

把心底里的“牛”放下 以务实心态布局

黄燕铭 国泰君安证券研究

摘要：

股票价值的本质是什么？--预期！金融学把股票价值定义为未来现金流的贴现，而未来现金流在今天其实只是人们心里的预期，因此价值其实就是人们内心的预期。由此，我们可以大致地看到股票价格形成的过程：宏观、行业、公司等客观世界的因素，被人们观察和捕捉到，经过人们各自的思考和加工后形成预期，然后人们以这些预期形成的价值判断为基础，到交易系统中去报价，最终在交易中形成了价格。由此，股票价格的形成穿越了客观世界、内心世界和符号世界，或者说经历了预期环节和交易环节。

众多人给出的众多价值判断，是如何变成一个价格的？--交易！交易环节是将众人的预期或者价值输入交易系统，按照交易规则形成价格的过程。并且，人们参与交易不仅要输入报价，还要提供对应的交易工具，现金或者股票，如果没有对应的交易工具，则人们的价值判断将无法被表达到股价里去。由此，不仅人们的预期会影响股价，现金和股票的分布及其变动也会影响股价，因此我们需要理解价值是如何在交易工具的配合下按照交易规则变成价格的过程。价格曲线的本质是什么，我们用一个简单的比喻来描述：瓶子里放了一只小蜜蜂，小蜜蜂在瓶子里上下飞舞，瓶子在上下波动，并且瓶子的形状也在不断变化从而影响到小蜜蜂在瓶子里的波动；最终，瓶子的波动叠加上小蜜蜂的波动，即是我们看到的股票价格曲线。

证券研究，究竟是总量思维还是边际思维？--从总量进、从边际出！总量思维可以帮助我们相对完整地了解这个世界，但要抓住投资机会最终需要的是边际思维，因为股价的涨跌原本就是个边际的问题。股票研究应从总量思维进、从边际思维出，把握好两者之间的关系，不能执着于一端而偏废另一端。如果只有总量思维而没有边际思维，则是做了一堆艰苦的研究工作而抓不到投资机会；但是如果只有边际思维而没有总量思维，则会把研究做得不全面、没深度、偏浮躁，在股价的涨涨跌跌中迷失大的方向。

总结以上三部分，我们提出证券研究必须建立的 2+1 思维方式，其中 2 指的是预期思维和交易思维，它们分列前后贯穿于股票价格形成的过程之中；边际思维则须分别与预期思维和交易思维叠加，在两个思维环节里以边际的思想寻找投资机会。其中预期思维与边际思维的叠加即是人们已经普遍接受的“超预期”，而交易思维与边际思维的叠加，我们给它一个名称为“交易边际”。三种思维方式的理论基础是什么？预期思维的理论基础是 DDM 模型的贴现思想、交易思维的理论基础是微观结构理论，边际思维的理论基础是有效市场理论，理论与实践的结合，依然是摆在我们面前的重要课题。

证券的研究和投资，最终是一个参悟世界、修炼内心的过程。我们做证券研究，需要观察和分析宏观、行业、公司等客观世界的总量和边际变化，也需要观察和分析股票价格、国民经济统计报表和上市公司年度报告等符号世界的变化，除此之外，还要研究和分析众多投资者的内心世界的状况和变化，但最终还要修炼自己的内心。无论是在牛市、震荡市还是熊市，我们都应该保持同等的“空”境心态，以同一种

心境面对不同的股票市场，即所谓“不取分别心”，以本我不变的心境，面对纷繁复杂的市场变化，认认真真、踏踏实实地做好每一天的研究和投资的工作。

首先声明，本文只是一篇探讨证券研究思想的文章，不构成任何的预测和投资建议，所有的证券研究观点均以国泰君安证券研究所正式发布的证券研究报告为准。

黄燕铭曾于 2014 年发表过几篇探讨证券研究和投资思想的文章，讲的是《股票价格不是树上的花》以及《送你证券研究的三朵花：在存在、认知和符号的世界里寻找投资机会》等等，这些文章都是在思考客观世界与股票价格（符号世界）之间的关系，从而探究两者之间还有一个认知的内心世界在发生作用，由此使得客观世界与股票价格之间的变动方向未必一致。

今天本文要探讨的证券研究 2+1 思维，即预期思维、交易思维+边际思维，是在原来的预期思维基础上增加了交易思维和边际思维，因此探讨的重点自然是在后者。当然，虽说本文的重点是在探讨交易思维和边际思维，但是一切还是要从根源性的预期思维谈起。本文探讨的是股票问题，其实对于债券研究和投资，同样适用。

1. 价值的本质究竟是什么？——预期！

金融学中关于股票价值的定义是这么说的：价值是未来现金流的贴现；为此金融学家们还构建了一个 DDM 的贴现模型来描述这个思想，而且金融学家们还在 DDM 模型基础上添加了各种假设条件，从而衍生出了 FCFE、FCFF、EVA 等众多的股票估值模型，不管实际效果如何，这些模型还是被证券分析师们广泛地学习和应用。现在模型越来越多，然而万变不离其宗，所有的股票估值模型都是从 DDM 模型演变而成（实际上也包括了 PE 和 PB 等，限于篇幅本文不予推导），因此如果能

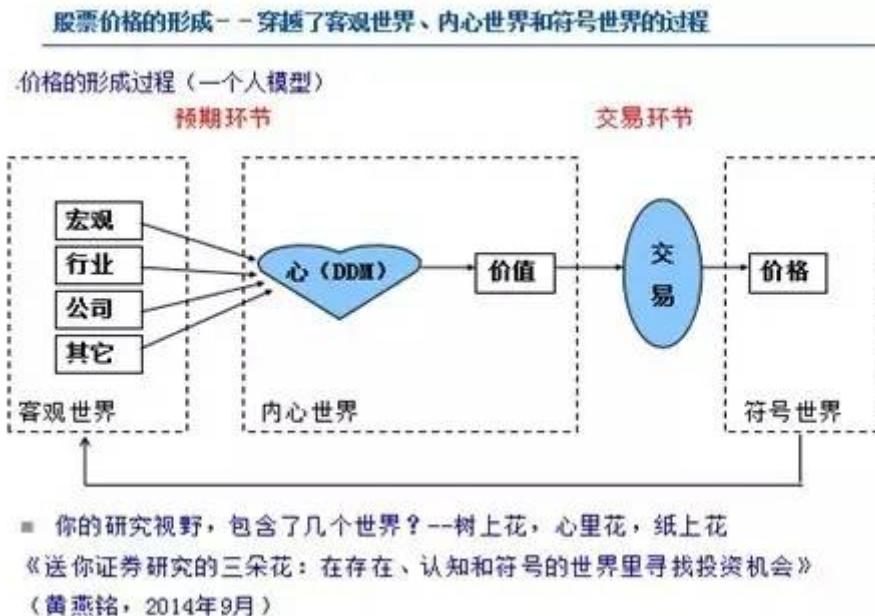
够深入理解 DDM 模型的思想精髓，那么对于是否要记住许多的衍生模型以及它们复杂的计算步骤，其实就没有那么重要。

撇开估值中复杂的计算过程，我们来探讨一个本源性的问题：未来的现金流对于当前而言是个什么东西？是人们心里的预期。现在我们用比较有趣味的哲学角度来思考两个很重要的问题：未来现金流，究竟存在于何时、何处？这个问题看似容易回答，但估计还是会引来一场争论。有人会说，未来现金流存在于客观世界，存在于未来；但仔细一想问题来了，存在于未来客观世界的现金流，它于现在而言是否存在？还未存在！如果还未存在，它又如何指导人们现在的投资决策呢？其实换个角度来思考，问题可以迎刃而解：未来现金流存在于人的内心世界，而且是现在的内心世界不是未来的内心世界，是人们现在心里对未来客观世界的预期，由于它存在于现在，所以它可以指导人们当前的投资决策，毕竟证券投资是要在当前决策并且执行的行为。因此，价值其实就是人们内心的预期。

在此留下几个问题供大家探讨：预期在何处？预期是否存在？贴现在何处？贴现是否存在？价值在何处？价值是否存在？对于这六个问题，不同的人会因各自不同的心境而给出不同的答案，而且估计争论上百年也没能给出让所有人都信服的答案，犹如哲学家们争论宇宙的本质一样。我们暂且把这些纠缠的问题搁置一边。

不管怎样，我们可以大致地看到股票价格形成的过程：宏观、行业、公司等客观世界的因素（信息），被人们的心灵观察和捕捉到，经过人们各自的思考和加工（逻辑）形成预期，然后人们以这些预期形成的价值判断为基础，到交易系统中去报价，最终在交易中形成了价格。在这个过程中，我们可以看到两个重要的环节，一个是客观世界的信息进入人们的内心世界从而形成预期和价值的预期环节，另一

个是人们把内心世界的价值判断输入交易系统从而形成价格的交易环节。因此从静态而言，股票价格的形成穿越了客观世界、内心世界和符号世界；从动态而言，股票价格的形成经历了预期环节和交易环节。



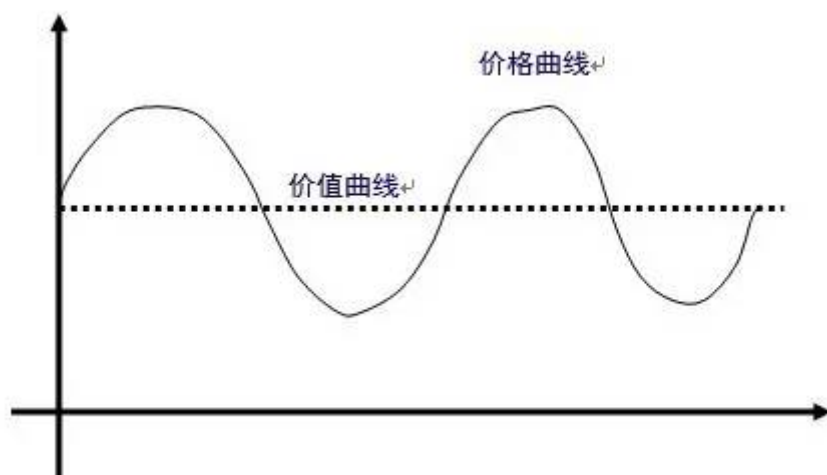
(图一：股票价

格的形成——穿越了客观世界、内心世界和符号世界的过程)

如果你认可价值是在人们的心里，那么你将不得不挑战一项书本上的权威，我们在学校里都曾经学习过并且在实践中还信奉的理论：价格围绕着价值波动。这个理论用在实物商品上也许有用，但是用在金融商品的投资上，可能并不管用。在我们的思想里早已习以为常的图二，可能会经常性地让我们陷入探讨股票的内在价值，以及对比当前价格偏离这个内在价值的方向和幅度，然后制定投资决策；然而在现实中，这样的研究和投资方法，却会让我们经常碰壁。

仔细思考一下，问题出在哪里？其实，你所认可的内在价值，只是你的，别人还有别人认可的内在价值。如果我们认可价值是在人们的心里，是人们预期的反映，那么我们必须认可：一千个人，就有一千颗心；一千颗心，就有一千个价值。因此，

在一个时间点上，一个股票的价值是不唯一的，如果用图像来表示，一个股票的价值就不应该是一个点而应该是一个区间。由此，图二不能应用于证券投资的原因，也就可以理解了。在证券投资中不能执着于“我”的价值判断，而是应当尊重众人给出的各不相同的价值判断。



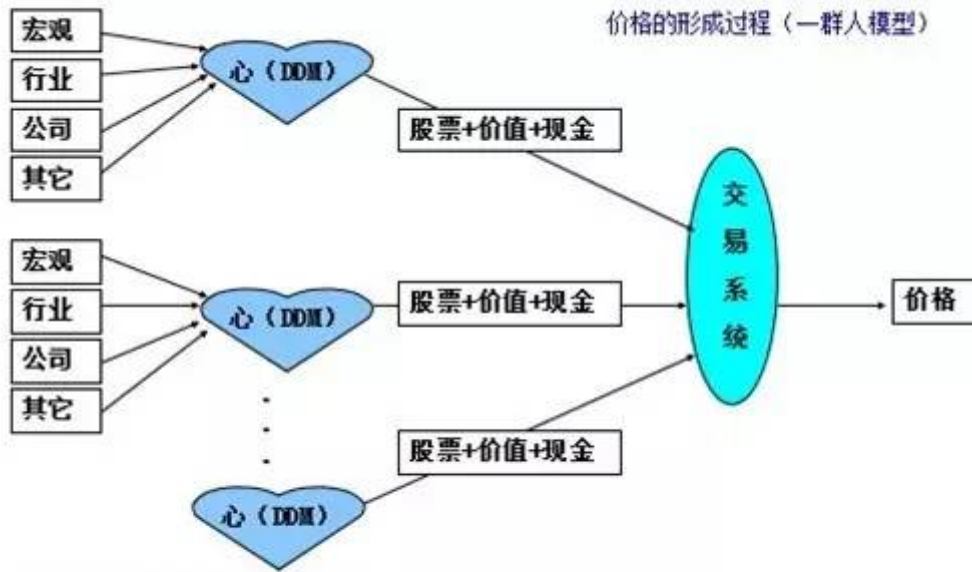
(图二：价值曲线与价

格曲线)

2. 众人给出的众多价值判断，是如何变成一个价格的？--交易！

经过 20 年的发展，中国的证券研究和投资界基本上已经建立起了从宏观到行业再到公司的基本面研究框架，摆脱了 20 年前以技术分析包打天下的格局（感恩率先举起基本面研究大旗的君安证券研究所的先驱者们），但是今天对于各家证券研究和投资机构而言，在重视客观世界基本面研究的同时，对于内心世界和符号世界的研究或者说对于交易环节研究的重视程度还是显得不足，在这方面留下了大片的研究空白，当然这方面的研究难度可能更大。对于公共部门而言，研究交易环节，有利于制定交易制度、完善交易机制，从而提高证券市场的效率；对于投研机构而言，研究交易环节，有利于制定投资策略、完善投资的风险控制，从而提高投资的绩效。

微观结构描述的是一群人的心如何形成一个价格



- 理解价格，除了价值因素，不可忽视微观结构，这是一个有关交易的因素
- 微观结构，人心、筹码和现金的分布
- 价值如爱情（心灵），价格如婚姻（心灵+物质）

（图三：微

观结构描述的是一群人的心如何形成一个价格）

交易环节是将众人的预期输入交易系统按照交易规则（比如：集合竞价、连续竞价，价格优先、时间优先等），形成价格的过程。如果说，价值是存在于人们内心的认知，那么价格就是在交易过程中形成并且被反映到交易所行情揭示板上的一个符号。图一描述的是只有一个人的价格形成过程，然而实际上价格是不可能由一个人来形成的，而是由千千万万的人一起交易形成的，因此接近于实际情况的如图三所示：众人根据自己的能力研究自己所能接触到的客观世界，然后形成各自的心里预期，有的人预期偏乐观，有的人预期偏悲观，这种乐观和悲观的程度差异，既与他们各自看到的客观世界有关，也与他们各自的心里偏好有关；然后他们把各自的预期形成价值判断并且表达在交易系统的报价里。在交易中获得成交机会的报价变成了价格，反映到交易所的行情揭示板上（价格是过去的价值），而未能成交的报价则可以继续交易（价值是未来的价格）。

在这里我们需要特别注意的是，人们参与交易的时候，不仅仅要根据自己的价值判断输入报价，还要提供对应的交易工具，买入要有现金、卖出要有股票，如果没有对应的交易工具，即使有心灵的价值判断，也只能干瞪眼，这种没有对应交易工具为基础的价值判断是不会被反映到股票价格上去的（当然融资融券可以改变这种格局）。因此价值如“爱情”，有心灵就可以，而且可以单方面；而价格如“婚姻”，除了要有心灵，还要有相应的物质基础，并且必须是双方面才行。由此，要理解股票价格，不仅要理解“信息+逻辑”到“预期”从而形成“价值”的过程，还要理解价值是如何在交易工具的配合下按照交易规则变成价格的过程。这就可以帮助人们理解以下这个问题：即使是人们的预期或者价值保持不变，但是现金或者股票的分布发生变化，也会影响到股票价格的变动；大宗交易、融资融券、增发送股等，对股价的影响大部分属于这个层面。

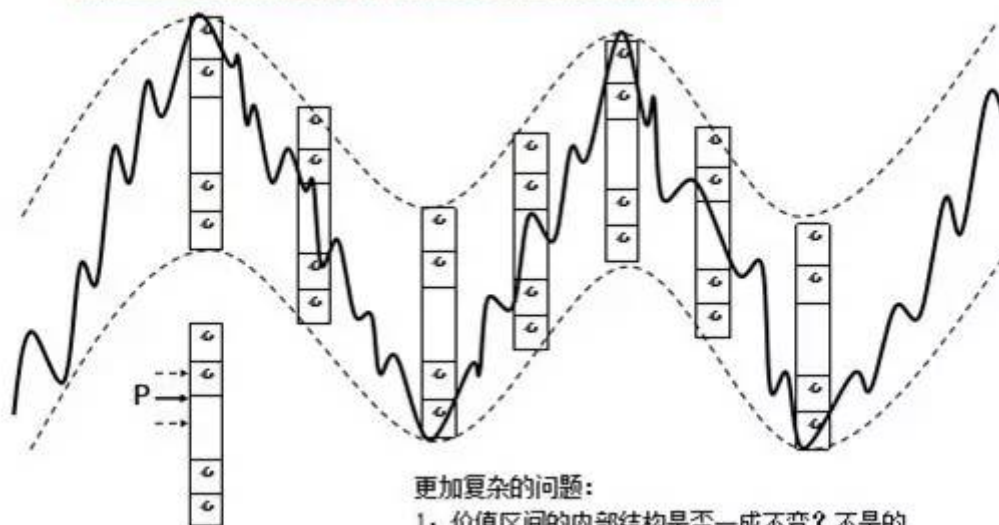
很遗憾，中国的大学金融教科书里面大部分没有关于交易研究方面的章节，对于价值是如何变成价格的，仅以价格围绕着价值波动而一笔带过，由此给我们留下了一大片的思想空白。有人说，你这是在讲筹码理论，我说不是，我是在讲微观结构理论，研究的是预期、股票和现金三者结合对股价的影响。有关这方面的研究到目前为止，无论是学术界还是实务界，都还是成果偏少。

价值和价格之间的关系究竟是什么样子的？我们在破除前面的书本权威之后，尝试性地描述一下接近于实际的情况，这只是一个尝试，对于我们所有人而言，股票价格的形成到目前为止依然是一个捉摸不透的过程。我们可以把参与交易的所有投资者按照他们的价值判断从高到低排列从而形成一个价值区间（我们可以数学指标来描述这个区间，但其实任何指标都无法详尽描述；这个区间也不是日常人们说

的估值区间)，交易撮合使得这个区间里有两个投资者的报价成交，从而使得价格指向了这个区间中的某个点，由于交易在连续进行，因此成交的价格也就会在区间内上下移动；与此同时，这个区间也不是静止的，它不仅会上下波动，而且区间的大小、内部结构也在不断地发生变化从而也会影响到股价在区间内的波动（这就使得价格的波动更加复杂）。最终结果是，价值区间的波动叠加股价在区间内的波动从而形成了股价的波动轨迹（图四）。用一个简单的比喻来描述：瓶子里放了一只小蜜蜂，小蜜蜂在瓶子里上下飞舞，瓶子在上下波动，并且瓶子的形状也在不断变化从而影响到小蜜蜂在瓶子里的波动；最终，瓶子的波动加上小蜜蜂的波动，即是我们看到的股票价格波动的轨迹。

从众人心动到股价动的过程——可能是这样的

股价本质上是人们的价值区间的整体波动和股价在区间内波动的叠加



更加复杂的问题：

- 1，价值区间的内部结构是否一成不变？不是的
- 2，价值区间的波动是否有一个中枢？不是的
- 3，价值区间与股价是否同时到达最高点？不是的

(图

四：从众人的心动到股价动的过程)

3. 证券研究，究竟总量是思维还是边际思维？——从总量进，从边际出！

总量思维可以帮助我们相对完整地了解这个世界，但是它不能帮助我们抓住投资机会，要抓住投资机会最终需要的是边际思维，因为股价的涨跌原本就是个边际的问题。况且，总量思维实际上是静态的，而边际思维是动态的，探究的是在预期变动或者交易变动中，寻找投资机会。证券研究的一条基本脉络是信息或者逻辑影响预期、预期形成价值、价值影响价格，那么要把握价格的变动，则应当把握住价值的变动，由此需要把握预期的变动（超预期），从而要寻找信息的变动或者逻辑的变动，因此证券研究最终是要寻找边际的变化（图五）。

股票研究应从总量思维进、从边际思维出，把握好两者之间的关系，不能执着于一端而偏废另一端。如果只有总量思维而没有边际思维，则是做了一堆艰苦的研究工作而抓不到投资机会；但是如果只有边际思维而没有总量思维，则会把研究做得不全面、没深度、偏浮躁，在股价的涨涨跌跌中迷失大的方向。今天在证券分析师当中，大部分人是总量思维有余，而边际思维不足，这会降低他们把握投资机会的能力；当然还有些证券分析师把研究做得没深度、偏浮躁，他们当中一部分人是由于不重视总量思维而只偏重边际思维造成，但还有一部分人与思维方式无关，是由于缺乏探究精神造成，缺乏探究精神在总量思维和边际思维中都有可能出现。

用总量思维思考问题和用边际思维思考问题，有可能会得到完全不同的答案。假设某股票价格为 10 元，价格的 80%是由 A 因素形成、20%是由 B 因素形成，现在该股票价格上涨了 1 元，这是否意味着上涨的 1 元中 0.8 元来自 A 因素而 0.2 元来自 B 因素？从总量思维看，可能是这样，但从边际思维看结论完全不同，可能这 1 元全部来自 A 因素也有可能全部来自 B 因素，它们之间并不一定会以固有的比例分配对股价变动的的作用，这就导致我们在做证券研究时，必须对总量上每一个因素

都要关注（总量思维的重要性），它们当中任何一个因素都有可能成为下一个阶段股价变动的主要因素（边际思维的重要性）。

证券分析师应如何构建股票推荐的理由？我们常见的推荐股票的公司研究报告，无论长短，分析师们都在给我们讲述这么几个问题：公司质地好、成长性高、估值便宜了、股票可以买。这样的公司研究报告其实是总量思维。而我们提倡的公司研究报告应重点分析以下几个方面：投资建议、超预期（ Δ 预期）、信息或逻辑的变动（ Δ 信息、 Δ 逻辑）、催化剂、核心风险，以边际思维构建理由（见图五）。



（图五：为什么在证券投资

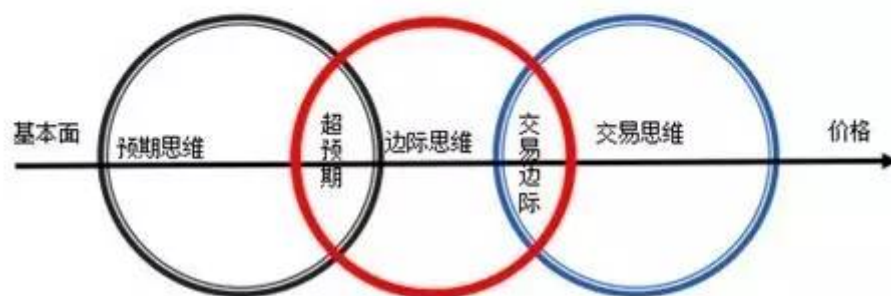
中边际思维是重要的）

4. 证券研究的 2+1 思维

总结以上三部分，我们提出证券研究必须建立的 2+1 思维方式，其中 2 指的是预期思维和交易思维，它们分列前后贯穿于股票价格形成的过程之中；边际思维则须分别与预期思维和交易思维叠加，在两个思维环节里以边际的思想寻找投资机会。

其中预期思维与边际思维的叠加，即是人们已经普遍接受的“超预期”，而交易思维与边际思维的叠加，我们给它一个名称为“交易边际”。

证券研究的2+1思维=预期思维、交易思维+边际思维



当你在做大势研判的时候，需要考虑三种思维
当你在做个股推荐的时候，需要考虑三种思维
——证券投资最终是个边际思维

理论基础：

预期思维——DDM贴现模型；边际思维——有效市场理论；交易思维——微观结构理论

(图六：证券研究

中的2+1思维=预期思维、交易思维+边际思维)

关于交易边际的问题，我们可以分析一个案例来理解一下。假设市场上有100个投资经理，他们全部满仓股票，然后他们是95个看多、5个看空，股价应该是涨还是跌？相信大家都能够猜到，应该是跌，因为满仓看多者对股价的贡献为0，他们没有看多所必须的金融工具--现金，而满仓看空者对股价的贡献为100%，他们拥有看空所必须的金融工具--股票，所以这不是一场95%比5%的战争，而是一场0比100%的战争，在这个过程中，我们分析了人心、股票和现金分布的微观结构。现在我们换一种略微复杂点的情况，假设市场上还是有100个投资经理，现在他们的仓位全部为五成股票、五成现金，他们仍然是95个看多、5个看空，那么后市股价应该是涨还是跌？相信很多人会说涨，然而黄燕铭却要说，这道题的答案是涨跌都有可能，答案是“不知道”。原因是，“市场上还是有100个投资经理，现在他们的仓位全

部为五成股票、五成现金”这句话是一条总量信息，而后一句话“他们仍然是 95 个看多、5 个看空”依然是一条总量信息，两条总量信息放在一起得不到“股价涨跌”这样一个边际上的结论。有人要问，为什么前一种情况可以得到涨跌结论而后一个却得不到，因为前一种情况“他们全部满仓股票”，是一条看似总量实际上却为边际的信息。所以简单看投资人在总量上的多空对比来预测下个阶段的股价波动是错误的，而是要看交易中的实际边际变化。

边际思维在交易中的案例——交易边际

仓位 \ 力量	看多: 看空 95: 05	看多: 看空 50: 50	看多: 看空 05: 95
现金: 股票 100: 00	涨跌?	涨跌?	涨跌?
现金: 股票 50: 50	涨跌?	涨跌?	涨跌?
现金: 股票 00: 100	涨跌?	涨跌?	涨跌?

(图七: 边际思维在

交易中的案例)

三种思维方式的理论基础是什么？预期思维的理论基础是 DDM 模型的贴现思想、交易思维的理论基础是微观结构理论，边际思维的理论基础是有效市场理论，关于这些理论的内容和含义，就有劳大家去看书，不是本文要阐述的重点。

根据黄燕铭常年做校园招聘的经验，很多硕士生、博士生对有效市场理论在心底里是不愿接受的，他们认为有效市场理论只是存在于书本之中，在研究和投资实务中是没有什么价值的，因此在进入了职场之后他们就不愿再去探究有效市场理论的本质。其实，黄燕铭在 22 年前刚走出校园的时候也是抱着这样的想法；然而在经

历了将近 20 年的证券研究实践之后，才理解到有效市场理论是证券研究的基石，无论是我们每天的证券研究工作、还是每天看到的股票价格涨跌，其实都是有效市场理论在现实中发挥的作用。而且，真正的有效市场理论，其实也并不是法玛总结的那几段话，而是这几段话背后的精神和思想。关于这个问题，可能又要争论上百年。

5. 证券研究和投资，最终是一个参悟世界、修炼内心的过程

文章写到这里，似乎可以结束了，但是黄燕铭还是想再补充一个重要的问题，证券研究和投资，最终是一个参悟世界、修炼内心的过程。我们做证券研究，需要观察和分析宏观、行业、公司等客观世界的总量和边际变化，也需要观察和分析股票价格、国民经济统计报表和上市公司年报等符号世界的变化，除此之外，还要研究和分析众多投资者的内心世界的状况和变化（比如无风险利率、风险偏好等），但最终还要修炼自己的内心。

前段时间，国泰君安证券研究所的策略报告中提到过“非牛非熊”。何谓“非牛非熊”？这一方面代表着我们对下个阶段的市场判断，没有牛市、没有熊市，而是一个相对平稳的震荡市，市场需要在这个地方休养以使未来重新步入健康发展的轨道；另一方面也代表着我们对投资者的一个心态建议，把心底里的“牛”放下，把心底里的“熊”也放下，把内心排“空”，重新面对当前的市场环境，以务实的心态，重新布局投资策略。

那么“非牛非熊”的心态是否专门针对于目前的震荡行情？其实，无论是在牛市、震荡市还是熊市，我们都应该保持“非牛非熊”的空境心态，以同一种心境面对不同的股票市场，即所谓“不取分别心”，以本我不变的心境，面对纷繁复杂的

市场变化，即有“内如木石，不动不摇；外如虚空，无塞无碍”！认认真真、踏踏实实地做好每一天的研究和投资的工作。

一点小小的个人见解，供有缘人共同探讨。