

■ 财富故事 | Fortune Story |

深圳展博投资研究总监罗四新：

价值投资与波段操作并不矛盾

证券时报记者 陈楚

我们对价值投资的理解，就是以价值为基础，阶段性持有优质股票，通过波段操作获取最大收益。”在接受证券时报记者采访时，深圳展博投资研究总监罗四新一语道破展博投资的投资理念。在罗四新眼里，职业投资人必须具有怀疑和批判精神，善于结合常识和常识进行投资决策。

展望后市，罗四新最为看好消费服务和生产服务行业。此外，高端装备制造、电子元器件、节能环保等行业也进入他的“视线”。

股指底部会不断抬高

回顾今年以来的A股市场行情，年初是蓝筹股和电子元器件股票领涨，之后是酿酒板块及涉酒股，再后面是金融改革创新概念股。可以说，今年以来的行情主要集中在主题投资上面，很多股票的炒作甚至与业绩压根儿没啥关系，“为什么会这样？就是因为大家对经济基本面看不清！”罗四新说，中国经济到底何时见底，恐怕没几个人能够说清楚这个问题，这也意味着由于缺乏经济基本面的支撑，A股市场难以走出一波持续性比较强的行情。但政策底则是明确的，加上一些其他的制度红利，决定了大盘在目前的点位上很难跌下去。罗四新对后市的判断是：大涨大跌都难，震荡的过程中股指底部会不断抬高。在此过程中，投资者不宜过分乐观，也没必要过于悲观。

正因为大家都对经济何时见底没有把握，所以市场的热点转换非常快，增量资金很少进来，主要是存量资金在不断倒腾。”罗四新认为，投资者需要密切注意目前最热门的金改股走势，如果金改股偃旗息鼓，热点行业和个股的行

情持续性就需要打个大问号，如果后市没有新的热点跟上来，投资者对市场的短期风险就需要保持警惕。

从中国经济转型的大方向来说，罗四新较为看好过去基础较好，又符合国家产业升级政策的行业，比如高端装备制造、军工等。罗四新透露，接下来展博投资除了仍然会关注主题投资的机会外，还会关注有业绩支撑的金融股。目前的金融改革创新，从长远来看有助于中国金融企业做大做强，引入市场化的竞争机制，是值得投资人高度重视的制度红利；其次，罗四新和展博投资还比较看好消费服务业和生产服务业领域的投资机会，以及科技股未来的投资机会，比如在消费电子领域。从美国经济的情况来看，其经济主要靠服务业和科技推动，一旦美国经济复苏情况比较好，会带动对中国电子等科技行业的需求增加。他认为这一行业今年有可能出现超预期的情况。在周期股的投资上，罗四新认为只有交易性机会。在新兴产业上，罗四新认为这一产业还没形成气候，所以大的系统性机会还看不到。

罗四新认为，新股发行制度改革以后，新股发行市盈率逐步下降，由此也会带动存量股票市盈率的下降。另一方面，新股发行扩容，A股市场的股票供给增加，由此给股市带来压力。而创业板退市制度正式推出，创业板股票近期在挤泡沫，相关股票出现较大跌幅。这种泥沙俱下的背景，恰恰是职业投资人仔细寻找业绩真正优良的创业板公司的好机会。

阶段持有+波段操作

据罗四新介绍，展博投资在长期的投资实战中，对于价值投资形成了以股票的内在价值为基础，阶段持有

罗四新认为，投资者需要密切注意目前最热门的金改股走势，如果金改股偃旗息鼓，热点行业和个股的行情持续性就需要打个大问号，如果后市没有新的热点跟上来，投资者对市场的短期风险就需要保持警惕。

他认为，中国的企业受政策影响特别大，一些领域市场化机制并未真正建立，这就给投资人深入了解企业真实经营状况带来了较大困难。此外，企业家群体的职业能力不仅包括经营能力，还包含职业道德和社会责任意识。实际上，A股市场的不稳定，与整个社会经济环境不稳定和企业家群体责任意识欠缺是息息相关的。

优质股票、波段操作的风格。 换种说法，我们对于价值投资遵循的是‘趋势+波段’的投资策略。”在罗四新看来，趋势投资和价值投资其实并不矛盾，价值投资并不等于简单地买入并持有，趋势投资显然也并不是不顾企业内在价值的投机炒作。任何一个伟大的企业，其业绩增长都有波峰和波谷，如果投资人在企业业绩波谷阶段持有股票，也许收益并不让人满意。

微软毫无疑问是个伟大的企业，但最近几年的表现也就和大盘差不多，因为这家企业业绩爆发性增长的阶段已成为过去时；但苹果的股价最近一年却涨幅不俗，原因无他，因为最近一年是苹果业绩爆发性增长的时期。”罗四新说，如果投资人简单地持有一家公司的待股价的大幅上涨，不计时间成本，任何一个行业都是会有波动的，更不用说一般的投资者了，他们根本难以对行业有比较前瞻性的精准判断。比如前几年炙手可热的光伏、多晶硅行业，如今陷入全行业亏损，如果投资者持有此类行业的股票至今，很可能大幅亏损。

有鉴于此，罗四新认为在A股市场，投资人的思维和投资策略一定要根据市

场的变化灵活调整，这并不等于高频交易和没有主张，而是要在深入研究的基础上，力求摸准市场脉搏。实际上，A股市场的不稳定，与整个社会经济环境不稳定和企业家群体责任意识欠缺是息息相关的。”罗四新认为，中国的企业受政策影响特别大，一些领域市场化机制并未真正建立，这就给投资人深入了解企业真实经营状况带来了较大困难。此外，企业家群体的职业能力不仅包括经营能力，还包含职业道德和社会责任意识。比如瘦肉精、三聚氰胺、问题胶囊等黑天鹅事件不断，给投资人的操作也带来很大不确定性。再比如国内一些企业要做大做强，必须通过兼并重组的方式，但国内兼并重组的文化和相关制度建设并不到位。在经济转型的过程中，传统的周期性股票在A股市场的市值占比应该不断缩小，消费类企业的市值占比应该不断扩大，但目前尚未看到这一迹象明显出现。

罗四新还一再向证券时报记者强调，要想做好投资，必须要有怀疑和批判精神。尤其是对于各种经济运行数据，投资人必须结合常识和常识进行解读，而且必须和市场的趋势相互印证；在展博投资这里，只有股票价格走势才是最真实的。”

■ 寻宝 | Treasure Hunt |

古玩城“烂石头”的故事

孔伟

在玉石玩家眼里，除了和田玉、翡翠两种真玉，以及少数还算招人喜爱的玛瑙、黄龙玉等广义玉石外，卡瓦、水石、阿富汗玉或巴基斯坦玉（行内称为阿玉或巴玉，主要成分均为大理石）之类的东西统统不入流，甚至有人干脆将其斥之为“烂石头”。偏偏在很多地方的古玩市场上，这样的东西却比比皆是，其中不少还堪称大型甚至巨型。而即使是和田玉或者翡翠，如果僵、棉、杂、裂、花“五毒俱全”，难堪大用，也被人列入“烂石头”之列。有人甚至为卖家担心：这样的东西既占地方又压资金，能卖掉吗？卖给谁去？

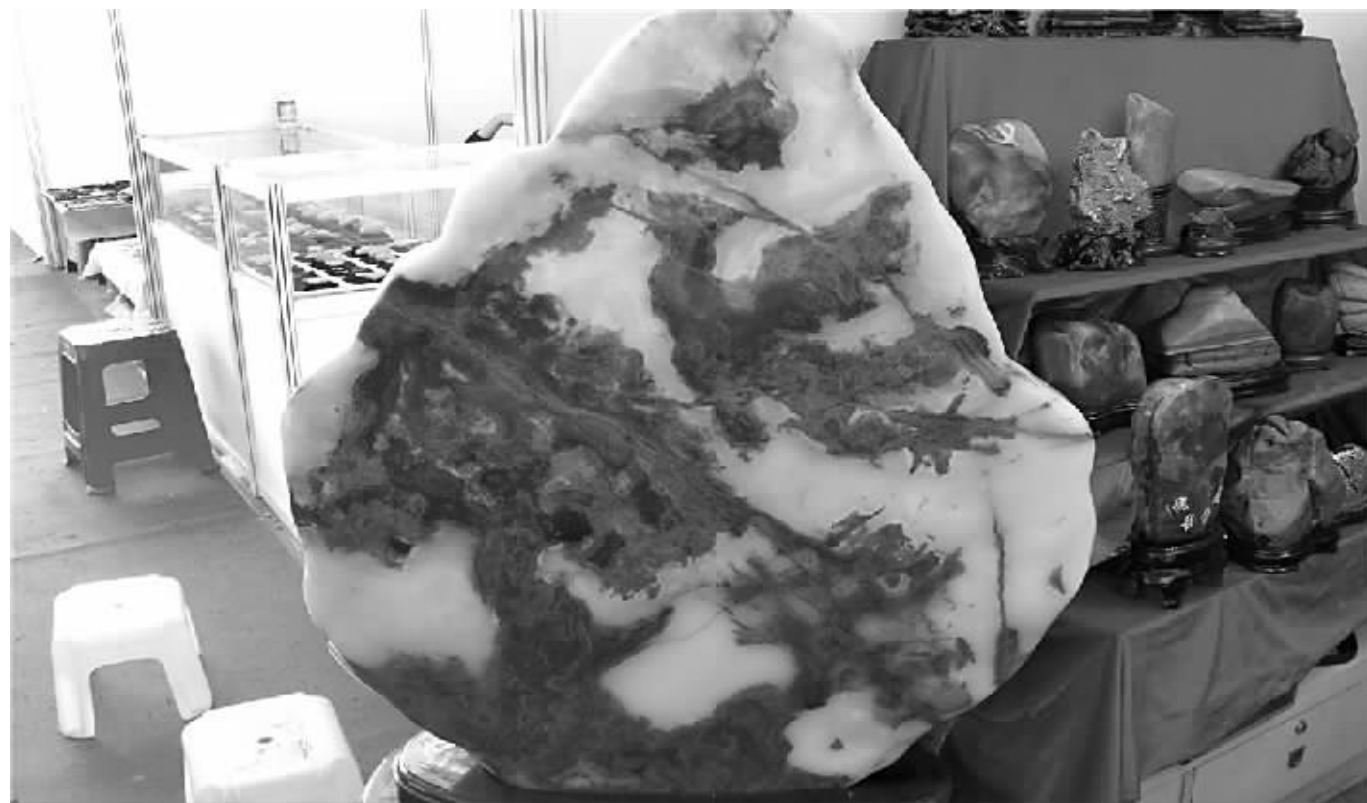
一直以来我也存有这种担心，因为这些东西的卖家往往实力并不雄厚，大多数也就是个本小生意，一旦货物砸在手里，岂不是连吃饭的钱都难挣到？然而事实却并非如此，渐渐地我发现，原来我们的担心无异于杞人忧天。

一位刘姓老板进货时拉回一块巨大的巴玉，近一人高，好几十公斤重，正面的红色图案看上去像一只火红的鸟（老板认为是百鸟之王——凤凰），正向一棵粗大的树干飞去。这样的东西在大石头里面算是有些品位的，毕竟不少人喜欢奇石，这块巴玉虽然经过打磨，但毕竟有漂亮的图案，加上块头大，见过的人几乎一致认为：怎么也值个几千上万吧。

凤凰”在刘老板的店里一放就是半年多，不少人都替他捏一把汗，他却不慌不忙，待价而沽。

有一天，人们发现他店里的那块巴玉不见了踪影，细问之下才知道，凤凰”已经“飞”到了一位大老板的“梧桐树”上，成交的价码高达六位数，具体数字保密！随后好多天没有见到这位老板，据说是与朋友一起外出游山玩水，庆贺去也。

小陈老板的店里摆放着一块20多公斤的和田玉籽料，料子不假，但玉质非常粗不说，还满身是裂，棉、花也几乎遍布整块玉石，以我们的理解，这几乎就是一块废料。有一天见到小陈正吭吭哧哧地搬运这块石头，说是要拿去鉴定；有一个买家看上了这块料子，价格都讲好了，3万，但要求出鉴定证书，是和田玉就付款拿货，否则拉倒。”鉴定的结果当然没



被店主誉为“凤凰”、成交价高达六位数的大块巴基斯坦玉原石。

孔伟/摄

有悬念，因为鉴定中心只负责鉴定东西的真伪，不会鉴定品质、成色。问及成本，小陈先是闭口不谈，后来架不住几位玉友连哄带骗，从实招了：原料1000元拿的，做木座花了1800，鉴定又花了800元，加上进货时的运费等开销，大约也就是4000元的样子。六七倍的利润而已。”瞧他那轻松样，利润六七倍，还而已！

料子虽然不上档次，但小陈卖掉的毕竟还是和田玉；小刘的“凤凰”材质虽然不入流，但毕竟名字里面还有个“玉”字，看上去也有些玉的质感，加上块头大，图案也漂亮，也还勉强敷衍得过去。小张卖出去的东西就更离谱了，竟然就是一块石头！

当然，这种石头不是什么地方都出产的，它也有“高贵”的出身——产自新疆和田玉龙喀什河，与和田玉籽料的产地完全相同。但其名字里无论如何也找不到一个玉字，玩玉的人都管它们叫水石。

除了不法商人用冒充和田玉籽料外，水石恐怕很难有人喜欢，当然也就很难卖出比较高的价位。但小张店里居然有相当数量的水石，并且块度都不小，大都在10公斤以上。原来，小张尝到过水石的甜头。

刚开始经营玉石的时候，小张本钱少不说，也不大会区分玉与石，进货的时候脑子里浆糊一般，架不住卖家一阵忽悠，将水石与和田玉一起买回来了。随后的故事有些搞笑：一个买家到他店里转悠了一圈，说是要买一块石头，小张自然不失时机地向他推荐了自己购进时以为是和田玉，后来好不容易才弄明白的水石。买家倒也无所谓，说只要是石头就行，拿回去摆在别墅的花园里，图的就是个“石来运转”。原来，这位卖家的生意做得比较大，但最近很多事情都不大顺遂，请人算了一卦，说是要买一块石头转转运，这就跑到小张店里来了。小张还算实诚，不像有的卖家那样一看有“水鱼”（商家对不懂货却有钱的买家的戏称）上门就漫天要价敲

骨吸髓，开价也就8000元，然后等着买家还价。谁知买家非但没还价，还多给了他一张红色大票，作为替他石头送上车的酬劳。据说后来这位老板还成了回头客，因为自从那块水石进了家门以后，老板的生意果然大有起色，于是又买了几块回去，送给跟他之前经历相似的生意场上的朋友。

即便利润不菲，前面讲的几个事例也还算是正当经营，毕竟没有坑蒙拐骗的成分。实际上，各地的古玩城都会有无良卖家，店里、摊上啥东西都有，就是没有真东西，但忽悠东家的功夫却不差，还总是信誓旦旦地称所有东西保真，以牟取暴利。偏偏古玩行又有“打眼”一说，大多数情况下买到假货只能怪自己学艺不精，退货就免了，换货得加钱不说，还得看卖家高不高兴。在古玩行现行“潜规则”未有更改之前，在管理层未对以假充真的坑蒙拐骗行为加以打击之前，玩家恐怕也就只有增长玉识，带眼识货这“华山一条路”了。

财经BOOK

看奥地利学派解读次贷危机

胡飞雪



《大清算》
托马斯·伍兹 著
马慧 译
中华工商联合出版社

在全球化时代，没有可以躲避战乱、让人安身立命的世外桃源，没有谁可以成为孤岛荒野上的鲁滨逊而独善其身。就说美国次贷危机吧，绝对不仅仅是美国人的难题和挑战，其实也是我们中国人的难题和挑战。从这一理解和认识出发，有必要搞清楚次贷危机产生的真正原因。

关于次贷危机的产生原因，美、欧还有中国，包括政界、学界和商界，均有人认为是自由资本主义、自由市场理论惹的祸，然而，美国学者、米塞斯研究所高级研究员托马斯·伍兹在这本《大清算》中，从学术逻辑和历史比较的交叉论述，给出了一个令人信服的回答：次贷危机的罪魁祸首是“最受人尊敬”的美联储，是“不正当”的政府对经济的干预。

作者用以解剖次贷危机的理论，是西方经济学众多流派中的奥地利学派。该学派在西方经济学界算不上很主流，但却是自由市场学派的重镇，也产生过泰斗大师级的人物，如米塞斯和诺贝尔经济学奖获得者哈耶克。次贷危机发生后，英国女王伊丽莎白二世曾在一次公开会议上严词质问众多学者，你们为什么没有预料到这次金融危机？这一质问对大多数学者来说是有道理的，但对奥地利学派来说却是不公正的，因为他们早就指出美国房地产市场存在泡沫以及泡沫破裂引发的严重后果，只是因为货币泡沫制造的非理性虚假繁荣中，大多数人陶醉于凯恩斯主义政府财政货币扩张幻觉而不自知罢了。在奥地利学派看来，次贷美债金融危机的爆发，一点也不奇怪，非常合乎逻辑。

那么，奥地利学派是如何解剖美国次贷危机的呢？在这本书中，作者主要援引该学派的经济周期理论来说明，如Roger Garrison指出：“奥地利经济周期理论，直接将可持续的储蓄诱导增长和不可持续的信贷诱导增长拿来比较，以说明问题。个人储蓄的增加和中央银行的信贷扩张都可推动市场进程，而且二者经济资本结构最初的分配效应很相似。但是二者带来的结果却截然不同：储蓄带来真正的增长，而信贷扩张带来盛衰循环。”储蓄是劳动的产物结果，对应着真实经济世界的实物资本，而信贷却是人为（伪也）的、由印钞机印制出来的、没有对应实物资本的符号。作者指出，正是由于美联储大印钞票，动用直升机往大街闹市区撒钱，才制造了虚假繁荣（如互联网泡沫、房地产泡沫），最终引发了次贷美债危机。

为了形象地说明这个问题，在第4章《美国政府怎样创造了经济盛衰循环》中，作者引用了著名投资顾问彼得·希夫的一个马戏团的比喻故事：马戏团到来后，表演者和被吸引而来的人们频繁光顾城里的饭店，刺激了消费。现在假设一家饭店的老板误认为自己的生意会一直这么好，他可能就会加造房间，或者干脆再开一家店。但是当马戏团离开后，这个老板就意识到自己犯了个大错。笔者以为，在中国也有很多如上述饭店老板的工商经营者，如陕西有些果农，前年大枣卖了大价钱，去年就囤积居奇，结果今年看着卖不出去的大枣傻了眼；山东有些种大白菜的菜农，前年卖大白菜1块钱一斤，赚得眼都红了，今年连1毛钱也卖不出去，也对这种反差大感莫名其妙。是的，饭店老板和中国的枣农、菜农，大多数都不能理解通货收缩、物价跌涨与经济盛衰循环的复杂关系。

探讨次贷危机，当然绕不过比较分析1930年代的大萧条。关于这场大萧条，作者有几个结论值得我们思考：第一，大萧条发生之前，美国总统胡佛并不是一个信奉并执行自由市场理念的政治家，相反，他是主张并实施政府干预的，所以不能把大萧条的发生归因于自由市场理念及其政策。第二，所谓罗斯福新政并没有解决大萧条，分析美国上世纪30年代、40年代大萧条及其如何摆脱大萧条，需要联系当时美国面临的复杂国内外环境，比如参与二战。第三，战后美国经济才走上健康繁荣之路，并没有如有些人担忧的那样，美国因为战争的结束而重归萧条。

在第5章《大萧条的迷思》中，作者引用米塞斯的话说：“战争繁荣跟地震或瘟疫带来的繁荣没两样。”“战争成就繁荣”的假设，是建立在“消费支出带动经济”的谬论之上的，很不足为训。大萧条已经过去70多年了，之所以现在还争论纷纷，之所以还需要有人反复地扫除迷雾把真相呈现出来，根据本书作者的意愿，是因为政治家总是处于大舞台的中央，他们掌握着压倒性的话语优势，善于转移世人的注意力和视线，误导人们相信是一些奸诈的恶棍（如贪婪的商人、投机者）或油价、过热的经济，而不是政府的短期货币扩张政策，在抬高商品市场价格。

次贷危机的真正原因是什么？答案可能有N种，但正如本书的最后一章《现在情况如何？》所指出的：“奥地利经济学派的理论对现在经济情势的解读，比其他学派的解读都更让人信服。”是的，奥地利学派商业周期理论是唯一与其一般理论（特别是市场过程理论、企业家理论和货币理论）融为一体、相互兼容、具有坚实的微观经济学基础并成功预测到两次大萧条的经济学理论。本书直接涉及中国的文字不足100个，但作者所说的“学习奥地利经济学派的观点迫在眉睫”，对中国人也同样适用。