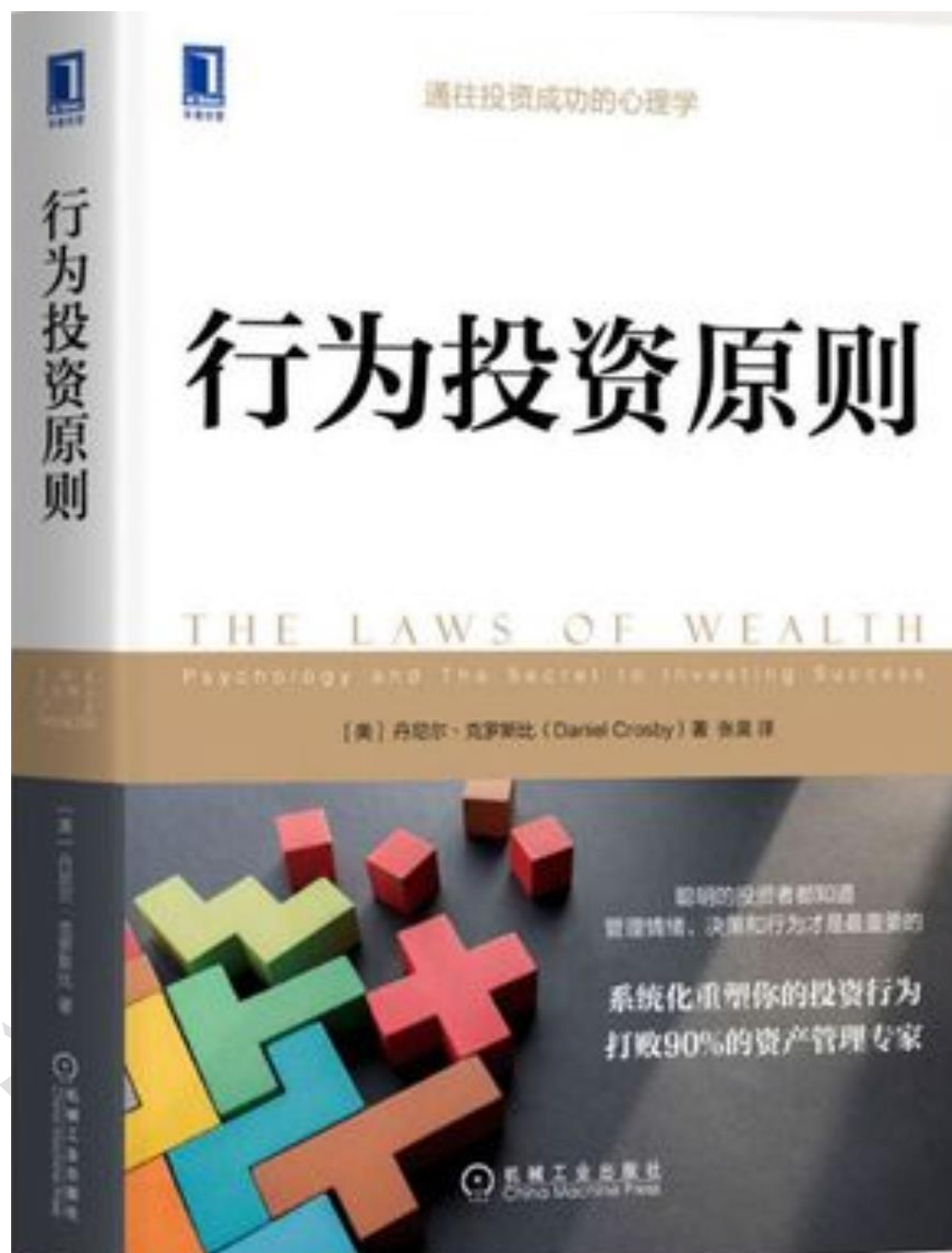


【248 老齐读书】行为投资原则



【1】行为投资原则 1: 如何重塑你的投资行为

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，老齐在投资中，一直非常注意对于投资行为的判断，因为投资行为，往往会反应很多的信号，也可以帮我们省去不少时间，比如当大家都在买入股票的时候，其实也就压根没必要算估值了，都抢着买的东西，即便是好，他也是贵了。而且像我们这样做大类资产配置的，其实把握市场重要的高低点，和风格周期就足够打败指数了，那么对我们来说，市场情绪和投资行为，将更加重要，今天我们就来讲一本关于投资行为的书，叫做行为投资原则，副标题是系统化重塑你的投资行为，打败 90%的资产管理专家，作者是丹尼尔克罗斯比博士，他是著名的心理学家，行为金融学家和资产管理专家，他成功将心理学和投资金融学合二为一，形成了独特的理论基础，在这本书里你可以学到，19 个提升投资绩效的行为校准模型，10 条投资行为原则，5 种应用行为金融学的选股方法，4 种行为风险的应对方式。本书跟其他的投资书不太一样，他关注的不再是资产本身，而是买卖资产的投资者。

它分为两大部分，第一部分是行为的自我管理，包括 10 大原则，第二部分是行为投资的资产管理，从资金管理，行为风险，投资的 4C 法则，5P 选股法等几个方面来告诉我们该如

何提高投资中的胜算。

作者先给我们举了个例子，以说明行为在投资中的重要性，他说当年霍普金斯博士，和他的团队，对几内亚的蠕虫宣战，蠕虫是一种强大的寄生虫，繁殖能力超强，给人体带来巨大的伤害，而且这种寄生虫还非常容易传播，患者最爱把肢体放在水中缓解疼痛，而这种寄生虫，恰恰最爱在水中传播。所以感染的非常严重。之前安排了很多的防疫都不成功，1986 年，霍普金斯团队，转变了思路，不再去研究治疗药物，而是开始试图改变人类行为，他就做了两个改变，1 是让大家广泛讨论，相互监督，引起重视，2 是让患者远离水源。最后很快就根除了这种蠕虫传染病。

这其实就是投资的原则，消除亏损的方法很简单，但是你做起来却很痛苦，就像被蠕虫灼烧，但却不能把手伸到水里，这其实非常困难，简直就不是人干的事，但是当我们赋予他一个更重要的意义的时候，你就会比较容易接受了。行为投资学就是这样，就是要尽可能的避免，我们最容易犯的那些最简单也最困难的错误。

简单的说教其实毫无意义，比如我告诉你不要去想一只粉红色的大象，但其实你已经开始这么想了。我越是不让你干什么，你就越是想干什么。比如减肥的时候，你会告诉自己，我忍住不吃东西，但其实此时你满脑子已经都是吃的东西了，那么这种滥用的自控力，还能撑多久，其实就很值得怀疑。

家长们也肯定有发言权，你不让孩子干什么，他越想干什么，这就是威胁恐吓，不仅带不来改变，反而会带来反作用。所以我们今天，就要通过这本书，让自己自觉自愿的，顺理成章的克服掉一些坏习惯。从而获得投资上更多的回报。

先来看第一部分，行为的自我管理原则，作者上来就讲，猴子适合穿燕尾服吗？肯定是很滑稽的，其实我们每时每刻都想投资股票，也很滑稽。我们的现实世界一直存在这么一组悖论，你要想保住你的钱，不被通胀侵袭，就必须投资风险资产，但是你却心理上，没有为投资风险资产做好准备。40 万美元，在今天的购买力，只相当于 1975 年的 9 万美元，所以如果你想为退休做准备，那么 40 年之后，你至少需要准备 150 万美元，也就是 900 万人民币以上。这对于绝大多数人来说，恐怕都拿不出这笔现金。有人房子的市值是够了，但是你敢把房子卖了吗？所以全靠打工赚钱，特别是要靠打工去供养未来几十年之后的自己实在是太难了。老齐记得自己小时候，老爸说只要赚够了 5 万块钱，就可以退休了，后来幸亏他没有把这句话当真，在 97 年的时候，他们单位还优化员工，如果主动离开，单位可以给 20 万安家费，很多人都觉得，20 万好多钱了，在那个 10 几万就能买套房的年代，很多人都想，我一辈子可能都赚不到这么多钱了。于是高高兴兴的就这么离开了，后来没几年，这些人都过得苦不堪言。所以如果你没有投资能力，那么时间对你来说，简直就是一

场灾难。

所以这就告诉我们，必须要做投资，但是投资的世界里，又跟我们的现实世界截然相反，比如现实世界告诉我们活在当下，多劳多得，依靠集体。但这些在投资世界中，全都是错的，在股市上短期非常不确定，指数明天是涨是跌，根本没人知道，但是如果持有 10 年，基本不可能赔钱，持有 20 年，肯定比买债券强。所以你拿的越久，他就越香，而你短期动的越多，收益也就会越差。投资市场中，更不能相信群众，群众基本上都是零智商。无论哪个群体都一样，即便是那些投资大师们，单拎出来，都是龙，聚在一起，他们立马就会停止思考。

在面对高风险的时候，我们都倾向于做出巨大的努力，这在心理学上就是行为偏差，类似的例子在足球罚点球中也经常出现，概率告诉我们，守门员不用移动，就守在中间，那么他可以有最大的概率，扑到点球，这远比他们左右移动的胜算大得多，但是我们看足球比赛，每每到点球这种时刻，守门员基本都会做出移动扑救的。为什么会这样，就是因为心里，他觉得自己好像不作出点什么反应，就好像显得很菜。股市也是如此，长期拿着指数，你必然赚钱，而且还赚的不少，但是你就是忍不住要动一动。因为你想多赚一点，更想显得自己牛逼一点。自己努力过，就会变得更加心安理得。但其实你在没有把握的情况下乱动，反而会让收益越来越糟

糕。

先锋基金就曾经做过一个数据，他发现那些没有变化过的账户，收益远远超过那些经常变动的账户，买入并持有策略，每年至少能赢 1.5-4 个百分点。这其中，男性更加好动，比女性交易频率高 45%，单身男性更是如此，高出 67%。所以让一个单身男去投资，简直就是灾难。无知者无畏，他通常都因为知识缺乏，而变得过度自信。最终不断的交易中损失惨重。在专业领域也是如此，女性管理的对冲基金，年平均回报率也要比男性高 3 个百分点以上。这跟女性的耐心基本吻合。

消费和投资是完全相反的事情，消费是要花钱，投资是要赚钱，消费需要借鉴群众的意见，去哪吃饭，总得翻翻大众点评，但投资可就不一样了。所以我们看到最糟糕的投资产品，就是股吧和贴吧，这种地方让投资者自由讨论，也没人引导，最终就变成了韭菜聚集地。大众认知中的决策，大部分都是错误的，一致性越强，错误性也就越高。甚至可以当成反向指标来用。在大部分投资者，真金白银的投入进市场的时候，反而到是该防守的时刻。当投资者都在夺门而出的时候，你反倒不用着急，有钱可以再买点。早晚他们会把门给你送回来的。

所以在这本书开始的时候，作者让我们记住三句话，当成自己的行为准则，1 是少即是多，能不动就尽量别动，2 未来比

现在更容易预测，长期也比短期更好获利，3 你的同伴都跟傻瓜一样。不用咨询他们的意见。

格雷厄姆曾经说，投资者最大的敌人就是自己，投资者总梦想着自己可以在特斯拉上市之初，就买下这家公司的股票，并且赚上几百倍，或者幻想，在大熊市到来之前，自己华丽的转身离开，然后他们就为了这个美丽的神话，不断地寻找方法。其实跟当年那些皇帝到处找仙丹没啥区别，最后吃成了汞中毒，早早的死掉了。不吃这些乱七八糟的东西，没准还能多活几年。

但其实真正的仙丹，和正确的投资方法就在我们身边，比如拿着指数不动，过去 30 年，标普 500 指数的年化回报超过 12%，中国的公募基金，平均收益率超过 17%，我们超市里常见到的那些品牌，什么茅台，五粮液，格力，美的，伊利，双汇，云南白药，都是 10 年 10 倍的涨幅。像明星基金经理朱少醒的富国天惠，15 年 21 倍的回报，但是他自己却说，这么赚钱的基金，很多投资者都在上面赔了钱。而且很多人还都赔了不少？那么这又是为什么呢？咱们明天接着讲。

【2】行为投资原则 2：人性是你投资路上最大的拦路虎

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行为投资原则，昨天我们说到了 15 年 21 倍的明星基金，富国天惠，在这样的业绩面前，都有很多投资者赔了钱。为啥会这样，原因就在于基金的波动性，投资者追涨杀跌的倾向，当基金涨起来了，一堆人蜂拥而至，所以赚钱的时候他们没赶上，然后开始调整了，把他们套了个正着，一段时间后，大家赔了钱，忍不住了，骂骂咧咧的又退了出去。如此循环往复，基金净值一直向上涨，但投资者却在不断赔钱。这点从基金的规模变动就能看得出来，市场高点，一定是基金规模最大的时候。美国股市也是如此，作者说 99 年，市场高点，美国人把 9% 的收入都投入到了 401k 的退休金账户当中用于投资，但后来股市掉下来了，美国人的投入资金也少了四分之一。老齐就是太知道大家的之中人性弱点，所以我们在做投资的时候，是要降低波动的，宁可牺牲收益，也要把波动降低到大家能够接受的范围之内，这样让市场看起来一直在上涨，大家也就不会有追涨杀跌的热情了。比如一共就上下 5% 的空间，等你发现的时候 3% 都过去了，那么你自然也就懒得做波段了。如果给你 50% 的空间，那么你必然是十分兴奋的，天天都想做波段。所以投资其实并不难，难

得是对于简单真理的坚持。

现在做投资已经越来越方便了，不用再去交易所排队了，更不用填各种交割单，动动手指就能买卖，而且我们随处都可以获得关于投资的信息。那么专业的投资咨询服务，对我们是否有效呢？根据作者提供的数字，接受帮助的群体，比没有接受帮助的群体，平均每年收益要高 2-3 个百分点左右。这其中，花钱购买财务咨询的投资者，坚持长期投资计划的可能性，是那些没有购买的投资者 1.5 倍。不要小看这些数字，作者说如果把时间拉长，最后双方的财富差距平均能达到 2.7 倍。老齐给你翻译一下，作者的意思说，花钱购买并且遵循专业的投资咨询服务，将让你获得更多的收益，也更有利于你长期坚持。因为花钱得来的东西就会更加珍惜，这个跟健身房是一个道理，花了钱了，就会很有动力，远比你在家练习俯卧撑要更好。另外，我们再强调一下，这里所说的专业投资建议，可不是什么银行理财经理，券商投资顾问，那些只能算是销售，他们提供的建议也完全不可信。我们说的是指的那些专业的资产管理公司或者是私人银行财富管理的服务，比如老齐给大家的这些建议，就跟这些资产管理公司的建议如出一辙。长期坚持，肯定会对你的投资收益有很大的好处。粉丝群不少粉丝都反应，之前做投资赔得一塌糊涂，直到用了老齐的方法才走上正轨，开始稳定盈利。这其实才是投资的正途。

所以专业的人做专业的事，各行各业都是如此，投资其实更是如此，只是投资市场上，短期不容易看出效果而已。所以，我们不要排斥其他人的建议，特别是来自专业人士的建议。问他这么几个问题，1 你是受托人吗，跟我的利益是否一致。比如那些卖给你产品的，肯定就跟你的利益不一致了，而那种你赚钱，他才能分走收益的，或者你赚钱，才会付费给他的，就比较可信。

2，你有什么办法让我避免出错，也就是说，你得告诉我方法论，不能只告诉我高抛低吸。

3、收费标准如何，需要跟收益相匹配，比如你就 1 万块钱投资，8000 块钱买服务显然不靠谱。

4、你的专长领域？提供什么样的服务，资历如何，投资哲学等等，然后再跟他约定，多久沟通一次。

投资世界是相当复杂的，于是复杂问题的简单方案，就很难被大家所接受，比如我告诉你，一直拿着指数，长期就能赚钱，你总是不愿意相信。但其实这就是真理。作者说，价值通常存在于你不抱期望的地方，这就是人性的弱点。先锋基金，曾经量化了投资顾问，对于改善客户业绩方面的作用，最后发现，资产配置和资产再平衡这种专业的活，加在一起，都不如改变投资者的行为作用更大。那 3% 的额外回报，其中有一大半都归功于行为教练的工作。这点老齐深表赞同，本来我也是想教大家投资的，才办了粉丝群，但是后来发现，

老齐在粉丝群最重要的工作是情绪按摩。劝说大家不要动，要比告诉大家该怎么动，重要的多。所以你要真想做好投资，最好还是找个教练，或者找一个专业的财富顾问。行动指导非常重要。悬崖底下捡到一本武林秘籍就称霸天下的事，只有武侠小说里才会出现，现实当中，即便手把手的教给你，你也未必学得会。

很多投资大师都告诉我们，别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪，约翰邓普顿爵士也说，在最悲观的时候买入，在最乐观的时候卖出，不过这些其实都是站着说话不腰疼，别人都恐惧的时候，你很难贪婪，即便你空仓，你也不敢买入。人性就是这样，会不由自主得去想象最坏的情况，并对消极的事情留下深刻的印象，这是一种防止未来伤害的保护措施。再加上新闻媒体的渲染，每年都有各种经济要崩溃，要出现大危机的言论。明智的投资者，必须学会抵御这种，兜售而来的恐惧。要做到三件事，1 回调和熊市是任何投资周期中常见的一部分，2 他从长期来看，都是一个买入的机会，3 这是一个系统修复的过程。

一般我们都把市场上，股票价格下跌 10% 视为回调，下跌 20% 视为熊市，这没什么根据，就是惯例而已。那么在这样的统计之下，美国股市在 1900 年到 2013 年之间，发生了 123 次回调，平均每年都有一次，而熊市，就要少的多，平均每 3.5 年才会发生一次，虽然每年都有人觉得是世界末日来了，但

其实市场就像四季更替一样。还是很有规律的。一个人在一生之内，大概会经历 10-12 次的熊市。这里老齐多说一句，对于我们做资产配置的人来说，其实就是要将日常的波动幅度，控制在市场一半以下，这样你的组合进入熊市的数量就会大幅下降。甚至 10 年才会出现一次跌破 20% 的情况。而在 10 年这个周期，我们至少能赚到 1.5 倍。所以组合更平稳，我们的心态更平稳，收益也就更高。我们有 10 年的时间，去考虑这一波顶底的机会。

根据作者的统计，历史上美国股市发生了 10 次巨大的回撤，比如大萧条，37 年二次萧条，二战后萧条，62 年闪崩，70 年科技股崩盘，70 年滞胀，沃克尔紧缩，87 年崩盘，互联网泡沫还要次贷危机，其实还应该算上 2020 年的活久见，平均市场回调 45%，平均持续时间 25 个月，最大的下跌幅度是 86%，最小的跌幅也有 27%。

都说散户是非理性的，但其实基金也一样，共同基金经理的谨慎程度，与市场低估几乎完全吻合，共同基金的现金头寸峰值，几乎都在市场低估的时候产生，也就是说，刨除掉散户们赎回的因素，基金主动持有现金最多的时候，就是市场低点。

很多人都在忧虑经济，担心未来，但是有人发现一个特别有意思的现象，直觉往往都是错的，高失业率时期的股市往往表现优异，市场回报表现最好的时期，往往并不是经济繁荣

的时候，通常都发生在，不再那么糟糕的时候。所以老齐总是告诉大家，你的感觉跟真实的经济周期慢半拍，你觉得经济复苏了，经济已经过热了，你觉得经济很繁荣，其实已经开始滞涨了，而股市的表现则领先经济半个周期，也就是在经济复苏之前，股市就开始涨了，在经济达到繁荣之前，股市就基本见顶了。所以你按照直觉去投资，就总是会赶不上点。

做投资就像是培养孩子一样，有经验的父母都知道，要注重长远成长，而不是盯着每时每刻的日常琐事。预期会削弱影响，也就是说，当媒体正在炒作，说现在是最坏的时刻，你将受到伤害，那么其实机会就已经来了，当大家都忙着撤退的时候，即使有不利影响，也早就都已经过度反应了。所以往往是这种一致性的预期犯错的时候，将会带给我们超级大的收益。老齐也经常所一句话，在别人都不太乐观的时候，我们就要持续保持乐观，当大家都非常悲观的时候，我们就应该更加乐观。只有当大家都特别乐观的时候，我们才要格外谨慎，那么怎么判断别人是乐观还是悲观呢？明天老齐把这个技巧告诉你。

【3】行为投资原则 3：如何判断市场是乐观还是悲观

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，行为投资原则，昨天说到了，如何判断市场是乐观还是悲观，老齐有个技巧，当你发现市场不反应明显的利空的时候，他就是乐观了。比如全球股市大跌，A股这边，低开高走完全无视，或者央行加息，我们也是能够收出红盘，这就说明情绪亢奋。投资者过于乐观了。相反，当市场仍然反应利空，就基本没太大问题，有时候甚至都不反应利好了，比如降息，调降印花税，或者一行两会站出来救市这种事，市场都是高开低走。那么就说明过分悲观了，这时候我们可以给予重仓。后面虽然还有可能下跌，但是一段时间之后，你会发现，这个地方基本就是历史低点，肯定会获得超高的收益。

索罗斯就告诉我们，如果你觉得投资很有趣，那么你可能就赚不到钱了，其实真正的投资是一个很乏味的事情。情绪对我们的影响非常直接，且致命。甚至在消费中都有影响，在听到悲伤的故事之后，大家甚至愿意为一样东西，多付出 30% 的价格。这其实就是同情的代价，你看到一个老奶奶寒风中卖鞋垫，你好意思去砍价吗？高价买完他的产品，你还会感觉胸前的红领巾更加鲜艳了。这在消费中，也就算了。但要

在投资当中，会让你损失惨重。

你可能会会有很多理由，对于一只股票感到兴奋，比如听到高人的推荐，或者掌握了什么内幕信息，又或者听到了一个唯美的玄幻故事。你相信买入这只股票，会让你走上人生巅峰，这样的事情在生活中比比皆是，比如一只手套，你觉得完全不值钱，但是告诉你这是迈克杰克逊带过的，你就有可能花几十万去买他。同样道理，一家公司的股票平平无奇，但给你增加一定的附加值，什么石墨烯，人工智能，自动驾驶，新冠疫苗等等概念，你就趋之若鹜了。你的大脑越是兴奋，就越是会不耐烦，甚至一秒钟都不愿意等待，那么怎么让你变得兴奋呢，就是让你去想象未来这个事会有多赚钱。比如在牛市当中，总有无数人争抢着去买入那些垃圾股，就是他们兴奋了，这也就离倒霉不远了。所以在做投资之前，我们应该率先评估一下自己的情绪。如果你现在觉得自己兴奋，那么就必须先冷静冷静再说。

自恋也是人的一个偏向，在生活中，我们也总觉得自己怪不错的，比如女人都觉得自己的容貌还行，男人也都觉得自己混的不错，在投资市场更是如此，投资者总是会认为自己高人一等，偏执的认为，自己任何时候都可以从别人兜里把钱拿走。那么他也必将为这种傲慢付出惨痛的代价。因为你误认为比别人更强，就总想之低买高卖，赚取超额收益。那么就会做得越多成，错的越多，老齐经常举例，即便你有 70%

的胜算，但是一买一卖才是一次交易，所以从概率上来说，你其实整个交易的胜率是 49%，那么你做得越多，当然亏得也就越多。更何况绝大多数情况下，你压根就没有 70% 的胜算，只是你觉得而已。有时候甚至也就是 50%，那么你想想，这种跟扔硬币一样的机会，你最后得损失多少。

2000 年股市到达顶点的时候，盖洛普调查显示，投资者预计未来 12 个月，股市能给他们带来 13.3% 的回报，显然要比真实情况高出太多，2007 年大牛市的时候，老齐站在金融街采访，很多大妈说，未来怎么也得赚个 50%，结果 50% 还真说对了，但不是赚了 50%，而是第二年赔了 50%。

作者说我们都有一个心里特质，就是严于律人宽以待己。也就是把成功都归功于老子英明神武，而把失败都归咎于总有刁民想害朕。这种心态的产生，将让你不会再去主动学习，也不会从错误中吸取任何教训。那么这样，你就会在错误的道路上越走越远。最后的结果也就越赔越多。比如老齐举个例子，诺安成长基金，2020 年很多人都在这个上面赔掉了钱，于是大家的做法并不是反思自己为什么去高位接盘，而是开始丑化基金经理，甚至还做出了一个菜狗的手办。但其实他一个芯片领域的行业基金，只是一个工具属性的产品，所以从基金经理的角度来说，他并没有做错什么，而是投资者用错了这种工具，好好地菜刀你没用来切菜，而是要着玩，结果砍掉了自己一只手。

心理学家们还做了一组研究，让大家对于一些正面事件，比如中彩票，娶美女，嫁富豪，买的股票大涨，这种好事，以及得癌症，离婚等等负面事情来打分，结果不出所料，参与者高估了积极事件的影响，达到 15%，但是却低估了负面事件的影响达到 20%。这就告诉我们，人们总是更倾向于认为，好事会发生在自己身上，而危险会发生在别人身上。比如投资赚钱的会是我，赔的倾家荡产的，肯定是别人。所以作者提醒我们，永远记住你只是一个凡人，要严格遵守你的投资策略。不要盲目行动，冲动行动，不要总是企图去战胜市场。神经学家发现了镜像神经元，一个猴子在他自己拿到坚果的时候，头脑中会发生反应，在看到别人拿到坚果的时候，头脑中也会发生同样的反应。这就是我们看到悲伤的电影会哭泣，看到肮脏的东西会作呕的原因。

很多人也会利用这种镜像神经元，帮助自己，比如乞丐会在碗里先放上一角零钱，又或者情景喜剧，总是用一些罐头笑声，来诱导观众。开发商也总是在开盘的时候，找来一些托，这些其实都是在利用镜像神经元，诱导我们的行为。这在投资中，会让我们倾向于模仿别人的行为，受到别人的影响。那么要克服这种影响，就需要建立一个长远的目标，作者通过研究发现，没有远期目标的投资者，在金融危机当中，大幅削减了自己的仓位，而建立长远目标，并且基于此去做投资的人，则在金融危机当中更容易挺住。之所以会产生这个

现象，就是与我们的心理账户有关，当你心中有目标，为一个事情而存钱的时候，通常就相当于专项拨款，他会更加容易坚持。虽然钱和钱没有本质不同，但在大家的心里，不同目的的钱其实是不太一样的，比如奖金得来的钱，你就更倾向于花掉它，而辛辛苦苦加班得来的钱，你就更舍不得花。富二代花钱不心疼，而富一代却往往比较节俭。

所以我们可以利用人的这一倾向，来给我们的投资贴上标签，比如账户一，就是我 30 年后用来养老的钱，这个钱不能提出来，账户二是 10 年后给孩子读书的钱，用这些标签，来管理自己的行为，当你有这些远期目标之后，遇到风险来临，你就会更加淡定一些。如果投资没有目的，那么赚快钱就变成了唯一的目的，所以你就总是想动来动去。举个例子就比如美国，401k 计划之后，反正你的钱也拿不出来了，只能找个机构帮你投资，所以美国投资者的情绪就越来越稳定，牛市也越来越长。

另外，人类的幸福感，也绝不是只跟钱有关，心理学家发现，人们更愿意在一个平均工资为 25000 美元的社区里赚 5 万美元，而不愿意在一个人均 25 万美元的社区里赚 10 万美元，也就是我们说的，宁当鸡头不当凤尾，也是因为别人的消费行为，会给你带来很多的压力，你又支付不起同样的东西，那么就会感觉自己很贫穷，比如老齐当走过停车场，看到很多的劳斯和宾利的时候，我也有点心态失衡。也想买一辆臭

显摆一下，好在我还能克制自己，不断地跟自己说，那玩意没用。压制自己的欲望。

作者也举了一个投资市场的例子，说大科学家牛顿在南海泡沫中，其实已经早早的退了出来，他也赚的盆满钵满了。但后来，他卖了之后股票依旧继续上涨，这就让他很不爽，特别是他的很多朋友，没他那么聪明，但最后却赚了更多的钱，这时候牛顿也心态失衡了，他开始变得无法忍受，于是不久之后，开始重新买进处在泡沫顶端的股票。结果被炸了个正着。所以这个事告诉我们，投资无关智商，主要是情商起作用。你得控制的住你多变的情绪，要关注长远利益，树立投资的目标，更要关注正确的投资方法，坚守合理的利润，还不能让别人影响到你。总之一句话就是别飘。多想想长远。千万别从众。站在群众的对立面上，你不一定能赚钱，但是站在群众堆里，你肯定会赔钱。明天我们再来讲讲，关于预测的那些迷信。

【4】行为投资原则 4：人类其实根本不擅长预测

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，行为投资原则，昨天我们说到了，要主动往你的资产组合上贴标签，关注长远利益，进行区别对待，如果你没有目标，那么贪婪的赚快钱就会变成唯一目标。今天我们来说另一个巨大的错误，就是普通投资者太相信预测了，我们经常听到这些人说，某某专家看的准，某某专家预测不准，其实人类的大脑，是根本不擅长预测的。预测很多都是根据感觉做出，而感觉往往又都是错的，比如每年给你 3 万美元，或者每天都保证你有 30 分钟散步，你觉得哪个会让你更幸福，绝大多数人会选择 3 万美元，但是研究数据表明，有规律的锻炼才能让我们感受更幸福。那么这种简单的预测，我们都错了，像股票市场这样复杂的事情，我们有多少正确的可能呢，又有多少一直预测正确的可能？

逆向投资大师大卫莱德曼就发现，华尔街上那些预测，大部分与实际结果偏差高达 15%，变得毫无价值，误差在 5%以内的那些预测，只占总体的 5%以内。甚至很多年份，都发生了方向性的偏差，比如 2008 年，大家本来预测股票上涨 28%，结果却是大跌了 40%，那么预测偏差这么大，基于预测做出的投资决策，就更加是错的离谱了。

但作者说，这还不是最离谱的，最糟糕的预测者，恰恰是那些投资者最为关注的人，有教授汇总了 300 名专家，25 年内的 82000 次预测，最后结果你可能无法想象，准确度甚至低于抛硬币，一个专家越是自信，他的预言就越是糟糕，一个专家越有名，他的预测准确度也就越低。只有在金融的世界里，我们才能看到这种黑白颠倒的事情，之所以这样，就是因为他们在获得名望和成功之后，都会越来越大胆妄为，更加倾向于预测，别人也更愿意让他们做出预测，所以这就助长了傲慢，而傲慢才跟结果的真实性负相关。比如老齐，自认为在金融市场上大趋势的判断还是比较准的，但其实这几年的预测也是错误连连，比如卖飞了茅台，撤出美股也过早，看空房地产到目前也没有成功。所以老齐有自知之明，总是告诉大家，听我的策略，不要听我的判断。判断的背后总有概率，而策略才会护你周全。比如我们卖飞了茅台，早退了美股，但在 A 股的配置之下，过去 3 年也赚了翻倍的收益。这个收益你即便加杠杆炒房估计也是赚不出来的。所以策略并没有让你损失，但是孤立的看判断，确实是错误的。

有人说不好啊，有人预测到了 2008 年金融危机啊，但是那个人叫做末日博士，也就是说，他其实并不仅仅在预测 2008 年是危机，他甚至每一年都在说，经济要发生危机，所以总有一天会说对的。

媒体这个生意的关键点就是要吸引别人来看，所以他是顺着

人性的，为观众服务，而绝不是为投资者服务，所以你想看什么，他就会写什么，所以媒体上的预测，总是夸大的，吸引眼球的。这些东西其实都是十分有害的。

媒体不靠谱，专业的分析师预测靠不靠谱呢？有人统计了一下专业的研究报告，发现因为负收益，而发出卖出建议的概率只有千分之 1.7，上市公司其实就是分析师们的饭碗，如果给你给出卖出评级，那么其实就得罪了公司，所以出于职业的考虑，这些分析师，更倾向于做买入建议，而不是卖出。所以预测未来本就已经十分困难，再加上多种变量，就让结果更加不可控。

格雷厄姆就说，每个投资者都希望听到别人的建议，这属于是强需求，大脑很贪婪，他总在寻找节约能源消耗的办法，越是简单的事情，他反而越容易自己思考，越是复杂的事情，就越是倾向于听取别人的建议。这样可以大大降低大脑的能耗。但是只要你一倾听别人的意见，通常大脑的思考功能也就关闭了。所以对于大脑来说，这是有利的，但是对于赚钱来说却是不利的。那么怎么能够解决这个误区呢，作者也给出了老齐同样的建议，你要遵循原则，而并不是某一个人对未来的判断，相信策略，而不是预测。

接下来作者讲了一个故事，国王要求智者给他做一枚戒指，可以帮助自己在陷入悲伤时感到快乐，于是智者就在戒指上刻上了一句话，这也将过去，这句话果真起到了作用，不

但让国王在伤心的时候感到高兴，也让他在高兴的时候，有那么一丝伤感。这也将过去，简单的一句话，却充满了智慧，对于投资来说也是非常重要。告诉我们一切非凡都不会永恒。栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

老齐解释一下，这其实就是均值回归的概念，任何人和事业，都有高峰有低谷，不可能所有好事都是你一个人占了，比如英国统计学家发现，高的出奇的人，往往有比较矮的孩子，而非常聪明的人，会有智力并不优秀的后代。个人和组织也是如此，在表现不佳之后通常都有超常发挥，在表现完美之后，下次可能就该有失误了。长期会呈现平均化的趋势。这点做生意的人最明白，总有淡季和旺季，你不可能要求生意永远是越来越好。更有意思的例子是，基业长青这本书，出版前的10年里，他举例子的那些公司，投资回报率高达21%，远高于市场平均水平，但是当这本书出版之后，年化回报只有13%了，竟然低于了平均水平。所以可能压根就没有基业长青一说。卓越的公司，也并非都是永恒的。

基金经理的表现，更是如此，大部分业绩优秀的经理，在大幅领先市场平均表现之后，就开始急剧下降，俗称叫做大热必死。比如2020年底，被大家爱豆化的那几个人，易方达的张坤，中欧的葛兰，景顺长城的刘彦春，诺安基金的蔡嵩松等，在2021年春节之后，遭遇了滑铁卢，一波下跌，回撤都比指数要大的多。反倒是之前严重跑输市场的中欧价值的曹

名长，逆势跑赢市场 20%。所以老齐经常劝告我们的小伙伴，好基金一定要买跌不买涨，卖涨不卖跌，千万不能追涨杀跌。他有强烈的均值回归规律。

我们都总是爱追求永恒不变的食物，常常抱着一种错误的信念，也就是未来大概会和今天一样，所以但凡用今天来预测未来的，基本都是错的离谱，曾几何时东京的房价可以买下美国，这么贵的房子和土地为什么还有人在趋之如鹜，就是因为未来会像今天一样，房价永远能上涨。这种故事层出不穷，但凡相信永远上涨的，最后一定会输的很惨。而现实中的世界，绝不是线性的，即便不断上涨的东西，他也是迂回前进，比如股市，过去上百年证明，股市是涨幅最大的资产，但是在这样一个资产当中，也经常就是暴跌 50%，甚至动辄就是 10 年不涨，好不容易赶上大牛市，其实你算算，创新高上涨的时间，也不会超过 20%。绝大多数的投资者，其实都是在痛苦中度过的。所以这就是普通投资者最大的误解。认为牛市可以赚钱，大牛市我就可以赚大钱，大牛市就是一直涨的，哪有那么简单，你随便分析一下就知道了。

格雷厄姆提醒我们，好公司不见得是好的投资标的，没有好的价格，或者太万众瞩目的话，他可能反而会赔钱。相反，在市场发生熊市，看起来要崩溃的时候，我们也要时刻保持耐心，股市总是如春夏秋冬一般四季更替，所以永远记住戒指上那句话，这也将过去，老齐多说一句，其实中国的很

多哲学，都非常适合投资，比如盛极而衰，否极泰来，月满则亏，水满则溢。都是这个道理。做人留三分，日后好相见。投资也最好留三分，鱼头鱼尾就别太贪婪了。小心被卡到喉咙。

我们总说不要把鸡蛋放在同一个篮子里，这就是告诉我们要通过多样化，来消除风险，这个理论来自于马科维茨，他认为收益和风险都是相对应的，你把自己能承担的风险想明白了，然后倒推出的多样化组合，就可以得到一个稳定的收益。古代犹太商经也有过类似的描述，让他们把个人资产分成三份，一份商业经营，一份现金储备，一份固定资产。

投资管理的意义其实并不只是为了赚钱，也是为了管理投资者的恐惧和不确定性，从本质上来讲，多样化会帮助人们在不确定的未来面前保持谦逊，也就是说，肯于多样化投资的人，本身就有一种对市场的敬畏之心在里面，而集中重仓的人，则会觉得我比市场要更加强大。但绝大多数普通人通常不愿意这么做，那么这又是因为什么呢？除了盲目自信，还有那些心理障碍，阻碍着大家分散风险呢？咱们明天接着讲。

【5】行为投资原则 5：没办法消除不确定性！

只能拥抱他

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，行为投资原则，昨天我们说到了，分散风险，因为赚钱的喜悦，远不如赔钱更加痛苦，所以我们要想让自己尽量开心一点，就一定要控制回撤。在美国，其实也经常出现 10 年不涨的情况，比如在 70 年代，如果你只投资美国，那么那个十年会让你十分难受，每年都亏 1% 以上，一般人很难坚持住。但如果你做了全球资产配置，那么在这样糟糕的十年当中，你至少还获得了 7% 以上的年化回报。中国也是同样如此，比如沪深 300，你在 2009-2019 这 10 年投资，几乎没有收益。但是如果你要通过最简单的股债配置，来实现组合。至少可以拿到一个 8-12% 的回报。有这个回报垫底，大家的心里也就会好受很多，更有利于我们长期持有。

老齐多说一句，没有人是神仙，不可能每次都能预测准确，对于未知的世界，我们通常都是没什么把握的，越是没把握的时候，就越是要多样化来分散风险，先保证不输，当我们有把握的时候，才应该重仓和超配。作者也说，看起来每年各个国家的股票市场都有高有低，有牛有熊，但是如果站在一个长周期考虑，欧洲市场的长期回报是 10.5%，太平洋区域股市是 9.5%，而美国股市是 10.4%，你把所有股票市场合并

后，每年通过再平衡，取得的回报是年化 10.8%，也就是说，多样化配置，竟然比单独持有一个股票市场的收益更高。这其实也是股债配置的逻辑所在，看似债券年化 5%，股票 10%，但是股债均衡配置理论上应该只有年化 7.5% 的回报，但是通过不断的再平衡之后，其实股债均配也能拿到 9-12% 的回报收益。甚至比单独持有股票效果还好，因为这种平衡，其实就是不断地在低买高卖。

另外，降低波动还会减少方差损耗，听起来很高深，但其实说的简单一些，就是如果跌幅过大，对于收益影响将加倍。比如跌 5%，你涨 5% 就基本回去了，但是你要是跌 50%，你涨 50% 可回不去，得涨 100% 才能回去，那么股市历史上大跌过 80%，也就意味着涨 4 倍才能回去。这你就需要等很久很久了。比如美国的纳斯达克是 2016 年才重新回到 5000 点，也就是说如果你在互联网泡沫的高点被套，16 年后才会解套。如果你做了股债配置，那么很可能在 2007 年之前，就已经产生正收益了。再说个通俗易懂的例子，回报率相同，但是收益可大不一样，比如都是每年 10%，A 产品是固定收益没有波动，而 B 产品，先跌 20%，第二年涨 40%，那么这两个产品的回报率都是年化 10%，但结果却差了很多，如果你拿 10 万投资，即便你有铁一样的意志，全都拿住了，两年后 A 产品是 121000 元，而 B 产品只有 112000 元，差了 9000 的收益。所以现在你知道了吧，年化回报差不多，但是波动大

的就是实实在在的风险。

很多人不愿意做多样化投资，就是因为这样涨的太慢，但其实你要知道，如果你去押注个股，概率是很低的，在美国，有统计显示 40%的个股，自始至终都是赔钱的，64%的股票表现逊于指数，真正市场指数的涨幅，都是头部 25%的股票贡献的。如果你把所有的钱，都压在一只股票上，那么从概率上来看，你破产的可能是盈利的 2 倍。

不过，坏消息是，现在世界的联系已经越来越紧密，这就使得我们想投资于一些不想干的资产，变得越来越困难，2000 年以前，美国股市与世界其他股市的相关性只有 0.42，而到了 2000 年之后，变成了 0.83，之前大宗商品相关性是 0.1，基本跟股市无关，但现在相关性也达到了 0.5，所以现在其实多元化已经越来越困难。那么这就对资产配置的专业性提出了更高的要求。老齐解释一下，原来你只需要把集中资产买过来，一直拿着就行了，但现在你还得研究周期，在不同周期，选择相关性更低的资产进行对冲，如果相关性很高了，也就没有必要再去持有了。

下面我们来说说风险，作者说，对于管理不确定性这个事情，你越是努力也就越是失望，那么什么是风险，投资经理们以资产的波动性，作为衡量风险的程度指标，也就是说波动性越大的资产，他们认为风险越高。这个目前，已经被圈内达成共识。比如厌恶风险的巴菲特，他曾经无数次提醒别人，

永远记住不要亏损，但其实伯克希尔哈撒韦的股票，历史上曾经 4 次腰斩。但是巴菲特却从未让风险变成现实。因为他压根就没有卖出过一股自己的股票。

但其他的投资者呢？又有多少人在过去 35 年里，一直持有伯克希尔哈撒韦的股票呢？明知道这是股神掌舵，但风险一来，什么股神也全都抛在脑后了。格雷厄姆其实早就解释过了，股价可能下跌，但投资者却并不一定会赔钱，也就是说，你不卖就不是风险。

所以我们重新定义下风险，就是永久资本损失的可能性和我们无法实现自己想要的，梦想生活的可能性。根据摩根大通的统计，历史上有大概 40% 的股票，遭遇了灾难性的下跌，也就是跌幅超过 70%，但是如果我们以指数为标的，那么 30 年为周期，股市投资总是要明显好于债券，以 20 年周期，投资股票指数，扣除通胀影响后，也从没有赔过钱，所以这就相当于，如果你以长期视角，审视你的投资，一直拿着不卖，那么就没有永久损失的可能性。

绝大多数投资者，都很难过掉心里这一关，他们在建立长期投资组合之后，又开始关注短期波动，那么肯定会带来投资风险。霍华德马克斯就说，熟练的控制风险，是老练的投资者的标志。这话的意思就是告诉我们，新手只会猛打猛冲，结果损失惨重。

举个不恰当的例子，天气预报告诉你明天有 80% 的降水概率，

建议你带把雨伞出门，但是第二天却并没有下雨，你会作何感想，是否意味着带把雨伞就是错的呢？下次你不在听信天气预报的建议，那么很可能就会被淋成落汤鸡。所以控制风险，并不一定他就肯定发生。但是我们通过这种方式，让自己长期置身于低风险当中。这样才有利于我们的长期回报。在对抗波动性的行为上，黑天鹅的作者塔勒布举了个例子，假如一个人每天都是固定 6 点回家，那么哪怕他只晚了 5 分钟，家人也会担心他的安全，而另外一个人，每天回家的时间都很随机，前后差出几个小时也很常见，那么就没人会担心他了。塔勒布的观点就是，没有波动，反而就没有稳定性，所以我们应该主动拥抱这种波动性，适应这种波动性，不要亏一点点钱，就慌得一笔。当你吃过见过，习惯了这一切之后，自然觉得他不值一提。

当然拥抱波动，并不代表放任波动，除了多样化投资，尽可能的对冲风险之外，还要做到尽量别买热门，无论是热门股票还是热门基金，但凡是万众瞩目的东西，他一定是贵了。至于什么时候是低估，基本上就是熊市的时候，市场市盈率低于 12 倍的时候。又或者是成交量极度低迷的时候。这些时候，你只要买进去，基本上就已经没有什么风险。

这些东西你可能会觉得并不困难，甚至已经在别的书里听过很多次了，但是大道至简，知道很容易做到很难，作者就举

例，说他有一次在医院外面，看到很多医护人员正在一起抽烟，而这些医生刚刚还劝他们要戒烟。所以这就是人性，说到很容易，但做到却很难，包括老齐自己，我给大家讲的这些东西，我也经常做不到，比如当市场大幅下跌，看着市值损失，我有时候也会心情不愉快。这都是人之常情。所以我们必须继续修炼。就因为我们要在这个市场里面赚钱。

下面我们进入本书的第二部分，行为投资的资产管理，这里面会更多的说一些方法论，作者举了个例子，联合利华他们推出一款新洗发水，由于一位员工搞错了，他们的广告上，虚构了一种成分，叫做 X9 因子，构成了虚假宣传，但这事只有他们自己知道，他们大概一算，召回的成本巨大，所以就想瞒天过海，在下一批产品中，默默取消了 X9 因子的宣传和标识，但结果，联合利华反而收到了大量的客户投诉，说他们声称的洗发水不再有效。其实股市一直在这么干，华尔街同样将简单的程序复杂化，像投资者出售，虚假宣传的 X9 因子洗发水。老齐解释一下，也就是说，投资本没那么复杂，而是有人在故弄玄虚，在这本书的后半部分，你将会得到很多简单实用的方法。明天我们就来揭开这些方法的面纱。

【6】行为投资原则 6：结果导向错在了哪？

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，行为投资原则。今天我们来开始学习，行为投资的资产管理，用一些简单的方法，让你管理自己的投资。我们身边可能认识这样的朋友，在某项投资上，孤注一掷，并且最后赚到了巨大的回报，但尽管如此，他可能仍然是一个傻瓜，这只是一种幸运而已，但这个幸运，并不会一直持续下去。就像有些赌场里，当赌客们，偶尔压中了 21 点后，赌场甚至要送上自己的祝福，恭喜他一下，但其实赌场是在嘲笑傻子而已。根据作者提供的数据，在赌场里，轮盘赌游戏，赌场的优势是 5.3%，色子游戏赌场优势 1.4%，21 点赌场优势 2%，三张扑克牌赌场优势 3.4%，老虎机优势是 5-10%，所以你看，在赌场中，所有的游戏，都是赌场占据优势。但又优势不大，这才是赌场赚钱的秘诀，让你感觉到好像自己能发财，有机会，但是只要你一直玩下去，把基数搞到足够大，他就可以凭借稳定的优势概率，持续的赚钱。人流量越大，资金量越大，赚的钱也就越多。所以现在你知道，为啥他要恭喜你赚了钱了吧，那是因为你正为他做了一次最好的宣传，你的举动会带动周边的人，下更大的赌注。我们都存在着事后偏见，也就是太爱用结果做导向了，这个人赚到钱了，他就是专家，是高手，那个人赔了钱，就不要

理会，但其实这种结果并不一定正确，他有巨大的随机性，比如一个人彩票中了 500 万，那么他就有计算彩票的能力吗？显然是不可能的。一个人股票赚了钱，他就看懂市场了？这个就更不可能了。我们要寻找的真正的方法，其实就是犹如赌场的优势一样，需要具备两个特点，1 是长期坚持能够发挥作用，2 短期可能由于表现不佳，而让人苦恼。比如一个 21 点玩家，拿到 18 点的牌之后，就不应该再去要牌，短期来说，他可能错失了一个拿到 21 点的绝对机会，也可能因为对手拿到 21 点，而输掉这一局，但是长期坚持下去，他总是会获得回报。所以，我们的做法，就是要不断做那些正确的大概率的事情。而忽略小概率上的错误，并且接受这种市场波动。你要把自己当成是开赌场的，赌王何鸿燊，而不要把自己当成一个去赌博的赌徒。

投资分为两种，主动投资和被动投资，被动投资的理论是植根于市场有效假说的，也就是你只要拿着标普 500 指数就可以了，什么时候价格都是合理的，所以你根本跑不赢市场，那就别费那个劲了，那么这种理论对不对呢，很多人都发表了争论，比如老齐还有很多的专业投资者都觉得他不对，因为有很多的机会是很明显的可以战胜市场，也足以举出很多市场失效的例子。但其实对于 90% 以上的非专业投资者而言，还是应该尽量的相信市场有效假说，因为认怂你就可以拿到市场平均收益，能打败 70% 的专业投资者。成为最后那 10%

的获利赢家，而如果你不认怂，99%的概率，你会成为那个赔钱的人。所以这就是老齐的观点，越是没能力的人，越要相信市场有效假说，越是有能力的人，那当然就随便了。所以在你眼里市场到底有效还是无效，不取决于市场，而取决于你的能力，是否能够一眼就识别市场无效的机会点，而不是在市场高度有效的时候，来回来去的瞎动。

之所以被动投资，要打败 70%以上的主动投资，就是因为他成本低，他基本买来就不动了，所以不怎么产生手续费，也不需要特别厉害的基金经理，和运营团队，所以被动基金，平均比主动基金，每年便宜 1-1.5%，这省下来，就是实实在在的，而且是每年都有的复利。时间短看不出来差距，但是时间长了，就差距巨大。比如 50 年为周期，年化 11.5%，最后翻了 231 倍，而年化 10%，就只有 117 倍，所以最后总资产差了一倍还多。

尽管如此，老齐也觉得，让大家一直拿着指数，做被动投资，只存在于理论上的可能，而实际中很难有操作性，因为他忽略了最大的一个因素，那就是人性。指数回撤 40-50%，是很常见的，那么你虽然做被动投资，但不可能对此无动于衷。包括老齐，如果跌了这么多，我也不可能还挺得住。更别说是那些啥都不懂的新手了，2021 年 2-3 月份这波下跌，就已经让大家慌得一笔了。所以看起来简单无比，又可以赚钱的东西，却很难执行的下去。另外，也有人在抨击被动投资，

认为他们编纂指数的过程，其实也是一个选股的过程，所以被动投资，可能也没你想的那么被动，他还是有主动管理成分的。而这种按照市值选择成分股的指数编纂方式，其实也不太明智，因为当一个股票低估，他的市值肯定变小，那么在指数中的权重也就小，我们买入的量自然也就不足，相反高估的股票，市值很大，我们却拿了很大的比例，所以这其实跟低买高卖的原则相违背，自然也就拖累了整体的回报表现。

巴菲特虽然也很推崇指数投资，但那只是限于推荐给别人，他自己却从不这么干，还说过一段话，他说打桥牌和选股是一样的道理，你最大的优势就在于，你的对手认为思考是无意义的。老齐解释下，就是说，当大家越来越习惯于指数投资的时候，那么市场中主动管理的机会，反而越来越大了，因为这样会给市场带来更长的牛市，更高的估值。日常的波动变小了，但极端的波动反而加大了。

所以主动管理还是有一定优势的，他不但能够获得超额回报，还能够管理风险，让你的心态不至于被打爆。但缺点就是，对于知识和经验的门槛要求比较高。你要是没那个水平，还要进行主动管理，那么最后反而带来更多的风险。所以大多数大师们都会告诉你，没有十足的把握，就尽量留在市场里，做个被动投资者，只有你有十足把握的时候，再出来折腾。主动管理的次数越少越好，根据老齐的经验，10年当中，做

主动投资管理，别超过 10 次，最好能低于 5 次，也就是说啥时候能够做到 10 年当中，你就买了两次，卖了两次，那么基本上你就已经快成大师了。而其他时间的主动管理，除了浪费手续费以外，没有什么意义。弄不好还会发生错误，给了市场打败你的机会。

作者的建议也是如此，越来越多的专业机构，比如瑞银，贝莱德，巴克莱等等，组建行为专家组织，希望通过抓住行为上的无知和冲动，从而优化交易，进行积极的主动管理。这些方法我们后面也还会具体讲到。

先来看看，管理行为风险，虽然体育比赛中有句话，叫做进攻赢得比赛，防守赢得冠军，不过最受人崇拜的球星，一定都是进攻球员，而不会是防守球员。投资领域也一样，风险管理能带来好的表现，但往往超额收益才能成为明星。所以每个做主动管理的基金经理，都有成为明星的冲动，大部分人，都是偏向进攻，博取收益的。所以，这里作者强调一种风险，叫做行为风险，也就是因为你的行为导致永久损失的风险。系统性风险来自于市场，非系统性风险来自于单项投资，而行为风险就来自于你自己了。

我们做出的错误决定，其中所有的行为风险，一定都包括 5 个因素当中的任何一个或者是多个，1 是自我，2 是情绪，3 是信息，4 注意力，5 保守主义，先说说自我的风险，包括选择性偏差，只听对自己有利的东西，还有过分自信，确认偏

差，也就是寻找支持自己的证据，禀赋效应，因为拥有他所以让股票变得更有价值，塞莫尔维斯反射，条件反射的拒绝接受别人的意见，幻想控制，和错误共识，这些东西，都会让我们变得偏执，从而出现严重的失误。

至于信息风险，说的是由于得到的信息不完整，或者有缺陷，从而导致的错误决定，这种事其实非常常见，盲人摸象的故事，天天都在股市中上演。最常见的问题就是忽略了概率，比如加息会让股市下跌，但加息了股市肯定跌吗，其实不一定，还有盲点偏差，也就是我们通常所说的，不知道自己不知道，就好像很多人在老齐这里学习，都以为学会了，但其实还差的很远，你听明白了，只能代表我讲明白了，还有保守主义，就是不能接受新的信息，错误的认为未来会和今天很像。明天我们再来看看，情绪风险，注意力风险分别都是什么意思，我们又该如何克服。

【7】行为投资原则 7: 行为风险的五个因素

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行为投资原则，昨天我们说到了行为风险的五个因素，来看看情绪风险，当情绪上头的时候，我们就很难再控制住自己。大脑也就不再思考，电视剧里演的两军打仗，一方总要用尽手段，去激怒对方，一旦对方发怒，那么他就会主动犯错。投资市场也一样，情绪上会有很多风险，比如当你系上安全带之后，就会开始飙车，这就是风险补偿，当你感觉到在一个安全的环境当中，就不会不由自主的越来越激进，比如很多人都说老齐保守，这是因为，你们在跟着老齐学习之后，都感觉有了主心骨，反正有人替我盯着风险，那我就开始飙车了，所以你们已经够激进了，那我就必须得拽着大家一点。还有一种偏见叫做克制偏见，认为风险来的时候，我能够克制住恐惧，当市场膨胀之后，我也能控制住贪婪。但其实你压根就没有这个能力。

下面是注意力风险，在投资市场上，大家都倾向于过分关注国内的股票债券，而不怎么关注其他的投资品种，比如锚定效应就是指，你在投资决策之前，过于依赖眼前的信息，很多人都会被价格给锚定住，还有易得性偏见，说的是由于信息的容易获取，而高估了其影响或者可能性，但是大道至简，很多重要信息，其实恰恰来自于我们的身边。

最后是保守主义风险，比如损失厌恶，现状偏见，大家总觉得维持现状比较好，还有沉没成本谬误，认为为了弥补过去的损失，必须要冒更多的风险。还有我们更常见的处置效应，股票一涨就想落袋为安，股票一跌，就想着长期持有。那么如何克服这些行为风险呢？作者提出了一个 4C 法则，也就是一致性，清晰性，勇气和信念。

先来看，一致性，大部分人做出的决策都是错的，无论你是多么的高知高能，但其实你做决策的水平可能还不如一些简单的公式。所以不要总是试图通过直觉去进行决策，我们的行为必须要有明确的标准。比如有些朋友说的，好基金我在高点，就卖一点，在低点就多买一点，是否可行，老齐就反问他，怎么算是高点，怎么又算是低点？这个东西靠判断的吗？那你可能永远做不正确，因为高了之后还有新高，你贪婪的舍不得卖出，下跌也是如此，新低之后还有更低，你永远不敢入场。那么我们不妨换个思路，当一个明星基金，6 个月排名市场倒数 20%，严重跑输指数的时候，你就可以多买一点了。这就是行为学上面的可量化的标准。那么什么时候卖呢，就是特别高估的时刻，什么标准？就是两个标准，市场放天量，估值创新高。如果标准没达到，你就一直拿住就行了，这就构成了一整套行为学基础的策略方法。

这样的标准其实我们已经讲过了很多，本书作者也提到了股市稳赚中，介绍的神奇公式，就是通过高资本回报率，来选

出那些逆势的绩优股，从而得到超越市场的收益。神奇公式的提出者格林布拉特，还做过一个测试，一组通过神奇公式选股，情绪不干预，另一组则根据自己多年的经验去选股，自由发挥，结果神奇公式组，完胜，两年回报 84% 远高于市场平均的 62%，而自由发挥的账户，只取得了 59% 的回报。所以即便是大师级的投资者，他的直觉，也干不过一套公式。如果你对神奇公式感兴趣，可以去看看这本书，老齐已经讲过了，叫做股市稳赢，这里咱们就不重复了。

并不只有散户凭直觉投资，机构也会犯二，比如价值线他们自己管理的基金，回报率是负 19%，而同期他们给别人推荐的策略，回报是正的 76%。还有研究表明，在投资中，如果你坚持使用人为判断，而不是遵循某种流程系统，那么你做的越多，就会错的越多。

那么有人可能要问，可不可以把人的判断和公式结合起来，又或者通过训练，提高人的能力呢？作者的回答是，不行，我们本身就是有缺陷的，所以很难去纠正他，不管你承不承认，我们就是不善于摆脱人性。所以你如果总想通过抑制贪婪和恐惧的情绪，来实现判断去做投资的话，那么就是相当于做了不擅长的事情，最后十有八九要失败。想象一下，都知道吸烟有害健康，有多少人把烟戒掉了，都知道少吃多运动，又有多少人拒绝了高糖，高盐的摄入。都知道认真听讲，多读书将对你的人生起到至关重要的作用，但最后花费时间

最多的还是追剧和打游戏。那么这些要求你都做不到，凭什么有自信，就能在投资中战胜情绪？

金融和物理是不一样的两个学科，物理研究的都是客观事物，你的研究行为不会引起他的变化，而金融就不一样了，他的背后都是人的行为，随时都在改变。甚至你的研究本身就会导致结果改变。所以要解决这个问题，我们就必须像上面老齐举的例子一样，做一个有标准化的程序，来为投资提供决策。而不要看心情，想当然。

下面我们看清晰性，塔勒布讲过一个故事，说轮子是人类历史上最伟大的发明，6000 年前，就已经做出来了，但是轮式行李箱，却在 1970 年才被发明出来。而在 1961 年，我们就已经实现了载人航天飞行，那你说载人航天和在行李箱上装上一个轮子，哪个更困难呢？为啥这么简单的事情，6000 年都没人做呢？其实很多发明创造都是这样，当你看到他的时候，你就会恍然大悟，然后自责，为什么自己就没有想到。在投资市场也是如此，之前的金融规划和投资策略都过于复杂，什么 DCF 现金流贴现模型，很多时候都是为了复杂而复杂，最后变得完全没有可操作性。但有没有想过，有可能投资就是给一个箱子按上轮子这么简单。

确实世界正在逐渐变得复杂，数据也越来越多，变化也越来越快，于是投资也就有了越来越多的方法和流派，但是这些东西也越来越让人看不懂了，这一切正在与股票投资的真正

内涵背离，什么是真正内涵，说白了就是企业的所有权，也就是说股票的本质是生意，生意赚钱了，你也就跟着赚钱了，但现在绝大多数人，都不怎么研究生意了，而是去研究K线，研究资金。研究市场的癖好。研究投资者的预期。于是我们的耐心也就越来越差，一开始大家拿着股票，就意味着分享生意的利润，所以持有时间很长，但过去60年，股票平均持有时间，几乎每十年就会缩减一半。随着交易变得越来越频繁，费率越来越低，大家的收益也越来越差。

这是因为随着信息越来越多，我们的大脑中会出现越来越多的干扰，比如一个大高个，你就会认为他，可能是个打篮球的，但其实篮球运动员的概率，远小于他是个普通公司职员。投资也一样，当我们接触了太多的无效信息之后，就很容易被短期的东西误导，比如经济危机，股灾，牛熊转换，风格切换等等。而忘记了生意本身。

复杂性是非常危险的，它会诱导人们将复杂和高额回报相关联，也就是说，看不懂的东西才高深，而高深的东西，会得到更多回报。但这其实都是障眼法，满足人们的心里渴望而已。最终都是有害无益。我们在投资中，尽可能的做到简单，作者说，你就问自己一个问题，这个决策中，最重要的3-7个因素是什么，然后写下来，其他的东西统统忽略，投资往往大道至简，少比多要好。老齐也多说一句，最好的投资，一定都是简单的业务，比如巴菲特80%都重仓在，苹果，银

行，可口可乐和保险公司上面，这些东西一句话就可以描述清楚业务模式，而如果一句话都说不清楚，他是干什么的话，那就最好不要去投资了。这也是当年我们做风险投资的时候，惯用的一招。别跟我扯那么多，就说你们是干什么的，作者也提出了同样的建议，如果有财务顾问的话，你可以打电话，让他在 60 秒之内，解释一下，他们的投资思路，如果他在 60 秒之内都说不清楚，那么大概率他自己也根本就没搞清楚。所以就最好换一个顾问。

下一个是勇气，即使你怕的要死，也要继续策马前行，所有人都知道做投资一定要低买高卖才能赚钱，但是绝大多数投资者都在高买低卖，是他们傻吗？并不是！就是因为他们缺乏坚持的勇气。风险一来，周围到处都充满着坏消息，自己就会慌得一笔了，那么我们有什么方法，可以获得勇气，坚持方向不动摇呢？咱们明天接着讲。

栗渺社分享网盘号昵称为
“栗渺社小群主”
“低调酱油”
其余均为N手，
微信 jnztxy 进首发群

【8】行为投资原则 8：择时大多数时候都是有害的

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，行为投资原则，昨天我们说到了勇气，很多人在市场投资中，总是强调时机的重要性，2013 年就有一个媒体，发表了一个这样的内容，说年初投入 1000 美元，如果每天都抓住美国市场中，涨的最快的股票，那么这一年到年底的时候，他的账户里就是 2640 亿美元。当然我们都知道，这种算法只是博眼球而已，是永远不可能实现的。咱们这边也经常能见到这种新闻，什么一万块钱，如何在一年内变成一个亿，但基本都是瞎说瞎闹，谁也没有这个水平，杜克大学做过研究，说只有四分之一的预测上正确的，而且只有最佳的 10% 的市场预判，才可以帮助投资者，实现年化 12.6% 的投资回报。但同期如果你什么都不做，只是单纯地拿着指数，却可以实现 16.4% 的年化回报。所以这就说明，我们在绝大多数时间，去判断时机不但是徒劳的，反而十分有害。

有人还做了个研究在 30 年，将近 7500 个交易日当中，90 个交易日贡献了大约 95% 的收益，只占有所有交易日总量的 1%，也就是说，如果你没有赶上这 1% 的上涨交易日，那么这 30 年的投资，你将没有收益。这是非常可怕的一个现实。所以老齐也经常告诉小伙伴，从概率上来说，只要不是特别的高

估，无论是低估，还是估值尚可，不管是向上，还是向下，你都应该留在市场里面。只有 100%的把握的时候，才可以退出市场。

作者还分享了一个数据，从 1980 年到 2015 年，长达 35 年的投资时间里，第一个策略是买入标普 500 指数并持有，一直不卖出，而第二个则是每跌 5%就卖出，每涨 3%就买入。在不用考虑手续费损耗的情况下，第一个账户涨了 18 倍，第二个账户只涨了 10 倍。所以同样的牛市行情下，依然是买入并持有策略，收益高的多的多。如果再考虑到手续费的话，那么第二个账户能不能赚钱，恐怕都不一定。

马尔基尔教授，也就是写漫步华尔街的那位，他就说，市场上涨的机会是下跌的 3 倍多，所以当你持有现金的时候，你的正确与错误的比率就是 1:3，你在押注小概率事件。彼得林奇也研究，以 65 年到 95 年 30 年为例，他说对于长期投资者而言，你买入的时机是这一年的最低点，还是最高点，其实关系并不大，最低点买入拿 30 年，是年化 11.7%，最高点买入拿 30 年，年化是 11%。注意这 30 年中间，还有一个 10 几年的大熊市。所以可见，长期持有的话，择时不择时意义不大。说了这些，其实都是为了给大家增加勇气的，告诉你股市投资，实在是不应该赔钱。那些赔钱的，基本上都是拿不住的。至于有人问，难道就真的不用挑入场时间吗？老齐认为，也不用那么绝对，关键还是把握，当你有很大把握的

时候，还是可以考虑一下的，但这个把握要建立在知识和能力，以及客观地量化标准基础上，而不是想当然，一个小白判断的最安全的时刻，往往是最危险的时刻。所以你要是没啥能力，那就别判断了，按照老齐说的 3 个月买入，基本上就不会买在最高点了。如果还不放心，你可以 6 个月买入。历史上几乎没有一波牛市可以在高点维持 6 个月的。

作者提醒我们，虽然不应该择时，但是有些风险点还是应该把握的，比如当市场太过亢奋的时候，这时候就不要再冲进去做投资了，即便你长期持有，恐怕也会严重压低收益。比如 2000 年买的纳斯达克，要到 2016 年才解套。2007 年买的沪深 300，这都 2021 年了，依然没有解套。

巴菲特虽然长期看好股票，但是他说也有特殊的时候，市场过分高估之后，债券的价值很可能也会超过股票。那么此时就应该去买债券，所以老齐总是强调，这些投资大师们，他们判断市场并不是凭感觉，而是通过资产间的价格比较，得出的最后结论。比如我们也经常看一个指标，叫做股权风险溢价，当指标低于一个标准差的时候，说明购买股票就已经不太划算了。所以这时候不管股市还涨不涨，我们都要尽可能的降低仓位。所以可见，我们作为股票投资者，但也绝不是偏执的只投资股票。明显的被碾压的时刻，我们还是会选择主动回避的。避免造成巨大的财产损失。

这里面作者也列出了几个因素，这些因素出现的时候，就不

要再去投资股票了，1 就是估值过高，老齐补充一个标准，当整个市场的估值超过 25 倍市盈率，就要小心了。2 是杠杆过高，社会环境货币宽松，大家都背负着债务，甚至拿借来的钱，投入到股市当中，3 宽松的放贷标准，获得贷款很容易，天天都有人上门问你要不要贷款。4,普遍的看涨情绪，所有投资者极度乐观，市场成交量放大，大家开始变得亢奋。没人再谈风险。5 低波动率，上涨开始加速，基本很难下跌，跌下来就能给推上去，大家都在谈千金难买牛回头。6 热衷于高风险资产，最激进的股票类基金，行业基金受到热捧。垃圾股满天飞。而平衡型基金，无人问津。

根据老齐这几年的经验，粉丝群也是一个重要指标，一旦大家都开始晒收益，并且收益都跑赢老齐给的资产组合的时候，说明一个大的阶段调整就要来了。百试不爽。所以当这几个信号都出现的时候，我们最好就要提前开始防守。比如 2021 年初，我们就提出了，今年市场以防守为主，让大家远离热门，把自己的投资都调到配置上来，如果还没投资的，主推 3322 组合。结果春节后果然来了一拨巨大的下杀，杀得大家人仰马翻，悔不当初。听话的投资者，心态可能会稳定一些，我们的回撤幅度，只是市场均值的 30%。市场跌幅超过 20% 之后，我们回撤才 7%，这肯定是完全不一样的心理状况。甚至会有一点，盼着下跌的小兴奋。

老齐给你总结一下，作者一会说应该坚持长期主义的乐观，

一会又告诉你短期绝对的风险要规避，这其实并不矛盾，投资更像是艺术而并非是完整的科学，他是人与人之间的对垒，而并不是你和公司财务数据之间的 PK，所以要想投资赚到钱，必须要走到其他人的前面去，而不能跟在别人后面。那么绝大多数的时候，人们都是进进出出的，那么你就一直留在市场里面，因为最后他们一定会有一个集体进入的过程，等到这个过程出现，你就可以退出了，所有人都买进来之后，下一步肯定就是反向涌出了，所以这就叫永远领先一步，这才是股市中的最底层心法秘诀。也就是，住在市场里是常态，市场才是你的家，等穷亲戚们，都来了，那么就偶尔出去躲一下清净。躲完之后赶紧在回来

说完了勇气，下面我们信念，巴菲特告诉我们，当我们不知道该如何去做的时候，才需要多样化。如果你对一只股票了如指掌，那么你当然就应该毫不犹豫的全仓持有，比如老齐自己做的公司，我当然就持有所有股权。因为我知道他很值钱，也不想跟任何人分享。如果未来上市的话，我们也不想出售太多的股权。因为我笃定，随着老齐为粉丝们创造越来越多的价值，未来我的公司也会越来越值钱。但是如果我投资其他人的公司，我自然就没那么大的把握。最后也就是熟悉的多投一点，不熟悉的少投一点，压根看不懂的就不投了。最后就形成了一个资产组合。这个组合里面的公司越多，就越倾向于指数。当你有 20 只以上股票的时候，其实就不如买

指数更划算而来。

有些投资者就 10 几万资金，买了 30 多只股票，这纯属瞎耽误功夫。你自己都照看不过来。10 万资金做组合，其实 5 只股票足以。如果你不敢这么重仓，那就去买指数就完了。格林布拉特就测算过，个股投资会有非系统性风险，也就比如什么财务造假，或者突然一个利空之类的，并非是全市场发生的这种风险，他说 4 只股票的组合就可以把非系统性风险降低 72%，8 只股票的组合可以降低 81%，16 只股票就足以降低 93%了，所以你多买很多股票，其实意义并不大。超过 25 只股票，就基本上没啥超额收益的可能了。老齐多说一句，在基金投资中同样适用，如果你买了好几只主动基金，其实就跟买指数基金是一样的，一只基金里少说也得有 10 几只股票，几只主动基金，就相当于三四十只股票的组合。所以基本就不会再有超额收益了。那么你想想，你花着主动基金的钱，最后起到了被动基金的效果，这是不是很冤。讲完了作者的 4C 原则，明天我们再来讲讲 5P 选股法。明天见

【9】行为投资原则 9：选股的 5P 法则

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，行为投资原则。今天我们来看看作者的 5P 选股法，在讲 5P 之前，作者强调了两点，1 是这个方法会增加你成功的概率，但概率不等于百分之百，2，5P 选股法不会永远有效，也就是说，在市场中，会有他失效的时候。他只是让你像开赌场的人一样思考，让获胜的概率能够偏向自己，以至于可以在不断地投资中，让总体收益变成一种必然。

下面我们来看，都是哪 5P，其实说来很简单，就是 1 价格，2 品质，3 陷阱，4 是人，5 是推动力，我们先来看第一个，价格，永远不要出价过高，之前有人做了这么一个实验，把各种价位的葡萄酒撕掉标签，然后让大家盲品，当参与者认为喝的是 90 美元的葡萄酒而不是 10 块钱一瓶的那种，这时候大脑的愉悦表现得更加活跃。但其实 2 杯酒都是 10 块钱的。也就是说，很多人根本分不清葡萄酒的价值和质量，他们会本能的通过价格来辨别好坏。那么在股票市场上，这种行为偏差就更加明显，有调查显示，当所有人都认为是买入股票好时机的时候，往往意味着股票价格已经达到峰值，比如 2000 年 1 月，这项数据就达到最高值，2 个月后，纳斯达克就崩盘了。相反 90 年 2 月，只有 26% 的美国人，看好股票投资。所以人有时候，他就是这么贱，便宜了不买，贵了又

去追高。这是因为我们对于像葡萄酒和股票这种复杂的东西，完全无法确定他的价值，那就只能去看价格，天然的认为，贵了就是好，便宜了就不好。而像鸡蛋这种简单的东西，贵了你绝对不会去买。

巴菲特就举了一个例子，如果你一辈子吃汉堡，却又不养牛，那么你希望，牛肉价格贵还是便宜呢？你肯定希望越便宜越好，股市也是如此，股价便宜了，你买到的权益价值就更大了，未来的现金流也更多了，所以应该高兴才对，但是大家却经常为股价下跌垂头丧气，为股价上涨而振臂欢呼，这种反应太不理性，更不合理。只有那些希望尽快抛掉股票的人，才应该希望股票上涨，而那些希望买入的人，则应该希望股票下跌才对。

在专业的投资者眼里，世界上最危险的事情，就是出价太高，啥时候价格会过高呢，那一定是所有人都抢着买的时候，相反，当所有人都不看好，所有人都鄙视的时候，价格就已经过低了，这让老齐想起一个事，非诚勿扰有一期请了一个基金经理男嘉宾，上台竟然被外国美女拒绝了，当然节目肯定有演绎的成分，但是至少说明，这时候大家都不太看好做投资的人。因为市场刚刚经历过 2015 年的股灾。但也恰恰在这个时候，其实市场已经阶段性见底。所以其实每次市场见底都会有一些迹象可循，而市场过于疯狂也肯定有些表象。即便我们不会算估值，看群众的反应，应该也能判断市场的

高低位。

作者说，即便遭遇股灾，那么估值较低的股票，回撤幅度也远小于那些估值过高的股票，所以对于股票型基金来说，他们的防守，是不能够降低仓位的，那么就只能去寻找那些冷门股和低估值股票。比如我们之前讲过的温莎基金的约翰聂夫，就是这样，他在市场过热后，就回去逆向布局，下一个周期。价值和周期来回做，从而获得超越市场的收益。我们在奥肖内西写的投资策略实战分析中，也详细的解释了这种投资方法，永远找市场中，市盈率，市现率，市净率，市销率最低的股票，和股息率最高的 10% 的股票，有时候，还会把这些策略组合应用。从而获得更好的效果。根据很多研究测算，最便宜的股票组合，在未来 20 年-30 年内，回报都比最贵的股票组合要多出好几倍。无论牛市和熊市都是如此。巴菲特曾经嘲讽那些追热门的投资者，你为了得到让人开心的共识，付出了高昂的代价，不确定性才是长期价值投资者最好的朋友。老齐也经常劝告各位，买热门痛快一时，悲催一生，只有站到投资者情绪的对立面上去，你才能获得回报。尽管一开始很痛苦，但市场会不断奖励这种他痛苦的。

格林布拉特补充道，价值投资本身没啥魔力，有魔力的是投资者的期望值，你应该去买那些市场中期望值最低的股票，低到任何消息，也不能让他的价格更低了，换句话说投资者对他已经无欲无求了，这时候，你的买入也就安全了。未来

稍微有点好消息，就能加倍反应在价格上。所以投资者其实并不是跟实际情况在赛跑，而是跟其他投资者的预期在赛跑。我们务必要避开那些热门，市场共识程度越高，就越要小心。下面我们看第二个 P，叫做品质至上，就是说你还得买到好东西，作者讲了一个关于百视达的故事，他当年从影像店起家，做成了很大的视频品牌，当年他有机会 5000 万美元收购奈飞，结果，中途后悔了，转去与安然合作，结果 2021 年初，现在奈飞已经 2200 多亿美元，而百视达股价不断下跌。所以这个故事告诉我们，不应该以绝对价格这一个指标，去看一个公司的表现，上面说的买估值最便宜的股票，也是一揽子股票的组合，但是放在单一股票上，还真不一定会发生逆转。也许他就真的一直跌，最后跌到破产。

巴菲特师从格雷厄姆，而格雷厄姆的绝招就是捡烟蒂投资法，也就是当公司的价值跌破可清算资产的时候，就去买入。巴菲特就是通过这个方法买到的伯克希尔纺织厂，然后就因为不赚钱，而深陷财务泥潭。所以从这之后，巴菲特才开始悟道，合理的价格和优秀的公司必须结合，才是正确的投资。比如航空业就是一个糟糕的行业，巴菲特也深受其害，他说这个行业，吞噬掉了很多的资本，然后却不能产生收益，无论你投入多少，似乎都是无底洞。但是股神似乎也没长记性，2020 年初他还投资了航空业，结果又赶上了疫情，再次惨败出局，

除了航空之外，作者也将互联网行业，归入了这一类，他认为互联网公司确实获得了巨大的社会影响力，但就是不赚钱。而没有利润产出和维持利润增长能力的公司，统统都是低质量的。对此老齐并不认同，互联网行业在很多领域，现在已经开始产生了稳定的利润，比如我们的腾讯阿里，已经持续稳定的赚大钱了。他只是有一个扩张期而已，过了这个扩张期，利润就会变得很稳定，甚至会产生垄断利润。但是投资互联网行业的不确定性就在于，你不知道，谁可以冲过这个扩张期。有可能一个行业都无人能够通过。比如互联网视频，如今已经烧了 15 年的钱了，目前还没有人可以实现盈利。但是反过来说，投资最赚钱的股票，就有好收益吗？根据上面价格的那个论述，你也应该知道，如果大家都知道他很赚钱了，那么通常价格也不会便宜，甚至最赚钱的公司，就是最热门的股票，可能反而会给你带来灭顶之灾，比如 2007 年的中石油，就号称是亚洲最赚钱的公司，结果 48 开盘，如今 13 年过去了，价格只剩下了 4 块钱。所以我们要买的，一定是未来很赚钱的公司，而不是现在很赚钱的公司。未来很赚钱，或者说未来更赚钱，这才是高质量的核心。我们在低价股里，找未来更看好的公司，这其实很有难度。但是我们把它反过来，先不管价格，先去找你未来的未来肯定越来越赚钱的公司，这个其实并不困难。比如可口可乐这样的公司，未来肯定更赚钱，茅台也一样，未来必然越来越赚钱，还有

云南白药，伊利股份，这些都没啥悬念。你把这些公司都先挑选出来，然后等到熊市里再去买，就可以了。大熊市里，泥沙俱下，这些未来很赚钱的公司，也一定会被错杀。所以反过来操作，就容易的多，需要的就是耐心等待。

作者也提出了一套方法，来判断，这家公司，到底是因为自己的问题而下跌，还是因为趋势错杀而下跌。他提出了 9 个方面的因素，1 是净收入，2 是营运现金流，3 是资本回报率每年改善，4 是盈利的质量，营业收入是否不断提升，5 长期债务与资产比率下降，6 流动比率，手上的现金足以应对短期债务，7 流通股是否被稀释，8 毛利率是否每年都有增长，9 资产周转率越来越快了吗？这些都是分析基本面的时候，最常用的指标，通过这些指标，我们就能判断，这家公司正在变得更好还是更糟，如果基本变好，股价却下跌，那么就是买入的好机会，明天那我们在介绍几个其他的选股原则。

【10】行为投资原则 10：风险管理到底是不是浪费钱？

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，行为投资原则，昨天我们讲到了选股的 5P 法则，其中不光要价格低，还要质量好，而质量好这个标准，格林布拉特就设置了盈利收益率这个指标，也就是市盈率的倒数，也就是说，买那些又能赚钱，但价格不高的股票。从长期表现来看，神奇公式基本长期打败标普 500 指数，但其中也有失灵的时候，比如 95 年，96 年，和 98 年。在 A 股市场上，从 2018 年以后，神奇公式基本失效，连续几年表现并不理想，有一只代表基金，叫做中邮中证价值回归，他就是根据神奇公式来做的量化投资，但这几年走势严重落后于市场。所以也让很多人产生疑惑，神奇公式，在 A 股到底管不管用，其实老齐并不怀疑，我认为只是时间和风格没到。后面神奇公式肯定会起作用的。

下面我们看 5P 原则的第三个因素，考虑风险，我们的心里，存在这样或那样的问题与弱点，而有些人正在利用这些心理学上的弱点，攻击我们。投资市场就是这么样一个地方，在这里我们太容易犯错了。甚至很多专业的投资者也会被骗，比如麦道夫惊天骗局中，很多被骗的都是专业机构。大家都相信了，麦道夫的谎言，认为他真有一套伟大的算法，可以

对冲投资的损失，让收益持续稳定。只有真正了解算法的人，才会对其质疑，比如我们讲的战胜一切市场的人，那里面的爱德华索普，他是一个数学天才，提前 18 年就的看穿了麦道夫的骗局。但是没什么用，没人会相信他，所以这就是心里偏差，无论你在自己的领域有多成功，总有你未知的领域，而在完全未知的领域，你很容易就相信专家和权威了，然后就会被骗。看电视购物中，那些正襟危坐的老中医，其实都是骗子而已。就是利用大家完全不懂医学，制造心里的信任感。那些理财骗子们，也都开在最高档的写字楼里，然后西服衬衫马甲三件套，看起来各个都像华尔街精英，就是利用这身行头和场景，压迫你的心里。从而让你造成误判。

那么我们在投资中，你是否想过风险管理？是否有一套系统，能够去系统的思考出错的可能呢？这可能会让你浪费很多效率，霍华德马克斯就说过，这种东西，就相当于建筑物的抗震结构，在真正的地震到来之前，大多数人都会抱怨这个东西是浪费钱财。大家更愿意为，你能替我做什么而付费，很少有人愿意为你能为我避免什么而付费。很多人可能马上就要反驳，保险不是卖的很好，没错，保险产品中卖的最好的是投连险和万能险，也是产生收益的。而用于保障的保险，通常都比投资的难卖。

风险管理另一个难点在于，他与我们的认知相悖，你认为风险最高的时候，恰恰是风险最低的时候，当你认为完全没风

险的时候，恰恰是风险顶点。所以这就是个悖论了，你告诉他现在你风险很高，他肯定认为你是个大忽悠。在牛市顶点的时候，大家都会觉得牛市来了，市场会一直涨。没人会理会你的什么资产配置。认为老齐给他们配置债券，简直就是在浪费生命。让他错过了好几个亿。

芒格总告诉我们，要逆向思考，永远要逆向思考，我们出错，主要是因为产生了思想盲区，所以在风险管理中，会引入一个恶魔般的反对者，他会质疑当下一切受欢迎的想法，这个唱反调的人，必须有理有据有节的挑战我的理论，而不能只是个杠精。一般的投资者总是付出了代价之后，采取总结，但是出色的投资者，应该进行事先调整，也就是说，他应该上来就考虑最坏的情况下，我会损失多少，做出怎样的应对，而不是总想着赚钱，有交易员就说，最后发现，但凡是先想着赔钱的交易，最后大部分都赚钱了，但是上来就想着赚钱的交易，大部分却都赔钱了。这其实跟老齐所说的，多想想贼挨打，少想想贼吃肉是一个道理，能抗住多少揍才能吃到多少肉，这些都是相互对应的。绝大多数时候，我们都是一心想着吃肉，但却被突然的，毫无防备的打了一闷棍。这一下可能就让你再也起不来了。

那么怎么才能做好风险管理呢，作者给了 5 个步骤的清单，1 寻找替代方案，也就是说一旦不成，我该怎么办。比如买入的股票他不涨，反而跌了，我该怎么退出，如果你能够靠

10 年的股息分红，把本金收回来，那么这笔投资就基本上没什么风险。2，寻求异议，也就是找人反对你，帮你去思考，哪里想错了。3，追踪之前锁定的决策，也就是把他写下来，贴墙上，遇到什么事，该如何处理，全都可回测。4，避免情绪极端紧张的时候，做出决策，问问自己现在是否足够理性。如果正在兴奋当中，最好就不要去做决策。5，了解诱因，也就是我们做出决策的主要动机是什么，是否还有其他的动机，比如我是想赚钱呢，还是为了得到别人的认同？大家别笑，很多人投资，其实真的就是为了得到别人的认同。

接下来，作者提出了几个模型，帮助我们快速的检验自己的投资，第一个是 C 模型，他有 6 个参数，1 是净收入和运营现金流之间的差距是否越来越大，也就是说你赚钱，是不是从生意上得来的利润，如果卖房子卖地的利润，说明公司出了问题。

2、营收账款周转天数增加，说明你处于生意的弱势群体地位，你已经没有话语权了。

3、库存周转天数增加，说明产品不好卖了。

4、与收入相关的其他流动资产增加，说明一年以内都无法变现的东西越来越多。

5、总资产，厂房和设备的折旧减少。说明公司价值下降。

6、连续收购来扭曲盈利，故意在混淆视听。

通过这个模型，找出来的公司，要平均比美国市场平均回报

低很多。所以最好就不要再投资，下面还有一个 Z 模型，他可以成功的预言，哪些公司，将在 2 年内破产。准确率高达 72%。

1 就是营运资金/总资产，用来衡量流动性。2 留存收益/总资产，衡量杠杆，3 用息税前利润，也就是 ebit/总资产，衡量盈利能力，4，股票市值/总负债，衡量偿债能力，5 销售额/总资产，衡量资产周转率。除了金融企业外，其他的企业都可以用这套方法评估。

作者说，在你做个股投资的时候，选出的股票，都要用 C 策略和 Z 策略过一遍，这样就能看出一些问题的端倪，足以避免像安然那样的财务造假企业。

下面我们看第四个 P，叫做跟随领袖，我们经常看到一些读心术，测谎仪，说可以通过肢体语言就能分辨这个人到底有没有说谎，比如 911 之后，美国运输安全局就投入了 10 亿美元经费，训练检测人员，通过非语言线索来抓出恐怖主义嫌疑人。但结果十分糟糕，最后不得不终止了这个计划，因为没有证据表明，他是有效的。根据心理学家反复的测试，人类能识别出说谎的人，概率只有 47%，所以预期做这些行为分析，你还不如拿硬币出来扔一下。那些读心术什么的，基本只是节目效果。

这就告诉我们，其实很难分辨谁是诚实可信的人，那么我们不妨换个角度，来用排除法，看看行不行，有人研究了会把

公司搞垮的企业领导人的特征，1 是，他们认为自己和公司主宰着他们的大环境，也就是觉得都是老子英明神武，2 他们完全认同公司，以至于模糊了个人利益和公司利益的界限。3 看上去无所不知，啥都想干，4 他们毫不留情的消灭任何在想法上不同的人，5 他们是公司最佳代言人，并投入大量时间维护公司形象，6 面对令人生畏的困境，他们也觉得是临时的可以摆平的，7 总是轻易回到那些原来成功的旧的战略上。读到这老齐不知道为啥，突然想起了格力，想起了董明珠，感觉作者好像就差爆出他的身份证号了，但作者肯定是无意的，甚至完全不认识董明珠。其实他只是一个特质而已。其实很多一言堂的企业也都是如此，比如万达的老王等等。但有的时候也有反例，比如乔布斯也是这样的人，但苹果公司却走向了伟大。

那么该怎么办呢？作者说我们可以通过几个行为，来获取更加有用的信息，

1 就是内部交易，也就是企业员工的投资行为，员工无疑是最了解企业的，如果他们愿意真金白银的拿出钱来，投入到公司的股票当中，那么我们就应该重视。有数据表明，内部交易的绝对值越大，那么随后股票的回报就越是惊人，随着时间的推移，内部人士掌握的这些信息，都会被市场所感知，2 股票回购，管理层动用自家公司的资金，来回购自己的股票，同样是一种对未来持续看好的态度，通常都会带来更好

的表现，说明管理层已经认为，股价已经低于内在价值了，巴菲特就经常在熊市里这么干，比如 2020 年，他就大比例回购自家的股票。有人统计回购股票公司的年均复合回报率高达 22.6%，而同期标普 500 只有 14.1%。不过老齐也要提醒一点，你还得看他回购之后的用途，是用来股权激励，那就差一点，如果用来注销就最好了，注销会直接提升我们手中股票的股东权益。另外也要小心用嘴回购，说是要回购股票，但却实为推升股价，或者回购一点点，但创始人却减持一大笔。

3，股息，给股东派发股息，是代表了爱护股东的意图，很多人不理解股息，最早的股票要想拿回投资，就只能通过股息，后来有了交易所，大家才能够买卖，本意也是，等不及靠股息收回投资的，可以高价把他卖掉。后来逐渐就演变成了现在这个样子，反而股票最本源的股息，不被重视了。有研究表明，在我们的投资中，股息占股票历史回报的小一半，所以不可小觑。

股息比股价的波动小的多，而且股息基本之和利润有关，那么就非常好计算，好把握。比如大萧条时期，美国股市跌了 81%，但是股息仅仅下降了 11%，73 年股灾，跌了 54%，股息仅仅下跌了 6%，所以我们把股息算明白了，你觉得能靠股息收回投资了，比如能有 10%，那么其实也就没啥可怕的了。市场最差最差，就是每年给你发股息，好的时候还会有意外

惊喜。有人说了，股息怎么可能有 10% 这么高，当年买肯定没有，大概也就 3-5%，但是你等几年，随着盈利持续增长，你的股息回报率会越来越高。比如格力，如果你是 2014 年买的，现在一直没卖，那么今年的分红，差不多就是你当年投入资金的 30% 了。你之前的投资，其实在这 6 年内，也早就通过股息收回了，后面的股息基本都是赚的。这就相当于，买鹅的钱，都靠卖鹅蛋赚回来了，而这个鹅还在下蛋，而且下的越来越多，这其实才是投资的本质。赚取未来越来越多的现金流回报。

高股息率，也是市场中的一套成熟策略，比如红利指数，就是通过这个策略编制的，他也长期跑赢市场。但问题是，短期确实不一定。比如近 3 年，红利指数就跑输了沪深 300。所以要投资于红利和股息的人，应该有更长的视角，至少是用 10 年时间去看待市场才可以。

所以，总结一下，与其关注企业的经营者的言行，还不如关注他们的行动，别看嘴，要看脚，如果愿意跟投资者分享利益，这才值得我们信赖。

第五个 P，叫做顺势而为，动量投资，也是重要的一个门派，他们更关注，投资者热衷于买入的一些证券，避免买入表现不佳的公司，他们的理论基础就是强者恒强。其实这就是老齐一直强调的右侧投资策略。一旦趋势开启，就不要过早的判断他结束，即便估值过高，我们也可以带上安全带，跟他

一起疯一段，直到确认趋势逆转，再离开市场。但巴菲特这样的价值投资者，对此却嗤之以鼻，他们认为鼓吹动量投资的人，就是邪教。不过奥肖内西做的投资策略回测发现，动量投资还是有效的，也能够打败市场均值。不过他的问题在于不够稳定。特别是在牛市后期，经常给你来个巨大损失。所以动量投资，算是高风险回报略高的策略。老齐并不提倡，但也不反对。我们自己也在使用趋势投资，比如对于不可预测的行业，像券商之类的，或者完全看不懂的东西，又或者在市场进入疯狂之后的情绪驱动行情，我们也使用趋势投资，从而获得更高的回报。所以方法没有好坏之分，就看你是否用的恰当。你不用菜刀切菜，而是扔起来耍着玩，那最后砍掉自己一只手，你说赖谁？

这就是本书的全部内容了，作者立足于改变我们自己的行为的方式，来帮助我们获得更高的投资回报，其实意图非常明确，投资就是一场输家游戏，比的并不是谁的主动得分机会多，而是比谁的主动失误更少。我们减少失误的同时，就可以极大的获得更多的回报。本书的后半部分，其实有很多的干货，大家应该再好好琢磨琢磨，特别是对照奥肖内西的投资策略实战分析。一起来研究，效果更佳。明天我们开始新的学习。