只有在总共 7 年的时间里 M2 增长率高于 GDP 增长率，而这 7 年时间都处于经济危机期间，比如 1998 年的亚洲金融危机，2001 年的网络泡沫破灭，2007 年的次贷危机，最高时也只有 10% 多一点（2001 年 10.6%，以及 2008 年 10.4%）。

除此之外，美国的 M2 增长率都比较平稳，且比较低，在大部分年份里都低于 6%，1994 年时甚至接近 0。过去 20 年美国 M2 的平均增长速度为 4.9%，远低于中国的 17.5%。可以得出这样一个简单的结论：宽松的货币政策在美国属于非常措施，只有在极端情

第1章 实战指标

况下才能使用，比如金融和经济危机期间，而在中国，宽松的货币政策则属于常规措施。和美国相比，中国的经济增长在很大程度上是货币推动的结果。由此带来很多问题，比如中国经济的真实产出和通货膨胀。

对股民来说更为实际的意义是：如果你不能读懂中国的货币政策和金融政策，你就是在股市里“盲人摸象”。一个微小的货币政策调整对股市来说都是地震一般的刺激。还有一个重要的指标是存款准备金，什么是存款准备金呢？它和股市看似遥隔千里，为何息息相关？这就是货币政策的力量，那么，货币信贷一共有哪些重要指标是我们接下来要“组合”的呢？

利率、M1、M2、准备金……这些都是股市的亲密伙伴。

在中国，每一次政府调高或调低利率都会引起股市的极大变化，根据一些学者的实证调查，利率调整对中国股市产生的长短期效应不同。短期里，股票价格与利率呈明显的负相关关系，即利率上调股价将下跌，反之亦然。从长期来看，股票价格与基准利率之间存在共同的长期趋势。可以说，提前读出利率的走势就可以在股市获得先手和财富。利率是计算利息额的依据，是调解经济发展的重要杠杆，其高低对资金借出者来说，意味着收益的多少，对资金使用来说，则意味着成本的高低。

利率和经济、股市的关系我们可以先简单概括为：当货币供给持续长时间“宽松”之后，经济转强且资金需求升高，利率上升的压力增大，此时，投资人对股市的展望应转趋保守，当利率上升，资金需求将逐渐降低，促使货币供给成长率趋缓，股市表现通常并不好。

格雷厄姆比较形象地说明了股市短期和长期变动的规律：“股市短期是投票机，长期是个称重器。”

资金的推动对中国股市中短期内变化的影响尤为显著。不能读



出货币政策的玄机，即使再好的股票在手，你也可能会在不恰当的时间做错事。货币当局为实现一定的宏观经济目标会采取各种控制和调节货币供应量或信用的方针、政策和措施，包括宏观经济目标、政策工具、操作目标、中介目标及货币政策操作技巧等内容。

狭义货币就是 $M1$ ，它是指流通中的现金与商业银行活期存款的总和。构成狭义货币的现金，是法定通货的存在形式；商业银行的活期存款，存款人随时可签发支票进行转让或者流通，具有支付手段和流通手段两种职能，是狭义货币中的存款通货。狭义货币一般用字母 $M1$ 来表示。

广义货币 ($M2$) 就是狭义货币 ($M1$) 加商业银行定期存款的总和。由于各种定期存款一般可以被提前支取并转化为现实购买力，把它算作货币，可以更全面地反映货币流通状况，便于分析和控制市场金融活动。之所以说它们重要，是因为考察几年来的几次股市大的转折点，往往会发生流动性膨胀指标与股指背离的现象，并且还可能伴随着流动性膨胀指标达到几年甚至是十几年的高点或低点。其实， $M1$ 同比增幅与股市涨跌有比较明显的联系。

正常情况下， $M1$ 和 $M2$ 会以非常接近的同比增速一同增长，金融机构各项存款、企业存款、储蓄存款也会按月环比正增长，一旦出现异常变动，就可能预示了股市涨跌方向的逆转。而最近两次股市大顶出现时，都伴随着金融机构存款余额的环比负增长的现象，这是流入股市的资金接近极限的信号之一。中国的股市是政策市，也就是资金市，了解资金的走势就知道股市的路径了。

2010 年 12 月中央经济工作会议和 2011 年政府工作报告提出“保持合理的社会融资规模”，社会融资规模成为宏观监测的重要指标之一，简单来说就是股市里面可以有多少钱，有多少钱可能会来。社会融资规模是指一定时期内（每月、每季或每年）实体经济（即

第1章 实战指标

企业和个人)从金融体系获得的全部资金总额。

这里的金融体系是指整体金融。从机构看,包括银行、证券、保险等金融机构;从市场看,包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。社会融资规模主要由三个部分构成:一是金融机构通过资金运用对实体经济提供的全部资金支持,主要包括人民币各项贷款、外币各项贷款、信托贷款、委托贷款、金融机构持有的企业债券及非金融企业股票、保险公司的赔偿和投资性房地产等。二是实体经济利用规范的金融工具、在正规金融市场、通过金融机构信用或服务所获得的直接融资,主要包括银行承兑汇票、非金融企业境内股票筹资及企业债的净发行等。三是其他融资,主要包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业基金投资等。具体到统计指标上,目前社会融资规模包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、企业债券、非金融企业境内股票融资和其他金融工具融资八项指标。随着我国金融市场发展和金融创新深化,实体经济还会增加新的融资渠道,如私募股权基金、对冲基金等。未来条件成熟时,可将其计入社会融资规模。这些和股市都有千丝万缕的联系。

传统的金融与经济的关系,一般是指银行体系与实体经济的关系。较长时期以来,我国宏观调控重点监测和分析的指标是 M2 和新增人民币贷款。在某些年份,新增人民币贷款甚至比 M2 受到更多关注。

近年来,随着我国金融市场快速发展,金融与经济的关系发生较大变化。金融市场和产品不断创新,金融结构多元发展,证券、保险类机构对实体经济资金支持加大。对实体经济运行产生重大影响的金融变量不仅包括传统意义上的货币与信贷,也包括信托、债券、股票等其他金融资产。

股投资信号灯

2010 年全年新增人民币贷款 7.95 万亿元，同比少增 1.65 万亿元，但是实体经济通过银行承兑汇票和委托贷款从金融体系新增融资达 3.47 万亿元，占社会融资规模的 24.2%，同比多增 2.33 万亿元。宏观监测迫切需要一个更为合适的、能够全面反映金融与经济关系的中间指标，即社会融资规模。只有将除贷款外的其他融资，即金融机构表外融资业务如银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款等，以及直接融资都纳入统计范畴，才能完整、全面地监测和分析整体社会融资状况，也才能从根本上避免因过度关注贷款规模而形成的“按下葫芦浮起瓢”的现象。

准备金是水晶球，预告着政策的走势。先来看个例子，中国人民银行决定，从 2011 年 4 月 21 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。此为央行 2011 年年内第四次上调存款准备金率。2011 年以来，央行几乎以每月一次的频率，在过去一季度里先后三次上调存款准备金率。同时，这也是央行自 2010 年以来对准备金率的第十次上调。此次上调之后，大中型金融机构存款准备金率达到 20.5% 的历史高点。此举意在进一步收缩银行体系的宽裕流动性。上调 0.5 个百分点后，可一次性冻结银行资金 3 600 多亿元。众所周知，资金与股市是互相影响的，资金可推动股市上涨，股市上涨也可吸引资金，因此流动性膨胀指标有可能在股市见顶后继续创新高。央行此举让股市长出了一口气，尽管此前的股市徐徐下跌，跌得人们心如刀割。众所周知，在 2011 年 3 月 CPI 创 32 个月新高的数据发布后，央行随即出台该政策体现了央行应对通胀反应迅速，也符合市场普遍预期。此举主要是为了回收银行体系过剩的流动性资金，以更有效地控制通胀。央行为什么要这么做呢？股市为什么如此反应呢？表 1-1 是 2007 年以来央行调整存款准备金率后 A 股市场首日表现。

第1章 实战指标

表 1-1 2007 年以来央行调整存款准备金率后 A 股市场首日表现

公布日	大型金融机构			中小金融机构			股市
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	沪指
2011 年 04 月 17 日	20%	20.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%	0.22%
2011 年 03 月 18 日	19.50%	20.00%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%	0.08%
2011 年 02 月 18 日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%	1.12%
2011 年 01 月 14 日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%	-3.03%
2010 年 12 月 20 日	18.00%	18.50%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%	1.41%
2010 年 11 月 19 日	17.50%	18.00%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%	0.81%
2010 年 11 月 10 日	17.00%	17.50%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%	1.04%
2010 年 05 月 02 日	16.50%	17.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-1.23%
2010 年 02 月 12 日	16.00%	16.50%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-0.49%
2010 年 01 月 12 日	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%	-3.09%
2008 年 12 月 22 日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%	-4.55%
2008 年 11 月 26 日	17.00%	16.00%	-1.00%	16.00%	14.00%	-2.00%	-2.44%
2008 年 10 月 08 日	17.50%	17.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%	-0.84%



(续)

公布日	大型金融机构			中小金融机构			股市
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	沪指
2008年09月15日	17.50%	17.50%	0.00%	17.50%	16.50%	-1.00%	-4.47%
2008年06月07日	16.50%	17.50%	1.00%	16.50%	17.50%	1.00%	-7.73%
2008年05月12日	16.00%	16.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%	-1.84%
2008年04月16日	15.50%	16.00%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%	-2.09%
2008年03月18日	15.00%	15.50%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%	2.53%
2008年01月16日	14.50%	15.00%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%	-2.63%
2007年12月08日	13.50%	14.50%	1.00%	13.50%	14.50%	1.00%	1.38%
2007年11月10日	13.00%	13.50%	0.50%	13.00%	13.50%	0.50%	-2.40%
2007年10月13日	12.50%	13.00%	0.50%	12.50%	13.00%	0.50%	2.15%
2007年09月06日	12.00%	12.50%	0.50%	12.00%	12.50%	0.50%	-2.16%
2007年07月30日	11.50%	12.00%	0.50%	11.50%	12.00%	0.50%	0.68%
2007年05月18日	11.00%	11.50%	0.50%	11.00%	11.50%	0.50%	1.04%
2007年04月29日	10.50%	11.00%	0.50%	10.50%	11.00%	0.50%	2.16%

第1章 实战指标

(续)

公布日	大型金融机构			中小金融机构			股市
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度	沪指
2007年04月05日	10.00%	10.50%	0.50%	10.00%	10.50%	0.50%	0.13%
2007年02月16日	9.50%	10.00%	0.50%	9.50%	10.00%	0.50%	1.41%
2007年01月05日	9.00%	9.50%	0.50%	9.00%	9.50%	0.50%	2.49%

存款准备金对股市有什么影响呢？存款准备金是商业银行为应付客户提取存款而设置的准备金。它由两部分组成：一部分是库存现金；另一部分是法定准备，即根据银行法，商业银行将其存款按中央银行规定的比率转存中央银行的部分。商业银行或存款机构在货币当局规定必须缴纳的法定准备金之外保留的一部分准备金称为超额准备金。商业银行保留超额准备金主要是解决意外的大额提现、结清存款或用于更好的投资机会。超额准备金的变动将影响到货币乘数大小。在基础货币供应量不变的情况下，它制约着银行体系创造货币的能力。如何通过央行的调整节奏看出股市的端倪是我们详细要讲的内容。仔细看看表 1-2，它涵盖了所有重要的宏观经济指标。

表 1-2 重要的宏观经济指标

实体经济	宏观数据
1	国内生产总值 (GDP)
2	工业增加值 (VAI)
3	工业企业利润



(续)

4	采购经理人指数 (PMI)
5	固定资产投资 (FAI)
	第一产业
	第一产业同比
	第二产业
	第二产业同比
	第三产业
	第三产业同比
	施工项目计划总投资
6	新开工项目计划总投资
	中央项目占固定资产比例
	地方项目占固定资产比例
	资金来源
6	社会消费品零售总额
7	居民收入支出
	城镇居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量
	农村居民家庭平均每百户年底耐用消费品拥有量
8	居民消费价格指数 (CPI)
	食品
	烟酒及用品
	衣着
	家庭设备用品及维修服务

第1章 实战指标

(续)

8	医疗保健及个人用品
	交通和通信
	娱乐教育文化用品及服务
	居住
	城市和农村 CPI
	消费品、服务类、非食品
	翘尾因素
	新增因素
9	工业品出厂价格指数 (PPI)
	工业品出厂价格指数
	生产资料
	生活资料
	分品种
10	商品零售价格指数 (RPI)
11	原材料、燃料、动力购进价格指数
12	固定资产投资价格指数
13	城镇单位从业人员劳动报酬情况
14	人口
15	城镇登记失业率
货币数据	宏观数据
18	货币供应量



(续)

19	贷款余额
20	人民币存款余额
21	新增人民币贷款
22	外汇占款
23	外汇储备
24	中国货币乘数
25	基础货币
	基础货币增量构成
26	利率
27	汇率
28	公开市场操作
29	法定存款准备金率
30	超额存款准备金率
财政数据	宏观数据
31	财政收入
32	财政支出
33	财政盈余
国际收支数据	宏观数据
	出口
	出口分产品大类
	出口分产品细项
34	重点商品量值
	一般贸易及加工贸易
	出口分国家
	出口单位价格指数

第1章 实战指标

(续)

35	进口
	重点商品量值
	一般贸易及加工贸易
	进口分国家
	进口单位价格指数
36	贸易盈余
37	外商直接投资 (FDI)
38	国际收支平衡表 (BoP)
其他	宏观数据
39	大宗商品价格指数
	CRM 商品价格指数
	AIG 商品价格指数
	GS 商品价格指数
	WTI 原油指数
	LME 期铜价格指数
	LME 期铝价格指数
	波罗的海干散货指数
40	政策概览
	货币政策执行报告
	货币政策委员会例会
	中央经济工作会议
	两会
41	城镇居民信心指数
42	全国银行家问卷调查报告
43	居民购房意愿调查

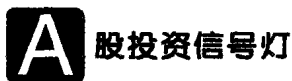


表 1-3 列出了主要宏观经济数据的发布时间。

表 1-3 主要宏观经济数据的发布时间

重要宏观经济指标	频率	资料来源	公布时间
季度数据发布会	季	国统局	季后 15 日左右
国内生产总值 (GDP)	季	国统局	季后 15 日左右
工业企业利润	季	国统局	3、6、9、12 月末
工业增加值	月	国统局	月后 11 日左右
固定资产投资	月	国统局	月后 11 日左右
社会消费品零售总额	月	国统局	月后 11 日左右
消费者价格指数 (CPI)	月	国统局	月后 11 日左右
工业品出厂价格指数 (PPI)	月	国统局	月后 11 日左右
出口和进口	月	海关总署	月后 10 日前
国外直接投资	月	商务部	月后 15 日前
货币信贷数据	月	人民银行	月后 15 日左右
PMI	月	中国物流与采购联合会	每月 1 日

第2章

“入市”信号灯

你有投资冲动了？你想赚钱了？不必不好意思，恭喜你，听从了内心的召唤。无论是因为你有闲钱还是期待一夜暴富，投身资本市场的冲动已经让你比那些艳羡甚至妒忌财富的人离财富更进一步了。

接下来的问题，是在获利的可能和亏损的风险之间寻找平衡的最好办法，就是动手去做，可是，做之前总要做些功课吧？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

第 2 章 “入市”信号灯

信号灯 1 长线布局还是短线快跑？

这个信号灯说白了就是，你想好了吗？如果回答是，请问你知道自己身在何方吗？

靠自己还是靠机构？

在中国，投资究竟要靠机构还是靠自己一直是一个争议的话题，对于一般的投资者来说，这个问题无非就是自己去管理钱还是交给合适的机构。

但看看下面的数字或许您有话要说：2010 年的基金年报数据显示，基金在 2009 年总共才赚了 51 亿元，但管理费却收了 302 亿元，不但 6 倍于前者，还比上一年多收了 17 亿元。对于公众的质疑，基金公司给的说法是，管理费的上升是由于渠道费用的增加。可是，渠道费用主要包括三项：给券商的交易佣金、给银行的托管费和客户维护费，俗称尾随佣金。托管费是基民单独支付的，并不在管理费之列。而对比 2009 年和 2010 年的数据，券商佣金和尾随佣金两项基本持平，仅增加 1 亿元。所以，管理费上升的最大受益者仍然是基金公司本身。

更可悲的是，2011 年前 4 个月，收了这么多钱的基金公司给您

A 股投资信号灯

的成绩，是 251 只股票型基金仅有 9 只跑赢沪深 300 指数，5 只跑赢上证综指。期间，上证指数涨了 3.6%，沪深 300 指数涨了 2.0%。基金亏钱，赔的是您的钱，基金经理和基金公司照样赚大钱！只有自己会对自己的钱完全负责任，这点毋庸置疑。自己负责就一定要明白：买什么的前提是什么时候买，时机决定一切。

我们都想成为格雷厄姆所谓的“聪明的投资者”，但什么样的人才是“聪明的投资者”？格雷厄姆有明确的定义：要有耐心，要有约束，渴望学习；能驾驭自己的情绪；并能够自我反省。与其说是表现在智力方面，不如说是表现在性格方面。在股市上绝对没有常胜将军，也并没有一个固定的可供大众借鉴的“放之四海皆准”的成功模式。所有的股票教科书只能提供理论基础。实践是检验真理的唯一标准，这句话在股市可谓是金科玉律。

在人生重大时刻来临前，把钱百分之百投入债券和其他安全型投资品种的做法已经不再成为主流。现在，很多共同基金和证券公司建议我们保留一定比例的股票投资，然而，对短期投资者来说，该把多少钱放在股票上呢？

投资者已经知道，股市大约每几年就要回落一次。为衡量我们的风险承受能力，投资公司会问我们一些问题，比如：要是你买的股票在 6 个月内下跌超过 25%，你是该卖出、不采取任何行动、还是加仓？

其实，任何投资的风险都是不可避免的，你得知道自己的短期资金，也就是未来 3~5 年内你可以动用的钱有多少该投在股票上。这个问题看来简单，其实不好回答。

第二个问题：现在你还能承受多大的亏损风险？

人们承担风险的意愿取决于自己的情绪、经验以及投资目标，了解自己的风险承受力仅仅完成了一半的工作，还有一个更难回答

第2章 “入市”信号灯

的问题：你需要承担多大的风险？不要听信投资行业那些能将你的资产翻番的鼓吹。

你应该问自己：我最初的投资目标是什么？现在还能实现这个目标吗？

风险并不是指市值波动风险，而是指你无法实现自己投资目标的可能性。当你进入股市，无论你是新手还是老股民，无论你是只投入1 000元的散户还是坐拥巨资的大鳄，每一次投资都是一次新的冒险，你可以不在乎财富，那么财富也会忽视你，任何一次投资，不用讳言，都是为了迅速轻松获利，取得高额回报或者寻找一个资金稳步升值的避风港。

所以，无须讳言，买入股票就是为了赚钱，无论你是长线还是短线、谨慎抑或冒险、平稳或是激进。我们建议，自己要对自己的钱负责。“在投资时，我们视自己为企业分析师，不是市场分析师，不是宏观经济分析师，甚至都不是证券分析师。”1987年巴菲特给伯克希尔·哈撒韦股东的信中如是说。

股市总是以自己的方式泄露“天机”。

“天机”不是不可以泄露的，但是天机为何、如何泄露给你呢？

美国著名投资杂志《Kiplinger's》执行总编曼纽尔·弛福曾经总结“股市大反弹前的七个风向标”，他认为，股市反弹前的征兆是值得研究的，它们会在下一次牛市到来时派上用场。第一，股市的悲观情绪变得浓厚时，它就要反弹了。第二，熊市与经济衰退有关，并且总是结束在经济衰退的中间时段。股市是所谓的贴现机制，股价预示着未来，股市似乎比经济提前三到六个月见底。第三，不要太看重公司收入，因为它们总是落后于股市。投资经理吉姆·斯坦科说：“最有价值的历史经验之一，是完全无视一个新的牛市中第一个6月和12月的收益预测。”第四，不要低估了管理层干预的能力。

A 股投资信号灯

第五，下跌幅度最大的股票往往是率先上涨的，至少在开始时是这样的。业绩不是很好的小盘股往往在下跌中最易遭受沉重打击，但它们通常在牛市启动时处于领先地位。第六，一旦投资者决定入场，不要等待回调。历史表明，平均而言，10%幅度的回调往往要在牛市开始 285 天后才到来。第七，注意熊市支持者转向支持牛市。同样，股市不会无缘无故地涨，个股亦然。

我们看一个个案，2009 年年初，中国股市正在全球市场波动的影响下陷入低谷。高盛是如此分析中国医药行业的：在宏观政策上，医保覆盖范围的扩大有利于医药行业的发展，政府宣布的到 2010 年建立全民医疗保障体制的计划将成为中国医药行业收入增长的主要推动力。显然，无论何时何地，首先要学会知道你的投资是否顺势而为，比如而今通胀可能是贯穿全年的趋势，为此，投资策略围绕抗通胀去选择投资标的将更显稳健。投资策略方面，高盛选择受通胀影响小，或具有全产业链，较少受通胀影响的防御品种。以及能够引领行业升级方向，符合国家政策导向的品种。当时高盛根据医药行业的市场环境预计：2009 年收入同比平均增幅将超过 20%。这主要得益于以下因素：医保覆盖范围的扩大；从传染病防治向慢性病治疗、预防性保健和特殊专科药品的转变。这将提供更好的增长前景和更具吸引力的利润率。

随即高盛列出了选股的三大题材：对医药行业的长期前景保持乐观，并看好首次纳入研究范围内的三家医药企业的长期增长潜力。但是，高盛对国内医药股 2009 年的赢利预测低于万得的预测，认为后续在研产品的枯竭以及短期推动力的缺乏导致其赢利上行空间有限，显然高盛在此是在对个股赢利的整体环境进行考察和估值。此时国内医药股的估值处于历史区间高端，因为从 2007 年以来政府的一贯支持增加了该行业的吸引力。

第2章 “入市”信号灯

高盛终于就此得出选股策略的三大题材：选择侧重于癌症、心脏病、糖尿病和肝炎治疗产品的企业；选择自身销售/营销实力强的企业，因为这仍将成为增长的主要决定因素；选择将纳入医保目录的新药品的生产企业，高盛认为这是短期内的重要推动力。

行业定了，个股就不难选择了。随后医药股的市场表现几乎可以说是“暴利”，涨幅在两年中几乎是以前的10倍。

更为让人嫉妒的是，2011年《全国药品流通行业发展规划纲要（2011年～2015年）》（简称《规划纲要》）正式公布。其中提出，2015年以前，全国要“形成1～3家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二以上。”这意味着提前布局者的巨大暴利还在后面。

股市泄露机密的方式很简单：宏观经济→赢利→估值→流动性→行业策略→选股策略。我们买股票是不是就是买企业呢？企业又是如何的决定着一切的呢？设想网络泡沫时期，大家可以为一家只有概念的公司一掷千金，结果呢，财富灰飞烟灭。对企业进行正确的分析是价值投资的基础，任何证券分析都需要基于企业分析。企业是依存于市场和行业大环境的，因此我们也需要观察市场及宏观经济环境的重要指标来帮助进行企业分析。各个条件之间彼此相辅相成，互不分割。对于一个投资者而言，制定一个自己的操作准则，并严格遵循，然后在实践中锻炼良好的判断能力和逻辑推理能力，是成功投资的基础。

建立一个属于自己股票投资的“记分卡”。

买股票最重要的是时机，价格瞬息万变，市场千变万化，而你，



A股投资信号灯

一个个人投资者，基本上是条“小鱼”，除了你自己在乎自己以外，没人在乎你和你的财富。对于个人投资者来说，在某一个瞬间指尖一触，买入一只股票并非难事，可接下来就要费心了：必须做出决定，是继续持有还是卖出呢？如果卖出后又涨了，就会遗憾；如果没有卖出，股票一跌再跌了，就会痛苦。买卖股票的过程看似简单，价格看似轮回，但正如“人不能两次踏进同一条河流”，买卖的结果不可逆，所以要做出正确决定并不容易。

聪明的投资者的选择应该是：宁可在结束交易时犯更严重的错误，也不应该在一开始交易时就出错。这也就是说，宁可在过马路前多抬头看看“信号灯”，也不要再在路口撞车后炫耀自己的车多么坚实，记住，不看信号灯就闯过路口的话，你是在冒生命冒险；投资股市不关注各种潜在的投资信号，你是在和自己的财富做“告别”，即使偶有小赢，最终也会是大输。

现金为王，在资本市场上，股票就像等待着“王子之吻”的“白雪公主”，你的财富之吻是没有任何可以质疑的，但你吻的是不是“白雪公主”，而且是不是在“白雪公主”昏迷时才能吻的呢？简单说，如果出现合适的机遇，就可以迅速地买入，但你怎么知道这是合适的机会呢？如果市场情况“乾坤挪移”就什么都不要做，可你怎知“乾坤”？

其实，市场都会告诉你的，机会总会适时出现，如果拥有适度投机的态度，并且按照接下来几章中所描述的原则来调整投资，并按照我们提供的“记分卡”测算每一笔投资的价值，就既不会有利益的损失，也不会失去平和的心态。

在恰当的时间卖出要比在恰当的时间买入更难。这样说的另一个原因是，只选择超值低价股的股民，往往对市场会过早地失去信心。某段时期，一只股票的股价被过分高估，股民过于看好，这种

第2章 “入市”信号灯

情况太多了，可是随之而来的往往是一段萧条低迷的时期，而且事实通常如此。同样，原本绝好的交易环境也会急转直下变得糟糕起来。在活跃期，股票可以高价出售，甚至它们价格的提高幅度往往超出了那些很早就逢低买入的人们的乐观推测。一旦股票的估值回归到正常价值，或者人们已经开始发觉股票的估值过高，这些人就会对市场失去信心。

因此，就算投资者拥有成功将股票卖出变现的经历，也不能简单地逆向推导，作为可以抓住买入良机的理由之一，只是当我们在探讨清仓的最佳时机的时候，它也许是一个不错的案例。

但是，我们这里所关心的并不是如何开始一项投资，而是如何处理已持有的股票。如果只是长期持有而不果断地适时出手，那么股票投资的成绩必然不能让人满意。

我们的“记分卡”提供的是一种思考股市的方式，你也可以根据自己的偏好加入或者减少新的内容，一句话，适合的就是最好的，用自己喜欢的挣钱方式赚钱是最快乐的。

别忘记了，我国香港散户之王曹仁超在40年投资中增值4万倍。

其实，一个股民的赢利都是奠基在他人亏损的基础上的。在短期牛市中，股市可能给人造成一种错觉，即所有股民都是赢利者，其实这种赢利是虚幻的，还是那句话，平常心最好。

在这一点上，我们的入市记分卡上会为此给出50分。



信号灯 2 宏观是松还是紧，市场是顶还是底？

这个信号灯的简单解释就是：A 股估值的宏观因素。

2011 年 5 月 4 日上证指数突然狂跌 66 个点，市场惨不忍睹。指数的下跌挫伤了市场的信心，基金如此评论道：市场也许正处于两难的境地，如果通胀上涨过快就会导致政策继续加大紧缩的力度，通胀回落又会导致存货跌价的怪圈，上下两难的境地导致市场并没有足够的上涨动能，只有怪圈的破解才会有很明显的上涨动力。

目前现实所面临的境遇是：国际经济虽然稳定，但大宗商品市场的方向难以判断、通胀方向同样难以判断、国内经济受政策影响逐渐加大，有回落到 9% 以下的风险。

总结而言就是前景的不确定性太多，在自然市场中看到更多的是其中的风险。

在 A 股市场上“为确定性买单”

你必须知道你所要投资的市场的宏观环境，如果不知道国际国内经济的发展走势，投资就是赌博。过去几年中，市场受到众多力

第2章 “入市”信号灯

量的挤压。经济增长与赢利的波动、全球市场的崩溃带来的金融板块的困境、货币政策的更动、主权债的担忧以及政治和监管格局的变化都对投资者情绪产生影响，并且给经济复苏的可预见性遮上一层面纱。在如此之多的不确定性情况下，市场剧烈波动也就不足为奇了。

投资股市的关键在于投资者能对上述事项有明确预期，而经济发展也能走上可持续之路。这一切入点非常重要。赢利增长的顶峰是否已经过去。随着基数效应以及运营杠杆的减退，赢利预期很可能出现下降。这就意味着市场回报率将更多地受到估值的推动。

不过，投资者是否愿意推高估值倍数将取决于他们对于经济周期的时间/强度的信心。要读懂经济周期，经济周期更趋成熟将产生一定影响。

比如，我们可以问问自己：当宏观经济的不确定性加大时，对股价会有什么负面影响。因此，作为中国股市的投资者，大家不妨更多地考虑：过去几年中国经济依赖投资和出口带动的高增长，在今后能否维持；中国的通货膨胀是否会失控，特别是眼下全球粮价飞涨，中国本土尚未受波及的情况下；中国房产价格在经历过去几年大幅上升后，今后的走势将如何；若中国房产价格大幅调整，对中国的宏观经济和金融体制将造成怎样的冲击。如果以上三个问题中任何一个的答案都不甚乐观的话，不论政府怎样救，股市恐怕都很难被救起来。宏观调整对于企业而言，意味着利润率将见顶，而赢利增长将放缓。这或许也会令市盈率倍数提高的影响超过赢利增长预期放缓的影响。随着投资者对于增长可持续性的信心加强，估值倍数的提高或能大幅提高投资者的回报率。随着利润率上升势头受阻，投资者应关注具有自生增长潜力和估值倍数较低的板块。再寻牛市的法宝就是读懂经济发展的密码。



中国的经济正处在什么样的周期呢

中国实现经济增长将不是太大的问题。但人们应该可以发现，经济运行中的种种问题和矛盾所带来的潜在调整才是股市投资需要关注的，因此要在宏观经济的确定性中寻找机会。规模巨大而且持续增长的中国经济将持续改变外部环境，包括社会、消费习惯、政治、人口结构、经济结构等，整个社会处于剧烈变化中。在这样一个变化过程中，能够催生一批领先掌握并适应这种变化的快速成长行业。

比如对于很多海外成熟市场的投资者而言，乐观者看来，投资中国的理由很有说服力。2011 年第一季度，中国股市展露出改善的初步迹象，证明了它从低迷的表现中反弹的能力。从 2009 年一直到 2010 年，中国股市的表现始终弱于亚洲大部分地区及全球新兴市场。中国股市的预期市盈率如今也很吸引人，低于印度、美国等竞争对手。印度股市的预期市盈率为 14.5 倍，美国为 13 倍。而考虑到未来预计中国经济的增长也将保持强劲。继 2009 年和 2010 年分别实现 9.2% 和 10.3% 引人瞩目的增长之后，中国国内生产总值未来两年的增速可能将徘徊在 7%~9.5%。由于经济增长比较明确，周期性行业具有投资机会。2010 年大小盘股表现差异巨大，小盘股和消费类股票的成长性被充分发掘，相较而言，大盘蓝筹股在 2011 年年初估值较低，一些行业的基本面也出现了改善。因此，大盘蓝筹板块在 2011 年第一季度表现要明显好于中小市值股票。从全年看，大盘蓝筹的表现机会可能要相对好于中小盘股票。

其实，仔细阅读经济数据，你会发现，2011 年一季度经济增速明显高于此前市场的一致预期。工业增速爬升，电力、钢铁和化工

第2章 “入市”信号灯

等周期性行业的生产在显著恢复。国际商品价格的上涨加大了输入性通胀的压力，但生产资料价格的上升多集中在中下游产品上，这显示成本推动并非价格压力的主要来源。在水泥、家电、服装制造、汽车及零配件、工程机械等诸多领域，企业赢利都创出或接近历史最高水平。同时，一季度还出现了 10.2 亿美元的贸易逆差，这是近七年来的首次。人们有充分理由重估中国市场。

再比如在行业上，很显然，机械和装备制造业，延续了 2010 年下半年以来持续走强的局面，增速和赢利均处在历史最高水平附近，这是由于过去六七年的时间里这一行业投资的系统性增加和广泛的技术进步，国际竞争力的提升和进口替代的发展。在流动性上，通胀水平在 3 月创下近三年的新高。核心通胀上升速度较快，CPI 非食品已超越 2008 年的最高水平……也正因此，在行业配置上，我们建议配置四大板块：一是低估值低弹性板块，包括银行、保险以及部分港口、机场、铁路，是配置的基石；二是低估值、高弹性的板块，包括钢铁、煤炭、水泥；三是政策巨大的偏差所导致的低估值行业，包括电力、房地产这两个最合适投机的行业；四是高估值高弹性行业，包括医药、消费和 TMT（数字新媒体）。这类行业经过前期调整，已变成中性估值和赢利中性弹性的行业，可逐步加强配置。

这只是一个简单的分析，我们的核心态度是：不确定性是危还是机，一直是一个争论，但对于投资者来说，我们还是建议寻求确定性，为确定性买单。

在这一点上，我们的入市记分卡上会为此给出 10 分。



信号灯 3 市场数据打算告诉你的是喜还是忧？

下面介绍一些常用、常见却非常能反映市场情绪的“信号灯”。

新开证券账户

新股民要做的第一件事就是为自己开立一个股票账户（股东卡）。股票账户相当于一个“银行户头”，投资者只有开立了股票账户才可进行证券买卖。股票账户的变化能以最为直接的方式反映 A 股市场散户的热情。

2005 年 6 月 24 日至 2006 年 4 月 10 日，日新增开户数始终保持在 1 万户以下。其间，更于 2005 年 7 月 6 日创出过日新增开户数 1 931 户的历史新低，与之相对应，上证指数在 2005 年 6 月 6 日跌破千点大关，创出 998 点新低。2006 年 4 月 10 日，该数字首度放大至 1 万户以上，并迅速递增；而在此之后的 15 个交易日，即 4 月 28 日，股指方进入加速拉升阶段。5 月 9 日，上证指数轻松突破 1 500 点大关，日新增开户数也跃升至 2 万户以上。5 月 12 日、15 日，股市行情异常活跃，上证指数急拉至 1 600 点上方。同时，日新增开户

第2章 “入市”信号灯

数也激增至5月12日的43 900户、5月15日的48 656户。

此时，这项指标再次体现出其领先性。5月15日之后，大体维持在日新增2万户左右水平，未能再度创出新高。而股指在5月15日之后，也同步开始进入震荡期。新增开户总数的变化与行情的涨跌具有一定相关性。

抛开年底、年初结账因素，新增开户总数的增减在很大程度上受到行情强弱牵引，往往股指走强，新增开户总数就增加，且股指的走强先于新增开户数的增加。

有时候，最简单的信号是最美好的信号，身边的数字不说谎。

大盘指数是不是在蒙蔽你

你知道指数吗？废话，谁不认识指数啊，很多人会这样反驳道。真的吗？上证综指、上证50、上证180、上证380指数，以及上证国债、企业债和上证基金指数，你打算看哪一个？这还不包括上证指数体系衍生出的大量行业、主题、风格、策略指数。

从1990年至2010年，上海证券交易所从最初的8只股票、22只债券，发展为拥有894家上市公司、938只股票、18万亿股票市值的股票市场，拥有199只政府债、284只公司债、25只基金以及回购、权证等交易品种，你怎么去观察？

股票指数的涨跌幅度是股民的投资收益率，但这个投资收益率是名义上的，是没有扣除交易成本的。股票价格指数是描述股票市场总的价格水平变化的指标。对于具体某一种股票的价格变化，投资者容易了解，而对于多种股票的价格变化，要逐一了解，既不容易，也不胜其烦。为了适应这种情况和需要，一些金融服务机构就利用自己的业务知识和熟悉市场的优势，编制出股票价格指数，公



开发布，作为市场价格变动的指标。投资者据此就可以检验自己投资的效果，并用以预测股票市场的动向。

这种股票指数，也就是表明股票行市变动情况的价格平均数。问题是，它的构成和市场上你所要购买或者你预期购买的股票、板块之间存在着巨大的差异，指数涨，个股跌是很常见的事情，如何读懂指数的虚实是入场前必须要做的功课，个股和大盘，必要时要分清。

换手率

什么是换手率呢？“换手率”也称“周转率”，指在一定时间内市场中股票转手买卖的频率，是反映股票流通性强弱的指标之一。

例如，某只股票在一个月内成交了2 000万股，而该股票的总股本为1亿股，则该股票在这个月的换手率为20%。股票的换手率越高，意味着该只股票的交投越活跃，人们购买该只股票的意愿越高，属于热门股；反之，股票的换手率越低，则表明该只股票少人关注，属于冷门股。

同时，挖掘领涨板块首先要做的就是挖掘热门板块，判断是否属于热门股的有效指标之一便是换手率。换手率高，意味着近期有大量的资金进入该股，流通性良好，股性趋于活跃。但是如果换手率，就是按年折算的市场日成交量占总流通市值的比例正在稳步上升，这就表明短线交易正在逐步主导市场。如果个股是在相对高位突然出现高换手而成交量突然放大，一般成为下跌前兆的可能性较大。

更可怕的是，在西方一些较为成熟的股市，因为其年换手率一般只有30%左右，其交易成本一般可忽略不计。

第2章 “入市”信号灯

而我国股市，由于股民的频繁倒手，换手率极其高，甚至包括基金在内，如果将交易成本计入，股民的收益实际上是一个负数。

我们观察市场是否过热的一个更重要的标志就是市场表现，比如沪深 300 指数和换手率呈现出较强的正相关关系，这表明市场的上扬部分地是受到了股票频繁换手的影响。这个时候请谨慎。

“低”还是“高”的质量靠拢

简单说就是要区分绩优股指数和亏损股指数，以最新披露的 2010 整体年报分析看，两市总计 2 176 家上市公司，包括以招股说明书形式披露年度财务资料的公司按期披露财务数据。受益于全年经济平稳度过，上市公司整体业绩较 2009 年增长 37.3%，平均每股收益创下 0.498 8 元的历史新高，亏损面比例继续下降，仅为 5.38%。2 176 家公司中有 2 059 家全年赢利，117 家亏损，亏损面 5.38%，较 2009 年亏损面下降 5.3 个百分点，而 2009 年较上年已下降 5 个百分点。此外，1 463 家公司赢利增长，163 家扭亏，总体占比为 74.7%。这些公司 2010 年平均每股收益 0.498 8 元，可比数据为 0.498 9 元，同比增长 24.12%，创下历史新高；平均净资产收益率 14.45%，增长 1.36 个百分点，平均每股净资产 3.45 元，同比增长 12.39%。上述数据均显示，2010 年上市公司赢利能力已经超越了金融危机前 2007 年的水平，达到了新高点。这其中，电子元器件行业是 2010 年业绩增幅最大的板块，2010 年归属母公司股东的净利润同比增长高达 3 512.29%，居各行业之首。因而在股市投资上收到青睐也就不足为奇了，而信息服务行业 2010 年归属母公司股东的净利润同比增长率仅为 10.26%，增长率居各板块末位，其一季度业绩更是雪上加霜，出现了负增长，其增幅为 -7.35%。因而股价



股投资信号灯

低迷也就是必然了。

什么股票在主导市场？这是一个问题。再比如 2007 年至 2011 年 5 月，低质量股票（亏损）的表现相对优于高质量股票，这反映了风险偏好较强，因为投资者愿意承担更高的风险去购买没有稳固基本面支撑的股票，仅仅是寄希望于赢利复苏或没有根据的市场传言。股市中上市公司质量的提高和有质量公司被购买是健康的标志，反之，则要小心。

散户与机构

由于散户投资者的投资风格趋向于短线操作，并且不太关注基本面，因此投资者结构及其变化趋势是市场近期波动性的良好指示器。

散户是敏感的，根据中国股市的历史经验：一旦散户恐慌离场，机构就会利用处于恐慌中的中小散户进行逆势调仓，只有中小散户持续割肉出逃，机构调仓动作完成之后，市场情绪才会逐步转向稳定。当散户离场得差不多的时候，也就是股指重新上扬的时候。你能不能做到“坚持到底”呢？

按基金投资风格划分的资产管理比例

熟悉股市的人都知道，但凡基金的仓位大幅度上升，一般超过 88% 以后，股市就快要见顶了。

于是，人们也就把基金仓位达到 88% 作为一道投资的警戒线，所谓的“88 魔咒”就是这样来的。当基金处于高仓位时，股市的确是很容易下跌的。比如 2011 年 4 月股市的下跌就是如此，当时基金

第2章 “入市”信号灯

仓位要下降 10 个百分点的话，那意味着至少要卖掉 2 000 亿元市值的股票。

有些人很惊奇，为什么 4 月下旬并没有什么利空，股市却跌得这么惨？其中的一个重要推手就是基金的减仓操作。在这里，大家是深刻领教到了“魔咒”的威力。一般来说，专注于股票市场的投资基金在市场表现好时会面临很大的需求，反之亦然。这种情况反映了国内市场各种投资风格基金所管理的资产总额所占比例。看起来，投资者更趋向于持有高回报、高风险的股票投资基金、而对于防御型货币市场基金、债券基金和保本基金的偏好正在下降。

股票基金的现金头寸

2006 年下半年以后，A 股市场有了一个大幅的上扬，但是，外资机构，比如高盛并未看到共同基金进行获利回吐。相反，从其 2007 年第一季度季报来看，高盛发现大部分基金都在继续投资，其现金比例由 2004 年下半年的约 40% 逐渐下降至 2007 年第一季度 25% 的水平。

这些信息反映了什么？这说明在 2007 年 5 月的时候虽然说 A 股市场已处于非理性阶段可能还为时过早，特别是在较高水平但又不是过分的估值水平上，但所有这些信息令高盛认为市场形成泡沫的风险正在加大。于是得出论断：中国：是调整对 A 股市场预期的时候了。股票基金的现金头寸可以准确“预报”股市的冷热。

以上这些综合起来，我们的入市记分卡上会为此给出 20 分。



案例:

2007年5月,上证指数在向6 000点冲刺,高盛却奉劝客户离开。

2007年的高峰,股市鸡犬升天。高盛却如此,它的理由:尽管基本面强劲,但负实际利率正推动A股市场非常迅速地走向过度繁荣。如果不加以控制,资产价值可能很快就会上升到过高,A股市场在未来实现软着陆的期待也将化为泡影。更重要的是,高盛认为过高的A股估值及其最终的回调可能严重损害家庭的财务状况、恶化收入和财富分配,并导致资本市场改革进程被推迟。高盛看到,如果对资产增值预期不加以限制,那么A股估值可能很快就会到达难以持续的地步。因此,为了确保市场在中期内的可持续发展,高盛认为政府需要迅速采取行动。政策出台的延迟将带来严重影响家庭的财务状况、恶化收入和财富分配、导致资本市场改革进程被推迟的风险。

在中国,资产增值预期具有危险性。

高盛当时如此解释具体原因:

1. 股市参与者的分布比以前广泛得多,截至4月30日,国内散户投资者开户数量已经达到9 400万户,占总人口的比例已经超过了7%,而在2001年这个比例只有5%。更令人震惊的是,4月30日一天散户新开户数量就超过了100万户,4月的散户新开户总量超过了2005年和2006年的总和!也就是说,约有17%的现有账户是在过去4个月内开立的。

我们说,开户数和股市狂躁之间成正比,和股市涨跌或许成反比。

第2章 “入市”信号灯

2. 因此，股价调整对居民财富产生的负面冲击可能要大得多。A股的总市值目前占GDP的72%，散户投资者持有约21%的市值，约占他们所持总金融资产的15%。相比之下，2001年市场运行至顶部时，A股市值占GDP的比例仅为52%。

历史说，政策调整是不以股民的意志为转移的。

3. 还会将金融市场改革的进程推迟数年。在中国国内股市好转之前的2001年至2005年，股价的下挫曾让投资者怨声载道，决策者为了解决市场上的违规行为煞费苦心地推进改革。更重要的是，对于那些担心银行业成为中国发展模式致命弱点的投资者而言，国内股市的复苏可能会帮助银行业逐步消除一些系统风险。然而，如果A股市场再度形成资产泡沫，很多改革可能会又被推迟数年。一个原因是国内股市融资能力刚刚复苏便遭到削弱；另一个原因是中国家庭把大量储蓄从银行储蓄转向其他资产的前景将由此而变得黯淡，而这意味着中国银行体系面临的一个系统风险将无法得到改善。此外，股票投资的较高回报率与较低的借贷成本可能促使投资者通过从银行、当铺，甚至是非正规渠道借入更多的资金炒股。因此，资产泡沫持续的时间越长，对银行资产负债状况和居民财务状况最终造成的伤害可能也就越大。

经验说，政策关注的是全局，必要时股市是可以牺牲的，但是他们会释放信号。

4. 对全球其他市场可能产生更大的冲击。一个典型的例子就是，2007年2月在A股市场下跌近10%之后全球其他市场也纷纷遭遇了抛售。更重要的是，股市大幅回调如果影响居民或企业的资产负债状况而给经济实际运行带来严重的负面冲击，则可能影响中国的开放进程及其在全球舞台上地位的上升。

现实说，股市要看政策的脸色行事啊。



信号灯 4 企业赢利就在身边吗？

投资说到底就是买公司，但是，投资的前提是对公司的内在价值有深入的理解。只有明确了内在价值，才能确立目标价位。而只有设立了目标价位，才能确定安全边际。在有安全边际的价位买入，才有可能保证本金安全，并获得满意回报。

寻找合适的板块和公司

发掘公司的前提是寻找合适和理解的板块，更注重价值：基本面、板块特有的因素很可能会成为板块相对表现的更重要决定力量。“低买高卖，市场择时”是很多投资人的梦想。但是在实际中极少有人能够做到。选择合适的行业和正确的股票恐怕是投资成功的根本。

1988 年，巴菲特开始以分股后每股大约合 5 美元的价格为伯克希尔购买可口可乐公司的股票。当时的华尔街都认为他疯了，花这么多钱购买一家已经暮气沉沉的软饮料公司。然而，这家公司在接下来的 10 年取得了令人瞠目结舌的发展，股价也随之飙升到 90 美元。整体经济越是爆发式增长，这样的财富故事越不难找。巴菲特

第2章 “入市”信号灯

曾经说过：“查理和我避免难以对其未来进行评估的业务，无论这个业务未来的产品有多令人兴奋。在过去，大多数人都能预见到一些行业具有巨大的增长前景，如汽车（1910年），飞机（1930年）和电视（1950年）。但是，未来也包含了竞争的变化多端，这些变化毁灭了进入这一行业的几乎所有的公司。即使是幸存者也受到伤害。查理和我能清楚地看到一个行业未来巨大的增长，并不意味着我们能够判断在激烈的竞争中这些业务的利润率和资本回报率。在伯克希尔·哈撒韦，我们坚持投资那些未来几十年的赢利前景在我们看来可以预测的业务。即便是这样，我们还会犯很多错误。”

良好的市场环境与合理的配置相一致才是赢得股市的法宝，如何看一家公司，下面我们会深入分析，但是，一定记住，如果你要对自己的投资负责，最好真正懂得，哪怕是了解自己投资的公司一点点儿。

财富就在身边

笔者曾亲身与富兰克林邓普顿基金公司董事总经理马克·莫比乌斯“亲密接触”，在交流时询问如何了解上市公司，作为“新兴市场教父”的马克·莫比乌斯直言：一切都要靠自己的亲身体验，实地考察，亲自拜访上市公司，深入研究企业的每一个细节。

他讲了一个故事：有一次，莫比乌斯乘坐飞机千里迢迢赶到了我国一家当时非常著名的医药企业。走进员工食堂，一直沉默的莫比乌斯转过头来，非常严肃地向随行人员说：“看看这肮脏的地面和恶劣的饮食，这里生产的药，你敢吃吗？”直到这个时候，所有的随行人员才明白为什么面对企业提供的财务数据和资料以及那些领导的介绍时，莫比乌斯并没有发表任何意见。



莫比乌斯也很直率地承认，作为投资人，要学会认真研究公司的过往资料，会按照自己的模型为企业的业绩进行 5 年的倒推，然后考察公司的其他背景，特别是公司管理层的情况，再和管理层进行沟通。

对于普通投资者亦然，学会自己观察企业。高盛的一个研究发现，当时进行主动研究的机构不多于 5 家的 A 股有近 1 000 只（占 A 股所有上市公司的 72%）。从自由流通市值来看，结果十分相似。其中，在累计市值与开展研究的分析师数量方面，高盛看到，累计近 1 000 亿美元市值的公司目前只有 5 位或更少的分析师在进行研究。

整体而言，国内股市主要是卖方机构在研究，但研究范围的下列特点可能表明如何通过特定的投资策略发现跑赢大市的股票：关注中小型股，毫无疑问，许多中小型 A 股并未被分析师广泛研究，通过彻底的尽职调查和对公司基本面的分析，投资者可能会从这些不大知名的股票中获得良好的买入机会；估值有吸引力的股票似乎比比皆是，由于卖方研究不全面，很多估值比较有吸引力的 A 股公司尚未被市场所熟知；中国的政策倾向于将经济增长由投资和出口转向国内消费，消费品行业可为投资者带来最佳的长期投资机会。

长期来看，拥有国内顶尖品牌的消费品企业、互联网/媒体公司、金融服务企业和房地产公司的表现应会跑赢大市；中国的消费需求近期内也将逐渐走强。拥有国内顶尖品牌的消费品企业，这些公司应能受益于强劲的需求增长、市场份额在极为分散的行业格局下进一步扩张以及由强大的品牌所维持的高利润率；互联网/媒体公司是中国最新兴的行业，拥有巨大的发展潜力，每一个细分领域只有少数几家主要企业。大部分此类公司的商业模式是可以在无须大规模资本开支的情况下进行扩张，并带来现金流的不断增长，这将

第2章 “入市”信号灯

给投资者带来可观回报；金融服务企业：中国的消费金融业务与企业银行业务相比仍不完善，那些在消费金融领域地位稳固、有望扩大市场份额、估值不高、赢利增长纪录良好、风险控制严格的金融服务企业有望取得出色表现；还有虽然近来低迷的房地产公司，毕竟这是中国又一个年轻的行业，从1998年中国推出住房私有化改革之后才开始兴起。不断提高的消费者收入，合理的承受能力以及较低的估值，使得该行业成为较有吸引力的投资选择。

我们的入市记分卡上会为此给出10分。



信号灯 5 整体市盈率与个股的价格，孰高孰低？

整体市盈率与个股的关系是非常复杂的。

基于内在价值的增长是建立在现实基础上的，比较直接，也比较稳定。而基于外部原因造成的增长是建立在供需变化的基础上的，比较间接，更容易大幅度变化。还有一种升值是完全基于对未来的美好预期，但这种预期往往可以持续很长时间，让价格上涨很多，最终会以一种突然的形式回归常态，这就是“泡沫”。A股的市盈率高是不争的事实，在2007年10月16日牛市顶峰时刻，这一天上证综指创出6124点的历史最高纪录，当天A股主板市盈率为71.44倍，而香港主板市盈率则仅为23.48倍！A股的市盈率比港股高出两倍，这一组数据是由香港交易所提供的。

同样是大牛市，为何A股主板与香港主板会有如此巨大的市盈率悬殊？因为香港主板是发达而成熟的市场，估值更理性而合理；相反，A股主板则是新兴而不成熟的市场，估值偏高、泡沫严重。

再看看上一轮大熊市，在2008年10月28日熊市极寒时刻，这一天上证综指最低下探1664点，从6124点处仅用12个月就暴跌至1664点，在极寒的这一天，香港主板市盈率为6.04倍，而A股

第2章 “入市”信号灯

主板（上交所）市盈率则为 14.44 倍，A 股市盈率仍高出港股一倍。机构普遍认为，2006 年当期的估值倍数较为合理，即 15 倍。根据不同国家以及历史趋势的分析，A 股市场当时 15 倍左右的预期市盈率水平相对较为合理。但中国股市长期以来估值倍数风险趋于上行。

从根本上说，宏观形势的改善以及企业赢利有望更持续的增长意味着长期内估值存在向上扩张的可能。根据对中国海外上市股票的估值倍数分析以及亚太研究团队对印度和中国股票合理市盈率水平的估计，A 股的预期市盈率如果达到十位数的高端，也就是 18 倍或以上将会有些偏高。换句话说，东西都不便宜了，您还往里面杀啊！

但是，估值的确是一个相对的事情，在一个高速发展的经济体，一切皆有可能。我们在这里提供一种方式“参照坐标法”来测算中国的整体估值和市盈率水平，即寻找两个参照系：MSCI 中国指数和外围市场。比如 2011 年与其历史区间相比较：MSCI 中国指数估值仅略高于其历史均值，而沪深 300 指数估值在近期的大幅上扬后仍低于其历史均值。与亚太其他市场相比：尽管赢利增长前景相当，但中国内地股票的估值显著低于很多其他亚太市场。

翻阅信息会发现，当前 MSCI 中国指数和沪深 300 指数的预期市盈率分别为 13 倍和 16 倍，根据经济发展的预期，我们不难将这两个指数的估值分别小幅上升至 14 倍和 18 倍，而沪深 300 指数的上升后的 18 倍也不过是基本持平于历史均值。换言之，2011 年股市上行的可能性很大。

我们的入市记分卡上会为此给出 10 分。

五个信号灯，看准了，该出手时就出手吧。表 2-1 为“入市”信号灯记分卡。

A 股投资信号灯

表 2-1 “入市”信号灯记分卡

	项目	具体项目内容	该项 分数	你的 打分
信号灯 1	长线布局还是短线快跑?	靠自己还是靠机构	50 分	
		股市总是以自己的方式泄露“天机”		
		建立一个属于自己股票投资的“记分卡”		
信号灯 2	宏观是松还是紧，市场是顶还是底?	在 A 股市场上“为确定性买单”	10 分	
		中国经济正处在什么样的周期呢		
信号灯 3	市场数据打算告诉你的 是喜还是忧?	新开证券账户	20 分	
		大盘指数是不是在蒙蔽你		
		换手率		
		向“低”还是“高”的质量靠拢		
		散户与机构		
		按基金投资风格划分的资产管理比例		
信号灯 4	企业赢利就在身边吗?	寻找合适的板块和公司	10 分	
		财富就在身边		
信号灯 5	整体市盈率与个股的价格，孰高孰低?	整体市盈率与个股的价格，孰高孰低	10 分	
投资吗?	最后的得分是多少呢? 投资有风险，入市需谨慎哦。			

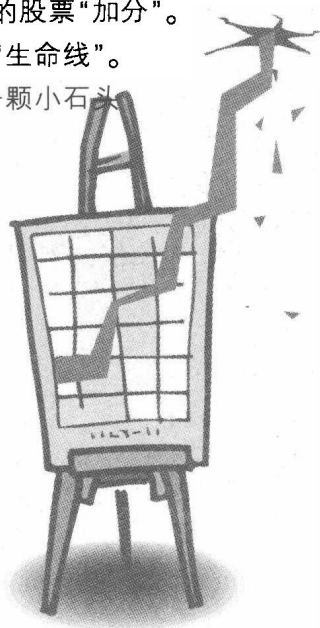
第3章

长明灯——公司质量

走在市场前面才能做赢家。

本书认为,如果想在市场中获得先机,就要从六个角度来审视自己的投资:

1. 增长。没增长,毋宁死。
2. 估值。看估值,这是你不输钱的前提。
3. 流动性。它告诉我们什么时候做什么样的事情。
4. 投资。寻找一些故事为你的股票“加分”。
5. 收益率。这是股票投资的“生命线”。
6. 经济景气与否。有时候,一颗小石头就可以让你澎湃。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

股票不过是企业业绩的载体

不可否认，中国市场一直以宏观政策为主导，尤其是在过去几年中，政府宏观目标的变化尤为显著。所以对于投资者而言，当你建仓时，一定要学会“走在市场前面”。

比如最近几年，关注焦点主要集中在宏观调控上。2009年年底以来金融状况开始收紧，2010年4月推出的房地产市场政策比预期更严厉、时间更早，导致MSCI中国指数和沪深300指数分别回调了17%和26%，准确地说几乎是直线下跌，从各自的峰值跌至谷底。相反，2010年6月底以来的上涨是受到政策正常化或放松预期的推动。各种消息喜忧参半，导致市场走势更加曲折而呈现震荡态势。这个时候如果你还是死死地抓住房地产方面的股票不放就是一个非常不明智的投资者了。

再比如，基建投资和保障性住房将成为当前政策放松的优先选择，而房地产相关政策出现逆转的空间很小。实际上，过去几年中基建相关固定资产投资增长已经显著放缓，而房地产类固定资产投资则大幅增加。这一差异在今后1~2年可能会收窄，基建项目建设可能会比现有计划提前，或者投资规模有所提高。尽管在2008年大



A股投资信号灯

规模刺激政策下已经进行了大量投资，但中国仍存在基建需求而且有足够的财力，尤其是在当前全球需求走软使大宗商品价格处于更合理水平的情况下，中国可能会这样做。如何选择正确的投资方向？看透大势、分析企业、伺机买入就是买入股票的三盏“明灯”。请记住，企业的质量永远是第一位的，买股票就是买企业。

抛开那些故弄玄虚的各种分析，在一个公平竞争的环境当中，高收益就像是企业经营者的勋章，是选择的唯一理由。不要试图去相信所谓的消息，所谓的传闻，没有增长、没有实力，只有故事的公司只能是让你走向失败。这个世界没有侥幸，尤其是在股市。从现在开始，我们不会给您一堆堆无聊、晦涩的公式，我们无须卖弄学问或者那些不为人知的所谓“智慧”，我们会实实在在地告诉您一些非常常见的，却对股市操作可以产生实质影响的指标。

稻盛和夫曾经说过，企业高利润率是对苦心经营者褒奖的勋章。下面是他的一段话：“对于企业的高收益或者高利润率，企业界和管理界都没有明确的说法。人们的惯性思维认为某个行业整体利润率都比较高，而有的行业的利润率普遍都比较低，但我却不这么认为。比如，游戏软件业一般都被认为是高利润行业，但对具体的企业来说，当游戏软件在市场上热销时，利润率自然高居不下，但是如果推出的游戏软件受到市场冷遇，利润率则会一落千丈。也就是说，企业的利润率与行业关系不大。京瓷创业第一年时，税前利润率约为10%。当时日本大型制造厂商的利润率大约为几个百分点，考虑到在剧烈变动的经营环境中，企业难以实现稳定的经营，我就想：制造业的利润率应该维持在怎样的一个水平上才算比较合适？为此，我首先想到的是银行利率。我和一家银行的分行行长关系不错，我曾经向那位分行长探询：‘开银行可真是一件好买卖，看上去似乎轻轻松松就可以赚大钱似的。’要是一般人，大概会搪塞‘没这回事

第3章 长明灯——公司质量

儿’之类的话，不过那位分行长倒是个爽快人，他直接回道：‘说得没错，原来稻盛先生也是这么想的。’那时的日本银行，简直就像是用鱼鹰捕鱼，把钱用绳子绑着，丢出去四处巡游，每年一次把绳子收回来，超过5%的利息也自动跟着就回来了。银行什么都不用做，借出去的钱自己就会24小时不间断地为银行赚取利息。而反观制造业，却必须对人员、原料、资金进行全方位的整合，从早到晚挥汗如雨地辛勤劳作和运营，才最终能够获取利润。当然，银行也并非就万事大吉，如果发放的贷款无法收回，银行将遭受损失，所以银行必须慎重地对借贷方进行审核。但相比而言，制造业拼尽全力却只能获取低于银行利率的利润率，单就这一点实在是令人难以接受。由此，我逐渐意识到，如果我们运用各种资源与员工的技术才能，辛辛苦苦地制造产品，最终却只能获取相当于银行利率程度的利润率，那这实在是一件得不偿失的事情。我们至少应该实现高于银行利率一倍的利润率，也就是说创造10%以上的利润率。我认为，要想经营一项事业，如果无法实现最低10%的税前利润率，那就等于还没有进入经营的大门。而所谓的高收益，最少要达到15%~20%的利润率，这就是我对于高收益所定的标准，并以这个标准来督促大家实现企业的高收益经营。”诚然，在公平的市场竞争环境中，价格是由市场来决定的，只要不属于垄断行业，企业就无法随意提价。因此，在以市场价格销售同样商品时，要想实现高收益，唯有在企业内部进行彻底的成本控制，以高利润率为目标，不遗余力地付出不亚于任何人的努力。在一个公平竞争的环境当中，高收益就像是企业经营者的勋章。同样的，在股市中，投资没有增长的企业注定会失败，投资具备高增长的企业一定不会让你失望的。

股票价值在证券市场是一个动态的概念。

当股价处于相对高位时，投资价值相对较低；当股价下行至相



对低位时，投资价值相对较高。投资者买入或卖出股票，主要取决于对股票在一定价位时投资价值的研判，上市公司经营业绩、股票的估值则是所有买入或卖出股票行为最主要的依据。

2010年9月1日，高盛发布报告，将上海汽车（600104.SH）剔出亚太强力买入名单，其原因是上海汽车在过去三个月股价表现强劲，涨幅达到28%，远远跑赢仅上涨了4%的沪深300指数。由于产品结构出色，销量和利润前景看好，上海汽车于2010年5月19日加入高盛强力买入名单的。事实证明了高盛的眼光——上海汽车乘用车市场占有率从2009年的19.2%增至2010年1~7月的21.2%；税前利润率从2009年上半年的4%升至2010年上半年的9%。至高盛调低评级时为止，上海汽车股价上涨了28.7%，大幅跑赢沪深300指数5.1%的涨幅。

格雷厄姆告诫投资者：“价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者购买机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售机会。”虽然，在高盛看来上海汽车的基本面并未发生变化，高盛原来看好的理由也依然存在，但由于市场对上海汽车的过热反应，使其股价在短期内大幅上升，估值已不再便宜，在达到高盛的预期后，高盛便做出了上述评级调整。自2006年年底高盛推出第一份正式的A股年度投资策略报告并推出每年度的十大首选股票以来，至2010年，这一惯例已持续了四年，十大A股首选股票名单的更替犹如一本生动的投资教科书，折射了高盛的投资理念。

早在2001年，高盛公司首席经济学家吉姆·奥尼尔即发表了一份题为“全球需要更好的经济之砖”的报告，报告中首次提出“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度和中国）。2003年10月，高盛在题为“与BRICs一起梦想：通往2050年的道路”的全球经济报告中预言：

第3章 长明灯——公司质量

“如果不出意外的话，中国可能会在 2041 年超过美国从而成为世界第一经济大国。”在这种思路下，银行是百业之母，所有行业的成长都要依赖银行输血。中国的企业持续成长、利润持续增长，银行就一定赚钱。中国经济飞速发展，就是银行利润迅速增长。买银行股就是看好中国宏观经济，看好中国宏观经济发展，就买入银行股。同时，中国的银行业其实是一个垄断行业，是一个特许经营行业，拥有一定程度的“护城河”。银行的设立要通过国家部门的审批是相当难的，而且几乎所有的银行背后的实际控制人都是国家，银行的存贷款利率都有政策限制，一定程度上确保了银行的赢利空间。过往的历史数据显示，只要中国的 GDP 能以 7% 的增长率复合增长，那么国有大银行的利润至少能 10% 的增长，股份制商业银行至少能 20% 的复合增长。

买银行，是最大限度分享中国经济增长的最好方式。事实上，中国的上市银行成长速度更快。招商银行（600036.SH）、兴业银行（601166.SH）、民生银行（600016.SH）、浦发银行（600000.SH）、中信银行（601998.SH）这 5 家股份制上市银行从 2002 年至 2009 年 8 年的净利润复合增长率都高达 40% 以上，其中，兴业银行更是高达 50% 以上。A 股市场能找出几个行业能像银行业那样在长达 8 年的时间里能有 40% 的复合增长？在这种情况下，高盛对银行股的偏爱就不足为奇了。

对于消费品股票，高盛也是青睐有加。早在 2006 年，高盛就提出，A 股消费品股票蕴含最佳的长线投资机会。由于中国的经济政策倾向于平衡经济增长，从投资和出口向国内消费倾斜，因此，领先的国内消费品品牌企业、互联网、媒体、金融服务和房地产行业的股票表现会跑赢大市。高盛认为，中国消费增长的势头还会保持强劲，即使出口和投资增长温和放缓，但不断增长的工资收入、正



股投资信号灯

面的财富效应、不断改善的消费金融服务以及有利的政策将会继续拉动消费增长。高盛 2010 年年初的研究称，预计中国 2020 年人均 GDP 将达到 14 000 美元（基于中国 GDP 年增长率为 14%、人民币每年升值 3% 的假设），2010 年为 4 220 美元，中国内地消费股潜力巨大。高盛从 A 股市场中选择了 5 只消费股，包括中国太保（601601.SH）、青岛啤酒（600600.SH）、伊利股份（600887.SH）、新和成（002001.SZ）、天士力（600535.SH）。股票是企业的影子，买股票，先看企业，其实不难。

三个信号灯的组合拳

这么说恐怕不会有人反对：从长远来看，股票市场的表现取决于企业的利润增长。

当然，如前所述，企业的利润增长又与国内生产总值增长基本同步。作为全球增长的中心，中国市场吸引了全球不同地域、不同资产类别投资者的关注。中国已经拥有一些规模和赢利位居全球前列的公司。鉴于本土市场庞大，人口为美国和欧洲之和的 1.7 倍，而且预计未来十年 GDP 增速将达到 G7 国家的 5 倍，中国市场的长期前景向好。

然而，良好的起点并不一定能转化为出色的前景。水涨船高，但随着时间的推移，部分企业可能会更加彰显实力。了解当前的赢利能力来源、持续的竞争优势以及管理层应对业务风险的表现可以帮助我们当前时期最重要的一个投资机会中甄选赢家。

有哪些指标可以反映企业是否处在高收益、高增长的轨道上呢？由于市场认为企业无法在长期内维持超出正常水平的赢利能力，我们认为遴选此类公司的策略旨在找出能在交易额有限的情况下带来明显优于大盘表现的股票，而且无须关注估值等问题的主观讨论。



股投资信号灯

这种策略的分析结构是关注企业业务模式是否足以支持行业领先的回报率。通过分析三个“信号灯”可保万全。

1. 当前业务的回报水平，或者说行业的领先地位如何。
2. 资产规模，是大盘股还是小盘股。
3. 管理层是否有其他可能降低公司长期现金流的财务考虑来实现上述目标。

第一个“信号灯”：当前业务的回报水平，或者说行业的领先地位如何。我们发现，所有根据基本面因素，比如估值、增长、赢利能力、赢利修正趋势等策略都能在长期内产生超额收益，但取决于严格的风险管理、投资组合的定期调整以及交易成本最小化。

不过，这些策略需要十分积极地进行管理，而且这些头寸在短期均值回归机会以外的表现也较为有限。因此，选股时最重要的是估算的精确度，而且决定投资组合表现的最重要因素之一是交易成本。

一般而言，对于公司的质量来说常见的选股策略有三个，涵盖各行业的投资组合能带来超额的收益，这三个策略分别是：业内相对价值（估值）、结构性变化（回报改善）以及持续的业内领先地位。对于投资者来说，我们需要一张属于自己的回报率走势图。先看个故事：在 2008 年以前的几十年里，不同类别的资产，如黄金、矿产品，和股票的价格似乎不相干。所以，以哈佛大学和耶鲁大学的基金会为代表的投资者们在最近十年里基本上把他们的风险分散策略建立在这些资产的价格相对独立的前提之下。当然，这种独立性也包括各种资产在地域上的分散化。但是，2008 年全球银行危机爆发时，所有这些相对的独立性以及原有的资产价格比例关系全部破裂了，使大量的资产管理公司蒙受了巨大的损失，或者被迫关门。有人可能会说：“可是 2008 年的大危机是百年不遇的，只有在这种

第3章 长明灯——公司质量

时候，那些规律才被打破”。真的吗？这种时候有很多，比如 1997 年的亚洲危机，2000 年互联网泡沫的破灭，2008 年全球性的危机，以及若干比较小型的动荡。资本市场上的多数规律或相关关系都会被这些动荡所冲破。最后留下来的只有一条规律：“世事不确定，不可测”。如果你一定要做预测，明智的办法是：不做短期预测，只做中长期预测，只做中长期内方向性的模糊预测。经常看到评论员们频繁地发布他们的预测，而且是短期内（几个月内）各种资产价格（股价，楼价，铜价或汇率）的预测。

当然，做这样的预测，出错误是必然的，不出错误是偶然的。市场上有深谙其道的人们常常讲此笑话：“你可以预测时间，你也可以预测价格，但千万不要同时预测两者”。

基本面决定回报率。我们前面已经说过太多关于理论的分析了，该是出手让你们看武功的时候了。

还以高盛为例，“迅速的估值倍数正常化过程基本上已经完成，高盛认为 2010 年的股价回报率将主要由每股赢利增长决定。高盛预测中国股票 2009 年～2011 年的每股赢利年均复合增长率为 23%～26%，受到收入持续增长、产出缺口迅速合拢以及利润率逐步复苏的支撑。H 股的估值具有吸引力，A 股的估值合理，而中期内的流动性风险看起来比较有利。”2009 年年底，高盛集团首席策略分析师邓体顺如此展望 2010 年的股市：任何一个投资者，请你在做投资前，写下自己的投资规划表，即使你不是专业投资人，只要你想挣钱。投资者普遍认同高盛关于中国仍是全球经济增长亮点的观点，因为中国拥有生产率进一步提高的潜力、雄厚的财政实力、稳健的银行系统以及有效的政策传输机制。然而，出于对政策微调的担忧以及 H/A 股市场年初至年会时飙升 65%/92% 之后产生的获利回吐风险的考虑，短期市场波动幅度可能较大。在这种情况下，投资者



似乎不愿积极建仓。投资者认为，任何一次较大幅度的市场回调都将是来自中国的长期增长前景中受益的良好买入机会。我们一直以来所坚持的内需主导型策略似乎也得到了投资者的广泛认可，他们认为中国与 G3 国家的宏观经济增长差异可能意味着金融、消费和医疗行业股票的表现好于出口驱动行业的股票。

在估值由较低水平显著回升的市场背景下，高盛认为股票回报率的走势可能由基本面宏观增长趋势及其对政策变动的敏感性而决定。

高盛详细描述了对回报率走势的预期，并将其对 2010 年宏观经济环比增速、赢利和政策措施/反应的预期概括如下：2010 年第一季度：中央经济工作会议将在 2010 年 12 月中下旬召开，该会议通常会为下一年的政策目标定下基调。高盛在年初的估计是，决策层将重申保增长的政策立场，但政策重点可能从刺激增长转向提高经济增长质量和抑制潜在过度通胀上来。这些政策目标在 2010 年 3 月的全国人大会议上予以通过，高盛认为市场将从基本面的角度积极看待政策目标的连续性（增长）和质量提升。高盛认为，得益于宏观增长的强劲趋势和 2009 年一季度较低的比较基数，2009 年和 2010 年一季度赢利可能好于预期。有利的宏观和赢利格局以及中国银行业可能再度放松银根带来的流动性增长均有利于中国股票一季度的表现。

2010 年第二季度：市场可能根据好于预期的 2009 年全年/2010 年一季度业绩来推测 2010 年二季度的业绩，从而导致二季度初期的赢利预测大幅上调。根据高盛经济学家的预测，宏观环比增长可能在二季度见顶，但数据公布的时滞可能导致市场延迟做出（负面）反应。随着对中国基本面的乐观情绪再度升温，市场可能超越高盛基本假设下的目标点位。在临近二季度末时，高盛认为市场可能会

第3章 长明灯——公司质量

开始消化从二季度起经济增长的放缓，特别是库存回补和财政刺激政策对美国经济的提振作用开始减弱这些因素，同时市场会对数据低于预期的风险更为敏感。此外，随着通胀压力的显现，高盛全球经济、商品和策略研究团队认为中国政府可能开始加息并收紧金融状况。高盛认为这些因素可能引发获利回吐并挫伤市场的情绪。

2010年第三季度：出于对增长、政策、赢利和估值的担忧，抛售压力可能从二季度中下旬延伸至三季度初期。然而，高盛认为如果恒生国企指数和沪深300指数向着高盛预计的强劲支撑位（分别为11800点和2900点，对应的2011年市盈率分别为12倍和16倍）下滑，抛售压力将逐渐减退，但高盛并不认为市场会出现如此之大的下跌。高盛认为在这样的估值水平投资中国这个全球最具投资魅力国家之一的风险回报状况是具有吸引力的，希望分享中国经济长期增长的投资者届时可能入市，从而稳定市场的走势。

2010年第四季度：在经历了三季度的盘整格局之后，高盛预计市场将逐步复苏，但在强劲的基本面（赢利）和对中国金融调控措施的担忧的交互影响下，高盛预计回报率可能出现大幅波动。流动性特别是H股的流动性可能仍然非常有利于股票，原因在于与市场预期截然相反的是，高盛的全球经济、商品和策略研究团队预测在2011年年底之前不大可能加息。在高盛看来，有利的流动性格局和投资者对中国相对强劲的基本面的重新认可有可能给2010年中国股票的表现画上一个完美的句号。至少现在看来，市场的表现和高盛的“水晶球”相当吻合。所以，和高盛一样，做一张自己的回报率走势预测表，按部就班，不要受到干扰。

好了，接下来看股市赢家法：不买落后股，不买平庸股，全心全力锁定领导股。

根据高盛的研究，成功选择未来高回报企业的投资者找到了真



正的机会。从另一个角度看看数据会发现，所研究公司中有 10%（全球约 300 家）在过去十年的逾半数时间里都一直占据业内领军地位。这些世界级的公司在较长时间内保持了行业领头羊地位，为那些愿意着眼于未来一年估值之外、关注未来领先潜力的投资者带来了回报。在高盛研究范围内约 3 000 只股票中，由于保持行业领先地位的可能性是如此之低，市场不愿对此作出预测，而是宁愿等待公司确实带来如此回报之时再作投资。

投资于行业长期领先企业可以带来超额收益，选择股票时往往选择该行业中的领导股。如机械行业中的三一重工（600031.SH）、白酒股中的贵州茅台（600519.SH）、水泥股中的海螺水泥（600585.SH）。

巴菲特也建议投资者考察所选股票是否具有消费垄断性，他说：“在生活中，如果你正确地选择了你的英雄，你就是幸运的。”买股票要选择“英雄”股票，没有什么比这更重要了，具有消费垄断性就是“英雄”的特征之一。决定消费垄断性的因素主要有：企业便利的地理位置、彬彬有礼的员工、便捷的送货服务、让人满意的产品、持久诱人的广告、消费者认为合适的价格、某种秘方和专利等。而某种产品或某个企业一旦具有消费垄断性，就会获得持续的利润。

如何看增长？说难也难，说简单也简单，公司基本面的分析不是高科技研发，专家们不见得比老百姓更聪明。作为一般人的股民们最简单，或是最直接可行的办法就是只买自己看得见摸得着的，我爱喝燕京啤酒，凡是夏天总会多喝上一些，这样夏天的时候，恐怕它的销售状况应该不错，也许就可以考虑提前买入，当然这只是一个简单的说法，后面我们会有详细的指标来参考，其实跑赢专家或者基金经理不是没有可能，完全撇开复杂的学术理论，股票投资有两个最重要的考虑：一是判断一个行业或者企业的利润在未来三

第3章 长明灯——公司质量

四年会不会有较快的增长，二是判断股票的价格是不是太贵。

这两个内容对于股票投资至关重要。但比较快的增长没有一个严格的定义，多快算比较快？许多投资者把股票投资、股票预测看得很神秘，股评家则更是把它说得神乎其神，不但各种概念满天飞，而且还把许多非常高深的数学模型、复杂的技术指标、眼花缭乱的走势图都通通搬过来。

其实，真正的股票投资、预测就像生活常识一样简单。巴菲特也说，成功的股票投资并不需要用高等数学知识，不需要懂得什么 β 值、有效市场理论、现代投资组合理论、期权定价或其他什么新兴概念。事实上，大家对这些东西最好一无所知，这样反而对投资有好处。

巴菲特承认，他的这种看法和大多数商学院里的主流观点有着根本区别。这些商学院里的金融课程，主要讲的就是这些东西。可是巴菲特认为，如果有机会在商学院里学金融投资，只要掌握两门课程就够了：一是如何评价企业内在价值，二是如何分析股票市场价格。为什么这么说呢？归根到底，股票投资的关键在于做好那些很容易、很简单的事，而不是那些很困难、很复杂的事。首选，只买被低估的股票。投资成功的关键不在于发现便宜、高增长甚至是世界级企业的股票，而在于发现并投资那些被市场低估的股票。简单避开了股价飙升和不具备竞争力的企业，投资者就已经有利可取了。其次，保守估值。巴菲特认为，投资者对上市公司内在价值估测时，千万不要陶醉于美好的幻想。要知道一个简单的道理：估值越保守，投资就越可靠。由于公司未来的业务发展前景不稳定，因而从长远来看，现金流量的数量和时间都难以确定。

这时候唯一正确的办法是“就低不就高”。许多投资者的投资失败，原因就在于原来的过高估计偏离了现实。



A股投资信号灯

评估价值的方法一定要有些保守，因为公司发展前景不可能总是一帆风顺的。要懂得一个简单道理：希望越大，失望越大。估值越保守，你的投资就可能越安全。

再次，简单估值。评估企业内在价值的方法，越简单往往越有效。影响上市公司内在价值的因素多种多样，既有宏观的，也有微观的，没有人也不可能有人会用精确的数学模型来得到结果。巴菲特也认为，在对企业内在价值评估的时候，越简单的方法越有效。这一点很像谈恋爱，恋爱是不能用脑子的，而应该用心来体会。

衡量一家上市公司的内在价值，大体上也是如此。在对上市公司价值评估时，整体预测出错的概率，与每一个影响因素预测出错的概率，两者之间是密切相关的。当多项不确定影响因素综合起来考虑时，整体预测出错的概率非常大。内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的生命中可以产生的现金流量的贴现值。高盛试图为投资者提供系统性的方法和股票筛选名单来更好地界定和确认具有“赢利的可预见性”、“现金牛”和“避风港”题材的股票。这是当前很多投资者积极寻找的流行投资题材。“现金”在财务领域拥有广泛的含义，高盛重点关注三大关键性问题——现金与会计利润的差异、现金转换效率以及现金充足性。

要注意现金与会计利润之间的差异：绝大多数投资者在做出投资决策时往往更关注于会计利润，而这有时会将投资者置于危险境地。如2008年上半年尽管每股赢利增长强劲，但现金流增长为负。考虑到会计利润和现金流最终将趋同，上述现象预示着，在其他所有情况不变的情况下，今后企业赢利将面临风险。

现金转换效率：现金转换周期天数的增加（在经济增长放缓的

第3章 长明灯——公司质量

情况下很有可能发生)可能会导致公司财务状况(如库存、坏账和破产风险)恶化并进而对其赢利造成负面影响。

现金充足性:从三个不同的角度来衡量现金充足性:(1) 现金/市值:较高的现金/市值比率意味着很大一部分股票价值都可以归为现金价值。在正常情况下,现金价值应等于它的面值。但在困难时期,从财务(生存)和战略(并购)的角度来考虑,可能会产生“现金溢价”。(2) 净负债/权益:假设公司打算保持资本结构的稳定,净负债/权益能反映公司的中长期资本结构及其潜在的融资需求。在全球信贷危机爆发后,目前的信贷供应不足。(3) 破产风险——利息保障倍数与短期负债/现金:通过 EBIT 利息保障倍数及现金/短期负债比率(分别为损益表和资产负债表的比率)来评估公司的破产/流动性风险。基于上述所有特征的相同权重,我们可以对其研究范围内的所有中国股票进行综合评分。

第二个“信号灯”的解释可以简单地说,从某种意义上看,买股票最好的但是较为激进的做法和选择是偏重成长性强的中小企业,如果恰好你的资产状况或者资金水平允许,不妨考虑设立一个小的投资组合,虽然在短期内看来,这个组合的整体增长率或许还不如一只股票,甚至这其中也可能会有些最后证明是糟糕的公司,但它们平均的高增长率也许完全可以超过以大盘股为主的指数。

当然,我们不是说一定要买小盘股,反而是最好不要买太小的公司的股票,虽然小公司有很多优点:基数低,增长快,遇到风险调头快,管理半径小,管理成本低。但是,小船也更容易被风浪打翻。

另外,它们的股票交易不活跃,在下跌的时候容易跌得更快。最好也不要买太大的股票,因为这些股票表面看起来都很稳健,但问题是它们已经度过了高速增长的时期,有“保险”的功能,却无



股投资信号灯

投资的价值。

在国内市场上，股民们追捧小股票，这并非完全没有道理，因为大公司增长太有限，而且大国企的社会负担太重，难以前行。但是小股票已经被追捧得太过分了。在海外市场上，很多特大的和特小的股票都成了“价值陷阱”。

第三个“信号灯”：管理层是否有其他可能降低公司长期现金流的财务考虑来实现上述目标。这其实是一个投资“保险”。

对此，张化桥有一个精彩的评论：“虽然亚洲企业的利润增长率比较高，但是它们的资本回报率却远远低于美国公司。比如，2007年，美国上市公司的平均运营资本回报率（ROIC）为17%，而亚洲公司的为10%。很多亚洲公司把股票的上市地搬到美国，想沾点光，不料变成了孤儿股。从中长期来看，股市是不傻的，股票的估值终究取决于企业的价值。而企业价值的核心是DCF，即未来现金流量的折现值。美国公司的利润增长率虽然不高，但是它们的毛利率很高，从而资本回报率（ROCI）很高。而且，由于美国企业的资本支出一般不大，所以，它们的很多企业成了名副其实的收割机或者印钞机。股票市场特别钟爱那些成为印钞机的公司。凡是做过企业估值模型的人都知道：资本支出巨大的企业往往估值很低，它们的前期投入阶段有四个问题：一是建造风险，二是未来回报的不确定性，三是掉头难，四是回报率低。大量的亚洲公司由于利润率低，所以要么降低分红率，要么不断筹集新的资金，应付资本支出。当然，这直接影响到企业的DCF价值。这几年来，我研究过一家东南亚的水务公司，公司管理层的正派，勤奋和水平都让我很仰慕。但是，他们的资本支出很大。根据我的估值模型，这家公司股价上涨的空间不大：虽然它的生意会很快做得很大，但是它会需要不断地融资和摊薄，所以，它每股的利润增长会很慢，每股现金流的增长会更慢。除了资本

第3章 长明灯——公司质量

支出，有些行业和企业对流动资金的需求也非常大，而且难以控制。这同样也会影响企业价值。”

那么，如何在最大限度上提高提前三五年、甚至更早即投资行业领军企业的可能性？

我们认为，综合对财务数据表现、行业地位和管理水平的客观分析可以提供预测未来行业领先者的有效框架。

财务数据表现：这个表现是衡量企业的一贯指标。除了开拓新产品领域（新兴行业）的企业，未来回报的领军者可能来自那些已带来强劲行业相对回报率的企业。因此，第一个支柱是了解哪些公司的产品、资产、经营效率、地域分布等正在带来行业领先的回报率。

当然，迥异的资本结构和不同的企业历史也会带来影响。但是净资产回报率和运用资本回报率等较为常规的指标足以衡量同质化行业内企业的赢利能力。但是，净资产回报率过高可能是过度杠杆所致，而较高的运用资本回报率可能归因于资产租赁。在中国市场中，我们看到资产负债结构中有些异样之处（如运营资金为负，及预先已获得但未进行投资的现金余额），假以时日，这些问题将得到解决。

我们认为运营资金为负是因为这些公司比未上市公司更有优势，我们预计随时间推移这些失衡之处将得到解决，即通过重组或整合供应链和分销渠道而使运营资金在行业中实现更平均的纵向分配。随着企业投资促进增长、升级厂房，这些现在未进行投资的现金将用来增加运营资金或固定资产。

行业地位：衡量经营领先地位的客观指标。因为，决定行业领先回报率的因素往往会在长时间内保持稳定。因此它们成为衡量某一时点或某一时期竞争优势的工具。我们可以根据行业的特定状况，



分析这些企业竞争地位将怎样推动财务回报率，我们的目的是根据预测区间末端的行业地位来评估哪些企业最有可能在未来回报方面出类拔萃。用来确定我们全球关注名单的行业地位指标可以帮助区分全球业务，包括特定的国家指标，如终端市场增长和监管风险。比如在中国，这些具体指标旨在发现中国行业领先企业的主要推动因素，并包含了反映被纳入“十二五”规划的战略举措的指标。

此时，一个更关键的问题浮出水面：我们如何获取这些数字。最简单的就是出去走走，去看看自己的世界，还有报纸、网络等，但是这里我们着重说一下分析师的报告。分析师的研究报告是投资者获得宏观经济、产业行业、上市公司信息的主要来源，它能够提供关于各个行业的基本知识，这些知识无论对于从事证券投资，还是从事实业都有很好的参考意义。尤其是分析师对上市公司的赢利预测，更是投资者据以作出投资决策的主要依据之一。问题是，分析师作出的赢利预测靠谱吗？通常，分析师对一家上市公司作出赢利预测时，首先要参考该公司过往的历史业绩，并认为该公司未来的赢利增长的航线理应延续过往的航向。

然而，学术研究的结果却显示，计算上市公司过往的赢利增长对于预测未来增长根本就没有帮助。哈佛大学的迈克尔·森德（Michael Sandretto）和麻省理工学院的苏迪尔（Sudhir Milkrisnamurthi）对华尔街众多分析师跟踪的1 000家美国上市公司的一年期赢利预测进行了研究。研究结果却令投资者大失所望：分析师每年的预测错误率基本一致，在5年期的赢利预测里，分析师每年平均错误率是31.3%。在伯顿·马尔基尔看来，证券分析师极难履行预测公司赢利这一基本职责。而且，没有哪位分析师能够持之以恒地胜人一筹。虽然每年总会有一些分析师的表现的确超过了同行业其他分析师的平均水准，但却很难在长期预测中保持持续性。在某

第3章 长明灯——公司质量

年表现出色的分析师，在下一年未必也同样出色。这一结果，也许会让投资者感到震惊和失望，让分析师感到愤懑和懊恼，但这的确是实情——看看他们所推荐的股票的表现吧，或者看看依据分析师推荐而进行投资的基金的业绩表现吧，能够跑赢指数的凤毛麟角。

分析师难以对上市公司赢利作出准确预测，其原因在于黑天鹅随机事件的影响、上市公司进行会计调节、分析师自身能力、业内最佳分析师流向资产管理、研究部门与投行部门的利益冲突等诸多方面。而且，在最终计算上市公司未来赢利时，分析师要在预测模型中作出大量的假设，其中任何一项假设发生变化，都将导致最终的赢利预测与真实赢利大相径庭。既然研究报告是一份充斥各种假设的上市公司“广告”，那么投资者还有必要看研究报告吗？研究报告的价值何在？研究报告当然有用，分析师当然有存在的价值，否则高盛等机构也不会取得超越市场的投资业绩。

关键在于，投资者如何看研究报告，从哪些角度去攫取研究报告中有用的信息。比如，分析师的推论合理不合理，有没有你没想到的地方。而且，研究一家上市公司时，要尽可能多地汇集时下的研究报告，然后比较、印证、分析报告的异同点，特别是重视一些分析师经过实地调研后写出的研究报告，信息量总比闭门造车得出的研究报告要多且更实用。在股市中，投资者不要相信任何人，只相信自己的判断才行。读报告时需要学的是分析师的思路和分析能力。不能仅注意分析师在研究报告中作出的赢利预测及股票评级、目标价位，更要注重分析师得出结论的推导逻辑，以及报告中提示的上市公司所面临的风险或存在的问题，利用常识、经验及互联网进行动态跟踪。

事实上，能够提出问题的研究报告已经是一篇好的研究报告了，剩下的问题要投资者通过思考、与上市公司进一步交流，甚至实地



考察来解决。而这正是许多私募业绩超越市场平均水平的奥秘所在。同时，对上市公司估值进行比较时除了同板块的比价，如同高盛一样，同时也要以国际视野进行比较。其实，如果股市是一个游戏场，那么研究报告只是这场游戏中的一个道具，游戏道具是否需要逻辑性也许要依赖游戏的逻辑性。

股市只是一场关于心理的游戏，预期、跟风追捧、崩溃、贪婪、恐惧，这些与心理活动相关联的字样才是打开财富大门的秘诀。巴菲特已经告诉我们，他能够成功是因为他在众人恐惧的时候贪婪，在众人贪婪的时候恐惧。所以，独立思考至关重要。如果你做的事情和别人一样而且只是盲目追随别人的话，你最后获得的收益和效果也是和别人一样的。只有独立思考，你才能不做机构的下家，不成为击鼓传花中的最后一棒。

管理质量：我们需要考虑如何缓解所推荐股票的领先地位在未来遭到削弱的风险。避免未来可能落后的企业，并通过区分识别出那些管理层可能提高领先回报率持续性的企业。这其实可以通过衡量一些很简单的东西来识别，如良好的企业治理、领先地位以及积极处理与员工、股东及环境的关系等问题。

比如，当下的中国“十二五”规划将加强对环保和可持续发展的关注，导致更多疏于管理的企业因监管收紧、执法加强和社会关注度上升等因素而付出代价。放眼全球，许多秉持可持续发展经营理念的 CEO 获得了意想不到的积极效果，并将这种起初的一种风险管理操作视为巨大改革的管理行为。的确如此，仔细想想，我们不难发现，真正比估值、比价格更有利、更长久的是在一个较长的时期内获得尽可能高的预期回报。

张化桥曾经说过：“实际上，买入价格究竟是高 30% 还是低 30% 其实不重要。重要的是，你选的公司能否存活那么长的时间，

第3章 长明灯——公司质量

会不会繁荣，用什么样的速度增长。要作出这个判断很考验你的水平，对投资回报至关重要，但是与短期内股票的估值没有多少关系，因为时间会把估值水平的高低消化。把公司的质量放在前面，首先选五年到十年内有前途的行业，好的商业模式和公司，再从中选出管理层质量高的公司，最后再看估值。如果估值不是特别离谱，我就会买它。”在高质量和低估值这两个标准上，经常会有冲突。巴菲特说，我们应该在估值方面稍微将就一点，而在企业质量和前途方面尽量提高标准。



忠告：学会独立思考，尝试逆向思维

不过，有时候，股市需要一点小聪明，我们要学会逆向思维。听说过安东尼·波顿（Anthony Bolton）吗？他在基金管理行业工作30余年，负责的基金总计超过900倍的投资回报率，多次被评为最佳基金经理，享有“欧洲的彼得·林奇”美誉。安东尼·波顿身上的光环足够耀眼。然而，他对这种光环却似乎并不在意，他甚至说自己其实最害怕的就是预测市场。

安东尼·波顿永远是一副绅士模样，无论多么刁钻的投资人，他总是保持着礼貌的微笑，总是耐心等待冗长的提问而却彬彬有礼地回答。作为全球最伟大的投资大师之一，安东尼·波顿并不是侃侃而谈的类型，无论简单或是复杂的问题，安东尼·波顿总是要在思考后才会做出回答。

事实上，这位全球投资大师不断地强调，逆向投资不断在被人们所误读，安东尼·波顿经历过1987年的股市大崩盘与2001年“911”纽约恐怖袭击。

对此，他回忆起，在1987年大崩盘过后，专家们的意见在当时非常悲观，甚至有经验丰富的投资经理说：“如果世界上最大的股票

第3章 长明灯——公司质量

市场一天内下跌都超过22%，那么投资事业将永远难以复原。”还有大量的研究员预测，这次股市的大崩盘将引起一次严重的经济衰退，甚至是经济大萧条。

然而安东尼·波顿基于逆向投资的思考，并不苟同当时主流的言论，他认为市场一定会复苏，大崩盘反而创造了一个极佳的买进机会。后来的历史证明了他的判断是正确的，随后美国股市展开长达数年的牛市行情。

另外，在2001年“9·11”事件发生前，安东尼·波顿正研究保险行业的投资机会，认为前景看好。虽然突然发生“9·11”这有史以来最严重、最糟糕的保险损失事件，但经验告诉他，事件后的几个月内，将会是那些受事件影响最严重股票的买进时机，并随即大量增持保险业、旅馆业以及交通业相关的公司股票，在市场复苏后大赚了一笔。

在投资的领域里，如果你想要超越别人，想击败市场所有也想做到同样结果的人，那你一定不能被市场左右，你必须反其道而行之，做到与众不同。在眼前全球投资市场风声鹤唳的情况下，看到的不是危机，而是机会！这就是安东尼·波顿的哲学。

显然，在当今交易理念日渐成熟之时，众多的假突破日益增多之际，作为一名合格、出色的交易者只运用顺势交易策略显然有些不足，因为归根结底获利的能力是基于摆脱人类的偏见或者其他弱点。但是要想自如地运用逆向交易策略，也不是简单之事。它需要保持视角的多样性和灵活性，需要从人性角度和现实角度观察问题，需要合理的资金管理方法，需要严格的执行操作能力，更需要打破常规的莫大勇气。因为当市场大众意见趋向一致时，它在短期内推动的力量是极其快速和巨大的，一旦交易者无法承受这压力，那么极有可能又会随大众趋势而行。勇于成为一名逆向投资者，而且，



当下你我皆应做逆向投资者。

笔者曾经和安东尼·波顿面对面地探讨过，他认为，逆向投资也并不是一味地唱“反调”，他也十分强调投资人要认真地研究公司、考察公司。他讲述过一个故事：“我觉得中国有很多好的企业，我来参加的这些会面里，虽然很多都是非常高质量的，但我之前也有一些担忧，可能会面质量会不高，但是还是相当好的。只有一件事，有一家公司有一位女董事，我见了她三次，第三次的时候她才告诉我她是首席执行官的夫人，我觉得这种事情第一次见到的时候就应该说清楚的，但是没有说。

于是，安东尼·波顿放弃了这家公司。”

“最重要的是，投资者应注意回避投资财务状况欠佳的公司。根据我多年的行业经验，我职业中犯的大错误都与那些资产状况糟糕的公司有关。在现时的投资环境下，深入分析公司的资产负债风险尤其关键，特别是当银行未来还会持续收紧信贷供应时。当然，由于现今的银行拥有太多账目以外的项目，要分析金融股的财务情况难度极高。而所谓的特殊投资工具，还不过是在 12 个月前才开始兴起的。”针对当前的金融危机，安东尼·波顿分析认为。

他说：“当一个投资机会出现时，投资者应清楚地思考自己采用的估值方法。在牛市时，估值方法可由保守转向一定程度的投机；当熊市时，投资者便要扭转这种态度。同时留意企业的自由现金流量和股息率的稳定性，还要留意企业价值或除利息、税项、折旧及摊销前利润的计算。目前的市场状况无疑是极其黯淡的，但诚如黎明前的黑暗一样，当情况看似极坏时，曙光往往在即。我一直是逆向投资者，我们要逆水行舟。”没有人会质疑，他是今天欧洲最成功的基金经理人。

他的独家选股秘诀，是 20 多年来形成的卓有成效的逆向投资策

第3章 长明灯——公司质量

略。投资大师彼得·林奇称他的书是“囊括了这个世界上最优秀的一位投资者的关键性深刻见解”，因为，“判断投资赢家的标准在于看他们是否愿意更加深入地钻研、广泛调查以及虚心听取所有投资者的意见，包括那些可能让他们犯错误的投资意见。那些研究过最多投资观点，并且对过往的选择不抱感情色彩的投资者最有可能获得成功。”

而今，本该安享晚年的安东尼·波顿，由于金融危机的不期而遇，似乎又开始忙碌起来了。人们迫切地想知道他如何看待这次金融危机，迫切地想知道他要投资什么。作为曾经的富达国际有限公司的董事总经理兼高级投资经理，他管理的富达特别情况基金取得了每年超过20%的平均复合增长率的绩效。换句话说，每年超过金融时报全股指数7%的水平。如果你在1979年投资1 000英镑在他的基金，到今天的价值将高达125 000英镑以上。这一持续战胜市场的过往记录可与投资大师沃伦·巴菲特与彼得·林奇相媲美。安东尼·波顿自1990年起担任富达的董事总经理，并在1979年~1989年期间任投资总监。加入富达前，他先后于1971年~1976年和1976年~1979年间，分别就任凯塞·厄尔曼银行（Keyser Ullmann）投资分析师，和施辛格投资管理服务公司（Schlesinger Investment Management Services）的基金经理。安东尼·波顿在1979年~2007年年底期间负责管理特别情况类组合。在过去28年，该组合为英国表现最佳的零售投资基金之一。

2007年年底，波顿先生卸下日常组合管理的职务，开始另一富达全职职务，包括指导新晋基金经理和研究分析师，同时监督富达的投资管理程序。安东尼·波顿享誉全球的成功和他的逆向投资风格密不可分。他被看做英国最成功的反向投资者之一。近日，英国《泰晤士报》将其评选为史上十大投资大师之一。



“我建议投资者在此时应切忌过分看轻后市，要谨记大市在情况看似极差时其实已经见底。同时要记住，在官方数据显示经济复苏前股市往往已经转势。所以，如果坐等官方数据以确认经济状况的好转，只会错失股价的大幅反弹，此时往往是牛市伊始。一定要记得，当股票价值在不断下跌的时候，前景总是看起来越来越悲观，而媒体报出来的经济新闻也总是越来越悲观，在最低的时候，前景看起来总是最糟糕的。而股票市场是一个非常好的体现经济周期的指针。在光明之前它总是最黑暗的。”安东尼·波顿如是说。

作为投资界的传奇和经历过危机与繁荣交替的老人，他指出，要确定市场何时见底并非易事，市场也许正在进入熊市最后阶段，但商品市场还要先经历一番震荡。既然难以捕捉市场时机追波逐浪，投资者更应以逸待劳，避免试图低买高卖。

“我们要知道，错过股市表现最佳的 10 日，长线投资表现就会受很大的影响，要是错过了 40 日后果会不堪设想。”

“在所有新兴市场当中，我最了解中国，因为我在过去的五年间经常访问中国。尽管在短时期内它会面临一些困难，但是到 2009 年下半年时，我们应该再次关注这一不断发展的重要市场。”安东尼·波顿坚信，熊市已进入成熟期，投资者需要认识到股市常常会在官方经济数据显示出复苏迹象之前转好。

安东尼·波顿告诉笔者：“首先要说我觉得预测股市是件很难的事情，谁都不可以假装说能预测股市。我在看这个问题的时候，主要研究三方面的因素，一是历史上的规律，二是投资者的行为和情绪，三是股价的市值。我个人很少看重经济的状况，因为我觉得经济状况很难判断，而往往在经济的积极的数据出来之前，股市就已经开始复苏了。这次股市的下跌幅度历史上只有两次是可以相比较的，这两次都是在 20 世纪 30 年代，一个是 30 年代初、一个是 30

第3章 长明灯——公司质量

年代末，20 世纪 30 年代是我们目前所经历的最大的衰退和萧条时期。有很多股评家说，我们现在跟那时不是有很多的相似之处吗？我觉得相似之处确实存在，但有一点不同的是，30 年代两次大衰退之前，或者是股价大跌之前，都是有很强的牛市。这两个牛市当中，股价的高估非常地严重。但不同的是，这一轮熊市之前的牛市并没有出现股价那么高估的情况，所以我认为也不会下跌到那么严重的地步。另外，这一轮熊市已经持续了 14 个月，这 14 个月的周期与历史上的情况相比可以说已经是很长了。但是也有人跟我说，安东尼总是特别乐观，总是用历史的数据来分析现在和将来的情况，但现在遇到的是我们这辈子里看到的最严重的衰退，是不是历史的规律没有什么参考作用呢？我觉得，历史的规律总是非常有参考价值的，尽管历史从来不是照原样重复，但历史教给我们的教训每一次都得到验证。虽然我们现在经历的经济衰退是历史上最严重的，但我们也可以看到各国的政府都采取了前所未有的手段来干预，包括定减税、调低利率等。中国也刚刚采取了这样的步骤。我们最觉得压抑和沮丧的时候就是看经济新闻，但我觉得经济新闻的表征和实际的周期是相反的。最差的情况莫过于在大市攀顶时匆忙入市，到了大市跌入谷底时又迅速撤离，这与投资传奇人物本杰明·格雷厄姆所提倡的‘低价买入，高价卖出’的原则背道而驰。遗憾的是，这种事却经常在私人投资者身上发生：很多投资者在 1999 年科技网络股如潮的顶峰之时入市，折腾几年后却按捺不住在 2003 年 3 月大市接近最低时套现离场。当然，市况风高浪急，要在像最近这样动荡的股市中保持镇静确实知易行难。当我们每天从电视晚间新闻中不停地看到类似于‘股市大屠杀’这样骇人听闻的新闻标题时，大多数投资者普遍的直觉是要尽快撤资，殊不知这是极其错误的做法。我建议投资者在此时应切忌过分看轻后市，要谨记大市在情况看似



A股投资信号灯

极差时其实已经见底。同时要记住，在官方数据显示经济复苏前股市往往已经转势。所以，如果坐等官方数据以确认经济状况的好转，只会错失股价的大幅反弹，此时往往是牛市伊始。”

选股方面，投资者应当心那些在牛市大受追捧节节上涨的公司，一旦市场气氛恶化而走势逆转，这些股份往往首当其冲，在这些情况下，持有这些股份将是十分危险的。“最低的股市已经过去了，我从来都没有相信过发达市场和新兴市场的脱钩，不管是从市场来说还是从经济来说。我现在对市场的预测是，我觉得发达市场、成熟市场的恢复要比新兴市场早一点，新兴市场的复苏要到明年晚些时候。在夏天的时候，我们大家还非常担心通货膨胀的问题，但我觉得现在看来通货紧缩是更加现实的威胁。因为政府采取了这么多刺激经济的手段，我们短期内也还不需要担心通货膨胀的问题。将来我们回顾这段时期的时候，可能会看到银行这一轮重新的融资会是分水岭式的事件，我们的熊市就从这里开始消失了。一定要记得，当股票价值在不断下跌的时候，前景总是看起来越来越悲观，而媒体报出来的经济新闻也总是越来越悲观，在最低的时候，前景看起来总是最糟糕的。而股票市场是一个非常好的体现经济周期的指针。在光明之前它总是最黑暗的。”在2009年，市场元气未复的时候，安东尼·波顿就说，“我觉得回顾几个月以来银行遇到的各种问题，恰恰标志着银行界、金融界的低谷。接下来一段时期内可能还会有银行业具体的问题出现。总起来说，在我管理基金的事业中，银行股的比例低，因为我觉得银行业是难以分析的行业，所以我尽量少持银行股，但现在我受到了银行股的吸引，因为我觉得现在银行股被低估得很厉害，由于投资者情绪的变化，很多人少持或者是完全不持银行股。作为反潮流者，我想这个时候我会去买银行股。到底风险有多大呢？我一直觉得金融业、银行业是风险比较大的。但我

第3章 长明灯——公司质量

觉得金融股是值得买，它会先恢复。其实到2009年9月我才真正地对这个行业有更加乐观的感觉。但是银行风险很大，所以我从来不会买单个的银行股票，我肯定会买银行中最强的。我觉得当大家都不持银行股的时候，这个投资不太可能是个坏的投资，如果大家都持银行股了，都去买了，这个投资的风险就比较大。我觉得一旦形势恢复，那些生存下来的银行状况都比较好。确实，现在高盛和摩根斯坦利变成了商业银行。但我们要看到他们投资银行业务和商业银行业务的比例，这些银行大量的业务还是在投资银行中的，而投资银行的业务是我所不看好的。因为现在运作的很多方式，将来可能会被禁止，或者因为其他的原因不能做。比如说大量的杠杆证券化的产品和证券化产品，而对政府来说有需求去扶持商业银行，政府对投资银行大量的赢利没有太大的兴趣，政府会支持商业银行，使得商业银行壮大。我们可以从中学到什么？我觉得在股市变化周期中，在股市往上走的时候，总是吸引大量的投资者和资金，这时候大家都很乐观。而股市往下走的时候，投资者就害怕了，情况越坏的时候，他们卖出的就越来越多。所以，我们需要做的一项工作就是在投资者过分乐观的时候缓冲他们的情绪，在他们悲观的时候给他们一点扶持的力量，说服他们如果你要在股市里投资的话，你的前景和眼光至少要有三年。”

毫无疑问，中国正在经历着一个前所未有的投资大时代，无数投资者渴望着有机会学习顶尖投资大师和投资机构的投资智慧。几乎每个投资者都要四处打听消息，进行各种技术分析，热衷于追涨杀跌，频繁地买进卖出，可投资业绩平平，甚至屡投屡亏。

与顶尖投资机构同行，向顶尖投资机构学习则是投资成功的捷径。然而，投资方法因人而异，适合自己的才是最好的。因为每个人的情况不一样，每个人都有自己熟悉的领域，如从事医疗、医药

股投资信号灯

行业的人，对医药股有独特的认识；从事商业的人，对商业股有自己的理解，即使你对这些都不了解，你也会因自己的知识阅历、风险偏好，甚至性格脾气等，会对投资结果产生不同的影响。世界上最伟大的投机商杰西·利弗莫尔认为投资的三大难题分别是：时机、资金管理和情绪控制。

投资没有捷径，总结自己的投资教训与得失，学习他人之长补己之短，不断提炼、逐渐完善与累积一套适合自己且行之有效的操作方法，将是你一生中受用无穷的最大收获与技能，更是你投资生涯中不断进步成长的强力保障系统。投资行为模式是环境和投资者本人相互作用下的历史积累，投资行为模式的形成既有市场方面的客观因素，也有投资者个人的主观原因。

投资行为模式包含三个层次的内容：第一个层次是经验和习惯的层次，这是投资者根据历史经验和直觉形成的交易办法；第二个层次是一整套的投资方法，从第一个层次的经验 and 习惯上升到程序化的投资步骤，从搜集信息到研究、决策，每个步骤都贯穿着同样的投资原则；第三个层次是投资者对市场本质的理解和把握，属于形而上的层次，是其投资方法的指导思想和内核，是投资方法具有系统性和一致性的根本保证。投资者的命运就是投资者所处的趋势，这个趋势是由投资者行为模式所导致的循环过程所决定的。从投资者常见的错误这一点来说，关键是不要被我们自己的积习、旧行为模式所奴役。

第3章 长明灯——公司质量

记分卡：

项目		具体项目内容	该项分数	你的打分
高收益、高增长可以确定潜在收益	长明灯 1	当前业务的回报水平，或者说行业的领先地位如何	10 分	
	长明灯 2	资产规模，或者说大盘股还是小盘股	10 分	
	长明灯 3	管理层是否有其他可能降低公司长期现金流的财务考虑来实现上述目标	10 分	
投资行业领军企业先行指标	长明灯 4	财务数据表现	10 分	
	长明灯 5	行业地位	10 分	
	长明灯 6	管理水平	10 分	
测算企业未来的质量的现实指标	长明灯 7	资产周转率 /GDP 增长	10 分	
	长明灯 8	平均售价	5 分	
	长明灯 9	劳动力	5 分	
	长明灯 10	资本密集度与技术进步	5 分	
	长明灯 11	运营资金	10 分	
	长明灯 12	逆向思考	5 分	
总分				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

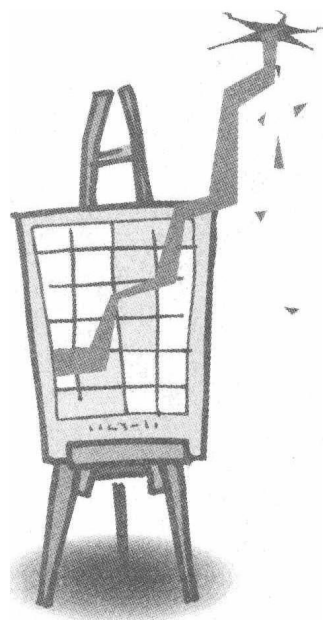
第4章

估值的“夺宝奇兵”

以上似乎都是“外部特征”，那么股票的内在品质有哪些呢？

什么成就好股票呢？为什么用这个价格买卖这只股票？

无疑，是上市公司的质量，那么，股市里什么是提示我们投资公司质量的信号灯呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

第4章 估值的“夺宝奇兵”

估值信号灯 1 市盈率、估值和股权回报率

市盈率的高低可以判断市场的风险。市盈率（Price to Earning Ratio，简称 PE 或 P/E Ratio），也称“本益比”、“股价收益比率”或“市价赢利比率（简称市盈率）”。市盈率是最常用来评估股价水平是否合理的指标之一，由股价除以年度每股盈余（EPS）得出（以公司市值除以年度股东应占溢利亦可得出相同结果），市盈率=股票每股市价/每股税后利润。在上海证券交易所的每日行情表中，市盈率计算采用当日收盘价格，与上一年度每股税后利润的比值称作市盈率 I，与当年每股税后利润预测值的比较称作市盈率 II。不过由于在香港上市公司不要求做赢利预测，故 H 股板块的 A 股（如青岛啤酒）只有市盈率 I 这一项指标。所以说，一般意义上的市盈率是指市盈率 I。

一般来说，市盈率表示该公司需要累积多少年的赢利才能达到目前的市价水平，所以市盈率指标数值越小越好，越小说明投资回收期越短，风险越小，投资价值一般就越高；倍数大则意味着翻本期长，风险大。一般认为，如果一家公司股票的市盈率过高，那么该股票的价格具有泡沫，价值被高估。当一家公司增长迅速以及未



股投资信号灯

来的业绩增长非常看好时，股票目前的高市盈率可能恰好准确地估量了该公司的价值。

需要注意的是，利用市盈率比较不同股票的投资价值时，这些股票必须属于同一个行业，因为此时公司的每股收益比较接近，相互比较才有效。不过可以肯定的是，一旦赢利增长不理想，支撑高市盈率的力量无以为继，股价往往会大幅回落。

市盈率本身是在不断变化的，而且不同市场在典型的投资区间，市盈率的差异可能性极大。由此可见，市盈率也是不稳定的。问题是，谁决定市场的市盈率中枢呢？导致市盈率不稳定的因素主要有税收和通货膨胀的作用、经济构成的变化和股权风险溢价等几个方面。

可以说，市盈率指标和股票行情表一样提供的都只是一手的真实数据，只是个中玄机。“安全边际是在你付出的股价之上的赢利回报百分比与债券利息之间的差。这一安全边际能够缓解不令人满意的发展结果。”简单地说，“安全边际”就是你付出的价格与内在价值之间的差。这一边际能够给错误、不精确、坏运气以及经济和股票市场的突然变化留出余地。一般来讲，你付出的价格是比较容易确定的。但是，内在价值则很难估计。因为股票的估值非常复杂，出错的几率很大。即便再难，估值计算也是必要的。

孙子兵法提到：“夫未战而庙算胜者，得算多也；未战而庙算不胜者，得算少也。多算胜少算，而况于无算乎！吾以此观之，胜负见矣。”所以，估值是价值投资的一个重要前提。只有做出估值，才能根据价格与估值算出“安全边际”。“安全边际”多大才够呢？在格雷厄姆的《证券分析》中，Glenn H. Greenberg 给出了他的原则：在市场好的时候，低估的股票不多，至少要有 15% 的安全边际；而市场低迷的时候，便宜的股票很多，则安全边际至少要有 25% 左右。

第4章 估值的“夺宝奇兵”

当然，安全边际还和你的估值水平有关。你对自己的估值越不信任，越要留出更大的安全边际，给自己留出后路。

所以，赢利预测对股权回报率预测有何影响？对账面值增值的影响，以及与以往经济周期的比较，对市净率的影响如何？当前去除周期性因素的市盈率是什么，今年和明年赢利预测的影响何在？如果你想投资安心，请回答这三个问题！简单地说，现在我们要告诉你的是：如何判断股票市场的贵贱！首先是对应的市盈率。现在A股的估值到底处于什么水平，底在哪儿？这个问题不同的人有不同的答案。

先要看看市场的实际股权回报率和对应的股权回报率。瑞银曾以亚洲市场为例，对每只个股的对应账面值倍数以及每股收益水平进行研究，以得出股权回报率。从1995年的历史数据开始，到2009/2010/2011年的预测数据结束。

请读者记住，授人以鱼不如授人以渔，我们传授方法，请自行操作。2009年～2011年的股权回报率从2009年的10.3%增至2010年年的11.8%，随后增至2011年的12.1%。这些数字与长期趋势相符（前两次经济衰退均有偏离），仍低于2004年～2007年期间股权回报率峰值200个基点。考虑到过去两次经济衰退后股权回报率的强劲反弹——1997年～1998年和2002年～2003年——股权回报率仅增长200个基点似乎增幅较低。瑞银的观点是当前对股权回报率的预测值似乎很容易实现。事实上，股权回报率的实际值可能会高于预测值。如果股权回报率达到14%，2010年赢利就要在目前市场预测的30%增幅上再增长17%（假定账面值不变）。账面值如何？

瑞银以亚洲市场为例来告诉我们分析的方法。亚洲股票当前的市净率为1.97，该值比20年平均值高14%左右。账面值能增长多少？这些预测是否现实？如果市场保持现有水平，两年后市净率会



A股投资信号灯

怎样？首先，瑞银对以往经济衰退之后账面值的变化情况进行研究。账面值的增幅在经济衰退刚刚结束时是比较高的。部分增幅是由于赢利反弹以及股息支付率较低，但同时也是由于资产的非现金升值。对于当前，瑞银采用了 2009 / 2010 / 2011 年的账面值年累计增值的预测值。对于 2009 年和 2010 年的预测值基本上符合以往账面值的累计增值。不过，与平均水平相比，2011 年的预测值看似较高。平均值偏向 1998 年，1998 年低点之后三年，经济又陷衰退之中。这些预测的结果是 2010 年账面值相比当前水平将增长 15%，换言之，将当前股价除以预测的“账面值”将使市净率降至 1.71 倍，略低于 20 年均值水平。

“一个客户问我们，如果我们将账面值推后三年，并且采用以往的市净率峰值，假定流动性主题会产生另一个泡沫，那么对于今天的 MSCI 亚洲（除日本）指数有何意义？答案是 640 点（基于当前的账面值和以往的市净率峰值），而如果能够实现 2010 年年底账面值升值 15% 的目标，则为 730 点。”瑞银写道。剔除周期性因素后的市盈率怎么计算呢？使用市盈率法（无论是静态或是动态市盈率）的主要难题之一就是赢利的周期性可能很强。这也是瑞银倾向于在高点和低谷时（赢利预测不够准确）采用账面值估值方法的原因。另外一种方法就是采用去除周期性因素后的赢利。这一比率具体做法是将股价相对某个时期内的赢利趋势加以比较。

瑞银已经采用了两种剔除周期性因素赢利的方法（我们采用的是历史赢利）——首先是采用 5 年期均值，其次是 10 年期均值。如果采用历史赢利数据，当前的亚洲市场市盈率为 19.6 倍，采用 5 年期赢利均值为 14.3 倍，采用 10 年期赢利均值为 20.1 倍。这三个变量的长期均值分别为 18.5、19.9 和 20.8 倍。目前市场水平低于历史均值，无论采用的是 10 年期或是 5 年期的剔除周期性因素的市盈

第4章 估值的“夺宝奇兵”

率，实际市盈率都高于长期均值，这是由于当前赢利较低造成的。如果将当前的股价应用到 2012 年年底，则市场的市盈率将为 15.7 倍，而 5 年期和 1 年期的剔除周期性因素的市盈率将分别为 15.7 倍和 20.3 倍。在当前的股价水平，如果市场预期是准确的，到 2010 年年底市场的市盈率水平将比长期均值低 15%，而 5 年期的剔除周期性因素的市盈率将低 21%。10 年期的剔除周期性因素的市盈率将低 3%。剔除周期性因素的市盈率是否有助于在股市上获利？瑞银研究了在 5 年期和 10 年期市盈率较为“便宜”时买入后未来 6 个月、1 年和 3 年的回报率，以及采用实际市盈率的回报情况。瑞银研究了在三种市盈率“便宜”和“昂贵”时的市场回报率。在高于长期均值时，即为“昂贵”，反之则为“便宜”。瑞银还研究了特殊时点的市场回报率（市场偏离长期均值一个标准差的情况）。赢率是指在市场便宜时买入获得正回报的概率。相反的则是在市场昂贵时买入获得负回报的概率。在市场并不昂贵的情况下，实际市盈率可能比两种剔除周期性因素的市盈率更好地衡量市场回报。10 年期剔除周期性因素的市盈率指标也能带来较高的回报，但概率较低。在市场并不昂贵时，这些指标的预测效果都不好。市场目前处于低于 5 年期和 10 年期剔除周期性因素的平均市盈率水平。实际市盈率则高于长期均值，原因是赢利水平较低。如果使用标准差而不是均值，则在市场并不昂贵时，实际市盈率和 10 年期剔除周期性因素的市盈率要比 5 年期剔除周期性因素的市盈率更好地预测市场回报率。但在估值水平较高情况下，这三种指标无论从回报率或是概率角度来说均不够好。以 5 年期剔除周期性因素的市盈率来看，股市目前低于长期均值一个标准差，但以另外两个指标看则不是。

2010 年 3 月，这三个指标均低于均值一个标准差以上。这些基于市盈率的评估方法似乎天生就具有不对称性。似乎在市场估值水

股投资信号灯

平较低时，这三个指标都能作出更准确的预测并给出更高的回报，而在估值水平较高时则相反。

通常，在下跌之前，“昂贵”的市场会变得更为昂贵。欧洲机构投资咨询顾问使用的数据库 Camra Data 研究主管玛蒂·多雷（Marty Dorey）解释称：“在经济增长时，市场中性战略不一定会获得正回报。”单独的 beta（跟踪指数）回报能够以非常廉价的成本达到这一目标，但相比之下，这只会阐明寻求 alpha 回报的复杂性。据此，瑞银看好亚洲股市在 2009 年年底之前的前景。先行指标普遍都在上升，并指向利润的恢复。在此背景下，分析师的预测看上去并无不合理之处。从市净率和动态市盈率角度看，估值均接近于平均水平。亚太区以内和之外地区的货币政策也构成支撑。其实，无所谓料事如神，只有分析得当。

请遵循两个投资主题。首先，周期股对比防御股。2010 年 2 月以来，瑞银低配防御股并超配周期股，这是因为先行指标见底以及周期性板块的表现更佳。虽然瑞银目前仍然低配科技股/台湾，并低配大多数的防御性板块，但瑞银在此后几个月对此部位提得更少，原因是由于很多先行指标已经转为正值，这一投资主题的相对回报基本已经结束。瑞银仍然超配金融股，因为它们提供了得益于极为宽松的货币政策带来的资产再通胀以及亚洲大多数地区家庭和金融企业资产负债状况较为健康的绝佳机会。2010 年 10 月，A 股市场上金融股的大反击之前，瑞银已经“潜伏”多时了。此外，关注赢利动量！买股票可不是一买了之的轻松活，你需要时刻关注着它的一举一动。

筛选的标准：

1. 最近 1 个月赢利预测值上调幅度超过 3%。
2. 2009 年 / 2010 年每股收益预测值正增长。

第4章 估值的“夺宝奇兵”

3. 估值与历史均值相差不到1个标准差。

4. 相比同业，估值倍数较低。

格雷厄姆坚持认为普通的个人投资者与大型机构相比有一个巨大的优势：不需要进行荒谬的短期业绩评测。因此，交易越频繁，就越浪费这一优势。



估值信号灯 2 估值的新宠们

再比如，又到一年年报时，年报浩如烟海，我们看什么呢？一般谈投资的书，都花很大的篇幅探讨公司的现金存量、企业组织结构、发行各种证券所占资本比率等，所以读者很可能会问，为什么涉及财务方面的这个要点，对于企业而言，最重要的是净资产收益率（ROE），它是具体衡量股东投入资本的回报水平指标，净资产收益率 = 净利润 ÷ 股东权益。净资产收益率（ROE）和估值指标市盈率（PE）与市净率（PB）关系密切，事实上，PB 就等于 $ROE \times PE$ ，这三项因素的变动都会直接影响估值（股价）。与之相关的有很多其他指标，比如净利润，指的是利润总额减所得税后的余额，是当年实现的可供出资人（股东）分配的净收益，也称为税后利润。它是一个企业经营的最终成果，净利润多，企业的经营效益就好；净利润少，企业的经营效益就差，它是衡量一个企业经营效益的重要指标。

还有所有的财务分析教科书，讲到分析预测公司未来赢利时，起点都是从销售收入增长率预测开始的。还有一些新的模型，以价值成长比率（PEG）为主要参考指标，对股票的市盈率和成长性进

第4章 估值的“夺宝奇兵”

行两方面的综合评估，以精选出在“成长性”和“内在价值”上占据优势的股票，这也正在成为主流。

此外，对于投资者来说，学会从每股净资产看公司前景，通过现金流指标考察公司，还有市净率指的是每股股价与每股净资产的比率，也是股票投资分析中重要指标之一。对于投资者来说，按照市净率选股的标准是市净率越低的股票，其风险系数越少一些，等等。很多和估值相关的指标不容小觑。

股息是香饽饽。

股息日益受到重视，在投资中国股票时，传统上投资者关注赢利增长的程度远高于股息收益率。在外资 QFII 的眼中，股息将变得越来越重要。目前，MSCI 中国指数的股息收益率高于 10 年期美国国债收益率，从而使股票红利具有吸引力。中国的大盘股运营方面的风险也比较小，而且股息支付更加稳定和可预测。股息收益率缘何开始受青睐？

在所有的重要估值指标中，投资者往往认为股息收益率是无关宏旨的考量指标之一。毕竟，在买中国股票时最重要的理由是增长前景。如果投资者只看股息收益率，何不去买成熟经济体的大盘派息股（因为它们风险更低），或干脆买固定收益证券呢（因为潜在的现金回报更高）？

外资们则认为上述论点越来越过时，原因是过去几年出现的如下变化：如今的股息收益率可与固定收益证券的回报率相媲美。目前，美国 10 年期国债收益率为 2.51%，低于市场普遍预计的 2010 年 MSCI 中国指数股息收益率（2.52%）。全球经济低迷使投资者们对各国出台新的经济刺激量化宽松措施，以及资金成本长期低廉的前景越发有信心。政府公债收益率低将压低现金利率和本地不动产收益率。企业债利差也已收窄，使股票的股息收益率越发诱人。中



A股投资信号灯

国公司的股息支付越来越稳定。从 2006 年到现在, MSCI 中国指数的派息率稳定在 40% 左右。在 2006 年中国监管层敦促国有企业加大派息力度后, 这些公司的股息支付变得更加稳定和可预测。中国大盘股风险较低。中国已成为世界第二大经济体, 而且拥有一批市值在世界范围内名列前茅的公司。此外, 由于拥有庞大的国内市场, 日益扩张的经济以及保增长的政府, 这些大公司的业务稳定性远胜过去。

瑞银亚洲策略师 Niall MacLeod 曾在报告中指出, 长期而言股息是股票回报中最重要的组成部分之一。

例如, 过去 30 年亚洲 (日本除外) 股票的总回报中股息几乎占 60%。因此瑞银认为投资者不应忽视股息收益率。20 世纪末, 一种新型资产管理方式堪称符合上述口号——量化基金 (quants), 或者说量化基金经理将金融市场的数学模型应用于电脑, 当时人们认为, 这是在不带有人为选股的偏见和错误的情况下选股。投资者轻易相信了这一概念, 或许是因为对这些模型的技术说明给人留下了深刻印象, 令人难以自拔; 或许是因为人们对于传统资产管理公司能够跑赢大盘心存疑虑。大量资金涌入量化基金, 既包括单向做多的基金, 也包括对冲基金。近来, 量化基金一直举步维艰, 因为在此次信贷危机期间乃至之后, 此类基金的表现大体上未能让投资者感到满意。基金研究公司晨星 (Morningstar) 最近对美国量化基金行业进行了调查, 发现在截至 2010 年 7 月的 3 年内, 平均而言, 65 家量化基金在美国所有股票基金中的表现处于最差的四分之一行列。人们很难精确把握进出量化基金的确切数据, 因为这些产品的定义并不明晰。多数基本面基金经理会利用一些量化技术, 过滤股票或提供建议, 因此二者之间的界限变得有些模糊。

与人类相比, 模型更难适应方向改变时出现的“拐点”。尽管数

第4章 估值的“夺宝奇兵”

字不会撒谎，但它们很容易造成误导，让人想起并不真正存在的趋势或相关性。有些量化基金在考虑改善其交易技术，从自身模型中挤出额外的业绩，而其他量化基金则在考察转向其他技术以维持回报的时机问题。

那么，哪些行业不能或缺呢？银行、电信和能源行业股息收益率最高。从2005年到2009年，MSCI中国指数总股息年均复合增长30%，高于大多数成熟经济体的同类增幅。过去4年的股息支付率平均为40%，银行、电信和能源股的股息收益率最高，三个行业合计占MSCI中国指数权重的53%。未来若干年这种水平的股息支付率将维持下去。

如何筛选派息型股票？接下来以香港市场为例来看看具体的过程：瑞银在MSCI中国指数成分股中进行筛选，旨在选出每股收益增长合理、2010年预计股息收益率逾3%且过去5年派息率稳定的个股。

以2010年为例，瑞银据此标准遴选出10家公司，重点推荐其中5家：中国银行（3988.HK）、中国石油（0857.HK）、富力地产（2777.HK）、中国动向（3818.HK）和建滔化工（0148.HK）。MSCI中国指数股息收益率的关键要点如下：从2005年~2009年，总股息年均复合增长30%。这一增速与MSCI中国指数以往净利润增幅相吻合，并且胜过大多数成熟经济体的同类增长。分析师们似乎低估了中国公司的派息率。市场普遍估计2010年和2011年的派息率分别为36%和34%，低于2006年~2009年间40%的平均水平。瑞银认为这一市场预期过于保守，因为不太会出现或导致2010年和2011年令中国公司创造现金流能力恶化的条件。银行、电信和能源行业股息收益率最高。它们也是MSCI中国指数中权重最大的三个行业（占指数53%的权重）。有些投资者并不看好它们的股息前景，

股投资信号灯

理由是这些行业受到严格监管，而它们的利润高低也因故取决于政府政策（包括新进企业、利差决定等）。

不过，瑞银对此并不十分担忧，因为它们都是中国经济的支柱产业，而且大公司拥有明显的竞争优势；放开垄断行业也不会改变这一竞争格局。如果你想在市场上找到收益不错的股票，还可以考虑一些在恐慌中受到严重打压的蓝筹股。以美国的经验看，据 Fact-Set 的数据，Verizon 目前价格为每股 28 美元，股息率为 6.6%。其对手美国电话电报公司（AT&T）目前价格为每股 25.14 美元，股息率为 6.5%。强生（Johnson & Johnson）目前价格为每股 63.40 美元，股息率 3.3%。可口可乐（Coca-Cola）目前价格为每股 52.30 美元，股息率 3.3%。雪佛龙公司（Chevron）目前价格为每股 77.20 美元（海湾危机也是造成该股下跌的一个推手），股息率 3.6%。显然，股票不是银行账户，股票的价格各不相同，股息也不是能够保证的！执迷于不切实际的高额回报并不只是一种没有害处的童话。它让很多人存钱太少，以为市场会让他们翻身；让另一些人追逐不能够持续的热门股。带着这种童话般的期盼，不管是你自己投资还是在投资顾问的帮助下投资，到头来将是晚年生活捉襟见肘，并且还要多发挥几年“余热”，而不是早早退休颐养天年。

当然，投资是一个技术活，而且是一个组合活，所以请继续向下学习。

质量和趋势是构成股票价值的核心，但构成质量和趋势的是一个个神奇的数字，这些信号灯如何闪烁呢？

总之，只要有心，任何人随时都能找到想要的财务信息。还有一点，请大家记住，基金经理、分析师和新闻记者经常会在这些媒体中给出投资建议。对于试图做出投资决策的投资人来说，如此大量的信息和建议可能令他们感到畏惧而且摸不着头绪。毕竟，对这

第4章 估值的“夺宝奇兵”

些投资人来说，要从中选出好的建议并不简单。

另外，投资人还可能会接收到一些相互矛盾的信息。例如，某个号称投资权威的人说应买入某只股票，但其他人却认为应该对这只股票敬而远之。当一个公司的股价涨到高点时，很少见到有人主动谈到任何关于这个公司的负面消息，而当股价跌到可能的低点时，也很少见到有人提出任何与该公司有关的正面消息。

总起来说，信息并非越多越好，有用是第一位的。但同时，如何组合它们，让数据选择股票，让信号灯“照亮”市场，就是下面我们要做的工作了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

第5章

买入的信号灯

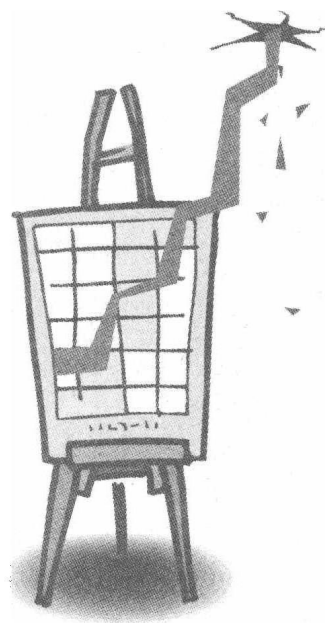
买什么股票,如何确定一只股票的价值,我们知道了,可是,
何时买?何时卖?卖什么?为什么?什么时间?如何设定?

只告诉你买,而不告诉你如何卖,怎么卖,这无异于谋杀。

国内机构和它们有什么不同呢?

它们之间的争议如何呢?

什么时间买,什么时间卖,原来不仅仅是艺术,也是残酷的
现实!



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

第5章 买入的信号灯

买入的“内外”信号

从2010年起，受国内房地产政策调控的影响，地产类上市公司龙头万科A从2010年年初到2010年7月最低价位，其下跌幅度高达38%。但就是这样的“问题”股却成为二季度QFII的宠儿。从单一个股的买入量来看，万科A最受QFII青睐，获得3.06亿股的净买入。摩根斯坦利、瑞银和高盛公司在2010年第二季度合计增持了万科A 3.06亿股。

与此同时，值得关注的是国内公募基金在2010年第二季度却减持了4.1亿股万科A。而在2010年第一季度，QFII对万科A是“零持股”。

另外，“问题”股五粮液股价在2010年“披露门”的事态变化中共受到三次冲击，直至2010年上半年也没有好的表现。紫金矿业受舆论对“环保”的穷追猛打的影响，表现也是令投资者极为失望。但这两只股票也成为QFII在该年度第二季度的镇山之宝。第一季度，QFII持有的五粮液股份数为2 796.4万股。紫金矿业受到了汇丰银行的青睐。在第二季度，汇丰增持了紫金矿业2 589.587 2万股。以上三只股票，自2010年的7月以来，上涨幅度分别达到33%、36%和



A股投资信号灯

28%。QFII 又是赚了个“盘满钵满”。

一位基金经理曾经告诫：Analyze, but do not predict (分析，但不要预测)。对政治、经济和企业我们都要认真研究，但不要预测未来，不要预测股票指数的点位，或者单个股票或者房子在未来的价格，更不要用钱去表达你的预测。

当然，作为投资者，你必须有一个最起码的预测，你的投资终究能赚钱。否则，把钱存到银行不是更好吗？优秀公司的股票终究会上涨，但是在时间上你是无法把握的。

在有些情况下，你可能只需要等几天或几周，但在另外的情况下，你可能要等几年甚至更久。很多人声称自己是长线投资者，但真正做到长期投资的人太少了，因为耐心的等待也许是一个考验人的孤独的游戏。当贵的股票变得越来越贵，便宜的股票变得越来越便宜时，即使最有信心的人们也终于放弃了他们的信念。20 世纪 90 年代，很多投资者一直成功地抵抗了互联网泡沫的诱惑，但在那个泡沫即将破灭的关键时刻突然意志薄弱，功亏一篑。要分析太多的关系，比如两只股票的价格的相互关系，两种货币的相互关系，股票与可转换债券的关系，几种不同的利率之间的关系，不同商品的比价变动，等等。

在一般情况下，聪明的基金经理们可以通过数学模型或者回归分析等找到这样和那样的规律。例如，在过去 10 年，甲股票一般比乙股票贵 40%，如果有一段时间，甲股票突然比乙股票贵了 70%，这时候就会有对冲基金抛空甲股票，买入乙股票，等待这种巨大的差距恢复到原来的 40%。但是，问题在于，世界上的例外太多了，这种差距不仅有可能得不到恢复，还有可能加大。股票超越大盘的表现源于两种主要因素：一是估值优势，二是趋势惯性。现实中，我们都喜欢买那些价格相对其内在价值便宜，并且开始逐渐好转的

第5章 买入的信号灯

股票。但是，这些股票在哪里呢？热门股票赚钱，但也可能是抬轿子，冷门、没有被发现的，可以赚大钱的股票去哪里了呢？那些最不受投资者青睐的股票、市场和资产类别通常包含价格最优惠的股票，其中的原因也很简单，那就是因为没人想要得到它们，对它们的期望值或许低得让投资者们有相当大的获利空间。科技类股一落千丈，而黄金则一飞冲天，凭什么呢？市盈率失灵，对于那些希望衡量市场价值的投资者来说，一个选择可能是放弃价格和获利，转而关注企业价值和自由现金流，这样做对吗？我们的好股票养在深闺人未识，它们在哪里呢？我们不兜圈子，买入的信号分为内、外两个部分。

所谓内部，就是欲投资公司展现的买入良机，一般简单说就是这个公司、这个价格值得买。

“内部”买入标志 1：每股赢利增长向上或者向下的信号明显，企业赢利能力周期处在何种方位。

“内部”买入标志 2：收入增长或是降低。

“内部”买入标志 3：利润率的“高低起伏”。

“内部”买入标志 4：股息贴现模型。

买卖标志的外部信号则包括：

“外部”买入标志 1：历史角度：估值处于周期什么样的水平。

“外部”买入标志 2：较低的股市风险溢价和强劲的赢利复苏或增长趋势，反之亦然。

我们接下来一一分析，并期待通过对下面这个简单案例的分析展开一种分析的方式和股市信号闪现的模式。但是要提醒各位的是，短期内的股票价格并不一定真正反映公司真正的潜在价值。

我们所提出的买卖的信号灯其实是基于一种相对灵活的长期投资理念，也就是说，你对自己的投资要有一个基本的目标，什么是



A股投资信号灯

真正的投资？股价仅是衡量企业的一个标准，对金融市场疑问的最有趣回答，有时候还是来自于科学实验室。《当代生物学》（*Current Biology*）杂志发表的一份研究报告发现，当别人说某个东西比你原来想的更有价值时，你就有可能更加看重这件东西，当别人说这个东西没有你原来想的那样有价值时，你眼中这个东西的价值就下降了。更令人注意的是，如果你对这件东西价值的评估和其他人所说的一致，那么你大脑中一个专门处理奖励的部分就立马高速运转起来。也就是说，投资者常常随群而动的原因，从最基本的生物学层面来讲，在于随大流感觉很好。从众不仅让投资者有一种“人多势众”的安全感，而且还能感受到快乐。如何不随波逐流，赚到该赚的钱，避掉该逃避的危险呢？

格雷厄姆解释说，大多数人在思考短期因素，思考季度业绩预期，他们其实是在杂志思考短期股市波动。大家都认为这是投资，但是这只是对短期价格变动的猜测，已经和投资没有任何关系。于是，他向我指出了什么是真正的投资，真正的投资是以一个长远的眼光评价公司的真实价值。

对基本面的分析已经十分不容易，而即使你把它弄明白了，它也可以被各种因素拖后或者抵消。这就使投资预测变成了双倍的困难。很多人自吹自擂，去年成功地预见了这或那，而忘记了一个大实话：一个完全停止了的钟每天也会有两次的正确。

大量的所谓专家都是碰运气，把什么事情蒙对了一两次而荣升专家。运气依靠的也是分析，万物皆有法则。师夷长技以制夷，我们看看洋人们是如何玩转中国股市的，虽然 QFII 的资金规模有限，但因为其动向被市场认为具有一定的指针作用而备受关注。2010 年面对个股难赚钱的行情，境内外机构投资者在操作上出现了明显的背离，这种情况下，股民应该跟谁走？国内基金高调参与个股行情，

第5章 买入的信号灯

接近年中，偏股型开放式基金的整体仓位两周内上升了约5个百分点，八成基金高仓运作。同期，QFII资金却已在悄然减仓，防范风险，短短两周内，仓位降低了14.7个百分点。

“用兵之道，在于因敌变化而制胜”，面对大小盘股估值严重背离的A股走势，境内外机构投资者在操作上出现了明显的分化。海通证券投资中国A股QFII基金股票仓位监测报告显示，截至2010年9月3日，12只QFII基金股票仓位的简单平均值从2010年8月中旬的89.56%大幅缩水至74.86%，减少了14.7个百分点。具体来看，2010年8月23日至9月3日，海通证券监测的12只QFII中，5只QFII仓位增加，7只QFII仓位缩水，主动减仓的QFII占比近6成。减仓基金中，保德信资产旗下QFII基金仓位降低较多，平均降幅达45.38%，三星投资的主动减仓比例达到23.3%。增仓的基金则幅度均不超过10个百分点，日兴资产管理有限公司旗下QFII基金增仓幅度较大，平均增仓9.24%，其余的增仓幅度均在3~4个百分点。

与此同时，根据渤海证券基金仓位监测模型，截至2010年9月3日，纳入统计范围的319只偏股型开放式基金的平均仓位为79.75%，2010年8月20日该测算仓位还仅为74.76%，期间偏股型开放式基金的整体仓位上升了约5个百分点。与国内机构一样，基民也积极参与了这波炒个股难赚指数的行情中。那段时期，基金开户数持续增加，虽难称得上火爆，但也依然维持在年内较高水平。拉长时间来看，基金开户数从2010年7月初低位的不足三万户开始上升，到2010年8月中旬达到本轮反弹以来最高的5.5万户；虽然8月以来市场以持续震荡为主，不过基金开户数依然维持在4万户以上的水平。申万巴黎基金在那段时间投资风向标显示，基民对后市还较为乐观，24.00%的投资者认为上证指数有望突破前期2701高



点至 2 800 点；20.00% 的投资者认为上证指数会上攻 3 000 点；27.00% 的投资者认为上证指数会在 2 600~2 700 点区间运行；18.00% 的投资者认为上证指数会在 2 500~2 600 区间震荡，10.00% 的投资者认为股指会跌破 2 500 点。一直被市场称为“先行者”的 QFII，由于对市场具有“先知先觉”的把握能力而备受关注。目前，QFII 在国内资金依然狂热时悄然撤退，基民是否还该参与目前这波“博傻”的行情？高盛给出了积极的答案：企业赢利能力周期正在筑底，中国股市可以投资。

买入信号 1：企业赢利能力周期

通过上面的案例，我们不难分析出，2010 年的赢利周期的谷底时期已经结束。在宏观经济困难重重的情况下，2008 年第四季度 A 股市场总体赢利降至 2005 年第四季度/2006 年第一季度的水平，相当于回吐了过去几年的市场内生赢利增长和 A 股新上市企业的赢利。宏观经济条件下，如此快速和大幅的赢利下滑不太可能再次出现。企业赢利能力的改善较为明显。截至 2010 年的 10 月 27 日，120 家 A 股企业（占总市值的 21%）公布了第三季度业绩。2010 年年初至当时的每股赢利同比增长由中期业绩的 -13.2% 改善至 -0.2%。与 2010 年市场预测相比，2009 年第三季度每股赢利和每股销售额分别约占 I/B/E/S 全年预测的 72% 和 65%，高盛当时就认为有望实现市场预期（折年计算）。如果你肯做有心人，多读一些信息，你就会注意到国家统计局的数据也呈现相似趋势，最新发布的数据（2009 年 8 月）表明 2009 年 1~8 月全国规模以上工业企业（年主营业务收入人民币 500 万元以上企业）的税前利润同比降幅由 2009 年 1~5 月的 22.9% 缩小至 10.6%，而且利润率由 2009 年第一

第5章 买入的信号灯

季度3.6%的谷底值上升至5.2%。这些信息不难获得。

此外，市场对两市的每股赢利预测调整趋势似乎已经触底，而且从历史来看，除非受到外部冲击，否则这些趋势通常都较为稳固而且不太可能逆转。请记住，经济高增长不等于股市高回报，所以，当不同的企业处在不同的赢利周期时，炒股请小心。为了深入了解股票市场与经济循环之间的关系，不妨把股票市场看成是规模庞大的资金水库，人们需要的时候可以由此取得资金。

投资人可以把不需要的资金存放于股票市场蓄水库，使得蓄水量上升，反之，当投资人需要把资金挪走并用于其他用途时，水库的蓄水量就下降。你可以把经济循环转折看成是股票市场蓄水库的控制闸门。当经济情况好转，发展快速时，到处都是投资机会，企业界急需资金来扩充产能或购买新设备，于是企业的获利能力提高，显然超过股市所能提供的水准。

因此，当经济运转热络、经济展望乐观时，投资人会把资金由蓄水库，也就是股票市场，转移到经济体系的实质面。当经济成长步调迟缓，没有什么投资机会，生意人、投资人与消费者纷纷都把没有其他用途的资金转移到股票市场。他们把资金暂时“停放”在股票市场，等待其他投资机会。这种思考架构可以解释一种现象：经济非常繁荣，股票市场的绩效反而很差，经济表现迟缓，股票市场提供的报酬反而在平均水准之上。

当经济增长率高达3%或4%之上，股票投资人就面临高度风险。这种情况下，股票市场的价格波动剧烈，只有少数类股还能够维持上升动能。反之，当经济表现疲弱不振，成长速度低于长期平均水准，由于资金流入股票市场，整体大盘反而呈现上涨。股票市场会根据经济状况的演变而自动调整，当经济实质面不能提供投资机会，资金将汇集到股市，股价表现只不过是反映资金转移的结果。



这种说法似乎比较切合实际。

当某特定行业或领域出现较佳投资机会，能够提供较高回报，资金就由股市流到经济实体面。比如我们说股价的成长率为8%，这只不过是反映整体经济的成长率，公司盈余成长率是8%，这只不过是确认企业活动累积财富的趋势。请注意，企业盈余与股票市场表现之间并不存在因果关系。企业盈余与股票价格都是由相同力量所驱动：资金成长趋势与整体经济状况。但很显然，读懂行业的生命周期对于分析投资的股票至关重要。想象行业、公司的发展就如人一样要经历不同的生命阶段——出生、成长、成熟、衰落。每个阶段都有自己独特的特性，对投资者而言很重要。

在成长阶段，销售增长迅速，收益方面从成长阶段早期的亏损转为赢利能力的快速上升，随着行业可持续经营，资本投资趋于大量增加。成熟阶段出现的是销售收入增长逐年放缓，而利润率在该阶段继续上升。资本开支放缓并稳定下来。在衰退阶段，增长机遇十分有限，利润率开始下降，增长（销售收入）变化从温和到快速到稳定最后转而下降。利润率变化从亏损到利润适中到高利润再到利润稳定，最终回到利润适中，在最差情形还会转为亏损。在每个阶段，投资方面情况相应变化。早期的公司，处于成长阶段并对应着高估值，因为我们期望它们能永远飙升，所属行业有望成为下一个飞速发展的市场。然而这却是最危险的阶段，因为很少有几个能存活下去实现其潜能。但是，高风险伴随着高回报的可能。这个阶段是最大的投资赢家们的起点。对成熟阶段行业的投资通常是对成长阶段的延续，因为满怀希望的投资者们推断过去的美好时光能延续到未来。衰退阶段则是曾经生机勃勃现在却导致公司股价快速跳水。不错，在中国购买股票的投资者，应该可以获得与整体经济增长相当的收益，对不对？不对。

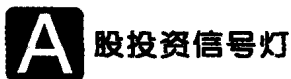
第5章 买入的信号灯

从1993年~2010年，按通货膨胀因素调整后，中国国内生产总值实现了9.5%的年度复合增长率，而据野村控股（Nomura Holdings Ltd.）的报告，中国股市的真实回报率低得多，只有2.2%，而且这还算进了上证综指大涨80%的2009年等年份。2011年到目前为止，下注世界增长最快经济体之增长的投资者还没有取得多好的成绩。比如自2010年年末以来，美国标准普尔500种股票指数（Standard & Poor's 500-stock）比摩根斯坦利综合亚太指数（不含日本）（MSCI Asia Pacific Ex-Japan）胜出近八个百分点，如果从2010年10月初算起，则胜出12个百分点。

没错，这可能只是一个暂时现象。但研究表明，经济长期高速增长也不会带来股价的大幅上扬。新兴市场股市当前疲软的原因多多。通货膨胀是当前投资者最担心的事情。

野村首席亚洲策略师达比（Sean Darby）说，这对投资者来说是一个令人有些不安的事实。我们花了大量时间研究经济增长的速度，我们考察的是GDP增速。不过，当你考察GDP增速和金融资产之间的相关性时，会发现相关性非常低。原因有很多。新兴市场的GDP增速往往是由高储蓄率和不断提高的劳动生产率推动的，不过这些因素不一定影响利润或分红。对于股市来说，最重要的是将企业利润明智地再投资到能给股东带来价值的项目中去。相比更加发达的市场，新兴市场的不良公司治理是个更大的问题。市盈率往往定得过高，进而降低了未来的实际回报。

当然，除直接投资一个国家的股市外，投资者还有其他选择来借新兴市场增长之风，包括买进在发展中国家销售快速增长的跨国公司的股票，或是买进向中国和印度等国出口的主要大宗商品生产国的股票和货币。不过，即便是这些投资也有可能遭遇政治或监管风险。对投资者来说，增长无疑是好事，不过增长代替不了回报。



买入信号 2：收入增长

收入的持续增长是关键。销售收入应当与名义 GDP 增长紧密相关，任何一家企业未来收入增速都与名义 GDP 增速息息相关。虽然这或许不是预测收入增长的最准确方式，但历史经验表明长期来看国内销售收入增长（上市公司大部分收入来自国内）应会或多或少地与名义 GDP 增长一致。

事实上，很多机构就是利用这个去判断买卖股票的价值。他们会看到在过去 8 年中这两个变量在方向上存在较高的相关性，并且是否存在销售收入增速超过名义 GDP 增速，这是一个不错的信号。

同时也要关注的是销售增长与利润率改善，自上而下的增长传动机制（从 GDP 到企业销售）也表明，中国是全球少数几个能够为投资者带来可持续的赢利增长的市场之一，因为其拥有出色的宏观增长潜力。

不同市场中销售增长、赢利增长及净利润率变动的情况。从市场预期来看，收入增长是中国每股赢利增长的主要推动力，推动作用居所有主要市场之首。与之相反，利润率改善大致反映了由 2008 年低水平（冲销和其他非经常性损失）的赢利基础复苏以及很多跨国企业的成本削减举措，这会推动全球其他地区市场的每股赢利增长。

其实，每股赢利增长核心推动力的差异可能意味着，对于过度依赖利润率扩张的市场而言，每股赢利增长可能是暂时的，甚至会面临向下修正的风险。

在上面的案例中，高盛就认为，分析了全球宏观和企业状况之

第5章 买入的信号灯

后, 结论更是如此, 原因在于: ①发达经济体的产出缺口仍较大; ②通缩风险仍大于对通胀的担忧; ③成本削减推动的利润率上升不可能永远持续下去。对中国而言, 高盛认为市场的利润率假设似乎过于谨慎 (仅 2010 年和预计 2011 年利润率分别上升 2% 和 3.9%)。库存回补有助于拉动收入增长: 高盛们看到了美国和中国库存正在回补的迹象。具体而言, 在中国, 央行扩散指数和对 5 000 家大型工业企业的调查结果显示: 在 2011 年 6 月的数据中库存已经触底反弹。在库存数据公布更频繁美国, ISM 调查和美国人口统计局编制的耐用品数据 (发货量与库存之比) 预示着库存在大幅下降之后开始回补。

与之相吻合的是, 高盛的经济学家认为, 潜在的库存回补过程以及财政刺激措施可能在 2010 年上半年对美国 GDP 的增长起到短暂的提升作用。鉴于中国在全球贸易中的庞大份额以及美国作为全球最大消费国的地位, 不难发现美国库存与中国出口增长之间存在相当高的方向相关性。因此, 高盛认为, 如果美国库存状况正如高盛的经济学家所预计的那样继续改善, 中国出口需求和企业收入增长应会得到有力支撑, 至少在短期内如此。曾有报道称, 布兰德斯投资管理执行委员会的主席查尔斯·布兰德斯讲过这样一个有趣的问题: 当一个公司宣布其赢利, 并且它们与市场预期的不同时, 比如成长股像苹果这样的公司的收益低于市场预期时, 会发生什么呢? 布兰德斯的研究表明, 对于领头的成长股, 股价处于高估值的区域, 如果发生没被预期到的收益下降, 其股价将大幅下降。即使是业绩惊喜, 因为股票市场之前总是期望最昂贵的成长股有着更好的预期, 所以当惊喜出现时, 股价还是可能会下降。

对于价值股来讲, 其价格相对便宜, 业绩惊喜对价值股是真实的, 因为没有人预期到。所以当好业绩公布时, 其股价将会上升。



对于最便宜的价值股，即使收益是低于预期的，由于市场之前的预期已经非常低，其股价也可能会上升。他们的任何公告对于市场有可能都是超预期的。这是价值股为什么长期表现更好的原因之一。

张化桥就说过，便宜股票的便宜是无须争议的。八倍的市盈率低于另外某公司的 20 倍的市盈率，这不需要辩论。股票价格比净资产 (NAV) 低 30% 总是好过溢价 30%。但是，我们忘记了用动态思维来看问题：如果一个公司能够实现未来 3 年利润翻一番，而另一家公司的利润原地踏步（甚至下跌），3 年以后的估值状况会如何？“我坦白，我不断掉进‘价值陷阱’的另外一个原因是懒惰。老是用工作忙为借口不肯花力气去理解某些公司的股票为什么看起来那么贵。有些公司的贵确实有贵的道理，有些公司的贵则是因为投资者愚蠢，但是在另外的很多情况下，它们的贵透露出一种信号：它们的管理层进取，它们有健康的高成长。也许它们还贵得不够呢！而要能够正确地做出这种判断，就要做很多功课。相反的，懒惰的人只需要比较各个公司的估值水平就行了。那多简单！一张可比公司的估值水平的比较表每个人都会看。所以，巴菲特说，这样按图索骥买股票不需要技巧，而只有买那些看起来贵而实际上不贵的股票才能显出水平。国内流行的‘价值洼地’是一个非常危险的名词！它意味着估值水平的比较。近来，每当听到这个词的时候，我就皱眉头。其实，公司之间是不可比的，至少不可以简单地用数字来比较。在国内市场上，股民们追捧小股票。这并非完全没有道理，因为大公司增长太有限。而且大国企的社会负担太重，难以前行。只是现在小股票被追捧得太过分了。在海外市场上，很多特大的和特小的股票都成了‘价值陷阱’。笔者多年热衷于小公司和小股票，但最近有一个新的想法：也许小公司完全被遗忘有它的道理。如果一家公司在打拼了十几年甚至二十几年以后还不能长大，也许行业有

第5章 买入的信号灯

问题，也许商业模式有问题，也许管理层有问题。这三个可能性都不好，当然也就只能有一个结论：你不应该买它的股票。”

买入信号 3：利润率

从长期看，股市上升是需要利润来支持的。

经营杠杆和较低的原材料成本应会超过管理费用高企的影响。比如高盛在每股赢利增长预期中计入了利润率逐渐恢复正常的因素。简言之，高盛认为总体产能利用率的改善（有利的经营杠杆）和得到有力控制的原材料成本所带来的影响应会超过管理费用高企的影响，进而推动未来两年利润率的逐渐扩张。

中国的管理费用居高不下。A股市场季度销售费用和行政费用占收入的比例越来越高。与全球市场不同，中国企业削减成本的效果似乎相对并不明显。高盛认为，营业成本的居高不下主要与严格的劳动保障法规有关。很多国有企业在困难时期优先保证的是就业的最大化而不是企业赢利能力的提升。产能利用率的上升应会预示着利润率改善。产出缺口是经济学领域的一个常用词汇。当实际增长接近或高于潜在增长（高于历史趋势的增长），通胀压力往往会出现。

在企业领域中，高盛认为产出缺口相当于产能利用率。当整个制造业的产能利用率较高时，价格通常会上涨以反映需求的增长。因此，随着经营杠杆的影响显现（赢利增速超过销售增速），利润率往往会上升。实际上可以把中国视为一家固定成本（如厂房和设备，劳动力在一定程度上也是如此）较高的工厂，产量的上升应有助于降低单位产量的平均成本。

高盛自上而下的分析也得到了自下而上证据的支持。



首先，中国人民银行编制的扩散指数（基于对中国 5 000 家最大的工业企业的季度调查）表明整体产能利用率和企业赢利能力正在从 2009 年第一季度的低点迅速复苏。

其次，高盛认为受总体需求变动影响较大的周期型行业正在显示出产能利用率的显著改善趋势，而且高盛的分析师最终判断这一上行趋势将持续到 2010 年。

再次，中国股票的资产周转率从全球来看并不低，反映出核心资产（产能）正在得到有效利用。得到有力控制的原材料成本有助于支撑企业赢利。中国是原材料的净进口国，如果大宗商品价格像 2007 年一样急剧上涨将不可避免地造成贸易状况和企业赢利能力恶化，从而给经济增长带来负面影响。目前原材料成本压力比 2007 年要小得多，因为目前大宗商品价格显著低于 2007 年大宗商品市场繁荣时的水平，并且根据高盛的经济学家和大宗商品分析师的预测，由于 G3 复苏乏力，大宗商品价格可能仍将保持在较低水平。以原油为例，假设每天原油的净消费为 400 万桶（2008 年的平均水平），如果油价继续维持在当前大约 80 美元/桶的水平，高盛估计，与 2008 年（当时油价平均为 100 美元/桶）相比，中国每年能够节省约 300 亿美元（假设每天的原油净消费量为 400 万桶）。潜在节省的成本占 2009 年预期 GDP 的 0.6% 左右，是 2009 年折年计算的工业企业利润的近 8%。换言之，如果油价保持在 2010 年均值水平，那么在其他条件相同的情况下，整体工业企业利润将要下滑 8%。

其实，对股票估值不存在简单的方法。股票价格将未来反映到现时的估值中，并且对于估值存在大量的观点，所以股票估值只能是区间估计而非点估计。

对“旧经济”股票估值的一个流行方法是：把企业未来产生的收益的分红资金流折现到当期以确定股票价值。然而，大多数投资

第5章 买入的信号灯

者认为，企业进行扩张需要资本，所以不会把所有的收入都用来分配股利，因此，投资者更愿意监测市盈率。较高的市盈率反映较高的股价或者是较低的每股赢利或者两者全部。最终，赢利必须增长，以确认投资者将股价推向历史高位的信念。稳健的未来赢利现金流是买入该股票的信号，这进而推高市盈率。

相反，较低的未来赢利现金流是卖出股票的信号。这样，股票估值便与经过折现的未来赢利现金流密切相关。关键的基本面：公司收益率驱动着股价。因此，投资者便可以比较公司的预期每股赢利与10年期债券利率的关系。持有股票相对于持有债券，投资者可能会支付风险溢价，两者之间的差距可能有1~2个百分点。

因此，在长期内，每股赢利的增长速度是股票价格变化的主要推动力量，利率所起的作用紧随其后。什么样的市盈率才被视为过度的？以美国为例，在2000年股市处于峰值时，市盈率达到44倍，这也正是20世纪股市的最高市盈率纪录。市盈率在1901年达到25倍，在1929年达到32倍，在1966年达到24倍，这些都是历史上的市盈率高位。历史上的市盈率平均在14.5倍左右，不过，经济环境（低通货膨胀率、低利率、低税率等）已经改变，所以在20世纪后半叶，市盈率高一点也算合理。

再看市盈率的倒数，即股市收益率，长期内平均在7.4%左右。1982年~1999年，股市收益率在13.4%左右，这几乎是历史平均水平的2倍。销售额的增长才是核心，利润虽然很重要，但一家公司的销售额的增长有时候更重要。张化桥曾经指出，靠退税，靠政府补贴，靠减少折旧，靠削减成本，靠屠杀供应商，靠逼疯下家客户，靠非经常性的收入，靠资产处置，靠关联交易，靠财务技巧，靠一次性的并购，靠拣了个大便宜，总是有问题的，好处总是有极限的。巴菲特和他的老师格雷厄姆都强调公司所处的行业的增长空间的重



股投资信号灯

要性。由此想到一些例子，比如，泡菜，纽扣，铅笔，报纸，系统集成，化学品的仓储，建筑安装，以及为某一个特殊的媒体和平台提供广告或者内容，这些都是增长空间不大的例子。增长空间的大小有时与企业所处的行业有关（夕阳还是朝阳行业），有时与商业模式有关（也就是如何赚钱的方法），有时与行业的最终大小有关。一般认为，高成长的公司都在科技、医药和媒体行业。这不见得。巴菲特自己就承认不懂科技和医药，所以只好在传统行业里寻宝。好在传统行业足够大，机会足够多。

实战：赚钱是最好的证明

做了那么多的单选题、多选题，我们要做一道大的综合题了，告诉你高盛对未来 A 股的预测和个股的选择方法，让前面所有的东西“集合”起来。从各种估值工具和比较方法来看，高盛认为中国股票的股价在其长期增长潜力方面是具有吸引力的。高盛使用 15 倍和 20 倍的市盈率（略高于各自的周期中期水平）作为 2010 年年底恒生国企指数和沪深 300 指数目标的估值基础，以反映中国的增长溢价。

(1) 历史角度：估值处于周期中值水平。海外市场：H 股目前基于市场预测的预期市盈率约为 14.8 倍，略高于 13 倍左右的长期周期中值水平。预期市净率和股息收益率也非常接近历史均值，鉴于中国宏观基本面强劲、可替代的增长机会有限以及全球流动性充裕，高盛认为这一估值水平具有吸引力。

A 股市场：由于国内市场未来预测的时间较短，高盛主要根据历史数据来分析 A 股估值。和海外市场类似，从市盈率、市净率和股息来看，A 股目前的估值基本处于周期中值水平。

(2) 不同国家的比较：中国市场看起来具有吸引力。在高盛看



来，中国的长期增长前景在当今的全球股市中仍是最具吸引力、最可靠的投资题材之一；然而，中国 H 股估值目前显著低于全球市场基准水平，仅略高于新兴市场。高盛认为造成这一矛盾现象的主要原因是投资者担心中国收紧货币政策、贷款过度增长和不良贷款风险。

历史角度：周期中值。从 2009 年一季度以来，股票估值显著上升，受到以下因素的影响：①宏观尾部风险消除；②在各国央行采取协同一致的定量放松政策之后，对通胀风险的担忧上升。澳大利亚、中国香港和印度等市场的预期市盈率都已经扩大至高出长期均值近一个标准差的水平，而中国股票（H 股和 A 股）目前的估值尚处于周期中值。从预期市盈率来看，中国 H 股的预期市盈率在全球主要市场中处于倒数第二位的水平，仅高于韩国。

市净率与净资产回报率基本合理。从简单回归线来看，H 股市场在全球市场中的价值被略微低估，而 A 股估值仍然偏高。但是，这一比较并未考虑 A 股市场所要求的看起来较低的股权成本。

PEG：增长溢价尚未完全体现在股价中。高盛通过 PEG 比率来更清楚地判断短期赢利增长潜力已经在多大程度上反映在股价当中。基于 PEG 低于 1 具有吸引力、高于 1 欠缺吸引力的经验规律来判断，中国的增长似乎已合理地体现在股价中。但是，根据高盛高于市场的每股赢利增长预期（预计未来两年 MSCI 中国指数和沪深 300 指数的每股赢利年均复合增长率分别为 23% 和 26%），中国股票的 PEG 比率看起来将变得更为有利。

中国市场的回报被低估。利用高盛股票研究团队的专有估值模型 Director's cut（此估值模型将资产的市场价值（EV/GCI）与其超额回报（CROCI/WACC）联系在一起分析），高盛将企业的现金投资估值和经济回报之差与地区市场的资本成本进行了比较。具

第5章 买入的信号灯

体而言，处于回归线以上的市场似乎被高估，因此可能代表着良好的卖出机会，反之亦然。鉴于此，高盛认为，在其他所有条件相同的情况下，中国较之资本成本的超额回报被市场低估了。

(3) 不同资产类别的估值：已趋于正常化。

当前金融体系下的各种资产市场相互关联，通过对不同资产类别进行估值比较能拓宽高盛的视野。高盛将不同资产类别的预期回报以“收益率”的形式标准化，找出它们各自的收益率区间。股票赢利和股息收益率多多少少都接近各自的长期历史均值，而不同的资产类别，包括 10 年期美国国债和中国香港房地产市场的收益率，则徘徊在历史区间的低端。

美联储模型：高盛认为股票赢利收益率和美国国债收益率之比可作为中国 H 股无风险回报率的合理指标，自 2011 年年初以来，股票的强劲表现推动该比率收窄。这表明与无风险资产相比，股票的定价基本上合理。H 股与香港房地产：香港房地产市场经常是许多 H 股投资者的替代投资方式，高盛认为如果以香港房地产市场作为基准，则股票的估值似乎合理。

二者的相对比率处于下降趋势，原因是受到 2010 年以来股价上扬而持续下降、但中低端房地产（C 级，面积在 70~99.9 平方米之间）表现优于股市的综合影响。中低端房地产表现优于股市的原因在于通胀预期上升、低按揭成本、美元疲软以及持续的流动性流入，截至 2010 年 9 月月底，香港中低端房地产市场的平均总租金收益率为 3%，而 MSCI 中国指数的预期赢利收益率为 7.3% 左右。高端房地产（E 级，面积大于 160 平方米）的租金收益率更低，已自 2008 年 11 月的 3.7% 降至目前的 2.3%。

A 股与国债收益率：高盛将 A 股赢利收益率与 10 年期国债收益率进行比较，由于中国资本账户的半开放性质，高盛们认为国债收



益率可以较好地衡量国内市场的无风险回报率。2010年后A股股票表现显著优于政府债券，导致赢利收益率与债券收益率之比迅速正常化。最新数据表明该比率仅略高于1倍，且低于其1.28倍的7年历史均值。高盛认为当前A股股价似乎已经计入了较低的股市风险溢价和强劲的赢利复苏/增长趋势。

(4) 股息贴现模型：合理的市盈率区间为14~18倍。

除了将历史数据、全球可比市场以及其他资产类别作为中国股票的基准，高盛还通过其三阶段、40年股息贴现模型验证了对MSCI中国指数和沪深300指数分别为15倍和20倍的目标市盈率倍数假设。基于每股赢利的长期增长趋势（与高盛经济学家对金砖四国的GDP增长假设基本一致）和高盛11%的股权成本核心假设（5%的无风险回报率加上6%的股市风险溢价），并根据高盛的股息贴现模型，高盛认为：总体上，海外上市的中国股票预期基本市盈率的合理区间应在14~18倍。

- 尽管高盛认为当前的市场赢利预测可能趋于上行，但出于客观原则高盛在模型中使用的仍是当前市场预测数据。

- 运用11%的股权成本，基于市场赢利预测的预期市盈率合理水平为15.7倍左右，非常接近高盛使用的H股市盈率倍数。

- 由于对永续增长率的贴现结果对贴现率（股权成本）高度敏感，高盛进行了敏感性分析以模拟在不同的股权成本假设下合理市盈率的可能变动。结果表明在股权成本自高盛11%的核心基本假设上下浮动0.5%时，海外上市的中国股票总体预期市盈率的合理区间应降至14~18倍。

- 为反映中国资本账户的半开放性质，高盛在贴现A股未来10年及之后的现金流时分别使用了9.5%和11%（与H股相同）这样较低的贴现率，以反映高盛认为资本账户将在10年内完全开放的预

第5章 买入的信号灯

期。高盛的结论是合理的市盈率倍数约在 16~20 倍，合理的预期市盈率最大值为 25 倍。

高盛的综合题当然不会这么片面。高盛继续分析：A 股市场的风险比较均衡。

- 新开账户数目：不算过多：高盛认为新开交易账户（包括 A 股和基金）的数目是反映散户投资者对市场信心的明确指标，因为其与市场表现的方向相关性较高。2010 年年初以来散户投资者新开账户的数目反弹，但仍显著低于 2007 年市场鼎盛时的水平（不到 50%）。

- 折年换手率：2009 年一季度末以来，A 股市场的折年换手率一直徘徊在较高水平并且相当接近 2007 年的高点，表明国内市场上投机性头寸依然很多，股价上涨的部分原因可能在于频繁换手而非基本面因素。

- 现金仓位与资产配置：根据高盛自下而上的加总分析，A 股机构投资者的现金比率已于 2009 年上半年达到历史低点。现金比率下降的原因可能在于：(a) 投资者增加对股市的投资；(b) 股票组合的市场价值上升，使得现金在投资组合中的相对权重下降。高盛从国内投资者那里了解到，出于对表现落后的担忧，他们一直在提高股票投资的净比重。此外，2010 年年初以来股票型基金和平衡型基金的资产管理规模所占比重上升，并且接近 2007 年高点。较低的现金比率以及较高的股票投资比重表明，市场回调时逢低接纳的买盘力量可能有限。尽管如此，基金净募集的资金总额可能在一定程度上缓解投资者整体的现金紧张状况。

- 限售股解禁：高盛接到很多关于 A 股市场限售股解禁的问题，因为 2009 年 10 月是限售股解禁最为密集的月份之一。高盛加总了限售股解禁带来的潜在股票供应，其中包括非流通股改革、IPO



及定向增发。很明显，在可预见的未来这些限售股导致的潜在抛售压力仍比较大，但是高盛认为限售股股东是否会出售股份主要由他们对股票的预期价格回报来决定。具体而言，在市场估值较高时（意味着未来预期回报下降）投资者更有动力降低其集中持股风险并出售现有股份，反之亦然，高盛认为，由非流通股或 IPO 限售股股东自行决定是否出售其持股将成为金融资产与实体资产之间的均衡机制，也是中国向以市场为导向经济体转变的重要前提条件。

· IPO 规模：对于流动性枯竭的担忧过度。根据 IFR 和万得的数据，2011 年年底之前 A 股市场可能有价值超过人民币 2 170 亿元（319 亿美元）的新股等待上市。虽然初看上去整体数字比较庞大，但是高盛认为市场对流动性枯竭的担忧过度，因为：（a）潜在的股票发行数额远低于 2007 年人民币 8 000 亿元左右的历史高点；（b）A 股市场上股票发行与市场表现的相关性一直较低；（c）从股息支付和日交易额角度来看，流动性需求似乎得到了良好的缓冲；（d）高盛仍然认为流通体系中现金的变动（又称流动性）是央行货币政策（利率、法定准备金率、公开市场操作）而非 IPO 引起的。

耐心的等待是一个考验人的孤独的游戏。但是，投资者必须要读懂企业赢利能力周期。

一副好牌已经在手，只要按照规则出牌就好了。

再来看看瑞银的神奇“129”只股票。钱是永远不知道疲倦的，关键在于你是否能驾驭它。很多人都知道“以钱滚钱，利上加利”，却没有多少人能体会它的威力。资产分配，是一个关键性的投资概念。他的含义是：把你的财产看成是一筐子鸡蛋，然后决定把它们放在不同的地方：一个篮子，另一个篮子……万一你不小心碎掉其中一篮，你至少不会全部都损失。但是，如果投资无利可图，而投机又充满危险，聪明人该采取什么对策呢？也许应该把注意力

第5章 买入的信号灯

集中到那些价值被低估的证券上来——那些通过仔细的分析而发现它们的市场价格低于内在价值的债券或股票。世界上根本没有那种一选对股票就会响的铃。无论你多么了解一家公司，也不能保证投资这家公司的股票肯定能赚钱。但是如果你清楚地了解决定一家公司赢利还是亏损的关键因素，那么你投资成功的概率就会大大增加。

A股的神奇咒语你知道吗？神奇的“129”只股票！瑞银对中国股市分析发现：1998年～1999年，当时GDP增速下滑到7.8%和7.6%，甚至有权威经济机构称当时实际经济增速低于7%。当年的规模较大的工业企业利润和上市公司利润，都出现负增长。上市公司ROE从1997年的13.6%下滑到2000年的9.1%。但是，即使在那样恶劣的经济条件下，许多公司仍然获得了惊人的增长。在1997年702家上市公司中，有129家企业在1998～2000年连续三年净利润正增长，更有27家公司每一年的净利润增速都超过20%。观察这129家公司，瑞银发现以下有趣事实：如果按照四分位法将市值分为特大、大、中、小类板块，可以发现这129家公司均匀地分布在四个板块中，比例依次为33%，24%，20%，23%。但最优质的27家公司的市值分布明显集中于特大和大型股中，其比例为56%，33%，11%和0（市值数据采用1998年12月30日的数据）。大型公司由于拥有健壮的现金流，在经济下滑时期具有较强的抵御风险能力。

从行业分类来看，129家公司分布在信息技术、公用事业、医疗保健、可选消费、一般工业、日常消费、材料、能源和金融行业。其中可选消费和一般工业所占的比重最大，占全部公司数量的22%和19%。但是考虑到A股本身的行业分布，这个行业分布不代表投资机会更多分布在可选消费和一般工业中。如果考虑到A股公司本身的行业分布，我们就可以发现，投资机会更多在日常消费、信息



股投资信号灯

技术、医疗保健和可选消费等行业中。

比如，在 1998 年的 A 股市场上，日常消费类股票只有 50 只，进入这 129 只股票名单的就有 12 只。随机买入日常消费类股票，投资者有 24% 的概率获得良好回报。而信息技术、医疗保健和可选消费中好股票的概率是 22%，20%，21%。这是瑞银浸淫中国 A 股多年得出的答案。

中国台湾股市从 1967 年年初 100 点升至 1986 年 800 点，然后升至 1996 年 8 月 6 200 点，30 年 62 倍的上涨幅度绝对是个大牛市吧？但是统计表明 27% 的投资者绝对亏损，78% 没有超越市场平均收益，也就是说只要买指数基金，你就可以领先 78% 的投资者。沪深股市 2000 年全年上涨 51.75%，统计表明二亏二平六盈，也就是说 40% 是亏损的，而 60% 赢利的投资者中又有多少超越了指数的上涨幅度不会超过 12%。

美国股市的数据表明：作为专家级的基金不过如此。15 年周期（1983 年～1997 年）85% 的基金没有跑赢大盘指数，35 年周期（1962 年～1996 年），在续存的基金中只有 34 只战胜大盘！根据和讯的统计分析，他们的客户都是有情绪周期的，即使再大的黑马，如果在买入两个月内没有启动，而同期市场出现活跃个股的话，99% 的客户都会把黑马股票提前抛出；此外，还有 90% 以上的投资者不会在当期赢利后撤出股市，客户的资金会一直停留在市场，只是从一类股票转到另一类股票而已。

其实，瑞银说，只要有 129 只就可以啦！我们接下来将进入本书最激动人心的一刻，我们将从 2008 年，那个百年一遇的金融危机开始，讲述一个熊市赚钱的瑞银集团。

如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。人们在普通的投资过程中更多和更重要的是考虑其波动的因素，而很少

第5章 买入的信号灯

考虑其长期的成长和衰退性。只是，投资艺术有一个一般不受人欣赏的特点。如果不惊人，外行投资者可以用最小的努力和能力取得可信的结果，但是改进这个容易得到的标准需要更多地运用投资的技巧和更多的智慧。如果你只是将一点额外的知识和聪明用于投资规划，而不是比通常的结果认识得更好，你可能发现你已经做错了。

回到2008年，金融危机席卷全球，中国A股此时已经从6000点狂泻。但瑞银依然坚持投资。钱放到哪里？这是瑞银对投资者的提问。当时担任瑞银中国区首席策略师的陈李给出的答案是：“困扰投资者最大的问题，不是上证综指会下跌到什么点位，而是把钱放到哪里。根据我们估算，目前中国国内开放式公募基金的股票仓位已经下降到60%以下，非常接近契约规定的下限。他们所能够卖出的股票非常有限。但是把有限的资金配置在什么样的股票上？怎样进行行业配置调整？成为很大的疑惑。”

□由于经济前景黯淡，企业未来赢利难以估算，高成长的“故事”不再有那么多的听众，投资者要求他们配置的股票能够提供较高的安全边际。一旦成长让位于价值，投资者更加看重市净率(PB)，而忽略市盈率(PE)。

□将A股市场各个行业市净率和历史最高/最低水平(2002年至今)行比较，可以发现食品饮料、零售、能源(煤炭)和电信服务，当前市净率高于历史最低市净率。在投资者普遍预期其赢利能力(ROE)下滑的情况下，这些行业最近遭受的抛压最大。

□但是这些行业的赢利能力会不会降低到历史最低水平呢？分析显示：消费股仍将在未来保持相对强劲增长。在下跌后，一些消费类股票的价格会变得越来越具有吸引力。现金成为投资者最关注的部分。

□现金可以为市值提供安全保障。如果某些公司手持大量现金，

A 股投资信号灯

或者高流动性资产，在没有大规模资产支出的情况下，这些现金为股票市值提供了较高的安全边际。这些现金占市值比重较大的公司降低了投资风险，吸引投资者注意力。

□现金为王，现金能够预示未来的增长前景。如果一个轻资产的公司（折旧摊销占成本费用比重低于 20%）经营性现金流一直超过净利润，而且现金流增长速度也超过利润增速，那么持续强劲增长的现金流为公司未来利润增长提供了较好的保证。经营性现金流持续超越利润，如果折旧摊销不是主要原因，往往意味着该公司具有大量未确认收入，客户将资金支付给公司然后等待公司销售产品。这些未确认收入在下一个财政年度将轻易地转变为利润。

可怕的是，他所说的股票全都赚了不止一倍。

其实，那个时候，投资者情绪低落，A 股市场上个人投资者新开户数量下降到 2002 年年初水平。机构投资者的股票仓位也下滑到历史低点。陈李却认为，A 股隐含股权风险溢价已经上升到 5.5% 以上，一度超过 6%，接近历史最高点（7%），显示投资者强烈规避风险。历史证明，一些重大政策可以通过影响投资者情绪来改变短期股权溢价。比如股权分置改革，对短期（2005 年）的隐含股权风险溢价的影响就达到了 1.35%，当然，政策的影响时效最长不过 1 年。中国政府积极稳定金融市场，通过各种行政手段直接介入证券市场，遏制股票市场急速下跌，各种利好政策不断出台，降低印花税率，双边征收改变为单边征收，暂停新股发行，鼓励中央企业大股东回购股票等。累计的政策效应终于在 2009 年的 4 月和 9 月推动市场反弹，暂时鼓舞了投资者信心。如果中国政府能够不断出台利好政策支持投资者信心，那么隐含股权溢价水平有望保持在 5.0%~6.0% 之间，不会继续恶化。

“更为重要的是，此时的估值，A 股的 PE 已经处于历史最低水

第5章 买入的信号灯

平，整体市场的估值已经下滑到历史低点（13 倍）。从动态 PE 来看，不论是全部 A 股还是沪深 300 成分股都没有到达历史最低水平。当然，估值水平也会受到赢利预期的扭曲。2005 年动态市盈率较低，部分原因是当时的分析师预期比较乐观。当时分析师预测 2005 年全部上市公司净利润同比增长 17%，而实际的净利润增速是 -5%。如今分析师的赢利预测普遍谨慎，市场一致在当时预计 2008 年净利润同比增速只有 19%。与此同时，静态 PB 已低于历史最低水平。

但 A 股上市公司的净资产按照成本计价，忽略了这几年快速上升的通货膨胀。如果按照重置成本计算，其净资产早已大幅升值。2008 年的土地、资源和建材价格相比 2005 年上涨了许多。将 PPI 作为一个保守的、简单的通胀因素，对当前 A 股上市公司净资产进行简单重估。即，重估后的 A 股净资产总和 = 非制造业企业净资产 \times 1 + 制造业企业净资产 \times (1 + PPI)。我们假设制造业企业净资产是均匀增长，这里的制造业企业净资产 = (期初值 + 期末值) / 2。需要说明的是，这是一个极端保守的重估，考虑重置成本的净资产要比这个数值高得多。根据 PPI 修正后的净资产，计算出的 PB 只有 1.6x，低于 2005 年中期的历史低点 1.8x。”

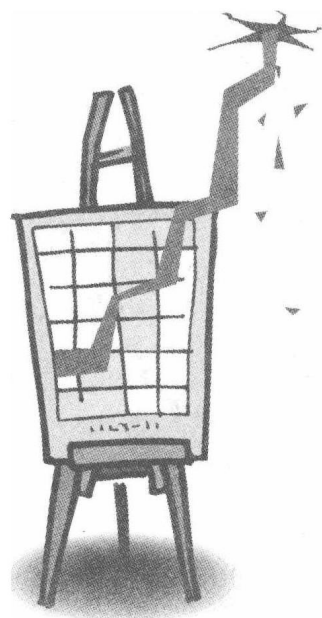
此时不买，更待何时？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

第 6 章

跌落前卖出

谁会成为股市的赢家,就看谁能先一步脱离市场。这是股市大赢家的智慧箴言。在正确的价位买入至关重要,任何投资获得的最终收益首先取决于买入价。在某种程度上说,人们可以认为是赚是赔由买入决定,但是,只有在卖的时候才能知道是赔是赚,卖出也是十分关键的环节。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进：<http://www.7help.net>

卖出的红灯 1 看清牛熊要素

如果你无法在适当的时机卖出，正确买入带来的收益就会消失。
买股票难，卖股票更难。

俗话说得好：会买是徒弟，会卖才是师傅。究其原因，难就难在一个贪字。这是人类共有而难以克服的本性，股市中应克制贪欲，任何的获利应以目标为主，适可而止。

一般情况下，投资者所拥有的股票，一旦获利，会越看越高，越想越远。此时，唯一的办法就是放入保护利润的限价卖单，若股价继续上升则获利更多，万一市场突变急速下挫，获利目标仍能满足。

比如，一位投资者以 15 元的价格买入股票，并决定如果该股涨到 20 元就卖。然而，接下来发生的事就是大多数投资者所经历的了：当该股股价涨到 20 元时，这位投资者决定继续持有等着再涨几元。随后，该股达到 22 元，贪婪继续压倒理性。投资者继续持股待涨。该股跳水又回到 18 元。该投资者又告诉自己一旦再涨回到 20 元就全部卖掉。不幸的是，该股再也没涨回到 20 元，反而一路下滑。该投资者最终被情绪和挫折感压倒，在 14 元的价位卖掉了股票，由赢利转为亏损。

当贪婪和情绪压倒理性判断的时候，投资者安全的投资准则就会被赌博一样的倾向所取代。结果首先是亏钱，投资损失是 1 元，

A 股投资信号灯

而真正的损失实际上是 6 元，因为该投资者有机会在 20 元的时候卖掉，但却没有这样做。

因此，知道何时卖出头等重要，正确的卖出可以减少遭受两种后果的可能性。

第一，正确卖出有助于保住收益；第二，正确卖出可以减少遭受重大损失的可能性。那么，怎么做出卖出决定呢？“外资什么时间卖，关键是要看市场，比如说一只股票的股价是 10 元，我们的目标价是 15 元，它很快就涨到了 20 元，我们当然很有可能把它抛掉。我们有一个目标价位，是一个 12 个月的目标价位，但是如果股价很快就到了这个价位甚至超过很多，我当然要灵活改变投资策略了。”瑞银中国证券部总监袁淑琴说。

什么时候卖出？高手对决，不能盲目出手。首先是目标市盈率：20 倍。

其实，机构投资人一般都会基于以下公式估算当时的市盈率： $PE = (ROE - g) / (ROE \times (K_e - g))$ 。

这个公式由 $PE = \text{Payout Ratio} / (K_e - g)$ 推导而来。我们将推测，12 个月后市对这些数据的估计。比如瑞银认为，12 个月后市市场预期 A 股公司的 ROE 在 10%~12% 之间波动。过去 14 年 A 股公司 ROE 的平均值是 12.4%，扣除金融股后的 ROE 均值是 11.8%。最高点出现在 2004 年，ROE 达到 17.6%，最低点出现在 2002 年，下滑到 7.5%。因此，瑞银认为 A 股公司利润的长期增长率平均值在 6%~8% 之间波动。这个假设基于长期名义 GDP 增长速度保持在 8% 左右。

投资者对中国经济未来仍然具有信心。股权成本是变动最频繁的指标。自 2002 年以来，股权成本波动区间是 8.5%~11%。由于投资者风险偏好经常大幅波动，导致股权成本剧烈波动。

因此，股权成本应该是在短期内对市盈率影响最明显的因素。如果固定增长率为 8%，ROE 为 11%，股权成本波动区间设定为

第6章 跌落前卖出

9%~10%，那么市盈率波动区间为14~27倍。因此，目标市盈率设定为20倍，是波动区间的中值。

如果瑞银把增长率放宽到6%~8%，把ROE放宽到10%~12%，得到的目标市盈率波动区间是10~33倍。观察上证综指市盈率历史波动，可以发现瑞银的目标市盈率低于历史均值。因此，目标市盈率的上行风险较大。12个月后市盈率可能超过瑞银的目标值。瑞银仍然相信，信贷放松是反弹的催化剂。因为：①信贷放松，货币供应量增加，有助于降低隐含股权风险溢价（历史数据显示货币量增加在短期内可以降低股权溢价）；②信贷放松，有助提高部分大市值行业比如银行的利润增幅；③放松信贷可以直接刺激投资（1998年以来金融机构贷款余额扩张速度和固定资产投资增速的相关性达到了0.55），间接提高企业赢利水平。但仍有一些因素会制约信贷松动带来的反弹幅度。

从本质上看，投机者在这一段时期内的经历与在从前的市场周期中的经历并无区别。无论从其他角度来观察，这一段时期显得有多么的特殊，但从投机者的立场来看，华尔街也好，中国也好，倒是应了那句老话：“万变不离其宗”。

巨大的利润变成惨重的亏损，新的理论在建立之后又被推翻，紧随着人们的喜悦而来的却是绝望，所有的一切都与历史上曾发生过的轮回是如此一致。几乎不言自喻的是，从大股灾的废墟中将酝酿出获取巨额投机收益的新机会。而我们似乎仍然有理由相信那些古老的投机格言：“对于投机者来说，懂得何时买卖要比懂得买卖什么更重要”，“亏损的投机者要比获利的投机者要多几乎是一个数学定律”。

最大的危险就在于买得太早，等不及上涨又去抛掉。

判断股市是否达到顶部的方法有二：

其一是股价指数创新高，然而成交量却呈现萎缩，这表示市场上的股票需求不振，股价随时可能下跌。



第二个方法则是成交量接连几天扩张，但是股价指数的涨幅相当有限，这表示股市主力或大户有出脱持股的现象，可能已达顶部。

假如股价下跌，你必须当机立断，尽快停损。股市制胜秘诀并不在于你每次都选中好股，而是在于当你选错股票时，能将可能招致的亏损降到最低。你必须明白自己绝不可能在股价涨到最高点时才出手。

因此，你如果因为卖出股票后该股股价仍持续上扬而自责，实在是再愚蠢不过的事。所谓获利了结的意义是你已经靠卖出股票而赚了一笔，因此没有必要因为股价在卖出后持续上扬而感到懊恼。假如你所遭遇的亏损不是由于你的错误所造成，这就表示整个股市大势不好。如果你的股票持续亏损，你最好暂时避开风头。

与 QFII 精准抄底同样值得赞叹的是其逃顶的功夫。2007 年，当全民投入疯狂牛市中时，瑞银便察觉到股市估值已经超过合理水平，便开始抛售套现。

2007 年 5 月，在 A 股市场连创新高的情况下，瑞银却认为 A 股估值过高，警示投资者注意即将到来的风险。瑞银指出，当时推动国内股市上涨的原因，主要在于资金充裕及市场情绪高昂，而市盈率及企业赢利对大市的影响力较为次要。

瑞银因此认为：A 股市场已开始形成泡沫，估计 A 股未来仍会上升，直至泡沫爆破为止。瑞银指出，市场自行调节的机制已无法修正 A 股的升势，故国内股市已开始由估值偏高的阶段，变成泡沫的阶段，瑞银建议投资者把 A 股占投资组合的比重降低。

瑞银中国证券主管，也就是 QFII 的操盘手袁淑琴表示：纯粹从基本面看，毫无疑问，A 股的估值已经过高，从资金流量看，A 股又是一个非常强势的市场，因为资金在不断地流入，A 股的确仍有继续上升的空间。但价值投资是瑞银的一贯理念——便宜的东西，没人买，我们买；贵的东西，别人抢着买，我们就走了。“我们已经看到，机构投资者，尤其是 QFII 这样有其他市场可以选择的投资者，已

第6章 跌落前卖出

经在大规模减持 A 股，现金水平明显提高。一些资产管理公司类的 QFII 对额度的需求已经在明显减少。还有一些重要的市场因素我们不应忽略，比如，虽然资金量很大，但同时，新的 IPO 以及‘大非’、‘小非’减持，也会令股票供应增加。”

袁淑琴同时称，减持 A 股，并不意味着会离开中国，这只是基于理性投资的考虑，增加现金水平，等待好的投资机会。和几年前担心股市低迷不同，中国资本市场今天面临的是价格升得太快的“富贵”问题，这其实是对中国资本市场参与者的一次考验。股市上涨的确是好事，但好事也可能有坏的结果。投资者要自制，监管机构也要做好投资者教育，同时要杜绝借钱炒股等令股市泡沫越吹越大的违规行为。

2007 年 7 月，瑞银再次重申对 A 股市场的减持观点。瑞银认为，中国股市是亚太地区估值第二高的市场，估值溢价已升至 16%，为过去 7 年来的最高水平。其中，不包括能源股和原材料股的整体估值溢价已升至 40%，中资保险股的市净率与股权回报率的估值溢价已上升至 117%。比如，对于银行股，瑞银的报告指出，目前银行 A 股的价格大概是 2007 年预计账面价值的 2.5 倍，而目前全球新兴市场银行股的平均值为 2.1 倍，这意味着中资银行 A 股目前已存在近 20% 的溢价。作为 QFII 的优秀代表，瑞银的看法往往具有前瞻性和指导性，事实证明了瑞银的眼光，国际化的视野和坚持理性估值使得瑞银成功提前逃离 2007 年 10 月以后的 A 股大跌。

2009 年上半年，瑞银在看好 A 股反弹的同时，再次警示重视 A 股反弹见顶的三大信号。瑞银表示，A 股在经济基本面复苏、流动性充裕背景下展开的本轮反弹仍有望持续一到两个月，但 2009 年全年尤其是二季度后的走势将有很大不确定性，PPI 环比下降、月度信贷额萎缩、新开工项目数量下降将是大盘此轮反弹见顶的信号。瑞银认为，A 股 2009 年以来的大幅反弹的主要原因在于经济基本面



A 股投资信号灯

复苏，按季计算的企业利润环比数据回暖，且预计在未来两个季度仍将保持上升趋势；同时信贷投放和流动性也对市场形成了有效推动——这不仅表现在1月大规模的信贷额将会推高第二季度的投资，也表现在流动性释放使股票市场资金面宽裕，有利行情展开。

瑞银判断，此波行情将具有较强的持续性，阶段性反弹还能持续1至2个月，而支撑行情继续展开的因素包括以下三个方面：首先，二季度企业利润环比增速还会继续回升；其次，整个一季度的信贷量可能会超过预期，或将达到2.5万亿甚至近3万亿的水平；再者，在市场情绪上，多数投资者已经提前消化了上半年经济和企业赢利数据将比较难看的预期，在得到一些超预期的信息后，会比较乐于做投资。但在对2009年全年的大势研判上，瑞银认为依然应当保持谨慎，并提出借以判断本轮行情已经“触顶”的标志有三个：PPI月度数据出现环比下降，大宗原材料价格存在下跌风险，企业存货可能被迫再一次积压；月度信贷额突然萎缩，这无论对实体经济还是股票市场，都意味着流动性的突然消失；大规模信贷投放之后，投资增速不能达到预期，3月、4月新开工项目数量下降。

你可以说瑞银也没有能够在最高点卖出，但你无法否认，一次次地成功逃顶已无法用运气来解释。瑞银的投资案例告诉我们，永远别期望能把握住市场的最高点和最低点，模糊的正确远胜于精确地错误。在找到卖出股票的理由之前，投资者应该认识到，适时地卖出股票不需要精确的市场时点。投资者即使有也非常少会在最低价买入然后在最高价卖出。

如果你真的碰巧在最低点买入又在最高点卖出，就把它当成是一次天上掉馅饼吧。沃伦·巴菲特、彼得·林奇等成功的投资者，他们的成功不是在最高点买入在最低点卖出，他们关注的是在一个价位买入，然后在一个更高的价位卖出。

凡知兵者皆慎战，凡慎战者先谋败。在股票投资中，判断方向和风

第6章 跌落前卖出

风险控制的重要性是等同的，不分孰轻孰重。巴菲特说过：“一永远不要让自己的本金亏损，二永远不要忘了第一条。”交易是战场，不是舞台；技术分析需要的是实效，而不是炫技。技术分析之根本目的不是预测，而是提高交易胜算，预测正确但不能赚钱的分析，花拳绣腿而已。

归根结底，任何交易策略都由三个价格组成：进场价，止损价和目标价。

交易的指导原则是：顺势交易，果断止损，让赢利持续增长。三项原则和三个价格遥相呼应，将三项原则融合到市场波动中，演绎出三个价格，这就是交易。一个分析准确率在40%左右的投资者和一个分析准确率在80%左右的投资者，谁有机会能长期生存呢？

从表面看，似乎是后者胜算更大一些，但如果不能有效地实施止损措施，不能有效地控制风险，前者有可能比后者表现得更好。假设两个人都是100万元资金，前者每次的风险都控制在2%，十次交易中四次赢利，六次亏损，结果六次亏损损失是12万元，而后者每次的风险控制在20%，十次交易中两次亏损，亏损额达40万元。在此情况下，后者必须比前者多赢利28万元才能保持一样的业绩，如果后者在十次交易中刚开始就连续两次亏损，那么继续交易的本金实际上是60万元。在资金量大幅缩水情况下去实现28万元的赢利，意味着股价要上涨近50%，难度无疑增大了许多。

因此，如果不能有效止损，合理控制风险，那么即使有比较高的准确率，也未必有好的业绩表现。彼得·林奇表示，投资成功的关键就是小亏大盈，将亏损幅度控制在尽可能小的范围，而尽可能无限放大赢利，让利润奔跑。

目前，国内追求绝对收益的私募基金多是此投资理念，在熊市中小亏甚至不亏，在牛市中实现持股市值的大幅增长。

止损是交易成功的核心，设立止损才是技术分析最关键的用途，趋势判断只是为了设立止损服务的。止损，意思即是控制损失。止



股投资信号灯

损是投机活动中的基本功，最简单，最有效，人人都知道。

但是很多人做不到。很多专业投机者，既精通技术分析，又精通基本分析，也曾多次在投资活动中取得赫赫战果，但因一次失手造成千古恨者，比比皆是——如巴林银行事件中的尼克·李森，住友事件的滨中泰男，等等，这些本来在业界享有很高声誉的人物，因为一个错误而身败名裂，给人们留下了深刻的教训。而这个简单的错误就是，没有及时止损。很多投资者在实际操作中，只看到了炫目的利润，而忘记了或是淡化了风险，最后陷入困境，永远离开这个市场。

华尔街有言：“当所有的分析都失效的时候，我就使用最古老的保护措施——止损单。”

趋势判断包含单边市和区间市两个方面，趋势判断不同，止损设定的方法也不同，趋势判断正确，止损被触发的概率降低，交易胜算自然提高。如何设定止损？简而言之，在顺势交易大前提下，选定一个大幅波动的 K 线，将止损设定在其极值点之外。该 K 线一般满足三个特点：变动方向与趋势相同；对重要技术位进行测试后出现；距离主要均线不要太远。每次交易，止损金额应该是事先明确，一旦确定了止损点，就能够由头寸规模倒算出进场点或相反。

只有控制好风险，才有可能长期在股市中生存，才有可能等到好的投机机会，才能不断地取得胜利。屡败屡战靠的是意志，值得鼓励，但不是重点，重点是屡败之后还有屡战的本钱。

卖出的红灯 2 读懂正面消息的负面反应

2009 年中的大跌，瑞银是如何全身而退的呢？

国务院于 2009 年 8 月 26 日公布了抑制部分制造业过剩产能的计划。其中受控的行业包括水泥、钢铁、铝、造船、化工及浮法玻璃。风电及多晶硅等新能源行业也在产能过剩的名单上。瑞银认为从长期来看此举利好：“这些措施将有助于提升中国经济和股市的可持续性。另一方面，中国监管当局并不打算、也无法放缓经济回暖的速度或采取紧缩政策。”这些措施可能无助于短期动能，但在短期内瑞银的策略是：出于对整体风险的考量，对中国股市仍持谨慎态度。房地产、金属、资源等“热门”行业可能面临更严格的监管，而且中国的贷款增长可能也会因对“热门”行业实施更严格的贷款限制而受到影响。瑞银的分析师唐志刚认为，此举有利于受控行业中的大型国企。抑制产能过剩的措施有利于那些受控行业中扩张计划已获批或已执行的大型国有企业。看看瑞银如何解读正面消息里的负面新闻：根据国务院的消息，温家宝总理于 2009 年 8 月 26 日主持召开内部会议，开始部署对产能过剩行业的投资限制。这是自中国在一年前转为实施促增长的货币和财政政策以来，首次出台的



A股投资信号灯

涉及具体行业的产能控制措施。哪些行业被视为“产能过剩”？国务院指出，不仅钢铁、水泥等产能过剩的传统产业仍在盲目扩张，风电、多晶硅等新兴产业也出现重复建设倾向。

但瑞银注意到，在工业和信息化部于2009年8月26日公布的《2009年中国工业经济运行夏季报告》中，具体表达了对以下行业产能过剩的担忧。钢铁：全中国钢铁产能过剩1亿吨，再加上2009年迄今新产能建设同比增长了约20%。水泥：全中国已有过剩产能3亿吨，目前有2亿吨新产能（逾20条新生产线）在建。铝：目前电解铝产能利用率仅为65%，而在建的氧化铝和电解铝新产能分别达到560万吨和200万吨。其他存在严重产能过剩问题的传统行业包括造船、化工及浮法玻璃。工信部同时表达了对风电及多晶硅产能过剩的担忧。此次不在产能过剩名单之列的有哪些行业？中国曾在2004年和2006年出台过类似的抑制产能过剩的政策。与当时受控行业相比，我们注意到，此次煤炭、汽车、电力及纺织行业并不在受控之列。政府将做些什么？对于产能过剩行业，国务院制定了以下监管措施：加强新项目审批管理；强化环境监管，提高环保标准，达不到污染物排放标准或超过排污总量指标的生产企业必须限期治理，限期治理不合格的必须停产处理；严格依法依规供地用地。

加仓的机会来了！

瑞银认为新的抑制产能过剩措施从长期看有利于中国经济和股市。瑞银的态度很明确：中国政府首先得“清扫后院”，治好2009年上半年流动性过剩的“副作用”。2009年以来新项目开工达到纪录高位，同时从2008年下半年开始房地产投资日益飙升，对钢铁、水泥等行业的投资热情高涨，在这种情况下，唐志刚认为，抑制产能过剩正是目前中国政府需要做的。

瑞银的中国经济学家汪涛也认为，上述措施是政府为避免出现

第6章 跌落前卖出

大起大落的信贷和增长周期所做努力的一部分。这些措施将有助于提高中国经济增长和资产市场的可持续性。另一方面，她认为政府不会让增长、投资和资产泡沫发展到失控地步，也不愿阻止经济复苏的步伐。但抑制产能过剩的措施可能无助于短期市场动能。瑞银预计未来数月，投资者仍将对监管的不确定性持谨慎态度。投资者可能会问接下来会怎样？可能会有越来越多的关于房地产、金属及资源等“热门”行业的监管消息出炉。由于对“热门”行业的投资和银行贷款将被限制，因此投资者可能会质疑中国贷款增长的可持续性。

瑞银在2009年6月3日的中国市场策略报告《区间振荡，静候下一轮牛市》中提醒投资者市场将限于区间波动，且市场可能出现大幅回调。但在同一篇报告中瑞银也指出，政府不愿、或不能显著收紧流动性。2009年至今新开工项目规模达到8.6万亿元，其中大部分是政府牵头项目。如果监管当局收紧贷款增长则其中的部分项目无法完工，那么这不仅会损及国有银行的资产负债表，也会对政府政权的稳定造成负面影响。

瑞银更是预计2009年和2010年上半年不会大幅加息。首先，瑞银美国经济学家 Maury Harris 认为，未来12个月美国不会大幅加息。只要美国利率持平，中国就不应加息。否则，潜在的人民币升值恐将导致中国处境艰难的出口行业压力加重，而且利差扩大也可能会吸引更多资金流向中国，稀释了货币政策的效果。总而言之，瑞银当时预计抑制产能过剩的新措施在短期内会对市场动能产生负面影响，并且这种负面影响将持续一段时间。另一方面，投资者将逐步认识到监管当局并不打算采取紧缩政策，中国经济基本面将在2010年年初完全恢复。就此，瑞银认为，目前走势振荡的市场实际上为我们提供了针对下一轮牛市的更好进入点。瑞银认为，抑制产



能过剩的措施有利于扩产计划已经获批的相关企业。而大型国企整体上从中获益最大。2010年，几乎所有进入市场的人至少可以赚到一倍。

再看一个案例。中国人民银行2010年10月19日晚间突然宣布加息，令市场错愕不已。尽管加息幅度不大，但是瑞银认为市场必须调整先前对中国货币决策的预期。根据瑞银中国经济学家汪涛的观点，目前预计在2011年年底前将进行3次加息。瑞银预计此次意外加息，以及对中国的利率预期可能的调整将迫使全球投资者在未来数日减仓。

事实上，美元走弱、大宗商品价格攀升的格局持续了一个多月后，2010年10月19日晚间已开始出现了反向交易。虽然如此，瑞银认为投资者在此次突然加息后应逢低买入。

瑞银认为加息并非负面因素，而是牛市的一个积极刺激因素。理由是：过去15年来中国仅出现了一次加息周期：从2004年10月至2007年12月。我们对此次加息周期进行了研究，查看了市场与板块表现，以发掘可能存在的模式。瑞银得出的结论如下：上次加息恰好与中国持续数年的大牛市同时出现。第一次加息表明牛市开始的时间是2004年10月。第一次与第二次加息后H股行情应声下滑，但数天内跌幅仅1%~2%。

此后，股市回报率在接下来一个月强劲上扬。在加息周期中段，H股指数对加息响应积极，数次加息后反弹力度加大。

实际上，第三次至第七次加息后一个月回报率平均达13.4%。板块方面，我们注意到跑赢大盘/跑输大盘的板块在第一次和第二次加息后出现了较大变化：

- 2004年10月首次加息后一个月：

- 一 跑赢大盘板块：房地产、材料、电信、保险。

第6章 跌落前卖出

— 跑输大盘板块：公用事业、IT、消费、资本品、交通运输。

• 2006年8月第二次加息后一个月：

— 跑赢大盘板块：消费、房地产、保险、公用事业

— 跑输大盘板块：银行、能源、交通运输

• 前两三次加息确实令股市受到了负面影响，但冲击仅持续了数天。此后股市回报率一般都会再次回升。加息实际上可解读为牛市到来的信号。在加息周期中段，投资者往往把加息视为监管层对经济具有信心的标志，因此对股市更为乐观。

另外，他们经常认为“另一只鞋子已落地”，所以加息后买股的风险更低。一再加息可能终结牛市。然而，在加息周期中段，尽管监管层的加息力度变大，股市仍把它视为利好。



卖出的红灯 3 该何时卖出股票

选择有潜力的股票、把握最佳的股票买入价格固然重要，但是股票卖出的时机才是投资赢利最为关键的一环。没有把握住卖出的时机，你之前所做的一切努力都有可能成为“无用功”。当股票价格被高估到何种程度时应该减持？投资者对于股票价格被高估要有一个清醒的认识。如果认为是短期的高估，通过企业自身的高成长性，动态地看是可以化解的，也就没有必要卖出。如果认为企业的成长性在较长时间内无法提高，那么高估的股价迟早会回归价值中枢。我们必须坚决地卖出。

然而，把握高估值股票是一门高超的艺术而非精确的定量计算。其中掺杂了个人的性格、感情等主观因素。买入股票要坚持四条原则：第一，一直坚持投资自己了解和能够看得懂的行业；第二，企业的优势是长期可持续的，有宽阔的护城河；第三，管理层是值得信任和敬重的；第四，企业股价是公允的、合理的。卖出股票同样需要理由，巴菲特也曾经卖出几只自己事后认为判断失误的公司股票，但不像大多数投资者那样因为大市不好卖出那些具有极高投资价值的股票。

第6章 跌落前卖出

在市场大幅波动、尤其是在你忍受不了股票大幅下跌所带来的损失之际，你问过自己为什么要卖出这只股票吗？

第一，公司基本面是否真的发生巨大的变化？有很多因素会导致公司基本面发生变化，比如经济下滑、管理层失误、行业的竞争等，对具体因素要具体分析。比如，投资者可以通过分析公司的资产负债表得知公司基本面是否恶化。一般而言，上升的负债水平、上升的库存和应收账款比收入上升更快，以上是判断公司的效率开始恶化的常用预警信号。此外，净资产收益率、利润率降低，市场份额收缩，高价或者前景不明的不明智并购，糟糕的管理层变更等也是可以借鉴的信号。

第二，股价是否被市场严重高估？比如，当一家公司的收益保持着年均 20% 的增长，而股价确实在短期内上涨了两倍以上，这就可以定为是高估。即使这样的增长速度还能保持 10 年，接下来的时间里其股价的表现一定很难再体现其高增长性。股价对短期事件反应过度，这就给了投资者好的投资机会。几乎每一家好公司都有被市场严重低估的时候。

同理，几乎每一家好公司都有被市场严重高估的时候，股价远超出其实际价值。如果投资者刚好持有这类被市场严重高估的股票，那么投资者就应该考虑减少在那只股票上的仓位以实现部分利润。股价暴涨超出你的预期时，请“落袋为安”。

价格不再反映合理估值，这是艰难的卖出理由，因为估值是科学更是艺术。

任何股票的价值最终取决于公司未来现金流的当前价值。因为未来的事情是不确定的，估值总是在一定程度上不够精确。当然，这也是一个可以参考的简单指标，比如，公司估值大大高于同类企业的估值，公司的市盈率大幅超出其过去 5 年或 10 年的平均市盈



股投资信号灯

率等。

第三，是否出现了更值得投资的公司？这包括两方面，一方面是发现了价格更低的股票，另一方面是发现综合质地更好的股票。在投资者确实认为新的目标股票可以有高出原有股票更好地成长性的时候，就可以进行换股，但换股会出现更多的不可预测性。当买入一只股票后，投资者可能碰到有问题的关联交易、变更的会计方法和下降的竞争优势等。如果在购买这只股票后发现了类似的问题，投资者就应该考虑卖出，明智的止损，寻找更好的投资机会远优于继续持有一只注定会表现不佳的股票。同时要注意的是，分析方面的错误并不是都一样。例如，如果一家公司没有达到短期赢利的预期，股价下跌，要是这家公司依然健康，那就算不上是卖出的理由。相反，如果投资者看到该公司的市场份额不断下滑，那就可能是一个长期走弱的信号，很可能就是一个卖出的理由。

记住，投资者不要根据股价是否在顶部而决定卖出，而是要根据估值和价格是否合理来决定。

卖出评价如何作出呢？2010年11月1日，瑞银发布研究报告称，中信银行（601998.SH）第三季度业绩虽然超预期，但质量不高，评级建议为“卖出”。此前，中信银行公布了业绩靓丽的三季报，国内券商分析师纷纷表示其业绩超过了“我们的预期”。三季报显示，2010年前三季度，中信银行实现净利润174.20亿元，较上年同期增长48.19%，其中第三季度实现净利润65.81亿元，同比增长53.98%。截至2010年9月30日，中信银行资本充足率达到11.66%，较2009年年末提高0.94个百分点，核心资本充足率则较2009年年底下滑0.37个百分点，降至8.80%。但在配股完成后，中信银行的核心资本充足率将得到改善。不良贷款率降至0.81%，拨备覆盖率达176.13%，比2009年年末上升26.77个百分点。而瑞

第6章 跌落前卖出

银却认为，中信银行虽然第三季度业绩大幅超预期，但质量存疑问。中信银行第三季度净利润比瑞银预测的 47.76 亿元高出 36%（比瑞银的前 9 个月预测值高出 11%）。中信银行 2010 年前 9 个月净利润已经超出瑞银的全年预测值，并且相当于市场的全年预测值的 91% 左右。在肯定中信银行也增长的同时，瑞银认为中信银行当前的拨备水平可持续性存在疑问，并认为公司业绩质量不高，而市场也会因其可持续性存在问题而打个折扣。如果假定中信银行的拨备对贷款比率增至民生银行和招商银行的当前水平，意味着需要投入 84 亿元作为拨备，这将会使中信银行的当前账面值减少 7% 左右。

瑞银分析后发现，中信银行 2010 年第三季度资产负债表增长乏力。由于第三季度存款增长乏力，中信银行的资产负债表增长受到抑制。瑞银认为其原因可能是第二季度末银行吸收的“临时性”存款外流所致，这很可能抵消了第三季度银行的内生存款增长。瑞银解释为，第三季度中信银行的大部分存款增长都集中在后端，很可能是“临时性”吸收的存款，以满足 2010 年上半年末的 75% 贷存比要求。虽然这给中信银行赢得了一定时间，但这也意味着如果中信要增加第三季度及以后的规模，就必须留住第二季度末吸收的“临时性”存款，并且实现存款的内生增长，以保持其贷存比在 75% 以下。

瑞银认为中信银行的净息差升幅不大，低于净利息收入增长所对应的 6%（升息资产的平均增幅要快于期末资产负债表的增幅）。作为 A 股中唯一一家相对其 H 股存在溢价的中资银行股，中信银行当前股价对应 13 倍的 2011 年预期市盈率、1.7 倍的 2011 年预期市净率和 14.1% 的权益回报率。基于 Gordon Growth 估值模型，瑞银将中信银行 12 个月目标价定为 5.80 元，12 个月的评价定为“卖出”。



忠告：长期持有不是“不卖”

成长股大师费雪说：“如果当初买进股票的时候事情做得正确，则卖出时机几乎永远不会到来。”只要持股时间足够长就可以消除股票风险？很多投资者仍然这么认为。那为什么如此多的投资者还会认为，只要你持股至少达到 20 年，股票投资就是安全的呢？在过去，评估的时间段越长，股票回报率的波动也就越小。从任何特定一年来看都是存在风险的。

但从数十年的情况来看，股票通常会以相当稳定的每年增长 9%~10% 的步伐走高。如果“风险”是指回报率偏离平均水平的可能性的话，那么这种风险实际上会在一个相当长的时间内逐步下滑。但投资股票的风险并不是回报率可能与平均水平有差异，而是你有可能在股票投资上血本无归。不管你持股多久，这种风险都不会消散。认为延长持股期限可以消除股票风险的想法只是谬论。时间可能会成为你的盟友，但也可能成为你的敌人。尽管较长的投资期限会给你带来更多从崩溃中复苏的机遇，但也会给你带来更多遭受崩溃的可能性。

回顾美国的历史，1926 年以来的股票投资长期年均回报率，目

第6章 跌落前卖出

前可查的良好数据始于这一年。从2007年市场见顶到2011年3月触底，这一长期平均回报率只是略有下滑，从10.4%降至9.3%。但如果2007年9月30日你在美国股市拥有100万美元的话，那么到了2009年3月1日你就只剩下49.83万美元。如果在一年半的时间内资金损失过半还不是风险，那么是什么？如果你在熊市到来之前退休会怎样？正如许多财务顾问所推荐的，在这段时间内，如果你每个月拿出4%的财富用于生活开支，那么最后你的100万美元将剩下不到46.5万美元。这样的话，你大概需要增长115%才能回到当初开始时的资金水平，与此同时，你只剩下了不到一半的钱可用于生活。但时间也会与任何人为敌，而不只是退休人员。一名50岁的投资者可能会对2000年~2002年美国股市下跌38%的情况感到不在乎，并告诉自己“我有充足的时间复苏”。他现在将近60岁了，即便在股市近期反弹之后，据伊博森公司估算，这位投资者的资产规模甚至比2000年年初时还低14%。他大概需要资产增长38%才能回到2007年的资产规模。

对一名40岁的投资者，或是30岁的投资者，情况也是一样。简而言之，你不能单指望时间能拯救你的美国股市投资。这就是债券、海外股票、现金和地产等投资品种的意义所在。巴菲特的导师格雷厄姆（Benjamin Graham）在他经典著作《智慧投资者》（*The Intelligent Investor*）一书中建议，投资者应当在股票和债券间平均分配投资资金。格雷厄姆补充说，你的股票投资比例永远不应低于25%（当你认为股票昂贵而债券便宜的时候），也不能高于75%（当股票看起来价格低廉的时候）。即便是现在，格雷厄姆的法则仍然是一条不错的投资准则。如果最后时间与你为敌而不是为友的话，那么届时你会非常高兴地发现至少还在其他地方有一些钱。

凯恩斯年轻时撰写了一部很有影响力的关于概率理论的著作，

A 股投资信号灯

并且对概率和风险管理表达了清晰的观点。

他强调，可预测的并由此适合保险的风险与那些我们无法对之形成一致的统计结果并无法解决的不确定性之间存在着区别。虽然金融资产和市场能够配置适合保险的风险，但是，更为重要的经济风险常常具有无法解决的不确定性，事实上，金融市场的参与可能会加剧这类风险。问题是，不同于个人死亡或是火灾的风险，宏观经济上的不确定性基本上产生于经济体系内部。例如，经济滑入衰退阶段的风险，不是由诸如天气等外部因素造成的，而是来自资本家预期之间的相互作用的 uncertainty。如果每个人都相信衰退即将到来，他们将削减其投资支出和生产规模，从而降低工资，并以自我实现的方式促使预期真正到来。由于衰退不是可预测风险的表现，而是本质上难以预测的人类动态相互作用的结果，因此，资产市场无法配置或防范这种类型的风险。此外，凯恩斯论断，由金融市场完全配置投资，这本身就具有极大的风险。如果金融风险是可预测的，就存在一种统计基础，在此基础上可以估计资产的基本价值。相反，如果风险是不可预测的，就不存在可用于对资产估价的合理基础，并且市场预测作为流行、群集本能或恐慌的结果，可以囊括很多方面，从而在这一过程中扰乱投资和实体经济。

凯恩斯认为，在这种情况下，金融市场就好比由英国报纸主办的一场选美竞赛，其目标不是要选出最具吸引力的参赛者，而是选出公众投票最多的那一位。为了防范金融市场的不稳定性，凯恩斯建议一种“略带综合的投资社会化”，与金融市场相对应，由政治过程来发挥经济平衡轮的作用。因而，站在财富拥有者的角度上，对货币、发展成熟而复杂的金融市场以及资产的使用，在某种程度上是一种抵御“来自时间和不确定性的神秘力量”的反应。直接投资要求投资者承担长期的、缺乏流动性的和充满风险的未来。相反，

第6章 跌落前卖出

金融资产象征着比在任意时刻能够销售的量都多的现金财富，并且允许财富所有者延迟作出决策，直到所涉及的资金被最终使用。

凯恩斯相信，这就是货币和金融资产具有潜在危险性的真正原因。在不确定性条件下，财富所有者倾向于把直接投资转为金融资产或是现金，从而增加销售和购买实物商品及服务的间隔时间。尽管自由放任理论认为，为了提高经济体中的流动性，要尽可能地扩大金融资产的范围，并尽可能地降低交易成本，凯恩斯还是发现了一点论据，该论据支持对投资者的选择进行限制，并促使他们从事某种形式的直接投资。他甚至建议，财富投资应该如同结婚：一个投资者应当选择他认为具有最好的长期前景的实际投资，并且其后一生都坚持这项投资。

巴菲特作为价值投资的伟大实践者和成功者，秉承了这种长期持股不动的传统价值型交易思想。他在几十年的投资生涯中，通过新购买的伯克希尔的股票市值完美地诠释了这种交易策略的优越性。

巴菲特认为，投资致富的真正关键，首先是减低“摩擦成本”。他认为，摩擦成本来自金融机构的层层剥削、不断提升的交易成本，其实也包括投资人购买到不良金融商品或企业股权所带来的价值耗损（包括操作失当的损失，以及社会资源的浪费）。这一观点符合价值投资一再强调的：投资人应秉持纯正投资的理念，以企业价值的研究为核心，并选择“投资成本回报率”高的投资商品或服务，才能有效降低不必要的摩擦成本。A股市场中，大多数投资者以短期回报论成败，不管是机构投资者还是个人投资者，最津津乐道的是过去短短的一个月、一个季度，谁的投资回报率有多高，并据此来指导自己的下次投资。可想而知，不断的买卖之后，长期投资收益并不理想。

瑞银对中金黄金、山东黄金超过6年的长期持有，获利超过40



A股投资信号灯

倍的业绩还不值得投资者借鉴吗？只有选对股票，长期持有，才能享受时间价值的复利收益。那么，“打死都不卖”、“守得云开见月明”的方法正确吗？“捂股”曾风行一时，在2007年单边牛市中解放了所有散户，中小散户通过捂股获得了可观的收益。“捂股”几乎成为散户的制胜法宝，特别是贴上了“价值投资”理论标签后更是大行其道。

其实，盲目“捂股”并不是在每个时间段都适用，在漫长的投资生涯中，2007年、2009年两次投资成功只能算是偶然。一味盲目“捂股”不放，将导致投资者资金成本与时间成本双重攀升，错失交易时机，甚至可能是“上上下下的感受”一番后，又回到原点。所以，一味“捂股”并不是价值投资，投资者必须具有寻找、判断价值洼地的能力，找到值得长期持有的股票。

最后的总结

本书根本无意构筑体系，也不想用烦琐的语言和晦涩的公式标榜自己的专业与深度。作为一个长期的股市观察者，在和众多机构，特别是外资多年接触，深入接近后发现，其实我们把简单的问题复杂化了，世界有时候其实是很简单的，再牛的机构其实也就是那么几招“杀手锏”，真正的大师也许对股市只有那么简单的理解，但是，它的力量却是无穷大的。

我们想说的和做的就是，通过阅读这本书

- 如果你对股市一无所知，那么你可以挣到简单的钱；
- 如果你对股市了如指掌，你可以挣到更多明白的钱；
- 如果你曾经在股市遭遇挫折，你从此挣到不再糊涂的钱。

歌德曾经说：你先得把这个世界打破，另一个世界才会产生。或许对于投资者而言，的确如此，摒弃那些为了显示“真诚”而存在的数学公式和烦琐计算，用我们身边就可以轻易得到的每一个数据分析市场，以常识的狂迷击毁笼罩在投资偶像头上的如朝日初升般的光环，拉开这些偶像黄昏的“黑幕”，为属于自己的灿烂朝霞“呐喊”。



股投资信号灯

在行将结束我们的论述前，我们将本书的几个重点总结如下：

1. 股市投资就是看势、择时、选股。简单地说就是看透宏观经济，知道市场的机会在哪里；读懂行业脉络和股市起伏的规律，寻找合适的时间进入和退出；在茫茫股市和上市公司无穷无尽的各种真真假假的信息中筛选出值得投资的股票。请用心读它们。

2. 买好的企业。关于好企业的判断，最重要指标是其回报率。

3. 不要低估股息的意义。

4. 至少要战胜通货膨胀。

5. 价格很重要，在适当的价格购买股票。虽然股票的价格风险无法完全消除，但可以通过避免买入高市盈率股票的方法来减轻风险。高市盈率的股票如果预期的收益增长没有实现，其价格将面临巨大的压力。虽然识别优秀的企业比较容易，但是以其内在价值较大的折扣价格买入则相对困难。价格是关键，而价值与增长是密不可分的。

6. 不要高估股市长期回报，该离开时，则离开，有百利而无一害。

7. 投资股市一定要耐心些，尤其是 A 股。

8. 股市真的不是生活的全部，带上救生圈，对最坏的情况有所准备。正因为如此，才需要投资者将非股票投资包括在投资组合中，包括通货膨胀保值国债和其他资产的投资。

A股投资 信号灯

通过阅读本书

- 如果你曾经对股市一无所知,
那么你可以挣到简单的钱
- 如果你曾经对股市有一定了解,
那么你可以挣到更多明白的钱
- 如果你曾经在股市遭遇过挫折,
那么你可以在投资中少走弯路

图书上架建议 投资理财/股票投资

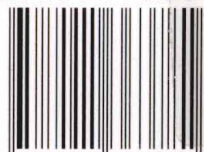
ISBN 978-7-111-36378-1

地址: 北京市百万庄大街22号
电话服务
读者服务中心: (010)88361066
销售一部: (010)68326294
销售二部: (010)88379649
读者购书热线: (010)88379203

邮政编码: 100037
网络服务
门户网站: <http://www.cmpbook.com>
教材网: <http://www.cmpedu.com>
封面无防伪标均为盗版



ISBN 978-7-111-36378-1



9 787111 363781 >

定价: 28.00元