

2014.09.29

在存在、认知和符号的世界寻找投资机会

---送你证券研究的三朵花

	黄燕铭（分析师）	乔永远（分析师）
	021-38676036	021-38675862
	huangyanming@gtjas.com	qiaoyongyuan@gtjas.com
证书编号	S0880512090001	S0880513120001

摘要：

- 在20多年的证券研究实践中，我的感受是，要从哲学角度理解证券研究，并掌握科学的证券研究方法，首先应当能够正确区别存在、认知和符号三个概念，并能够运用这三个概念来寻找证券投资机会。树上的花，是客观世界；心里的花，是内心世界；纸上的花，是人类区别于一般动物而特有的、以文字和语言为载体的符号世界，符号是人与人之间沟通交流的渠道。三朵花分别代表了西方哲学中的存在、认知和符号三个概念。
- 看着符号的变动时间和变动方向买卖股票是个错，看着存在的变动时间和变动方向买卖股票也是个错（人们更容易犯这种错）。必须看到众人认知的变动时间和变动方向才能够去做投资，这种研究方法对于价值股如此，对于成长股其实也是如此。这样的研究方法其实不仅适用于股票，也适用于债券。
- 一个现实的案例是2014年以来A股市场的多空之争。看空的人执著于盯住国民经济统计数据 and 企业的会计报表。但这些数据报表都属于符号世界的东西，而不是人们的内心世界。国泰君安策略乔永远团队在2014年四月份提出看多400点大反弹，就是源于对市场内心认识的观察和理解。也许经济确实在下滑，但到今天为止的股票市场却已经涨了接近400点的幅度，创出18个月以来的新高。是经济环境（存在）改善了吗，还是人们对市场的认知在变化？我看是后者。如果存在已经被市场所认知，那么股价已经反映，我们就不应该再纠结。找到新的改变认知的因素才是理解市场的根本所在，才不会错过2014年波澜壮阔的行情。
- 研究团队的组织框架中，要把宏观研究和策略研究分设的原因是存在与认识的差异，行业公司研究与股票研究其实也不是一回事。证券投资是一个从外在的境（客观世界与符号世界）到内在的心（内心世界），再由内在的心（内心世界）通过投资行为（交易工具）去影响境（客观世界与符号世界）的过程。即所谓“没有离境的心，没有离心的境”，因此也就是没有绝对的唯物与唯心之分。
- 我建议大家记住存在、认知、符号三个概念，或者树上花、心里花、纸上花三个比喻，然后在日常的投资和研究中逐步体验。需要尤其记住的是，以树上花、纸上花的变动为依据而忘却心里花的变动去做投资，将是一个严重的错误。

序：证券研究的三朵花

三朵花分别代表了西方哲学中的存在、认知和符号三个概念。在20多年的证券研究实践中，我的感受是，要从哲学角度理解证券研究，并掌握科学的证券研究方法，首先应当能够正确区别存在、认知和符号三个概念，并能够运用这三个概念来寻找证券投资机会。

黄燕铭于 2014 年 1 月 22 日受东方财富董事长其实先生的邀请，在该公司组织的分析师颁奖会上做过一次演讲，那次的演讲后经东方财富的整理，成了一篇题目为《股票价格不是树上的花》的文章，在微信圈内被很多朋友广为传播。那篇文章阐述了一个非常易于理解，但可能还是让部分朋友难以接受但却不得不接受的一个结论：股票价格不是树上的花，而是人们心里的花；股票价格反映的不是客观世界，而是人们的内心世界（请关注后续文章《黄燕铭：股票价格为什么不能用数学公式计算出来》）。

在这之后的 2014 年春节当大家都在微信圈里互发节日问候信时，喜欢以平淡方式度过每一天而很少发问候信的我最终也拿起手机给朋友发了一条微信：在这辞旧迎新的日子，黄燕铭送您三朵花，一朵在树上，一朵在心里，一朵在纸上。很多朋友回信问：树上的花，心里的花，我们已经明白；纸上的花，是什么东西？我回复道：树上的花，是客观世界；心里的花，是内心世界；纸上的花，是人类区别于一般动物而特有的、以文字和语言为载体的符号世界，符号是人与人之间沟通交流的渠道。

三朵花，分别代表了西方哲学中的存在、认知和符号三个概念。在 20 多年的证券研究实践中，我的感受是，要从哲学角度理解证券研究，并掌握科学的证券研究方法，首先应当能够正确区别存在、认知和符号三个概念，并能够运用这三个概念来寻找证券投资机会。

西方哲学所阐述的存在、认知、符号，我们可以用非常简单的意思来理解。存在即是客观存在的与我们人类主观的观察、意识等不相干的客观世界。认知即是人类对这个客观世界的认识因而是属于内心世界，符号是人们把内心的认知用语言、文字、图表等表达出来的符号世界。

在证券研究中，国民经济的实际情况、上市公司经营的实际情况可以被理解为客观世界，投资经理或者分析师对国民经济的考察或者对上市公司调研而形成的认知可以被理解为内心世界，而国家统计局公布的国民经济统计报表以及上市公司公布的会计报表，其实是符号世界。

当西方的哲学家提出存在、认知和符号的三个概念时，远在公元前的古印度佛学大师已经在《金刚经》中总结出“世界，非世界，是名世界”的感叹（这句话本身有非常深刻的含义，本文只是做粗浅解读）。他们以世界、非世界、名世界来对应了今天我们可以通俗易懂的客观世界、内心世界和符号世界的三个概念，而对这三个概念，黄燕铭则分别用树上花、心里花、纸上花来形象比喻，他们的关系犹如下图所示（有关这三个概念的进一步阐述，请见后续文章《黄燕铭：证券投资中的世界、非世界与名世界》）。

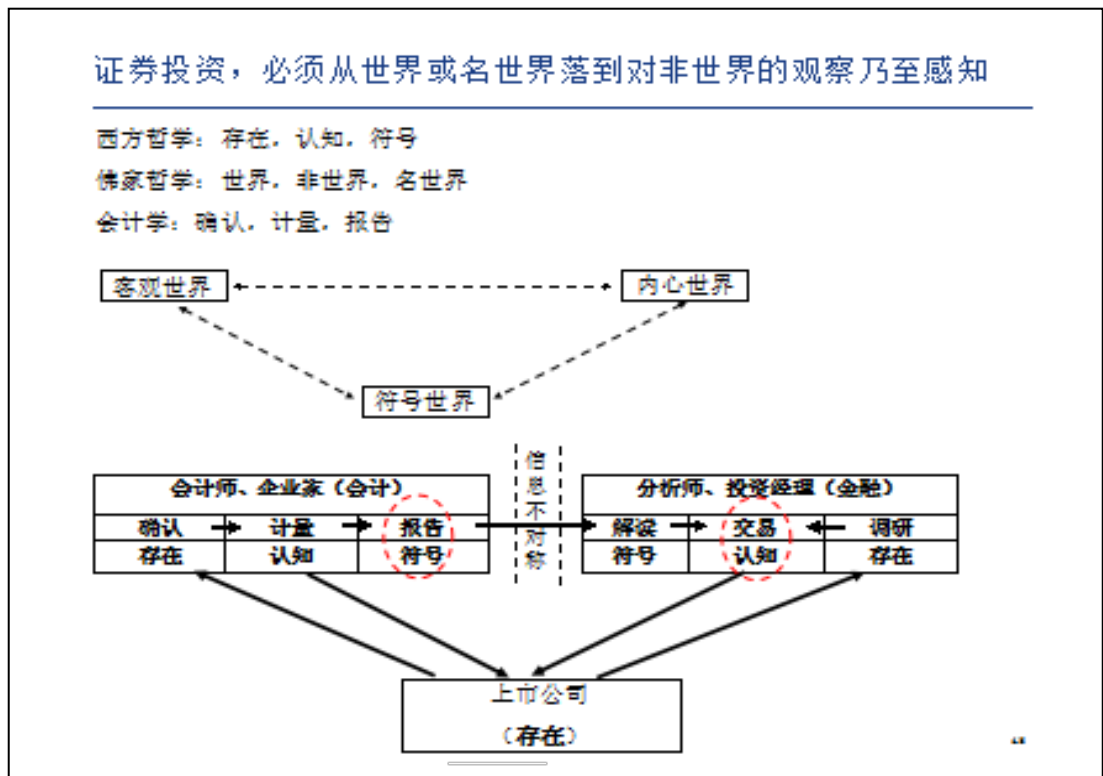
图 1 存在、认识与符号体系

佛家哲学	世界	非世界	名世界
世俗说法	客观世界	内心世界	符号世界
黄燕铭	树上花	内里花	纸上花
西方哲学	存在	认知	符号

数据来源：国泰君安证券研究

借助于上面的这些概念，让我们来看看会计师和证券分析师之间是如何配合完成从信息披露到证券投资的决策过程，也就是简单的会计到金融的过程。上市公司在管理层的带领下经营（存在），会计师对公司的经营情况进行确认，然后对经营情况进行计量（认知），然后编制出会计报表进行报告披露（符号），确认、计量、报告正是会计工作的三步曲。分析师与投资经理解读会计报表（符号），或者与其它分析师和投资经理会谈交流（符号），并对上市公司进行调研（存在），通过报表的解读、与他人的交流以及对上市公司的实地调研从而形成对上市公司的看法乃至预期（认知），最终把这种看法和预期通过相应的金融工具在证券交易中表达出来，而交易的结果即形成了价格（符号），而价格又指挥了整个金融市场的资金流动，从而影响了实体经济（存在）。在这个过程中我们可以看到，投资经理们的交易行为最终又影响了客观世界，因此客观世界、内心世界和符号世界之间是个相互影响的过程。

图 2 证券投资是对内心世界的观察及感知



数据来源：国泰君安证券研究

哲学不仅要帮助人们获得智慧，同时也要帮助人们借助智慧来解决现实问题，毕竟“色即是空”的后半句是“空即是色”。我们在透过现象看到事物的本质和规律后，还要用对本质和规律的理解来指导我们解决现实的问题。在日常的证券投资与研究中，上图中的哲学概念，可以帮助我们建立基本的证券研究方法论。我们需要讨论的问题是：1、股票价格究竟是树上花（存在）、心里花（认知）还是纸上花（符号）的反映？2、如果股票价格是心里花（认知）的反映，那么人们的内心世界（认知）是如何形成和变化的？3、如何用这种分析方法来寻找和把握股票市场的投资机会？关于这三个问题，我们分项解释，并举出案例。

股票价格是树上花、心里花还是纸上花的反映？关于这个问题，在《股票价格不是树上的花》的文章中，已经给出了答案。原文是如此描述的“树上的花开了，人们心里的花也开了，股价涨不涨？涨！可是树上的花不开，人们心里的花可不可以开？可以。股价涨不涨？涨！……一样的，有一天树上的花终于开了，可是人们心里的花却在谢，股价是涨还是跌？跌！……这个小故事告诉大家一个结论，股票价格不是树上的花，而是人们心里的花。股票价格不是客观世界的反映，而是人们内心世界的反映。”为什么？原因很简单，价格的基础是价值，价值的基础是什么？是人们的预期，预期在哪里？在人们的心里！

在这里我们还要特别强调，价值与价格有本质区别，价格是在交易中形成，呈现在交易所的行情揭示板上。而价值却是在人们的心里，是一个似有似无的东西，价值究竟是实有还是虚无，这本身是一个值得探讨的哲学问题（有兴趣的朋友可以看后续文章《黄燕铭：何为价值，何为价格》）。在此我们明白，股票价格是人们内心世界的反映，不是客观世界的反映，并且也不是符号世界的反映。相信部分投资者已经能够理解，看着国家统计局的统计报表或者跟着上市公司的财务报告做投资，是要失败的，然而不幸的是，可能还有人在这么做，毕竟统计报表和财务报告，都只是一个符号世界的东西。

符号世界影响人们的内心世界，人们的内心世界反映到股票价格里去，这里面要注意两点，一是符号世界不会直接反映成股票价格，二是符号世界影响人们的内心世界是个非常曲折而复杂的过程，这就需要专业的分析与解读。同样，客观世界影响人们的内心世界，人们的内心世界反映到股票价格里去，同样要注意两点，一是客观世界不会直接反映成股票价格，二是客观世界影响人们的内心世界更是个曲折而复杂的过程。在这个过程中，最容易出现的问题是，人们会执着于“我见”，把“我”对客观世界的认知错判成客观世界真实的存在，由此人们在时间序列上不断地调整“我见”，然后以为客观世界在变，殊不知变化更大的其实是人们的内心世界。证券投资到最终必须破除“物见”和“我见”，而这是件非常非常困难并且非常难于理解的问题，本文不予细说。

如果股票价格是人们心里花的反映，那么人们的内心世界是如何形成和变化的？这个问题可是证券研究中的关键。说到股票价格是人们内心世界的反映，有人就会认为，那么证券研究或者投资就是一个“猜心”的过程。如果把证券研究与投资只是简单地理解成一个“以我的心去猜众

人的心”过程，而放弃对客观世界和符号世界的研究，那么证券研究和投资就会进入虚无的断灭之见，这是不可取的。因为这个世界上不存在离境的心，也不存在离心的境。这个境包括了客观世界和符号世界，就如上文所言，客观世界、内心世界和符号世界本身就是相互影响的，客观世界的变动、符号世界的变化都可以影响人们的内心世界，而内心世界本身又是在变化的。证券投资与研究之难，在于每一个投资者都难于把握住其他的众多的投资者的内心世界，这就是为什么金融学家们用尽了各种科学的研究方法，却一直没有办法建立起准确的股价预测模型。人的内心世界本身是一个“不可取、不可说”但在证券交易中会被表达出来的东西。我的建议是，在证券投资中我们不仅要研究客观世界、符号世界，还要注意体验和观察众人的内心世界，之所以用体验和观察而不用研究这个词，是因为这本身就不是一个可以用科学方法去研究的问题（个人之见，可能还是有很多读者会不赞同）。

如何用这种分析方法来寻找和把握股票市场的投资机会？核心在于，我们不要认为客观世界变了或者符号世界变了，就以为股票价格会变，甚至认为是同方向地变，上市公司公布好业绩、国家统计局公布好数据后（符号），股票价格却是跌的现象已经比比皆是。另外，分析师去上市公司调研，发现上市公司经营红火或有好项目上马（存在）就去推荐投资者买股票，结果股价不涨反跌的情况也可以经常看到。原因很简单，这种经营红火或者上好项目的状况早就为市场所认知，也就是已经被市场所反映（Price in）。因此，在证券投资中，当我们看到某种现象发生变化时，首先要问自己，这是存在变了，还是符号变了、还是众人的认知变了？注意是众人的认知而不要执着于“我”的认知。要区分这三者其实不难，多用心、多练习是可以做到的。

如果确认是存在在变或者是符号在变，那么我们一定要追问，众人的认知会如何变，只有给出了众人的认知会如何变的答案，股票买卖的方向和时机才能够略显清楚。我们必须明确，看着符号的变动时间和变动方向买卖股票是个错，看着存在的变动时间和变动方向买卖股票也是错（人们更容易犯这种错），必须看到众人认知的变动时间和变动方向才能够去做投资，这种研究方法对于价值股如此，对于成长股其实也是如此（其实，不仅适用于股票，也适用于债券）。

图 3 存在、认识与符号体系下寻找投资机会的机制

佛家哲学		世界	非世界	名世界
世俗说法		客观世界	内心世界	符号世界
黄燕铭		树上花	内里花	纸上花
西方哲学		存在	认知	符号
事件	前	?	?	?
	后	?	?	?

数据来源：国泰君安证券研究

最后我们来做个现实中的案例分析吧，更多的案例在我们实践中可以经

常被找到。2014年4月30日，国家铁路总公司公布2014全年的铁路投资计划从7200亿元上调至8000亿元。由此铁路设备类的股票价格会如何变动？买股票还是卖股票，还是不买不卖？我们先看一下，从7200亿变成8000亿，究竟是存在变了还是符号变了？显然是符号变了。在这个案例中，我们需要知道认知也就是人们对2014全年的铁路投资规模的预期从多少变成了多少？在给出这个答案之前，我们是否需要先知道存在也就是截至2014年4月30日的铁路投资实际发生额，是从多少变成了多少？其实在这个案例中，存在这个问题其实根本就不重要。在这个案例中，我们需要重点观察人们对2014全年的铁路投资规模的预期从多少变成了多少。

假设人们之前的预期也是7200亿，信息公布后也同步变成了8000亿，即出现了正向的超预期，那么股价应是相应上升的，但问题没有那么简单，因为人心是个复杂的过程。如果在有关信息被公布之前，人们已经预期到国家有很大的可能上调全年铁路投资规模到8000，后续由于信息公布的结果与人们的预期相一致，则人们的认知保持不变，超预期为零，在这种情况下，股价应是不涨不跌。也许会有这样情况，在信息被公布之前人们的预期已经被上调到9000，然而不达预期的信息公布导致人们的预期被下调到8000，出现负向的超预期，则股价应是跌的。也许还会有这样情况，原来人们的预期已经是8000了，信息公布后，人们预期全年的投资规模进一步上调到9000，高于公布的8000的信息，因为这是年内的第三次上调，导致人们进一步形成第四次上调的预期，由此股价也会涨。在这案例中，究竟是属于以上哪种情况，大家回过头去翻看当时的股价表现即可略知一二，当然研究方法不是用来回溯过去，而是要帮助我们预测未来。在这个案例中大家可以发现，以存在、认知、符号来建立证券分析的框架，并且以寻找认知（内心世界）的变动而寻找投资机会，和黄燕铭之前一贯主张的投资机会主要（当然不是全部）来自于超预期的思想是一致的。

另一个现实的案例是2014年以来A股全市场的上涨。年初时市场基本只有看空的声音。很多人执著于经济数据、GDP和企业报表来做大势研判，却不知道经济数据和企业报表只是名世界，而不是内心世界。我们策略乔永远团队在4月初提出看多400点大反弹。敢于看多，提示拐点，源于我们对内心世界的认识和观察。也许经济确实在下滑，但股票市场却已经涨了接近400点的幅度，创出18个月以来的新高。是经济环境存在改善了吗，还是人们对市场的认知在变化？我看是后者。如果存在已经被市场所认知，我们就不应该再被困扰。找到新的改变认知的因素才是理解市场的根本所在，才不会错过2014年波澜壮阔的行情。

由此可知，如果不理解众人的内心世界，而只是一味地拿着每个月的宏观经济统计数据去做大势研判，或者只是看着每个季度的上市公司财务报表数据去做投资，那是错误的；同样地，如果不理解众人的内心世界，只是一味地执着于宏观、行业、公司的过去、现在和未来的状况去做研究和投资，其实也是错误的。

如果能够理解了这个问题，就可以明白，为什么研究团队的组织框架中，要把宏观研究和策略研究分设，以及行业公司研究与股票研究其实并不

是一回事。证券投资是一个从外在的境（客观世界与符号世界）到内在的心（内心世界），再由内在的心（内心世界）通过投资行为（交易工具）去影响境（客观世界与符号世界）的过程，即所谓“没有离境的心，没有离心的境”，因此也就是没有绝对的唯物与唯心之分。

读完本文，建议大家记住存在、认知、符号三个概念，或者树上花、心里花、纸上花三个比喻，然后在日常的投资和研究中逐步体验。需要尤其记住的是，以树上花、纸上花的变动为依据而忘却心里花的变动去做投资，将是一个严重的错误。

本文所讲的投资研究思想，既适用股票，也适用债券。既适用价值股，也适用成长股。本质而言，所有金融资产的定价原理并没有区别。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		