

投资最重要的事

【1】投资最重要的事 1：投资最困难的点在于人心不可测！

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们还是来讲投资，找来一本书，叫做投资中最重要的事，这是巴菲特亲自推荐的，他称这本书是难得一见的有用的书，有人觉得书名很耳熟，是的没错，我们之前讲过两本高毅资产董事长邱国鹭先生写的，投资中最简单的事，和投资中不简单的事，那 2 本书就是照着这本书写的，显然这本书更为经典，作者霍华德马克思，是橡树资本的创始人，管理着 800 亿美元的投资资产，在顶级投行工作了 40 年，无论是他个人的江湖地位，还是这本书的历史地位，都要比邱国鹭先生和他那两本书更高。

这本书写的其实就是霍华德马克思，过去 20 年的投资备忘录，是他一生投资悟道的笔记和心路历程，如果要把这本书缩减成一句话，那就是逆向思考，并逆向投资，这才是超越市场之道。作者甚至会告诉我们，最重要的不是顺势而为，而是逆势而为。

这里主要讲的不是投资方法，而是投资哲学，不是方法论，而是价值观，在投资中一开始大家都在寻找各种各样的方法，但其实等你有过几年经验了，也走过很多弯路之后，逐渐开始悟道的时候，你会发现，投资的价值观才是最重要的东西。他可以让你面对波涛熊汹涌的股市，始终心静如水，永远站在不败的角度去思考问题。相比于那些方法，技巧，投资哲学才是真正的大智慧。当然如果一些小白读者，由于功力不够，可能还不一定看得懂，没关系坚持看，每两年回来感悟一次，保证你会有新的收获，这本书据说巴菲特也读了两遍，而老齐比较愚笨，前前后后也读了得有 5-6 次，每次读都有新的体会。

这本书里，除了作者霍华德马克思之外，还会提到四位投资大师的思想，第一位是克里斯托弗戴维斯，戴维斯投资公司的经理，也就是大名鼎鼎的戴维斯双杀或者双击理论的提出者，第二位是乔尔格林布拉特，他的书叫做股市稳赚，我们也已经读过。第三位是赛思卡拉曼，安全边际这本书的作者，我们也讲过了，最后是哥伦比亚大学商学院的副教授，保罗约翰逊，他们四个的思想，会经常在这本书里出现。

我们现在就进入这本书。投资这个行业，进入容易做好难，芒格说过，投资并不简单，认为投资简单的人都是傻瓜，投资最困难的点在哪？在于他没有放之四海而皆准的方法，环境不可控，人心不可控，所以结果往往会出现巨大的偏差。甚至有一个巨大的悖论，当一种方法开始流行的时候，他就离失效不远了。但是你说他是完全的艺术吧，他似乎又有很多规律可循，只要你掌握一定的方法，还是可以立于不败之地。所以投资既是艺术又是科学，如果你只会科学不懂艺术，那么你顶多只能获得市场的平均收益。这就是你的上限，只有你把投资的艺术融会贯通之后，才可能战胜市场，但是老齐提醒大家，这也是一把双刃剑，你可能战胜市场，也可能恰恰是这些艺术，让你损失惨重，本来该获得的平均收益，变成巨额亏损。

投资不是英语，学一点就有用，投资最坑爹的地方在于，如果学艺不精，还不如不学。市场中损失最惨重的，不会是一点都不懂的，也不会是懂的很少的，而恰恰是那些懂的不少，自以为已经学成了的，所以老齐劝大家，要开始学习投资，一定就扎扎实实的学好，三天打鱼两天晒网，总想吃点快餐，而不想读书，不想坚持的那些朋友，最好还是别学了，学多了反而对你有百害。

但凡进入投资市场的人呢，都会感觉良好，都觉得比别人厉害一点，但就像篮球运动员，你可以不断训练技术，却无法训练身高一样，对于市场的洞察力，这个几乎也是无法训练的，需要你有一定的天赋。如果天赋不足，恐怕就得要不断的学习，来提高智慧了。戴维斯解释，面对市场你必须要有足够的耐心，你要做的不是短期暴利，而是长期稳定的收益，理解这一点，非常的不容易。老齐觉得，能够站在长期视角上去看待投资问题的，基本就都上道了。如果你还在每天追涨杀跌，为了一波行情而绞尽脑汁，说明你很可能就是那个自以为是韭菜。

人人都想赚钱，但市场是一个人与人竞争的地方，所以战胜市场也就意味着你要战胜 8 成的投资者，处处领先一步，而这背后需要你受过更高等级的教育，看过更多的书，以及拥有过更多的经验，但这些东西还不是最重要的，最重要的是敏锐的思维，作者称之为第二层次思维。那么这又是什么意思呢？有这么几个例子

比如，第一层思维认为这是一家好公司，让我们买进股票吧，而第二层思维，会告诉你说，这是一家好公司，但是人人都认为他是一家好公司，因此他已经不再是一家好公司。再比如，第一层思维说，会出现增长低迷，通胀上升前景堪忧的宏观环境，我们应该抛售股票，但第二层思维却告诉你，前景糟糕透顶，但是所有人都在恐慌中抛售股票，那么价格已经足够便宜，即使经济真的很糟糕，也一定没有大家想象的那么糟糕，所以我们应该持续买进。还有一个例子，第一层次思维说，我认为这家公司利润会下跌，应该卖出，而第二层思维告诉你，我认为这家公司的利润下跌，会比其他人预期的更少，也就是说，他确实利润下滑，但是没有别人想象的那么差，所以也应该买进。

通过这三个例子我们能看出来，第一层次思维，是就事论事，肤浅可笑的，而第二层次思维，是让实际情况，跟市场预期进行比较，实际情况好与坏并不是决定因素，而他是否跑赢预期才是最重要的。

第二层思维要考虑很多东西，比如未来可能出现的结果会在什么范围内，我认为会出现什么样的结果，正确的概率，人们的共识又是什么，我的预期与大家伙的共识有多大差异？资产的当前价格与大众所认为的未来价格，以及我认为的未来价格是否相符，如果不相符差距有多大，价格中所反映的共识心里是过于乐观还是过于悲观，如果大众的看法是正确的，资产价格将发生怎样的改变，如果我对了大众错了，资产价格又该怎么变化。

很显然第一层思维和第二层思维之间的工作量差异巨大，能够进行第二层思维的人少之又少，如果你们觉得这些太过于复杂，老齐到有一个好办法，我们掐住两头不看当间！换句话说在市场绝大部分情况下，你根本不用去考虑第二层思维，根本就考虑不清楚，我们只需要把握两个点，一个是过于乐观的疯牛顶，另一个是过于悲观的疯熊底部，这两个位置有极大的价值，而第二层思维的工作量却小了很多，因为大众的认识，在这两个时期，通常都是过度的，所以价格极其容易反转。而我们的结论也相对简单，无论是什么结果，在牛市顶端都是只卖不买，而在熊市底部都是只买不卖。所以把握好了这两个点，其实你就可以大幅跑赢市场，而中间行情怎么办，非常简单，就是持有不动装死，跟着市场波动，至少有市场平均收益。

所以就像巴菲特所说的一样，别管别人怎么喊，你都要忍住，等待那个你认为最有把握的球

出现，然后一击必中。这是老齐读这本书最重要的感悟，提前分享给大家。

在早年间我也犯过同样的错误，那会学的太教条了，就知道买入好公司好股票，一味地要买入好企业长期持有，但是效果很差，甚至有的买进去之后就跌的一塌糊涂，说白了就是只用第一层思维在考虑问题，而忽略了，这是一个人与人竞争的市场，你要想超过一般投资者，就得知道他们在哪，你比他们有哪些优势。如果你连他们都看不见，那就说明，你正在这个韭菜的群体当中。戴维斯提醒我们，你可以思考一下，自己该如何成功，同时也要思考一下，别人为什么会失败。他们的时机有问题吗，动机有缺陷吗？比如 2018 年下半年，老齐一直在鼓励大家，不断的买入，告诉大家股市已经低估了，甚至在 2019 年初，业绩疯狂暴雷的时候，老齐也坚定看多股市，告诉大家，确实业绩很差，但是远没有大家想象的那么差，一般投资者在这时候已经缴枪投降，市场最后一丝弱手，也已经转化为了机构投资者为主的强手，那么行情也就不远了。而我们不去预测行情，因为无论行情涨与不涨，我们的操作策略都是一样的，那就是不断的买入。结果在春节过后，这一波涨幅不可收拾。明天我们再来讲，常规行为和非常规行为区别，你要想在投资上取得成功，重要的就是如何去把握正确的非常规行为，而减少错误的非常规行为。明天见。

【2】投资最重要的事 2：第二层思维才是根本智慧

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，投资中最重要的事，昨天说到了非常规行为，什么叫非常规行为，作者说，你不可能在和他人做着相同的事情的时候胜出，你要比别人的收益更好，就要做不一样的事情。注意突破常规不是目的，他是一种思维方式。有些人故意跟别人反着做，这就本末倒置了。我们只使用常规行为，那么我们只能获得平庸的结果，而使用非常规行为，则要么上天堂要么下地狱，老齐提醒大家，不是说你跟别人反着做就一定赚钱，还很可能赔的更多。

很多人把投资想的太简单了，其实就是他们的思维只停留在第一层次，而没有进入第二层次，但也正是因为广大的第一层思维的人存在，才让第二层思维的人，收益增加了。当价格波动扩大的时候，极端价格出现，这才是价值投资者最大的回报来源。

我们在很多书里都提到过市场的有效性，说的是大量参与者的交易行为，反映了所有的信息渠道，和大众的认知水平，于是价格包罗万象，是一个均衡的位置。因此那些想找价格偏差，从而进行套利的人，通常都是徒劳的。而作者则认为价格有效是存在的，但是这个有效只是快捷的信息整合，而未必是正确的信息。换句话说，这个价格，只是某一时段的综合信息的反应，这里面包含了太多的情绪因素，比如一个公司一年以前他值 100 块钱，但跌了一年他的股价只有 20 块钱，这家公司的业务真有这么大变化？显然没有，他的每股账面价值也就是股东权益甚至还是增加的。那么出现这么大的价格差距，很显然是预期变了。所以这两个价格必有一个是错误的，或者两个都是错误的，绝对不会两个都正确。

卡拉曼就说，心里因素是投资者行为的主导因素，在决定证券价格方面，心理因素和基本价值同样重要，甚至比价值还重要。而戴维斯则说，投资者动机不当，会导致非理性，老齐解释一下，就是说一般投资者都在做价差，而这个动机跟价值没有半毛钱关系，所以这些普通投资者的行为，其实会破坏价格的有效性。

那么我们到底能不能战胜市场呢？按照市场有效性理论，能战胜市场的寥寥无几，最后的共

同基金业绩也恰好说明了这一点。但反对者也提出，共同基金业绩糟糕，主要是因为他的背后其实还是一个普通投资者，当基金经理想持股或者低吸的时候，无奈基民们不答应，所以其实基金经理并未展现真实的实力，所以我们要看那些市场中的超级投资者的表现，比如沃伦巴菲特，他就持续战胜市场。而对于这种看法，市场有效假说的回应是，巴菲特现象只是特例。而巴菲特也挺逗，他作为特例，没有支持自己，反而倒是鼓励大家去做指数投资，这就更增强而来市场有效假说的信心。

作者显然不同意这个理论，他说获得更高的投资收益，是由隐藏的风险所导致，注意这里的两个字，隐藏！也就是说你看到的高风险，未必是高风险，他也不大可能给你带来高收益，比如我们总在牛市后期，去投资股市，认为这种高风险投资，会给你带来高收益，但这显然错了。此时的高风险背后，只有亏损而没有收益。相反在市场底部，你认为风险巨大，股市不断的在暴跌，但是这时候的高风险背后隐藏的才是利润。所以我们投资的任务，其实就是要抓出高风险背后隐藏的那些东西。

作者也承认市场有效性是普遍存在的，但不代表他一直存在，错误的定价不常见，甚至是极少的，但还是有的，所以战胜市场才会特别的困难。老齐也经常告诉大家，我们要少看少动，市场在绝大多数情况下都是有效的，所以我们应该一直留在市场当中，只有当股市极端乐观，或者股市极端恐惧的两个时间点，才是我们主动投资的机会。越是大众投资，标准化市场，市场有效性就越强，错误定价的概率越小，比如债券，股票，商品，外汇。越是小众市场，非标准化市场，市场有效性就越弱，比如收藏品市场和楼市。这里到处都是错误定价的机会。

第二层思维者知道，为了取得优异的业绩，他们必须具备信息优势或者分析优势，当然二者兼具就更好了，更要时刻警惕，以防遗漏，一个韭菜得到一个消息，通常都会兴高采烈，而一个有经验的专业投资者，拿到一个信息，他们会率先问自己一个问题，谁还不知道这个信息，如果大家知道了，这个信息就已经没用了，如果还有绝大部分人不知道，这个信息才可能影响价格。

而一旦由于信息和情绪导致市场无效之后，那么市场也就成为了一场零和游戏，有人占便宜，也一定有人吃了大亏。如果你不知道，谁在市场中亏了钱，那么很可能亏钱的那个人就是你。所以我们应该辩证的看待有效市场理论，他不是无效的，但也不是一直有效的。我们要抓住的是市场无效的机会，通过市场的有效性去赚钱。这句话特别的重要，再重复一遍，我们要做的就是，抓住市场无效的机会，通过市场的有效性去赚钱。当市场形成一致性预期，过分高亢或者过分悲观的时候，这就是市场先生来给我们送钱了。而其他的时候，你最好留在市场当中，不要做无谓的反抗。而作者的结论也是，投资者应该寻找未被做出完全有效的市场或资产，而不是去追逐完全无效的市场，换句话说，我们投资股市债市汇市商品的机会，要比投资楼市和艺术品大的多。市场有效就有规律可循，如果完全无效，那其实你也不知道这个东西到底值多少钱。比如你买张画，怎么定价，这还真不好说，也可能你买到手后，就再也卖不出去了。

所以要成功投资，你要思考以下几个问题，当投资者都在蜂拥买入的时候，还存在便宜货吗？如果一个东西很赚钱，看起来又没什么风险，那么有没有哪些隐藏的风险是被忽略的？为什么这时候明知道是机会，卖家还要卖？让你获得超额回报？你是否真的比卖家了解更多？如果真是一笔好投资，为什么其他人没有哄抢。要时刻牢记一句话，今天存在的有效性，并不意味着有效性会永久存在。

格林布拉特解释了，为什么那么多专业投资者无法战胜市场，是因为他们都迫不及待的提高业绩，所以才会避免投资那些冷门的不受追捧的证券，短期看似保住了业绩，但长期看，正是他们无法战胜市场的根源。老齐也经常解释，真正牛逼的投资者，都是先从当傻逼开始的。当傻逼的过程，就是低吸的过程，是逆向投资的过程，是廉价买入的过程。没有这个过程，你不可能战胜市场。

所以我们应该辩证的看待理论，就好比老师和学生出去遛弯，看到地上有 100 美元，学生问，这是钞票吗？老师自信满满的回答，不可能是钞票，如果真是钞票早就被别人捡走了。结果老师走后，学生捡起了这张大钞。发了笔小财。这个故事告诉我们，地上只要有钱，大概率会被别人捡走，但是你也不能忽视，万一哪天运气好，真能捡到钱这个事实。

投资最简单的原则就是低买高卖，这看起来再容易不过了，但问题是什么是低，什么是高，几百年来，却鲜有人能说的明白，如果有人能够算清楚，内在价值，那么他就可以轻松在股市上赚到钱。而现实中，做股票也只有两种正确的姿势，1 是判断价格偏离内在价值的时候买入或者卖出，2 是预判未来价格趋势，进行交易。作者说后一种方式，已经日渐衰落，现在真正的机构投资者，和专业投资人，很少有人只去判断价格趋势，大部分都是把第二种方法，当做第一种方法的补充。

技术分析之所以落寞，其实也跟随机漫步理论有关，既然随机漫步认为，股市价格是有效的，价格走势充满随机性，那么价格预测自然也就不靠谱，任何一天上涨下跌的概率都是 50%，跟扔硬币差不多。作者认为，这种投资确实没什么可取之处，你 10 美元买入 11 美元卖出，24 美元买入，25 美元卖出，39 美元买入 40 美元卖出，看似你通过技术赚到了钱，但你忽略了一个事实，那就是股价已经大涨了 30 美元。所以这种方法，在能赚到钱的时候，会让你赚的很少，在该亏钱的时候，你也跑不了，那么我们到底该如何辨别价值，如何用第一种方法投资呢？咱们明天接着讲。

【3】投资最重要的事 3：长期持有为什么这么难？

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，投资中最重要的事，昨天我们说到了投资两种方法，一种是基本面分析，一个是技术趋势，技术趋势基本被作者否定了。他说现在技术分析只能成为基本面投资的辅助，而不能单独成为一个体系。那么似乎，投资的正确姿势就只剩下一个，就是以低于内在价值的价格买进。这就要求我们必须去懂得评估一个资产的内在价值。

价值投资也分为两块，一块是价值优先，也就是他们会强调在价格低于净资产的时候买入，强调的是绝对低价。还有一块是成长优先，他介于价值投资和技术分析带来的动量投资之间，目标是识别那些未来的伟大企业，它侧重于企业的潜力。所以其实真正的选择来自于现在的价值和未来的价值之间，成长赌的是未来，而价值则立足当下。巴菲特就完成了从绝对价值到成长的转变，他在伯克希尔纺织厂上吃了大亏之后，就开始关注未来的成长性。并形成了自己的理论体系。也就是说，巴菲特打破了价值和成长的界限，让他们融为一体。

作者举例，1968 年，他做资管业务的暑期工，当时银行采取漂亮 50 投资法，说的是对于那些长期收益增长稳定的蓝筹股，投资经理认为，股价高低并不重要，多贵都应该买入。因为

增长会化解一切。那会大家都在买 IBM，施乐，柯达，菲利普莫里斯，宝丽来，可口可乐，惠普，摩托罗拉等美国大公司的股票。但现在回过头去看，像柯达宝丽来已经被技术革命击垮，IBM 和施乐也因为行动迟缓被竞争者所冲击。所以当年最好的那一批公司，并没有一直成长下来，投资业绩更是不过如此。戴维斯解释，如果这一批公司的投资组合，拿到现在，也许真能跑赢市场，但是可能要走几十年的弯路，而最后跑赢市场，也仅仅是依靠，菲利普莫里斯这个烟草公司的贡献。这给我们一个提示，股票的投资是永续的，不像债券有期限，所以如果你对一个股票的判断是正确的话，他在后期确实可以极大的冲减你的高成本，像菲利普莫里斯就始终保持 2 位数的高速成长。他一家公司的奇迹，覆盖了其他公司糟糕的表现。而且越到后面表现的越厉害。就在 2019 年巴菲特致股东的信上，巴菲特也提到，美国运通一年就给伯克希尔贡献 12 亿美元的利润，而伯克希尔原来投资运通，一共才花了 13 亿美元。

但成长投资似乎更难，因为看穿未来，远比看穿价值难得多，因此成长投资的平均成功率要更低，不过幸运的是，一旦成功回报率会很高。甚至你投 50 个股票，有一个涨 50 倍，你其他的损失也就都背过来了。通常大家都用概率的方法去押注某一个行业，或者某一类公司。

另外，价值投资还有一道难关要过，那就是持有，即使你能够辨认价值，即使你能够在正确的时间点，以低估的价格买入进去，但这并不意味着你明天就会赚钱，甚至明年都未必能赚钱，你需要不断的坚持你的投资，让价值得以释放。格林布拉特也解释，根据他的理解，市场通常要 2-3 年的时间才能恢复正确。如果你在这期间，坚持每天看报纸，那么这日子可就相当难熬了，因为可能天天都会有负面消息出来吓唬你。

在西方投资界有句谚语，叫做过于超前与犯错通常很难区分，比如你认为股票价值 80 元，而价格只有 60，那么你就买进去了，但很不幸，他很快跌倒了 50 块钱，你怎么办？你会动摇吗？反正老齐是挺丧的，我看到的价值位经常被打穿。但好在我们比较有耐心，通常一只股票，除非他很快涨上去，否则我们一般会持有 3 年以上，作者也说，这个问题无解，世界顶尖的投资大师也会经常犯错，我们只能习惯他。

如果是一个商品，他会遵循供需关系，价格上涨，需求下降，相反价格下降，需求上升，但投资却刚好相反，价格上涨需求会暴增，价格下降，需求会降到冰点。所以当价格便宜的时候，一定是绝大多数人不喜欢他的时候，也是他负面缠身的时候。而当所有人都说他好的时候，其实不用算也知道，价格已经贵了。而如果你对股票的价值有深刻的认识，那么他 60 的时候你喜欢他，跌到 50 了你应该更加爱不释手。如果你没有这个感觉，说明你对价值的理解，并不深刻。总之记住一句话，估值正确却不坚定持有，用处不大，估价错误却坚定持有，那么后果会更糟。老齐深刻的体会了这句话，所以我自己想了个办法，那就是一半靠估值，一半靠市场，估值合理，也不要一把买入，而要一个月不创新低买一点。这就是防范 60 买完，突然大跌到 50，40 甚至 30 的情况，为自己的估值错误，留下弥补的空间。想学这个技术的人可以到知识星球齐俊杰的粉丝群，我们有专门的教程，这里就不啰嗦了。

一个成功地投资，不一定在于买好的，而在于要买得好，也就是说价值与价格之间的健康关系，是成功投资的核心，对于价值投资者来说，必须以价格为根本出发点，无论多好的资产，如果买进去价格过高，都会变成失败的投资，其实在我们之前讲查理芒格的智慧的时候我们也讲过，如果让你不看赔率的赌马，其实这很容易，找出一匹跑得快的马还不简单吗？如果不管价格，让你去投资，这就更简单了，找到一个最赚钱的公司一点都不困难。甚至想当然

就可以了，根本不用研究。但是如果叠加上价格这个维度很多人就彻底凌乱了。你认为好的，别人也认为好，价格早就高了。甚至透支了未来几年，甚至十几年。而你认为不好的，别人也认为不好，价格尽管很便宜，但也没人要。

那么其实问题来了，似乎应该在别人不看好，那些好公司的是买入。但问题是别人不看好这些好公司，一定是有理由的，肯定是爆发了负面，那么此时关键在于你怎么想，你的观点改变了没有？

比如作者举例，当时买入美国漂亮 50 的时候，这些公司的估值几乎都是 80-90 倍，显然增长是跟不上这么高估值的，所以价格显然已经极其高估了。而后来到了 80 年代初，这些公司估值跌到了 8-9 倍，这意味着 70 年代以来，买入最好的公司，也已经赔掉了 90%，此时悲观的气氛仍然笼罩美国，有人甚至认为通货膨胀会毁掉美国，美国已经完了。所以，即使漂亮 50 打 1 折甩卖，你也依然不敢买入。只有那些敢赌美国不完蛋的人，最后赚了大钱。格林布拉特就说，当市场出现短期波动的时候，重要的事情之一，就是要记住，市场终究会回归正常。

好的买入是成功卖出的一半，也就是说，如果你把买入作对了，其实投资也就基本立于不败之地了，而如果买入错了，那么怎么调整都是赔钱的。所以对于买入行为，必须慎之又慎。那些不知道该怎么卖股票的人，其实他们压根就不知道该怎么买股票。偶尔踩了狗屎运，买到一个好股票，也不一定能赚到钱。

很多人都在试图去研究财务，分析财报，然后以为就弄明白了公司的基本面，但这其实是远远不够的，大多数情况下，一个股票还有两个方面的重要因素，一个是心里，一个是技术。

有人说前面不是说技术没用吗？大多数情况下，技术确实是无用的，但在崩盘的时候，或者是杠杆断裂大量资金被迫卖出的时候，市场就会被技术面所接管，这也就是老齐所说的，牛市顶部和熊市初期，技术面会起到决定作用。作者说再没有比在崩盘期间，从不顾价格必须卖出的人手上接走股票，更好的事情了。最好的交易，通常都是这个时候完成的。判断市场慌不择路，很困难吗？其实并不困难，要比判断一个公司的价值简单的多。比如 2018 年的 11 月之后，就属于这种情况。大家对于经济，对于股市已经越来越没信心，此时正是我们出手收集筹码的最好时机，这时候其实根本不用做基本面分析，就知道整个市场已经绝对低估了。那时候除了茅台平安等几只机构扎堆的股票之外，其他的都已经很便宜了。还有一个迹象更明显，也不用分析基本面就能确定低估了，咱们明天接着讲

【4】投资最重要的事 4：我们要买入将来会被别人喜欢的股票

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，投资中最重要的事，昨天我们说到了，在别人不得不被动大量卖出的时候，其实无需研究基本面，就已经知道是低估了。还有一种情况更好，那就是一些公司爆出负面消息，价格大幅暴跌，一个月不创新低之后，通常就是机会。比如 2018 年康美药业从 21 跌倒了 5 块，之后一个月涨了一倍，很快就反弹过了 10 块钱。所以这种机会千载难逢。我们只要判断负面消息不影响公司经营，就应该果断买入，什么负面不影响经营呢？比如披露违规，股权之争，商誉减值，那么什么情况又是影响经营呢？比如业绩造假，资产转让，市场份额下降。遇到这样的情景，就不要追入。

当然如果这些你都听不懂,还有个更简单的方法是,等待股灾的发生,发生股灾后一个月,基本上遍地是便宜货,你也不需要研究基本面,买入指数就已经可以发大财了。格林不拉特解释,在投资中最难的学科不是会计,也不是经济和金融,而是心理,当你洞悉市场的心里变化之后,其实可以省去很多没必要的工作。就比如在牛市后期,还有研究基本面,做财务分析的必要吗?显然买什么都贵了。而在熊市末期,也同样没有必要分析,买入指数,赌国家不完蛋,股市不完蛋就好。把这个问题想明白了,投资就变得很容易了。

投资就是一场人气竞赛,在人气最旺盛的时候,就是买进最危险的地方,在那个时候一切利好因素和观点,都被计入到了价格之中,而且再也不会会有新的买家出现。

作者解释,在 1960 年投资漂亮 50,99 年买入互联网股票,2006 年投资次贷工具,当时市场上都有一种说法叫做找不到缺点,所有人都会告诉你,投资这些东西是无懈可击的,是完美的,但是完美恰恰是致命伤,投资市场上没有什么是完美的,当一切完美的时候,价格一定是极度危险的。如果辩证来看,有缺点的东西,才有投资的价值。而没有缺点,人人都看好的东西,一定是一个坑。也正是因为此,在 2016 年以后,老齐开始极度看空房地产,这里面必然会是一个万人坑。当所有人都想着买房的时候,说明房子早就进入了博傻阶段。自己买来住,那叫迫不得已,而如果投资,早就没有了空间。所以我们必须要改变思路,我们要买入的,一定是将来会被别人喜欢的股票,而卖掉现在正在被别人喜欢的资产。

之前有个段子,说一个和尚到股市,看见大家都在往外拼命的卖股票,和尚大发慈悲,说我不入地狱谁入地狱,他接下来股民手中的股票。过一阵和尚又路过股市,发现这些股民又在抢着购买了,和尚善心再次发作,说我不施舍谁施舍!和尚最后自己都纳闷,明明想的是渡人,怎么老是赚钱呢?老齐想到的是,这就跟天龙八部里写的一样,最厉害的武功不是少林 72 绝技,也不是降龙十八掌,而是佛法!眼中只有武功而没有佛法,最终只能走火入魔。

作者特别提到,如果你不能通过心理因素,来调节自己的意识,那么即使你能够熟练掌握财务技术,精准把握公司价值,也不会有什么太多的作用,因为总会有意外因素出现,扰乱你的价值判断。这点老齐也是深有体会,我认识几个金融公司的 CFO 也就是财务总监,按理说这些人都是财务的高手,都是自己能够调整报表的,很多人还是从四大会计师事务所出来的,但投资做的也是一塌糊涂,用他们的话说,财务真的很简单,报表就那么点东西,但是一叠加价格,自己就完全懵逼了。不知道该怎么去估值。而且他其实自己就在变,在牛市里他更乐观,而在熊市里他的分析则更悲观。所以乐观的时候,总认为价格还能上涨,悲观的时候却觉得,还没到最坏的时候。格林布拉特就说,大家总是被近期的表现所吸引,从而改变了世界观和价值观。比如郁金香泡沫,大家说郁金香美丽而罕见,99 年说互联网将改变世界,2007 年觉得房地产能抵御通胀,而且可以永久居住。直到泡沫破裂了,我们才知道,这原来都是一场游戏一场梦。

股价怎么才算到顶?就是当最后一个人坚持不住,买入之后,股价就算到顶。到顶的时候,股价通常早已经和基本面无关,属于纯粹的博傻行为。但价值只是暂时不发挥作用,他终究要发挥作用的。击鼓传花接最后一棒的,将承担全部的损失。其他的人也不必庆幸,这就是一个赌场游戏,十赌九输,栽在博傻上面只是迟早的事情,如果你说你还没失手过,那可能你玩的还不够久。

总之，依靠价值获得的收益是最可靠的，而价值之外的泡沫，只能说，有更好，没有！或者难以把握，那也不要强求。

对于一个股票未来的业绩增长，即使卓越的投资者，也很难去把握，每个人都想找到一个出高价的买家，但是你不能指望，这样的买家每次都会出现，换句话说，只要资产进入了博傻阶段，我们就应该十分警惕，后面的傻瓜说没就没。所以作者的观点是，与其去追求高价卖出，还不如去抓住低价买入。这才是投资的真谛，是最可靠的赚钱方法。是完全自己可以把握的东西，低价买入之后，等市场价格恢复有效，然后卖出。当然有卖高价的机会肯定更好，但你不能完全指望每次都有疯牛出现。

老齐多说一句，大家可能觉得这是废话，但是这里面的智慧，也许等你做了 10 年投资之后，才会逐渐感悟到，这句话告诉我们，投资不是什么时间都可以做的，不能说你想投资了，第二天就去买进，就跟打猎一样，你不能随便开一枪，就企图打到猎物，这是不现实的，我们需要准备，观察，潜伏，瞄准，最后才是射击。所以老齐总是说，相比于牛市来说，我更喜欢熊市，因为熊市里才有开枪的机会。熊市里布局好了，无论有没有牛市，其实收益都不会差。如果你错过了熊市，也就错过了春种，那么无论有没有牛市，你都会显得十分纠结。平常不敢买，等到牛市出现了，敢买了，但买进去就是坑。

说到投资就不能不提风险，应对风险是不可避免的，这里面有三个步骤，第一是理解风险，第二是识别风险，第三是控制风险。在我们每一次投资的时候，都要对风险进行评估，作者提出一个，风险调整后的收益的概念。

在投资市场上有一条直线，叫做资本市场线，纵坐标是收益，横坐标是风险，风险越大收益越大，但是这种简单的理论显然不足以应对复杂多变的投资市场，甚至得到完全错误的结论，比如在经济繁荣时期，很多人会说，我要承担高风险，希望得到高收益。但是这是不可能的，道理很简单，如果高风险一定产生高收益，那它就不是高风险了。所以承担高风险有两个结果，一个是产生高收益，另一个是产生更大的亏损，而到底是哪个结果？随着市场环境不同，概率会不停地变化，比如在熊市底部，高风险几乎 100%带来高收益，但在牛市顶部，高风险，100%带来巨额亏损。

我们知道预期收益率=概率 x 利润，如果概率大幅变化了，结果自然也会出现巨大的偏差。而真正的风险和收益曲线则是相当复杂的，每一个收益点所对的风险位置都不固定。

金融理论一般认为，风险等于波动性，但是作者并不认同，他认为还有一种风险是造成资本永久损失的风险，这个风险是唯一需要担心的。作者强调，最危险的投资状态，通常源于过于乐观的心里，因此，损失的发生，未必源于基本面的恶化，基本面如果恶化了，我们只需要下调投资者的预期就可以避免，换句话说，经济形势不好，如果你还必须要求每年 15% 的投资回报，这才是最大的风险之源。多说一句，一切不切实际的收益回报，必将让投资者付出惨痛的代价，老话讲，尿多少尿活多少泥，自己几斤几两，心里应该有个数，很多小白投资者口特别正，说我进股市，怎么也得每年 15% 吧，要知道股市是 7 赔 2 平 1 赚地方，也就是说能赚钱的加在一起才有 10% 的人不到，您啥也不会，没学历，没文化，也没有信息优势，上来就要 15% 的年化收益怎么可能？老齐可以肯定的告诉大家，拿到 15% 年化平均收益的人，连万分之一都不到。所以大家应该想想，你凭什么？就凭在老齐这里交了一年 200 块钱，还有一搭无一搭的听两耳朵书，对不起臣妾真的做不到。所以大家要摆正心态。老齐的

目标是尽量先让大家赚钱，其中再有 10% 的人，拿到市场平均回报，这就算功德无量了。至于年化 15% 的，能教出 1-2 个，都算谢天谢地了。因为我自己也不敢说，长年下来能保证这个水平。明天我们继续来讲风险，看如何规避投资中的各种风险。明天见。

【5】投资最重要的事 5：极低的概率会影响到你的大部分投资

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投资中最重要的事，昨天我们说到了风险，很多风险都是因为不切实际的收益幻想而带来的，比如你要稳定的年化 10%，那么最后就肯定被 P2P 骗走了所有的钱财。如果你的预期收益是合理的 5%，做点债券，根本就不费力气。也不用担心损失。我们经常说，有的资产收益高，其实高出来的那一部分，就是风险补偿，比如信托 8%，要比国债高出 4% 的收益，这 4% 就是你得承担它万一收不回来的风险。

很多人都曾经试图计算风险，但是格雷厄姆在证券分析里就明确说了，不同投资发生损失的风险很不确定，很容易发生变动，所以没办法用公式表述，而且风险还有欺骗性，经常发生黑天鹅事件，也就是那些我们不可预知的损失。

尽管这么困难，投资界也还是开发了很多指标，来反映风险，比如夏普比率，他就是投资组合的超额收益，与收益标准差之间的比率。他反应的是，每增加一个标准差的风险，能获得多少收益。如果两个资产组合相比较，很显然夏普比率高的，要好于夏普比率低的，承担同样的风险，肯定收益越多越好。

但是，这东西也有问题，比如随机漫步的傻瓜的作者塔勒布就说，繁荣的时候，承担最高风险的人，获得了最好的收益，但他们只能算是幸运的傻瓜。所以成功地投资并不意味着没有风险，他也许只是幸运的没赶上风险爆发。对于这些侥幸的成功者来说，除非他们马上收手不干，否则他们下一次遭遇损失的风险，要比一般人大得多。因为他们很可能把错误的方法，当成了正确的，把幸运当成了必然。举个简单的例子，酒后驾车，不但没有发生危险，还一路绿灯，于是他就本能的认为，酒后驾车能带来好运。那么他这么搞下去，未来会意味着什么，想必大家都清楚。

格林布拉特提醒，在考虑投资组合的时候要牢记，极低的概率会影响到你的大部分投资，换句话说，跟交通意外一样，大部分人都是死在了没想到这三个字上。在黑天鹅里面我们简单提到了正态分布，举个不恰当的例子，中国足球碰韩国必败，已经 20 年如一日的输球了，所以你觉得顶多打平，然后就去下重注买彩票，结果没想到前年的 12 强赛上，中国竟然破天荒的在正赛里赢了韩国，也许这一次就会让你输的很惨。甚至输掉以前全部的收益。

所以，投资不是简单的收益比赛，谁的收益好，谁就牛逼，这其中可能很多风险因素并未现象，比如麦道夫一直被称为大师，因为他的收益一直很稳定，但后来次贷危机爆发才知道，这根本就是个老骗子。我们在考虑一项投资的时候也要多想想风险，不能总是想着吃肉，一定先想想挨打的事，多想想一旦你判断错了，你如何补救。这其实才是投资的真谛，也就是无论发生什么事情，我都有应对，都能实现超越市场的表现。这时候我们才能说，这是一个成功地投资。

一个能经受住 99% 的考验的投资组合能算是好的组合吗？也许他会因为另外的 1% 而垮掉，

比如当年的长期资本，他们遭遇到的黑天鹅概率只有万分之一，结果全明星诺奖经济学家团队，还是崩溃了，差点把华尔街都带到坑里。所以我们不要总是太激进，就好比资产组合来说，有人觉得全仓干股票，肯定收益最高，但是下跌怎么办呢？十几年大熊市又怎么办呢？这种风险你考虑过吗？所以老齐一直建议大家，无论在什么情况下，都要留有 4-5 成的债券，这样做的目的就是以防万一。手有余粮心中不慌，不去赚那最高的 2-3% 的年化收益，给自己留一个安全边际。

做投资一定要多想想最坏的情况，把最坏的情况想明白了，其他的事情你就都可以接受了，但即便这样，我们有时候还是会漏算很多东西。我们测算的最坏的情况，往往只是我们见过的，而没有见过的最坏的情况，你是无法想象的，比如 2007 年的次贷危机，很多人根本就没有见过，所以自然也就无从预防。

那么如何识别风险呢？其实最简单的一点就是，高风险一定伴随高价格出现，而高价格一定是买家蜂拥而至导致的，所以被过度看好，往往是风险的来源。作者就讲最大的风险并不是来自于低质量和高波动，而是来自于买价过高，这并不是假想的风险而是现实。戴维斯也承认，买价过高不但加大了风险，还降低了预期收益。

在投资市场上，无论何种资产，这点尤为明显，总是在牛市走过一半之后，大家才去纷纷拥抱风险，愿意做高风险投资，他们虽然说的是高风险高回报，而其实内心的独白只有高回报，而已经看不见风险了。比如 2018 年初期的大盘蓝筹股，那时候大家都觉得这是中国的漂亮 50 开始了，结果却很快被打回原形。有的股票一年就腰斩了。

风险的容忍度是成功投资的最大敌人，当你发现已经不再担心风险了，那么就会去追高价格，从而高位接盘，成为韭菜，普遍相信没有风险本身就是最大的风险，那么你赶紧想想，在你的意识里什么投资没有风险呢？存银行没风险，买国债没风险，错了！通胀的风险就是绝对的风险，当你接受存银行吃利息的时候，其实你的钱就是在一点一点的贬值的。还有什么没风险，可能中国的老百姓会说，买房子没风险，但是其实买房现在才是最大的风险。道理很明显，20 万亿的钞票，对应 450 万亿的市值，注定只有 5% 的人可以从楼市里套现离场。其他 95% 的人一辈子也别想看见回头钱。

作者说，在他的职业生涯里，只要一看到，风险被消除，周期不存在了，经济规律已经不起作用，这种观点一出现，他就已经知道，一场巨大的风暴就要来了。所以风险这个东西，我们不用去具体的研究，因为就像格雷厄姆说的，没有公式可以计算。但是他又非常好辨认，人的情绪就是风险的照妖镜，当大家认为风险巨大的时候，其实风险已经不存在了，当人们普遍认为，风险被消除，甚至没有风险的时候。那么此时的风险已经相当大了。所以要做什么投资的时候，先用情绪这面照妖镜照照看，看看你周边的人怎么想，如果大家都说能买，那么你要小心一点，如果都告诉你，这玩意肯定不能投资，那么从长期看，也许他真是个不错的投资。

请注意，风险只会被隐藏，而不会消失，任何对冲工具，任何金融产品，只能掩盖风险或者将风险延后，比如次贷工具，过多的资产证券化，看似分散了风险，但其实这只是把风险延后了，用一个更大的雷，来化解眼前的风险。而等到他爆炸的时候，就是一次核爆。

作者讲，投资者过度使用杠杆，就是他们担心太少，相信太多的证明，承担的风险太多，最后就必然带来损失，从这个意义来说，你就能理解，为什么国家要倡导去杠杆了，但是结果企业端下降的杠杆，都成倍的加在了居民端，换句话说就是让傻老百姓，用他们一辈子的血汗钱来接盘，然后我们还喊出房住不炒，这就是先留个退路，以后真爆发危机了，你别怪我，我早就告诉你别炒房了！是你自己不听话。所以楼市这个事现在应该这么看，从宏观角度来说，国家已经关注到了楼市的风险，正在竭尽所能规避风险，那么未来金融风险爆发在宏观领域的可能性就不大了。相反，老百姓没有这个觉悟，最近 5 年居民杠杆率上升了 20%，他们藐视风险，愿意承担更多的风险，最后一定是居民端来承担所有损失。这话说早了不值钱，到时候看结果吧。

风险在利率上也能体现，比如 10 年期国债利率要比 5 年期的更高，因为投资者会担心更多的购买力风险，而企业债的利率也会比国债更高，大家会担心企业还不起钱，所以多出去的点都是风险补偿。所以你在买高收益债的时候，其实就是承担了更多的风险，而这些风险有可能让你的投资受损。所以绝不是利率越高越好。有人以为固收就是固定收益，是百分百还本付息，那就大错特错了，那些高利息的 P2P，还有信托，有的根本就是庞氏骗局，不合理的高固收，风险要比股市大的多。最后很多人也是自酿苦果，这种庞氏骗局，总有玩不下去的一天，那么对于投资人来说就是本息全无，无论你之前赚了多少钱，只要本金没出来，也就意味着 100% 的损失。之前按期还款，也不代表他之后不会卷款跑路，所以要投固收的朋友应该长点心了，一切不切实际的幻想，只追求高收益，是完全错误的。明天我们再来看看股市和楼市的风险问题。

【6】投资最重要的事 6：情绪是面照妖镜

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，投资最重要的事，昨天说到了风险，固收的利率越高，也就意味着风险越大，那么股市呢？标普 500 的历史收益率是 10%，是唯一能跑赢通胀的投资资产。如果某一年，国债的收益率超过 10% 了，那么傻子才会愿意去做股票。你别笑，在历史上无论是中国还是美国，都出现了这种情况，美国 70 年代的国债收益率甚至高达 13%，而我们国家 90 年代的存款利率高达过 14%，当时为了抑制通货膨胀，所以猛烈加息，结果就是股市惨淡。但其实，也就是这个时候，股市隐藏的风险最小，未来的收益最大。美国 80 年代初买股票，或者 90 年代买 A 股，你拿到现在，基本都得有上百倍的收益了。而你拿 10% 的债券，即便一直拿到现在也不过 17 倍收益。

所以，这就是我们之前说的，风险有两面性，而情绪是照妖镜，一旦大家都认为债券最好，那么债券恐怕就未必会好，大家认为，股市垃圾，傻子才投股市，那么最后回过头会发现，这竟然是一个发大财的机会。

另外，人们总是过高的估计自己的抗风险能力，这也是风险的一部分，总觉得我能承担 50% 的损失，但其实市场波动 15%，他就已经受不了了。盲目对自己乐观，让他不知不觉接受了超出自己承受能力的高风险。

随着投资者蜂拥而至，太高资产价格，会让本应该出现在未来的资产升值，发生在当下，这就形成了价格透支，那么未来的收益也就会因此降低，甚至极端情况下会出现负收益，也就是未来 10 几年甚至 20 几年，你都不太可能通过收益，获得这么高的股价了，比如现在的房子就是这样，有的地方房子的租金只有房屋总价的 1%，换句话说这套房子租 100 年才能收

回房价，而房子 50 年不塌就算奇迹了，这样的情况下，竟然还有很多人要去买房，是不是很傻呢？他们想的是房租每年还会涨，但其实即便按照 5% 的贴现率去算，也大概需要 37 年才能收回房价。

注意市场不是一个静态场所，他不是客观存在的，他是主观的，怎么理解，就是说他受到投资者自身行为的反作用，大家都在规避风险的时候，反而增加了高风险资产的预期收益水平。作者称之为风险的反常性，在现实中，只要听到任何价格我都不会买入，现在风险太大了，这句话，就证明这可能是一个千载难逢的好机会。当所有人都不愿意购买的时候，其实风险早已经被消除在了价格里，相反当所有人都觉得漂亮 50 没有风险的时候，认为增长将化解一切，那么此时这个东西将变成风险最高的资产，甚至比赌博的风险还大。因为几乎是只输不赢。

有人听到这可能开始懵逼了，觉得说了这么多废话，关键是我们有时候并不能确定他人的想法，有人看多也有人看空，这才是常态。这时候风险该怎么衡量呢？还记得我们之前讲过的吗？在没有形成市场共识之前，市场基本处于均衡有效状态，价格包括一切，所以此时的价格是有效的，你无论怎么分析，也不太可能战胜市场，此时你的操作很简单，就是加入市场。与市场共舞。但此时你加入只能获得市场的平均收益，就不要妄想超额收益了。如果想获得超额收益，那就需要持续等待，等到市场出现一致性悲观预期的时候，这时候买入，才有超额收益。老齐再梳理下，一致看多，说明该离场了，一致看空，说明该买入了，而有分歧的时候，此时应该降低你自己的预期，要么加入其中获取平均收益，要么继续等待更好机会出现。这就是风险管理的最简单方法。

所以大家一定要记住，好公司不见得是好股票，有的公司确实伟大，但由于价格过高，可能也会成为你最失败的投资。甚至为你带来巨大的风险。

下面我们看如何控制风险，作者说杰出的投资者之所以杰出，并非是他们创造了多少收益，而是因为他们创造同样收益的时候，将风险控制在最小的范围。在投资圈，专业的评估，都是以单位风险的收益作为衡量标准的，也就是之前我们说的夏普比率，只有外行媒体，才会天天用收益去诱惑普通的投资者，最极端的例子就是，双色球中了 500 万，这种东西是媒体最爱报道的，但是你会认为，中彩票的是投资大师吗？你会觉得他就是狗屎运，确实如此，其实在投资中也这样，大部分人业绩好，也是狗屎运。真正能够穿越周期的那些投资大师，他们绝对不是牛股买的最多，甚至巴菲特这样的，还擦肩而过微软这个大牛股，成为业界笑柄，但是并不妨碍他几十年如一日的成为股神。重点就在于，他们几乎没有受过重伤。也就是说他们的风险控制能力，才是核心。在读滚雪球的时候我们说过，1999 年有普通的散户在报纸上叫板巴菲特，公开了自己的组合，让巴菲特跟他学学怎么做股票，显然他的业绩在这几年确实要远远超越巴菲特，但是后来呢，互联网泡沫一破灭，这些人就赔的倾家荡产。很多都直接跌去 8 成。而巴菲特的组合依然上涨。这才是真正的差距。

风险的解释是发生损失的可能性，就好比疾病是细菌入侵引起的，细菌本身不是疾病，所以同样的风险不一定就带来损失，风险只有碰上特殊的环境才会形成损失，反过来，即便没有发生损失，那么风险其实也一直都存在。他只是没有爆发而已。我们要控制风险，就要主动的进行，而不是撞大运，比如我们做的股债均配，其实就是一种风险控制的手段，但在繁荣期，大牛市里，很多人认为这是脱了裤子放屁多此一举，哪有风险？你的债券没起到任何作用，还拉低了我的收益。显然这种喷子，一定以为看不见风险，就是没有风险。而一旦当市

场开始下跌了。股债均配就会让组合的亏损降低一半还要多。所以股债均配的作用就是，在上升过程之中，我跟上 52% 的收益，下跌过程中我只亏小一半（债券部分正收益），比如满仓干，今年赚 1 倍，明年亏一半，1 万块钱投入，明年回到了原点，而股债均配就是今年赚 52%，明年亏 23%（股票部分亏 50%，相当于总资产的 25%，债券部分赚 4%，相当于总资产的 2%，总资产亏 23%），1 万投入，明年市值是 11704 元，另外，还保持一个底部抄底的资金量。那么这个组合在相同收益下的风险肯定是最底的。单位风险中取得的收益肯定也是最高的。单看某一年，他的业绩没准非常的菜，但是如果放在一个大周期下去考量，他会像一个长跑选手一样，慢慢的超越那些短跑选手。所以其实股债均配，一点都不慢，长期看效果比你满仓股票还要好。

控制风险，只能通过降低收益来完成，也可能在一段时间内，并未发生风险，但是这就相当于保险一样，你不能说今年我没撞车，车险就白上了。一旦撞车你再上保险就晚了。很多人就是没有买保险，一直就这么猛冲猛撞，一段时间风光无限，但一个突如其来的灾难，让他车毁人亡。我想这肯定不是投资的目的。

承担风险，也要更加聪明，什么意思，就好比在股市的底部，当所有人都看空市场的时候，此时我们知道，风险已经在低迷的价格中消化了，此时我们可以少交点保费，也就是少配置点债券，3 成到 4 成足以，多拿一点股票仓位。相反当股市都涨过了 5000 点，人民日报都在喊牛市的起点，还号召大家拿着党章冲进股市，这时候我们就得多交点保险费了。甚至交 80% 保费都不过分。所以在资产的不同价格阶段，我们的配置也应该根据不同的风险状况而调整。当然如果你无法辨别，那么中庸之道就是股债均配，甚至债 5 股 4 商品 1，这样没有超额收益，也永远不会犯错。

老齐始终建议，大家在债券和股票之间进行配比，尽量不要只押注一种资产，也就是说最乐观的底部也不要全买股票，最悲观的顶部也不要全卖出只留债券，你如果规避了风险，那么也就自然规避了收益。万一犯错，也是挺让人难受的一件事情。作者也说风险控制不是风险规避，适合就好，让自己留有余地，而不要完全消灭风险。说完了风险，明天我们就来聊聊周期，明天见。

【7】投资最重要的事 7：牛市一般会分为三个阶段

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，投资最重要的事，今天我们来讲周期，作者霍华德马克思刚写了一本书就叫周期，回头我们也会读，让我们先来看看他在这本之前的书里是怎么描述的。作者说，周期至关重要，在投资界中时间越长，就对周期越是重视。我们虽然不能预测将发生什么，但我们却可以做好准备。他还提出了两个法则，法则 1，多数事物都是有周期性的，法则 2，当别人忘记法则 1 的时候，重大的盈亏机会也就到来了。

什么意思，老齐给您解释一下，就是说我们现实中，未来是不确定的，有把握的东西非常的少，所以在通常情况下判断市场是徒劳的，也不会有确定性的机会，但是总体上来说，市场投资还是有规律可循的，唯有这一条是不变的，有的规律他只是暂时不出现，但在某一时刻他一定会出现，当人们漠视规律的时候，那么投资的巨大机会也就出现了。

事物发展很少是一条直线，基本都是有进有退，有盛有衰，盛极而衰，否极泰来这本身就是

亘古不变的规律，在经济上我们可以称之为周期。只要有人参与的地方，周期性就会更加明显。自然科学可以有匀速运动，但人文科学领域，一定不存在这种运动轨迹。原因就是人的情绪是善变的，缺乏稳定性的。

在经济上，特别值得一提的是信贷周期，它具有必然性，极端波动性，也具有为适应他的投资者创造机会的能力，简单的逻辑是这样的，经济繁荣，然后资金提供者增多，坏消息极少，信用风险看起来越来越小，再然后风险规避的心态和措施消失，大家开始急功近利，接着金融机构扩大业务，加更大的杠杆，提供更多的资金，最终把钱借给了那些没有还款能力的人，经济学人杂志说过一句经典的话，最坏的贷款一定出现在最好的时候。至此信贷周期走到繁荣的顶点。

接下来麻烦就出现了，损失开始出现甚至越来越多，然后大家信心丧失，风险规避开始增加，信用利率逐渐提升。大家都开始小心了，就会降低资本总量，越来越少的资金流入，支撑不起原来的信用总量。这时候只有最好资质的企业可以获得贷款，企业越是拿不到钱，就会破产越严重，这一过程导致了经济加速萎缩。所有的资产将变得极其便宜，这时候一些胆子大的资本开始逆向投资，博取确定性的高收益，这样从而推动经济复苏。

周期是具有自我修正能力的，信贷周期可以通过上述过程来进行波动，格林布拉特说，了解这个周期性规律，并坚信他会自我修正，可以有助于我们在市场暴跌后，始终保持乐观的情绪。事实上周期永远不会停止，也许哪天所有的交易都由数据算法完成了，散户个人投资被判定为非法操作的时候，周期也许才会到头，但现在还看不到这一天的存在。

每隔 10 年，就会有一次自我疯狂，人们总是会断言周期就此结束，繁荣讲永远滚滚向前，在这个时候你如果提到风险，那么一定是不合时宜的。也是不被认可的，但此时其实才是离场的最佳时机。所以，当市场投资者疯狂的时候，认为某种投资不受周期影响的时候，那么距离灾难也就不远了，现在的中国，起码很多人认为，房子是没有周期的，北上广深的房子是永远涨价的。大家一定要记住这一幕，几十年之后，他一定会被钉在耻辱柱上。成为后代的笑柄。

无视周期的推算未来趋势，是投资者所做的最危险，也是最愚蠢的事情之一，大家总是希望一个企业始终好下去，一种资产永远涨下去，但是这是绝对不可能的。当所有人形成一致性预期的时候，也就是趋势该反转的时候。所以从这点来看，真正的投资大师，他们一定是孤独的，因为他们总与民意反向而行。别人都在买的时候，他们要当逃兵，被人笑话少赚了多少个亿，而在别人都卖的时候，他们要率先出手接盘，又会被人讽刺，脑子有病。所以投资不是娱乐，更不是求同存异的地方，在投资的领域里当好人和赚钱是两个不同的角色，没有交集，你要想当好人，就做好赔钱的准备，而你要想赚钱，就得勇于去当别人眼中的傻子。

作者说，通常你认为可以永久增长的东西，都会回归到平均值。周期是永远不会中断的，但是郁闷的是，我们并不知道他什么时候发生逆转。

证券市场上还有一种意识叫做钟摆意识，钟摆几乎始终在朝着或者背离弧线的端点摆动，只要接近端点了，他就必然会折返，越接近端点，他回摆的动力就会越大。那么投资市场的钟摆意识怎么理解呢，说白了两个端点就是兴奋和沮丧。我们的情绪始终在这两个端点之间摆动。

金融理论很大程度上,是建立在投资者的风险规避本能基础上的,也就是说大家不喜欢风险,如果你让他承担风险,必须要给他更大的收益去贿赂他,所以对待风险的态度,就是钟摆运动的动力,我们会在两个极端产生贪婪和恐惧的情绪,在 2007 年,所有风险都被抛诸脑后,当时大家根本不担心风险,只害怕自己错失机会,大家害怕别人买了而自己没买,财富被别人所超越,在这种情绪的作用下,所有人根本不管风险,不看价格,不管任何基本面,就是一个字干。随后危机爆发,大家如惊弓之鸟,又开始转而担心世界毁灭,陷入永久的大萧条,纷纷抛售,哪怕有一点风险也不愿意再持有。这让很多股票,都因为大量抛售,而极具投资价值。卡拉曼甚至称那段时间为无风险收益。

作者说,有位高人点播他,说牛市一般分三个阶段,1 是少数有远见的人相信一切安好,2 是大多数人意识到牛市已经发生。3 是所有人断言一切将更好。而熊市也有三个阶段,1 是少数善于思考的人觉得并不称心如意。2 是大多数投资者意识到事情恶化,3 是人人相信未来会更糟,这本身就是一个钟摆摆动的过程。

所以很多人都在找市场投资的黄金指标,但殊不知,自己所在的群体意志就是市场的黄金指标,你看不见他,是因为你本身就站在这个群体里面,受到这个群体的意识影响。

另外,还要注意,钟摆接近末端的速度,远没有摆回的速度更快,举个例子就像吹气球,你吹一个球永远没有气球放气的速度更快。所以爬坡的过程,越到后面越是艰难,但一旦逆转,速度会非常的快,甚至会水银泻地一样。我们虽然不能肯定他回摆的时机,但是却可以肯定,那些相信钟摆一直朝一个方向运动的人会损失惨重。

不过,很多人也比较疑惑,人都是有负面消极情绪的,这个问题又该怎么破呢?这其实就是人性,作者说,心理作用对投资者有着巨大的影响,大多数的崩溃都是先从心里崩溃开始的,而负面情绪有这么几个。

第一,侵蚀投资者成就的情感是对金钱的渴望,尤其是当渴望变成贪婪的时候,就更加的危险。所谓贪婪就是不计后果的追逐利益,老齐讲,当你已经不考虑风险,光想到赚钱的时候,其实已经发生了贪婪。

第二,有贪婪就必有恐惧,恐惧不是正常的风险规避,他是一种对待风险的过度反应,或者说他更像是恐慌。慌得已经无所适从,不能思考。

第三放弃逻辑,不相信规律,查理芒格就说过,自欺欺人是最简单,因为每个人都只相信他自己希望的,而他所希望的通常跟他的状态有关,持仓就会看涨,空仓就会看跌。投资的过程中,必须时刻保持怀疑的心态,怀疑不足就会出现亏损,我们不妨多问自己一个问题,我的对手盘,他在怎么思考。

第四个错误思想是从众,这就不说了,大众一定是投资市场里失败的对象,因为一定是少数人赚多数人的钱。绝没有反过来的可能。

第五个心理是妒忌,妒忌甚至比贪婪还可怕,这是天性中最弱智的一点,投资者大多数都难以忍受别人比自己赚钱多这个事实,比如老齐问很多人,为什么还要投资买房,他们的回

答就是，其他人都买了，这已经从贪婪变成了妒忌，他无法忍受别人都在房子上赚钱的这个事实，所以别的钱都可以不赚，也要买房。

第六个心里是自负，这又怎么理解呢？咱们明天接着讲。

【8】投资最重要的事 8：如何才能战胜自己！做到逆向投资？

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，投资最重要的事，昨天我们讲到了心里的负面情绪，分别是贪婪，恐惧，放弃逻辑，从众，嫉妒，还有第六个那就是自负，当投资者在一个阶段取得不错的业绩表现之后，就会倾向于认为这是自己英明神武，把巧合当成必然，发现一只兔子撞死在了木桩上，然后就一直守着木桩，以为这样就可以抓到更多的兔子。自负就容易过于乐观，从而形成巨大的误判，而真正成功地投资者，往往都是谦卑的，都是对市场有一颗敬畏之心的。这其实跟做人是一个道理，你老想着人定胜天，结果就会带来报应。

总之一定要记住，巨大的市场亏损，很多都是源于心里的偏差，而不是简单的分析失误。作者举了个 99 年以前的例子，那时候科技股涨疯了，市场也是每年都有上涨，越是没有经验的年轻人，赚到的钱也就越多，但显然他们的成功只是因为赶上了非理性繁荣，而不是因为他们聪明绝顶。当他们越来越享受资本市场和科技股带来的好处的时候，就本能的产生了贪婪，自负等负面情绪，于是投入到这上面的钱也就越来越多，结果 2000 年以后互联网泡沫破灭了，很多股票都跌去了 90% 多，这些人的财富损失殆尽。所以这看起来十分像是一次诱杀，先诱惑，再屠杀。而事实上，每一次牛市都是一次诱杀，韭菜们都是心甘情愿把自己的钱送出去的。

避免损失的方法其实也很简单，就是拒绝跟风，但这只是说的简单，做起来却很困难。起码一个正常人是做不到的，如果你要克服这些情绪，就必须有知识，有经历，举个例子在古代大家一看到天狗吃月亮就惊慌无比，认为要有灾难降临人间，而现在连小孩都知道这叫做月食，没什么好怕好担心的。所以显然这是知识改变了我们的心态。为什么巴菲特这样的大师总能抄底，一定是他比你知道的更多，经历的更多也看到的更多。直到现在巴菲特也还蜗居在奥马哈，他根本不屑与纽约那些金融家们为伍。那样反而会干扰他的逻辑。

作者告诉大家，要提高投资中的胜算，1 要对内在价值有坚定的认识，这对于个股来说确实很难判断，但对于全市场，或者某种资产来说，并不苦难。2 要在价格偏离价格的时候，坚持做该做的事，也就是低估就买，高估就卖，别被情绪左右。3 在貌似自己犯错的时候，愿意承担这样的结果，比如大家都知道，老齐看空房产 2016 年卖掉了房子，以后房子再涨价，这个结果我愿意承担，我也不打算以后再在房子上赚钱。你们赚你们的，我一点不眼红。

在别人沮丧的抛售时买进，在别人兴奋地买进时抛售，都需要很大的勇气，但他能带来最大的收益，这话听着耳熟吗？这是邓普顿爵士说的，我们之前讲邓普顿教您逆向投资的时候，多次提到。作者说，大多数投资者只是趋势跟踪者，而杰出的投资者则刚好相反，而巴菲特的解释是，别人对自己的事务越不慎重，我们就应该越谨慎。

其实大家都知道逆向投资才是投资的精髓，但是问题是臣妾做不到啊，在被舆论裹挟的时候，你很难去做到反向而行，会被吐么星子喷死。就拿 2018 年来说，年初我们告诉大家蓝筹的

风险巨大，那时候就有人喷我们少忽悠人了，中国版漂亮 50 开始了，到了年中，我们说返回蓝筹，并继续定投创业板，同时拿回债券的仓位，有一大堆人在公众号后台骂我，说股市没希望了，现在去投股市是脑子有病。在 2019 年 1 月，业绩大面积暴雷，大家纷纷缴枪投降的时候，我们再次强调，业绩暴雷只是会计调整，经营没发生变化，股市已倒至暗时刻。只买不卖。后来证明我们又对了，在 2019 年 2 月份，股市单月上涨 20%，这波涨幅，很多散户是根本没有吃到的，甚至有的朋友在 1 月刚刚清仓，完美的错过了这波涨幅。

有人说，老齐你是马后炮吗，我们所有的投资建议都在公众号有据可查，如果加入我们的知识星球，你就更不会这么说了，我们都是事先提醒。其实老齐也绝不是能掐会算，我只是永远站在群众一致性预期的对立面。我不知道什么是对的，但我知道大多数人一定是错的，这就足够了。这就好比我不知道东南西北，但是掏出指南针，确定了南方，我自然也就有了方向感。所以老齐经常跟朋友们说，当傻子是会上瘾的，特别是一个赚钱的傻子。我现在根本就不想做回一个正常人。

其实很多人，也是有感知能力的，比如在知识星球这个群里，很多人也觉得房价高了，股市低了，甚至他们也知道该怎么去做是对的，但是知道归知道，却没有行动的勇气。所以你的感知就变得一文不值。很多人都是事后才一拍大腿，我早就知道他要跌了，要不是谁谁谁拦着我，我就跑出来了，那么这事怪谁谁谁吗？还是该怪你自己？

巴菲特就说过，虽然长期看市场会走向正确，但短期内你必须让自己幸免于难，所以逆向投资很关键，甚至生死攸关。有的时候我们逆向投资，还需要忍受很长一段时间错误，比如你卖出了，他又继续上涨了，你买入了他还继续下跌。所以该跌了不等于马上就跌，该涨了也不等于马上就涨，这将极大地摧垮你的自信，比如南海泡沫的时候，大科学家牛顿都跑出来了，结果一看股市怎么还涨啊，老先生又跑回去了，这就被砸了个正着。

另外，逆向投资不代表，每次都与大众相反而行，在某一时段大众的行为可能还是正确的，你必须还要有个基础的判断，比如有些大众不要的垃圾，可能真的就是垃圾。最后就是奔着退市去的。又或者在牛市初期，人心思涨的时候，你过早离开，其实也是一种损失。还是那句话，除非特别高估，尽量的留在市场里吧。所以，心态是一方面，更重要的你得有知识，得多读书。很多东西当你吃过见过，起码听说过之后，自然心里就有数了。人最容易恐惧的时候，是面对未知的领域。这才会无所适从。

杰出的投资，会有两个基本要素，1 看到别人没有看到的品质，2 将这种品质转化为现实，也就是让他最终被社会所接受。或者说的更直白，你得为你看到的这种品质，找到一个接盘的人。这两个条件缺一不可。

说的很复杂，其实做起来没那么复杂，老齐给你举个例子，比如在金融危机的时候，你如果看到这不会摧毁全球金融系统，至少美国不会倒，全球经济也不会崩溃，这就是你看到了别人没有看到的品质，而且几年后，当世界经济恢复平静的时候，那些曾经仓皇出逃的人，会返回来接受世界和平的。这个世界上最不缺少的就是投资者。他们愿意为一切资产买单，只要风和日丽，说服他们并不困难。

就像我们之前讲的那个循环一样，当大家都悲观的时候，好资产一定会很便宜，而这种价格优势就会吸引价值投资者入局，慢慢恢复经济，再加上美联储的逆向调控，会让整个经济逐

渐复苏，所以实际情况远没有大家想象的那么糟糕。在黑天鹅那本书里我们就讲过，当所有人都在担心一个事情的时候，你就可以回去睡大觉了，这就意味着风险其实已经提前解除了。比如 2007 年次贷危机，大家担心陷入 29 年的大萧条，那么就意味着一定不会发生。29 年那次之所以陷入萧条，是因为之前人们都坚信繁荣将永远留在美国。

所以务必要记住，当所有人都朝一个方向去思考的时候，你必须持有怀疑态度。这才是逆向投资的开始，如果你根本识别不了一致性思维，那么也就证明你根本不具备逆向投资的能力。还是想想其他的事吧。

熟悉老齐的人都知道，老齐有个观点，即使我们逆向投资，也不应该去空手接飞刀，也就是当价格快速下跌的时候，我们不要去买入，而是要等价格不跌了，落在地板上了再去买入，但作者站在大资金的角度上，他觉得必要的时候还是要空手接飞刀的，因为如果你不在飞刀落下的时候出手，等尘埃落定了，你可能没有机会再出手。甚至让买入变得艰难，所以，这是不同资产规模，考虑问题的不同方式，老齐还是觉得，对于中小投资者，你们不存在流动性的问题，还是等飞到落地再买最好。明天我们来讲，如何在市场中寻找便宜货，明天见。

【9】投资最重要的事 9：没人买才会便宜！追着买一定很贵！

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们还是继续讲这本书，投资最重要的事，今天我们来说说如何在市场中寻找便宜货。先要记住一句话，在大多数人不愿意做的事情当中，通常能够发掘出最佳的机会。之前我们也说过，买好的不如买得好，简单来说就是不在于你买什么，而在于你多少钱去买，无论资产质量好坏高低，如果价格足够便宜同样会显得很划算。而卡拉曼就说，越是不受欢迎的东西，不被看好的资产，往往都是更好的交易。

举个例子，70 年代，美国市场进入了高利率环境，这导致债券锐减，后来即使到了 80-90 年代，债券也很难跟股票的市场份额抗衡，到了 90 年代后半期，债券投资人已经泄气了，很多坚持稳健组合，也就是债 8 股 2 的投资人，都开始清仓债券，全仓股票了。那时候的人都认为，债券这种东西是过时的，陈旧的，不太适合新时代的资产配置需要了。市场利率越来越低，相比于股票，持有债券已经越来越不划算，所以越是新债就越是被抛弃。但其实此时，买入债券，却是一个不错的时机，在 2000 年泡沫破灭后，资金又回到了债券市场。而到了 2007 年，被市场热捧炒上天的，正是次级债。所以最后才有了次贷危机。

这就要求，我们必须去用辩证的眼光看问题，任何一个时点，被认为是最差的资产，都很有可能成为最廉价的资产，那些令人望而却步的低质量证券的价格往往会更低。所以记住，一定是因为没人买才会便宜，而很多人追着买的东西，一定不便宜。

作者告诉我们，真正的投资机会都是等来的，而不是追来的，我们需要的是耐心，心浮气躁是不可能做好投资的，在橡树资本有一个格言就是，我们不找投资，而让投资找我们，如果我们主动去买什么东西，那么他的价格就会上涨，但是如果有人想向我们寻求帮助，急缺资金，那么这时候的价格就会很便宜。所以便宜的买入，说起来容易，做起来也不难，就是要求你必须在出现便宜价格的时候，有足够多的资金。

而在二级市场上投资其实也是一样的，你得保证自己，在大多数人都心态崩溃之后，手里还有足够多的钱，所以老齐经常说，永远让手里有现金，才能让我们的投资立于不败之地。贪

婪和恐惧不可能天天都出现，极端的悲观，更是可遇而不可求，很多人都能等到这一时刻的出现，但无奈手中已经没有钱了，要么就是自己已经提前被套牢。所以满仓干股票，这实在是一种病，是你亏损的最大原因。有位高人曾经说过，现金也是一种重要的资产，不要一想到投资就是把钱花出去，持有现金本身就是投资的一部分，他可以看成是一个未来的抄底期权，而如果你过早的把钱花出去了，那么就相当于放弃了这个期权。

投资不能太勤奋，甚至要懒一点，懒到能不动就不动，要行动之前，一定要对市场的环境有清楚的认识。

巴菲特在 97 年的年报中就提到，泰德威廉姆斯是史上最伟大的棒球击球手，他成功地因素就是，他把好球区分解为 77 个棒球大小的空间，并将结果绘制在本垒板上，他知道只有击打最佳位置的投球时，才会击球率最高。他始终要等那个完美的投球出现。投资者其实比棒球手还有优势，那就是他们不会被三振出局，所以不必承担行动的压力，可以错过无数的机会，只要抓到那个最好的机会就可以了。巴菲特自己就这样，他永远不着急挥棒，绝对便宜了，有便宜不占王八蛋的时候，巴菲特才会出手。而且他总是等华尔街陷入危机的时候才出手，只有在这时候，他才能确保价格是最低的。

在 2000 年以后，投资者无法抵御杠杆的诱惑，他们认为固定收益已经高于了资金成本，所以就不断的加杠杆去赚取收益，但是他们却忽视了预期收益背后的风险，在他们贪婪的加杠杆的时候，其实也把风险放大了好几倍。而且随着他们追逐这种次级债，也抬高了价格，那么最后就是收益空间越来越小，风险越来越大，预期收益已经不能覆盖预期风险，一旦这些风险爆发，就自酿苦果。戴维斯也再次强调，高价格会增加风险，而降低收益。所以高价投资，跟别人去抢某种资产，其实是相当不划算的一件事，真正的专业投资者都不会这么去干，他们知道，这样去追逐高价资产，只能舒服一时，但会痛苦一世。

当投资者习惯于高风险一端的时候，也就意味着高风险将呈现低收益的特征，相反，当大家的投资开始向低风险集结，其实说明高风险的机会正在来临，老齐举个例子，比如 2018 年 1 月，大家都在争抢漂亮 50，某基金单日发行 300 亿，这就是非常明显的信号，资金已经开始向高风险一端集结。而相反 2018 年底，我们看到嘉实超短债的规模暴增，股票基金发不出来了，反而是债券基金规模越来越大。说明资金正在向低风险一端集结，所以我们在 2019 年第一天的文章里就断言，今年债券虽然还有机会，但已经是下半场，不太可能像去年那么涨了。今年的机会在于高风险一端，包括股票和信用债。这些都有据可查。

所以，如果你不懂的逆向投资，就简单的划分一下，现金，货币基金，债券这些都属于低风险资产，股票，商品算是高风险资产，在高风险资产那边投资的人多了，你就往低风险资产这边多挪点，而如果大家都在避险，低风险投资的人多了，那你就往高风险资产那边转移，这就是最简单的逆向投资。如果你用股债做资产配置，均衡配置是 5:5，如果你想适当的逆向投资，不妨用 4:6 的配置，这样可以锻炼一下你的市场敏感性，但也不至于犯大的错误。

很多人都有这个心态，少赚就当亏了，当被深度套牢的时候，反而到踏实，而如果一波行情从自己眼下溜走，那个难受就别提了，但其实专业投资者刚好相反，宁可早离场，少赚一点，也比亏损更好。作者说 2005 年你就离开次级债市场，1996 年离开美国股市，也远比危机爆发的时候，要好的多得多。李嘉诚的话来说，就叫做不赚最后一个铜板。对于这些老狐狸来

说，他们更喜欢的是早下山，然后在山下等待大家，不计价格的抛售。特别是很多投资者，因为保证金透支，而被动平仓的时候，这时候价格就会出现特别大的诱惑力，比如 2015 年的中国股市，就是杠杆牛之后，造成了股灾，这波市场下跌之后，很多股票极具投资价值。虽然老齐错失茅台懊悔不已，但是我们捡到了不到 20 块钱的格力，还有不到 30 块钱的中国平安，这些公司这个价格都是相当诱人的。之所以出现这么低价，就是因为配资所导致的铁索连船，然后股灾发生就好像火烧了赤壁，差公司被疯狂抛售，最后他们跌停之后，只能进而卖出这些好公司平仓。最后就形成了千股跌停的效果。这里老齐多说一句，在暴跌中抄底，要么抄指数，要么抄这些明星大蓝筹，因为你的信心会更强，即使股市继续暴跌，你也心里很踏实，而不要去抄中小创，基本面不了解，如果万一跌势没止住，你自己就先怀疑人生了。

作者也举了个例子，当时 1 美元的贷款，已经跌倒了 60 美分，当时买进优先受偿的债务是安全的，即使最终价格只有 2-4 成你也能保本，所以他们就大规模买入，实际上最后不光是保本，很多证券价格，在 2009 年还都有了显著的上涨。也就是说 1 年时间，他们赚了 1 倍不止。

在投资中很多人习惯性预测，也非常希望专业人士给出他们的预测，但是其实这都是瞎掰，华尔街有句名言，我们两类预言家，无知的和不知道自己无知的，包括老齐自己，我在预测市场，纯粹是为了提高市场敏感性，也是为了媒体业务需要，但实际上我非常清楚做投资是不能靠预测，市场中赔钱的人一共就两种，一种是一无所知的，另一种是无所不知的，换句话说对市场缺少敬畏之心，就是亏损的开始。所以如果有人说带你炒股，然后完全凭预测，告诉你明天什么涨的好，未来什么有希望，那必然是骗子无疑。事实上，能同步感知市场已经是非常不容易了，更何况是未卜先知。能够感知市场正在发生的事，然后用正确的方法去应对这就已经是高手高手高高手。明天我们再来谈谈预测和投资的关系。明天见。

【10】投资最重要的事 10：如何识别那些不靠谱的预测？

各位书友大家好，今天我们继续来学习这本书，投资最重要的事，昨天我们说到了预测不靠谱。不光是别人的，还包括你自己的，保罗约翰逊就说，要谨慎的对待自己的预测，至于别人的预测你就更要小心。他在教学的时候就跟同学们说，很多人 20-30 岁这期间总是显得过于自信，特别在预测未来这个方面，但这正是他们走弯路的原因。

作者通过长期统计华尔街日报上的各种预测，得到以下结论，预测基本是没有价值的，与实际情况偏差过大，而且重大的事件基本没有预测到，预测的基础都是后视镜理论，也就是顺着现在的情况往下看，预测有时也会很准确，但是这几乎没什么卵用，因为你不可能长期一直准下去。

如果你是个门外汉，老齐可以教给你一招，让你成为预测界的大神，那就是顺着现在的行情，朝一个方向一直预测。比如现在楼市上涨，你就一直看涨，绝不看空，股市现在也涨了，你也要一直看涨，注意绝对不能看空。不能两面预测，那样会被反复打脸。朝着一个方向预测，你一定会在某一段时间是正确的。但是大家都知道，这么干其实并没有意义，顺着趋势预测，并不能让你赚到钱，而投资赚钱的基础，其实是发现拐点和逆向的能力。

虽说历史总会重复，但是他每次重复的时候，面貌又完全不一样，会有更多的新东西出现。而且关键是时间并不确定，这就让预测的实际价值更小了。即使你看对了，也不知道该什么

时间下手。比如有几个敢于在 2007 年之前，就大举做空美国楼市的，也就大空头里面那几位，而且在危机发生之前，这几位都因为提前行动，而差点扛不住而死去。应该说，每次事件发生都有人提前预测到，但是很不幸，他们是不同的人。没有一个人可以做到连续预测。所以这就告诉我们，预测可以是媒体业务的核心，但你决不能把投资完全都建立在预测的基础上。

那么不预测可不可以呢？显然也是不对的，主动的资产管理，其实就是在预测的基础上产生的，如果都不去预测了，那你就只能傻傻的抱着指数基金了。那么这是不是很拧巴呢？老齐解释下，其实不拧巴，预测的价值在于让你提前防范，而不是主动出击。比如你预测股市可能要涨，我应该逐渐的加仓，从左侧到右侧，一直买买出一个底部出来，从而跟上股市上涨的步伐，而不是我觉得他要涨就全仓干进去，那样预测错了我就损失惨重。还有如果感觉楼市要跌，我可以卖掉投资类的资产，并提高稳健组合的持仓比例，随时应对出现的各种危机，而不是像大空头里的那几位，直接买入大量的信用违约掉期，也就是 CDS，不成功则成仁。那些都是在赌博，而赌博肯定是十赌九输，这次你赢了，下次一定变本加厉的输回去。所以记住老齐的话，预测的意义在于提前防范，而不是主动出击去投机。再强调一下，那些通过预测股市走势来带大家炒股的，不是无知就是骗子。他要真有未卜先知的能力，他应该去借钱，有多少借多少。全世界的钱都不够他赚的。

作者的观点，其实也跟老齐一样，依靠周期，但不相信预测，我们要时刻想着弄清楚，我们正处在周期的哪个阶段，未来会是什么情况，比如你弄清楚了自己在春天，那就应该去播种，而到了秋天就应该去收获，股市里的春夏秋冬虽然没有具体的时间限定，但他也是按照这个顺序循环往复的，春天可能也会遭遇倒春寒，但他不可能完全逆着周期走。

了解未来很困难，但是了解现在并没有那么困难，我们只需要去测量市场的温度就够了。也就是说，我们应该去尽量观察别人的行为，并依此来判断我们所要采取的行动。比如我们可以问问自己这么几个问题。

1、投资者现在是乐观还是悲观，2 媒体那些名嘴在忽悠大家买还是卖，3 新发产品是好卖还是不好卖，4 信贷周期是宽松还是紧缩，5 市盈率估值是高位还是低位，6 信用利差是收窄的还是扩大的，老齐给您解释下信用利差，在经济繁荣时期，低等级债券与无风险债券之间的收益率差通常比较小，也就是有人贷款，就敢给钱，信心极强，不分好坏；而一旦进入或者萧条，信用利差就会急剧扩大，垃圾债必须给很高的利息才能借到钱，所以会导致垃圾债价格暴跌。所以信用利差发散到极限，也就证明市场已经悲观到了极限。

回答了以上这 6 个问题，你就能了解现在的市场周期了，如果你觉得有几个指标仍然比较模糊，说不好，那么市场可能就处于均衡状态，如果你空仓就继续等待，如果你持有那就继续持有，也就是说以不变应万变，是这种均衡状态下的策略。或者说，此时价格是有效的，你也不太可能在这个时间段战胜市场。

作者举个例子，2007 年他就观察到了，高收益垃圾债满天飞，杠杆贷款创纪录，AAA 评级的债也要加上结构投资工具，杠杆推升了公司价格，比以前高出 50%。而且杠杆收购已经蔓延到了周期类行业当中。这些信号告诉他，市场风险越来越高，资产价格已经高估。

如果把钱也比作商品，就很好理解，在繁荣的时期，钱是很便宜的，无论是杠杆融资，还是收购借贷，钱都变得廉价，这就让钱的对手盘，也就是那些资产的价格格外的高涨，当钱最

便宜的时候，也就是资产最贵的时候。在 2007 年流行这么一句话，当你把风险切分成较小的部分，然后把他们卖给最适合的投资者，风险就会消失。这听起来很神奇，但是结果告诉我们，这些风险根本没有消失，而是被延后和积聚了。过度证券化之后，就像是铁索连船一样，看起来很稳健，但是一旦起火，就是一场灾难，最后谁也跑不了。所以不要相信那些什么防风险去杠杆的鬼话，风险不会消失，杠杆也只能转移。直到有人来承担损失，这个风险才能被真正消除。

作者和他那几个朋友，非常推崇黑天鹅的作者塔勒布，以及他后来写的一本书叫做随机漫步的傻瓜，这本书我们以后也会给大家讲到，塔勒布说很多投资都具有随机性，很多人只是赶上了行情而已，而并非是自己英明神武，对于这些人来说是幸运的也是不幸的，他们能够在短期内赚到钱，但由于错误的把运气当成了方法，所以在长期投资中，一定也会输回去。

很多人讲，投资的关键在于进取精神，时机和技能，但是真实情况是，在对的时间点上，有足够的进取精神就够了，甚至不需要太多技能。比如在繁荣时期，敢于承担高风险的人，一定收益最高。但别看他们赚到了很多钱，他们并不是最好的投资者。巴菲特举例，全美国所有人都去参加扔硬币比赛，按照概率大概 22 万人能够猜对 10 次，这些人一定会到处炫耀自己的技术，如果继续下去大概 215 人可以连续猜对 20 次，这些人就可以开宗立派，写书立传了，告诉后来人，自己是如何通过坚持不懈的努力，掌握猜硬币这门玄学的。

塔勒布展现了一套二分法，在很多时候，运气看起来很像是技能，巧合也看起来很像因果，那些幸运的傻瓜，也会被当成是专业的投资者，而只有时间和周期是面照妖镜，早晚会把这些人打回原形。所以老齐总是说，不要看某些人一时成败，短期没有意义，甚至这十年来，巴菲特的业绩还没有跑赢北上深买房的老太太，但这种事会一直持续下去吗？只有能够穿越周期，几十年不倒的才能成为大师。

作者说了一句很经典的话，长期来看，好的投资决策一定带来好的收益，但是短期却不一定。我们要做的就是必须忍耐。这也就是告诉我们，不要去羡慕那些幸运的傻瓜，真正的方法，要比运气更重要。运气只能帮你一时，却可能毁你一世。业绩出奇的好，可能就是业绩出奇的差的开始，相信很多买基金的朋友都应该能体会这句话，老齐总说大热必死，当一个基金在一段时间内取得了非常好的业绩的时候，你就应该知道，这只基金就是幸运的傻瓜，而还去买这只基金的投资者，就是一个纯粹而悲剧的傻瓜。等待他们的将是大幅的回撤和亏损。格林布拉特统计，表现最好的基金每年有 18% 的收益，而同期他的投资者，却每年损失 8%。明天我们再来讲讲，多元化投资的方法和哲学。明天见。

【11】投资最重要的事 11：资产配置中的阵型

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投资最重要的事。今天我们来谈谈多元化投资，有一句西方的谚语，有老的投资者，有胆大的投资者，但没有大胆的老投资者，说的就是那些胆大的投资者，往往很激进，最后就活不了多久，能够一直幸存下来的投资者，一定都是保守的，至少是平衡的。我们之前给大家讲过，赢得输家的游戏，说的也是在业余的网球比赛中，往往赢得比赛的一方不是靠进攻得分，而是靠对手的失误送分。这本书的观点，告诉我们在投资市场上，也一样，主动得分未必会有好处，相反，投资者应该尽量地避免打出臭球而输掉比赛。所以防守的重点其实就在于避免错误的发生。

作者说，他喜欢把比赛竞技跟投资类比，而竞赛中我们经常会听到一句话，进攻赢得比赛，但防守会赢得冠军，而且在足球比赛中，最早是有 424 阵型的，但随着现代足球的发展，用这种阵型的越来越少，现在普遍的都是 442，或者 451，前锋越来越少，后卫和中场越来越多，作者的橡树资本青睐防御型投资，在繁荣时期，他们觉得跟得上大盘表现就好，不要求超额收益，甚至在市场最火的时候，他们因为过早防守而业绩落后，也在所不惜，卡拉曼评价这种思路，说这种思想，必然以牺牲一部分客户为代价的，需要勇气。或者说橡树资本，本身就不屑与那些急功近利的客户为伍。

橡树资本的投资原则一直是这样，在繁荣时期跟上市场，在衰退时期超越市场，在整个市场周期中，以低于市场平均水平的波动，换取高于平均水平的业绩表现。

进攻性的投资，一直在思考如何做是最正确的，而防御型的投资者则关注的不是作对，而是怎么做才能避免犯错。这也是老齐的思路，经常告诫大家，即使你再看好一个版块，也不要押注一种资产，一种风格，你得时刻想到，你预测错了怎么办？相比于亏损，我们还是宁可少赚一点。投资组合的意义在于，你愿意放弃多少潜在的收益，而换取安全。这里多说一句，老齐有个深刻的体会，原来在我没什么钱的时候，我也不愿意放弃收益，也想抓住一波行情最大的收益。想多赚钱，但是当你赚的钱越来越多，自己也基本财富自由了，老齐自己发现心态完全变了，我不会去想赚最多的钱了，而是转向了稳定和长远，我觉得这些钱足够我下半辈子用的了，赚再多的钱，也是徒劳了，反而倒有可能因为某些错误而造成损失，打破现在的这种状态，所以我越来越保守，越来越均衡。但是收益非但没下来，反而越来越好。这大概是老天在奖励不赌博的人。

孙子兵法我们也说过，当你兵力不够的时候，才会想到奇谋妙计，以少胜多，孤注一掷，但是当你谋定而后动，以绝对优势去用兵的时候，基本就是碾压和平推，再去搞什么奇谋，反而多此一举，容易给对手机会。相信随着大家资产的提升，也能慢慢体会其中的智慧，钱少的时候才在乎积极的赚钱，钱越多越是更倾向于保值和防守。

卡拉曼是安全边际的作者，他认为购买股票的时候，要给自己留出足够的安全边际，留下犯错误的空间，而作者霍华德马克思也提出，我们投资的时候也必须留下错误边际，先想到最坏的情况，比如你要借钱给一个人，你是不是得考虑一下，他万一还不上怎么办？如果他们家有个如花似玉的喜儿，你还可以把钱借给他，如果连个闺女都没有，那你这债主可就惨了。

在股市投资中，也是一样，其实许多投资经理并不是打不出本垒打，而是因为他们的失误太多，投资组合过于集中，就造成了这种情况，赌对了他就名列前茅，升职加薪跳槽，而如果赌输了，可能就是漫漫回撤之路，我们在现实中也能看到过很多昙花一现的明星基金经理，都属于这一类，赌对了一个方向，获得了业绩回报成为明星，但也正是因为他的投资过于集中，业绩太好，等这种风格过了，便开始净值大幅回落。而在橡树资本，他们坚定认为，避免失败的投资，才是第一要务，先保证不败，胜利终将会来。

那么有人认为，怎么做好防御呢？作者认为，最简单的一点就是敬畏投资，一定要担心损失的可能性，担心自己不知道的东西，不谋胜先谋败，把最坏的事情想到，在我们知识星球里，老齐经常能看到这样的问题，比如某某利好，能不能加大某些公司的投资，我就会回答他，如果这个利好没兑现怎么办？也有人问现在股市涨起来了，能不能一把梭，争取利益最大，

那么你有没有想过，股市跌下去了，你这个满仓被套又该怎么办？大家把投资想的太简单了，所以他一定会惩罚你。收益想的太多，风险考虑的太少，最后就会到处踩雷。这是普通投资者最大的致命伤。马云说后天确实很美好，但是有些却活不过明天。不信大家可以看看各国的股市，甚至绝大多数股票，都是斜着向右上角涨的，为什么一个不断上涨的市场，还有那么多人赔钱，说白了就是大家在不停的犯错。

下面我们来讲，如何避免错误，这很关键，以至于巴菲特都说，投资者几乎无需作对什么事，他只需要能够避免犯重大的错误，换句话说，不犯错误，你至少可以有市场平均收益可以拿，但一旦犯了错误，就会陷入巨大的亏损。

假设你的投资组合风险过低，收益也很差，在牛市表现不佳，但是这对于绝大多数投资者来说，只是失望，而不是灾难，灾难是什么，是投资组合风险过高，牛市还没来得及表现，熊市就出现巨大的折损，然后触发被动平仓，被扫地出门，出现永久性亏损，甚至还会因为配资，欠一屁股债。

我们对于未来的判断，基本都是基于现在的，比如美国股市过去 50 年的平均市盈率是 15 倍，我不可能预测未来他变成 10 倍，或者 20 倍，我一定还认为他会围绕 15 倍上下波动，这就是人的思维局限性。你没见过的东西，你是没办法想象的。那么对于我们很多小白投资者来说，他可能连市盈率都不知道是什么，更不知道平均市盈率是多少，所以让他去判断未来，就更加不靠谱，他一共就进股市 1 个月，一定是按照这 1 个月去想象未来的，比如 2015 年 5 月他要进来，肯定觉得股市很快上 1 万点。这显然就是一个错误，这个错误是由于你的短视、经验以及知识严重匮乏引起的。所以我么那总劝大家，不要在脑袋空空的状态下下场投资，你缺乏知识严重影响你的思维能力和判断力，你做出的决策都是错的，市场可不会因为你是新人就对你手下留情，你欠下的学费，会乘以上万倍，让你留在市场里。这绝不是危言耸听。都是血汗钱，谁赚钱也不容易，希望大家能够珍惜起来。

往往那些巨大的亏损，就是建立在大家认为不可能发生的事情之上，比如 2007 年的金融危机，大家都知道衍生品过于复杂，杠杆加的过重，但是大家都觉得繁荣将是趋势，房价不可能下跌，结果偏偏是房价引发了巨大的灾难。那为什么会有房价不能跌的想法呢？按照传统是要付 30% 首付的，这确实是比较安全，房子一跌我就提前止损了，但是当市场繁荣之后，首付比例就越来越低，甚至最后是 0 首付买房，这其实就已经失控了。最不该买房的一堆人，也因为金融买了房子，那么接下来房价肯定就只能逆转下跌了。

从很多方面来看，心里因素都是导致错误的原因，他可以影响证券价格，当心理因素出现极端情况的时候，就会导致价格过高或者过低，相对应的就是泡沫后者崩溃，而在这种群体心里的影响下，很多投资者都会被裹挟到气氛当中，不知不觉的屈从于扭曲的市场，而未能利用这种扭曲而获利，比如 2015 年当人民日报喊出 4000 点才是牛市起点的时候，大家都是怎么想的，是不是你已经深信不疑了，有多少人敢逆势退出呢？而 2018 年 11 月，市场见底，央行，证监会，银保监会的一把手全都出来谈股市，当时有多少人相信，这就是底部了呢？老齐记得当时刘士余抛出了春天论，而市场的第一反应就是，2019 年无春。所以绝大多数人，都会被裹挟而犯错。那么这些错误如何避免，甚至如何去利用这些错误呢，明天我们接着讲。

【12】投资最重要的事 12：完美是优秀的敌人！不会有完美的投资出现

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,投资最重要的事。昨天我们说到了错误,第一个错误就是屈从于不良影响,也就意味着贪婪并买进,在价格过高的时候,不断买进,那么你只能在特别幸运的情况下才能获利而不亏损,第二个错误,就是我们所谓的失察,也就是说你是被动的投资指数,但是到了市场疯狂的时候,你却不懂的卖出,这也依然会对你造成影响。第三种错误是没有作对,普通投资者避免错误就算是万幸了,但是专业投资者会有更高的要求,他必须能够在市场的定价错误中获利,如果没有抓住市场低估的机会买入,也可以称之为一种错误。

那么如何避免错误呢,我们需要保持警惕,贪婪与乐观,总会让我们妄想着存在低风险高收益的策略,但结果却是高价买入了热门股票,我们要从每一次危机中总结教训,作者说我们一定要看到资金的流向,并判断未来的资金流向,这才是投资的秘密。

比如 2007 年次贷危机,他们就总结,市场上出现了明显的资金流向错误,资本过剩出现,不合格的借款人,能够不劳而获的获得资本,于是资金供给过量,投资者要通过接受更低的收益,承担更高风险的方式,来争夺交易,为了获得资产,大家出价越来越高,这就意味着收益已经越来越低,当杠杆的收益不足以覆盖杠杆成本的时候,整个资金流向就会发生急速的逆转。然后一切就都坍塌了。老齐多说一句,这个其实也适合股市,2015 年,大家都在配资炒股,这就跟次贷危机是一样的,不该投入股市的资金,也全都冲进来了,然后就出现了巨大的涨幅,但同样当杠杆破裂,而被动平仓的时候,则出现了千股跌停的股灾。所以,老齐总说,我们看一波行情,一定要想未来谁还会买,谁又会卖,如果该买的都买了,不该买的也买了,那么市场可能会随时出现逆转,比如 2019 年的楼市,就处于这种情况,刚需的穷其三代人的积蓄也已经买不起一套房子了,就说明后面已经没钱了。而且政府在大量的兴建保障房,弄共有产权房,把这些刚需都带到另外一个服务器去,那么商品房这边就相当于釜底抽薪。所以未来一定会出现流动性枯竭而出现巨大的逆转。

一般投资者总在关注可以赚钱的机会,但从不考虑可能出现的问题,以及会导致自己出现什么损失,就像格斗一样,你总想着打人,但完全没有一丝防守,结果就是不堪一击,当你出拳的时候,重心失衡,门户大开,下盘不稳,对手很轻易的就将你击倒,假如你抱着头蹲在地上,反而不会伤的那么重。

那么投资者应该怎么做呢,作者提供了几个建议,1 是要留意他人轻率的举动,2 是做好应对低迷的心理准备,3 卖掉风险过高的资产,4 是减少杠杆,5 筹集更多的资金,6 加强投资组合的防御型。老齐认为,第一条是最重要的,普通投资者都在观察行情,而真正高手一直在观察普通投资者的一举一动。螳螂捕蝉黄雀在后就是这个道理,所以你与其天天盯着股市相面,还不如去感受一下市场情绪。当很多人草率行动的时候,就到了我们出手的好时机。无论是买入还是卖出,都一定是相对正确的选择。怎么叫草率行动,比如股市涨起来,很多人还想着落袋为安,这就说明他们还有防御心态,而当股市涨到一定时候,没人再想落袋为安,甚至加大投入去买入的时候,就说明草率行动开始了,还得说现在的房子,有人想落袋为安吗?所以这些都是必死的征兆。

在橡树资本有一个避免犯错的方法,那就是叫来所有的投资经理,一起开会,只有一个主题,大家畅所欲言,现在正在犯的错误的错误是什么?在市场低迷期,他们会经常得到如下结论,比如不敢买,买的不够,在竞争当中没有坚持出价,持有太多现金,没有足够杠杆,没有承

担足够的风险等等，通常他们返回头去想的时候，都会后悔当时没有多投资。而相反，在市场高估之后他们经常会意识到正在犯以下错误，比如买入过多，买入过于积极，出价过高，杠杆过大，追求高收益，承担的风险过大。当你不想其他，只想错误的时候，你的思维力就会与以往不同，以前不被注意的一些东西，就会浮现出来。

在市场中有两类投资者，做贝塔的就是被动组合，跟随市场盈利，而做阿尔法的则是主动投资，追求超越市场的可能。作者说大部分悟性不高的积极型投资者，其实还不如消极型的指数投资者收益更高。

老齐建议大家，先把指数做明白，千万别跳级，指数做明白已经有很大的收益了，而且指数就那么几个，你能够照顾的过来，也不用担心基本面突然变坏，所以这是一个相对省心省力的投资方法，适合绝大部分投资者，如果你愿意做点阿尔法，可以在整体市场配置的前提下进行，少买点个股，别超过你总资产的 10%，适当的锻炼一下自己的选股能力，但很多人不这样，都是上来就去搞个股，甚至自己买的是什么公司，干什么的都不知道，就敢于重仓。结果赔的是一塌糊涂。

对于一个投资者的业绩观察，我们必须穿越周期的观察，不能仅凭他牛市表现好就断定这个人投资水平高，实际情况可能刚好相反，真正的高手我们之前也提过，牛市的时候相对保守，熊市的时候才去超越市场。投资中的利弊都是对称的，他牛市赚钱多，一定熊市赔钱多，牛市赚钱少，熊市赔的也一定少，熊市少赔牛市多赚，这是可遇而不可求的，偶尔能出现，但绝不是常态。作者管理的橡树资本目标很明确，他们就是要在衰退期战胜市场，也就是以控制回撤为首要任务，不能让客户做过山车。

最后作者讲，投资者要设定合理的预期，不能要求太高，比如你可以要求长期看年化 10-15% 的回报，但不能要求每年都 10%，这个神仙也做不到，之前有一位大师接近于神仙，结果发现他不过是个骗子，这就是麦道夫，他的收益好的毫无道理，所以最后一定就有巨大的问题。

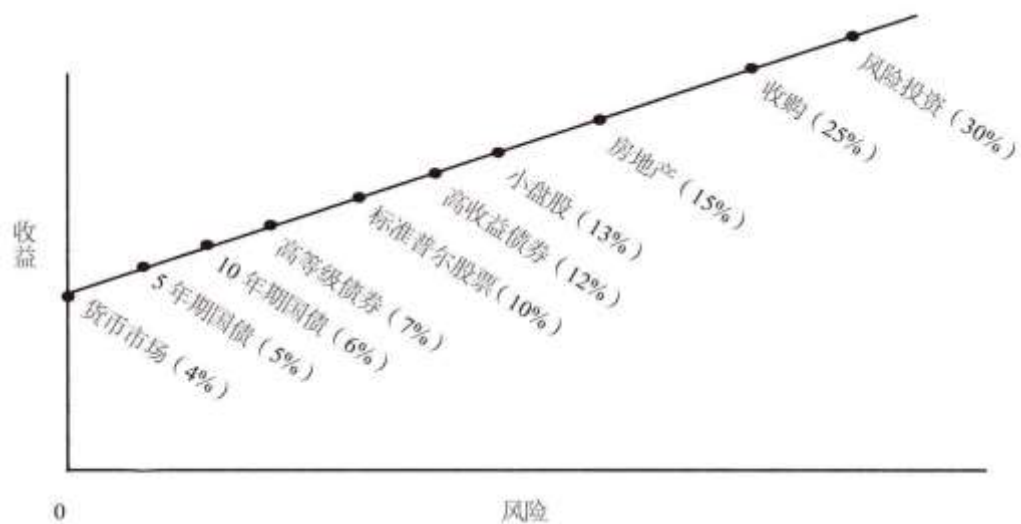
记住！伏尔泰说完美是优秀的敌人，在投资中特别适用，坚持完美主义，等一切都好起来之后再投资，那么你终将一无所获，所以投资其实就跟找对象差不多，你要接受对方的不完美，只有不完美你才有出价的机会。如果是大众女神，肯定也落不到你手里。

这就是本书的全部内容了，这本书里我们讲了很多重要的事，都是内功心法，而没有太多的招式，目的就是告诉大家我们应该在投资中树立何种价值观，也许很多小白投资者会觉得这本书没用，但巴菲特这样的大师却如获至宝，这就是境界不同，理解不同，作用也会不同。老齐认为所有的投资者，至少应该认认真真的听上 3 遍以上，这本书教会了我们投资上的思考方法，这才是最宝贵的，霍华德马克斯告诉我们，不要总是去做第一层思维，而是要站在更高的地方去思考第二层思维，也就是不要去关注新闻事件对于行情的直接影响，而是要时刻想着，投资者的反应，毕竟市场是交易出来的，投资者的行为，才是起决定性作用的因素，如果市场低估，但是投资者就是不买他也涨不起来。

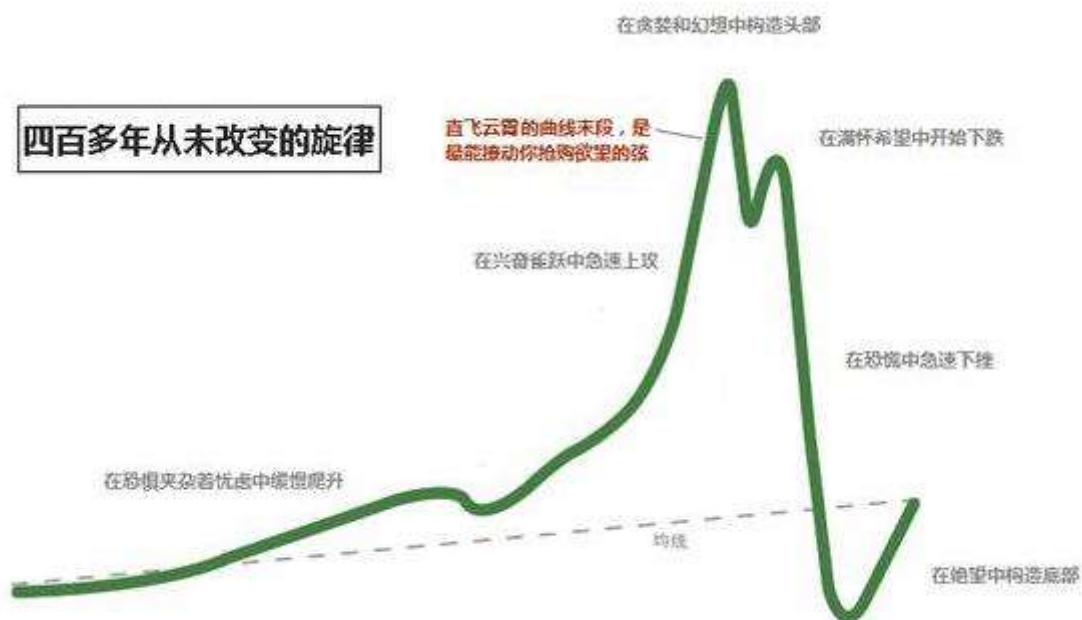
另外，这本书还给了我们一面照妖镜，那就是市场情绪，对于未来我们一无所知，但是情绪却大致可以预判，一旦市场出现两个极端，形成一致性之后，市场的钟摆就有很强的回弹动能，也就是说我们一定要抓住市场两个极端的机会，这两个位置才是我们可以战胜市场的地方，而平时，市场基本是有效的，价格完全反应信息，你不太可能有超越市场的机会，所以

我们应该尽可能跟随市场而动。就像长跑运动员一样，先跟随不掉队，在找好的弯道机会，实现超越。要想打人，先学抗揍，在投资之前，多想想风险应对，少想点不切实际的收益，等你把风险都规避掉的时候，其实就是你成熟之时。这些投资上的至高心法，您是否已经掌握了呢？明天我们开始新的学习。

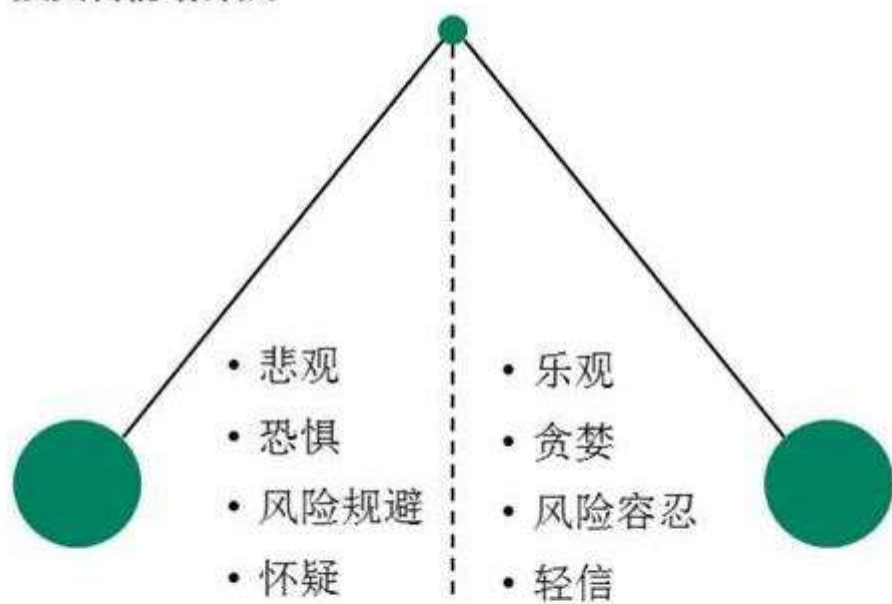
经济	活跃	呆滞
前景	积极	消极
贷款人	急切	谨慎
资本市场	宽松	紧缩
资本	充足	短缺
条款	宽松	严格
利率	低	高
利差	窄	宽
投资者	乐观 自信 渴望买入	悲观 担忧 丧失购买兴趣
资产持有人	乐于持有	急于出手
卖家	少	多
市场	拥挤	急需关注
基金	申购门槛高 每天都有新基金 普通合伙人全权管控	对所有人开放 只有最好的才能募集到资金 有限合伙人有议价能力
近期表现	强	弱
资产价格	高	低
预期的回报	低	高
风险	高	低
人群特征	积极进取 广泛投资	谨慎守纪 有选择地投资



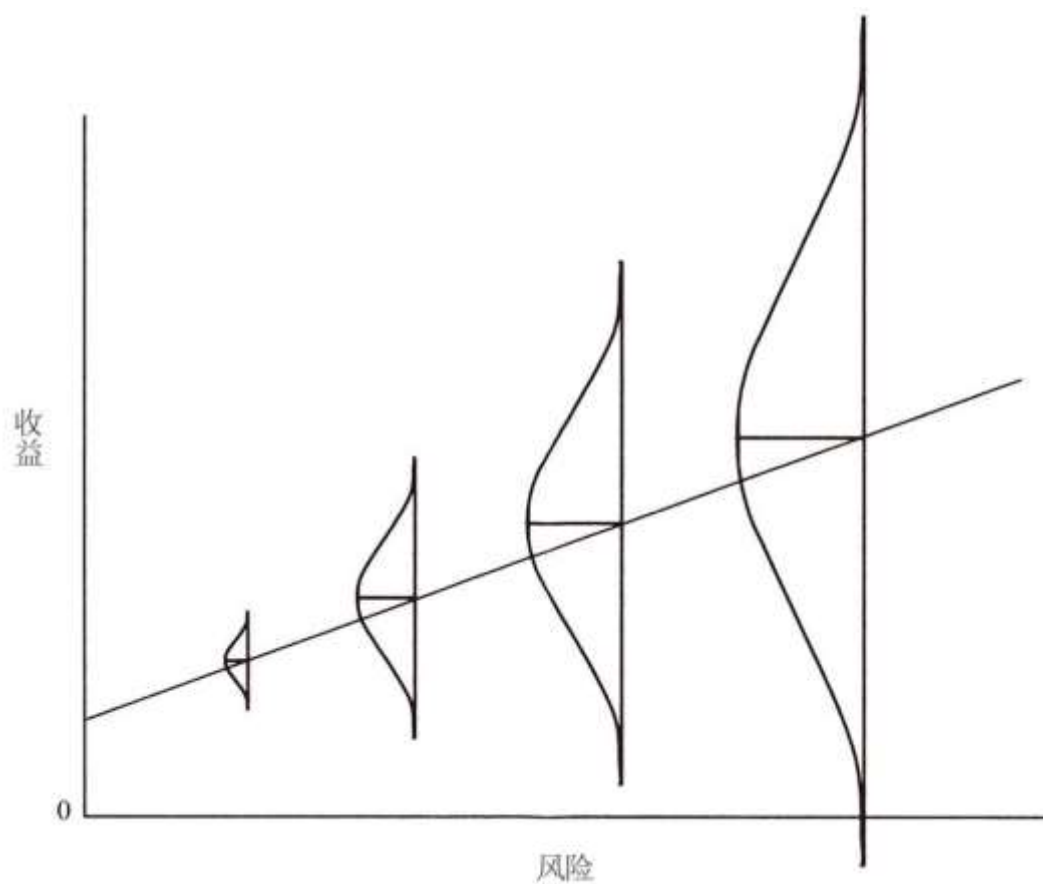
四百多年从未改变的旋律

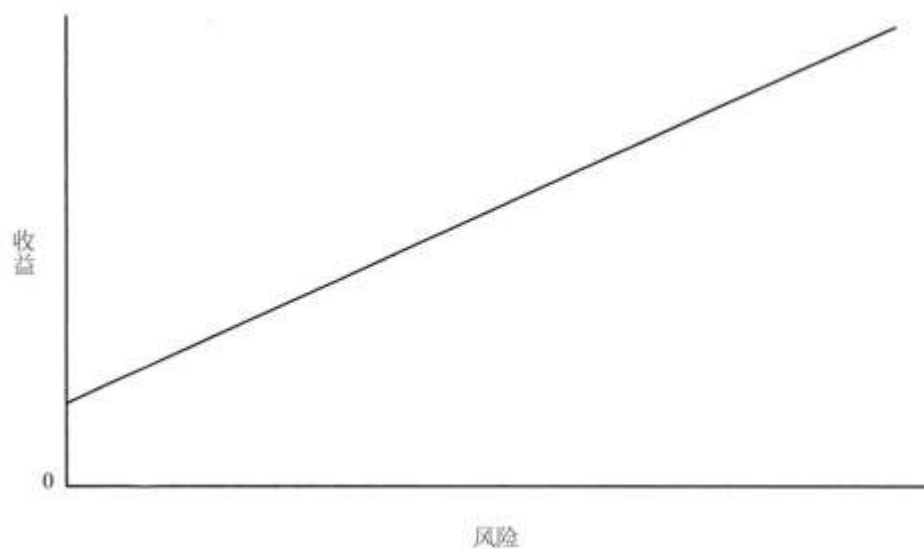


投资者情绪钟摆



平衡点





运气

技能

随机论

决定论

可能性

必然性

想法，假说

知识，真理

理论

现实

逸事，巧合

因果，法则

生存偏差

市场优异表现

幸运的傻瓜

专业的投资者