
【1】大钱细思 1：彼得林奇的衣钵传人

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更
各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们的视野重回投资，找来一本投资界的经典之作，叫做大钱细思，作者是乔尔蒂林哈斯特，这个人可能中国的投资者并不熟悉，但是他在国外的名号却是响当当，被认为是彼得林奇的衣钵传人，富达低价股策略基金的基金经理，30 年创造 35 倍回报，折合年化只有 13%，散户可能看不上这点收益，但在华尔街，这些机构们眼里，这已经是神一样的存在，这本书也是彼得林奇亲自做序，写推荐。被林奇视为，资本市场上最会翻石头的人。林奇也称这本书就是一座宝库，蕴藏着许多价值投资的理念，是寻找 10 倍牛股的利器。国内也有一众粉丝推荐，包括中庚基金的著名基金经理，丘栋荣，他说乔尔最值得学习的就是他逆势投资的智慧和勇气，这种执着才是投资中最可贵的。

乔尔的独门秘籍就是挖掘公司价值，他总是能挑选出那些长期上涨的股票，并且一直持有。尽量的从中挖掘出价值。这本书里面，也会有很多乔尔的感悟和对于教训的反思，希望投资者不要重蹈覆辙。

彼得林奇，给他总结，乔尔有 5 不投，不带着情绪去投资，不投看不懂的领域，不投不诚实的公司，不投过时的易变的，高负债的商业模式，不投讲故事的公司。我们经常说炒股票，其实这个炒字本身就错了，他与投资格格不入，投资其实是有很胜算的，那就是要找到那些利润不断成长的公司，比如罗斯百货，利润 24 年增长了 71 倍，股票价格上涨了 96 倍，怪兽饮料，15 年利润增长 119 倍，股票价格上涨 495 倍。这才是投资之道，投的并不是股票代码的价格变化，投的是他赚钱能力的不断提高。这就是彼得林奇介绍的，乔尔的成功之道。当利润不断增长的时候，股价再怎么波动，最后也一定会大幅上涨。

乔尔是一名价值投资者，他的选股策略非常简明，小型股，价值型，低波动，几个词很简单，但背后却有着非常强大的智慧，我们先来从大脑讲起，我们在投资的时候，经常会有很多马后炮的认知，比如发现一只大牛股，然后就会十分懊悔，当年我也是看到过这只股票的，差一点就买了。这种错过一个亿式的悔恨，其实非常的多，比如明明知道房价要涨，明明知道股票要涨，明明知道什么什么，而真相是，明明可能知道，但是你却不知道。你当时可能看了 100 家公司，最后 1 家成为了大牛股，你就觉得自己好像错过了，但当时你可能对这 100 家公司都是一样的感觉。只是后来他涨起来了，你好像就觉得自己离他更近而已。乔尔告诉我们一招，你不是说你总是明明知道，最后错过吗？那你就写投资日记，这个跟老齐说的一模一样，把这一刻的想法都用文字记录下来，等你觉得错过好几个亿的时候，回来翻翻日记就知道问题出在哪里了。

比如我们刚才讲的怪兽饮料，这家公司，作者乔尔也曾经持有过，但是他却觉得这并非是自己的英明神武，而只是狗屎运，当年他看上的是天然果汁的业务前景，但后来怪兽饮料业绩爆发，是因为功能饮料业务，所以完全对不上。要不是投资日志，自己估计都忘了初衷。

另外，我们在做投资的时候，头脑中经常会不自主的进行锚定，比如某只股票，如果短期内涨幅过高，很多人就觉得股票贵了，甚至不敢追高，起码老齐就有这个毛病，涨幅过大的东西，我总觉得心里没底，但其实这就是被以前的价格和估值给锚定住了。比如一家公司进入业绩爆发阶段，那么他的估值，肯定不能用原来的水平来评估。相反一家公司，从成长阶段进入价值阶段，那么市盈率也不可能再给那么高。所以这家公司的成长阶段很重要。阶段和估值要进行匹配。

作者还说了赌博, 投机与投资的关系, 比如你有确定性的第一手消息, 那么这个叫做精明的投机, 如果你随便听了点消息, 做了一定的研究, 这就叫做轻率的投机, 如果根本就没有任何研究, 那就叫赌博, 投资也是如此, 如果你深入研究这才叫投资, 如果只是表面研究, 这也是投资, 但只是高风险投资, 如果你不做任何研究, 那就是赌博。所以我们合并一下, 无论是投机还是投资, 都得进行深入的研究, 否则结果都一样。都会亏钱。

很多人一提控制风险, 就有两个思路, 完全相反, 1 是多样化, 2 是精选重仓, 多样化的解释其实就是对冲, 比如油价跌了, 能源行业损失, 但是航空业却占了大便宜。这就是整体投资的好处, 但是多样化是杀不掉系统风险的, 也杀不掉你买贵的风险, 也就是说, 如果在牛市里, 你可能会整体买贵了。这一派观点认为, 相对来说, 判断市场高低位, 还是相对容易的, 所以主要精力放在资产配置上, 是会有不错收益的。比如就像老齐教大家的一样。先把股市整体看明白了, 再把市场中的风格看明白了, 你就大把的买指数, 这是最简单的方法。但是高手肯定不局限于此, 比如巴菲特他们, 更致力于去精选个股, 并且重仓。大家都知道, 彼得林奇经常在消费品身上找灵感, 他也告诉我们买你周边熟悉的公司, 但光熟悉是肯定不够的, 彼得林奇曾经在他媳妇身上, 找到了黑丝袜的灵感, 但是他也在后面, 付出了巨大的研究量, 甚至买了几十个品种的产品, 做对比。在这样的研究之后, 他最后确定了一家公司, 在上面赚到了 10 倍。所以作者的观点就是, 光靠熟悉肯定不行, 如果你只投资于世界上最熟悉的公司, 那么长期年化回报只有 4%, 因为熟悉的也就是人气最高的。你买的肯定会不便宜。

所以在买入一家公司之前，应该好好想想，客户为什么为他们的产品付费，竞争对手有没有威胁，公司未来如何扩大盈利，推动盈利增长，5 年内的前景有多大把握。什么会让他一败涂地，把这些问题写在纸上，在你去计算股票估值之前，先把这些问题回答清楚了。如果这些东西你都不知道，算估值只是瞎耽误功夫。

投资要看宏观，这话对也不对，为什么呢？因为宏观上的解读，通常会有两个完全不同的方向，比如作者提到降息，可以让公司的利润增加，可以提升资产的回报，但是通胀后的降息，反而会降低金融资产回报。这两个本身就是相互对立的。所以看宏观是没有错，但是必须先找准当前市场的定位，再来看市场上宏观的变化。同样的宏观方向，在低位和高位，完全会有不同的解读。比如在 2020 年，美元放水救市，我们告诉大家，看涨黄金，因为世界经济进入避险时间。但 2021 年登哥上台后，仍然放水 1.9 万亿，此时我们反而强调止盈黄金，因为这 1.9 万亿将让经济彻底复苏，黄金失去避险的作用，会进一步下跌。

大经济学家凯恩斯，也是一位著名的投资者，早年间，他以一个经济学家的身份，做自上而下的投资，结果惨败，被大萧条给套牢了。后期他开始不那么在意宏观上的变化，转而去想一些微观的东西，反而成就了投资佳话。越是著名的价值投资大师，他们越不太关心宏观上的变化。什么谁跟谁打起来了，哪个地方又出现军舰了，这都是街头巷尾胡同口大爷们嘴里的永恒话题，成功的投资者，只关注自己的生意是否赚钱，赚的钱是不是越来越多。当你投资的公司，利润能够大幅增加的情况下，市场再怎么变，宏观再怎么调，你也能够赚钱。而关注企业的盈利变化，其实要容易的多。比如未来 10 年，业绩持续

提升的公司，主要都会在消费品和医药这两个行业当中，这两个行业里，至少得有一半的公司，都会是这样。所以你只要记住，别买的太贵，拿的时间长一点，基本上肯定能赚大钱。

下面我们先从投资心理学起，其实投资最重要的就是心态。老齐之前也说过，做模拟交易，80%的人都会赚钱，我们当年搞过一个模拟交易大赛，学校里的学生们，都赚了很多钱，这跟市场 7 赔 2 平 1 赚的游戏规则严重不符，之所以这样，就是因为你始终过不了心里这道坎。作者是 89 年开始进入市场的，这本书是 2016 年写的，这么长的投资生涯期间，经历了无数次的大起大落。起码互联网泡沫和次贷危机，是肯定没跑了。

在投资中，作者经常问自己一个最难的问题，那就是接下来会发生什么？他不停的在思考，企图可以领先其他投资者一步，通常都是用两层思维法，去思考市场的变化，那么这又是什么呢？咱们明天接着讲。

【2】大钱细思 2：泡沫的 5 个原则

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，大钱细思，昨天说到了，作者经常思考，接下来会发生什么，他会用两层思维法，一是先想到事件带来的直接影响，第二层再去想，大家对于这种影响的反应。比如 2020 年，大家把这些明星基金经理捧上了天，基金经理们都变成了爱豆，这就是第一层事件的影响，第二层是大家的反应，会让大量的新基民，脑袋一热就去买了这些热门基金，那么结果就是，让这些基金经理的风格过于高估，在 2021 年，市场风格也就该转向了，这些新基民和这些基金经理，恐怕都要倒霉了。

作者也举了个例子，思考公司的问题，也是如此，比如有家公司开发了新产品，预计可以带来可观地销量和利润，但是较高的利润也会引来竞争对手。这意味着什么？有时候这种推陈出新会让公司成为赢家，但也可能会成为先驱，所以这正是投资的不确定性。也是投资的难点所在。原来老齐在做股权投资的时候，有一个经验，一定要投那些第二波的机会，也就是第一波创新的企业，都死绝了，没人再轻易效仿的时候，有家公司能够改良方法，吸取教训，重新开始进入市场，这样会有大机会。说的通俗点，不要投资领跑的，而要找那个第二名陪跑的。比如视频网站，优酷土豆是最早的，但现在爱奇艺规模最大。外卖也是饿了么先做的，美团却后发先至。

另外一个作者常思考的问题，就是他价值几何，这就更复杂了，作者的理念是，价值和价格在未来某一未知时刻会出现相等的情况，所以我们必须耐心等待，价值先生会姗姗来迟，大多数时候，可能价值都要在买入很久之后才能被证明。因为预测价值这个事情太难了，很难

测算准确未来公司的现金流，所以投资者之间会出现很大的分歧。甚至能差出很多很多。比如一家公司今年亏损，大家可能就觉得他没有价值了，但其实这只是偶然现象，未来又可以继续赚很多钱了。

耐心持有，是回答价值几何这个问题的关键，作为基金经理，作者很不喜欢频繁操作，根据他的测算，共同基金换手率越高，超额回报就越低。作者也引用了乌合之众里面的话，叫做群体无意识，当人类组成群体的时候，智力就会明显下降。在投资市场上尤为明显，跟风投资，通常都会损失惨重。历史上那些著名的大泡沫，无一例外，都是投资者们一致性预期之后炒出来的。而每一个泡沫后面又都藏着一个美丽的故事，起码当时的人，都相信了。用作者的五个原则，其实可以完美的解读，比如 1，肯定是非理性的，2 投资了自己并不熟悉的领域，3，所托非人，没有与诚信的人合作，造假比比皆是。4 没有避开过时的商业模式，和财务困境的公司，5，错误的进行估值，脱离了实际价值。当你发现，用一辈子的现金流，都不可能把本金赚回来的时候，其实也就离倒霉不远了。

这其实一直是作者反复强调的 5 个错误，每一次失败的投资，基本上都会触犯这 5 条原则。其实老齐觉得，最重要的可能就是这第 5 条，对市场形成错误的估值认知，追逐了高价格。买的太贵，即便是好东西，你也很难获利。

英国哲学家罗素有句名言，人的情绪状态，和他的知识储备往往成反比，人越无知，就越是容易狂躁，人在遇到错综复杂的情形的时候，就越是容易出现认知偏差，股票市场就是这么一个非常复杂的场所，我们的投资决策，经常会在数据并不充分的时候做出。我们本能的愿意依据已有的事实，而忽略其他无法确定的信息。所以这就容易造成

很大的认知错误，比如我们总觉的，股市在不断上涨的时候，风险最低，股市在大幅下跌，风险巨大，但其实如果你计算概率的话，事实刚好相反，市场肯定是越涨风险越大，越跌风险越小。所以正确的做法是，涨上去要小心，跌下来反而可以激进，但绝大多数投资者的做法都是完全相反的，大牛市的末尾，很多投资者都开始孤注一掷投入到股市里。

我们很容易认为，两件事情是有因果联系的，我们经常在事后，去用马后炮的视角解释其中的关系，但等新的情况发生的时候，却又完全不是一回事。比如市场上最常见的技术分析法就是这样，你往前看，好像真的很神奇，但是站在当下往后看，却又一点用没有，主要是因为这其实都是巧合而已，是非必要也不充分条件，就好比成功者和读书这个事，绝大多数成功者都爱读书，但不代表你读书，一定可以成功。

股票价格永远是波动向上的，大涨之后，必有回落，彼得林奇的建议是，我们需要更加理智的思考价格回落，还要看的更加长远，尽量不要被最高价和历史的估值给锚定住，特别对于小盘股和成长股，今天的市盈率和过去 5 年的市盈率比较，毫无意义。作者说，我们要做的应该是把他的市盈率同相同公司且相同阶段的市盈率进行比较。这种方法才更加客观。也就是说，对于成长股，我们要横向比较，而不要纵向比较。

在做估值的时候，我们应该寻找参考案例，最好有过去发生过的事情，来做类比，如果是从未发生的東西，那么就只能通过数据进行推导了，数据支持越多，预测也就越可靠。作者还强调，好公司要比差公司，确定性高很多，好公司也要有好价格才有投资价值，好公司并不意味着

着你可以用任何价格买入。比如茅台，格力，谁都知道是好公司，但是如果买的太贵，一样会让你损失惨重。

当我们在做投资决策的时候，通常会陷入到确认偏差，也就是不断地寻找支持自己的证据，这时候你需要一个唱反调的助手，用证据来反驳你的理论。就像芒格之于巴菲特一样。目的就是让我们更加清醒。如果你找不到这个人，那就只能靠你自己惊人的意志力了，把理由都写下来，然后一条一条自己反驳自己。

令作者十分费解的是，很多投资者从来都是拒绝认错，当出现亏损的时候，通常都是两种心态，1 这次运气不好，2 总有刁民想害朕，而专业的投资者，则完全不应该这么思考。甚至有些人会在赚到很多钱之后，仍然进行复盘，看这一次投资，有多少是运气的成分，然后及时作出各种总结。投资中的赚钱和面子完全负相关，要想赚钱，就别太要面子，要想要面子，那你就等着赔钱吧。唯有经常反思，自己哪里做的不够好，还能在哪些方面提升，才是赚钱的根本。但老齐见过的投资者，十有八九都是在市场里赚足了面子，却赔掉了太多的钱。这又是何苦呢。

作者说很多东西是有隐形成本的，如果你在股票市场上的感觉，像是去拉斯维加斯赌博一样酣畅淋漓，那你肯定要为这种美好的感觉埋单了。老齐解释一下，也就是说，你在股市上，越是觉得很开心，很兴奋，很刺激，那么你的账单就越贵。相反，如果你在股票市场很痛苦，很无聊，忍耐着别人不能忍受的东西。那么他会给你补偿。所以我们应该把股市当成办公室，他是一个挣钱的地方，而不是花钱的游乐场。所以这也注定，股市不是一个可以让人开心的地方。他会完全的反人性。我们通常认为的东西，很多都是错误的。

有些很好的公司，可能会在很长一段时间里表现低迷，这时候全市场都会对他产生质疑，但这往往是投资的最好时机，比如现在大家都知道烟草公司简直就是摇钱树，过去 40 年美国涨幅最大的公司就是菲利普莫里斯，也就是生产万宝路的公司，但是你要知道，在 80-90 年代，美国投资者可并不这么认为，当时到处都在宣传吸烟有害健康，所以烟草公司并不受欢迎，虽然烟草公司年年利润都在增长，但是他们的市场估值一直都很低。但是后来，突然之间，烟草公司的股价就开始疯涨，但其实吸烟依然有害健康，甚至烟草销量比当年股价低迷的时候，还有所下降。咱们这也如此，2013 年茅台价格跌去了一半，当时大家都觉得年轻人不喝白酒了，年轻人也喝不起茅台。但后来，大家口味并没有变化，茅台却成了两市第一大市值。相较于 2013 年的低点，茅台股价翻了 50 倍。但其实利润只涨了 3 倍不到。所以投资说白了就是一个人弃我取的游戏，在别人都不看好的时候，你需要坚定不移的认为自己是正确的。默默的忍耐各种鄙视和取笑。这个说起来简单，但是你做做就知道了，实在是太难了。除非你的段位比别人高出好多，否则当别人都形成一致性看法，并且跟你的结论完全相反的时候，你肯定会慌得一笔。那么明天我们再来讲讲，一个投资者到底该有哪些正确的心里特质。

【3】大钱细思 3：找到对自己有利的概率

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，大钱细思。昨天我们讲到了心里因素，太多的人热衷于赌博，但是只要你理解了概率和统计数据问题，赌博也就失去了他的魅力。麻省理工学院的 21 点团队，曾经横扫赌场，他们并不是在赌博，而是在分析概率，永远去找那个最有利于自己的概率，从而以最合适的比例下注。那么玩的多了自然也就肯定能赢。作者说自己当年也是个赌徒，草率的根据价格波动，快速的下单交易，最后出现大幅的亏损，这对他打击不小。

短期投机的爆发力，有时候确实要强于价值投资，也就是说，短期做个波段，好像确实能赚一点钱，但是如果将周期拉长，你就会发现，其实这么搞，反而会有很大的损失。有时候能赚钱，但可能更多的时候，会出现失误，反而赔掉了钱。

作者举了例子，参与者从 0-100 种选取一个数字，获胜的规则是，你选出的这个数字，最接近其他参与者选出平均数字的一半！也就是说你得想想别人最容易选出什么数字，有人可能张口就来是 50，这绝不可能，因为这意味着别人都会选择 100，而选择 100 是没有任何可能赢的，那么如果别人都选择 50，我们就要选择 25，但是别人会这么想吗？刚才说了，选 100 是不可能的，所以别人可能也想到了，那么他们都选 25，我们就该选择 12，这个东西我想到了，别人也许也会想到，所以 6 或者 3 可能更加靠谱一些。如果将这个一直切分下去，那么可能结果就是 0，也就是聪明人太多，这些聪明人，最后形成了市场的反身性。

这就跟投机是一个道理，你要想到别人出什么牌，才有可能短期投机

成功,但是你的想法,可能也在别人的考虑之内。所以只要拉长周期,错误就会明显出现。所以很多人都问过老齐,市场行情明显结束的信号是什么?其实永远不会有这么个信号,因为一旦这个信号成为共识,那么他就已经失灵了。

真正的价值投资者,只关注一件事,那就是企业整个生命周期中,分红现金流,而投机者则会关注很多东西,比如某些事件对于企业的反应,其实主要是猜其他投资者会做出什么反应。比如看到油价下跌,就会觉得利好航空,这个所谓利好,其实就是别人也这么想。你在他们之前行动,别人在你后面把价格推高,你就从中赚钱了。但是,如果别人走在了你前面,那么你就赔钱了,所以同样的事件,可能出现两个结果,主要是看谁能走在前面。

所谓投资的难点,无非就在于你不知道这个东西到底值多少钱,举个例子,如果 100 块钱的纸币,让你去用 80 买入,你买不买?当然买,买完之后,这张纸币的价格可能跌到了 50,你会慌张吗?显然不会,因为你心里非常笃定,他就值 100 块钱。所以大家都这么想,他也就根本跌不下来,债券就是如此,国债的波动非常小,因为所有人都算的清楚他的价格。企业债为什么波动大,就是因为有时候他会违约。而股票波动更大,就是因为大家对他的估值产生了分歧。有人觉得值 100,有人觉得可能连 10 块都不值。

那么我们要想做好市场的投资,就要努力的去抓一些确定性的东西,这些数据越是全面,你的信心就会越足,比如我们无法预测每天的股价波动,但是如果放大到 50 年,我们会发现,市场平均收益,近乎于一个常数,就是扣除通胀之后,大概是 6-7%,所以当市场连续大跌的时候,我们买入进去,未来的回报肯定更大。而市场大涨之后买入,

未来的预期回报可能就会降低。这就是我们所谓的胜算。同样的，在你的组合里，多元化的配置低估值的股票，这就会大大降低你踩雷的风险。

股票投资的收益，跟交易的便捷程度负相关，交易越是容易，大家就越是赚不到钱。原来买卖股票需要到交易大厅，填单子排队，手续相当的麻烦，所以持有时间非常长，1960 年纽交所的平均股票持有时间是 7 年，而现在可能连几个月都不到。甚至连基金的持有时间现在都很短，2020 年支付宝平台的数据显示，基民们平均持有基金的时间只有 337 天。绝大多数人，已经变得越来越没有耐心了。

下面我们来看，成功的投资者应该有哪些心里特质，首先就得说巴菲特，你得有耐心，他提出，每个人一生当中大概有 20 次重大投资机会，企业经营是一种长久的承诺，投资也是如此，所以我们必须要制定严苛的选股标准，并且耐心的等待时机的降临。但现在绝大多数投资者，包括那些基金们，经常一天时间，就用完了这 20 次机会。所以你很难说他们足够的慎重。甚至非常的草率。

成功的投资者，需要有训练有素的直觉，直觉这东西是需要靠训练的，不能每次都从头开始思考，比如我们看到投资者开始狂热，第一反应就是要防守。这就跟体育运动差不多，比如足球运动员，见到飞来的足球，一定是伸出脚而不会是手。篮球运动员就会截然相反。那么我们也必须要训练自己这种市场中的反应能力。

还要有理智的决策，能够客观地看待事物，不要固执的认为自己的预言一定是事实，在投资中，一定要勇于认错，并善于发现自己的情绪偏差。比如过度紧张，过度焦虑，这时候，最好不要做出决策。此外我们还要做一个怀疑论者，充满好奇心，但又怀疑一切。金融领域充

满太多的假象，也有太多编造的故事，所以千万别轻易相信。

独立思考，这个也很重要，投资中什么也不做，就可以避免犯错，所以适当的懒惰是可取的，但在思考上千万不能懒惰。千万不能人云亦云，一定要结合自己的实际情况，进行思考。当然这种思考是建立在你强大知识储备基础上的。如果啥都不懂，那么肯定也不可能有独立思考能力。记住，成功的投资家都是孤独的，他们的想法肯定会有别于常人，所以总是不受认同。这时候你就要有一颗强大的心了。

再来说说乐观，很多成功的投资者，把自己的成功归结为乐观，这也是投资者最根本的品质，相信未来会越来越好，才是投资的基础逻辑，坚持信仰确实很难，甚至过度乐观会迷失方向，承担过度的风险，但过度悲观，你就会错失投资的机会。那些在投资中失败的投资者，几乎无一例外的都是在不该乐观的时候乐观，在不该悲观的时候悲观。那么什么时候才是应该呢，老齐告诉你个方法，当别人都很乐观的时候，我们就该悲观，当别人还没有乐观的时候，我们就应该是种保持乐观，这句话你应该记在心里。当别人都很乐观的时候，我们就该悲观，当别人还没有乐观的时候，我们就应该是种保持乐观，

投资中唯一确定的，就是有太多的不确定性，只有优秀的投资者，才能长期对不确定性应对自如，买家和卖家永远是对手盘，你买入的时候，别人一定在卖出，那么你们两的思维结果就刚好相反。那么你们两谁的思考更正确，谁的行动在先，谁的行动在后。所以老齐一直提醒大家，在你做出一个投资决策之后，一定多想一想，未来其他的投资者会怎么想。你永远用第二层思维，去考虑其他投资者的反应，这样就能够领先他人一步。记住你的对手盘永远不是股市，更不是那些事件，而是那一个一个的人，其他人怎么想，在大多数时刻都是不确

定的，但也会有很多确定性的机会，比如整个市场还会出现恐慌，就说明市场价格并不会太高。当市场已经不反应利空了，那么基本上就快完蛋了。这就是我们通过行为学抓到的确定性机会。

下面我们来看投资中的盲点，大脑可以在信息不全的情况下，迅速做出决策，这是人的本能，如果没有这项功能，我们会陷入永无止境的研究工作当中。永远无法做决定。人们会主动回避，自认为与问题无关的观点，但其实我们忽略的一些观点，往往与问题有关。比如我们很多人进入投资市场，压根不想学习，就想跟老齐打听，你就告诉我买哪个吧。这样的人在现实生活中，竟然是大多数。他们认为，只要有一个投资专家告诉我买哪个，我就能赚钱了。其他的都不重要，但真是这样吗？显然不可能。你必须清楚你想要什么，自己能承担多大风险，以及自己的承受能力。这些东西很重要，明天我们继续来讲，这些被我们忽略掉的盲点。

【4】大钱细思 4：不要对投资收益过高

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，大钱细思，昨天我们说了，自己了解自己很重要，给你一套方案，不适合你本身的承受能力，那么等到风险一来，你就谁也不信了。任何投资理财，一定都是和你的年龄，收入，资产规模还有风险承受能力息息相关的，绝不是收益越多越好，即便有产品收益能做到很高，但也未必适合你，拿不住的话，这些收益也最后压根就不属于你。比如有个人，他的目标就是退休之后有稳定的退休金，那么他的组合当中就必须要有股票，但不能是过于活跃的股票。要以稳健为主，他的组合可能跑不赢指数，但对他自己来说，却是最有效的，也是能够赚到钱的。

现在很多人都会去银行买基金，银行的理财经理会给你推荐各种产品，那么你要想一想，这些人的利益是否跟你一致，是你赚了钱，他们才能赚钱呢？还是只要把产品卖给你他就赚钱了，显然是后者，所以他们只会卖给你那些最好卖的，佣金收入最高的，以及热门的爆款产品。那么你买入之后，就会很快产生损失。同理可证，那些券商的客户经理，一定会让你频繁交易股票，因为你只有频繁交易，他们才能取得佣金收入。所以你在听取专业人士建议的时候，务必要考虑你们的利益是否趋同。

关于投资策略问题，作者也提醒投资者，不应该期望过高，交易能否打败市场，这个事也不一定，需要看他有什么优势，是否容易被模仿，需要有理论和数据支撑，还要剔除手续费，比如主题轮换策略和多因子策略，这是常见的策略，说的是在热门行业中来回切换，但这些策略缺乏足够的数据理论支撑，不一定会有效。

作者经常用的逆向低估策略，这个就有理论支撑了，他不但可以赚到市场的平均收益，还可以赚到价值回归的价差，所以一定可以跑赢市场。当然他也说，这种机会并不会经常出现，只有当投资者不顾一切的进行抛售的时候，才会出现廉价筹码。原来老齐的老师，就教给我，一定要多研究那些创出一年新低的股票，只有这些股票有可能被低估。很多基金的投资者，天天盯着基金经理的持仓去看，甚至指导基金经理，你怎么买这个不买那个，这其实就多此一举了，你应该知道的是，这些标的是怎么选出来的，也就是说，主动基金的投资原则和投资策略是什么，比如作者的基金，就是逆向低估值，在估值最低的股票中，选择业绩可持续的。当然，主动基金想打败指数，但是长期来看，大多数是跑不赢指数的，如果你认为跑不赢指数是一种风险的话，那么就应该去投资指数基金。这样你至少不会被打败。

很多人都劝我们，应该买生活中最熟悉的股票，但是熟悉有时候也就意味着高估，前面我们也说了，1972年-2016年，投资于标普500指数当中市值最大的股票，那么复合收益率只有不到4%，远不如指数的平均涨幅。作者所说的熟悉，就是得去了解消费者为什么用这家公司的产品，为什么不用其他公司的，这种商业模式如何盈利，公司利润如何增加。他的增长体现在什么地方。有时候能力圈就跟朋友圈一样，虽然你的通讯录里有几千个好友，但是通常你最熟悉的人也就是2-3个。你得像了解好友一样，了解你要投资的行业才行。当你严格筛选你的标的，减少你投资的次数的时候，概率的优势就会站在你这一边。为什么那么多投资大师，都爱投保险公司，就是因为这个行业可以被准确的预测，因为他的样本数据足够大，最后会接近平均值，比如寿险公司给100万人上保险，每人是1000元，总额10亿，那么根据

精算师的测算，最后死亡人数也就 1 万人，每人理赔 65000，这就是 6.5 亿，再加上 25% 的销售费用和管理费，最终成本是 9 亿，那么也就是说保险公司几乎肯定可以赚到 1 亿美元。人寿保险是一个小幅增长的市场，他不会过时，而已不会有超额利润。大家都是根据概率来控制成本。保险公司拿到现金流，有时候也会投资一些债券类资产，这些东西收益也很稳定，所以也比较好测算。一般具有不确定风险的都是那些巨灾保险，或者保险公司拿着钱去投了很多收益更高的垃圾债。最终引发资不抵债而破产。比如在 2007 年金融风暴中，美国国际集团 AIG，参与了过多的信用违约互换，也叫作 CDS，而这些东西的投资者，就相当于在跟 AIG 对赌，赌那些高风险债券会不会违约，最后 AIG 输了。他不得不增加保证金，让流动性吃紧。产生了巨亏。股价一度暴跌 98%。要不是美国政府出手相助，他就只能倒闭了。作者说，自己当时也投资了 AIG，忽视了 CDS 上的风险。

没看懂的东西，就意味着巨大的损失，作者也不例外，AIG 的进化发展，出现了太多的衍生工具，所以对次贷危机，他也没能提前反应。这也是作者所说到的教训，将自己的知识应用在了不太熟悉的领域。索罗斯有句话很有哲理，叫做我之所以有钱，就是因为我知道自己什么时候错了，大部分投资者都使用的是自上而下的投资策略，也就是先了解宏观，然后再找到适合于当下宏观的条件行业，最后再去找行业中的好公司。但是作者说，效果并不理想，只有少数人在宏观策略投资上，获得了可观地财富，比如罗杰巴布森，他成功预测了 29 年股灾，还有索罗斯和保尔森，他们分别做空了英镑和次级债。作者年轻的时候，也醉心于宏观研究，但现在他对此不是特别感兴趣了。因为经济的定义，似乎并不固定，比如如果你实现不了 GDP 的目标，

那么只要更改一下 GDP 的计算方式就可以了，把一些卖淫嫖娼，贩毒等非法行为也计入的话，那么 GDP 轻松就提高很多个百分点。所以如果 GDP 的计算定义，都不能确定的话，那么通过他来研究市场，自然也就效率不大。

宏观经济理论，无法解释股票的价格波动，作者说就好比 we 玩的传话游戏，传着传着一句话就完全走样了。在经济和金融事件中，每个环节都可能存在着以讹传讹的误差。最后的结果也就谬以千里。所以这就要求投资者务必学会随机应变，不能够言听计从。

作者原来在德崇证券就负责预测数据，预测这些东西的方法其实很简单，就是根据过去推导未来，比如如果消费者物价每月平均增长 0.2%，那么他也就预测下个月的数据是 0.2%，如果一个公司的每股收益每年都上升 10%，而去年同期是 50 美分，那么今年他就会预测为 55 美分。所以券商的预测方式其实非常简单，也非常粗暴。你看券商给的研究报告，基本上每股收益都是能够稳健增长的，但现实中几乎从未发生。作者也解释，他们也不愿意这么预测，但是没办法，就是有太多的客户愿意听这些不靠谱的结论。

有的时候就更过分了，主题先行，也就是领导让他研究，减税对经济的好处，这是一个想当然的结果，但根据作者的研究，结论并非如此，在美国税率最高的 41 年到 64 年，是美国经济发展最快的时间段，而从 80 年代过后，税率大幅下降，但是经济增长却越来越慢了。

预测未来需要同时具备两个条件，才能为你赚到钱，1 是与他人的观点不同，2 还得正确，老齐再补充一个，还得是大概率胜算，换句话说，你即便猜对了，但大多数人也都猜对了，那么你也赚不到钱。反过来，你刻意的跟别人保持不同，但是自己的观点错了，那么你也会

赔钱。所以这就要求我们，必须得猜那些特别难的东西，但还不能是小概率的东西。比如中国踢巴西，谁都知道巴西赢，那你也去说巴西赢，是没有任何意义的，问题来了，你敢押中国赢吗？这个概率就太低了。但在股票市场会有这样的机会，比如市场不断下跌，大家都没有信心了，我们去赌股市不完蛋，这个概率其实就是很大的。完全符合这 3 个条件。逆向，正确，大概率。所以这就是千载难逢的捡钱机会了。

基于相同信息去做预测，你很难产生不一样的想法，所以你要想与众不同，得用一些其他的方法，你可以用一些追踪价格变化的因果关系，去发现，大众尚未掌握的一些要素。那么这又是什么意思呢？咱们明天接着讲。

【5】大钱细思 5：你是价格投资者？还是价值投资者？

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，叫做大钱细思，昨天我们说到了，投资者要想与众不同，就得追踪价格变化的因果关系，发现大众尚未掌握的一些因素。比如在 2020 年，8-9 月份黄金不断大涨的时候，我们就率先提出来，黄金价格跟美债走势负相关，当时美债已经在悄然回升了，所以黄金价格将很有可能变盘。让大家果断止盈了黄金，这就是你能够比别人多知道一点因果关系，然后能够提前行动。当然不可能每个投资都有这么清晰的因果关系，但这都不重要，你只要掌握你熟悉的投资中的因果关系就足够了。这足以保证你可以比别人先走一步。

价格投资者关注的永远是价格上升，40 买的，跌到 35 他就受不了卖出了，但如果是价值投资者，他认为价值 50 块钱，那么从 40 跌到 35，他应该更加兴奋的买入才对。只有当估值跌破价格之后，他才会离场而去。所以这也是我们所说的左侧交易和右侧交易的问题，他完全是两套不同的玩法。千万不能混淆了，有些人基于价值买的，但是却拿不住止损了，还有的人基于价格买的，结果股票跌了，又开始学起巴菲特长期持有了，你那不叫价值投资，就叫长期被套。

作者举例，世界上最伟大的经济学家凯恩斯，在早期用了自上而下的投资方法，但是却产生了巨亏，在大萧条之前，他就破产过一次，在大萧条当中，他的个人资产蒸发了 80%。他管理的英国剑桥大学国王基金，在整个 20 年代的表现也明显弱于指数。所以可谓是很失败，后来凯恩斯在投资上有了一个巨大的转变。这就是试着反向思考，自下而上，用微观视角，从企业出发。作者说对于公司个股的分析，要比经济分析简单的多。有些企业赚不赚钱，你是一眼就能看出来的，

至于未来的增长，也基本上都是确定的。唯一需要你做的，就是等待一个相对有利的价格。而这个价格，很可能在熊市的时候出现。所以最专业的投资者，一般在熊市的时候才会出手买股票，而在牛市的时候，都在积攒现金。

作者这里面还举了一个投资中国公司嘉汉林业的例子，这算是一个反面教材了，当时一个朋友介绍，他投资了这家公司，他的财报显示，账面价值的一半，是利润的 3 倍，业绩很好。市盈率很低，很快他的股价开始上涨，同时他不断地发行新股，但发新股之后股价继续涨，这时候作者已经有点蒙圈了，觉得有点不合理，怎么可能生意那么好呢？甚至他声称的自己的砍伐量，已经超过其合法配额的 6 倍还要多。后来作者发现创始人和高管在套现，于是他也就开始减仓，但不久，金融危机股价暴跌，但更惨的还在后面，浑水公司做空嘉汉林业，说他财务造假，找到中间人自己卖给自己，捏造利润数据。最后该公司只能申请破产。作者在这件事上的反思是，当你不太了解一家公司的文化和一个国家的法律之后，不要轻易出手。

其实投资就是把钱交给别人，投资股票是把钱交给公司，投资基金，是把钱交给基金经理，所以这本身是个合作的关系，所以找一个诚实，又有能力的受托人是非常重要的。如果他们的管理能力不佳，那么就是在浪费股东的资本，如果缺乏诚信，那就更是可能会坑害股东，侵吞公司的资产。所以投资的关键，其实是找对人，把钱交给比你有力量的，且十分可靠的人，这才是最重要的事情。

作者强调，他们关注的是特质，而不是管理者的某个商业决策是否成功，因为特质是不会改变的，而商业策略一直在改变。这里老齐解释一下，所谓特质，也就是他们一直在做，但竞争对手却没有做，或

者是做不好的事情。比如雷军，他就一直有个特质，永远去做趋势上的东西，一直在打造他的家电流量入口，物美价廉，流量思维就是小米的特质。美团的王兴也是如此，他的特质就是在人与服务之间，建立连接。从分析师的角度来说，研究公司的特质并不难，只需要评估一次就够了，但是追踪公司的战略，就需要不断地更新。

作者说，他开始了解一家公司的时候，会假设自己是公司的潜在客户，了解公司的网站，产品和实体商店，关注有关他的每一个论坛和消费者的口碑。好公司的特质，自然而然就会出现在你的眼前，甚至你闭着眼睛，都应该知道他的独特特质，那么有人说，我就是看不出来，该怎么办呢？如果经过一小时的努力，你仍然摸不着头脑，那就放弃好了，说明你根本不太了解这家公司，也自然就不该去投资。

哈佛商学院的战略大师迈克尔波特认为，成功的商业策略，在以下两类机会中做出极端选择，1 是公司要么能够主导整个产业，要么做精某一行业的细分领域，2 要么以产品的品质来赢得市场份额，要么通过价格优势来赢得消费者。如果当公司分不清楚你的客户群体的时候，必定会遭遇到运营的问题，同样的你又想追求品质，又想追求低价格，那么也会陷入两难的境地。

作者举了几个例子，比如谷歌，他已经成为了搜索的代名词，足以说明在行业中的领先地位，而且谷歌还在不断地创新，专利数量越来越多，2006 年只有 38 项专利，到了 2016 年谷歌就申请了 2835 项专利。还比如沃尔玛，他的特质就是低价胜出，一个家庭几乎所有需要的商品，都能在沃尔玛买到。他实现了单店复制的盈利模式，以量补价，通过大量销售，进一步降低成本，提高竞争门槛。沃尔玛也从不
在高租金的地方开店。

政府雇员保险公司，也就是 GEICO，巴菲特最爱的这家公司，他的特质也是低成本服务特定客户，一开始他们只向政府雇员提供保险，因为这部分人有稳定的收入，驾驶安全性更高。所以他们不需要大量的销售，于是就精简了销售团队，将保险直接卖给投保人。省去了中间环节。

还有一个叫做汉森天然饮料的公司，也就是我们前面提到的怪兽饮料，他原来是打造天然果汁的公司，后来在功能饮料市场，发了大财，就是因为他发现在这个领域，有太多的添加剂，而他则打差异化，强调自己的纯净，自然，口感也比佳得乐更好，全部都是植物提取物，于是就获得了完全差异化的定位。销量开始快速增长。后来完全超过了他的水果饮料的主业，最后干脆把公司名称改为了怪兽，被可口可乐收购了小部分股权。

在投资中我们要明白，你虽然拥有证券，但是决定证券价值的是公司的管理者，所以找个诚信的管理人非常重要，否则他们可能会经常损害我们这些投资者的利益。作者说他有一个绝招，那就是看公司的资产配置，是否有足够的效率，也就是说管理者是否将资源最大程度的配置在了利润和效率最高的项目上，衡量公司是否成功的两个指标，一个是回报率，一个是贴现值，有一个指标用来衡量回报率，就是我们熟悉的 ROE，净资产收益率，他的值越高，说明，公司管理层，将股东利润最大化的程度也就越高。在巴菲特眼里 roe 超过 15%就已经算是好公司了，但是作者发现，美国烟草的 ROE 超过 50%，大牛股菲利普莫里斯接近 30%。作者说，ROE 的相对排名，就是未来投资回报的先行指标，翻看资本市场，长期的 ROE 平均水平，基本就等于你的长期投资收益率。在 A 股市场也是如此，连续 10 年 ROE 超过 20%

的公司，一共才 6 家，包括视源股份，健帆生物，贵州茅台，伊利股份，海天味业，晨光文具，除了健帆生物上市时间尚短，看不出结果之外，其他的 5 家公司，基本都是至少 10 倍以上的涨幅。所以这就是作者的观点，找到一家持续赚钱，而且赚钱越来越多的公司并不难，我们根据一些财务指标的特征，能找出很多这样的公司，但关键就在于你买入的价格。是否能在一个低估的价格买入。老齐认为，熊市里，特别是持续一年以上的熊市里，这些公司其实都可以闭着眼睛买。比如在 2018 年底买入上面那 6 家公司，涨幅最小的是伊利，这 3 年也涨了一倍了。像晨光文具这样的，涨了 近 5 倍上去。那么还有哪些方法，可以判断优秀的公司呢？我们明天接着讲。

【6】大钱细思 6：基本面当中最重要的因素到底是什么？

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，大钱细思，昨天我们介绍了 ROE 来判断公司的未来收益。举到了烟草公司的例子，作者说他的销售成本不到销售额的 30%，也就是说毛利率很高，扣除各种费用之后，营业利润仍然能保持在 34% 的水平。老齐解释一下，所谓营业利润率就是营业利润比上收入，很少有公司能有如此丰厚的利润率，标普 500 指数中的公司，平均的营业利润率只有 12%，所以烟草公司显然要高出很多。在 A 股市场中，营业利润率连续 10 年大于 30% 的公司，也只有 70 多家，而且还有很多都是银行。扣除掉金融之外，白酒和医药是比较多的，比如我们熟悉的洋河股份，健帆生物，我武生物，五粮液，茅台，皖通高速等等。另外就是要看一个公司的增长速度，还是以生产万宝路的公司菲利普莫里斯为例，他除了在美国销售烟草之外，还把业务延展到了发展中国家，凭借其品牌优势，在全球进行销售。这是其他烟草公司所不能比拟的。菲利普莫里斯的做法是，把营销资金都花在来核心品牌万宝路上面，这就是一种对于商誉的投资，不断的打广告，品牌也就越来越响。后来他还进一步创新，做出女士香烟，进一步打开了一个全新的市场。在长达 25 年的市场竞争当中，菲利普莫里斯成为了市场领导者，也成为了美国历史上最赚钱的股票之一。

每个投资者对于自由现金流的定义都不尽相同，作者的定义是，经营活动现金流减去投资行为所需要的全部现金，也就是说，你通过经营活动取得了多少现金入账，扣除掉你维持必要生产经营，以及用来扩大在生产的投入，就是你的自由现金流。最好的公司，是那种大把收钱，但是不怎么花钱的公司。这样他的利润才能被股东给拿走。

所以这就有一个特别的点要注意下，自由现金流是投资当中一个非常重要的因素，如果自由现金流是负数，也就是说他可能赚钱了，但是却又都用于下一轮的资本投入当中，那么无论他的利润多高，净资产收益率多高，都是没有用的。所以这是投资者审视财报的时候，必须要看的一个点。老齐给你解释下，就好比一个人，是个北漂，收入很高一个月能有 4-5 万，这在老家人眼里已经很惊艳了，但是这些钱并不全是他的，他要租房子，还要用于应酬，给别人送礼，还因为没有户口，不得不把孩子送入更贵的私立学校，所以最终发现，尽管收入与很高，但是也依然是月光。还不如在老家月收入 4-5 千的同龄人存款更多。那么这个人你觉得他有前途吗？一旦收入中断或者倒退，他可能立马陷入中年危机。公司也是如此，没有造血能力的公司，其实是非常危险的。但现实中其实很多公司都在为了追求扩张，过度使用现金流，不愿意让钱闲着，所以我们这时候就要分辨了，他这个钱投出去到底回报率怎么样？

作者说，为了判断负的自由现金流是否值得担心，他又提到了两个指标，是营运利润与总资本，也就是他已占用资本回报率，ROCE，计算公式是，当期息税前利润÷当期平均已用资本，看看 ROCE 和 ROE 是否接近，如果两个值基本接近，那么就踏实许多。表明他没有太多负债，在经济低迷的时候，会有更多的调整空间。

再来说说股息，通常来说，股息反应公司的盈利状况，但是支付股息本身，并不能创造财富，他只是在分配财富，过去，很多公司都从盈利中支付一半以上的资金用于分红，但现如今，大多数分红都不到公司利润的一半，其中有很多是税收原因，还有机构投资越来越多的原因，大家不希望上市公司分配利润出来，即便分红了，他们也还得再

买回去，这一来一回要白交好多税和手续费。所以最后大家达成了共识，你只要能把股息的钱都好好利用，让股价提高，我们就都双手支持。

那么一家公司给予高股息分红说明什么呢？第一，说明公司对于项目的要求较高，找不到符合标准的好项目，所以将红利分给大家，第二，机会缺失，他没有找到太多的扩张机会，特别是大公司，很可能已经开始迷失方向。举个例子，比如烟草公司，他们支付了四分之三的利润作为股息，说明他们现在也不知道该干点啥了，而作为对比，巴菲特的伯克希尔哈撒韦却从不分红，因为在巴菲特眼里，总有回报率更高的事情可以做。这就是资产管理能力的不同。所以现在你也就应该明白，为什么格力分红那么多，股价估值却依旧不高，就是因为大家觉得他已经找不到太好的方向了。属于是有钱没地方花了。

作者说，如果通过股息来挑选股票，那么还要确定另外两个条件，1是相对稳定的行业，2是相对较低的市盈率，最好再看看公司的现金流是否足够稳定。如果你无法判断，资产的价值是否会随着时间的推移而缩水，那么最好就先慎重。比如一个公司，全靠租房产生现金流，然后分红，看起来现金流很好，也很稳定，但是这里面有个雷，那就是房子的价值会随着时间的推移而缩水。此外还要小心那些，股息收益很高，但同期股票数量和债务水平也迅速提升的公司，比如华夏幸福，还有以前的乐视。这都是非常不好的信号。说明有人在借着分红，掩人耳目，吸引投资者跟进。

下面我们来看股票回购，回购的核心标准是价格是否足够便宜。其实回购跟分红一样，都是财富分配问题，而不产生价值。与分红不同，回购股票可以重新分配股东的财富比例。假如回购价格高于内在价值，

那么也就是说，卖出股票的人将会受益，而保留股票的人受损。反之，低于价值买入股票，那就是持有股票的人获利。所以一般情况下，大股东回购最应该发生在熊市低点上，牛市里面回购股票，反而是在鼓励大家卖出。

不过，实际情况可能有所差异，往往在市场运行良好的时候，大家回购股票的数量比较多，其实目的就是想通过这种障眼法，来拉升股票价格。增加投资者信心，比如 2007 年美股大幅上涨的时候，标普 500 成分股回购总计 1710 亿美元，但是一年半以后，指数跌去了一半，此时市场应该是大幅回购的时刻，但此时回购只有 310 亿美元，原因可能有几个，1 是这时候公司本身也不富裕，钱开始变得捉襟见肘。2 经济危机中，他们也不看好自己公司的未来发展了，所以也产生了信心不足，3 完全没有必要了，他们即便回购，也撑不起股价了。

科技公司中员工持股是比较多的，所以投资科技公司一定小心，股价上涨，期权升值，最终员工会考虑兑换手中的期权，这使得股票数量增加。有些公司会紧急回购股票，以保证股东权益不变。

在投资基金的时候，基金管理者的人品是非常重要的，作者说，他认识一个前同事，叫做霍姆，这个人非常有能力，管理的对冲基金，曾经一度使得一家造船厂倒闭，所以它也被称之为金融恶棍，后来 2007 年，美国证监会，指控霍姆，说他管理的基金，通过对倒操作，拉高出货操纵市场。然后自己获利，让自己掌管的基金，最终高位接盘。于是他突然辞职跑路。最终潜逃国外，但后来还是被抓了回来，最逗的是，报应循环，他多数非法所得，都投入到了麦道夫的基金里。也被骗了个干净。

麦道夫我们都知道，他是迄今为止世界上最大的庞氏骗局，曾经一度

是纳斯达克董事会主席，谁也不可能想到，这样一个传奇的资本市场大亨，竟然是一个骗子。此外诈骗的事还有很多很多，作者也提到了安然公司的例子，著名的财务造假案。这些东西百度就能查到，这里我们就不多讲了

作者说，在他的投资生涯当中，有六件事会让他警惕，1 就是撒谎的公司，公司经营中经常会遭遇到各种困局，有很多企业不想让大众知道真相，因为这会让股价下降，或者让自己融不到钱，又或者士气低落，甚至有被收购的风险，所以很多企业都选择说假话，或者做一些合理的解释，他们认为这是善意的谎言，但这些东西会让问题变得更糟糕。明天我们继续来讲其他的几个警惕事项。

【7】大钱细思 7：6 个警惕事项！让你避免踩坑

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，叫做大钱细思，昨天我们说到了，作者的 6 个警惕事项，第一就是说假话的公司，第二是，失职的审计，外部审计的初衷是保护投资者和贷款人，所以会计师务必要保持公正公开，这是投资者最后的底线，安然和安达信就串通一气，做了假账，最后安达信也付出了致命的代价。麦道夫案也是如此，他雇佣的审计公司，只有一名员工，事后该公司承认，15 年来从没做过任何实质性的审计工作，所以一些审计公司，应该被我们列入黑名单。他们负责审计的上市公司，也就不要再投资了。比如审批康美药业的广东正中珠江会计师事务所，就应该被拉黑。他在资本市场的客户有 90 多家，这些公司，应该引起注意。

第三个警惕事项叫做内部董事会，公司经营不佳，应该归咎于董事会，优秀的董事会成员，应该站在股东利益上思考问题，如果一个公司的董事会内部，大多数董事都是公司成员和股东的亲信，那么他就是一个内部董事会，意味着监管层与管理层没有完全分离。作者教给我们一招，就是看公司 CEO 的薪酬，如果 CEO 薪酬高过同类型公司许多，那么他可能就存在一个内部董事会，一个不监管高管薪酬的董事会，可能在财务上也存在着疏忽。

第四，叫做漂亮的汇总数据，应该警惕那些业务扩张过快的公司，比如大量收购公司，这就经常扰乱大家对于会计数字的判断。那些财务造假的企业，基本都会大量收购其他公司，从而掩饰真正的数据。作者说，公司在快速扩张的时候，其实很难保证所有业务都同时运行良好。

第五，金融公司，这是诈骗高手的聚集地，比如 10 亿美元的资产，大多数银行都会把它变成 100 亿存款和借款，所以实际抵押物其实严重不足，而且很不透明。历史上的著名欺诈案，很多都会牵连金融公司。

第六，阳光灿烂的富人天堂，作者指明的就是佛罗里达，富人聚集的地方，就会有骗子盯上。相对富裕的老年阶层，是最容易被诈骗的地方，麦道夫就是利用这种方式行骗的。

虽然每天都有欺诈发生，但是刻意行骗的公司还是少数，大多数公司都是被迫去做美化，掩盖一些事实，这些公司的会计账目中，经常会有美化的痕迹，比如伪造收益，虚报现金流，或者调整应收账款，存货或者无形资产，实际上，只要公司想要，他们就可以在会计报表中，拼凑出任何一个数字，而且还会让他看上去比较合理。老齐之前给大家讲过财务报表，其中最不可信的，就是利润。息税前利润这个东西，水分太大了。调整一下应收账款和应付账款，这一年的利润就完全不一样了。

优秀的研究员该如何发现这里面的问题呢？就是我们必须要阅读三张报表，也就是资产负债表，利润表和现金流量表，会计采用的是复式记账法，所以一张报表被伪造，其他两张报表一定会留下痕迹。当你发现三张报表上的数字，对不上的时候，往往这里面就有问题了，比如一家公司利润挺多的，增长也很快，但是现金流却差了好多。这就应该提出怀疑。在投资圈里有句话，没有被现金流验证过的利润，都是低质量的。还比如看到他的利润率，还要看他的债务情况，也就是说同样都是赚 30%，但你是靠着加杠杆赚出来的，那就比较令人担心。我们还有必要了解一下，他的资产和现金是否能够覆盖他的短期

债务。你的现金流增速比债务增速低，那么就很可能会爆发出债务违约风险。比如海航，华夏幸福，苏宁，这些公司都是这样，现金太少了，覆盖不了短期债务了，最后就只能暴雷。

对于创新的公司，作者通常会关注四类问题，1 是提前入账的销量，2 收入的真实性，3 将成本分摊到过去和未来，4 未披露的负债。应收账款周转天数较高，或者正在上升，就是前两类问题的警示信号，公司经常在还没有收到钱的情况下，就把收入计入其中。还有的公司，故意延长固定资产折旧年限，从而降低成本。

最危险的财务欺诈就是未披露的债务，比如安然公司将数十亿美元的负债，隐藏在具有特殊目的的实体项目当中。这种公司都有个特性，那就是脚注会比较多，也就是帮助财务报表使用者深入了解基本财务报表的内容，作者说一般脚注比较多的公司，他就不看了。这里面通常都有问题，他们写这么多脚注，目的就是试图在隐瞒什么。好让整张表看起来更合理一些。特别是去解释那些，明显异常或者超标的东西。

作者举例，有个公司叫做弗莱德曼珠宝，他的财报中显示，应收账款和库存异常超标，说明他的销售肯定有问题，后来他重点看了现金流量表，发现，每年的现金流几乎都是负值，债务还在不断攀升。这说明他的收入，营运资金和账面价值很可能都是虚构的。而且公司还在不断地增发新股。原来是这家公司为购买珠宝的客户提供信贷，而且让一些信誉不佳的客户赊账消费，还把还款周期从 30 天变成了 90 天。这其实就非常危险了。

还比如一家医美公司，做香水业务，当时估值很低只有 8 倍市盈率，但他的销售额很大，利润却很低，毛利率 11%，净利率只有 1.2%，按

说分销业务薄利多销也正常，但是你的前提是得多销，怎么体现多销呢？就得看周转率，其他的同类公司，人家库存周转周期是 33 天，而这家公司的库存周转需要 135 天，作者甚至担心，香水会不会过期变质。然后他就跟这家公司的老板打听库存原因，但是他发现，公司竟然一问三不知。而且更诡异的是，这家公司过去两年，净利润是 250 万美元和 700 万美元，增长很快，但是现金却分别流出 3400 万美元和 2700 万美元。还更换了三家会计师事务所为他们来做审计报告。作者分析之后，便放弃了投资这家公司的打算，后来没多久，公司仓库就遭遇大火，该公司向保险公司理赔，而保险公司以人为纵火为由，拒绝理赔，后来他们又行贿消防官员，企图更改报告，结果被对方报警，最终公司只能申请破产。

所以这些故事告诉我们一个道理，事出古怪必有妖，当一切不合理的东西同时出现的时候，我们可能短期不知道是怎么回事，但是至少可以选择投。通常最后都会有问题。

还有一个例子，是造假息税前利润的，有些人说息税前利润不能被操纵，但是却可以被夸大，比如世通公司，当年是美国最著名的通讯商之一，当年由于竞争激烈，所以大家都在下调话费，于是世通公司的销售收入也下降了 10%，他说自己的线路成本上升了 10 亿美元。但后来美国证监会调查显示，他的实际线路成本被低估了 30 亿美元。其中 27 亿还被计入了资本，而不是成本开销。他通过这种手段，来隐秘的摊销掉成本。尽量做高自己的息税前利润。这个事怎么败露的呢，是因为他不断上升的债务出卖了他，他的长期债务从 2000 年底的 177 亿美元，1 年多就飙升到了 410 亿美元，在 2002 年 7 月，公司只能申请破产。他们一开始也是死鸭子嘴硬，死不认为这些是成本

开销，但这些都没有用，债务已经说明一切了。

下面我们再来谈谈企业的生命周期，用一句话解释就是，赚的多不如活得久，对于一个公司的股票估值，生命周期非常重要，影响价值的因素，主要就 4 个，也就是盈利能力，生命周期，成长性和确定性，再说一遍，4 个影响企业价值的因素，盈利周期，生命周期，成长性和确定性。

虽然巴菲特经常把现金流贴现模型挂在嘴边，声称要去计算公司未来的现金流量，然后贴现，再用安全边际的概念来应对不确定性，但其实他也很少对此公开讨论，他关注的其实是市场中的价格已经跌穿了极端保守值的股票。而不是预测公司未来现金流的情况。

如果一家公司生命周期是永续的，确定性又很高，那么理论上他给多少倍估值都可以。但事实上这其实很难量化，也许现在的热门行业，明天就过时了。我们认为现在的百年企业，明年就不复存在了。有人统计了 1900 年到 2016 年的 15 个行业中，所有股票的表现，在当年被认为是社会关键产业的蜡烛和火柴制造，现在已经基本完全找不到了。在研究中，经济学家发现，表现最好的行业是烟草，电气设备，化工，食品和铁路，而表现最糟糕的是，船运，纺织，钢铁，造纸，公用事业和煤炭。而在英国表现最好的行业是酿酒。在 A 股市场其实也有这个特征，往嘴里放的东西，通常都会确定性很高。生命周期也会很长。明天我们再来详细的聊聊，这几个行业的投资机会。这里面也要有所区别对待。

【8】大钱细思 8： 如何分析企业的生命周期

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，大钱细思。昨天，我们说到了企业的生命周期问题，比如铁路公司，在 20 世纪早期，他是一个新兴行业，美国也受益于铁路行业的大发展，铁路公司也在整个股市当中占据了很大的比重，后来航空和货运也发展起来了，但这两个行业的股票却表现不佳，铁路运输虽然权重下降，但是股价表现是所有运输行业里最好的，而且分红也是最稳定的。但到了 70 年代，铁路公司纷纷破产，曾经绝对的行业巨头，宾夕法尼亚中央铁路也没有幸免。铁路行业全面陷入财务危机。铁路货运的替代品价格成本越来越低，让整个铁路行业不得不陷入激烈的价格战当中。在客运业务上已经基本没有啥优势，而在货运业务上，它只能不断地降低成本。才勉强保住了对于航运的优势，随后，铁路慢慢的找回了自己的优势，维持了一个相对还不错的利润率，老齐解释下，铁路的股票并不是有多优秀，而是相比较之下，航空和水运行业实在是太差了。如果倒退 100 年，你绝对想象不到，曾经风光无限的铁路行业，现在竟然混成这样。

相比较来说，日常消费品行业，投资回报要明显高于其他行业，因为他的客户偏好很稳定，喜欢喝茅台的人，绝不会接受用二锅头来作为替代方案，更不会接受啤酒。电气设备也是增长较快的行业，老齐解释一下，这可能跟电气革命加上计算机革命有关，越来越多的东西通过电子设备产生应用，所以终端产品也就越来越多，使用也越来越普及，而化工表现较好，作者的解释是，医药行业纳入了化工板块。

我们再来说说，走下坡路的行业，之前说了，航运，纺织，钢铁，造纸，无一例外不是竞争非常激烈的行业，如果你是这些行业的从业者，

就会发现，可能任何行业都比这个行业要好。而周期类大宗商品行业，则始终是一个资本密集型行业，公司往往在倒闭和繁荣之间来回摆动。总结一下，如果一家公司在行业中没有替代品，也没有竞争者，那么他就会产生比较高的回报，存活的时间也会比较长，但这只是一个普遍现象。也有公司不符合，比如电力行业，他似乎也没有竞争者和替代品，但是公用事业最大的问题就是受到定价管制，所以他不太能够涨价。最后结果就是，煤炭价格低的时候，他会产生一定利润，但也不会特别多，但是当煤炭价格高的时候，基本又都赔回去了。所以不会产生太多的自由现金流。这些公用事业行业，最后也就产生了明显的周期属性。收入差不多，主要看成本，比如降息，或者原材料价格暴跌，这时候才是投资这些公用事业的好时机。

如果说盈利能力，这是投资中最重要的一个指标，但是不同时代，盈利能力是不一样的，比如在 60 年代，作者找出 90 家公司，利润率大于 20%，但是其中 14 家是铁路，12 家是制药，还有很多消费品行业和矿业公司，到了 2014 年，这些公司的优势不断缩小，但是利润率仍然比标普 500 平均水平高出 10 个百分点。制药，铁路，消费品，盈利能力依然较强，因为他们拥有比较强的护城河。当然作者选出的这些公司，也有很多破产或者濒临破产，有的利润率也已经降到了极低的水平。比如柯达，65 年的时候利润率高达 27%，2012 年已经破产。还有雅芳，这是消费巨头，当年利润率 27%，现在只有 5%，还有西北航空，这曾经是航空业的明星企业，利润率一度高达 25%，但是现在已经破产，被达美航空继承，利润率降到了 6%，还有施乐，做复印机的，当年利润率 30%，现在只有 8%。机械制造行业的卡特彼勒，也从 21%跌到了 12%。

整体来看，依然是医药和消费品，比较稳定一些，利润率变化不大，比如烟草，从 27%，还提升了 3 个点，到 30%了，好时巧克力，从 23%，只降到了 19%，吉列从 24%，降到了 19%。所以在消费品和医药行业，来找好公司，他的生命周期会比较长一些。确定性也更高。唯一的难点就是，你不一定能等到一个特别好的价格。所以熊市，特别是大熊市就显得弥足珍贵。到熊市里你要满足两个条件，1 是手上还有大把的现金，2 是确实胆子大敢买，但这两个条件，普通投资者往往都不具备。大家总是想起来就投资，经常几天时间就把资金给打光了。而真正等到好机会来临的时候，却总是觉得股市要完蛋了，经济要崩溃了，然后就避而远之。在看消费品行业的时候，我们要特别小心柯达这样的公司，不过这确实比较难以分辨，看起来好像是稳固的江山，好像也是所有摄影爱好者的刚需，但是一个技术突破之后。就整个被颠覆掉了。那么顺着这个思路，未来的空调可不可能被颠覆，苹果呢？似乎都有可能。那么如此来说，现在国内最大的腾讯和阿里巴巴的江山其实也并不稳固。

接下来我们看看周期性行业，比如石油公司，他们维持盈利能力的首要原则，就是开发成本不应该超过销售售价的三分之一，此外他还有一个运营成本，基本就是税收，和特许开采使用费。这个比较好预测，当油价大幅上升的时候，必然会引发供给的大幅增加。而供给增加，会平抑价格。最终让这种周期产品价格是大涨大跌。他的股价，并不具备持续上升的基础，所以如果你不能把握周期，不能把握这种波段。那么最好就不要碰这种生意。

作者也说，我们应该回避这种大宗商品上的交易，如果你非得要投资，非得选择一个品种，那就选石油吧，因为石油的供应量有限，需求端

基本刚性。所以他比较有节奏，跌下去也肯定会涨上来，而且有人会比你更着急，比如那些 OPEC 组织。2020 年中期，发生了一次原油负值交割的事件，也就是原油不但不花钱，还要倒找钱。这其实就是市场情绪极度恐慌之下造成的，老齐当时喊大家，可以抄底原油，但可惜后面遭遇到了外汇管制，原油基金不让买了，以至于成本没有摊下来，最后投资不是很成功，甚至有些朋友还赔了一点钱。但这个思路是没问题的，因为油价跌下去肯定会涨起来，如果连石油你都不相信了，那就最好别投资了。这么明显的价值，都不能给你信心的话，其他的东西，你也一定都拿不住。不过有一点，我们也要强调，随着技术突破，页岩油的开采成本越来越低，国际油价的中位数肯定也在逐渐降低的。所以我们可以抓那些低价上的机会，但是也不要过于贪婪。油价再涨到 100 多美元，其实难度已经越来越大了。只要过了 60 美元，美国页岩油就会集体开始井喷。供给会越来越多，此时 OPEC 也就再难左右价格，因为他们减产提价是没有意义的，美国人肯定不会听他们号令，所以他们减产就相当于把利润拱手让给美国人。等到油价 60 美元以上的时候，这些 OPEC 国家的价格联盟，肯定也会被瓦解。

老齐在提醒大家一点，原油公司的股票，跟原油是两回事，原油公司的股票说到底还是股票，受到原油价格和股市的双重影响，如果双双上涨那肯定是加倍上升，如果一涨一跌，那么结果就比较难以控制。所以油价低点，还得是股市低点，才是投资石油公司股票的好时机。否则确定性就会大幅降低。但其实很可惜，我们很多人都是在油价和股市双高的时候去投资的石油公司股票，比如 2007 年的中石油，48 开盘，14 年过去了，现在也才 4 块多钱。

下面我们再来看看，科技行业的股票，华尔街有句名言，富豪榜上，没有人是因为通过投资科技行业的股票发财致富的。只有一些风险投资家，科技企业的创始人，成为了亿万富翁。但在二级市场上，找这样的机会，实在是太难了。科技行业中做投资，不仅要具备卓越的洞察力，还要有特别好的运气，而且甚至运气会更重要一些。大家记住的只是乔布斯，比尔盖茨，扎克伯格，贝索斯，马斯克，但其实失败的科技行业创业者更多，甚至比比皆是。能够从这个行业脱颖而出，太需要运气了。明天我们就来仔细讲讲科技行业的投资。

【9】大钱细思 9：科技行业遵循的定律就是赢家通吃

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，大钱细思，今天我们来看看科技行业的投资机会和方法，科技行业是最难以投资的行业，每个人都希望成为下一个微软，下一个Facebook，但是很多企业基本都是转瞬即逝。以技术为重点的初创公司，他们通常成本都非常的大，会以牺牲盈利为代价，如果一开始就要求他们降低成本，那么必然会让技术落后与市场，所以这是一个悖论，大部分企业都会选择前者，也就是先不管 3721，先烧钱，烧技术，烧市场规模，但是即便你有好的技术了，他的生命周期也很难保证。这就是科技行业投资的最大难点。比如当年 阿里花了很多钱去烧来往，一直说自己的技术比腾讯更先进，但是大家根本无法感知，他就已经失败了。所以技术这个东西，并不是那么靠谱，你觉得你很先进，但有可能用户就是不买账，所以这有点想拍电影了，不是说你投入巨大，就一定有效果，用户的喜好，有时候难以捉摸。这有很多运气的成分，即使完全一样的东西，一开始不成，但过两年就成了，这种事也比比皆是。比如最早做电商的是易贝易趣，后来让淘宝翻盘了。最早做社交的人人网，完全复制了脸书的模式，但就是不行，最后微信翻盘。

很多的伟大发明，其实都是意料之外的东西，比如激光，微波炉，量子计算机，超导体这些都是没有刻意寻找，而突然出现的伟大创新，也有一些东西是刻意制造出来的发明，比如飞机，汽车，手机，机器人，这些都是有意为之。许多发明还来自于重新组合已知的技术，比如互联网是计算机和电话技术结合，Facebook 是电话，互联网，照片的结合，有的时候，这种最初的发明创造，与成功的产品之间，甚至

会相差出几十年的时间。比如 1910 年有人就在研究电动汽车了，但直到 1996 年才由丰田推出混动汽车。到 2010 年之后，特斯拉才逐渐把电动汽车普及。施乐复印机也是，他是把摄影和静电印刷结合，但是 22 年后才推出了复印机产品。

科技行业遵循赢家通吃的定律，摩尔定律大家都知道，18-24 个月，晶体管数量增加一倍，性能提升一倍，要么价格便宜一半，所以一旦你走上正确的道路，规模效应会不断地强化你的优势。让你不断的提高护城河。比如现在我们举国之力也搞不定最先进的光刻机。还有网络效应，也是这个行业的特点，比如亚马逊越强大，在上面买卖东西的商家就越多，商家越多，亚马逊也就会越强大。网络效应会让边际成本不断降低，所以可以最后实现赢家通吃。我们看到互联网行业的一个特点就是，一开始都是春秋战国，但最后基本上一个行业就会剩下 2-3 家公司。比如门户，游戏，搜索，网络视频，外卖，打车，无不是如此。

一般科技行业确实很难提前挑选出最后的赢家，所以作者说，科技行业的投资，通常都用 ETF，也就是行业基金的一揽子股票来代替。只要有人能够脱颖而出，就可以弥补其他失败者的损失。科技行业往往并不是遵循 2-8 定律，而是 2-98 定律，也就是 100 家企业的组合中，能有一家伟大的公司，一家十分不错的企业，50 家企业不赚不赔，48 家企业破产血本无归。我们需要从头部的两家企业中，背出后面 48 家破产的亏损。这才是科技行业的投资之道。所以他本质是一个概率的游戏，如果你只想投 10 家企业，那么最好别选科技行业。没有一定数量的支撑，最后会出现巨大的损失。作者举了个例子，当年 80 年代的时候，做磁盘的公司比牛粪还要多。但如今来看希捷涨了

100 多倍，西部数据涨了 50 多倍，其他的公司，大多已经不复存在。在投资科技的时候，我们一定要注意壁垒，也就是传说中的护城河问题，如果一个行业没有壁垒保护，那么他的高利润，只会吸引更多的竞争者加入，比如手机游戏行业就是这样，所以他很难诞生特别强大的公司。那么他的护城河能是什么呢？技术专利是比较好使的，比如光刻机，让你造你都造不出来，只能从我这买。这就很牛了。其他的护城河就不一定有用，比如牌照，通过技术可以纷纷绕开牌照，特别是在创新阶段，基本上也不怎么会管。比如当年的飞信，以为是移动的亲儿子就此吃香的喝辣的，结果人家分分钟绕开了。你的整个生意模式也就完蛋了。品牌也不怎么有用，因为电子产品一直在更新换代，一旦有了好的替代品，品牌忠诚度将毫无作用，比如一开始电脑，大家只认康柏和 IBM，但后来戴尔出来了，他们就损失大半。包括施乐公司，一开始就是复印机的代名词，但后来也随着竞争者越来越多，利润率越来越低。

电子工业对于过时更加敏感，最典型的例子就是柯达和诺基亚，他们拥有大量的先进技术，甚至有着很强的行业壁垒，也完全实现了垄断，但是另外一项技术出现，让他们成为了小众市场。就像诺基亚说的那样，我们没做错什么，但还是失败了。这就是科技行业投资的残酷性。你都不知道怎么就被社会给淘汰掉了。

那么这个行业该如何判断价值？首先要明确，科技行业可并不是一个利润和股价同步增长的行业，还比如施乐 1972 年的股价达到了历史最高点，是 2016 年股价的 2 倍，1972 年-1980 年期间，施乐公司的盈利增了 1 倍多，但是股价却跌了 60%，这个怎么理解？肯定是因为买贵了，为什么会买贵？因为你把它想象的太好了，甚至远远超出了

他的正常水平。老齐解释下，简单来说就是施乐足够的好，但是却没有你想象中的那么好，所以最后就没能达到投资者的预期，也就出现了失望情绪。市盈率这个东西，代表了投资者的预期，如果是市盈率太高，说明大家对他过于乐观了。而过于乐观的后果就是，你猜对了，也赚不到钱了，猜错了可能还会遭遇重大的损失，这里要重复一下之前我们讲过的一个要点，一定要在市场中寻找那些正确的非共识机会，而已经成为共识的东西，要尽可能的回避。而高市盈率，连续大涨，就是市场形成共识的一个明显标志。

作者并不反对 DCF 现金流贴现模型的估值方法，而是希望在这个上面，仔细思考一下企业的生命周期问题，但这个问题却又十分棘手，因为你无法预测一个产品啥时候就过时了，所以作者选择逆向思维，既然追踪一件产品，是否过时如此的困难，那么我们不妨换个思路，去寻找那些，本身就不太被看好的公司。也就是用，低市盈率和高现金流作为基础，来挑选科技股，如果一个科技企业，不被市场过度关注，但自己却能稳定的产生现金流收入，那么至少说明他稳定和安全。既然虚无缥缈的东西，我们把握不了，不如去把握一些确定性的东西。大家对他没什么期望，最后伤害也不会特别大。

企业的失败多种多样，但是压死骆驼的最后一根稻草，往往是负债过高。当借贷者渴望借钱，银行也愿意放贷的时候，一切都很美好，但是一旦经济逆转，开始衰退，公司最好的保护，便是拥有大量的现金。如果你发现一个公司，只能通过低价出售资产，来实现唯一的现金流入的时候，那么这个公司也就基本快走到头了。

那么是不是说，负债超过资产的公司就都不能投资了呢？作者说也并不是如此，比如穆迪公司，他的负债就超过有形资产，但是他却依然

可以投资，甚至 2021 年的巴菲特的重仓股里依然有穆迪的位置，是股神的第六大重仓股。之所以这样是因为，穆迪可以有强劲的现金流和强大的无形资产做保证。这些资产，大多数都没有体现在资产负债表上。他利用着垄断资源，不断地创造收入。就如同一棵摇钱树一样。所以这时候，负债就没那么可怕。

竞争护城河和强大的品牌，是真正的长期无形资产，如果没有他们，那么商誉就是极其脆弱的，最令人担忧的是负债雪球，公司不断的进行融资并购，在交易狂热的时候，管理层很少有时间去了解公司经营状况。资产负债表上的商誉可以反应公司的长期无形资产价值，这是评估并购价格的重要线索，这个东西会计是也很难说清楚。听不懂没关系，明天老齐给你解释，商誉到底该怎么看。咱们明天再讲。

【10】大钱细思 10：一些具体的投资策略

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，叫做大钱细思，昨天我们说到了商誉，老齐解释一下，商誉这个东西比较虚，一般交易的溢价部分都可以算是商誉，那么到底有没有这个价值呢？这就不好说了，比如有人收购我的公司，怎么作价？如果按照桌椅板凳和电脑卖，连 100 万都不值，这就是我们的公允价值，但是我们每年能创造几千万的利润，于是有人已经给老齐开到了 10 个亿的卖身钱，那么这个钱减去公允价值的那 100 万，剩下的差额，就只能计入对方资产负债表中的商誉，会计师是无法衡量长期价值的，未来如果我们能够提供更多的利润，那么就直接能反应到收购方的利润上，如果我们业绩没达标，越来越少了，那么商誉这个东西也就减值了。相当于资产缩水。

作者也举例，有个公司，疯狂的并购，资产和负债同时快速飙升，后来出现了问题。经济逆转，需求下降，扩大出来的产能都卖不掉了，营收现金流消失了，公司只好申请破产。还有一家公司，他的流动资产是流动负债的 2 倍，看起来还好，但是仔细分析，流动资产是存货和应收账款，而不是现金，所以最后销量大幅下滑之后，就出现了巨额负债无法偿还的情况。短期借款飙升。最后只能那股票抵押债务，股票数量大增，股价暴跌了 98%。

还有一些重资产行业，比如房地产，能源，公用事业等等，都是容易负债累累的地方。作者说这些重资产行业，大部分都并不是被竞争对手打倒的，而是被银行击垮的，往往在周期逆转的时候，这些大宗商品行业，公司倒闭往往是一片一片的。会集中在同一时间爆发，大部分都是因为银行抽贷，或者因为资产减值而无力追加抵押。航空公司

也是一个高危行业，他们经常是出现业绩亏损，有的能连亏好几年。最后一遇到突如其来的风险，就只能破产重组。比如海航，就是被突如其来的疫情给击垮了。

债务也叫杠杆，他能把好事和坏事，全都给放大，对于公司来说，账面上有些负债，往往可以让其运作更有效率，负债的程度，要取决于当下市场和公司的状况，而且要保证能够按时归还，这是最低要求。作者说，日本人做的公司，平均寿命都比较长，一般这些长寿的公司，都不是什么高科技，主要在烟酒茶糖，食品，餐馆，酒吧这些娱乐消费性的行业。而且日本人基本上不怎么加负债，在日本，有超过一半的上市公司，账上的现金就超过债务，这在发达国家中也是绝无仅有的。而且他们资产负债表中的商誉估值，也要比其他地区的更低。尽管日本人拥有享誉全球的知名品牌，和坚不可摧的特许经营权。

对于投资者来说，最理想的公司是既保持盈利，又保持成长，有一定的负债，让公司可以高速发展，但也不至于产生风险，意思就是说，你的资金流可以转的过来，这样效率最高，否则总是把大把现金放在手上，也确实浪费效率。

下面我们看看如何估算企业的价值，作者说，他的第一道筛选标准就是收益率，也就是市盈率的倒数，市盈率高收益率就低，市盈率低，收益率就会高，所以作者让我们记住，永远倾向于投资低市盈率的股票，远离高市盈率。还要注意，会计利润和现金流，并非完全相同，利润是否要用于再投资，也取决于，他未来盈利增长和现金流的贡献。简单来说，就是你可以不断地用于扩大生产，但是你扩大生产必须要有现金流上的结果。有些公司，拿钱乱投资一通，结果并不产生现金流，反而带来了一堆负债。比如，现在年轻人买房就是这样，好像我

资产增加了，但其实是你的负债增加了，你欠银行的钱是确定的，而你房子的市值是不确定的。你买房之后，每个月的现金，也是流出的。这就叫做负资产。很多公司也都在干着这样的傻事。我们看大败局里面，不少企业其实都是亡于扩张，往近了说，海航，乐视，苏宁，万达都是如此。

之前我们讲过一本书叫做投资策略实战分析，那里面的观点，这本书的作者也提到了，低价股组合的收益要明显高于高价股组合，简单说就是把整个市场 10 等分，按照市盈率排序，市盈率最低的 10 分之一，叫做低价股组合，这组股票的表现，长期跑赢指数。而且优势十分明显。相反市盈率最高的股票，总是收益率最低的。最低和最高之间，能差出年化 6 个点的差距。可谓相当巨大。

但是，大家注意，低价股组合是长期跑赢市场，但不代表一直跑赢，在牛市后期，市场投机氛围特别浓重的时候，反而是这类低价股组合表现十分不好。所以我们也看到，很多做价值投资的大师，一到牛市就被骂，一到熊市就封神，其实就是这个道理，他们的风格，不可能适应牛市。

作者举了个例子，比如 1999 年 12 月，他研究沃尔玛这家公司，说他已经持续盈利了几十年，股本回报率高达 20% 以上，他是所有零售商都敬畏的对手，几乎在零售领域里面，无坚不摧，当时他的每股收益是 1.25 美元，而股价已经涨到了 70，对应的是 55 倍市盈率，倒过来就是盈利收益率为 1.8%，于是作者做了个假设，如果他想得到 8% 的长期回报，那么沃尔玛的每股收益要达到 5.5 美元才行，如果假设用最乐观的指标，沃尔玛每年增长 20% 来计算，那么达到这个每股盈利，需要差不多 8 年的时间。如果要是以 12% 的中性增长速度计算，沃尔

玛需要 13 年的时间，才能达到这个目标。所以显然，沃尔玛是一家特别好的公司，但是显然已经太贵了。后来果不其然，在接下来的 13 年里，沃尔玛真的做到了中性增长，年化收入复合增长达到了 11.3%，但是其股价却一直停滞不前，2012 年，股价仍然低于 57 美元。加上 10 美元的股息分红，也就是说，13 年过去了，投资沃尔玛仍然是亏的。但是 13 年股价没涨，盈利一直在涨，那么他也在 2012 年符合了作者的投资要求，这时候买进沃尔玛，在随后的 8 年，股价翻了 2 倍多，到今天股价是 130 美元。所以这就是同样一家公司，不同时间买入，结果差距巨大。所以这个例子告诉我们，好公司不等于好股票，好公司你买的贵了，一样会赔钱。另外我们也要像作者一样思考，你要想长期拿到一个什么样的收益率，就得倒推他的市盈率，比如你要想长期得到 10% 的回报，那么就得看看，在他现有的增长之下，假设股价不变，多少年能回到市盈率 10 倍。

作者提醒投资者，当市场的市盈率很低的时候，回报率才会很高，99 年显然不是买进股票的好时机，那时候的标普 500 指数，市盈率都在 30 倍以上，收益较低的时候，市场平均回报就会很一般。当时根据研究机构的测算，最低市盈率组别，未来的年化复合收益率，也才只有 11.6%，而最低组别只有 4.4%。所以这时候，应该从股市上撤出来，更多的持有债券。

不过作者也说，这一招只有在长周期下才有用，短周期随机性很高，拿标普 500 中，估值最低的组别为例，10 年的复合增长率最高的时候能达到年化 19.4%，这是一个神级数字了，但是最低的时候，也有低到 0.3% 的时候。而这些都跟我们进入市场的时机有关。在群情亢奋之下，市场整体就会表现很糟糕，即使你选择了逆向投资，结果也不

会好。相反在市场整体低迷的时候，再加上低估值策略，才能事半功倍。往往产生 1+1 大于 2 的效果。

作者也做了个统计，他发现市场的市盈率中值，如果小于 15 倍的时候，未来市场 10 年里的回报率是 317%，年化是 15.3%，而当市盈率中值高于 25 倍，那么 10 年回报仅为 65%，年化只有 5%。换句话说可能还不如去买国债更划算，另外两个数据我们也说下，15-20 倍市盈率之间的情况下，10 年总回报是 188%，年化差不多 11.8%，20-25 倍市盈率的情况下，10 年总回报是 130%，年化回报 8.8%。那么 2021 年初，我们 A 股的市盈率是多少呢，沪深 300 是 17 倍左右，万德全 A 指数，差不多是 21-23 倍，标普 500 已经达到了 30 几倍。那么从未来 10 年来看，标普 500 的机会并不大了，A 股应该还能有一个年化 10% 的机会。

作者说，基金经理们的操作，通常都是通过资产配置的方式，把股票和债券组合起来，根据未来的回报状况，在二者之间不停的调整比例。但作者自己是一名股票基金的经理，他不打算这么做，他不想通过大类资产的方式避险，只想通过在股票之间的选择，获得稳健和长期的回报，那么他会怎么做呢？他有怎样的逃顶和抄底的绝招呢？咱们明天接着来讲。

【11】大钱细思 11：单看市盈率是没有意义的

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，大钱细思，昨天我们说到了，作者的思路，在市场低迷的时候，未来的胜算更大，那么作者是怎么做的，他是一个股票基金经理，所以他的思路，跟老齐不太一样，我们是使用大类资产做避险，而他的选择只有股票。也不会轻易减仓，因为市盈率很高，并不一定就马上跌，市盈率高点往往会持续一段时间，比如 62 年，标普 500 市盈率就已经达到了峰值，但是直到 74 年市场才开始崩溃，90 年代也是如此，在 2000 年之前，市盈率一直都在发出预警，甚至格林斯潘都提出了非理性繁荣。还有这一次，标普市盈率早就过了 25 倍，但还是涨了 5 年多。所以过早离场，很可能会错失掉一大段的利润，这对于基金来说，也是灭顶之灾。

作者告诉我们，股市崩盘发生在收益率和市盈率同时达到异常高点的时候，也就是说，我们不能单看市盈率这个指标，还要看公司盈利的指标，如果市盈率高，盈利也被高估，那么就很容易发生崩盘了。比如 1921 年，当时市盈率就已经很高，标普 500 达到了 20 倍估值，但是当年遭遇经济衰退，公司盈利严重下滑，所以衬托着市盈率高企。所以这个高估值就不足为虑。但是到了 1929 年，标普 500 收益率，就已经增长了 5 倍，而且市盈率同时很高，那么这就要非常小心了。其实这也是戴维斯双杀的理论，如果盈利也被透支，那么后面，估值和盈利双双下降，股价就会掉的很快。比如每股盈利 2 块钱，股价 40，市盈率 20 倍，如果盈利已经强弩之末，第二年调到了 1 块，市场也开始悲观不愿意再给他 20 倍估值，只愿意给 10 倍估值，那么股价一下就能调到 10 块钱，也就是说会下跌 75%。这肯定就算是股灾了。

所以光杀估值并不可怕，可怕的是盈利下滑，带动的杀估值。

有一个经济学家，罗伯特席勒教授，就为了反映这种周期，制作了席勒市盈率，也就周期调整市盈率，英文缩写 cape，简单来说，就是用 10 年平均盈利，来代替普通市盈率计算，这样可以平滑经济周期的影响，更能准确反应市场的高低位。席勒市盈率能更好的反映周期变动的情况，比如在 1921 年，绝对市盈率很高，但席勒市盈率就只有 5 倍，而 29 年却涨到了 33 倍。2000 年科技股泡沫才打破了这个记录。按照这个席勒市盈率的标注，现在的美股，其实比 2008 年更危险。已经是历史第二估值高位了，仅次于 2000 年。

股票的长期收益肯定比债券更高，甚至很多公司的股息收益就已经比债券还要高了，再加上一些利润的增长，让股票投资成为最优的长期回报资产。但很多人都觉得股票反而最危险，因为总有经济危机，战争之类的恶性事件发生，股票市场也总是大起大落。大部分人也都在股票市场，也就是长期最赚钱的市场上，赔掉了很多钱。

作者说，债券其实也并非是无风险收益，在极端事件出现的时候，债券其实赔的更多，比如大通胀发生，比如债务违约等等，在 81 年，债券的风险被投资者广泛认可，大家觉得这玩意太不靠谱了，太容易违约了，所以都避而不敢买的时候，债券的收益率甚至比股票还要高。所以很多投资者都说，要是我生在 80 年代就好了，那时候债券收益率都能超过 15%，买长债都发财了。其实并非如此，如果你那时候去投资，断然是不敢去买债券的，就跟你大熊市里不敢买股票是一样的。老齐多说一句，很多人都在问股市和债券收益率的关系，其实他并不一定，在利率下降的初期，债券会先走牛，但股市可能表现依旧很糟糕，当利率降到一个相对低的位置时候，股市才开始企稳回升，在牛

市的早期，通常会有股债双牛的局面，然后逐渐出现经济复苏，等经济恢复了用钱的地方多了，利率可能就会有所反弹，然后债券走熊，股市却依旧走牛。只有当利率反弹过快的时候，才会对股市造成压力。作者提醒大家，作为一个股市的投资者，应该警惕，债券收益率很低，甚至可以忽略不计，同时股票市场的市盈率又很高，如果这个时刻出现，大家就要小心了。说明市场已到顶点，未来很可能发生逆转。这种时刻一般都出现在一轮大宽松，大放水，大繁荣之后。

那么低市盈率投资，是只针对美国有用呢，还是其他地方也有用，作者说，起码在发达国家都有用，他列出了发达国家的市盈率和此后 35 年真实投资回报率的坐标轴，总体来说，平均市盈率最低的国家，长期投资回报率最高。在 1979 年的时候，日本的市盈率最高，所以他后来年化回报率只有 4%。当然老齐说一句，这里面还得叠加增长率的因素，比如奥地利挪威，意大利这种国家，他的市场估值不高，但是回报同样很低。就是因为缺乏足够的增长。

那么有人说了，为啥没有新兴市场国家，主要是因为新兴市场不太稳定，总是受到很多意外事情的影响。比如俄罗斯 90 年代发生了剧烈动荡，东南亚那几个国家，也经常上演政权变更。

所以我们总结一下，作者投资的思路很清晰了，先按照标准，把市盈率倒过来，算他的盈利收益率，然后进行排序，收益率差不多，他就再比较其他的方面问题，比如是否有确定性，是否有更长的存续期。首先，他要剔除掉那些不能将利润转化为回报的股票，因为不能被拿走的利润毫无意义。这就必须要有自由现金流，一般能稳定分红的公司，都会有自由现金流产生，只是多少的问题。

其次，收益应该用平均值来衡量，比如席勒市盈率说要用 10 年平均

收益数据，10 年基本覆盖了两个商业周期，作者此外还会关注，10 年平均利润率，再看看有没有护城河的保护。

第三，预判公司在未来几年内，是否有合理的想象空间，并证明其发展足以支撑现有估值的合理性，比如之前讲的沃尔玛就没有通过这个测试。老齐有个方法可以分享给大家，通常来说，按照中性增长速度，未来 2-3 年，能回到 10 倍市盈率的公司，都是值得投资的。比如一家公司可能 100 倍市盈率，估值足够高了吧，但他每年增长一倍，那么今年降到 50 倍，明年降到 25 倍，后年基本就 12 倍市盈率了，所以你只要能确定这三年 100% 的增长率，那么 100 倍市盈率的股票，也是可以买的。但 3 年 100%，其实非常困难，所以这只是理论上的可能，相比于 3 年 100%，我们更愿意相信，3 年 15% 的这种，那么也就是说，最好在 15 倍市盈率上下。比较稳妥。

第四，作者还要把平均盈利收益率的股票分门别类，再筛选一下无法忍受其风险的公司，有些小风险，可能会产生十分可怕的后果。比如某创始人离开，或者某项技术专利到期，又或者是政策保护期限等等。这就没有一定之规了。你就想，如果你是这家公司的竞争对手，你会用什么办法打败他，如果你完全没有办法，那么才说明他风险很低。在分析财报的时候，作者说一定要重点看现金流，他将股东盈余，也就是自由现金流定义为经营现金流减去资本支出，对于大多数制造业公司来说，资本支出就是折旧，但在其他行业里，资本支出就不好测算了。比如维持品牌，就是市场推广费。股东盈余虽然是判断价值的关键，但他又是一个最为隐秘的指标，没有公开信息，也没有标准答案，需要投资者自己去思考，自己去计算。

一家公司的股票价值，应该与他的未来现金流的现值相对应，但如果

一家公司，他的经营现金流，股东盈余，增长率和生命周期全都未知，那么他的价值肯定也是未知的。所以很多人都问老齐，这家公司怎么估值，那家公司怎么估值，其实可用来估算价值的公司并不多，有些公司，他的经营者，对未来都十分不确定，就更不用说我们这些二级市场的投资者了。所以遇到这样业务不稳定的企业，我们的通常都是连看都不看。因为看也看不明白。你看巴菲特，其实他投资了 60 多年，也就是翻来覆去那几家公司，苹果，可口可乐，保险，银行。糖果，都是非常非常简单的业务。稍微复杂一点的业务，比如航空公司，巴菲特就吃过无说多次的亏。明天我们就来具体讲讲，判断价值的艺术。

【12】大钱细思 12：如何测算估值和泡沫

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，叫做大钱细思。昨天我们说到判断价值的艺术，注意是艺术而不是科学，所谓估值其实只是你的一个看法而已，他不存在有统一的标准。他更像上审美，你觉得好看，别人不见得觉得好看。所以绝大多数情况下，你算出来的估值别人根本不认可，或者至少是现在不认可。否则别人现在就认可，你也就没有任何机会了。所以凯恩斯说的好，投资估值，就是你率先调出未来大家公认的美女。

作者简单介绍了现金流贴现，比如第一年获得 105，第二年是 110，贴现率是 5%，也就是明年的钱，比今年贬值 5%，那么贴现回来就相当于每年都能获得 100 块钱，所以他两年的总价值就是 200 元，如果能用 150 去买，那肯定能赚钱。债券估值一般我们都这么算，因为非常简单，每年都是固定收益，唯一的变量就是市场利率。

而股市的现金流模型就复杂多了，他所有的东西都是不固定，作者也承认，绝大多数情况下，这种预测毫无意义。你输入无效的数据，自然也就会得到无用的结果。除非你能准确的预测公司未来的收入，现金流和股息回报，否则这个东西基本没啥用。

即使最好的基金经理，行业研究员，也只能估算公司未来几年的现金流量，如果你要想估算 20 年，基本不可能。另外，行业也有很大差别，食品消费类公司，相对简单，科技公司则基本不可预测。还有就是增长率变化，8% 大家觉得这个增长很一般，但是即便是这样的增长速度，一开始可能还行，时间长了，他也不太现实。根本维持不住。巴菲特一直很推崇现金流贴现法估值，但是巴菲特自己从没分享过使用经验，所以作者猜测，巴菲特可能只会用它买债券。和个别优质的

股票。其他地方完全无用武之地。

作者一般在做估值之前，要先回答四个问题，1 股票是否有高收益，也就是市盈率是否足够低，2 公司是否做了一些独特的事情，有超额利润和护城河保护，3 公司是否能够永续经营，或者是否面对一些竞争，衰退，过度负债等标准。4 公司财务状况是否稳定。他对净资产收益率也就是 ROE 是有要求的，过去十年，必须超过 10-12%。

比如他曾经关注过一个联合健康集团，他是这么分析的，1 低市盈率，当时联合健康集团的每股收益是 4.1 元，股价 30 元，市盈率 7.3 倍，收益率 13.7%，如果用 10% 的贴现率计算，那也就是 10 倍市盈率刚刚好，对应的价格是 41 块钱，有 37% 的安全边际，而且生命周期长，确定性高。

但是这家公司的净利率比较低，只有 4.9%，最高的时候也只有 7.3%，历史极端的情况是 2.9%，那么作者就拿最极端的利润率在计算，每股收益可能只有 2.42 元，这样来算的话，意味着股价可能只值 24 美元。所以他的估值就在 24-41 之间，低于 30 元的情况不多。但是美国的平价医保法案，可能会改变公司的基本面。这会让联合健康集团的市场需求不再迫切。所以这算是一个风险点

2，盈利增长，一个公司的增长，取决于他的现金回报，也就是说，手头的钱多，他就可以扩大再生产，就能赚更多的钱，如果没那么多回报，增长就会受限。联合健康的 ROE 很高，过去 10 年能保持 20%，最糟糕的时候也有 14.4%，而且公司经营良好，还做了几个收购，虽然并不便宜，但是这些并购，都会增厚他的业绩，那么也就是说，未来的收益和现金流增长都会超过 8%，于是他又算了一笔账，用 10% 的贴现率，减去 8% 的增长率，意味着这家公司现金流收益是 2%，如

果他的 ROE 始终保持在 20%，那么他需要将 40% 的收益用于再投资。从 4.1 元的每股收益中，扣除 40%，就是 2.46 元的现金流，除以一个 2% 的现金流收益，那么他对应的，10 年后的每股价值高达 123 元。按照当前的收益计算，相当于 30 倍市盈率。按照 10 年收益计算差不多是 14 倍市盈率。如果谨慎一点，估值砍掉一半，那么就是 61 元。也有还不错的收益。

3, 永续经营, 也就是测算一下生命周期, 公司会不会在 40 年后倒闭, 他认为这家公司还是很有竞争优势的, 在后面几十年当中, 管理型医疗保险公司的倒闭率会比较低。保险公司也不怎么容易破产。

4, 确定性, 该公司的收入稳定, 确定性比较高。仅从净资产收益率出发, 他就比其他公司好太多, 意味着贴现率偏低。未来仅凭贴现率来看, 就可以给予更高的估值。他说 10% 的概率, 会出现完全亏损, 90% 的概率对应股票价值 50 元, 那么他的数学期望价值就是 $50 \times 90\% = 45$ 元, 所以也同样高于现在的价格。

经过一番分析, 作者认为, 平价医保法案的负面影响, 过分压低了联合健康集团的价格, 未来有很大的上涨空间, 收益机会大于风险, 最后他在 2010 年果断买入, 到 2016 年, 该公司股票翻了 5 倍, 涨到了 150 美元, 比他当时预计的还要乐观。

讲完估值, 我们再来看看泡沫, 索罗斯说, 泡沫不会凭空而来, 他有坚实的现实基础, 而现实却被大众的误解扭曲。作者也强调, 泡沫就是群体性行为的结果, 如果你想在初期发现他, 那就得不断地追问两个问题, 他的价值几何, 接下来会发生什么? 当泡沫出现的时候, 必然是价格脱离价值, 有效市场理论认为, 在泡沫破裂之前, 任何价格都是有效的。只要在市场暴跌之后, 才可能承认此前市场存在泡沫。

有个简单的办法，就是假设市场平均市盈率是 14 倍，那么当他达到 28 倍以上的时候，就认为市场进入泡沫阶段。在整个市场估值都翻一倍的情况下，不管是不是泡沫，其实都该规避风险了。作者说，当你亲身经历一次泡沫，你就会发现，泡沫并非是偶然的，每次泡沫发生，其实都有其合理的成分。

首先一个原因就是宽松的货币政策，这是泡沫的必备条件，央行总是通过宽松，来提高经济增长速度，但其实首先会推高资产价格，美联储发行的货币，只要出来就肯定先去金融市场，然后购买资产，推高股市和楼市，在这期间，货币资金在虚拟金融世界中，停留过久，就意味着泡沫会更持久。比如从 81 年到 96 年，美联储的贴现率从 15% 降到了 6%，那么也就是说，股票市场的价值应该提升 2.5 倍，实际上很多成长型的公司上升更多。后面就开始进入了情绪化的泡沫阶段。当贴现率低于公司的增长率的时候，就根本不需要计算股息，资金肯定是选择多投资股票。比如 98 年 6 月，思科公司的股价 64 美元，市盈率 86 倍，当时有人给测算，思科的价值应该在 399 美元，还有人认为，思科的价值在 1652 美元，市盈率可以达到 2000 倍。看到这作者也是一脸黑线。

央行调节的是经济本身，而发展经济的目标是就业，但是货币调节的副产品，就是资产价格的波动。再有就是贸易原因，当然这也跟货币息息相关，原来只要美联储放水，通胀就很容易起来，但是在 90 年代这波行情当中，因为全球化，新兴市场国家，不断地给美国提供者廉价的商品供应，所以，美国的通胀一直都不高，于是利率也就越来越低。那么对应的资产价格也自然就越来越高。后来也是如此，依靠着贸易，现在发达国家，很难产生大的通胀局面，于是他们就更倾向

于超发货币，推动资金去海外投资，同时也赖掉更多的外债。相当于在吸发展中国家的血。

科技股热潮当中，整个市场全都疯狂了，只要带上科技两个字的，甭管有没有业务，都能够获得暴涨，新股更加疯狂，而在此时，作者则方寸大乱，他经常是卖出一只股票后，马上就涨了 10 倍，让他内心十分懊悔。即便买对了，比如美国在线，疯狂的上涨也让他不敢重仓，最后这家公司涨了 20 倍，而作者只获得了一小部分收益。当时他的一个同行，买了梧桐网络的新股，一家根本没有利润的公司，38 元上市，第一天收盘价就是 184，然后 4 个月又涨了 3 倍，也就是说几个月就 10 几倍收益，这个同行的小基金也一飞冲天。作者说这一切都疯了！

作者说，他的投资生涯，牛市的时候，通常都大幅落后，熊市却表现较好。他为投资者的钱包考虑，但经常被投资者所抛弃，在互联网泡沫期间，大约一半的资金，认为他是个白痴，随即离他而去。去追那些热门的同行了，这让他十分心痛。

最后作者谈了一下，投资的两个方向，也就是巴菲特和约翰博格，一个是主动管理，一个是被动管理，他们都试图让自己的投资决策不受情绪影响。这都需要有坚定地信念，认为未来市场一定会上涨，投指数的，基本上有钱就买点，不管什么高点低点，也压根就别看，这样在低点的时候，你买的更多，高点买的更少，所以总体概率对你有利。长期也肯定可以获利。而且市场本身就收益不低，长期有 10%是没问题的。巴菲特模式，则更难一些，需要真得对企业有足够多的认知才行。守住能力圈，你才能跌下来不慌。老齐经常说，如果石油跌下来你都不敢买，指数跌下来你也不敢碰，那你就实在不适合做投资了。

这两个应该是未来必然上涨的东西。

巴菲特常说，他感谢那些教授们，因为正是他们教授大家，寻找便宜货的课程，让投资者犯下了更多的错误，他才能够市场的过度反应中，找到更好的投资机会。如果用一句话来解释巴菲特的投资思路，那就是以较低的市盈率，买入净资产收益率 ROE 较高的股票。这其实非常简单。一台电脑就可以找出 ROE 高的股票，只不过低市盈率，我们需要耐心等待，而绝大多数投资者，其实都折在了这个耐心上面。比如华盛顿邮报，当时这家公司，资产价值在 4-5 亿，而巴菲特收购的时候，他的市值仅为 1.1 亿。可口可乐，美国运通，这些都是他捡便宜货捡来的，比亚迪也是巴菲特在上个金融危机的时候买的，当时只花了 6 块钱的股价。

这就是本书的全部内容了，这本书作者还是给我们提出了很多值得思考的问题，也给了我们一些思路，其中老齐认为最重要的一点，就是他对市场顶部的判断，他说市盈率高不可怕，可怕的是，业绩周期顶点，叠加高市盈率估值，这就可能遭遇市场大跌了。这点大家可以反复思考。明天我们开始新的学习。