

比尔米勒投资之道 1：没有受到过商学院错误理念的误导

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲投资，找来一本书，叫做，比尔米勒投资之道，很多人可能对比尔米勒这个名字十分陌生，但介绍此人的英雄事迹，你就会大为感叹，他号称是共同基金三剑客之一，另外两人是大名鼎鼎的麦哲伦基金的彼得林奇和温莎基金的约翰涅夫，比尔米勒管理的是美盛价值信托基金，曾经连续 15 年跑赢标普 500 指数，创造了 10 倍回报。这极其困难，要知道彼得林奇才连续 8 年跑赢指数，但更令人称赞的是，他的投资更符合当下时代的逻辑，他最早发现亚马逊，并一直持有至今，他的持仓还包括，戴尔，谷歌，苹果，特斯拉，摩根大通，甚至这位老师，还做比特币，他的基金，更是在晨星的排名中，无论是 1 年 3 年 5 年还是 10 年，都排在最前面的 1%，从最近一年的战绩来说，也非常出色，2020 年 3 月，到 2021 年 3 月，他的基金回报是 200%，跑赢指数一倍还多。比尔米勒的投资思路，与巴菲特，彼得林奇，约翰涅夫这些人完全不同，那么他是如何确定这些互联网公司，高科技企业的投资机会的，这也就是这本书要解决的问题。

这本书分为 7 大部分，第一部分介绍比尔米勒这个人，第二部分说他的思维方式，第三部分讲估值艺术，第四部分是投资组合，第五部分新经济的估值，第六部分是高科技行业的监管，第七部

分是旧经济的估值对比。

本书原版写作于 2001 年，那会 52 岁的米勒，供职于巴尔的摩的美盛集团，管理 118 亿的信托基金。当时他已经连续 11 年打败市场了，已经是名声在外。但是很多同行并不服，一些基金经理说，米勒取得的优秀业绩，只是因为他去追热点了。他放弃了价值投资的原则。把自己的持仓风格换成了那些新经济下的高科技公司。事实上也确实如此，科技股在米勒的投资组合中占据了较为重要的地位，但是这并不能减少他对价值投资的热爱，或者说，米勒正是看到了未来的价值，才会这么投资的。

比尔米勒也踩过雷，也买到过垃圾股票，还错过了一些优秀公司，也有过自己的业绩黑暗期，比如在 80 年代末期，他的基金曾经有 5 年，4 年表现不佳。所以高科技并不是万能药，投资中需要考虑的问题也一点都不会少。不是说你去 投了高科技，就一路业绩长虹了，根本不可能。米勒早就意识到，一切都是概率问题，不可能百分百确定，自己不是神，所以一定也会犯错，但只要判断对的次数更多，就足以造就辉煌的业绩。比如有人举例，说如果投资 4 家企业，3 家股价归零，但是一家涨了 6 倍，那么最后回报还是高达 50%，还是远超市场平均水平。而这其实就是比尔米勒投资成功的秘密所在，他抓到了一些超级大牛股，所以掩盖了其他的一些错误。

米勒当年是保守型的基金经理，90 年代中期一头扎进科技股和互联网的禁区，将自己的基金 20%，用于投资美国在线，亚马逊，戴尔这些公司的股票，这在价值投资阵营当中，是完全不可原谅的事情。价值基金，让你做成了价值成长混合体，属于是典型的风格漂移。而一些基金评论人也纷纷发难，说米勒背弃了价值投资之道。甚至说米勒就是一个装腔作势，自命不凡的家伙。记者们更是指责，说米勒已经出卖了灵魂。但是一个事实不可回避，当时是一个低利率低通胀的环境，传统的价值投资其实已经越来越难，那些价值型股票发光的机会越来越少。反而是成长为王。

之所以大家对于价值依旧固执，就是因为过去的惯性思维，在 1946 年到 2000 年，50 多年中，价值投资的回报是年化 15.4%，而成长回报只有 11.5%，别小看这年化 4% 的差距，放在 50 多年的时间当中，最后结果足足差了 6 倍。所以价值投资的效果，要远远好于成长。所以价值投资者才有这个底气去指责米勒，说他离经叛道了。

但其实，价值和成长真的能分清楚吗？当时大家更愿意把亚马逊，美国在线，谷歌，苹果分到成长股阵营当中，但现在来看，其实他就是价值股了。所谓价值投资一直追求的是低于内在价值的价格买入，而米勒的做法，并未照本宣科，他总觉得差不多就

行了，对于持续高成长的好东西，不用过分等待那个便宜的价格出现。后来查理芒格也开始有了这个感悟，与其在垃圾堆里翻有用的破烂，不如多花点钱买个物有所值的东西。这样至少晚上能睡个好觉。

米勒说，强行给事物来贴标签是不正确的，说明你无法理解长期投资的概念，拿他们自己举例，他们的方法始终没变，并在 82 年至 2001 年，取得了年化 18.24% 的回报，但是却在晨星的风格箱中，一会成长一会又是价值。所以他的意思就是说，不是他们的方法错了，而是这种贴标签的评选方式错了。

这是一波美国历史上最大的牛市，但却也并非是一帆风顺，中间有过无数次的波折，86 年石油价格崩溃，87 年股灾，美联储加息，89 年东欧剧变，储贷业协会银行危机，90 年海湾战争，这些事件单拿出来，哪个都感觉像世界末日一样，但就在这样的环境之下，米勒却依旧跑出了超级成绩，甚至波动性还远小于指数，这恰恰说明他是保守的。他自己解释说，我们总是试图买入那些价格远远低于内在价值的公司，不同的是，我们会在任何地方寻找这种价值，并不有意的排斥掉科技公司。

教科书上总是告诉我们，买入低市盈率低市净率的公司，但这些指标有时管用，有时却不管用。并没有一定之规。米勒甚至会买

入市净率极高的股票，这就打破了价值投资的传统。比如他投资亚马逊，就是一个无法用市盈率和市净率解释的公司，但他却有着极强的特许经营权价值。而且他更看重长期价值，自己都说，很容易买到没有任何短期收益的股票。但有信心长期跑赢大盘。

20 世纪最后这几年，做传统价值投资的十分郁闷，完全跑不过科技股的表现，但是到了 2000 年之后，当科技股泡沫破裂之后，传统价值投资再次成为了香饽饽。当然米勒的业绩就非常差了，大幅跑输了市场，回撤幅度达到 13.68%。在所有基金里面表现最差的，但如果放在 10 年这个周期，他又是表现最好的。也就是说，他虽然这一年赔了 13%，但是他却在之前先赚了 25 倍之后，才赔掉的 13%，而其他的价值投资者，虽然没怎么赔钱，但是之前赚的钱，却远远不如米勒更多。所以总的回报，依旧是米勒遥遥领先。

其实，花费重金买入看起来昂贵的公司，这并非是米勒的特例，巴菲特也这么干过，88 年他买入了 6 亿美元的可口可乐，89 年又还买入了 6 亿的吉列公司，并把可口可乐增持到 12 亿美元，当时这都不是价值投资的思路，甚至也是价格高的有点离谱。但到了 2001 年，巴菲特持有的可口可乐的市值已经飙升到了 94 亿美元，翻了近 8 倍，而吉列也翻了 4.5 倍。所以现在贵不贵其实并不重要，也不应该成为价值投资唯一的标准，大家更应该考

虑的是，未来贵不贵。只要未来便宜那就是便宜，如果未来贵了，那么现在再便宜，他也是贵了。

米勒并非是商学院熏陶出来的，他是哲学博士，他也经常调侃自己，没有受到过商学院错误理念的误导。后来他对金融逐渐感兴趣，去了一家制造业企业做了财务工作。后来去部队服役期间认识了一个女孩莱利斯，成为了他的妻子，他老婆就是一名美盛集团的经纪人，后来米勒总去接媳妇下班，然后顺道翻阅美盛公司的研究报告。越来越上瘾，他媳妇 6 点半下班，而他经常 4 点半就去了，你也不知道他到底是为了接媳妇还是为了看报告。后来他媳妇把米勒介绍给了公司的研究主管基恩，这个主管一看，他果然是个练武奇才，把他当成了自己的接班人培养。81 年米勒正式入职，并很快成了接替了研究主管的工作。82 年就发行了价值信托基金，由基恩和米勒共同来管理。

当时正处于美国股市一波大牛市的起点之上，但此时没人对股市有信心，道琼斯指数反而在这一年又跌了 20%，所以这只基金是艰难起步，一开始只有 110 万美元净资产。基恩是个保守派，他更喜欢低市盈率的蓝筹，他们的持仓包括美国氰胺公司，美国电报电话公司，波尔公司，还有西屋电气，然后还有几家银行，因为基恩特别喜欢银行，一开始基金涨的不错，但是到了 90 年之后，市场开始出现了大跌，这只价值信托的表现怎么样了呢？比

尔米勒会做出怎样的调整，咱们明天接着讲。

比尔米勒投资之道 2：开局不利！

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道。昨天我们说到了 90 年代之后，市场出现了大跌，银行股成为最大输家，而米勒他们的基金，当时由于基恩的偏爱，所以拿了不少银行股，净值下跌了 17%，这让基恩很沮丧，于是他就不干了，干脆把管理权，都交给了米勒，其实基金在 1986 年以后，就已经很困难了，一直就表现不好。

在米勒独立管理之后，基金也发生了一定的转变，开始转向一种更灵活的价值定义，依靠未来的现金流和净资产收益率，来作为重要的投资依据。后来很快他就跑出了一年 35% 的回报，战胜了市场。但其实这还不能算是米勒的功劳，因为这只能算是整个市场反弹了，而他的基金中涨幅最多的，仍然是基恩选出来的那些银行股。以及一些老牌的蓝筹股，比如房利美和菲利普莫里斯，到了 93 年，算是股债双牛，他看好的汽车，航空，能源，天然气都表现出色，而医疗，酒精，烟草则表现糟糕，但这一年其实

米勒的业绩，并没有跑赢指数。

94 年开始，利率不断上升，而此时米勒手上还是持有很多的银行股，集体陷入困局，接着又是墨西哥比索贬值，他手上刚好又有墨西哥的股票，所以一开始并不顺利。但在最后因为一则收购案，引发的股价大涨，他的投资组合在最后一刻反超了指数。跑赢了 7 个点。

到了 96 年，米勒看上了戴尔公司，他认为个人计算机产业最终会成为一个由少数几大公司占主导地位的行当，也就是说集中度会持续加强，而戴尔是一个低成本非常突出的领军企业，拥有非常好的护城河保护，在他买入戴尔之后，戴尔的股价就开始一飞冲天，米勒的基金也开始大幅跑赢市场。

尝到甜头之后，米勒开始了类似的投资，买入了互联网接入商美国在线，97 年该股上涨了 172%，但这个时候，他也开始担心股市过热了，他甚至认为 82 年这波牛市会在 1996 年之后结束。这几年收益过高，估值也过高，所以未来预期回报就很低了。他之所以得到这个结论，是因为企业定价权已经消失了，失业率也带来了工资上的压力。而且他也根据研究，判断出来未来企业利润率会回落，而米勒的解决办法就是，继续提升这些科技股的占比，

降低传统的受到经济影响的标普 500 指数中的个股占比，1999 年，他竟然把科技股的比例加到了 41%，但是这次他大错特错了，99 年开始美国在线和互联网公司的股票一落千丈，价值信托基金领先优势瞬间被抹平。但是后面有一个大反弹，所以最后是虚惊一场。这反而加速了米勒的投资信心，他继续买了诺基亚，还有 gateway，年底他买入了亚马逊，华尔街日报都说，他这是迄今为止最为大胆的举动。因为那会的亚马逊正在遭遇财务危机，而且估值一点都不低，市销率都高达 22 倍，但米勒却始终认为，这都不是问题，亚马逊已经取得了无懈可击的领头地位，未来增长非常确定。不过米勒也并非只是只买高科技互联网，传统企业他也在持有，而且仓位也并不低。

2000 年一开始，全市场都疯狂了，米勒这种反而成了保守派，好多基金甚至只投互联网了，所以这一年他的业绩反而平平，还有投资者质疑他，说他错过了容易赚到的钱。2000 年底，大量的资金开始从基金里赎回，每天流出都有 2000 万美元之多，一是因为要避税，二是因为他确实表现不好。这主要是米勒主动调仓导致，他卖掉了很多的科技股，反而重拾了基恩的旧爱，再次买入了大量的金融股和银行股。相当于做了一次逆向投资，这一年他因为赔的比标普 500 稍微少一点，而再一次跑赢了基准。此时已经是他连续 10 年跑赢基准了，不过也是一场险胜，如果不是他及时调整，可能这一年就会落后 10-20 个点。

米勒最后总结，说 99 年和 2000 年的投资关键，其实就在于科技股的权重，99 年纳斯达克涨了 85%，而 2000 年跌去了 39%，所以偏向于科技的基金经理，99 年都很抢眼，但到了 2000 年全都业绩暗淡。

99 年底，米勒其实又推出了一支基金，叫做机会信托基金，用的是多因子估值分析，或者说这只基金不按照任何风格行事，也就是说他要不断地捕捉市场热点，然后做风格切换。换手率将极高。这只基金也取得了不错的成绩，经历了大起大落之后，到了 2001 年，他的回报率还能有 18.36%。另外，还有一只基金，米勒也有参与，就是大师精选基金，这只基金跟机会信托基金完全不一样，他们要做的是通过选定一组核心股票，希望能够穿越周期，无惧波动，这只基金一共 6 位明星基金经理参与，每人贡献几只最有把握的股票，其中大家比较熟悉的就戴戴维斯家族的 3 代，克里斯托弗戴维斯，米勒是个候补选手，2000 年取代了，罗伯特桑伯恩加入其中。

这只基金在 2000 年之后也遭遇重创，部分原因是因为米勒的 gateway，损失惨重，不过后来因为玩具反斗城，业绩反弹，在市场最艰难的日子守住了正收益。不过这些大师们凑在一起并没有让大家有多么的兴奋，基金 96 年成立，到 2000 年一算，年化

也就 10%。所以可见，投资这个事，把一帮大师凑到一起，未必好使。还不如他们各干各的业绩好。

米勒这个人善于思考，他把投资当成了智力练习，很享受这种富有挑战的智力博弈，他的生活一点都不朴素，有别墅玩飞机，但是所有跟他接触的人，都说他为人谦逊。给人留下的最深印象就是这个人非常好奇。

下面我们来看看米勒的思维方式，自打格雷厄姆那一代人，就强调要认真思考独立思考了，米勒学的是哲学，所以对于思考这个事，他总是做的非常深入。当年他要投资美国在线的时候，就把这种生意比喻成一堆纽扣和线，说美国在线的业务，就是连接，未来大家会对这种服务形成依赖。米勒跟芒格有点像，平常钻研的东西，并不只限于投资，甚至他用绝大多数充沛的精力在研究物理，生物，哲学还有心理学，他把其他学科的经验，然后又运用回投资之中。

彼得林奇在讲投资的时候，鼓励大家使用自己手中的工具，比如你在一家水务公司工作，那么你就是这个行业的绝对行家，多关注水务公司的股票，如果你是医生或者医药代表，你就应该多考虑医药行业的投资机会。米勒其实也做了同样的事情，他以哲学家的身份，对待投资，因为那是他的专业背景，他总是从证据和

揭示的主题的角度来思考问题。

在哲学上关于真理有三种理论，一致性理论，相关性理论和实用性理论，一致性理论过于僵化，对投资并不适用，相关性理论靠一整套主张和信仰，所以他是一种接近市场的模糊方法，所以米勒是一个实用主义者，他更愿意找有用和有效的方法，而不只是一致性。什么意思，老齐给你翻译下，也就是说大家都公认的真理，米勒并不会绝对的迷信，他只关注结果，你说的再好，没有结果也没用。所以在投资上，他最后也就离经叛道，脱离了传统价值阵营，而不管那么多条条框框，什么有用，什么有效，他就做什么！

米勒发现，一些模型方法，通常会有效，但是在某一时间段，他就毫无征兆的无效了，而一般人则会固执的坚持，并耐心等他再次起效，而米勒不会这么干，他不会信奉这些绝对的原则。实用主义就是会迅速抛弃某些模型，你会意识到这东西只是个工具，并不是投资的目的。

对米勒有着重要思想帮助的，是一个叫做圣塔菲研究所的地方，这里经常会有一些诺奖得主在分享知识，有物理学，神经学，自然生态学，经济学等等。让他了解到，这个世界是混沌的，多元的，并非是线性的，很多事情是缺乏简单因果联系的。要想预测

未来基本就是痴人说梦，有个斯坦福的经济学家也是科学家叫做阿瑟，跟他介绍，说科学发展的过程，就是不断丧失确定性的过程，许多 20 世纪初的真实的客观的东西，到了 20 世纪中叶就变成了虚幻的，原来的普遍观点，经济是一个可以机械的观察对象，但是后来恰恰相反，经济来源于我们的主观信念。所有的周期波动，都是主观因素引起的，他从主观中来，又回到主观中去，那么这又是什么意思，对我们的投资思维又有哪些启发呢？咱们明天接着讲。

比尔米勒投资之道 3：科技股的投资逻辑到底在哪？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道。昨天说到了经济是主观的，不是机械的，也就是说，人的思想会成为经济波动的主要原因。正是参与者的预期，导致了事件发生。股票也是如此，大家的预期导致了价格瞬息万变，当预期是中性，并平分秋色的时候，市场就会保持震荡横盘，所以看懂了大家的预期，也就能提前一步行动。

有一种理论叫做蜂群理论，格雷厄姆指出，那些被错误定价的股

票，无论他们是高估还是低估，最终都会以某种神秘而无法解释的方式，回归内在价值，股票市场就像一群蜜蜂，虽然某一只蜜蜂看起来是漫无目的嗡嗡乱飞，但是他其实是蜂群的一部分，蜂群本身具有智能的能力，也知道食物到底在哪里。老齐解释一下，他的意思就是说，整个股票市场拥有强大的纠偏能力，某只股票可能短期会脱离实际，但是长期必然会在整个市场的指引之下，进行均值回归。

但这个市场，却又不是通过程序设计的，他是通过无数投资者的交易组成的，这套系统最终拥有了强大的智能。所以你的权势再大，也无法预测股市和影响市场的走势。美国总统，美联储主席也都不行。

阿瑟教给米勒，有一种经济学原则叫做收益递增，这与我么你认识的常识不太一致，我们一直都在讲边际效用递减，边际收益递减。以至于当他提出这个理论的时候，都没人愿意理他。但这其实也不难理解，因为我们还有 2 个词，叫做先发优势，强者恒强。这就跟阿瑟说的是一回事了，由于学习效应的存在，有积累的领先版本会获得先发优势，然后他就迅速扩张，拿下更多地市场份额。

事实上，收益递增和收益递减，两种规律同时存在于一个平行空

间，分属于不同的行业当中，比如互联网的生意，就是边际递增，而传统的钢铁厂的生意就是边际递减。在一个递减的环境当中，任何重大变化都会被产生的反映而抵消，比如 70 年代油价高企，所以鼓励了节约能源和石油勘探，最后导致了油价需求减弱，油价下降。这就是传统行业的特质，价涨量跌是一个明显的标志。那些农业，商品，木材，石油等等行业，都会受到收益递减的影响。而收益递增的行业，就是什么计算机，制药，软件，电气设备这样的行业，他们在前期投入了很多的研究和投资，可一旦开始销售，增量产品的成本就会很低，比如一款飞机的机身和引擎，设计，开发和应用，这些加起来得投入个 20-30 亿你美元，然后，每一款复制的成本只有 5000 万-1 亿美元，单位成本逐渐下降，随着单位的数量增加，那么利润也会增加。

如果您还不明白，其实老齐给你再举个例子，你想想老齐读书的生意就知道了，读书的做成产品的成本很高，老齐的时间成本肯定相当昂贵，没人可以每天雇我 3-4 个小时，但是这些产品一旦做出来，放在星球里让大家听，那么后面的边际成本就几乎为零，卖给 100 个人，跟卖给 1 万个人，我的成本是一样的，但是收入肯定不一样，卖的越多，利润率就会越高。这其实就是互联网的生意模式，跟传统行业完全不一样了。

当然有的公司会兼具两种模式，比如 IBM 和惠普，他们既从事高

科技的产品研发，以及旧经济型的产品和设备制造，所以他是一个新老经济产品的混合体，那么到底该怎么判断一个企业是收益递增还是收益递减呢？有三个条件，1 是成本优势，2 是网络效益，3 是用户习惯。

先看成本优势，新技术产品非常复杂，他们的前期成本投入过大，比如微软的 Windows 软件，设计成本极高，这需要大量的专业知识和开发时间，导致企业成本高企，但是一旦开发成功，复制起来却成本及其低廉。而且复制的越多，利润率也就会越高。市场规模越大，最后他的先发优势也就会越大。甚至最后会刺激消费，还比如微软，一开始大家对这东西没什么需求，但是后来 Windows 成了标准，那就必须得进行消费了。而且用户越多，他的改进也就越快，生态也就越稳固，别人再想进入，就基本上没有机会了。大家可以想想微信的生意模式。一开始他打败米聊，赢得很侥幸，但之后就是一个确定性的增长过程了。我们做投资的话，在侥幸之前，确实看不出机会所在，但一旦他确定了优势，侥幸胜出了，之后就是我们应该尽快去捕捉的机会。

再来说说先发优势，有些技术确实并非是最好的，但是就是依靠着创始效应，锁定了先发优势。比如之前我们讲过的例子，柯蒂键盘，也就是现在大家普遍使用的键盘排序，这个东西一开始就是为了让大家打字的时候尽量慢点，因为早期的打字机反映不了

这么快，但是没想到这种随机的，为了让你很不方便的设计，反而成了行业标准，当有人想把键盘重新排序的时候，大家反而不习惯了。

至于网络效应就更简单了，使用的人越多，就越是会有人去使用它，比如微软的 office，大家都用，你不用，最后你的文件在别人的电脑上都打不开，还有微信，钉钉这种东西，别人在上面交流，所以你就必须得用。支付宝和微信的支付，也都成了行业标准，大家都用，变成了对你的强迫。

用户的习惯养成，说的是使用倾向越来越明显。使用频次越来越高，人数越来越多。这就是用户习惯的特征。还有一个就是锁定用户，比如选举，一个候选人可能并不是合适的，但是如果他要是保持领先地位，就可以吸引更多地竞选资金，得到更多地报道，有些墙头草的选民，往往会倾向于投票给票数最多的候选人。在科技领域里面，你会看到很多垄断的巨头，他们非常富有，现金奶牛，四处出击，买入其他公司，并接入产业链。最后形成一个庞大的财团，而这些情况，你在传统产业当中很难看到。传统行业很难做到赢家通吃。

阿瑟最后强调，最好的产品，不一定是人生赢家，最早的产品，反而容易取得胜利。因为很多习惯一旦形成，就不是产品体验能

够解决的问题了。所以很多公司可能会转变打法，先去扩大市场，强化自己的市场份额和先发优势。不顾成本扩张，比如一些免费战略等等，都是扩大这种优势常见的策略，一旦自己的地位稳固了，用户习惯培养出来了，那么再去开发商业模式，形成闭环。老齐解释一下，资本烧钱的过程，你可以把他视为一种研发投入，一旦他后面不再扩张了，很快利润就跑出来了。但这个东西风险也是存在的，就比如说，烧了一阵钱，发现没有形成先发优势，也没有形成粘性，那就悲剧了。比如当年的团购网站，最后就全都死掉了。因为这东西竞争者太多，都是冲着折扣去的，并不会形成对产品的忠诚度。所以很难建立优势，最后相当于瞎花钱。还有些生意也是一样的，比如视频网站，这么多年，最后大家都背靠巨头，好像谁也干不掉谁。这就坏事了。

下面我们看第三章，估值的艺术，米勒小时候，父亲就炒股，这让米勒很感兴趣，他平常靠修剪草坪，忍受阳光的暴晒，才能得到 1 美元，而报纸上这些股票，竟然什么也不用干，就能赚到很多钱。所以从小就在心里种下了种子，到了高中时期，他读到了人生中第一本投资书籍，我如何在股市赚了 200 万，这是一个舞蹈家写的，也是图表分析那一套。进一步激发了米勒对于投资的兴趣，16 岁的时候，他爸自己全部身家，75 美元，买了美国无线电公司的股票，后来竟然大赚了 600 美元，然后他转手就换了一辆敞篷跑车。后来他开始职业生涯后发现，在股票市场上获得

回报很容易，但是超过市场平均水平却很难。

他在上大学的时候，也曾经迷恋格雷厄姆的思想，认为价值投资甚合我意。格雷厄姆被人熟知的是他的两本著作，聪明的投资者和证券分析，大多数人认为，格雷厄姆的理论就是试图以低于公司资产价值买入股票，这样一来即便公司破产，公司有形资产出售也不至于亏钱，但其实格雷厄姆的投资风格远不只是买便宜股票这么简单，明天我们就来深入的了解一下，格雷厄姆真正的投资风格都有什么？

比尔米勒投资之道 4：奶牛的价值在于产奶，母鸡的价值在于下蛋

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道。昨天我们说到了格雷厄姆的投资风格，之所以他被称之为华尔街的教父，主要是因为他为价值投资，注入了清晰地逻辑。格雷厄姆发现，大家的投资决策，往往都会受到股票推销员的鼓吹，要么特别乐观，要么特别悲观，很难做出合理理性的分析，他认为价格是你最终付出的，而价值

才是你得到的，所有股票都有一个内在价值，而价格会围绕这个内在价值进行波动，但未来价格始终会向价值回归。本质上来说，就跟你试图买入一套便宜房子，未来不但能住，还能以更高的价格出售是一样的道理。

格雷厄姆教导他的弟子们，要忽略个股的价格周期，也无需整理整个市场的股价波动，这些波动除了提供低买高卖的机会，对格雷厄姆不会产生任何影响。格雷厄姆要求大家把公司当成一个整体来看待，要关注他的未来盈利潜力，还有资产价值，但重点还是放在了债务水平，有形资产价值和市盈率这些前瞻性指标上，他对于预测出来的未来收益持怀疑态度，尤其是管理层的预测，他通常是不太相信的。

所以其实格雷厄姆给大家输出的更多是理念，而并非是标准，他认为只要你能从各个渠道挖掘信息，确定公司内在价值就行了。即便是垃圾股，只要价格足够低，也是有利可图的。米勒在此基础上，形成了自己的研究系统，包括定量分析和定性分析，其中定量分析工具包括，1 传统的估值工具，比如市盈率，市净率，市现率等等，2 广泛比较的估值方法，历史回顾未来展望等等，3 波动率，适用于低买高卖，4DCF 现金流贴现，5 私人市场和清算价值分析。而定性分析包括，研究公司产品，战略和竞争定位，分析经济和动态，评估监管框架。老齐给你翻译一下，也就是说，

定量分析解决的是贵不贵的问题，而定性分析解决的是好不好
的问题。

在新千年的高科技浪潮中，格雷厄姆的方式方法就不管用了，米勒说价值投资者已经止步于有型资产公司，主要是一些制造业和自然资源公司，但这些公司在经济和市场中的位置，会越来越小。如果你自己画地为牢，就会坐失良机。另外，格雷厄姆的方法是静态的，在新千年的时候，知识已经发生了革命。甚至已经连财务报表的统计方式都发生了变更，比如 90 年代监管部门通知，必须将退休后的医疗保险复利计入资产负债表，并且为他们计提费用，于是通用汽车的净资产从 55 美元，下降到了 5 美元，那么也就是说，市净率完全就不一样了，那么他的参考意义也就不存在了，但是公司没有变，只是会计准则变了。

米勒认为应该把估值法则，看成是路标，而不是路障，也就是说，要在动态的世界里，动态的去使用和分析他，而不只是过于教条。另外估值的时候还要考虑，过去的数据到底能不能预测未来，他的过去，跟未来有多大的相关性。股权的价值取决于未来，而并不是过去。所以你必须看到，历史数据统计是有缺陷的，比如米勒就经常买入市盈率很高的股票，认为市盈率很高依然可能是低估了。这点其实很正确，比如周期类股票，或者爆发增长期的股票都是这样。99 年 10 月，有人问米勒，gateway 的市盈率是

12 倍，而戴尔是 35 倍，很显然戴尔估值更高，为啥你要投资戴尔。米勒的回答是，这两家公司，一家能为你提供 2 倍回报，另一家只有 40%，你选择哪一家？很显然是要选择回报更高的，这家公司就是戴尔，当时他的资本回报率高达 200%。他是市场低成本的领导者，通过降价的方式，不断地给竞争对手施加压力。

在财务分析中，我们经常讲，要研究公司的营业收入，他是一个公司基本面研究的起点，但是随着息税前利润也就是 EBITDA 的不断攀升，出现了一波创造性会计，他们用激进的财务技巧，来促成销售收入和盈利的持续性增长，并借此推高股价。比如方法很多，比如在收入不佳的年份大规模对冲，把利润做的最低甚至隐藏，然后到复苏之后再放出来，还有的不记录回扣和退货，有的更过分，卖产品的时候搭售公司股票，以促进销售。

所以其实很多投资大师，都已经不怎么完全看报表了，因为他们认为报表已经不能如实的反映公司状况。需要找到一种替代方案，有人一针见血，说奶牛的价值在于牛奶，母鸡的价值在于鸡蛋，而股票的价值，显然也应该在于股息。农夫不会因为一头牛长得好看就买下他，股票你也不能因为他有良好的销售，就被掩盖真相。股票重要的，永远都是孳息能力。

低估买入股票，无论股价再怎么跌，你都一样能获得很好的收益，

甚至高出市场平均水平，而如果高估买入股票，那么你能只能寄希望于有个傻子以更高价格过来接盘。

比如现在大家常用的就是贴现的方法，米勒也这么算，但是他针对不同公司，使用的贴现率是不一样的，比如当时投美国在线的时候，他使用了 30% 的贴现率，更高的贴现率，也就能创造一个更高的安全边际。米勒其实跟巴菲特是有相似之处的，只不过投资的对象不同，巴菲特投了可口可乐和吉列，这些消费公司，未来的现金流很稳定，强大的产品定价权，让老巴对于这些公司保持这种现金流很有信心。

但是 DCF 贴现估值模型的缺点就是他太复杂了。一般人算不明白，所以有机构给他们去跑数据，比如彭博就提供这样的模型，但是收费不低，一个月就得上万人民币。一般人用不起。而且关键是，花了这么多钱，运算的如此复杂，最后准确率还非常的低，我们讲过一本书，叫做学会估值轻松投资，作者是达摩达兰就是一位 DCF 现金流估值的大师，但是他在书中举了几个例子，没有一个靠谱的。

不过米勒到不觉得这有什么问题，他说世间万物哪有不容易出错的呢？凡是都有缺点，关键是要接受他的局限性，并在计算中给与充分考虑。企业内在价值就是他未来自由现金流的折现值，但

未来自由现金流又是未知的，必须在不同的情境下给与折现，所以这注定是一个关注长期成长的模型，举个例子，比如一家公司，一开始 25 倍市盈率交易，考虑到公司业务特征，他可以在未来 3 年连续增长 25%，然后增长率就会掉到 12%，但后来需求暴增，他可能连续 5 年能维持 35% 的增长，然后再回到 12%，因此预期的前景变了，那么他的公司市盈率就会上升到 50 倍，也就是说能够涨上去一倍的价格，但后来公司涨的有点猛，涨到了 150 倍估值，那么如果要让这 150 倍估值看着合理，公司就得实现 10 年 35% 的增长。那如果达不到这个水平，甚至大家最后发现，他的这种高增长只能维持 3 年，那么大家的预期就会改变。股价就会暴跌一半甚至更多。但最后股价暴涨暴跌之后你会发现，公司生产经营没有发生任何变化，期间变化的只是投资者的预期。

米勒也关注宏观研究，包括市场和利率，还有通胀指标，比如一个通胀 7% 的市场环境，和一个通胀 2% 的市场环境，给到的估值是完全不一样的。整个市场的定价，通常不会有什么错误，但是在个别股票上的定价，却经常出现偏差。比如两家类似的公司，但却以截然不同的价格出售股票。有的时候公司并没有什么错，而是大家的情绪不再这里，比如都去追逐高科技了，价值股就无人问津，但是当高科技的泡沫破灭之后，价值股突然就又香了。

米勒并不总是长期持有，他时刻在寻找着更好的公司，如果他手

上的一个股票现在价格比内在价值低 10%，而没有买入的另一个企业低 40%，那么他会毫不犹豫的调仓换股。

他们经常使用多因子估值法，包括市盈率，市净率，市现率等等，对于一家公司，他们会给出多种场景的预测，重点是抓住公司的特许经营权还有独特的商业模式，他们总在说，买的是公司，而不是股票，一定要抓住真实业务，而不只是股票交易。

米勒始终坚持动态思考，他比喻成开车看地图，地图就是估值模式，这是静态的，你要去哪里看地图是肯定需要的，但是你不能只相信地图，还要根据实际路况进行自己的调整。明天我们将介绍，米勒是看透投资者情绪的，以及我们再来讲讲，米勒的投资组合。

比尔米勒投资之道 5：科技越先进！投资越便捷！你其实越难赚到钱

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道，米勒举了一个例子，如果一个投

资者，获得了 20% 的回报，除了拿到手实实在在的利润之外，还会有一种自豪感和成就感，相反，如果他损失了 20%，受影响的不仅仅是他的财富，还会有悔恨，悲伤，并深以为耻。所以人的天性就是趋利避害，人们倾向于避免盈亏机会均等的情况出现。投资者往往会对新闻反映过度，现在传播渠道越来越多，一个人越是短视，他对于损失风险的反映也就越强烈。也就是说绝大多数人都是受不了下跌的。比如股票市场已经被证明，是一个长期能够提供扣除通胀滞后，获得 6-7% 收益的地方，但是绝大多数投资者却依旧赚不到钱，而且还会损失惨重，说白了就是因为拿不住，为什么拿不住，不愿意接受自己的损失。诺奖经济学得主理查德塞勒就说，投资者接受的信息越多，对他们反而越是不利。甚至他主张，都不应该提供行情报价。这点老齐也是很有感悟，为啥买房子的人都赚钱了，说白了就是，手机上没有实时报价。很多都是住了一段时间之后，突然发现房价涨了。但股市这种东西，你就很难耐得住寂寞。经常天天都要去看一眼，老齐有个比喻，天天都去妓院转一圈，还要做到我不嫖娼，这早晚得憋出神经病。所以少看盘，多看书，不操作。这就是最简单的提高收益率的方法。你如果给自己一个强制规定，每 10 年买卖一次，那么你的收益会好很多。不信你可以试试看。

下面我们来看看，米勒的投资组合，真正的高手都不是在预测市场，而是在计算概率，他说 1926 年以后，以任意 12 个月为区间，

上涨的概率是 66%，而在 50 年代之后，这种概率提升到了 76%，说明牛市已经越来越长了。

比尔米勒解释指数的编纂原则，来讲述投资之道，为什么基金经理跑不赢指数，就是因为指数的换手率很低，而且保持了一个开放的态度，谁做大了，就调整进指数，而且进去就长期持有，直到他不行了才被剔除，在指数中，不会因为他涨的过多就被减仓，恰恰相反，反而是涨的过多权重也就越大。那几个科技巨头就是这么成长起来的，原来他们才占到 5% 的比例，而现在已经占比超过了 40-50%，其实巴菲特也是指数策略，他的伯克希尔就是一个指数，买进去之后，他基本上就不怎么卖了。只有基本面不行了才会卖出。所以比尔米勒也认为投资指数是个不错的生意，成本低，而且 15-20 年，将排在所有基金的最前列。如果你想不被指数打败，最好的办法就是跟他保持一致。按照他的比例去配置资产。

价值型基金有两种基本类型，限定型和主观型，限定型基金经理在购买股票的时候，会遵循传统的机械标准，比如市净率，市盈率，市销率，他们都有规定的，你只能买那些传统指标中低估的东西，而主观型基金经理，他们的空间就比较大，只要基金经理认为未来有大量的提升空间，就可以继续的买入，不用受到估值限制。很多人都觉得米勒肯定是一个主观型的经理，但其实并非

如此，他也使用了限定型的分析方法，只是他的分析工具更复杂。他对于基金风格有三点概况，1 对价值谨慎关注，2 聚焦少数的精选股票，3 基金持仓低周转率，一句话来说，挑选低估的好股票长期持有。是不是感觉这些人说的都一样。确实如此，成功者的成功之道都是类似的，失败者才各有各的借口。

米勒的批评者认为，他的基金不配用价值两个字，甚至建议美国证监会给他改名，不要误导投资者。但米勒则回应，那是因为你们自己错误的区分了成长和价值。成长和价值真正描述的是基金经理的风格，而不是公司的特征。也就是说，基金经理关注的点到底在哪？才是问题的关键。这些年来价值投资者，错过了太多的科技股，因为他们根本就没有花时间和精力去仔细研究和理解。而且他们也没有与时俱进，而是延续了上一个时代的估值标准。那么问题来了，在高通胀高利率环境，和低通胀与低利率环境能一样么？另外，尽管米勒买了那么多的科技股，但是他的基金平均市盈率只有 25 倍，远比美盛集团旗下所有基金的平均估值要低不少。米勒基本就重仓 40 只股票，一半的仓位都给了前十大重仓股。他说自己不需要分散，因为这些公司他们已经都做了深入的研究。他还引用成长股大师罗普莱斯的话，如果坚持在 IBM 上的原始头寸，那么业绩会更加出色。

米勒不怎么喜欢换手，他一般平均会拿一家公司 5 年以上，有的

会拿 10 年，而行业标准是 18 个月就全都换一次，所以米勒持有期是非常长的。有的公司已经跌去很多了他也一直持有，比如 2000 年的时候，第一银行跌了 40%，米勒一直没有止损。但这种方式是把双刃剑，有时候也会让他付出代价，比如他买了一只垃圾股，叫做废物管理公司，后来果然很垃圾，跌了 70%，让他损失惨重。另外，他也曾过于纠结，而错失真爱，比如沃尔玛，他希望股价再跌 0.5%就买，但是最后他也没等来这 0.5%，反而失去了一个 1 年赚 4 倍的机会。

米勒卖股票一般会有三种情况，1 估值合理了，没太多盈利空间了，2 找到了更好的投资对象，他手上通常不怎么留现金，所以就得调仓换股。3，投资形势发生变化，基本面永久性改变。所以涨跌，一般不会左右米勒的决定，有一只股票叫做马戏团赌场酒店，自打米勒买来他就一直跌，跌了 3 年，米勒不但没卖，还持续买入。因为他始终认为这家公司很有前途，对他的商业模式也是十分认可。3 年以后终于爆发，股价翻倍。所以做投资，有的时候认定的事情，就要去坚持。但认定的过程需要格外严谨。这也正是老齐平常所说的，把功课都做到买入之前，买入之后，反而要懒惰一点。

米勒也做资产配置，他把 85%的份额投入到股票资产当中，但不会让任何一个行业的份额超过 15%，一开始，他是这么分配的，

金融占 22%，银行占其中的 15%，非银占 7%，公用事业，占到 5.4%，其他行业各自占比小与 5% 就行，但是到了 2000 年，他的总持仓已经上升到了 96.6%，接近于满仓，科技占了 30%，大金融也占了 30%，但这并非是米勒刻意为之，是他买进去之后，自然涨成的结果。米勒比较讨厌的是周期类股票，他说这些公司没有产品定价权，利润现金流也不稳定，而且很难预测，资本回报率很低。再扣减一些资本性支出，几乎就没有自由现金流了，所以完全随着经济上下摆动。没办法长期持有，你要想在上面赚钱，就得去精准择时。所以这个跟企业价值研究没啥关系，需要的是猜测经济周期，以及市场情绪。所以他认为周期股是非常糟糕的长期标的。所以他总是刻意在回避周期。一般只买消费性的周期股，比如汽车行业，他从 90 年代中期，就一直持有通用汽车的股票，但到了 2001 年有点失望，这一年股价跌了近 40%，米勒宁可多持有一些银行，他说金融机构的资本回报，要远高于资本成本，这一点就要比那些周期型股票好的多。也就是说，你只要投入进去，就肯定可以赚到资本回报。而且还可以把钱拿走。其实你就想想，如果政策允许，投入的钱一样多，你是愿意开一家银行呢，还是愿意开一家钢铁厂，这答案不言自明。

尽管米勒的基金表现一直优秀，连续十几年跑赢市场，为投资者带来了丰厚的回报，但是 2001 年，随着泡沫破裂，他的基金也突然不香了，甚至掉到了排名后面，很多人开始对米勒表示出失

望，而米勒也同样有这个感觉，他对于那些认为市场将永远上涨的投资者，同样很失望，有过类似经历的还有彼得林奇，林奇说，投资者应该明白，市场有时会下跌，即使最优秀的基金经理也无法改变这一点。我们试图让大家冷静下来，很想对投资者说，你买张机票都能研究 4 个小时，为什么不能多花点时间，好好看看，自己到底再投资什么呢？林奇非常笃定，他说市场下跌都是偶然的，长期上涨是一定的，这是由企业利润决定的，企业利润每年以 9% 的速度增长，8 年翻一倍，24 年翻 8 倍，所以你只要拿住了不动，其实就会有很多的收益了。明天我们再来看看，米勒对于新经济的估值模型，咱们明天再见。

比尔米勒投资之道 6：价值投资的叛徒？还是革新者？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书比尔米勒投资之道。米勒的基金表现还是很强的，无论在公司内部，还是在整个市场，他都是明星产品，他的秘诀其实一个是精选个股，有人曾经说，如果在他的持股名单中，去掉两只涨的最好的，那么他就不会战胜市场了，可见持续超越市场的

业绩，往往就来自于持仓中的一两只股票的表现，另一个就是保持高仓位，他认为长期下来，固收的回报差的太多，所以他不愿意在固收上浪费仓位。只有当他发现，债券有大规模低估机会的时候才会买入，也就是说，他拿债券，也当股票去做了，比如 95 年米勒断定由美国担保的阿根廷布雷迪债券，售价远远低于其内在价值，于是进行了大规模投资。这些债券两年内翻了一倍。随后他又在拉美经济崩溃之前，全部抛售，实现了一把投机。但他后来说，这种机会不会总是出现，发现了就做，没有也绝不强求。

下面我们来看看对于新经济的估值，2000 年 4 月，其实米勒已经十分看空科技股了，他在一次演讲中就说到，科技股之前像失控的热气球一样飙升，虽然当前股价已经回落到一定程度，但是未来还会有更多地下跌空间。所以他们也降低了科技股的权重，

其实大家都觉得科技股涨了 20 年，并没有那么久，最后的科技股上涨是从 1998 年才开始的飙升，很多分析人士认为，科技股带来的营收和利润几乎是无限的，而且会对旧经济带来彻底的颠覆，就跟我们前两年一样，认为旧经济的出路就只有两条，要么被互联网+，要么倒闭。

当时传统的基本面分析，对于这些科技股几乎都不起作用。但其

实最后还是要回到投资的本质上来，投资者迟早都得要拿到现金流回报的。如果你一切都是在烧钱，而不赚钱，那么注定也不会玩的太久。

米勒说，大部分价值型基金都不怎么敢去拿这些科技股，主要就是因为基本面说不过去，而且有极高的股价，更为常见的是，大家对于科技股也并不熟悉，不愿意尝试复杂的估值模型。即便是太阳微系统，甲骨文这样的市盈率只有个位数的科技公司，很多价值基金经理也不敢碰。米勒是个异类，他在 99 年底的时候，科技股的权重已经升到了 43%。不但拿了，还拿了很多。他说科技也是一门生意，其本质都差不多。只是工具不一样了，毕竟过去的 100 年世界变化太快了，很多东西必须要动态的去认知和调整。

有人把高科技投资比作是一个赌场，谁参与赌局不知道，规则是什么，也得跑起来看，至于赢得概率，自然也是完全懵逼，那么你还想玩吗？显然有点不靠谱，但是事实上，他还是有迹可循的，高科技的赌场里，赌博主要是一种心里艺术，技术，财力，意志和勇气才是关键。这场赌局的奖励，往往属于那些，最先理解这个赌局的玩家，比如比尔盖茨，他就是有先见之明，一下就洞察到了未来游戏的规则和玩法。抓住了风口上的机会。老齐的理解，科技上的投资，第一步还是要去搞清楚商业模式，也就是未来你

到底靠什么去赚钱。现在虽然还不赚钱，甚至在烧钱，但是未来的远景必须清晰可见。而且路径清晰。

之前那个给米勒启发很大的经济学家阿瑟就说，收益递增非但不会导致均衡，还会形成不稳定，如果一个公司一个技术，凭借运气和聪明才智，在策略上领先了，那么收益递增就会放大这种优势，该产品，公司和技术会持续锁定市场。比如当年飞机的发明，莱特兄弟也有很多的竞争对手，有一个叫做蒙哥马利的教授也差点就做起来，但不巧的是旧金山大地震，让他的居所和工厂受损。所以时间迟了。这就让莱特兄弟抢先了一步。不但拿到了荣誉还有各种专利。

还有经济学者说，高科技公司并不新颖，无法改变最终消费者的消费行为，比如 eBay，他只是一个电子分类广告服务系统，跟传统报纸上的信息发布没什么区别，唯一的竞争力就是有庞大的用户群体。让商品定价变得更有效率。所以高科技无非都是旧模式的升级版。通过一些技术，优化了人们的最底层需求。其实早期很多的互联网创业都是如此，想想哪些东西非得到线下去消费，然后使劲想，看能不能用线上技术参与一下，即便不能都搬到线上去，起码中间要加一层互联网的东西，让信息分发优化一下。于是就有了即时通信，电商，打车，本地生活，社区团购等等生意。老齐读书，其实也就是我们古代书院的这种线上版。大

家能听书，能讨论，能提问。打破了时空界限而已。但底层的需求其实并未变化。那么你判断他是不是一个好生意，就看他的底层逻辑是否稳固，用户边际扩张，成本是否低廉。比如有的线上获客成本，比线下还贵，那就意义不大了。如果用户能用这个产品形成习惯，并且市场没有其他竞争对手，那么这种生意就是非常好的生意了。符合我们说的收益递增规律。那未来的成长将没有天花板，而且确定性也比较高。

新科技出现的必然结果，就是导致基础价格下降，如果迟迟不能接受现实的公司，最终会发现，自己所在领域的市场份额会加速流失。所谓互联网对于传统的颠覆作用基本都是从价格开始的。另外，消费者使用特定工具的意愿，取决于其他的用户数量，也就是说，活跃用户数，决定了这个东西的成败。比如大家都用 office，那你就可能不用。这就为他日后迎来指数级爆发增长，留下了确定性。用户越多越稳定。

在对新经济分析的时候，应该重点考虑 5 种力量。

首先，产品和价格的差异化，信息技术的一大好处就是，可以做一对一的营销，也可以做大规模定制，还可以做低成本额度策略吸引大量用户，也就是差异化定价，个性化推荐。甚至还有很多价格歧视政策，比如现在某团软件就是这样，对于价格不敏感的

用户，定外卖就会花更多地钱。

其次，版权管理，复制和分销的成本突然大幅下降，不仅对提供商如此，对盗版也是如此。互联网化其实是打击盗版的有效方式。

第三，转化和锁定，一旦用户选择了某软件，他就会沉浸其中，没那么容易更改。不愿意花时间和精力切换其他的系统。所以这就是他自己被锁定了。

第四，网络和正向反馈，预期上会建立正向反馈，大家都觉得他很时尚，他就会形成一种潮流，这就是一种自我实现的预言，有时候并没有什么太多的道理可讲。具有一定的偶然性。

第五，标准化，编织的网络越大，需要符合其参数的其他产品也就越多，网络就会越有价值。因为用户本身就能产生内容和服务。

那么如果见到这种好的公司，我们该如何给他估值呢？米勒意识到，高科技领域容易强者恒强，赢家通吃，技术可能会改变，但是市场地位不会。因此投资者可以对精心挑选的高科技公司进行长期投资。

其实分析科技股并不困难，跟分析美国钢铁这样的传统公司并没

什么不同，只是结论通常都是估值更高，波动性更大。所以我们要转变一下思路，比较一下你所多付出的，和你即将多的到的。到底孰轻孰重，哪个更划算。也就是说，你多付出一点钱，但是能够得到更高的增长，这笔买卖是否划算，这个自己衡量一下。

米勒其实最看重这些科技公司的，是他们的轻资产的模式，不用投入太多钱，就能获得自由现金流，后面做大了，利用一流的有形资产，还能大幅增加公司的价值。比如有线电视行业，这是巴菲特投资过的，固定成本也高，维护费用更高。但这恰恰是巴菲特所说的行业壁垒，也就是说通过持续的投入，把竞争对手吓退。

只要有护城河，安全边际，或者是特许经营权，那么投资者就可以相对放心，即便他们会在上面犯一些错误，但也无关紧要。新科技公司也有安全边际，护城河，但是有了一些历史性的变化，任何一家盈利超过资本成本的公司，其价值都在不断地扩大，安全边际会持续的扩大。一开始比尔米勒的基金都是纽交所的蓝筹股，但到了 91 年，他自己独立管理基金的时候，逐渐加入了这些科技股的持仓，90 年买入 MCI 通信，92 年买入美国通用电话电子公司，墨西哥电信，沃达丰集团还有莲华公司，后来莲华被 IBM 收购，然后他又买入了安进生物医药，96 年之后更是风格明确，买入了诺基亚，戴尔和美国在线，99 年买入纳克斯泰尔和 gateway，2000 年高点买入了亚马逊。明天我们就拿比尔米

勒买入亚马逊来举例，看看他的逻辑和观点。

比尔米勒投资之道 7：亚马逊浮亏 90%！你扛得住吗？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道，昨天我们说到了，比尔米勒 2000 年高点买入亚马逊，这也是他被指责最多的一次，当时就有同行嘲笑他，这个时间点这个价格去买亚马逊，几个菜啊，喝成这样。后来果然亚马逊在纳斯达克股灾中暴跌，从最高点 1999 年 12 月的 113 美元，跌到了 2001 年 10 月的最低点，只有 5-6 美元。也就是说，米勒买进去之后，最大浮亏肯定超过了 90%，但是他并没有卖出，而是对亚马逊情有独钟。如果他不在低位买入，等亚马逊价格涨回来，让米勒解套，估计要等到 2009 年了，当然站在 2021 年 7 月来看，亚马逊股价已经涨到了 3700 美元以上，也就是说，纳斯达克泡沫最高点你去接盘，拿 20 年，依旧有 35 倍的回报。你猜平均年化回报多少？高达 20%。但问题来了，如果你在 99 年最高点买入亚马逊，你敢一直拿住了不放吗？估计绝大多数人，早就都吓得屁滚尿流了。所以这个故事告诉我们好公司+好价格，才等于好股票，好公司对中长期更重要，好价格

对中短期是生死攸关。

米勒当时拿了 4000 万亚马逊股票，如果拿到今天值 1480 亿美元，但是当时却不值什么钱了，而他却坚持认为，亚马逊是一个绝妙的生意，亚马逊的产品周期短，业务风险高，即使走下坡路，他也不会看起来便宜。这点米勒说的倒是很对，即便现在亚马逊的估值也不便宜，而且他一路上涨以来，从来都没有便宜过。

他当时分析，亚马逊有强大的资本，消费者会区分互联网行业的赢家和输家，当时已经获得了 2500 万客户，2001 年销售额达到 31 亿美元，所以米勒确信市场误读了亚马逊，亚马逊物有所值，老齐多说一句，当时的股价在 50 美元左右，属于是跌到了一个半山腰的位置。米勒跟别人说，亚马逊未来一年就会回到 90 美元。但后来两年，亚马逊越亏越多，2002 年，总计亏损达到 30 亿美元。大家觉得在这么亏下去，市值就全都亏完了。所以当时一片看衰之下，股价也持续下跌。并没有按照米勒的设想，股价回到 90 美元，反而跌到了 5-6 美元。

亚马逊的模式，其实跟沃尔玛是一样的，都是高周转率，客户一笔付款，而他要 50 天之后，才把货款结算给供应商。那么也就是说，供应商其实为公司的发展提供了源源不断的资金。资本账户下产生了巨大的现金流，而不是利润。这其实跟保险又有点像，

占用了大量客户的资金，还不用付利息，相当于免费使用这些钱去发展。戴尔其实也是同样的路子，一笔收钱，然后过一阵再分批结算给供应商。

亚马逊和戴尔的毛利率在 20%左右，比较低，营业利润率在 10%，相同的资本周转率，相同的现金循环周期，以及相同的直销模式。之所以戴尔没有巨亏过，就是因为他的客单价比较高，所以物流成本相对低。亚马逊则在这块吃了亏。那么问题来了，随着时间的推移，技术的进步，客户的增多，以及客单价的提升，亚马逊肯定会让物流成本越来越低，那么他最后也就肯定能盈利了。不得不说，米勒这个分析很是高明，一下就看到了商业模式的本质。我们也要学着这么去分析，有些企业不要一看不赚钱就躲开，要试着分析，他为啥不赚钱，哪块东西影响了他赚钱，如果这个东西改变需要什么条件。有没有可能。

亚马逊一开始卖的更多都是图书，所以利润可能比较低，如果他未来跑通了商业模式，开始卖电脑了呢？是不是利润率就上来了？收入增加，物流成本下降，软件开发成本后面也会越来越少，采购议价能力持续增加。那么亚马逊很快就能扭转亏损，未来的成长前景将不可限量。另外，亚马逊已经将零售做到了海外，在英国，德国，日本都排名第一，在法国也排名第二，这具有重要的意义。符合之前说的，用户规模越大，迁移成本越大，被

其他竞争对手干掉的可能也就越小。

当然亚马逊那些年也有一些举动吓坏了投资者，比如他过早的布局移动电话和掌上电脑购物，那是在 2001 年，当时手机上网都很困难，更别说购物了。所以他们投入了很多无用功，烧掉了很多钱，但看不到什么效果。所以最后只能裁员。当时亚马逊披露总计亏损 7600 万美元，但是实际净亏损 2.34 亿美元，不过米勒不太在意这些，他说自己倾向于屏蔽这些会计信息，他感兴趣的是企业未来的商业潜力。也就是说，现在赚不赚钱不重要，未来只要很赚钱就行了。有些亏损恐怕未必真实，比如获客成本，会计把他计入费用，成为成本，但是一旦客户加入，就会为亚马逊源源不断的贡献利润，所以这些其实真实的作用应该算是投资。毕竟这些用户来了之后，几乎就不怎么走了。但这些东西，财务上是不会体现的，需要你自己去琢磨。所以经过这么一番分析，米勒说，这笔投资可能要 10 年才能兑现收益，最后也确实套了他 10 年，2010 年，他才开始见到应有的收益。

再看看他对于美国在线的分析，这是一个互联网服务提供商，帮大家上网的。当时已经拥有了 2900 万用户，这已经足够强大。即便是微软也没办法让他破产。后来美国在线和时代华纳并购，形成了新老媒体的强强联合，这笔并购案涉及 970 亿美元，成为了当时美国历史上最大的一起并购案。当时刚好是互联网泡沫的

顶点，但是跟对亚马逊的态度不同，大家依然认为，美国在线虽然很贵，但是物有所值。而米勒其实 96 年就开始布局美国在线了，当时他最高的时候，一共持有 20 亿美元的美国在线股票。后来随着市场暴跌，市值跌到了 6 亿美元。

美国在线通过赠送软盘的方式打开市场，这笔销售费用递延处理，所以他看起来好像利润高了一些，而米勒能够投资美国在线的关键，就在于他使用了更高的贴现率，30%，这一贴现率是 IBM 估值的 3 倍。米勒认为，如果 30% 的贴现率都能够跑出投资价值，那就没啥可担心的了，说明这个企业肯定已经低估了。这也就是他寻找的安全边际。当时美国在线占了整个美盛价值信托基金总资产的 15%，但这家公司，米勒并没有像亚马逊一样死抱着不放，在 2001 年的时候，他减掉了不少仓位。

还有一家公司叫做赛门铁克，老网民都知道，他是做杀毒软件的，主打产品是诺顿。米勒当时看了他的财报，看到他的营收每年 25% 的速度增长，每个季度产生 5000 万美元自由现金流，每股现金价值就是 10 美元。市盈率不到 15 倍。所以他觉得即使用最传统的价值投资的方式，他也是低估了。甚至他建议公司直接回购股票。

那个年代，科技股是疯狂的，96 年到 2000 年，标普 500 指数的

复合增长率是 26%，纳斯达克达到了 40%，一家公司亏损越多，股价表现就会越好。盈利越多，反而表现越差。甚至不少公司，以大肆烧钱为荣。而且那段时间的社会通胀率很低，这些产品没办法涨价，所以你也看不出绝大多数科技公司的定价权。2000 年初，米勒就在担心崩盘了，他认为市场已经进入了搏傻阶段。当时仅有两个行业跑赢指数，一个是科技，这个毋庸置疑，一个是公用事业，这就有点耐人寻味，老齐估计是价值型投资者没东西可投了，所以找到了最安全的品种抱团取暖，等待行情崩溃。

当时还有一个事件，200 亿规模的老虎基金被解散，原因是他偏好旧经济，不愿意买科技股。所以老虎之死，意味着价值投资之死。甚至纽约时报用了游戏的终局为标题，来告诉大家价值投资已经走不通了。这一系列信号，让米勒越来越感到不安，他把股票仓位从 39%，降到了 26%，也降低了科技股的比重。回到了大多数的传统股票上来。后来果然崩盘，2000 年 3 月，纳斯达克暴跌了 30% 下去，但是这是虚晃一枪。只是一次假暴跌而已。没过几个月，指数又涨上来了，这可把米勒坑惨了，2000 年他由于防守过早，所以业绩极差。就这样市场一直撑到了 2001 年，终于撑不住了，那些科技股开始了真正的暴跌，微软摩托罗拉都跌了 60%，雅虎 eBay 跌了 80%。那么后泡沫时代，米勒又是如何重整旗鼓的呢？对于科技股的观点和看法，是否有所改变？咱们明天接着讲。+

比尔米勒投资之道 8：应对纳斯达克崩盘

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道。昨天说到了纳斯达克崩盘。分为两个阶段，2000 年假跌了一下，又拉起来了，2001 年才真正泥沙俱下。米勒在哥伦比亚大学发表演讲，他说市场风格正在发生转变，从科技股正在切换到非科技股上，这是 4-5 年来的首次。只拿着科技股就可以遥遥领先市场的日子已经一去不复返了。主要是因为大家形成了一致性预期，认为只要抱着科技股就可以完胜大盘。当大家都这么想的时候，科技股也就被高估的太多了。米勒最后澄清，他并非对科技股抱有偏见和敌意，而只是认为，科技股的估值极不正常。而且同时伴随着库存激增，应收账款明显上升的预警信号。像思科，北电网络，阿尔卡特，捷威都出现了类似的情况。

其实在 90 年代末的美国股市，跟现在的美国股市十分相似，只有极少的公司在推动着指数上涨，2000 年后，也是这些股票带

动着股市指数的大幅下跌。所以这掩盖了一些真实的情况，而实际上 2000 年之后，绝大多数股票的表现，比 2000 年之前更好。老齐补充一点，2021 年的美国股市也是如此，微软，谷歌，亚马逊，苹果，Facebook 和特斯拉这些公司挟持了大盘指数，未来他们回调的时候，就是美国市场急跌之时。但这些公司的估值是有底的，所以老齐的判断是美国股市未来很可能会有急跌，但是不至于崩盘。也就是说跌幅 30-40%就差不多了，像纳斯达克泡沫那样跌 80%，可能性非常小。

当时很多人也发出了正能量的声音，互联网泡沫的破灭，不等于互联网带来的革命一笔勾销，互联网对于经济仍然有着历史性的意义。以及光明的未来。并坚信，当一切稳定后，新技术将会表现得像所有人预期一样强大。事后也验证了这一点，2000 年泡沫破灭后，新技术就进入了沉默期，但其实 2002 年就已经触底，2007 年就已经涨回来了不少，但整个纳斯达克指数在 2016 年才创了新高。

下面我们看，高科技行业的监管，其中反垄断是重头戏，这也是我们正在干的一件事。当年在美国，司法部是坚决的要反垄断，但是美国民众，则比较反感。甚至对于政府监管的合理性，给与质疑。

90 年代，微软就被盯上了，但后来小布什上台，逐渐取消了对微软的反垄断调查，之前那个对米勒有影响的经济学家阿瑟就说，错误的监管手段，可能会把美国的高科技行业，变成欧洲和日本那样，失去竞争力。他不希望这个行业遭遇阻力。所以他建议，应该有一种折中的方式，不能像拆分标准石油那样对互联网巨头们反垄断，也不能让他们为其他的创新创业设置太多限制。

有人还说，互联网本质就是电话的升级版，按照电信公司一样监管就可以了，靠实力取得竞争优势，那就不应该管，但如果他靠其他手段，给别人发展设置障碍，那就进入了警戒区。微软被指控，就是因为他与原设备制造商，和互联网服务商签订了排他合同，这种排他，或者叫做二选一，就是垄断和非正当竞争。这点其实倒是符合我们的思路，我们现在开出的那些罚单，基本上都是针对这种二选一的。

阿瑟说，监管的标准，应该是衡量利弊，如果一个产品因为优越性而锁定了市场，那么他就是公平的，惩罚好产品，那就是愚蠢的监管。但如果一个产品锁定，反过来阻碍了技术进步，那么这就是不利之处。比如一些链接，不能在微信上分享，这就属于阻碍技术进步这一类。你只照顾你的嫡系产品，这显然就是拉偏手了。而像微软，当年他用亲儿子 IE，干掉了网景浏览器，后来惹来了大麻烦，美国和欧洲都对他展开了反垄断调查，逼着他同意，

任何浏览器都能在 Windows 环境下使用。才有了今天这个局面。所以我们可以总结，反垄断的关键在于，第一不要惩罚成功的企业和成功的产品，第二，不让任何企业通过特权占得先机。监管者只要制定规则，保证赛马的公平就可以了，赛马这个比喻很形象，你跑的再快也不应该被管，只要你保持在自己的赛道之内，不要对别人造成影响。如果因为你一开始跑得快，就在后面给后来的人使绊子，那就得好好惩罚。

下面我们再来看看，对于旧经济的估值，米勒在 90 年代，除了买入了那些什么美国在线，戴尔，捷威等新经济股票，还买入了很多旧经济股票，比如有一些酒店，度假村，都进入了他的持股清单，之前讲过的马戏团赌场酒店从 30 跌到 12，米勒持续加仓到了 500 万股，占到了公司股份的 5% 以上。他之所以信心坚定，就是因为这几只股票虽然表现平平，但是现金流其实一直在稳步增长的。

收益递减原则，在旧经济当中占据主导地位，而收益递增则在新经济里发挥主要作用，但是有些行业则比较模糊，既有收益递增规律，也有收益递减情形。交织在一起就会比较让人困惑。惠普就是这个例子，他们有高科技的部分，也有生产制造这种低技术含量的部门。像什么，餐馆，银行，保险等服务业其实也是混合经济，比如麦当劳，他的成功就是收益递增大于收益递减，他开

的店越多，知名度就越高，吸引的客户也就越多。再加上一些高科技设备的引入，服务业收益递增其实会越来越明显。银行也是，网点越多，再加上虚拟互联网银行出现，收入递增迹象很明显，但凡是赢家通吃，市场份额越来越大的，差不多都是收益递增。

2000 年 4 月，当他发现科技股的估值已经达到了一个极端水平的时候，米勒开始回归了常识，抛售了部分科技股，降低了仓位。然后他逐渐开始关注金融和其他行业，他说发现二者之间存在着巨大的估值差距，这种投资重心的风格漂移，其实风险很大，基金经理一般都不爱这么操作，因为搞不好就会左右打耳光，他们更愿意死守在自己的风格上，只要做的比自己的风格好一点就行了，这样至少能跑赢平均水平。而米勒这样，大规模进行风格切换的，其实是兵行险着，搞不好就是猪八戒照镜子，里外不是人了。但是米勒坚信，更低的估值，会给自己的长期收益带来更多安全边际，他愿意放弃短期的这种风险，而追求长期回报。这其实也是一种作为基金经理应有的担当。是为客户利益考虑的担当。

下面作者列出了米勒这三年的持仓变化，老齐简单说下，1999 年，贡献最大的是美国在线，诺基亚，安进和戴尔，其中美国在线涨了 754%，像银行股，保险股，酒店股，这年表现都很差，跌去了 20-30%，2000 年贡献最多的是耐克斯泰尔，诺基亚，墨

西哥电信，赔钱最多的依然是银行，到了 2001 年风向突然转变过来了，之前一直赔钱的银行开始上涨一倍，废物管理公司，玩具反斗城都涨的不错，而赔钱最多的是亚马逊，纳克斯维尔这两个赔了 80%以上，捷威赔了 70%，戴尔，美国在线也有 40-50%，此时，米勒的重仓股顺序是废物管理，美国在线，联合健康，华盛顿互助银行等，也就是说，除了美国在线之外，传统公司占据了绝大多数，亚马逊什么的虽然轰轰烈烈了，但却退出了他的十大重仓股。虽然米勒的基金，也受到了科技股下跌的冲击，但总体来说，由于防守及时，他还是有些优势的。米勒对逆境也非常熟悉，他从来不理睬什么排名，什么评测，在 80 年代他们 5 年中 4 年跑输市场的时候，别人就把他们当成狗屎，但那恰恰是他们即将大展身手的时候。所以因为风格问题，一段时间表现不佳的基金，大家要格外留意，这里面很可能会蕴藏着巨大的机会。相反，因为风格和行业问题，业绩大爆发的基金，我们反而要格外小心，要明白，他涨的好，完全是因为马快，跟骑手没什么太多的关系。至于风格切换的基金，这确实比较难把握，需要我们对这个基金经理有更深入的了解和信任才行。

之所以当时米勒开始信任银行股，就是因为 2000 年的时候利率下降的速度很快，银行的存贷款利差持续扩大，银行的业绩迎来转机，而之前大家都不看好银行股，就是因为俄罗斯债务违约，让这个行业阴云密布，信心大跌，但其实这属于一朝被蛇咬十年

怕井绳。杞人忧天了。那么米勒是如何给银行股估值的呢？我们能从中获得怎样的启发？咱们明天接着讲。

比尔米勒投资之道 9：与时俱进的投资原则

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，比尔米勒投资之道，昨天我们说到了 2000 年，米勒开始 180 度大转弯，放弃高科技，开始关注银行的投资机会，这其实对于 2021 年中期的我们来说，极具指导意义。现在就是新能源，半导体太火爆，但对于银行和保险来说，无人问津，甚至人人喊打。那么真的如此不堪吗？

我们来看看华盛顿互助银行，当时的情况是，波音公司在华盛顿裁员 4.8 万人，华盛顿州就是华盛顿互助银行的大本营，所以市场产生了信心危机，98 年 4 季度开始，米勒开始买入这家公司的股票，但买来之后就一直跌，99-2000 年，股价下跌了 35%，是整个基金里表现最差的一只股票，不过米勒却依旧力挺他，认为这家银行长期持有下去，会有 12% 的年复合增长率，当时他的

市盈率只有 11 倍。到了 2001 年，整个市场状况发生了逆转，华盛顿互助银行，成为了表现最好的股票之一，涨幅翻倍，

还有一家废物管理公司，这个我们之前说过，99 年的时候，这家公司被彻底打入冷宫，米勒因为买入过早，而损失惨重。那些诱人的现金流，其他人根本就看不到，反而业绩不及预期，甚至投资者因为愤怒，还对他提起了集体诉讼，而且还打赢了官司，拿到了 2460 万美元的赔偿。这个公司看起来简直一片混乱。而米勒则认为，这是一个没有外来竞争对手的行业，也是一个国计民生的行业，他在行业里面占据了 28% 的市场份额，他没有任何的汇率风险，和技术风险。

米勒分析废品管理公司，是供给有限，需求持续增长，垃圾处理是一个寡头垄断行业，虽然不完全是巴菲特追求的那种 特许经营权，但也算得上是一个有吸引力的行业，全行业只有两家头部公司，所以也是一个双寡头垄断的格局。他认为公司有强劲的净现金收入，和出色的自由现金流表现，所以米勒和他的同事，越跌越买，2001 年，甚至买到了最大持仓。占基金总资产的 6% 以上。

米勒当时认为，只要废物管理公司拿出自由现金流的 40% 去收购小型废物处理厂，就能持续增加税后收入。所以他坚定看好未

来的成长空间，其实后来复盘，米勒的分析都没有什么问题，但他确实犯下了一个严重的错误，那就是买入过早，股价从 50 多跌到了 20，而他们原来用于估值的原始数据，出了一些问题，所以后面一系列的逻辑推算，也就全都错了。后来得亏他一路下跌一路买，逐渐摊低了成本，2001 年公司股价创下 17.13 美元的最低值，随后反弹到了 35.85 美元，而米勒的平均持仓成本是 18 美元。这说明他在跌破 20 美元以后，买入的数量大大增加了。这其实就是左侧投资的逻辑，看好的东西，就要持续去买，越跌越买，只要对自己的逻辑有信心，就不要怕他下跌，越跌机会也就越大。但米勒的经历也告诉我们，不要买入过早，特别是前期建仓，一定不要仓位过重，多为错误留点空间，现在很多粉丝群的小伙伴，一听老齐分析什么，第二天就一把买进去，这个习惯很不好。早晚要吃大亏的。

越跌越买，这个事也得视情况而定，有时候也挺危险的，比如柯达，2000 年底那个时候，市场上就有人认为，数码相机的出现，将让柯达的地位受到影响，传统胶卷业务肯定收缩。但米勒认为，这是杞人忧天，未来一段时间传统胶卷业务和数码相机将继续并存。他认为柯达的股价已经够低了，而业务很扎实，也垄断了胶卷市场，市盈率却不到 10 倍，这不合理，至少股价应该翻一倍。所以他在 56 美元以下不断买入柯达的股票，后来 911 爆发，柯达股价暴跌，让米勒赔了 50%，但米勒却并未停手，依旧持续买

入，他继续分析，柯达 20%的营业利润率，10%的净利率，30%的净资产收益率，20%的投资资本回报率，以及 10 亿美元自由现金流，这完全符合价值投资的标准。他坚信柯达绝不会破产。甚至他拿郭士纳之前，陷入困局的 IBM 来类比柯达，认为柯达是一家即将出现基本面反转的公司。但这次米勒显然错了，不但是 2001 年没有机会，后面柯达就也没有任何反转的机会，跌到金融危机之后，股价又跌去了 90%最终破产退市。

下面是玩具反斗城，这是彼得林奇最喜欢的一家公司，不过米勒依然是买入过早，先跌了好一阵之后，玩具反斗城才开始出现反转上升，2001 年涨了一倍上去。

2001 年纳斯达克暴跌之后，一些科技股损失惨重，甚至跌去了 80%以上，这时候米勒反而看到了很多老朋友的身影，重新将一些科技股纳入到基金持仓当中。

从米勒这些表现，我们也能总结到，他其实做到了与时俱进，并没有因为新兴经济难以分析，就刻意远离，在 2000 年前后这几年，堪称他的高光时刻，从传统，到新兴，又从新兴到传统，他经历了两次非常明显的风格转换，这两次转换在后来看，都是非常准确地，但是也难掩一些问题，比如即便他有很好的投资分析和逻辑，但也难免会买入过早，他的持仓当中，经常有那种，动

辄就亏百分之几十的个股出现，这种大开大合的风格，注定了他其实挺激进的一个性格。他也故意在用不同的风格，对冲基金的业绩波动。

正如米勒所说的那样，是不是价值投资者，不在于投资了什么，而在于是否坚持价格低于内在价值，如果他认为我就是低估的时候买入的，那我就能算是价值投资者，而这个内在价值，并不是静态的，固定的，米勒把内在价值当成一个长期发展的指标。他要找的是那种未来内在价值持续成长的公司，也正是这套逻辑，让他敢在 2000 年前后买入亚马逊。但也为此付出了惨痛的代价。

下面我们来总结一下比尔米勒的投资原则，

第一，随着环境的变化，不断调整，但始终以价值为导向，所谓价值就是，生命周期的自由现金流折现，

第二，像标普 500 指数一样投资，始终高仓位，低换手。坚持长期策略，让赢家充分奔跑。同时剔除掉那些输家。不过这个事，跟米勒的投资有点冲突，有些公司他在不断地低位买入。所幸后来这些公司一部分涨起来了。

第三，观察经济和股市，但不做预测，寻找应对之道，而不是预

测之道。这个跟老齐的看法相同。

第四，寻找商业模式优越，资本回报率高的公司，商业模式就是怎么赚钱，把这个逻辑想通了，然后再想想未来，比如亚马逊的例子，对老齐很有启发，成本太高有时候不是坏事，要看到未来成本的变化趋势。

第五，利用心里驱动的思维错误，而不是成为受害者，寻找市场情绪亢奋的点，利用他反向操作，而不是让自己从众。

第六，以最低的平均成本取胜，如果你买入过早，后面一定要逐渐探低成本，但这个事必须要建立在精准分析的基础上，废物管理公司就买对了，柯达如果也这么买，那就损失惨重。

第七，分散投资，构建一个几十只股票的组合，需要分散到各个行业上去。不能压在一种风格上。相关性低才是构建组合的基础逻辑。

第八，要允许自己在选股上犯错，大多数人都在试图让选股的正确性更高，不愿意承受选股的失败，但是我们一定要注意概率，正确选股的收益，覆盖错误选股的损失就可以了，否则你总会畏首畏尾，丢掉的也许才是大鱼。

第九，卖出 3 原则，找到更好的标的，达到预定估值，投资基本面或者逻辑发生改变。

这就是本书的全部内容了，本书后面有一半的篇幅都是米勒 投资过的这些公司的财务数据，以及股价走势，还有米勒对他的一些点评，这个离现在已经过于遥远，重要的内容，书里已经全都讲过了。

老齐给你补充一点，比尔米勒在 2006-2008 年业绩十分惨淡，3 年未跑赢市场，终结了之前的业绩神话，有人甚至说他一败涂地，也有人说他是名誉扫地了，但 2009 年比尔米勒其实又王者归来，不过他能王者归来，并不代表他的基金投资人可以王者归来，那几年比尔米勒的投资者确实实亏惨了。所以老齐认为，他的这种策略，对于基金经理，或者我们专业的投资人来说，一点问题都没有，但如果站在普通基金投资者的角度来说，这种风格的基金大家还是要谨慎的，业绩好的基金，未必是你能赚到钱的基金。大起大落，不控制回撤，追逐热点。这些对投资者都并不友好。

老齐认为这本书，大家要好好琢磨，里面蕴含着很多投资逻辑。明天我们开始新的学习。

