

策略投资

(初稿)

王成

目录

前言

第一章：社会发展的长期动力

第二章：周期与级别

第三章：经济增长与通货膨胀

第四章：三个核心因素

第五章：政策分析

第六章：市场供求分析

第七章：国际金融

第八章：跨市场分析

第九章：市场心理分析

第十章：历史研究

第十一章：技术分析

第十二章：市场结构分析

第十三章：选股分析

第十四章：特殊事件分析

第十五章：股灾与股疯

第十六章：投资决策流程优化

第十七章：策略投资案例研究

前言

本书是一本关于研究 A 股市场策略投资方面的证券类参考书，本书作者一项喜欢博览群书，但是对于该方面的书，在市场上几乎没有看到过。目前市场上的书，多数是关于技术和交易方面的，还有投资理念方面的，以及选股方面的（主流的投资大师写的书籍基本集中于此），还包括一些宏观研究方面的。索罗斯写的《金融炼金术》算是一本“策略投资”的书，但是他并没有从体系上构建，而是采取的国际金融案例投资法，使得很多读者觉得阅读起来难度过大。

市场上缺少策略投资方面的书，我想或许有如下的原因：策略投资者们工作实在太忙，而写一本该方面的书需要花太多时间，而对于出色的策略投资者，时间可能更重要；策略投资的分析体系或许是既定的，众所周知的，因此没有必要写；策略投资并不重要，对于股票投资来说，最重要的还是选出巨大增值潜力的股票，这也是为什么巴菲特、彼得林奇、费雪等投资大师受到欢迎的根本原因；策略投资的分析体系构建缺乏共识，很难去充分把握；策略投资需要综合素质，在目前的教育背景下，掌握策略投资的要义比较难。

我认为，对于职业投资者，适当了解策略投资是非常必要的。因为策略投资试图解决的是：市场中期和长期的趋势分别是什么，影响这个趋势的核心因素有哪些，在既定的市场趋势背景下，应该选择何种风格、主题和行业，以及应该选择何种投资组合。

也就是说，策略投资无法解决短期投资问题，而更多的是自上而下研究中大尺度的投资背景问题（背景分析方法比纯投资分析方法更重要），因此，策略投资或许并不适合短期交易型投资者，而对于其他类型的投资者，了解策略投资对于自身的投资会很有帮助。这个帮助的意义，可以直接引用毛主席关于战争战略学重要性的观点：

“只要有战争，就有战争的全局。世界可以是战争的一全局，一国可以是战争的一全局，一个独立的游击区、一个大的独立的作战方面，也可以是战争的一全局。凡属带有要照顾各方面和各阶段的性质的，都是战争的全局。研究带全局性的战争指导规律，是战略学的任务。研究带局部性的战争指导规律，是战役学和战术学的任务。要求战役指挥员和战术指挥员了解某种程度的战略上的规律，何以成为必要呢？因为懂得了全局性的东西，就更会使用局部性的东西，因为局部性的东西是隶属于全局性的东西的。说战略胜利取决于战术胜利的这种意见是错误的，因为这种意见没有看见战争的胜败的主要和首先的问题，是对于全局和各阶段的关照得好或关照得不好。如果全局和各阶段的关照有了重要的缺点或错误，那个战争是一定要失败的。说“一着不慎，满盘皆输”，乃是说的带全局性的，即对全局有决定意义的一着，而不是那种带局部性的即对全局无决定意义的一着。下棋如此，战争也是如此。”

“学习战争全局的指导规律，是要用心去想一想才行的。因为这种全局性的东西，眼睛看不见，只能用心思去想一想才能懂得，不用心思去想，就不会懂得。但是全局是由局部构成的，有局部经验的人，有战役战术经验的人，如肯用心去想一想，就能够明白那些更高级的东西。能够把战争或作战的一切重要的问题，都提到较高的原则性上去解决。达到这个目的，就是研究战略问题的任务。”

策略投资很重要，但是只有策略投资是不够的，并且策略投资本身就具有局限性。

从适用范围上，策略投资仅适合于机构投资者和有一定分析能力的专业投资者，最好能够有 WIND 分析系统。对于没有形成自己投资体系的金融学硕士研究生来说，策略投资也是值得借鉴和学习的，本书可以作为参考书学习，对走进这个行业有帮助。而对于普通投资者来说，由于时间和数据的可获得性，多数还是应该选择交易或者选股为主。

从研究方法上，策略投资研究的是在分析多重影响因素后，对市场的整体性和背景性进行多情景分析，然后选择出最合理的方向。因此，策略投资类似盲人摸象，策略投资者只能尽可能的从各个角度去摸，摸准，或许才能对大象的整体有了解。而对于一个“盲人”来说，这并不容易。

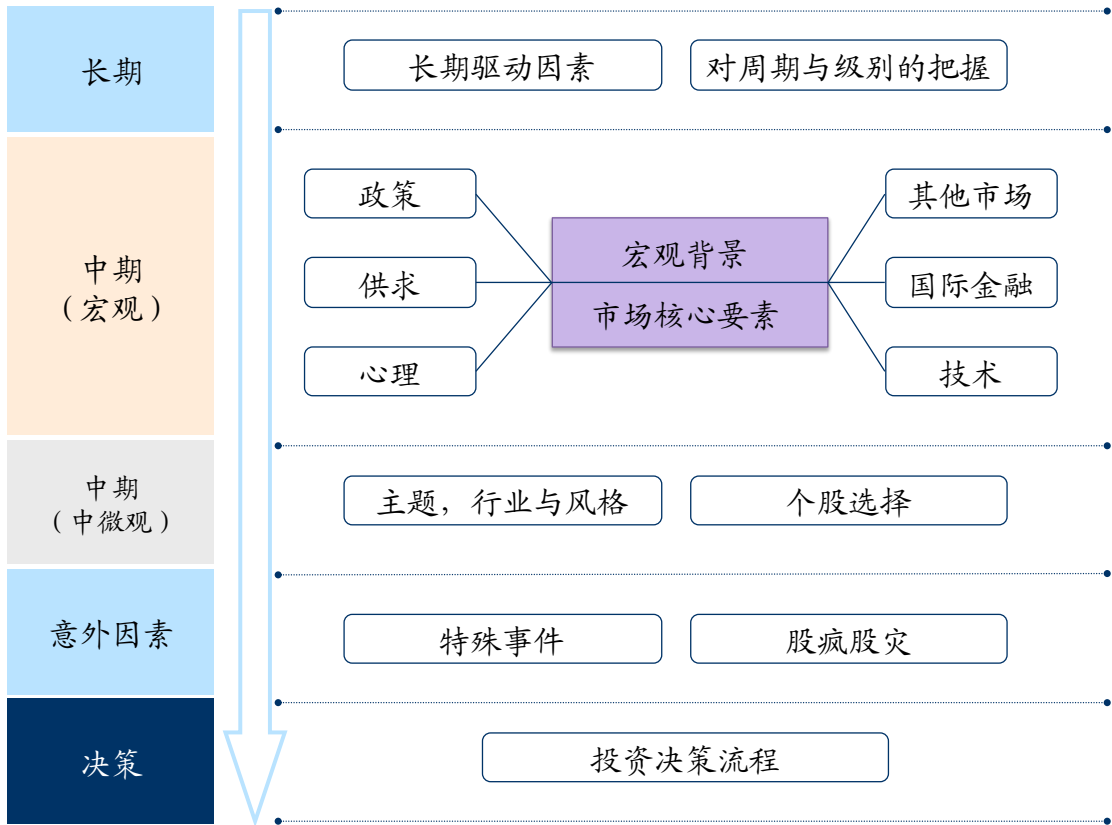
从投资收益上，策略投资在判断上是中长期的市场背景分析，投资收益的获得最终不仅取决于此，更取决于选择了什么样的股票以及其他因素（书中 16 章会有分析）。

本书所指的策略投资主要立足点在于 A 股股票市场，采取的方法是分析的、历史的和案例的研究方法。作者在三年前就想写一本关于策略投资的书，其很直接的原因是为了培养新入职的分析员们，因为很多初入证券市场的分析师对策略投资以及相关研究非常有兴趣，但是去找不到一本好的“培训手册”。因此，我试图写一本“培训手册”，不过在建立好自己的分析框架后，暂时放弃了，因为觉得一方面框架还很粗糙（即使到现在，仍然对目前的分析框架持批判反思态度），另一方面，需要两三年的时间对自己的分析框架做个检验（不过，要承认的是，这个检验还远远不够）。

当时培训采用的方法是仅用幻灯片大概描述一下策略投资研究的体系，然后通过阅读和讨论大量我认为优秀的策略报告来学习，我希望每个学习的人最终能够建立起适合自己的体系。不过，我发现，这样的学习对于初学者来说过难，最好的方法还是先构建一个体系，然后去掌握，最终去粗取精，去伪存真，由表及里，有浅及深，不断裁剪和修正来建立起自己的分析体系。

2010 年被很多投资者认为是选股年的开始，也就是未来三到五年，自上而下的投资方法可能不适合了，其实，能够有这个看法，本身就是通过自下而上的分析方法进行了推演，觉得机会不大的缘故。因此，现在或许是对自上而下的策略投资方法的一个总结的时候了。

下图是我所认为的一个典型的策略投资者的分析体系图。



这对应着不同的章节。长期宏观策略投资应用在股市中有两个功用，一个是从宏观各变量中抽象出中长期的投资机会，大的机会一定是和人口、技术与制度变革有关；一个是试图去把握周期，也就是辨别趋势与拐点，从而决定资产配置。长期趋势和周期判断分别对应第一和第二章。

投资具有深刻的社会特征，一定与当时的社会背景密切相关，优秀的投资者，有意或许

无意，其投资一定符合了当时的社会背景特征，也就是符合了社会发展的趋势。并且最大的市场投资机会永远出现在经济社会发展的前沿趋势中，前沿的变化最终导致经济领域大规模的变革。因此识别大的投资机会的核心就是设法理解大趋势，正是大趋势推动变革，推动生产力，并最终带来整个经济的成长和投资机会的涌现。作者认为，对于任何证券市场而言，最重要的三个大趋势是人口、技术和制度变革。第一章就是从人口，技术和制度变革三个维度探讨这些长期驱动力对经济和市场机会的影响。

周期拐点很重要，但是不能够精确确定，只能模糊的确定。就像巴菲特所说的话，宁要模糊的正确，也不要精确的错误。并且，巴菲特还说过：一个视力平平的人为什么要在干草堆里找绣花针呢？因此周期的重要性在于在一个模糊的但是可确定的底部区域买入而在一个模糊的但是可确定的顶部区域卖出可以带来巨大的收益。特别是在一个只有传统的水平经济周期，而没有创新向上的经济周期的背景下，周期具有最重要的意义。在第二章，需要了解的是存在哪些周期以及哪些周期对于中国证券市场更为重要。

多数投资者最关注的是中期策略，对于中期策略来说，宏观背景分析和市场核心要素分析最为重要，这分别对应第三章和第四章。第二章强调周期，特别是经济周期的重要性，但对于具体分析一轮经济周期，则需要密切追踪经济增长和通货膨胀数据——无论经济增长还是通货膨胀，都是我们可观察的现象，而这种现象背后的成因则并不能从数据中看出来。经济增长和通货膨胀的不同组合方式构成了证券市场最重要的投资背景，决定了不同阶段、不同大类资产配置的重要性。第三章分为两节，第一节主要研究不同通胀区间对各类型资产的影响以及机理，也就是通胀背景的重要性研究，第二节并没有在如何分析经济增长和通货膨胀上费太多笔墨，经济学家已经从各个角度和方面进行了大量分析，策略投资者主要是能够采取有效判断就足够了，无论经济学家用什么经济指标去分析和预测，维度都应该落实到经济增长和通货膨胀上，这是对证券市场最核心的宏观形势分析。

第四章是市场策略趋势分析的主体部分，也就是市场策略的三要素分析，这三个要素是股票市场的内在、中期的核心驱动因素，分别是流动性、业绩和估值。为什么众多的投资者按照这三个因素分析得出迥然不同的结果呢？我认为首先是对历史数据的客观性认识不够，另外是对于未来赋予了太多主观的看法，尤其是估值，比如在假定业绩预测是准确的话（实际上分析师预测下一年度历史上就没有准确的时候），给定估值就可以给出市场目标位，而投资者总是不基于客观现实就人为幻想一个 20 倍或者 30 倍的市盈率，这样得出的目标价位也是幻想，更极端的例子是 08 年初，市场处于很高的估值，不过很多投资者还是幻想未来估值能更高，但是从长期历史区间来看，60 倍估值算是上限了。因此，根据我这些年研究三要素的体会，我认为首先要对历史数据的客观性有充分的认识（很简单的一个问题是，相对历史来说，目前的数据是不是一个高点？），然后进行合理外推，并且仅作一种外推是不够的，要进行多情景分析，这是策略投资所必需的。当然做投资决策的时候，一定是基于你认为的最可能的一种情景。然后设定超出预期的风险控制机制，随着日后新信息和数据的出来，进行调整。

第五到第十一章对影响市场的关键因素进行了分别分析，其中包括第五章政策，第六章市场供求，第七章国际金融，第八章市场间分析，第九章心理分析，第十章历史研究方法，第十一章技术分析。

西方的证券投资书籍，很少有涉及政策研究的，但是在凯恩斯革命后，西方的政府对于经济甚至市场的干预越来越大，各种出台的政策都深刻的影响着经济和证券市场的发展。另外政府本身也是经济的参与者，甚至是最大的参与者。因此，第五章是研究如何分析政策的部分，涉及三节内容，第一节主要研究的是政府是什么，政府通过什么来影响经济和社会。第二节研究货币和财政政策，第三节研究其他政策。

第六章研究的是市场供求，也就是判断市场中资金和筹码的关系，理论上，了解了资金

和筹码的配比，可以很清楚的了解价格的波动趋势，不过很遗憾的是，目前资金和筹码的研究只能静态分析，因此仅作为投资决策的重要参考依据。

第七章研究的是国际金融，中国已经是一个兼具世界工厂和世界市场双重特征的重要开放经济体。因此，我们所面对的经济和市场必然受全球化主导，特别是以美国为主制定规则和以美元为主进行国际资本流动的体系所主导。这个体系变化所带来的冲击，以及美元汇率变化对国际贸易、大宗商品、流动性和资产价格等的巨大影响，都使得投资者在做国内股票市场趋势判断的时候，不能不了解国际金融，以及预判美元汇率的长期走势。

第八章研究的是跨市场分析，尽管这里所指的策略投资的主战场是 A 股股票市场，但是从系统论的角度，各个市场是相互联系，相互影响的，因此其他市场与股票市场的关系也是必须考虑的因素。

股票市场长期来说是称重机，短期来说是投票机。投票中，心理因素的影响非常重要，因此，第九章作者试图去研究 A 股市场的投资者心理。

投资者在培养投资素养和知识的时候，不仅需要了解当下的知识，还要学习历史，这个历史不仅包括宏观经济的历史，还包括证券市场的历史，以及证券市场中的的人，也就是投资者的历史。第十章对于历史研究方法进行很简要的分析。

第十一章是技术分析，关于技术分析的书籍汗牛充栋，本章并没有为技术分析增加什么新内容，但是作为策略投资者来说，技术分析确实是重要的分析手段之一。

策略投资就是多角度、多层次看问题，多角度保证在市场大方向上看对的正确概率尽可能增加，而多层次不仅可以和多角度相互验证，更重要的是，多层次体现了最终投资收益的差异。第十二、十三章是从中观和微观的层面分析市场，因为任何策略，都需要落实到行业或者个股组合层面。但是中观和微观的展开更复杂，规律性更难把握，因此这两章仅是自我经验的探索。

所谓市场结构分析，就是把股票市场进一步细分，比如分成不同的风格股票类型、不同的行业股票类型、不同的主题股票类型。这样做的好处，一是自上而下帮助选择投资标的，另外可以和市场趋势相互验证，相互补充。比如，在市场整体趋势不明朗但是预判风险不大的情况下，可以把股票市场进一步细分，选择细分类型具有相对确定性的机会。在对市场趋势预判可能存在较大误差和争论是时候，如果发现并能确定众多市场细分类型（中观角度）具有投资机会，则也可以加总判断整体性的机会。同样，如果发现从主题风格行业均不具有较大的投资机会，则市场整体看多的判断则可能存在较大的问题。

第十三章则研究如何进行选股，作者试图抽象出一些股票的基本规则。我所理解的股票分析是需要解答下面的问题：1、如何判断一只股票为何上涨？2、如何从一个股票集合中选择出意中人？3、选择出中意的股票后如何建立一个组合以及如何对组合进行调整？不同的投资者有不同的选股方式和目的，作者在十三章阐述的是自己的选股理念和选股的探索过程。

上述的分析框架，也就是前十三章是我所认为的策略投资分析体系的一个正式框架，我认为，可能（我并不敢肯定我是否有忽略的因素）上述的传统分析可以解决相当部分（比如70%）策略投资遇到的问题。毕竟，经济、证券等的变化大多数时间是符合平稳过程的，因此传统分析在这个环境里是必不可少的。否则没有任何分析方法很容易陷入虚无主义，而不能做任何事情。但是现实的市场可不总是符合平稳过程的，比如市场的波动性就是在一段长时间的低波动后，突然来段剧烈波动。如果投资者认为掌握了一定的分析方法后，市场就可控，可预测了，市场运行的内在规律被找到了，那就会犯致命的错误。在低的平稳波动的时候，认为可控的因素，在突然的高的剧烈波动模式下，全部失灵，如果投资者过于对传统模式自满，则往往会在剧烈波动模式中被清除出市场。

证券市场存在大量的随机性和复杂性，远远不是我们能够完全认识的，很多情况下，传统分析是无用的。因此，第十四章和第十五章就是试图研究一些例外的因素。第十四章的

例外是案例随机性，主要是突发事件分析，在第二节还会探讨更广泛的市场不可预测性条件以及对投资者自我分析方法的反思。第十五章则研究广泛性例外：股疯和股灾。

前十五章都是分析方法的研究。但分析只是彩排，行动无可替代。分析需要落实到具体投资决策上，也就是整个投资决策流程中，分析只是其中一个链条，并且我认为分析链条对整体投资决策的贡献度也就仅占 30%，剩下的因素占有更重要的地位，包括处理信息的能力、抗拒行为干扰的能力，风险管理的能力，遵守纪律的能力等。

第十六章是关于投资者投资决策流程优化的，投资决策流程是有效处理信息，进行合理分析并提供决策建议。不过在决策中，除了理性分析外，还受到感性行为的干扰，同时理性分析并不保证百分之百的正确，因此概率思维是必须有的，这就需要有风险管理。并且即使信息处理有效，理性分析有效，克服了心理偏差，设计了风险管理，还必须要纪律，能够保证坚定的执行，否则仍然会出问题。目前仍然没有一个完美的适合所有投资者的普世投资决策流程，每个投资者都应该不断寻找和改进适合自己的投资决策流程，适合自己的才是最好的，因此希望策略投资者在投资决策的过程中有意识的思考这些问题，并不断付出努力去实践完善。

最后一章算是案例研究吧，本来想放一些作者最近几年的年度策略报告作为批判样本——也是靶子，毕竟作者分析中错误很多，事后反省错误可以给读者提供借鉴。不过，作者最终选择了从 2008 年 8 月到 12 月的策略投资周记，这些周记没有公开发表，仅通过邮件发给过一些客户。选择那个时候，主要是因为，这个背景提供了策略投资的综合练习，那时环境和投资者情绪变化很大。现在回过来看，作者做出的很多策略投资是不妥当的——这点作者不吝于自我批评，市场本身就让人敬畏，自身的认知能力过于有限。不过，在迷雾中前行，作者还看出些景色，还是觉得有惊喜之处，同时，反思也是一种快乐。由于作者每周写的太多，在原文的基础上进行了大量删减，仅保留宏观策略投资的部分，很少提到行业公司选择。这里需要强调的是写策略报告可以按照周末来写，但是策略投资不应该按照周末来做，至少应该是按照月，正常应该是按照季度来调整投资策略，平时的自上而下的策略投资，仅是看是否有出奇的事件或者超出的事件。真正的用功应该来自自下而上的层面，这是投资的核心竞争力。

本书的优点在于是第一本自上而下的研究中国证券市场策略投资的书籍，同时也适合作为培训和参考书，也是非常系统化研究的书籍，对于很有实战经验但是需要系统化的投资者来说也有很大帮助。另外，在每章后面，作者都进行了总结并且提供了扩展阅读的参考书籍，有些进行了简要的点评，这些参考书加起来超过 100 本，读者可以按照自己的兴趣有选择的阅读。对于加参考书的过程，尽管作者自认为自己在证券和经济方面的书籍很多，但是在选择方面仍然有所取舍，比如在推荐书的时候，关于企业战略研究的书，仅随机推荐了很小的一部分，主要是尽管作者读了很多这方面的，但是大多数都差不多，都看了的边际收益并不高。还有很多“价值投资”方面的书，作者也看了很多，但是经典的，也就那些，多读我个人觉得边际收益不高。

这里再次强调的是，策略投资体系的建立，不是一个经济周期分析理论或者流动性重估理论就可以包容的。策略投资应该是多角度，多层次的分析思维体系，在多角度多层次思考下，观察实际数据进行市场投资机会判断来增加获胜的概率，并且出现意外，有相应决策机制保证安全。因此策略投资不是纯粹预测市场的手段，而是一种系统的思考方式。

写一本书是一个对自己的某项思维重新梳理的过程，这个过程带来对该思维的一种升华，作者也为此付出很大心血，但是在写作过程中，仍然战战兢兢，有如盲人摸象，害怕框架或者观点误导了读者。即使完成之后，仍然对此并不满意，特别是有几章，比如跨市场分析，市场结构分析等，有很多说不出的感觉。或许，只能承认，作者目前水平仅限于此，毕竟作者不是投资大师，只是在投资之路上不断踏实探索的学生而已。

编著此书，希望读者和我一起在投资之路上继续去探索。