

股市幸存者 如是说

【升级版】

投资比例的数学分析和实践

鲁晨光 / 著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书为作者多年投资研究和经验的精华总结，涉及复利理论、财富公式、预测的信息和可信度、铜股票和铜期货对冲、石油期货远期和近期套利、港股涡轮和牛熊证、证券市场和金融危机、汇率和房价、指数期货、财富增长、绿色 GDP 以及股市和经济预测的信息和可信度等，其中大多以散文的形式阐述了股民和投资者关心的话题，短小精悍、见解独到。

本书适合股票期货投资者、博彩者、市场维护者和经济学学者阅读，希望不同层次的读者都能找到适合自己的内容，并有所启发。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

股市幸存者如是说(升级版): 投资比例的数学分析和实践 / 鲁晨光 著. —北京: 清华大学出版社, 2016

ISBN 978-7-302-45079-5

I. ①股… II. ①鲁… III. ①股票投资—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第222670号

责任编辑: 高晓晴

封面设计: 马筱琨

责任校对: 成凤进

责任印制:

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦A座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:

经 销: 全国新华书店

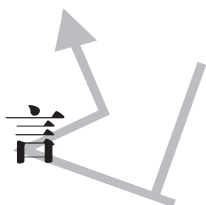
开 本: 180mm×250mm 印 张: 18.5 字 数: 307千字

版 次: 2016年11月第1版 印 次: 2016年11月第1次印刷

定 价: 38.00元

产品编号:

序言



我认识鲁晨光已经十多年了。我们习惯叫他老鲁——这也是他的网上别名。

老鲁是个十分勤奋的杂学专家。他的勤奋可用夜以继日、常年不懈来形容，而且只为兴趣，不为衣食。生活中的老鲁兴趣广泛，不太讲究个人享受。在铜臭当道的今日，一个玩钱的人能志在文而不在钱，实在难得。他的杂学涵盖哲学、美学、心理学、物理学、信息论、颜色光学、进化论、经济学等，而且他的文章在许多领域的一流杂志发表。因为各种学术见解在一个脑壳里发酵，老鲁议事物与众不同，其中不乏珠玑。

本书是老鲁的股市文集，包含投资组合系列文章、多篇股市杂谈和网上文章，以及几篇和经济学相关的学术文章，是老鲁研究股市和投资多年的心血结晶。读其短文系列《漫谈投资组合的几何增值理论》，深感它对提高复利和控制风险有很强的实战意义，是难得的好文章。读其股市杂谈和网上文章，不仅为其辛辣语言所感叹，而且为其细致观察所折服。他关于全流通、关于股指期货、关于资源涨价、关于中投……的文章，都显示了极强的预见性，他对中国股市的思考和抨击已经产生了一定的影响。这是一本研究投资策略和中国股市现象的好书。

“幸存者”指大难不死之人，股市幸存者则指经历股灾却能避免大的亏损之人。中国股市的兴起，一方面表现在其规模快速增长，与中国经济的快速发展同步，使得股市成为中国经济的成果和重要组成部分。另一方面，新兴的中国股市又猴性十足，经常“上蹿下跳”，形成股灾，与中国经济持续近四十年的高增长极不相符。如何解读中国股市的特有现象，在股市中立于不败之地，这是业内有志者的共同目标。

老鲁本人就是股市幸存者，他管理的一个实验基金多年来保持较为稳定的高增长，以至于他身边的不少亲戚朋友因为他“脱贫”。他是投资组合理论研究者，也是实践者，他推崇和发展的理论是经过实践检验的。

记得七年前，我和包括老鲁在内的几个股市高手一起吃饭，这些高手中有的是价



值投资者，有的是技术分析专家，我说我独不明白老鲁的招法。现在我明白了，股市投资的成功需要预测(选股选时)和决策(投资组合和下注)两方面都不差。如果说预测分技术派和价值派，那么投资组合就分学院派(基于马科维茨理论，用收益的期望和均方误差作为标准下注)和复利派(以复利或几何平均收益为标准下注)。老鲁用的招法就是价值分析加复利标准。

据我所知，老鲁的预测水平也不差，记得美国打伊拉克之前，老鲁就写了一个关于石油的分析报告，预测石油价格将会上涨。美国打伊拉克之后，几乎所有专家都预测油价下跌，但是老鲁坚持认为远期石油价格将大涨，他还发表文章说，中国如来不及建油库，不妨做多远期石油期货。老鲁的见解就是与别人不一样。

过去二十五年，中国股市发展主要表现为自己独有的特性，无论是实际操作还是理论，与世界成熟市场都相差很大，未来则将在“同”的方面表现趋多。作者把自然科学原理应用到股市分析中，在研究上同样是一种创新。老鲁的研究值得学术界重视。

杨 飞

2011年2月

再版自序



本书初次出版以后，得到了不少热心读者和网友的称赞，有人说书中内容“干货”多；有人说相见恨晚；有人说比许多外版翻译过来的财经书还要好；有人不光自己买，还推荐给亲戚、朋友。这是对我的极大鼓励。

2015年6月，股市从暴涨转向暴跌，我收到清华大学出版社编辑的来信，说希望此书能够再版，希望我做适当补充修改。随后的7—9月，很多人因为杠杆交易严重亏损，甚至破产、跳楼。而我这本书恰巧是讲通过头寸比例控制风险的，我觉得出版社的眼光不错，我当努力配合。

再版中我增加了一些内容，包括：我本人这几年的投资总结（见第一章结尾）；专为杠杆交易写的另外三篇（见第二章结尾），其中最后一篇《2015年大熊之际谈最优杠杆比例》提供了投资比例最新优化公式（考虑盈、亏、平三种可能）和两个表格，表格中有预测收益不同时的优化比例及复利。这些是很重要也很实用的补充，希望大家喜欢。第三章增加了两篇，分别是关于高铁和房价的，内容虽不多，至少见解独到。

最近我有幸看到网上报道的刘鹤的重磅文章，网上评价很高。而这篇文章和本书初版文章《经济危机的根源：信息革命和白领劳动异化》以及我更早的文章《白领劳动异化——信息革命不可忽视的副作用》异曲同工。所以我写了《刘鹤的重磅文章和我早年的文章比较》放在最后一章。

因为年龄和身体的原因，从去年开始，我在股市上花的时间少了，想把自己过去的一些研究整理完善、成文发表。不料语义信息研究导致归纳逻辑的重要发现——得到一个很有说服力的可信度（或确证度）公式。新版压轴文章《股市和经济预测的信息量和可信度》就包含了我这一年来研究的主要成果。

此外，其他地方也有一些小的修改和补充，如在前一版原文后增加了再版补注或补充内容，不再一一说明。

我一直说，投资需要预测和决策（投资组合）两方面都行。我只能说我决策（确定投资比例）内行，预测研究仅限于评价准则。但是光是预测好，决策不好，一次失



股市幸存者如是说(升级版)

投资比例的数学分析和实践

误就足以致命。而能意识到自己预测不好，但是决策较好，总还能让自己幸存下来。我本人 2008 年以来的投资就是这样，没有预测到股市暴跌如此之深，但是由于适当控制了头寸，减少高风险品种投资，所以能幸存于股市，而且活得很好。

希望这本书能帮助更多朋友减少深度亏损，做股市的长久幸存者！最后，依然要感谢读者的关注！也谢谢出版社的大力支持！

鲁晨光

2016 年 9 月

初版自序



2008年4月，我收到清华大学出版社编辑老师的电子邮件，说希望把我的文章整理出版。刚好我也有这个想法，于是就欣然答应了。

我想出这本书的主要原因还是希望它有助于国人减小投资风险，希望它不光对股民、对期货投资者，也对机构投资者有用。几年前，国储亏损9.2亿元人民币，那时就是很大的亏损了。可是2008年，平安、中信泰富、中投、中铝……在国际交易中的亏损都超过百亿。当然，有些亏损是出于战略考虑而付出的代价——比如中铝的亏损。但是大多数亏损是本可以避免或减小的。

本文集包含我17年来对股市和投资的思考，大部分是最近几年写的股市和财经文章，有些是报刊发表过或摘要发表过的。令我欣慰的是，我的投资组合和风险控制文章已经引起很多投资者的关注，我抨击股市的言论似乎也发生了作用，因为中国股市这些年的发展方向大体上和我的期望一致。不过我最看重的还是我对财富增量的研究（把热力学自由能增量公式应用到经济价值增量和绿色GDP），我相信它们能为经济学研究带来新的活力，所以我把有关研究文章附在后面。

我于1994—1997年陆续在《期货导报》上发表的系列小说《股指山熊妖征战记》后来被很多网站转载，很受欢迎。本来打算放进本文集，但是后来扩展成中国股市历史小说，单独出版了（《沪吉诃德和深桑丘——戏说中国股市二十多年》，清华大学出版社出版）。这两本书可以相互参考。

2008年，全球股市大跌，我的投资亏损也很大，不过还是比上证指数好得多。本书本来计划早些时候出版，主要是为了添加反思金融危机和它带来的股市行情的文章，所以推迟出版了。幸亏如此，因为没有2008年的磨难和随后两年的考验，谈如何幸存于股市是没有分量的。

我特别感谢《证券市场周刊》的郭贵龙、吴晓兵和苏娜，他们的鼓励和帮助促使



股市幸存者如是说(升级版)

投资比例的数学分析和实践

我更加努力；也很感谢和讯网站关心我的网友，与他们的交流给了我许多灵感，他们的支持也使我对写作更有信心；感谢我的许多朋友和亲友，谢谢他们对我的支持和宽容；我还要特别感谢清华大学出版社的编辑，他们精益求精，为本书的出版付出了宝贵心血。

鲁晨光

2011年3月

目 录



一、平凡积累成奇迹——17年赚300多倍纪实 / 1

- 初涉股海 / 2
- 我和财富公式的缘分 / 4
- 济南产权市场劫后余生记 / 7
- 幸存者实验基金和幸存者软件 / 10
- H股市场8年增值50倍 / 14
- A股大牛市中得与失 / 18
- 在巴菲特和赌徒之间的理性赌徒——反思2008年失败 / 20
- 难忘的2008年10月27日 / 23
- 平凡业绩积累成股市奇迹 / 26
- 2011—2016年投资实录 / 29

二、漫谈投资组合的几何增值理论 / 33

- 从掷硬币打赌看投资组合问题 / 35
- 马科维茨理论及其缺陷 / 37
- 几何级数增值的魅力 / 39
- 掷硬币打赌问题的数学解答 / 41
- 股票和国债的投资组合优化 / 43
- 怎样战胜小神仙 / 45
- 鸡蛋和篮子问题详解 / 48
- 反相关组合对几何增值的影响 / 51
- 期货市场存在的合理性 / 53



- 期货下注比例多大好 / 56
- 从巴菲特的一笔生意看保险公司如何量力而行 / 58
- 期权的魅力和陷阱 / 61
- 港股窝轮和牛熊证的异同 / 64
- 从神仙和强盗选择题看如何权衡风险 / 67
- 从中科创业看风险测度 VAR 的误导 / 68
- 赌球陷阱的数学分析 / 70
- 美国石油期货探险记 / 76
- 中航油事件深层剖析 / 80
- 比较投资法和相对比较投资法 / 88
- 从科达、广药和药玻看炒股和做人 / 90
- 从一个亏损战例看减少期货头寸的好处 / 92
- 如何利用石油期货远近差价套利 / 94
- 用复利的眼光看林园传奇 / 96
- 铜股票和铜期货套利 / 98
- 我买港股窝轮的经历 / 100
- 我身边的巴菲特式投资者戴建忠 / 102
- 理解股指期货——从商品期货谈起 / 105
- 融资和融券的意义及风险 / 107
- 如何利用股指期货套利 / 110
- 股指期货对股市的影响 / 113
- 价值投资者的困惑和教训 / 115
- 佩利利弗莫尔的投资高手重蹈覆辙——刘强之死 / 117
- 2015 年大熊之际谈最优杠杆比例 / 119

三、戏说中国股市——股市杂谈 / 125

- 想起地主资产阶级和封建贵族联姻 / 126
- 盗金者悔过 / 127

- 痴人说股 / 128
- 股市鸡蛋梦 / 130
- 股市剪羊毛 / 132
- 股市的两条路线 / 133
- 权威理论难道是吃素的 / 134
- 股市要培养喝奶巨人吗 / 137
- 大饼让狐狸吃了——戏说认购 / 138
- 狼要放羊 / 139
- 只剩下狮子和土狼 / 140
- 如何战胜指数 / 141
- 聪明人和不聪明人 / 142
- “狼走了”——说谎放羊娃后来的故事 / 143
- 抄底者言：走自己的路，让别人去打的 / 144

四、话说股改和金融危机——财经评论 / 145

- 金融战越演越烈，中国如何应对 / 146
- 假如我当证监会主席 / 149
- 畸形的市场化：一头门大，一头门小 / 151
- 股市异化——兼谈中国股市的症结在哪里 / 152
- 《也谈中国股市的出路》摘要 / 153
- 高市盈率的动因和危害 / 154
- 柜台股市幸存者如是说 / 156
- 为吴敬琏辩护 / 162
- 百文重组和美国入侵伊拉克 / 164
- 中国股市，最重要的是选市场 / 165
- 全流通的好处究竟在哪里 / 166
- 谢百三托市情结和恨用友情结的矛盾 / 168
- 建议简化和统一炒股收入的计算 / 170



- H股之痛——兼谈市场保护主义的失误 / 172
- 我对中投做法的不同看法 / 174
- 警惕次贷危机祸根——奖惩不对称——在中国蔓延 / 177
- 奖励纽曼不如奖励周小川 / 179
- 我们为什么要买股票 / 181
- 新土改让大多数农民变成小土地出租者兼雇农 / 183
- 中投入股大摩和巴菲特入股高盛比较 / 184
- 看跌期权及其变种累积看跌期权和次贷保险——兼谈次贷危机 / 186
- 美元走强澳元走弱的原因何在 / 188
- 累积看跌期权如何“杀人”图解 / 190
- 投资组合理论——学院派和复利派之争 / 192
- 外汇储备的良性循环——我看张维迎和高西庆之争 / 195
- 复权计算的合理方法——把红利和配股转换为送股 / 196
- 关于鼓励庄园经济的议案 / 198
- 反思保险业——从美国国际集团高管红利谈起 / 200
- 比较美国国债和麦道夫基金 / 202
- 和郎咸平唱反调 / 205
- 调工资而不是调汇率——向奥巴马敬一言 / 207
- 赚富人的钱补助平民——房地产政策之我见 / 209
- 中国GDP高增长的秘密 / 211
- 地王的秘密——买地就是买期权 / 212
- 和黄有光教授谈快乐 / 213
- 用统计的眼光看高铁事故——我为中国高铁鸣不平 / 218
- 房价上涨的深层原因和对策 / 220

五、反思财富增长和信息革命——学术文章 / 223

- 来自热力学的财富增量公式及中国经济反思 / 224

- 用新的财富增量公式统一两种价值理论 / 239
- 经济危机的根源：信息革命和白领劳动异化 / 248
- 技术扩散才是日本经济兴衰的主要原因——兼与郎咸平先生商榷 / 260
- 刘鹤的重磅文章和我早先的文章比较 / 266
- 股市和经济预测的信息量及可信度 / 268



一、平凡积累成奇迹——17年赚300多倍纪实

现在是2011年3月底，我从1993年开始投资股票，至今已有17年半了。最初的1元变成现在的390多元，这似乎是奇迹。但是具体过程中，每一步看来都很平凡。不平凡的是，基于复利准则的投资组合理论研究让我能在多种投资机会面前作适当权衡，从而多次躲过了暴跌风险。下面是我这17年的投资故事。我没有严格按时间顺序讲述，是因为希望每个短文自成篇。

(再版注：到2016年9月，作者管理的幸存者实验基金价格是670多元。最近3年多和上证指数相当，但是从2007年年底到现在，和指数比，实验基金业绩要好很多。)



初涉股海

1987年,我在加拿大进修的时候看到一本信息论文集——包括香农的开创性文章,于是对信息论产生兴趣。经过5年多的苦心研究,我写出了第一本专著《广义信息论》,可是书难以出版。如果自费出版,费用很高。

开始我想搞专利赚钱,结果赚了点小钱,但是很不理想。1993年,证券公司在全国开花,于是凑了一万多元涉足股市,想从股市赚点钱资助出版。

记得买的第一只股票是万科,价格是17.3元,后来又买了宝安、琼珠江。可买了不久,股市就跌了。不过在7月的反弹中,持有的这些股票又赚了。我卖了股票赚了点小钱。那时候我以为琼珠江会成为内地股市的长江实业。后来才知道,最早买的万科才是。

这期间,我看了不少技术分析类的文章和书,什么波浪啊、头肩底啊、均线啊……不过现在看来,这些对我炒股意义不大,当然也不能说完全没用。

不久,我看股票交易自动报价系统(STAQ)的法人股便宜,我又开户买了法人股珠海恒通——就是那个收购并掏空沪市棱光的恒通。

那时候,我一看市盈率,二看题材。买恒通是因为市盈率低,每股业绩6毛,价格6块,10倍市盈率,所以觉得好。我还买了鄂武商,也是因为市盈率比较低。

另外,我还买了生产电焊条的猴王。为什么,因为三峡要造大坝。没想到猴王后来亏损累累,不得不转到三板。

1993年,我亏损约20%,和同期沪深指数跌幅差不多。

炒股半年后,我认清了两个道理:

(1) 卖不卖,和买价无关。谁未来涨得多就该换谁(因为交易手续费,换股也不能太频繁)。浮动亏损就是实际亏损。

(2) 不能只看市盈率,更重要的是看成长性;不要只看概念,比如三峡概念,更重

要的是看数字。

于是，我以4元的价格卖掉6元买进的恒通，3元多买进玉柴。1994年4月，在沪深股市大跌的情况下，玉柴暴涨。因为它要到美国上市，于是高价回购。我卖掉玉柴弥补了以前的亏损还赚了不少。接着我又买了海航，因为当时分红好，很抗跌。

1994年8月1日，因为政府三大政策救市，股市苦尽甘来。我抄到了底，记得是以1.3元买了马钢。不过和指数比，战绩一般。年底，股市继续阴跌，不过我亏损不多。**到1994年年底，我最初的1元变成1.38元。而同期上证指数跌去了22%，深成指跌去了43%。**

1993年10月，我的《广义信息论》有幸出版了，但是我离股市“江湖”却越走越远了。



我和财富公式的缘分

2008年,财经热门书《财富公式:玩转拉斯维加斯和华尔街的故事》(后面简称《财富公式》)由中信出版社出版。它讲述的是:信息论创始人香农(Shanon)和他的同事凯利、索普的故事。凯利受香农的信息论的启发,用复利作为优化投资组合准则,创建了凯利公式——即财富公式:

$$K=W-(1-W)/R$$

其中, K 是最优下注比例, W 是赢的概率, R 是赔率。比如,对于本书后面(第二章第一篇短文)的掷硬币打赌的例子, $W=0.5$, $R=2$,则 $K=0.25$ 。即用25%的资金下注最好。

这个公式是本书后面提供的最优比例公式($Q=$ 期望收益/盈亏乘积)在亏损幅度为1倍时的特例。

索普则是凯利公式的积极推广应用者,他把凯利公式应用于21点,从拉斯维加斯赢了很多钱,后来又创建对冲基金,大获成功。

香农是索普走向赌场的伙伴,也是成功的股票投资者——因为采用复利准则。

这本书故事很精彩,可惜它并没有提供公式本身,封面上提供的一个公式还是错的——误写成 $K=W+(1-W)R$ 。这使得很多读者很失望。传言霍金的《时间简史》因为删去几乎所有公式才大受欢迎。看来《财富公式》的作者片面接受了霍金的经验,却把主角删掉了。

财富公式和巴菲特的投资理念是相当一致的,复利最大化就是滚雪球速度最大化。

我是广义信息论研究者,我力图把香农信息论从电子通信领域推广到日常信息交流领域,比如用来评价和优化天气预报。我炒股不久就像凯利一样思考问题——如何在测不准的情况下,用复利准则优化投资比例。直到1997年我出版的专著《投资组合

的熵理论和信息价值》之前不久，我才知道拉坦内的类似研究。书出版后才知道凯利的研究。拉坦内当时也是不知道凯利的研究，从头至尾都是自己研究的^[1]。

1994年年底，我就推导出比凯利公式适用范围更广的公式。1995年，我为了该公式的应用而投身期货市场。

开始是做多国债期货。1994年，国债期货先暴涨后暴跌，1995年春节后，国债走势回稳。因为估计通货膨胀加剧，大多数人选择了做多。我目睹了“327事件”疯狂的一幕。眼见屏幕上价格突然暴跌，很多人大惊失色。我开始只有3万多元，先是做多赚了一倍，后来看价格高了，就买近期卖远期套利，结果反而亏损掉赢利的一半。因为没想到随着价格升高，远期和近期的差距也逐渐增大。看来实践时总会碰到理论考虑不到的地方。

“327事件”以后不久，我没有再做国债期货，改做大连玉米期货了。

大多数人在1500元一吨左右卖空6月玉米。等期货价格涨到1700元时，已经没人敢卖空了。这时候9月玉米涨到1900元，我卖空9月玉米。可是它后来居然涨到2100元以上。我在2100元左右又追加了空单。很幸运，没多久国储开始出售玉米打压价格，我终于赚了。回想起来，我这样做是很冒险的。资金量大了的情况下是不能这么做的。

玉米期货没有做完，我就应聘到广东一个基金管理部门上班了。以前的老基金中有家名为“南方基金”，代码是4502，我就任的就是这个基金管理部^[2]的高级研究员。当时参与应聘的有300多人，南方基金管理部最终录取了3人，我是其中一个。因为那时候我已经发表过一些关于股市和投资组合的文章，投资业绩也还不错（应聘者要带股票或期货对账单）。我为此放弃了副教授的职位和升任正教授的机会，我希望我的研究成果能得到更多、更好的应用。我很感谢当时基金管理部的负责人王树先生——他后来成为风险投资名人。

因为玉米期货赢利，也因为法人股海航亏损较少，1995年，我的赢利是77%，而同期上证指数和深成指数分别跌去了14%和22%。

进了南方基金管理部以后，我读了大量关于价值投资的书，比如介绍彼得·林奇和巴菲特的书。我记得我在1996年大牛市之前写过一个报告：建议选50个成长性

[1] 参看本书《投资组合理论——学院派和复利派之争》一文。

[2] 其所属公司后来被其他公司兼并，人才散尽，基金管理部也就随之消失了。



好的股票，长期持有。

在1996年大牛市中，我建议的价值投资方法取得了很大成功。我推荐的连大冷、长虹、发展等股票表现很好。

大牛市开始不久，王树先生就离开了那里，我也辞职了。那时候我管理的账户包括亲戚朋友的钱才十几万，现在想来实在不可思议。我成了一个囊中羞涩的职业投资者。

我辞职有两个原因：一是感觉才能得不到很好的发挥；二是我想写书，完成我的投资组合专著。那时候，我以为基于复利准则的投资组合理论是我的首创，我的研究能得诺贝尔奖。

1996年年底，“12道金牌”导致股市连续跌停板，我有幸在这之前的高位卖掉大部分股票(1996年，我赚了210%，同期年上证指数涨幅只有65%，深成指涨幅较猛，达到224%)。这主要是由于深发展的涨幅大。

1997年7月，我的专著《投资组合的熵理论和信息价值——兼谈股票期货等风险控制》出版了。

我在1997年大牛市高点卖掉大部分股票，转投济南产权内部职工股市场。和沪深股市相比，济南产权股票太便宜了。没想到随后的一年是我投资经历中最痛苦的一年。

从年初到1997年5月指数最高点的时候，我管理的账户赢利将近一倍。虽然我逃过了沪深股市1997年下半年的大跌，但是下半年我在济南产权的投资亏损也很大，使得**实验基金1997年赢利降低到38%。同期沪深股市涨幅约30%。**

事实再一次证明，按财富公式下注时，实践总是碰到理论没有碰到的困难。



济南产权市场劫后余生记

为了像巴菲特那样追求长线投资价值，我于1997年5—6月卖掉深沪股票，转而重点投资全国市盈率最低（当时4~5倍）的济南产权市场。我记得巴菲特买过柜台股票，而不在乎股票交易是否活跃。

8月份，深沪股市一直下跌，而济南产权指数从285点涨到310点时，我碰巧股票买得好，赚了20%。我当时以为自己比巴菲特还厉害。可是好景不长，11月，济南产权指数向下突破上升轨道下沿，跌到280点以下。问朋友有啥利空，是否该减仓？答曰：“只有老消息，说政府为了防范金融风险，可能关闭市场；可市盈率这么低，估计也跌不到哪儿去。”结果我只减仓10%。几天后，全国所有地方股市同时暴跌，关闭地方股市的传闻看来是真的。济南产权最低跌到168点。我也未能幸免，这时反亏掉投入济南产权资金的近30%。

记得听到关闭市场和股价暴跌的消息时，我愣住了，呆坐在沙发上。我10岁的儿子知道事情不妙，想安慰我，亲吻我的手，却弄了我一手的鼻涕。不过，这带鼻涕的亲吻却给了我极大的支持。

我投资的10只股票中有3只亏掉60%以上。这时许多股票的市盈率只有两倍多。当时我的想法是：关就关吧，10年后总有一两只能到深沪股市上市。就是不上市，送红利几年也回来了。我当时曾向一些人介绍济南产权的便宜股票，有些人开始很感兴趣，但后来都因经不住别人泼冷水而作罢。

1998年春节前，产权指数再次下探170点，同时沪深股市则机会频繁。我的一个投资济南产权的朋友实在忍受不了了，在低位砍掉了所有股票，自己不忍下手，让老婆下单，亏损40%以上。这时我的产权股票亏损也超过30%。我的情绪也低落到极点，



一想起曾经有过想当中国巴菲特的念头，就羞愧不已。我的耳边总是想起唐老鸭的话：“我不行啊……”

春节后，济南产权稍有回暖，指数一直在 190 点左右，但是股价仍然很低。比如 4 月初，科达公布 1997 年每股税后利润是 0.799 元，送 0.24 元，如此好的业绩公布后，股价也只有 1.7 元左右。4 月中旬，我向济南的一位朋友打电话了解情况，他说，我们这儿的股民对产权基本形成了共识：济南产权股票买不得。4 月底，济南产权指数在构成了头肩底形态之后，向上突破 200 点。这时有朋友打来电话说：“今天听到消息，产权就要关了，你还是赶紧卖吧。”我说：“既然要关，这几天怎么还涨了？”他说：“无非是一些大户想拉高出货。”我没完全听他的话，只卖了 10% 左右。谁知道此后的几天，产权指数连续暴涨，最高上摸 280 点，随后在 260 点左右振荡。我终于不再亏损，投资济南产权 10 个月打了个平手。传言：产权最终还是要关，但是山东政府将采取适当措施……

很难让人相信，我亏得最多的就是大多数人赚得最多的股票——与清华同方合并的鲁颖电子，它本来业绩不错，可是 1997 年市场不行了。我 1.5 元卖了，结果后来它涨到 15 元（协议价）。好在我又买了其他股票，后来都赚了。

1998 年，全球经济多灾多难，中国股民大多亏损累累。然而，我们的实验基金收复了“失地”。因为 1998 年济南产权指数世界涨幅最大。我们的资金将近一半投在了济南产权。**1998 年，我管理的实验基金赢利 26%，基金价格达到 12.98 元。而沪深股市跌幅达 30%。**

济南产权关闭的时候，我转移一部分资金到淄博自动报价系统，保留了南山、红日化工、鲁信国际、万杰和科达。其中万杰后来转到上交所上市了，我赢利约 2.5 倍。其他股票在关闭后的 3 年内陆续经过“黄牛”（即股票贩子）卖了，价格挺好（我很感谢“黄牛”）。最幸运的股票是科达。我是 2 元左右买的，4 元卖掉一半，后来它 10 送 10，又涨到 10 元。我卖光了，这部分股票赚了 9 倍。

我在淄博市场先后买了万祥、万鑫、药玻等股票。万祥因为可能被湖南计算机收购而大涨，我赚了一倍卖掉了。后来股价低了——因为收购不成，我又低价买回 4 万股，这 4 万股和那 1000 股玉柴一样，成了“烂账”。可见不能拿股票当情人。

万鑫我卖早了，小赚了一点。后来它被同济科技兼并，身价暴涨。可惜药玻我也

是小赚了一点，在它停牌前卖了。它后来反复送股，到沪市上市了。如果等到上市卖掉，恐怕要赚4～5倍。

投资柜台股市，教训深刻（参看本书文章《柜台股市幸存者如是说》和《从科达、广药和药玻看炒股和做人》）。



幸存者实验基金和幸存者软件

1994年,我管理的资金大部分(3万元)是我弟弟的。因为他的投资,我开始按开放基金方式记录投资业绩,并把合伙账户说成是实验基金。我把1993年开始投资时的基金价格定为1元,那么1994年年底的基金价格(总市值/基金股数)就是1.38元。后来因为业绩不错,更多亲戚朋友加入了实验基金。开始我叫它“晨光实验基金”,后来改为“幸存者实验基金”。

此基金之所以说是实验的,是因为它规模人数有限(以便不违背国家政策)。每人投资额不超过5万元(最少100元),大多数人投资不到1万元;其中有1/4是小孩——长辈认购基金给小孩作为压岁钱或保险,收获是多方面的。有人因此戏说它是压岁钱基金。该基金更确切地说来是一个半开放式合伙投资账户,其主要目的是用来检验投资组合理论,并让更多人成为检验过程的见证人。

关于基金的基本策略,我在幸存者网站 <http://survivor99.com> 上是这样写的:

(1) 首先考虑避免深度亏损,然后考虑赢利,因为相对西方各种风险测度,鲁氏风险测度对深度亏损尤为重视。

(2) 及时了解和修正资金在不同证券上的投资比例,特别是根据大势预测修改持股所占资金比例;力求在指数大涨时,基金增值是指数增值的2/3;指数大跌时,基金跌幅是指数跌幅的1/3;不求短期战胜指数,只希望长期稳定增值;因为我们用几何增长或复利评价和优化投资组合。

(3) 用较小的比例博取高收益且高风险,比如投资期货、高科技股、内部职工股;用较大的比例作较为稳健的投资,比如认购新股、买业绩持续良好的绩优股;因为越是测不准,越是要分散投资。

开始我用数据库 Dbase 软件编程管理,后来操作系统改为 Windows,我于1999年

用新的工具软件开发了管理软件——幸存者基金管理软件(参考 <http://survivor99.com>)。它特别适合私募基金和合伙账户管理。

该软件的几个主要功能是：

- (1) 核算不同时期投资的投资者的收益以及管理人的酬劳；
- (2) 统计不同分类的资产比例，给买卖决策提供依据(参看图 1-1)；
- (3) 投资组合优化模拟——假设几种证券收益期望和上下波动范围不同，相关性不同，看下注比例各为多少较好。

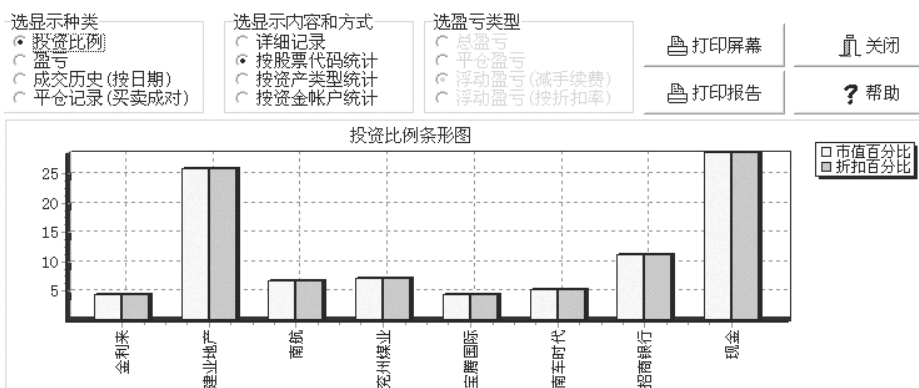


图 1-1 投资比例条形图(折扣是因为考虑资产的流动性,给有些资产打折)

图 1-2 和图 1-3 分别显示投资比例优化和业绩模拟。3 个证券收益的期望不同,上下波动范围不同,它们之间的相关性——在 -1 和 1 之间也不同。我们在 3 种证券上的下注比例怎样为好?

计算机按最大复利准则提供的优化比例显示在最下面一行,也就是 79.1%, -8%, 12.8%。-8% 表示拿 8% 的资金做保证金卖空证券 2(保证金只有 10%, 相当于期货)。注意,并不是在期望收益最大的证券 3 上面下注比例最大,因为它变化幅度大、风险大。证券 1 和证券 3 有反相关特性,两者对冲效果好。通过卖空证券 2 控制风险,我们可以在证券 1 上面下较大比例。

我们用计算机模拟反复投资,看计算机和 3 个玩家的累积资金。图 1-3 显示了模拟投资资金走势图。一共 100 轮投资。最好的玩家 2 资金由 100 变为 10 000,增值上百倍,而计算机的资金由 100 变成 100 万,增值上万倍。可见计算机优化比例的威力。



收益概率预测等参数设置 请先修改概率预测再优化模拟

	证券0	证券1	证券2	证券3	说明	相关系数	说明
假定初始价(%)	100	100	100	100			
预测期望价(%)	100	112	94	113		0.5	-0.5
上下偏差(%)	0	20	40	40			
变化(低/中/高)%	100/100/100	92/112/132	54/94/134	73/113/153			
价格发生概率:	0/1/0	0.25/0.5/0.25	0.25/0.5/0.25	0.25/0.5/0.25			
交易成本%	0	0	0	0			
保证金比例%	100	100	10	100			

各玩家下注比例(*1000)

玩家	证券0	证券1	证券2	证券3	归一化
玩家1 (当前投资比例)	0	333	333	333	归一化
	250	250	250	250	归一化
	0	500	0	500	归一化

电脑优化比例

	证券0	证券1	证券2	证券3
电脑优化比例%	0	791	-80	128
建议增减比例%	0	458	-413	-205

提示: 本模块教你如何在测不准的情况下优化头寸, 从而控制风险, 战胜市场。

图 1-2 投资比例优化

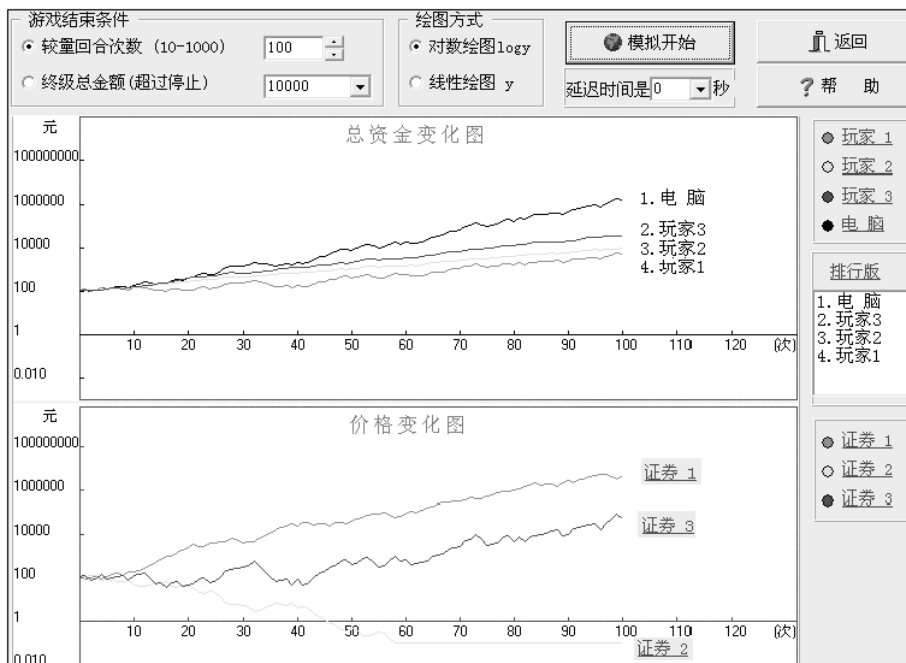


图 1-3 业绩模拟

(4) 提供基金的业绩走势图，并和指数走势比较。

我曾经想推销软件卖钱，因为担心卖不出太高的价钱，还要提供服务，太麻烦，所以后来软件免费让大家用了。

幸存者软件不断改进，同时实验基金也取得了较大成功。实验基金的成功反过来说明软件确实有用。



H 股市场 8 年增值 50 倍

1999 年，我在“519 行情”中做得不太好。但是因为持仓控制较好，年初和年底损失较小。1999 年，沪深指数涨幅约 14%，我管理的实验基金赢利 28%。

2000 年，实验基金上半年落后沪深指数，但是下半年又赶了上来。2000 年，实验基金赢利 61%。同期上证指数涨幅是 52%，深成指涨幅是 41%。做得好的地方，一是买对了东大阿派、风华高科等高科技股；二是买对了鞍钢转债。当时大家对转债不理解，转债理论价格 130 多元，可是市价却跌到 100 元以下，我在 98.8 元时买的。后来它果然涨到 130 多元。另外，我买的内部职工股对业绩也有所贡献。2000 年，万杰 A 股上市，我提升了暂时不能交易的万杰内部职工股的估值。

这一年我还通过亲戚的账号买了美国上市的新浪、搜狐和网易。上市不久买的，经过了大跌，上涨到平手时卖了。如果坚持初衷，这些股票下跌时我应该追加投资才对。可惜我分析不够，做得不好，很遗憾。

2001 年，市场极度疯狂。我清仓 A 股，卖掉济南产权内部职工股科达，赢利 9 倍，卖价将近 10 元。我很幸运，因为后来证监会限制内部职工股上市，科达黑市股价大跌。这些股票中的大部分后来通过股改才得以“解放”。

1998 年科达停牌后，科达公司介绍北京一家机构以 4 元左右的价格买了我一半的股票。有人说，你要是不卖就好了。我说要是大家都不卖，或许科达就没这么快上市了。

2001 年 2 月到 6 月，B 股在对境内股东开放的消息刺激下，疯狂上涨好几倍。我没有来得及抓住 B 股的这次机会，但是觉得 H 股机会还在。于是转而投资 H 股（香港上市的内资或境内企业股票，包括国企股、红筹股等）。

那时候，H 股指数从 2600 点下跌不久，我和朋友就买进了，结果 H 股指数跌到 1600 点附近，我的 H 股账户亏损超过 20%。因为前几年 A 股高科技股表现好，于是我

买了不少香港创业板股票，包括格林柯尔。格林柯尔暴跌的时候，我亏掉 1/3 卖了。此后我改弦易辙，卖掉创业板股票，改投大盘蓝筹股。后来那些创业板股票大多跌到当初 1/5 甚至 1/10 的价格。实在庆幸！

此后一段时间，我买过中海油、华电国际、马钢（当时只有 0.6 元）、广州药业（在它只有 A 股的 1/10 价格——1.3 元附近买过）、中铝（1 元多买过）、江西铜业（不到 1 元时买过）等股票。2001 年，我买中海油股票和认购权证赚了一点钱。再后来，我还买过道琼斯指数看跌窝轮，因为“9·11”事件该窝轮涨了 2～3 倍。虽然股市仍然低迷，但我的资金账户已经小有赢利了。**2001 年上证指数跌幅 21%，深成指跌幅 30%，实验基金赢利 5.8%。**

2002 年，H 股波澜不惊，A 股跌了又反弹，跌幅不深。沪深指数跌幅分别是 18% 和 15%，实验基金却赢利了 4.7%。赢利原因，一是因为万杰内部职工股上市；二是因为我开始投资 B 股和美国期货。B 股做得不错，小有赢利。可惜投入资金不多。

2003 年 5 月开始到年底的一轮 H 股大牛市中，我做得最好的是马钢。看到有报道说马钢预测赢利大增，好像是半年 0.11 元。它当时的价格不到 7 毛。于是我重仓马钢 H 股。11 个月后，它居然涨到 3.9 元，可惜我低估了大行情，从 1.2 元就开始卖出，马钢突破 3 元时，我剩下的马钢不到早前的一半。后来我在高位卖掉了剩下马钢股票中的大多数。随后我去参加马钢股东大会，感觉马钢不错，2 元附近追加了不少，赚钱后卖了。

同时我还买过中石油股票和看多窝轮——因为巴菲特买了。巴菲特买进成本 1.5 元（考虑分红），我 1.7 元买的，我想没贵多少，值！

2003 年，我的 B 股也做得很好，买了长安 B 和粤电力 B，赢利超过 60%，算是小小的奇迹。

2003 年，实验基金 A 股账户买 A 股很少，主要买了钢钒转债，业绩也还不错。

我的美国期货账户开始做多澳元和加元，小有赢利。就在澳元大涨之前，我放弃了外汇期货，转投石油期货。当时远期便宜，近期贵，我的基本策略是做多远期，同时少量卖空近期。

2003 年，实验基金赢利 26%，而同期上证指数上涨 10%，深成指上涨 18%。

2004 年和 2005 年，H 股市场波澜不惊。但是有些股票上涨得很厉害，比如东方电机（现在叫东方电气）和中石油。2005 年，我在 2～3 元买过东方电机。买东方电机



是因为它的订单和预收款多。东方电机后来涨到 80 多元，可惜我没有做好，赚了点卖掉，卖掉又买，8 元以上就再也没碰了。我把东方电机换成 2 元多的哈动力，哈动力表现也还不错，不过不如东方电机。后来我又买了中石油（因为石油涨价）和江西铜业（因为铜价上涨）以及它们的看多窝轮。

2004 年，我们的 B 股账户又创出奇迹，在大多数人普遍亏损的情况下，赢利超过 30%。因为我们买了中集、张裕、杭汽轮、伊泰等股票。可是 A 股账户做得不好，小有亏损。这期间我也买过贵州茅台，但是没有赚钱就卖了。H 股和石油期货做得还算不错。**2004 年实验基金赢利 8.5%，同期沪深指数跌幅分别是 15% 和 12%。**

回头看，我觉得我做 B 股运气最好，选股失败最少。2009 年我又买进伊泰（2006 年卖早了），还买了鄂绒、南玻和赤湾 B。和讯 B 股论坛有很多价值投资高手，我得益匪浅，在此深表感谢。

2005 年，指数受新股影响而失真，虽然跌幅不大，但是大多数股票受全流通的打击，跌幅较大，很多股民损失惨重。然而，实验基金又一次战胜指数。**2005 年，实验基金赢利 21%，同期沪深指数跌幅在 7% 左右。**实验基金赢利主要来自 H 股，其次是 B 股和石油期货。A 股账户基本持平。

2006 年，我们的投资主战场是 A 股市场。H 股持有江铜、哈动力、中铝、中石油等股票，业绩一般。

2007 年，我们的 H 股账户业绩特别优异，主要原因是铜期货套利——重仓江西铜业 H 股的同时卖空铜期货（参看本书《铜股票和铜期货套利》一文）。这一年，H 股账户赢利 4.5 倍。为了投资江铜，我也参加过它的股东大会。

2008 年年初，我卖掉中国财险、哈动力等股票，逃过一劫。但是后来重仓兖州煤业亏损巨大。幸运的是，2008 年 9 月开始，我重新关注窝轮，并通过看跌窝轮对冲股市下跌风险。我用大约 10% 的资金买进了中国石化、汇丰控股、神华、中国平安、恒生指数等看跌窝轮，在 10 月 27 日（A 股和港股见底的那天）前后，我卖光看跌窝轮，满仓股票，因此大大挽回了损失。

2009 年一季度，为了控制股票风险，我又买进了汇丰控股的看跌窝轮，可幸的是汇丰控股在 3 月大跌，这使我们的账户业绩远远超过指数。4 月份，我又把涨到 10 元左右的兖州煤业、南车时代电器换成绿城、建业等房地产股，幸运地赶上了房地产股补涨行情。

到了2009年6月底，我们的H股账户资金重新回到了2007年的高点。从2001年我入市到2007年高点，H股指数涨了10倍。我的投资增值大约50倍。5倍于指数的赢利看来是很高的，但是按复利算，也就是每年赢利超过指数22%。

2009年6月，我卖掉大部分地产股，买进小盘港股。买进的港股有：金利来（分红好）、卓能（净资产高）、周生生（金银首饰）、大昌行（销售汽车和食品）、笔克远东（展览装饰）、英皇娱乐酒店（澳门赌场服务）、大快活（快餐）等股票。在信奉巴菲特的理性投资者看来，卓能和英皇娱乐酒店等都是垃圾股，根本不值得投资。而我认为，再差的股票，股价跌到一定程度，也有投资的价值。一年后的事实证明，它们上涨都超过一倍，远胜于指数。

2009年下半年创业板上市，股价特高。我感觉香港小盘股会有不小的机会。2010年年初我写了个投资报告，建议我的朋友重点投资香港小盘股。后来小盘股行情果然不错。出乎我预料的是：医药小盘股炒得更疯。好在我买了吉林长龙。除了上面说的小盘港股，我还买了代加工行业股票：亚伦国际、信星集团、兴利集团，大多表现不错。

最近一年（到2011年3月），我们的H股账户又升值35%。

回顾我这些年买过的H股，大体可以分成这么几类：

(1) 做得比较好的股票，比如马钢、江西铜业、哈动力、腾讯。其中江西铜业及其窝轮是我做得最好的。腾讯从4.5元开始就长期持有了，但是买得很少。

(2) 选得好、做得不理想的股票，比如东方电机、潍柴动力、周生生、大昌行等。主要原因是分析不够，没有长线坚持。

(3) 做得不好的股票，比如中海集运、天津发展、王朝酒业。这些都是2006年以前买的。看来股票或时机没选好。

(4) 其他做得好坏都有的股票，比如华电国际、兖州煤业、绿城、建业地产等。

成功的主要原因：之一是关注行业和原材料价格，选股选时较好；之二是投资比例控制较好——不光表现在大势不好和预测不准时轻仓，还表现在有较为确定的好机会出现时重仓，以及通过反相关的期货或权证控制风险。

我的H股做得比A股好，这主要是因为我敢买。这有两个原因：一是因为H股价格便宜——比如江铜H股的价格大约是它A股价格的1/2~1/3；二是因为港股市场有窝轮和牛熊证，便于对冲操作。



A 股大牛市中得与失

2004年,我觉得和H股比,B股也很便宜了,于是我转移部分H股资金买进B股。因为选股不错,收益很好。2005年,越来越多的A股比它们的H股还便宜,如果考虑股改10送3的话。于是我又转移部分H股资金到A股市场。

2006年年初,股改全面开展,多空争论激烈。我是全流通积极支持者,相信股改存在巨大机会,认为股改后股票更有投资价值了,股市一定会涨。反对派则认为,全流通以后,法人股股东因为成本极低,所以抛压巨大。3月份,我在和讯论坛发了个较有影响的帖子《不要被小涨小跌蒙住眼睛》,可见我当时做多的信心。

我在大牛市中的第一场战役和最后一场战役都和铜股票相关。

2005年下半年,铜价猛涨,可是铜股票江西铜业和云南铜业就是不涨。我觉得是个好机会,于是买了不少云南铜业和江西铜业的股票,同时适量卖空铜期货。2006年上半年,云南铜业从4元多涨到12元,中间还因为股改10送3股。江西铜业10送1.8股,从4元左右涨到13元。我的股票和期货对冲套利大获成功(参看本书《铜股票和铜期货套利》一文)。

2006年6月,这时候江西铜业H股相对便宜40%,于是我转而重点买江西铜业H股。虽然后来江西铜业H股涨幅不如A股,但是H股有看多窝轮,我买了不少江西铜业的看多窝轮,因为我同时卖空了铜期货,所以风险不大。这种方法在2006年下半年并没有显著效果。因为铜期货跌了,股票没涨。股票没有赚钱,期货赢了点小钱。到了2006年年底,铜期货在相对高位已经停留很长时间了,这意味着铜股票将有更好的业绩,于是我陆续加大了上述窝轮和期货的比例。这些窝轮要是换成股票,股票市值会达到实验基金资产的1/4。这对于我来说是很重的仓位了。

2007年2月,江铜H股开始大涨,从2月的8元多涨到10月的32元。2007年,

我们的H股账户赢利4.5倍，上述对冲操作功不可没。

2006年7月，我买了不少封闭基金。当时基金景福、基金普丰等封闭基金折扣率接近40%，我想年底分红后，折扣率还会加大。封闭基金果然如我所愿，半年上涨超过一倍。这一年，我们的美国期货账户资金创了新高，最初的1万美元变成10多万美元，国内期货账户也基本挽回上半年卖空的亏损。

2006年我做得好的地方是：(1)看对了大势；(2)选中了一些好股票，比如铜股票和工程机械股票；(3)美国期货账户资金创了新高，国内期货账户也基本挽回上半年套利(卖空铜期货买进铜股票)的亏损。

做得不好的地方：(1)煤炭股、化肥股赢利很少；(2)上半年持有武钢没涨，我卖掉了，结果它在第四季度猛涨。

尽管总的说来，我对自己2006年的操作比较满意，但是我们的实验基金还是没有战胜沪深指数。**2006年，我们的实验基金赢利111%，而上证指数上涨130%，深成指上涨132%。**

2006年实验基金没有战胜指数，一方面是因为煤炭股、钢铁股……做得不好，另一方面是因为第四季度没有满仓。

2007年，我们的实验基金战胜了指数，实验基金赢利185%，上证指数上涨97%，深成指上涨166%，H股指数涨幅56%。

2007年，我做得较好的地方是：(1)通过窝轮重仓H股，并且高位卖掉不少。这也得益于我们上一年就开始的铜套利战略；(2)上半年持有不少煤炭股、银行股和封闭基金，获利可观；(3)美国期货增值大约1倍，主要得益于石油和大豆做多。

做得不好的是：(1)煤炭股和化肥股卖早了；(2)四季度高位减仓不够多，保留了不少银行股，导致后来有不小的亏损。做得最差的股票是太钢不锈。我在2006年初低价的时候买过，小有赢利卖了。2007年我高价买回来了，因为它2007年上半年业绩很好。谁知道下半年业绩大降，后来我亏损30%卖了，原因还是对上市公司基本面的分析不够。