
【1】投资大师肯费雪说 1：择时并不能在长期给你带来更多的回报

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来学习投资，找来一本书，投资大师肯费雪说，投资中最重要的三个问题，先说下肯费雪这个人，菲利普费雪的儿子，菲利普费雪我们都知道，这是一个对于巴菲特后期影响很大的人，肯费雪继承了他老爸优秀的投资基因，如今也以几十亿美元的身价登上了美国亿万富翁排行榜，而且这个人还很能写书，写了不少著作，除了这本书之外，还有超级强势股，小心这是投资圈套，投资丛林法则等等。

这本书都将围绕三个问题展开，第一个是我深信不疑的东西，哪些实际上是错误的，第二个，哪些是其他人理解不了，但是我能看懂的东西，第三个问题，大脑是如何误导我的，这三个问题，直接影响了我们投资的结果。

我们先来看第一章，很多东西曾经一度让大家深信不疑，人们坚持错误的看法，是因为很少会反思自己的理念，也就是说很少有人愿意否定自己。比如我们一般都会认为，市盈率高的股市，比市盈率低的股市，风险大，上行概率小，这个观点肯定是有道理的，因为市盈率就是价格和收益比值嘛，所以高了肯定不合适。但作者说，有很多统计数据已经表明，

市盈率并不能揭露风险和收益的信息，也就是说，没有证据表明，市盈率高了就一定会跌，市盈率低了就一定会涨。甚至有些高市盈率的股票，还因为长期持续高增长，得到了更多地收益。那么当你了解了这个真相之后有什么好处呢？你可以避免过早的上车或者下车。

投资中最多的谬误其实就是相信一些因果联系，比如 X 因素导致结果 Y，很多人看见 X 发生，就去赌 Y 的结果，比如一降息，就觉得股市肯定会涨，业绩不行，就认为股价肯定会跌。大家即便知道，这种事情不会 100% 发生，但是也会倾向于认为他是大概率事件。但其实结果可能刚好相反，作者说，如果你能接受广为认可的观念，但实际是个错误的事实，反着去下注，你的胜算将会更大。什么意思，老齐之前给大家讲的，要找到正确的非共识，就有获利的机会，而作者说的是找到错误的共识，也同样有获利的机会。老齐给你举个例子，比如当大家都觉得好赛道一定会带来好生意的时候，其实这就是一个误区，还有就是在传统行业里，没有好公司，不可能持续获得成长，这其实也是错误的。事实上一些长期获得稳健增长的企业，往往都是传统行业中的头部公司。

作者说，过度自信在生活中没啥不好，甚至是在大多数领域取得成功的基石，比如我们做产品，创业，都需要有这种过度自信，当别人提出反对意见，或者当噪音出现的时候，我

们能够保持本心不偏航。但是，偏偏在投资市场上，过度自信却危害极大。所以投资者都很讨厌，去质疑已经被广为接受的观念。比如很多人都认为，如果政府赤字扩大，说明债务增加，那么他后面就很可能紧缩经济，让经济下行，这时候股市可能也会迎来变盘，所以自己持有的高波动股票，可能就会很危险，这一套分析丝丝入扣，大多数人也都会相信这套逻辑，经济不好，股市变差，好像天经地义，但是真实情况是这样吗？数据显示的却刚好相反，出现巨额财政赤字之后，股票收益率一般都会远高于均值水平，反而是出现大量的财政盈余后，股市业绩会一塌糊涂。

这种观点作者还列出了很多，比如美元疲软对股市不利，利率上升对股市不利，下降对股市有利，减税导致债务增加，对股市不利，经济增长较快的国家，股市表现也会更好。增长较快的公司，股价表现更优秀等等。这些观点我们都很熟悉，甚至就是媒体天天给我们灌输的东西，甚至我们从没有想过他的对错。我们总是希望找到这样的因果联系，因为一旦建立了因果联系，我们就会自认为投资水平大增。下次在找到同样的事情的时候，我就能赚到大钱了。

但现实往往很残酷，这些东西很难直接建立因果联系，即便有联系也非常微弱，作者说，如果站在 96 年，你知道接下来股市 4 年大涨，但也知道随后股市暴跌，那么你是否愿意错

过这次投资机会呢？估计绝大多数人都是不愿意的。所以其实绝大多数人，都是从短期看待市盈率的。所以，作者认为高市盈率高风险论，站不住脚，市盈率很高之后，甚至可以更高。一些大牛股在他们开始上涨的时候，其实也都并不便宜。

他还找来数据，研究了 1872 年到 2010 年的市场，通过市盈率的高低，然后与第二年市场表现的关系，最后发现，基本呈现分散走势，也就是说市盈率很高或者很低，跟第二年市场影响的关系并不太大。基本处于随机状态。

而且作者还发现了一个规律，当股市跌幅达到两位数的大多数年份里，其实市盈率都不太高，比如年度下跌 10% 的年份有 20 个，其中 16 个年份，市盈率都低于一般水平。也就是说，估值低，并不等于市场就不会下跌了，甚至可能跌的还很凶。而当市盈率处于较高水平的时候，17 年中，却只有 7 年下跌，10 年都是上涨的。

也有人会告诉你，在某一市盈率之上，风险大于收益，在某一市盈率之下，收益大于风险，所以我们应该在低估的时候多买，在高估的时候多卖，比如老齐之前就告诉过大家这个方法。所谓低买高卖，主要看的是估值，而并非绝对价格，但作者认为，这个认知又错了，他说你可以试试，这些方法去做投资，你最后获得的收益，都不如长期持有来的更高。

也就是说，择时并不能在长期给你带来更多的回报。这个观点老齐其实也是认同的，特别是在一个成熟市场之上，择时的难度会越来越大。我们要投资美国，其实更多地就是长期持有指数。其他方式已经都不怎么起作用了。但是老齐也相信，在 A 股市场上，可能还有不少的择时和选股的机会。之所以市盈率不那么靠谱，就是因为市盈率是由两个指标组成的，一个是价格，一个是盈利，这两个指标其实都在变化，高市盈率出现之后的几年里，每股收益其实增长的会比股价更快，而在低市盈率出现的几年里，由于经济低迷，收益反而消失了。比如 1929 年，都知道这是一个大危机的日子，但是当时的市盈率却并不太高，因为当时公司们的收益都很高。真正市盈率爆表的日子就是 2000 年，那会是因为大家都是互联网企业，都不赚钱，也没人在乎赚不赚钱，所以估值极高。

作者其实给我们提供的这个思路还是很有价值的，业绩是一个十分重要的考量因素，绝大多数公司的业绩都是呈现波动的，所以我们在考虑估值高估的时候，还要考虑他的业绩是否高估，当一个公司持续高增长，股价也持续上升，大家都一致看好的时候，很可能业绩就已经是强弩之末。至于怎么去判断，其实就两个字，常识，当一个公司优秀的业绩已经不能满足绝大多数投资者的胃口的时候，就说明大家把他想

象的过好了，而公司为了迎合投资者需求，就会拼命的释放业绩，最后自然也就业绩高估了。

从行为金融学的角度来说，人们都是厌恶风险的，对于风险的厌恶程度，是他们对同等收益的 2.5 倍，也就是说，你损失 100 块钱，得赚回 250 块钱，才能弥补心里的创伤，所以投资者会把实际风险和自己感知的风险相互混淆。所以总是对市场造成误判，比如高位接盘的那些人，并不是他们不怕死，而是他们根本感受不到风险。低位不敢买的，也不是他们不想买，而是天天看着下跌，心里实在难受。所以市盈率本身并不是标准，市盈率背后反映的市场状况，和投资者预期才能说明问题，其实老齐也常说，投资市场没有简单的一针就好，很少有一一对应的直接联系，更多都是投资者预期的反映，也就是说这个事出来之后，直接反映并不确定，重要的是投资者怎么看他。比如加息，当大家都知道了加息，并已经为此做好了准备，那么加息就不再是利空，反而加息之后，变成了利空出尽成为利好，所以你在牛市里会看到很多次，加息后股市低开高走。

市盈率如果反过来，就变成了盈利收益率，比如 20 倍市盈率，翻过来就变成了 5% 的盈利收益率，这个指标经常拿来和国债收益率进行比较，这也是我们常说的股债比，那么这个指标是否靠谱呢？我们明天接着讲。

【2】投资大师肯费雪说 2：哪些是别人不知道而你知道的？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲投资大师肯费雪说，昨天我们说到了盈利收益率，也就是市盈率的倒数，如果盈利收益率是 5%，而债券利率是 8%，那么投资股票显然就没有什么太大的吸引力，还不如买债券更划算，但如果债券利率是 3%，那就完全那不一样了。叠加上债券的回报可能还要交税，所以吸引力就会更差了。所以一旦市场利率持续走低，那么股票的估值就会整体上升，比如这些年来，美国市场的利率一直在下降，从接近 20% 的高位，跌到了只有 1%，所以股市才走出了一波波澜壮阔的大牛市。相反只要市场利率上升，那么股票的优势就会降低。

从投资者的角度来说，本来就会认为，股票更具有吸引力，因为公司会成长，但是债券利率却是固定的，所以只要是利率差不太多，都会倾向于股市。不过作者也说，股票可能便宜，但并不意味着他必然上涨，股票可能还会在一段时间内，变得更加便宜，所以，利率下行，股市就会上行，这个因果关系其实也是不成立的。老齐解释一下，本身股市就是投资者预期的反映，其实利率高低不是重点，重点是大家觉得利率是会走高，还是会走低，当大家都认为利率会持续下降的

时候，股市才会上升，但当大家都认为未来可能会走高，那么即便当下利率很低，也还是会对股市造成影响。

作者还说到了债务，政府财政赤字，对股市也不一定会有坏的影响，过去这么多年，美国鲜有财政盈余发生，大部分时候都是赤字，而且赤字还越来越大。但股市也依旧这么涨了10年。所以这些显然都不是重点，都是大家想当然出来的结果。 栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

作者说，巨额的联邦赤字不一定对股市不利，甚至可能截然相反，虽然这很令人震惊，但确实是事实，当大家都知道这个事情的时候，市场就会为这种认知而定价。也就是说，市场会发生明显的均值回归的机会。老齐也多说一句，有些认知会在一段时间内被奉为真理，但其实那只是巧合而已，比如2021年之前，白酒和茅台就是永远上涨的神话，大家觉得永远赚钱的公司，就该永远上涨，但当茅台跌去40%之后，这种认知也就不存在了。所以当你发现一条真理之前，确实我们应该独立的思考一下。

下面我们来看作者提出的第二个重要问题，我能理解哪些，其他人无法理解的事情，这个说的比较绕，老齐给你变换一下句式，就是说别人不知道，而你你知道的东西有哪些。也就是你掌握了哪些独家信息。可能很多人的第一反应就是，啥都没有。但这里的独家信息，并不等于内幕消息，而是讲的

独立思考。我们每天周围都充斥着各种消息，很多时候你拿到的消息，已经是八手的消息了。你知道的事情，已经成为了全市场皆知的秘密。

人的天性就是这样，比如当你在黑暗之中，听到一些奇怪的声音，往往就会把注意力吸引过去，然后全神贯注去寻找。这在原始社会，就是我们求生的本能，会让我们免受一些自然力量的伤害，能够在尽可能快的时间，做出反映。经过成千上万年的进化，我们对于噪声，就形成了机体上应激反应。这个可能并不是你有意回避就能逃的掉的。反而听到噪声没有反映的人，被视为是个怪人。

那么是不是就意味着，我们要避开大众媒体呢？作者说并不是，你避不开媒体的，不过我们要改变对于他们的看法，媒体是我们的朋友和盟友，他可以帮助我们了解其他人的想法，媒体上面观看最多的，评论最多的，就是大家的真实想法。他们在担心什么，你就完全不需要再担心了，比如大家都在担心经济危机爆发，那么你就不用去管这个事了，肯定不会发生经济危机的，大家都担心的事情，就一定不会发生。相反大家都不担心的事情，则有很大的概率发生。比如当大家都认为茅台不会跌的时候，茅台的风险已经极大，大家都认为国家不会让房价跌，过几年你再看看就知道。

拒绝从众心理，这句话说起来容易，但做起来却极难，因为

没有人想成为别人眼里的傻子，当你跟大家的观点都不一样的时候，就很容易受到群嘲。这种感觉甚至比赔钱还要难受。所以很多人都会选择宁可赔钱，也要接受大家的认同。老齐知道，很多经济学家，财经媒体人，其实就是这么做的，因为他们根本就不是从投资上赚钱，而是从关注度上赚钱，所以他们必须要说大众爱听的话。但投资人就不一样了，我们说的话，绝大多数人都不爱听，2021年初，股市明明很好，你却告诉我要注意风险，到了8月，股市都快崩了，你却告诉我定投进场。让我短时间内赔了很多钱，所以在公众的认知当中，投资人往往都是先从傻子开始，然后过一段被封神，但好不了几天，就又变成了傻子。道理很简单，因为只有主动当傻子，才能赚到钱。

还记得塔勒布吗？他写的黑天鹅，87年股灾，当所有人哀鸿一片的时候，他却回家呼呼睡大觉了，他的回答是，所有人都注意到的风险就绝对不是风险，这本书的作者也这么说，99年，大家都在担心千年虫问题，所以股市发生了一波大跌，但其实这时候根本没有什么好担心的，都在担心千年虫，千年虫就绝对不会爆发。反而是2001年大家已经对互联网泡沫无感的时候，大危机才终于出现。老齐也经常告诉我们的伙伴，你们知道的全部问题，都已经反映在了价格当中。所有人都不知道的问题，其实才是最大的问题所在。

在我们的学校里，也有很大的问题，大家所学的内容和知识都是千篇一律的，甚至是几十年来一成不变的，这些信息极其陈旧，所以可想而知，在学校里学习的投资知识，几乎起不到任何效果。最后你会发现，自己就算是金融学博士毕业，也不过是学了个寂寞，你那些知识，根本就无法在市场中赚钱。老齐原来的公司，就雇佣了很多北大清华的博士硕士，这些学院派的毕业时，只能做基础分析，根本无法做投资决策，因为思维格局差的实在太远。他们想到的东西，基本都已经写在了市场之中。但媒体上这些人特别火，比如抖音上很多顶着什么北大金融硕士的头衔，给人讲投资理财。其实无非就是吸引眼球罢了。

那么有人问了，我们跟大众反向而行就行了吗？答案是否定的，你可能会死的更快。逆向投资是没问题的，但是不要为了逆向而逆向，作者说有些东西只是否定，而不是代表对立，好比说绝大多数人都认为股市上涨，此时我们知道这个观点肯定错了，但绝不代表股市可能马上就跌。如果你要去逆势做空，那么可能会死的很难看。直接被千军万马所碾压。比如电影大空头所演的，大家认为提早做空房价很酷，但其实那种压力你很难抗住的。

作者也举了个例子，大家一直预期股市会走向南方，逆向投资者认为他会走向北方，但最后股市也很可能走向西方或者

东方，所以逆向其实是一个小概率事件，甚至比一致性预期的概率更低。所以永远记住，结果往往与众人的预期不一致，但不一定会截然相反。而是会表现出很多的不确定，那么该怎么做，其实非常简单，你不做就好。当大家一直预期股市还将大涨的时候，我们最好的方式就是退出来观望，不做多也不做空。当大家一致预期股市还要大跌的时候，我们也不要一把抄底，而是要慢慢定投。所以投资中要摒弃那些非黑即白，非涨即跌的想法，更多地时候都是不确定。所以动作一定要慢，要多观察，少操作。

我们经常会听说一句话，不要和央行对着干，当央行加息或者紧缩的时候，我们就要尽快退出市场，但作者说这都是胡说八道，历史经验表明，联邦基准利率上升的时候，股市基本都是同向波动的。之所以会有这样的结果，就是我们之前说的那点，央行现在的行动，都会提前对市场进行预期管理，也就是说加息的话，很早就会让你知道，所以人尽皆知的东西，自然也就不会对股市造成太多的影响。所以股市不是经济的晴雨表，也不是政策的晴雨表，而是预期的晴雨表，如果你想不明白某些问题的时候，你就多想想投资者预期的变化就会豁然开朗，当大家都担心一件事，而这件事落地之后，反而会成为利好。明天我们再来看看，经济增长和股市的那些误区。

【3】投资大师肯费雪说 3：经济变化跟股市的那些误区

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，投资大师肯费雪说，今天我们来看看，经济增长了股市就一定会涨吗？其实也不一定，比如熊市出现的时候，可能经济还很热，只有个别的情况下，是因为经济危机爆发，影响了投资者情绪，从而才让股市转熊，但这种其实并不普遍，因为经济危机并不可能总是爆发。

人们对与经济的感受也是后知后觉的，甚至当经济衰退好一段时间之后，才会有人恍然大悟，经济不好了。比如 73-74 年熊市之后，出现了比较严重的经济衰退，但直到 75 年大家才知道他的严重性，作者当年还很年轻，他周边的人都告诉他经济很强劲，但后来他才知道，经济其实已经连续第四季度下滑了，咱们这里也是一样，2008 年年初，开两会的时候，大家都还在喊着多增加财产性收入。但到了 9 月份，才知道金融危机是百年一遇，大家才开始恐慌，但其实 11 月份市场就见底回升了。

反过来的例子其实也有很多，就是当时看起来很可怕，但股市却表现不错，比如作者举例 98 年，大家都觉得经济不好，也爆发了俄罗斯主权债务危机，但是那年其实并没有出现熊

市，反而股市涨了 29%，之前我们在讲跌宕一百年的时候，也说到过，二战爆发的时候，上海都被日军占领了，结果上海股市还在上涨。法国也一样，都亡国了，股市却还在涨。作者提到了一个指标，就是收益率曲线，我们都知道长期利率应该比短期利率更高，你存 5 年国债，肯定获得的收益要比存 1 年更多，但是有时候会出现特殊现象，短期利率高于长期利率，这就是收益率曲线倒挂，这种时候出现，通常都因为银行不愿意放贷，他们觉得风险太大。通常都是重大危机的预警信号。这个指标在美国特别有效。比如 2019 年底，美国的收益率曲线就发生了明显的倒挂，2020 年初，股市就遭遇了一轮活久见式的下跌。

不过作者也说，倒挂的收益率曲线，并不一定会让股市马上就崩盘，还必须要考虑全球的状况，当全球收益率为正的时候，那你可以只减持某一国家的股票。但如果全球收益率曲线都是负数，那么可能就有比较大的问题了，从 85 年以后出现了几次这种状况，分别在 90 年，98 年，2000 年和 2007 年。基本都是爆发大危机的年份，所以只要收益率曲线倒挂发生，如果未来有一些风吹草动很可能就会发生突如其来的暴跌。老齐多说一句，这个方法之前在我们这里不太适用，因为我们的市场化程度没那么高，后面可能会越来越有用。作者还提供了—个非常有用的工具，也就是全球收益率曲线

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

的变化，会带来明显的市场风格变换，当利差扩大之后，未来一段时间都是价值股处于领先地位，但当利差缩小之后，成长股就会表现更优秀，这个其实也很好解释，收益率差额扩大的时候，信用好的大企业会更容易获得贷款，资产少的成长公司，业绩可能会受限。而当利差缩小之后，大家都很容易获得贷款，这样成长的优势也就发挥出来了。所以作者说，当你发现收益率曲线开始变得平缓的时候，风格变盘也就该出现了。那么这个事在咱们这有没有用呢？大致有用，比如 2018 年-2019 年就是利差上升，价值优先，但 2019 年 4 月之后，利差就开始下降，切换到成长上，创业板为代表的成长股 2 年涨了 3 倍，回报远超沪深 300 的价值股。

那么很多人可能要问了，什么是价值股什么又是成长股，作者说很好判断，价值股就是那些市盈率通常低于基准的公司，而成长股就是反过来，市盈率高于基准水平的公司，而偏离越明显，就价值和成长的特征也就越明显，比如银行股，市盈率极低，所以他也就是最为明显的价值股，而像新能源芯片，人工智能这些东西，都是市盈率极高的代表，那么一旦到了成长周期，市盈率高反而会成为优点。所以我们将这个问题变换一下角度，在收益率曲线走低的时候，我们就越要倾向于高估值的个股投资，遵循强者恒强的道理，相反当收益率曲线开始上升，我们就要去投资低估值低波动的品种。

作者又说，在投资中 100%的相关性是不存在的，如果一个相关性，能达到 70-80%，其实就具备操作的空间。银行还是非常重要的经济参与主体，银行的放贷意愿，对于市场有着重要的影响。把这点想明白了，我们就可以在市场中轻松获利，不过老齐也多提醒一点，价值有优势还是成长有优势，并不等于上涨，也有下跌的时候，比如 2018 年，那一年由于去杠杆，信用利差在上升，价值股跌的比成长股慢，这也叫做价值有优势。但投资者的感受就是，都在赔钱。还有一种情况是都在上涨，但成长比价值涨的快。这是一个关键的知识点，大家要把这一段反复观看。

成长型公司和价值型公司他们的融资增长方式也不一样，成长型公司更多地会通过发行股票来募集资金，因为这么干成本最低，而价值型公司不会这么干，他们更多地会通过借贷来扩张资本，因为他们借钱很容易，甚至银行会主动找他们给贷款，不要都不行。

作者举例，假如你是银行领导，现在你手上 4 个客户，大型成长的微软公司，大型价值的福特公司，还有小型成长的电子科技公司，以及名不见经传的小镇水泥公司，你必须停掉一个贷款，那么你会选谁？微软和福特你肯定是不停的，因为会被别人嘲笑，而成长电子科技公司，有想象空间，你可能也有点不甘心，未来他可能也会成为巨头。所以最后你

十有八九就停掉了水泥公司的贷款。而这就是一家小型价值公司，他的股价就会暴跌。所以，这个故事告诉我们，一旦市场遭遇流动性紧张，小型价值，可能是最先受损的一方。然后才会轮到小型成长。

反过来，如果银行觉得经济形势很好，让你扩大一个放贷对象，从这几家公司来看，谁更迫切？微软可能压根不缺钱，福特有的是人要给他钱，不缺你一个。电子科技公司，则也更愿意在股市上融资，这样不用还利息，对于银行贷款最为迫切的，就是那个小镇水泥公司。而他们得到了贷款之后，会迅速的提高业绩。所以银行放贷的意愿，其实影响最大的就是这些小盘价值，其次是小盘成长。所以当收益率曲线下降的时候，我们做更小市值的风格胜算更大。这个虚构的故事，就展示了全球收益率曲线变化的逻辑。

作者还统计了总统任期对于股市的影响，数据显示，一个总统任期内的第三年，股市平均收益率是最高的，达到了 18.6%，历史上的第三年任期，也就胡佛总统的时候出现过暴跌，其他总统都是正收益，可谓是胜率极高。第二高收益的是第四年任期，平均收益率是 10.9%，只有四次是下跌的，胜率也并不低，收益率最差的往往是总统刚接班的第一年。很多暴跌都发生在第一年任期之内。知道这些规律之后，你可以在总统任期的后两年，稍微乐观一点。比如 2019 和 2020 年，美

国股市的回报都不错。但 2021 年就要小心一点。这个逻辑也说的通，一个总统上任，基本上会对前任给与很大的否定，所以会引发基金们的方向调整，股市往往都会有一段迷茫。而到了第三年逐渐就捋顺了，第四年更是要争取连任。所以疯狂的释放利好。

接着作者还统计了一下连任总统的状况，在连任总统中，第一年平均收益率是 21%，第二年是 24%，都是相当高的数字，但虽然收益很高，胜率却没那么高，有威尔逊，罗斯福，艾森豪威尔，还有福特，他们连任的第一年都发生了大幅下跌，所以最后出现一个结果，连任总统的第一年，要么大赚，要么大赔。历史上只有福特是连亏两年。但后来的两年任期，福特其实也扳回来了。整个一个任期都亏钱的，估计也就只有胡佛和小布什了。但胡佛是巨亏，小布什只是没赚钱。这两位都是点背的代表，胡佛赶上了历史上最大的大萧条，而小布什赶上了 2 次经济危机，还赶上一次 911。

讲完了这些干货，我们再来看看作者提出的第三个问题，我的大脑究竟是如何误导我的。我们都知道投资市场一定要低买高卖才能赚钱，但是这么一个最朴素的常识，却很难实现，绝大部分人，做着做着就变成了高买低卖。在市场最热的时候，总是有大量资金排队进入市场，而在市场最便宜的时候，却又有大量资金离开市场，为什么会这样，其实不是你错了，

而是你的大脑错了，明天我们就来看看，你的大脑到底是怎么犯错的。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

【4】投资大师肯费雪说 4：为什么你总在高买低卖！

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，投资大师肯费雪说。昨天我们讲到了大脑是怎么犯错的，大家谁都知道低买高卖，但是实际情况去刚好相反，越是高点，冲进来买入的资金越多，越是低点，往外跑的资金越多。没人想这么干，但他就是发生了。之前还有个段子，说某股民受到证监会的短信，说经过稽查，你的账户长期高价买入，低价卖出，涉嫌恶意做空股市。股民当场哭晕在厕所，谁想做空，谁是孙子。大家每次亏完钱之后，总会有一大堆的借口，不是我军无能，实在是对方太狡猾，要么赖监管，要么赖机构，要么赖万恶的美帝，反正都赖别人，其实可以理解，因为已经都赔了钱了吗，再让自己来背锅，实在有点难以接受，但其实背锅和赔钱往往是二选一的关系，如果你不自己承担责任，下次你就还会赔钱。绝大多数人的做法是，宁可赔钱，我也不承担责任。其实老齐给你出个好主意，你就不要再投资了，这样你既不用承担责任，也不用赔钱了。

其实人的大脑就不是为了投资而设计的，大脑的进化全都是为了狩猎和生存，因为人类的狩猎时代，长达几十万年，而

走出狩猎到现在一共也才几千年，所以严重不匹配。大脑也还没来得及进化。狩猎的场景大家想象一下，那肯定是求抱团的，求认同的，一有风吹草动，就要避险的。有点食物就要冲上去抢的。所以这些特征，刚好跟现在市场里赔钱的特征吻合。

作者做了个测试，把一段内容当中的所有单词拼写全都换了顺序，但是我们基本没有阅读障碍，全都能看的懂，为什么会这样，因为我们大脑中能够出色的接受信息的范例，即使信息不太正确，你也能轻松的读懂。市场充满了各种的迷惑行为，让你在顶部的时候完全感受不到危险的存在，就是天天上涨，甚至那些看空着都被啪啪打脸了，而在市场底部的时候，又让你完全看不到希望，但凡想抢反弹的，都会损失惨重。所以市场输入给我们的并非什么客观信息，而是一整块的模式模板，我们感受的就是各种各样的情绪。甚至忽略了里面的拼写是否正确。

还是把场景切换回原始社会，两个狩猎者，一个打到了一只羊，他吹嘘自己是多么厉害，一击必中，而另一个猎人则空手而归，对于大家的冷落，他肯定会不断的辩解，以表示自己不是能力不行，而只是运气不佳。这就是成功时积累骄傲，失败时避免懊悔，是我们与生俱来的习惯，所以到投资市场也是这样，赚到钱了，就觉得自己英明神武，股神在世，而

没赚到钱甚至赔钱了，就是总有刁民想害朕。赚到钱的人会把很多偶然当成必然，比如牛市里买什么都赚，他会误认为自己破译了股市的密码，所以不断加大投入，结果到熊市里亏了个干净。而没有赚到钱的人，则永远不会在自己的错误中找问题，永远犯同样的错误，自然也就会一直亏钱。

再加上损失厌恶心里的叠加，很多时候都无法做到长期持有，其实绝大多数人，都有买过大牛股的经历，但有很多人只是赚了很少的钱，市场一波动就给卖掉了。比如股价从1块涨到1.2，然后回调到1.1，这时候他的痛苦情绪就会直线飙升。最后就放弃了，但后来这只股票涨到了10块。这种故事其实并不少。还有的就更倒霉了，还是这只10倍大牛股，他干脆就是1块2买入的，跌到了1块1，扛不住了亏损卖出。在大牛股上没赚钱，还赔钱的人，其实比比皆是。

但大脑最坑的地方，其实还不在于此，而是叫做过度自信，当你赚了一些钱之后，你就觉得我是股神在世了，那么就会加大投资力度，但往往这时候牛市也就快结束了。这也就是牛市末期，大量资金涌入股市的原因，因为他们之前都赚钱了，都过度自信了。但当你把家底都搬过来的时候，基本上也就该被虐杀了。而一旦被套，大家又会诞生一种心里，回到盈亏平衡点我就卖出，把球还我我要回家，大家都这么想，最后股价就总回不到那个平衡点。老齐也经常告诉大家，不

是因为你的账户被庄家监控了，而是你的行为此时已经高度从众了。所以这是一个典型的韭菜思维。千万不要用你的买入价格当锚定价格，你的买入价格其实毫无意义。要么永远也到不了，要么一旦他回到那个位置，就会加速上行。所以其实回到盈亏平衡点，反而是加仓的过程，而不是减仓。是不是觉得恍然大悟呢？

一些投资者买入了股票，只是因为他们听说这家公司的业绩不错，但他们忘记了，任何股票都有可能下跌，无论多么有前景的公司，也都不可能只涨不跌。所以大部分人其实都过于自信了，以为是高科技的就觉得自己强烈看好，但是等一跌下来，就又都慌得一比，因为对这个公司完全你就不了解，所以也根本就拿不住。老齐也说过很多次，绝大多数人拿不住割肉，都不是被跌跑的，而是被吓跑的，一旦股价下跌，一定是各种负面消息都出来了。那有人说，我就不跑了，死扛行不行呢？绝大多数可能还真行，但是如果你遇上了，安然，乐视，康美药业这种事，最后可能会亏得血本无归。

另外，大脑还会有很大的认知偏见，还记得守株待兔，刻舟求剑的故事吗？其实股市中天天都在上演这种缺心眼的事情，上次因为我听了某大师的话，股价就涨了，这次我也如法炮制。期待股价还能涨。这种偏见很多很多，甚至有不少人拿王菲结婚来分析股市，只要王菲一结婚，股市就要走一

波大牛市，还有各种魔咒，比如招商证券一开策略会，股市必然大跌。美国市场也有类似的 5 月卖出策略，他们认为夏天不适合投资，但这些其实都只是巧合而已。

很多人投资都是靠图表分析，也就是技术分析流派，但这就是典型的用过去预测未来，图表分析其实只是告诉你概率，你可以根据量价关系，生成一个对自己有利的策略，并反复执行。从而获取高胜率，很多量价策略的基金也是这么做的，取得了不错的业绩。但是散户却有个误区，总是在用技术分析去预测市场，这就有点开玩笑。最后你会发现，概率也就是 50%，连作反向指标的可能都没有。之所以技术分析有这么广阔的市场，让无数人上当，就是因为他非常简单，而且又是模式化的东西，我们非常喜欢这种方式。总是希望降低脑消耗，然后获取投资上的巨大回报。但天下哪有那么好的事。如果你凭两根 k 线就赚到大钱了，那让那些读到博士，又干了几十年金融的人情何以堪啊。所以根本就不可能。

有人可能说了，不对啊，我们家隔壁住了个某某大神，他就是赚了很多钱，那么问题来了，你看见他单手开宾利了吗？如果他真要是大神，还会住在你们家隔壁吗？人都是只提过五关斩六将的故事，而很少提败走麦城的事，很多人买了无数多只股票，最后专门挑涨的最好的说。而且也不提自己买了多少，只说涨幅。比如 2015 年的时候，老齐一个朋友说自

己在一只股票上赚了 2 倍。我问他你投入了多少本金，他说 5 万。而他的资产总额差不多在 1000 万左右。所以这种赚钱是毫无意义的。你假如买 100 只股票，每只就买 5 万，那么估计每个月至少能踩到好几个涨停板。这是你水平高吗？这叫做概率好不好。相当于你买了个大盘回来。所以单只股票赚钱多少并不重要，重要的是你的总资产，到底赚了多少钱。那么我们到底该怎么办？如何克服大脑对我们的误导，其实关键在于 3 个字，叫做平常心，赚钱了，别觉得自己英明神武，要把他归结于运气，也不要去找太多的借口，投资不赚钱百分百就是你自己的问题。我们叫做胜不骄败不馁，从错误中反复学习，逐渐提高自己的投资胜率，另外就是要时刻保留后手，不要让自己现身与恐惧之中。老齐也总说过一句话，不要考验人性，人性通常经不起考验。找那些即便下跌，你也很有把握的行业去做。要时刻想一个问题，你要是判断错了怎么办？我们经常讲守正出奇，也就是判断错了我也得是赚钱的，只是少赚一点而已。如果判断对了，可能就会有更多的收益产生。而不是赌对了按摩保健，赌错了就工地搬砖。这样做你迟早都得工地搬砖的。明天我们再来看看，什么才是资本市场真正的技术。

【5】投资大师肯费雪说 5：市销率还管用吗？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来看这本书。投资大师肯费雪说。昨天我们说了，我们的大脑，经常会处于某种失控状态，你必须能识别这种状态，然后用你的理性给与纠正。今天我们看看资本市场的技术。作者说，你要想在市场上中获利，就必须掌握独家信息，而掌握独家信息的方法就是创立一套一直可用的资本市场技术。老齐解释一下，作者提到的这个资本市场技术，其实是一套策略。并不是传统意义上的技术分析。

比如市销率这个概念，就是作者指的技术，之前很有用，但现在有点过时了。这也是费雪在超级强势股这本书里提出的重要理论。在 30 年前，你只要选择了低市效率的股票，你就很有可能会战胜市场。但到了今天，市销率已经广为流传，甚至商学院里已经做为了标准教材，所以他的意义已经不存在了。

投资要想赚钱，其实本质都是要低买高卖，或者说你得提前别人一步行动，在股票变成热门之前买下它，在股票变成冷门之前卖出他。那么问题就逐渐简单了，到底哪些个股会很快变成热门。作者当时寻找市销率的方法，就是因为大家都太习惯于用市盈率了，但他注意到，一些新公司出现一开始是没有利润的，也会在一段时间无利可图，所以市盈率就对

这些公司无效，但是这些公司并不是全无价值，他们还在销售，随着销售扩大，利润很快就能出来了，所以捕捉到了这些销售很好的公司，其实就是捕捉到了未来可以盈利的公司，然后就可以提前行动，在他们变成热门之前买入了。

他当时还做了一个标准，总市值低于年收入 75% 的公司，就是低市销率公司，而市值高于年总收入 3 倍的公司就是高市销率公司。当时他们为此购买了大量的数据，发现，低市销率确实有效。表现要比市场平均好的多。他也因此通过这个策略，大获成功，这才有了后来的那本著名的书，超级强势股。这相当于把独家秘笈公之于众，但其实大家也没太当回事，直到 97 年奥肖内西才写了一本书，华尔街的运作，将市销率称之为价值指数之王。这个奥肖内西其实您也不应该陌生，我们之前讲的一本厚厚的书，叫做投资策略实战分析，就是这个奥肖内西的著作。里面也提到了市销率的应用。可以说是奥肖内西扩大了市销率的知名度，但也正是因为奥肖内西，所以市销率失去了效用。

作者的独家秘笈，被公之于众后失效了，他会伤心吗，他说不会，甚至还比较激动，他早有这样的准备，他已经通过这个策略获得了很好的收益，也是到了该进行更新换代的时候。其实策略就是这样，需要不断更新，不断被接受，不断失效。巴菲特无疑是成功的，但作者说他也是善变的代表，60 年代

他一直在做小市值的廉价股，然后到了 80 年代，他开始投资于那些可以通过并购不断获得成长的公司，这个转变主要受到了作者的父亲老费雪和查理芒格的影响。比如他现在还持有的可口可乐，吉列，其实就都是 80 年代的时候才买入的。但到了 21 世纪开头几年，巴菲特又变了，再次回去买了很多廉价的小市值股票。所以如果你跟着巴菲特操作，学他的策略，那么你的收益率可能永远都超不过他。作者说，巴菲特的标准就是没有标准，他一直在靠直觉投资，但能像他这样无招胜有招的人，实在是太少了。但一般人恐怕很难达到巴菲特的水平，包括作者自己，所以他才必须要创建一整套策略。来弥补直觉得不足。

我们都知道，当投资者产生一致性预期的时候，市场也就该发生变盘了，但是这个一致性预期该怎么衡量，他们一直没有好的方法，有很多机构都说他们能够建立统计样本，但其实都有问题，投资者不会把真实想法告诉你。

但是有一个信息大家可以抓住，就是每年初期的时候，会有很多机构，投资名人，对于市场和经济进行预测，这种预测肯定是不准确的，而且会遵循钟形曲线分布，也就是说大多数的预测会集中于一个区域内，而实际上的结果，会跳出这个区域。作者列出了 1996 年到 2003 年的预测结果，真实结果，基本都在预测密集区以外。那么这对我们有什么意义呢，

作者说，起码可以排除掉一个错误答案。既然一致性预期不太可能出现，那么两端的空白区就是大概率的方向。

比如在 1999 年，千年虫是市场最担忧的问题，大家都觉得股市会上涨，但涨幅不会很大，而作者偏偏预测股市会大涨，超过两位数，因为他觉得，大家都足够担心了，那么其实大跌的可能也就不存在了，老齐来给大家捋一捋，市场情绪悲观，都在防范风险，大跌的可能不存在，而一致性预期又指向了小涨，那么最有可能的结果反而是大涨，而且根据作者之前的那个方法，这一年是克林顿的第三年，所以大涨的概率还是很大的。结果这一年标普 500 指数的涨幅达到了 21%。当然这种预测具有一定的偶然性，但他基本上市一个思考的方向，告诉我们必须要尽可能的找到一些市场大概率的地方，进行下注。而不要人云亦云，当大家都看好的时候，反而向其他方向下注，就有了更大的胜算。

注意老齐提醒一下，这并不等于逆向投资，只是排除法，帮助你排除掉错误答案，比如当大家都预期市场会上涨的时候，你去做空，这才是逆向。但这个并不靠谱，就比如 99 年，大家预计小涨，但其实是大涨。如果你去做空的话，一定会损失惨重。

所以记住老齐经常说的一句话叫做，看空不做空，做空是一个风险极大但收益有限的事情。所以应该尽量避免。我们不

看好的时候，其实退出来就好了，宁可少赚一点，也要确保安全。有人问了，作者为什么要把这些方法告诉我们，其实他主要想告诉我们一个思维方式，重要的其实就是这些价值观，而并非是方法论，方法早晚有一天会失效，而只有思维才能不过时。作者说，企业需要创新，金融投资同样需要不断的创新，需要我们走在别人前面才能赚到钱。作者把自己的成功，也归结与不断地创新，他总能找到一些新奇特的技术。并用他来赚到更多地钱。

作者说，绝大多数投资者都只愿意投资于本国市场，他们认为不需要持有外国股票，但这其实是错误的，全球化投资，会为你提供一个非常有用的基准，什么意思，所谓基准，就是你的投资，需要跟什么进行比较，也就是我们常说的那个遛狗的人，各国的股市最终都会殊途同归，我们全球化的看待投资市场，就知道哪些市场过高，哪些市场过低，全球化视野就是我们长期投资的路线图。

有时候你觉得今年获得了 20% 的回报，这个算高吗？那要看看基准是什么样的，如果大盘都涨了 35%，那么你的回报就不值一提。相反，如果今年亏了 5%，感觉很沮丧，但很可能大盘跌了 25% 下去，所以其实这是一个值得庆祝的成绩了。

很多朋友口口声声说要更高的收益，要击败市场，他们甚至都没有找到市场在哪？最后也就无从击败。甚至赚到钱都很

困难。好多人在熊市里玩命折腾，力图产生正收益，结果越折腾死的也就越快。因为他总是从已经大跌的股票上，腾挪到还没有下跌的股票上。

作者说，其实无论什么指数，最后长期收益率都差不多，可能很多人都不相信这一点。他给列出了一张图，1234 四个指数，其实最后涨幅都差不多，只是波动不同，造成了走势不同，波动最强的往往是科技股指数，或者是新兴市场国家指数，波动较弱，且前期涨幅滞后的，往往是发达国家指数。而一开始涨的很好，但后来很久不涨的，更像是日本指数。当你把这些指数都买回来，让他们相互对冲之后，就得到了一条比较平滑的上升趋势。这就是我们的基准。现如今 MSCI 指数，其实已经做到了全球配置。

一直以来，大家都把风险和波动视为是收益的来源，高风险高回报一直被很多人所强调，如果你要想多赚钱，就得构建一个波动更大的组合。作者说，这个观念其实是错误的，科技股指数的波动性是最高的，但是长期收益率并没有明显的优势。明天我们再来聊聊，关于资产组合的话题，看如何才能构建一个更好的投资。

【6】投资大师肯费雪说 6：找到你的投资组合基准

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，投资大师肯费雪说，昨天我们说到了风险和收益的权衡，这又是一个投资组合的问题，作者说长期来看，高波动并不能带来高收益。没有任何证据表明，某一类股票可以比其他的股票一直优秀。

在美国历史上，1932 年-1935 年，1942-1945,1974-1976，还有 2002-2004，这四个时间段，小市值股的表现更为出色，但除了这些时间之外，大盘股的业绩远好于小盘股，我们可以发现，在美国历史上，小盘股占绝对优势的，几乎都是熊市底部反弹的时间。那么这么思考的话，A 股也可以适用这个规律，比如 2013 年-2014，2016 以及 2019-2020，这些小盘股表现好的时期，分别经历了 2010-2012 的熊市，2015 年股灾和 2018 年熊市。作者甚至提出了一个反问，如果一类股票长时间的回报，要明显高于其他股票，那么早就被人们发现，现在也就不会有人再去投资其他的股票了。之所以现在有人做价值，有人做成长，实际上就是因为结果都差不多，各领风骚几十年。

全球性投资也是这个理论，你并不知道下一阶段领涨的会是

谁，比如大家最近都对香港恒生指数产生了很多怀疑，但是在 90 年代，恒生指数是最强劲指数，甚至完全不输美国。甚至到 2010 年之前，他都很强劲，只是最近几年落后了。作者告诉我们，不要以道琼斯指数为基准，因为他是一个价格加权指数，或者干脆说，价格加权指数都没有什么关注的意义，什么是价格加权，比如说 a 股票 20，b 股票 30，c 股票 40，按照价格加权，就是把他们的价格都加起来除以 3，就是指数点位。所以价格加权，指数的涨跌，就是股票一年来的涨幅。目前比较明显的价格加权指数就是道琼斯指数和日经指数，他们会形成一定的误导，因为成分股价格越高，影响力也就越大。100 块钱的股票，对于指数的影响是 10 块钱股票的 10 倍。但可能市值并不如 10 块钱的公司那么大。所以一家公司只要降低股本，就可以对指数造成足够大的影响。那么结果就是，如果高价股表现更好，那么道琼斯的收益率就会高于其成分股的收益率。如果低价股表现好，那么道琼斯就会表现不佳。

我们构建指数组合，一定要选择市值加权策略，也就是说大市值公司，更有话语权，而不是仅仅因为价格高，标普 500 和 MSCI 就是市值加权，苹果，谷歌，亚马逊，微软，脸书这些公司的权重，才是最大的。

作者说，我们找到组合基准之后，要尽可能的跟踪组合，获

取一些超额收益，但是也不应该追求过高的收益，比如基准上涨 20%，而我们的组合上涨了 40%，这是好事坏事？很多人都会说当然是好事了，多赚钱还不好吗？其实未必，说明你的组合对基准有 20% 的偏差，你有可能赚 40%，也有可能一分钱都不赚。所以这是不太明智的。说明波动过大。最后你会很难承受。老齐解释一下，这还是作者的殊途同归理论，他认为高波动和低波动，最终的结果都会跟基准差不多，那么你今年跑赢了这么多，早晚也会输回来。所以很不明智。如果你一旦发现自己的业绩比基准高很多，这时候不应该开心，反而应该谨慎。需要你尽快做出调整，把组合的波动降下来。这样才能规避后面的风险。相反，你如果建立的组合，短期内跑输基准很多，这时候反而可以加大投入。因为早晚他会补回来。

对于投资来说，有一种风险叫做基准风险，比如当年科技股泡沫，科技股占比就相当的大，所以一旦他们回撤，你的组合也会造成重大损失，那么完全不配科技股，也是错误的，很多人拒绝科技股，于是也就没能跟上 95 年到 2000 年的涨幅，作者说就好比有人说我不了解女人，所以不与所有女人交往一样滑稽。那么应该怎么做，作者说他在 2000 年的时候，也看到了科技股的泡沫，但是手里还是少量的持有了科技股，因为他知道自己的判断可能会出错，所以不想过于极

端。老齐解释一下，这其实就是一个均衡的思想，就是让我们的持仓变得足够均衡，不光在资产上均衡，在各国市场间也要均衡，甚至在所有行业上更要均衡。当一个行业或者一种风格过于热门，那么我们就尽量减少这一块的配置。从而降低市场回撤风险。他这个也算是一种动态平衡。

作者说，只有当你掌握独家信息的时候，你才可以在某些行业上下重注，否则没有什么特别大的把握，那就尽量均配。很多人都想击败市场，这非常困难，但也绝非不可能。作者说长期能够击败市场的人，他们都有一个共同的特点，就是掌握独家信息。也就是通过作者提出的那三个问题，1 哪些深信不疑的理念是错误的，2 有什么别人是不知道而我知道的，3 大脑是如何误导我的，通过这三个问题，寻找自己的独家信息，具体的方法，首先要衡量基准风险，这样你决策对了就能让业绩好于市场，而决策错了也不至于损失惨重。这里面有一个重要的观念，那就是每一次决策并不一定都是对的，甚至有很大的概率都是错的，但我们务必要让正确的决策比错误的多，正确决策的时候赚的钱，比错误决策时损失的钱更多就可以。

其实作者说的基准风险，也就是老齐教给大家的守正出奇，你先完全跟踪指数，然后拿出 10-20% 的份额去在你认为对的方向上下注。每年你都可以做一些决策，比如医药还是科技，

是国内还是美国，是公用事业，还是周期。当然也可以选择时机。从长期来看，你判断正确的次数更多，你就能击败市场了。那么怎么让判断拥有更大的胜算呢，就是像巴菲特说的那样，等待那个又慢又好打的球出现，你再去出手。

不要指望每年每个月都能击败基准，这是根本不可能的，曾经很长一段时间作者的收益也落后于市场，但由于他用基准控制住了风险，所以其实落后也并不多。一旦等到一个好球，就完全能够逆势翻盘了。绝大多数人亏损的原因就两个，1 不依靠自己的独家信息投资，而是跟在别人屁股后面去跑。2 也不利用基准控制风险，而是无节制的下注。老齐十分认同，在老齐这里学习的朋友，绝大多数人，都只关心收益，总想多持有权益资产，而从没想过下跌了该怎么办？

下面我们来看看，如何能够运用知识，揭穿那些人人都知道的，但是又是错误的神话。2020 年开始，新冠疫情铺天盖地，但是这一定会让股市下跌吗？其实大家都知道答案了，不一定，2020 年全球股市还涨的很不错，同样的例子之前也发生过。1918 年全球大流感爆发，但是股市却表现得很出色。因为 1917 年的时候，股市已经被一战给干趴下了。所以当市场足够悲观之后，全球大流感这种事，反而没什么杀伤力了。我们在投资中有很多错误认知，比如油价上涨会对股市不利就是其中一个，如果油价持续走高，股市必然遭遇重挫，这

是媒体经常挂在嘴边上的说辞。在 70 年代也确实发生过石油危机，所以大家才谈油价而色变，石油也在引起恐慌的名单上，能够名列前茅。甚至还一度传出谣言，石油再用 10 几年将面临大枯竭。但其实完全不是这么一回事。随着科技的进步，不断的有油田被发现，美国页岩油革命成功，更是创造了更多地供给。

作者说我们可能永远看不到石油枯竭那一天，反倒是他被代替的日子越来越近，那么油价上涨，会刺激通货膨胀吗？从直接原因来看，确实如此，但是其实这是一个鸡生蛋还是蛋生鸡的问题，70 年代造成通胀的并不是石油，而是我们执行了可怕的刺激通胀的政策。美国无休止的印钞，让失控的通胀，抑制了经济增长。而油价高只是一个结果，而并非原因。事实上石油的替代品很多，天然气，煤炭还有各种新能源技术，这些东西替代石油，现在只是成本问题，也就是采油成本太高的话，就会反过来刺激替代能源的开发和生产。再说回，石油价格对于股市的影响，大家都认为油价一涨，股市就跌，但是作者做了个数据，石油价格跟标普 500 的相关性只有 0.012，也就是说基本不相干。比如 96-99 年二者反向波动，但是 2003 年之后，二者又开始同向波动。所以最后的结果是二者关系不大。其他几个国家也一样，石油价格走势，跟富时指数，MSCI 指数也都关系不大。明天我们再来检验一

下，5月卖出策略是否靠谱，明天见

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

【7】投资大师肯费雪说 7：资本市场的那些规律

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，投资大师肯费雪说，昨天我们说到了油价和股市的关系，其实并不像很多人想象的那样，二者之间的相关度并不大，未来随着各种能源的有效补充，包括核能的广泛应用，石油耗尽的担忧将不复存在。下面我们看看华尔街有一句经典的策略，叫做 5 月卖出，他们认为夏天股票交易比较清淡，所以应该离开市场，等到 10 月份再返回市场。作者说，这种说法有一定的合理性，因为很久以前，由于农业周期的原因，美国经济活动在夏季会有所减缓，后来发现这种减缓，是由于夏天假期过多所导致，而到了现在，他显然是错误的，因为信息传输已经如此发达，你在任意一个地方都可以下单，所以夏季行情低迷，已经不太能站得住脚了。作者做了一个 1926 年以来的 6-8 月份数据回测，平均收益率是 4.4%，击败了持有现金和债券的回报。而且夏季表现强劲的次数也很多，所以 5 月卖出股票走人的策略是不正确的。当然有些人会辩解，夏天的收益不如冬天高，所以要离场，那么这种观点更可笑，因为离场之后，你只能持有现金和债券，那么既然夏天收益比现金和债券高，那么这种策略显然

也就是错误的。

当然这种神话，还有很多，比如什么周一效应，说的是周一会延续周五的走势，如果周五上涨，周一也应该上涨，但其实这些东西依据不足，在熊市里，周一下跌的次数比较多。而在牛市里，则恰恰相反，周一上涨的概率会比较大。所以这些东西，其实根本就靠不住。我们之所以愿意相信这些东西，是因为他们比较好理解，也更容易应用。所以才给大脑欺骗我们的机会。

老齐总告诉大家，市场是人的行为构成的行情，所以我们唯一可靠的抓手就是一致性预期，大多数人看好的东西，一定是错的，大多数人都不看好的东西，再差他也是便宜了。比如我们都会接受一种观点，欠债是不好的，所以负债率高，就会有风险，以至于财政赤字上升的时候，大家都会担心股市。其实 2020 年的美国，就是最好的回应，这一年美国的财政赤字创了历史新高，印钱的数量更是史无前例，但是美国股市表现并不差，标普 500 这一年还上涨了 16%，2021 年接着上涨，到 8 月底的时候，标普 500 又涨了 19%。所以显然，政府欠债，对股市并不是什么坏事。返回头说，2018 年，是财政比较平衡的一年，而我们这里也是去杠杆的一年，2018 年中美股市跌幅都不小，美国跌了 6.24%，我们沪深 300 跌了 25%。所以显然欠债这个事，跟大家的常识是相反的。财

政比较好的时候，反而股市比较糟糕。

公司也是如此，作者举例，时代华纳，家乐氏，波音这些伟大的公司，债务负担都是比较高的，但并没有影响他们的股价上涨。一个公司的业务回报率，如果还没有贷款利率高，那么这个公司肯定是不值得投资的，相反绝大多数公司的净利率其实都会明显高于贷款利率，ROE 也能达到 2 位数以上的水平，所以他们就應該多贷款，因为贷款越多，赚的也就越多。甚至如果公司的估值比较低，那么贷款回购自家公司的股票，也都是非常合理的投资方式。

所以借钱做生意并不可耻，反而是一直不借钱的生意值得怀疑，要么是没有市场可以扩大，要么是利润率偏低。比如格力为啥每年大把分红，但是估值还那么低，就是因为他的现金流并不能转化为增长。失去了行业想象空间。

作者说，当一个社会处于负债不足的状态，也就意味着资产收益率比借贷成本高出很多，借钱去搞投资是很划算的。美国目前就是这样，所以他们借入更多的债务其实并不是什么坏事。甚至还是好事，有些支出虽然是愚蠢的没有效率的，但是随后会产生多次支出，其实都是有效率的，这就比如破窗理论，先把窗户打碎，然后再给你安一个新的，看似是无效支出，但是窗户厂可以收到资金，支付玻璃的费用和工人的工资，而工人也可以用工资再去消费，所以后面的支出链

条，其实都是有效率的。包括这次美国直接给老百姓发钱，看似是愚蠢的，但是大家拿到钱之后，维持了正常的生产工作，才让经济没有陷入萧条。甚至由于物价上涨，还刺激了生产。股市的表现，也就非常好。甚至比已经摆脱疫情的我们还要好。

那么同样道理贸易赤字可怕吗？大家总是觉得美国贸易赤字，就是吃亏了，对别的国家输血，让自己的财富外流，对股市不利，但作者认为，站在全球的角度来看，有买就有卖，贸易必然是平衡的，所以结论就是世界经济整体健康。他们只要关注全球市场指数，发现贸易完全就没有影响。即便是美国也同样如此，1980年，美国就开始转为逆差了，但随后美国的名义GDP仍然每年增长5.8%，而股市的年化回报更是达到11.3%。依旧非常优秀。英国也是同样的结果，几乎跟美国一模一样。德国则一直保持贸易盈余，但其实德国的股市表现还不如英美，只有年化9.4%，经济增长率也没有英美更好。日本是80年之后，贸易盈余最大的国家，但股市也是表现最差的，只有5.4%的年化。所以可见股市跟贸易之间的关系，可能跟大家想象的截然相反。

还有一个观点大家肯定也听过，黄金是避险资产，所以黄金上涨，股票就会下跌，反之黄金下跌，股市可能就有机会。总之就是黄金能保护你的投资，黄金保值，这比较符合我们

的常识，因为他最早就是货币，而且还是产量比较稳定的货币。所以当大家什么都不相信的时候，更倾向于相信黄金，然而真的是这样吗。作者并不认为这是正确的，黄金跟股市的关系，并非相反，也非相似，在 2009 年和 2010 年，股市反弹，黄金也上涨。后来股市调整了，黄金也开始回调。

长期来看，黄金就更惨了，从 1973 年布雷顿森林体系解体，到 2010 年这段时间，黄金这么多年上涨了 16 倍，而股票却涨了 37 倍，债券也涨了 21.58 倍，所以很显然黄金的涨幅远远落后于股市，甚至落后于债券。这还是从黄金开始大涨的时候开始算的，如果再往前，黄金的涨幅就更低了。

大家这些年都对通货膨胀谈虎色变，但其实只有恶性通胀，才会带来毁灭性的后果，黄金也才有用，温和的通货膨胀是对经济和财富增加都是有好处的，相反通货紧缩一点都不好玩，会引发经济萧条，人口失业。所以各国政府的任务，就是创造一个温和的通胀环境，让经济得以发展。而印钞机又基本掌握在他们的手里，那么你觉得结果会怎么样。显然绝大多数情况，肯定都是吻合通胀的。那么在这样一个市场环境之下，其实投资黄金的回报是相当低的，因为他没什么作用，更不能孳息。最后连债券都跑不赢。

站在全球的视野下去看，黄金的作用就更小了，因为有些国家通货膨胀，另外一些国家可能通货紧缩，这样双方就发生

了相互抵消。有地方产能过剩，有些地方又物资紧缺，所以每时每刻都发生着贸易平衡。

全球市场的长期利率，跟通胀率正相关，通胀上行利率也会上升，通胀下行，利率也会向下，而长期来看，利率正处于一个不断下行的趋势当中，也就是说，通胀其实是越来越弱的。所以黄金的用处其实应该越来越弱。老齐解释一下，这里有个容易混淆的概念，长期来看，通胀率越低，黄金的作用越低，但黄金的价格却反而越高。2021 年，美债几乎到了 1% 的水平，而黄金在 1800 美元的位置，未来他再往上涨的空间，和美债继续下降的空间，是一样的，都很有限了。返回头，我们要投资黄金，要在一个利率相对高点，正当他快速下行的时候，比如 2020 年疫情开始的时候，老齐喊大家去投资黄金。但到了 2020 年 10 月，利率已经降无可降之后，我们就主张止盈退出了。

接下来我们再看看，公司收购会对股价造成哪些影响？第一种情况，以现金收购，收购完成后，把被收购公司的股份注销，这样收购方就获得了全部的收益，只要收益率大于资金成本，实际上就是有利的，增厚了股东权益。股价往往会上涨，但还有两种情况，一种是股票收购，还有一种是混合收购，对公司股价有哪些影响呢？咱们明天接着讲。

【8】投资大师肯费雪说 8：预测市场！就要多想情绪和供给需求

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，叫做投资大师肯费雪说，昨天我们说到了公司收购对于股价的影响，现金收购是有利的，会让股东权益增加，而股票收购就截然相反，因为要涉及增发，所以会稀释股东权益，所以股票收购通常都会让股票价格下降，而混合收购，也会让两家公司的总体股票数量下降，所以他也还是有利的。但有利的程度，不如纯现金收购。

之所以要说这些，就是作者在提示我们，一定要关注股票供给需求带来的变化，这是左右股价上涨和下跌的直接原因，任何股票的上涨，一定是供不应求，而股票的下跌，一定是供过于求。那么你在判断市场的时候，一定要多往供需问题上想想。

股票的供需跟商品的供需截然相反，商品都是价格贵了，大家需求就下降了，价格便宜，才能激发购买欲望，但股市却是越贵买的人越多。受到情绪的影响非常严重，比如一些突如其来的事件，可能就会彻底逆转大家的信心，好比 911 事件之后大家会瞬间变得恐慌。然后让需求大幅下降。反倒是股票的供给，一般是比较稳定。

那么影响需求的因素有哪些呢，主要有三方面，经济因素，政治因素和情绪因素，经济因素就是投资者的体验，他感觉经济很好，收入增加了，他就会更多地买入股票，政治因素说的是政策上的调整，比如降低税率后，或者降低利率后，更多地人愿意投资。情绪因素，这就比较多了，他们可以随地地发生一些变化。作者统计了一下，历史上熊市低点出现之后的未来 12 个月的股市表现，无一例外都会有非常可观的涨幅，最低也有 21%，最高能翻一倍多，均值是 46%，也就是说你如果要是能抓到市场最悲观的时刻，那么回报是非常惊人的。

而要预测股市，其实就要多想想，投资者情绪，以及供给和需求的关系，当情绪过于热烈，需求显著增加，那么股票价格就会出现明显的上涨，那么未来当情绪转冷的时候，这些需求又都会一夜消失，所以股价也就必然暴跌。

我们再来看看供给，当市场供给不断增加，超过需求的时候，价格就会下降比如 90 年代的科技股热潮，大家都靠科技股赚的盆满钵满，于是很多类似的公司开始上市融资，有些甚至连业务都没有，就去上市圈钱。所以当这个行业火爆，一个时间段，这类型的 IPO 特别多，原来的上市公司也不断增发的时候，市场供给就会越来越多。当上市潮开启的时候，其实也就离

崩盘不远了。一旦需求增长，跟不上融资供给增长，那么就肯定会发生下跌，而一旦下跌，需求会突然消失，最后就是大崩溃。有人发现，2001 年新浪，网易他们都是刚上市，互联网泡沫就破灭了，原来我们一直以为是狗屎运，但如果现在按照作者这个理论想想，或许正式因为他们的集中上市，市场才会崩盘。

市场中有一句话叫做，树不能长到天上去，作者也说，任何一类股票，都不可能更胜一筹，当某一类股票的投资者告诉你，他们投资的这类股票可以永远优于其他类股票的时候，说明他们根本就不了解市场，而产生了盲目自信，当市场上产生了足够强烈的需求，那些投行就会拼命的增加供给，以匹配这种需求，但供大于求之后，风格就会整体逆转。

其实这套供给需求的理论，可以分析很多资产的走势，比如美元，很多经济学家都说，美元走弱会让美元信用丧失，最终导致经济崩溃，另一派经济学家说，美元过于坚挺，会抑制外国人与我们贸易，最终导致经济崩溃，作者听听都觉得好笑，反正怎么说都有理由，按照经济学家们的说法，美元无论怎么变化，都会引发崩溃。但真实情况可能并不是大家想象的那样，比如大家形成共识的一个神话，财政赤字会导致美元贬值，财政赤字就是政府入不敷出了，那么你的货币自然也就不被别人信任，市场认为你肯定会增加货币供给，

所以美元也就贬值了。但其实汇率的关系是相互的，美国财政赤字，别的国家也没好到哪去，如果大家都在印钱，美元未必就会贬值。

另外一个认知是，贸易赤字对汇率不利，贸易赤字永远不会被清偿，但这是一种重商主义的观点，是 250 年前的事情了。

原来的贸易是单向的，但现在的贸易是多向的，比如苹果从海外进口芯片和零部件，甚至组装都放在我们这，然后产成品再出口销售。甚至在货物贸易之外，还有很多金融贸易，服务贸易，大量的美元，通过实物贸易流出美国，但又通过金融的渠道流回了美国。

还有一个认知叫做，美元疲弱不利于股市，如果美元贬值期间，持有外国证券，可以获得更多地收益。但这个其实也不一定，美元走强的时候，股市有时涨有时跌，比如 2020 年，美元指数就一路下跌，但是美国股市却一路上扬。而在 2018 年底，美元指数一路抬升，美国股市也依旧是上涨的。所以关系并不太大。

货币是由央行发行的，所以他也跟股票一样，强弱关系受到供给决定，当供大于求，汇率就会下降。当供不应求，汇率就会提升。比如 2020 年初，疫情大爆发的时候，市场流动性枯竭，到处都需要美元，美元汇率反而大涨。自打 29 年之后，美联储和各国央行都想明白了一个道理，只要保持货币

供给充足，就不会再陷入到大萧条当中。所以长期来看，其实货币是肯定会逐渐贬值的，因为供给一直在增加，而且肯定会超越需求。如果货币供给不及需求，就会发生经济收缩。个别时候是可以的，但是一定不能是长期。

2000 年，其实股市的崩溃，也来自于货币政策，当时美联储担心千年虫问题，引发经济减缓，所以投放了大量的货币，而过了 2000 年之后，事实证明千年虫没问题之后，又开始回收流动性，一下让流动性收缩，造成了资本市场的硬着陆。货币是一个非常复杂的问题，利率，股市，经济都会对他有影响，而资金也会在各个国家之间套利，比如从利率便宜的国家借钱出来，投入到利率较高的国家，实现利差套利，这种套利做多了，利差也就逐渐消失了。所以最后全世界的货币和汇率都联系在了一起，牵一发儿动全身。

老齐可以多说一点，一般看一个国家的汇率，就关注两点，1 是经济，2 是利率，经济复苏，短期利率较高或者持续走高的货币，会表现得更加坚挺。比如 2021 年上半年人民币就持续升值，是因为我们进入了经济强周期，而 2021 年下半年人民币开始贬值，是因为美国在复苏。把握住这两个原则，你也能分析汇率了。

之前老齐总是告诉大家，长期来看，股市的平均收益率是 10%，但注意这是长期平均，而不是每年，如果是每年 10%，大家

肯定心满意足了，但倒霉就倒霉这个长期两个字上了，作者对美国股市做了个分析，市场高收益年份，也就是超过 10% 收益的频率大概占到了 57%，而不到 10% 的年份占到了 43%，亏钱的年份大概是 28%。其中大赚 40% 以上的年份是 5.9%，巨亏 40% 的年份只有 1.2%，所以综合来看，其实股市仍然是一个赚多亏少的地方。

我们之所以在这样的市场里还会赔钱，说白了就是拿不住，总有一些贪念，总想着高位离场，然后低位再进场，这其实就是作者之前讲的过度自信，每个人都不想再下跌的过程中持股，特别是一些不足 10% 的小幅下跌，他也想来个波段。但这种事其实是非常错误的，因为根本没有胜算。即便你预测对了，股市真的小幅下跌了，加上你一进一出的成本，以及必要的空间损耗，你也根本就没办法及时回到场内。所以你务必要问自己一个问题，如果你离场了，你知道什么时候再回来吗？根据老齐的经验，没有 20% 的空间，其实这种波段是十分容易犯错的。也就是说，最后你会发现，折腾了半天，还不如一直拿着。

下跌确实很痛苦，但他其实是你长期获利的一部分，如果你不能经历这种痛苦，也就自然不可能获得收益。很多人甚至特别喜欢寻找那些，市场大跌他还能上涨的品种，但作者说这也是不对的，因为没有组合可以打满全场，逆势上涨的东

【9】投资大师肯费雪说 9：熊市就是要让所有人失去信心

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，投资大师肯费雪说，昨天我们说到了，我们的组合应该始终跟大盘保持一定的相关性，因为大盘是持续向上涨的，跟大盘保持正相关，我们就掌握了更多地胜算。一般大涨，小涨，小跌，我们都不需要调整，只需要跟踪就可以了。只有当市场大跌的时候，这才是我们应该进行防御的时候，也是唯一可以冒险脱离基准的时候，如果你能够躲避一波 25% 的大跌，并且换到了 5% 的债券上，那么在未来 30 年的时间里，你其实都会获得比市场平均高出 1% 的回报，所以超额收益其实都是这么一点一滴被积累的。在市场大跌的时候，哪怕你的防御并不完美，但只要你做了，都会有一些收获。

这就是作者跟其他的投资大师不同的地方，其他投资大师告诉你永远不要离开市场，长期持有，离开会错过牛市，甚至 2000 年前后依然有人这么说，而作者则在 1987 年，1990 年和 2000 年末，三次进行防御，结果都取得了成功。所以他战胜市场的秘诀其实就是，绝大多数跟随，特殊时期闪避。但作者也很坦诚，他没有预测对 2008 年的危机，但应该对此

感到失望吗？其实也大可不必，因为没有防御，你只是没有跑赢，但也没有跑输。所以不用为没有规避熊市而懊悔，这本身就很正常。反过来，你防御成功一次，就有一次的成功回报。

作者公布了一个他的防御型投资组合，30%现金，38%固收，2%的期权，也就是说70%都是跟市场不相关的资产，然后美国股票15%，外国股票15%，还有一个卖空股票30%，也就是说，股票部分都被对冲掉了。所以能够起到很好的防护作用。他管这个叫做复合式现金组合。这这套组合在市场大跌的时候，还能产生一定的收益，因为看跌期权会大涨，卖空股票的涨幅，也会大于他持有的蓝筹股的跌幅。

那么他是怎么判断股市泡沫的呢？以2000年为例，96年-99年，美股年化收益率超过了20%，大家已经越来越看跌股市，但是到了2000年，大家的看法从看跌突然转向看涨，认为股票可能会取得20%以内的上涨。而作者的逆向思维起到了关键作用，他反而认为，要么是大涨，要么是下跌。此时连涨了很多年，再大涨的概率已经越来越小，相反下跌的概率是很大的，而下跌也分为两种，小幅下跌和大幅下跌。此时他又注意到了收益率曲线出现了倒挂，那么也就是说，一旦下跌更大的概率就是暴跌。此外作者还看到了科技股当年的疯狂，让他想起了1980年的能源股疯狂，几乎是一模一

样，再加上 IPO 狂潮，大幅增加了科技股的供给，科技股占标普 500 的比例也已经过高了，所以他觉得这个泡沫，很有可能会引发一次严重的熊市。所以他进入了防御配置，赌股市下跌。

其实市场的资金是隐藏的，也是有限的，当每一轮牛市到来的时候，就会开始持续的消耗这些资金，当把资金消耗殆尽了，股市就会下跌。而资金消耗殆尽的标志就是储蓄转移，不该买股票的人，都去争抢股票的时候。市场资金，就已经基本消耗殆尽了。简单来说，就是外面的钱接不住市场里面的钱。就一定会引发暴跌。当时纳斯达克泡沫破灭，纳斯达克当年跌去 39%，但标普 500，其实而已只下跌了 9%，而作者在 2000 年，转入防御，并一直持续了 18 个月之久。

很多人可能要问，为什么是 18 个月，其实这也是统计数据，他说大多数熊市都在 12-18 个月，很少有超过 2 年的。反过来说，也只有这么长时间的熊市，才值得我们防御。老齐也有个习惯，一般在股市调整一年之后，就可以适当激进一点。如果连续调整了两年，那么可以更激进一点。比如 2018 年我们就很激进，甚至用了股 7 债 3 的配置比例。甚至定投创业板不设上限。但到了 2021 年初，就会很谨慎。因为之前股市已经连续大涨了 2 年，经过 2021 年的调整，2022 年，我们也完全可以乐观一点。

作者还提供了一个熊市的数据，从历史上看，在熊市的前三分之二的时间里，导致的损失，只占熊市整体损失的三分之一，他称之为，三分之二-三分之一规律，什么意思，就是说最后一跌才是最为惨烈的。所以不要轻易判断熊市结束，只有加速下跌发生的时候，熊市才有可能结束。

熊市就是要让所有人都失去信心，一开始可能还有人想要抄底，但是当最后一跌发生的时候，会让所有的抄底者全军覆没，直到没人抄底为止。比如咱们的股市 2018 年，最惨烈的下跌发生在 2018 年 12 月到 2019 年 1 月期间，沪深 300 几天就跌去了 10%，老齐预测市场熊转牛，主要看这么几个方面，1 是情绪十分已经趋于恐慌，一些中性消息都会被当成利空，2 市场已经非常低迷，成交很少，但是下跌加速。3 政策态度偏暖，开始有呵护市场的言论。或者我们叫政策底明确，4 估值已经极具诱惑力，5 可转债股性消失，先于市场止跌。公用事业股也提前开始上涨。6 时间和空间基本对称。一般上涨多久，下跌也会持续多久，要么就是上涨空间多大，下跌空间也会多大。

作者说，你不必预测出准确的时间点位，只要差不太多就行，只要能在最低点的 10%幅度之内，开始逐渐返回市场，那么你这一波的防御就是十分成功的。比如 2018 年，沪深 300 从 4300 跌到了 2900，跌幅达到 32%，如果我们能从 3200 点以

下开始建仓，其实就买在了一个底部的尖上。

不过作者也最后提醒大家，千万不要疑神疑鬼，没有确凿的证据，就不要总认为熊市要来。一般的上升调整，千万不要离开市场。现实中有很多都是伪装成熊市的牛市，乍一看挺可怕，但跌幅只在 10% 左右。一旦你离开，就会被无情的抛下。你丢掉的涨幅其实更大。老齐的经验就是守正出奇，我的基础配置基本不动。只通过调整 20% 的配置，实现业绩增厚。这样即便错了，也不会损失太大。

当然跟伪装成熊市的牛市对立的，还有伪装成牛市的熊市，也就是市场进入了一个明显的顶部区域，而且出现了滞涨的情况，但是大家却普遍看涨，2008 年就是这种情况。这时候大家甚至还在想，多元化投资组合很无聊，我要不要增持一些个股和板块，从而增加整体收益。而一旦市场发生下跌的时候，大家还会觉得，这是千金难买牛回头。

在熊市里防御，其实你只成功了一半，我们还必须思考另外一个问题，什么时候重新回到股市，很多人熊市里确实离开了，但是在刚开始下跌之后，就着急回到市场，其实依旧是损失惨重。比如老齐就见过很多 2007 年 6000 点之前逃顶的，但是他们 5000 多点又都回去了。而且仓位还更重，结果满仓迎接了暴跌。作者也有这个困扰，2002 年 5 月，他们预测科技股泡沫破裂的差不多了，开始重新看涨股市，但是这

一论断下早了 5 个月，直到 02 年 10 月，股市才开始触底。虽然他们不指望精准抄底，但是最好还是能躲过最后这一跌。作者当时看到了这么几个因素，1，熊市产品激增，看跌的人广受好评。2，负面消息人尽皆知，所有风险已经暴露，甚至已经过分夸大，3 货币政策转向，短期流动性正在提升，4，股市走出双底形态，他们关注的市场强度指标 RSI，处于明显的超卖状态，也就是远低于 20 的位置。所以他们判断，市场可能会有明显的好转。这个判断对了一半，刚才也说了，真正的底部是 5 个月之后才出现的，但在这之后的一年，市场其实只是小幅下跌。站在大格局下来看，基本算是一个底部区域。

作者修订这本书的时候，他已经知道了，2008 年自己对市场造成了误判，他说这次熊市特征跟以前都不一样。投资者完全没有乐观的情绪爆发，这很不寻常。也就是说，股市并没有迎来繁荣，然后就暴跌了。没有迎来繁荣，和一致性看多，那么作者之前那套识别系统也就自然不起作用了。其实可以理解，当时美国一致性预期出现在了楼市当中，大家都在看多房地产，结果房地产崩盘带动股市崩溃，所以股市是被错杀的市场，当然也就不容易识别。但是其实我们的股市，是很容易识别的，2007 年上证指数涨到了 6124 点，这个疯狂，一眼就能发现。

尽管作者说，自己一生当中做出了无数多次的错判，但并不影响他的投资收益，而且还被市场称之为最靠谱的预测者，他说自己的秘诀就是，不要去追求精准预测，你预测的范围越小，越追求精准，你的错误概率就会越高。而他大多数只是针对顶底范围的预测，结果被评测的准确率是 63%，这已经达到大师级水准了。在全美国的预测大师里，没有人可以超过 70%。即便是那些传奇，也有 30%都是错误的。明天我们再来看看作者的分析，到底是什么导致了熊市。

【10】投资大师肯费雪说 10：最靠谱的预测大师

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，投资大师肯费雪说，昨天那我们说到了即便是作者，被称为最靠谱的预测大师，那么他的预测准确率也才只有 63%，历史上的传奇大师们，也没有超过 70%的，所以既然是预测，我们就一定会有错误，不要相信谁可以百分百的正确，这些投资大师们，他们要做的就是预测对的时候增厚收益，但预测错的时候，至少别亏。这才是我们该有的预测态度。而不是看对了就会所嫩模，错了就工地搬砖，你要是这么做投资，那么去工地搬砖是肯定的。

那么到底是什么导致的熊市呢？熊市的原因多种多样，两次熊市，很难有同样的原因。因为上一次的熊市，肯定会给随后的行情提供经验，所以基本不会出现一模一样的原因。比如上一次是互联网泡沫引发的熊市，那么这次就一定不会是互联网，很可能是房地产，而这次是房地产之后，下一次又可能再回到互联网。我们的股市也一样，2007 年是大盘权重股引发的崩溃，2015 年就是成长股崩溃，那么如果我们股市再发生崩盘，十有八九还会是大盘股泡沫，所以我们现在反而应该好好研究 2007 年，历史可能重复 2007 年的故事，而

不会再重复 2015 年的故事。

一些自然灾害，甚至是 911 这种恐怖袭击，其实对股市的影响非常小，包括 2020 年这场疫情，美国股市暴跌了 2 个月，但很快就企稳了，所以大家以后可以有个经验，这种直接事件不太可能造成股市的崩盘，跌下去反而是买入的大好时机。那么什么会造成股市的大崩盘呢。作者没说，老齐可以补充，就是一致性看多。估值和业绩双高。当大家为股市而疯狂的时候，一定会引发的大的崩盘。这个观点屡试不爽。所以别人可以疯，我们也可以跟着疯，但是必须心里要清楚，该做的安全防护措施，必须要做到位。

下面我们来看看，作者提供的一些策略，我们先要了解自己，绝大多数投资者思想中都充满了人性的弱点，他们不希望落后于别人，或者不希望承担较高的机会成本，很多人嘴上都说有 10% 的回报就行，但是真要市场大涨 30%，而你只赚到 15%，你又会非常愤怒，完全不满意。所以这也是资管行业最大的难点之一。

一般投资有四个目的，1 是获得最高收益，2 是获取稳定现金流，3 二者兼而有之，4 更贪心的可能还要保本，但这些投资的目标，很多事根本对立的，比如你要求保本，那么必然会降低收益。因为要积攒安全垫嘛，那么一开始就不能投资风险过高的产品。而如果你要获得更高的回报，就必须接受

更大的波动。又没波动，也能实现高增长，历史上只有麦道夫做到了，结果还被证明是个大骗子。但这些需求又确实存在，所以现在资产管理行业里，大家的做法就是，尽量的均衡。找一个相对平衡的点。有胜算的时候，我们就激进一点，没胜算的时候，我们就尽量先追求保本。

所以作者给出了四个重要规则，1 选择合适的基准，2 分析基准构成，预判风险和回报，3 以不相关或者负相关，构建组合，降低同等回报下的风险。4 时刻铭记，我可能随时犯错，要接受自己的不完美。

先来说基准的选择，一般最简单的基准就是指数，当然高级一点的基准就是一定的权益，加上固定收益部分，选择基准的时候，要考虑你的钱多久不用，也要考虑以下自己能承担多大的回撤风险，全指数回撤最大一般在 40%，那么如果我只能接受 10%的回撤，那么我的基准，就最多持有 30%的权益资产。另外，投资时间越长，权益资产比重就可以相应提高。如果你就只投资两年，那么权益资产比例就不应该超过 20%。否则很难保证你赚钱。

作者有个建议，就是尽量长期持有，比如你要是 20-40 岁，你基本上都至少有 20 年以上的投资期限，如果你在这中间，不需要太多现金流的话，比如不用买车，也不用买房，那么最好就是全部股票作为基准。如果超过 20 年这个投资周期

计算，那么全部都是股票资产的平均收益率接近 9 倍，而同一时期，债券的回报只有 2.5 倍。所以完全没有可比性，你要是没特殊的需求，就应该多持有一些股票资产，当然也要承担市场的波动。

再看现金流的要求，比如我存了一笔钱，拿去投资，但我也同时需要这笔钱产生收益，来用于我的基本生活，这种情况该怎么测算。这个其实没有一定之规，主要看你的目的，有人希望我长期增值，然后还能留一部分钱给子女，那么股票的比例就要更高一些，而如果你只需要保证自己这辈子够吃够喝，其实没必要承担那么大的市场风险，6 成股票资产足以。

这里有个误区，投资获得现金流是建立在增长的基础上的，也就是说，你不用管每年是赔了还是赚了，你就固定取出这些钱就行了。很多人理解的现金流，是我的本金不能亏损，每年都要赚到这笔现金流出来，这是完全错误的，如果你要这么做，只能大量投资那些生息资产，而这些生息资产的总回报往往是比较差的。其实股市的长期回报是 10%，你在只持有指数的情况下，每年取出 4%，可以确保你永远都花不完这笔钱。简单来说，如果你只想过每月花 2 万块钱的日子，那么一年是 24 万，除以 4%，得到的结果是 600 万，也就是说你只要把这 600 万，买进沪深 300 指数，然后一直拿着别

卖，不管他涨跌，每年从里面取 4%，那么你这辈子就取之不尽用之不竭了。当然如果做一些组合肯定会更好。比如我们粉丝群推的 3322 组合和 5 个 2 组合，全都大幅跑赢了指数，而且波动率还很低，高净值推的全主动组合，更是年化超过 25%，还有些私募产品，年化 28%，未来即便保持不了这么高的增速，降到 20%，你的资产增值速度，也是非常快的。

再看另外一个因素，就是收益预期，比如有人想在 10 年内，通过 200 万，攒到这 600 万，然后退休，这就是你的收益目标，10 年 3 倍，那么你需要年化 12% 的回报才行，所以这就要求你的权益资产配置比例不能低于 6 成。而且还要配置一些高波动的指数，比如创业板，中证 500 这些。而且大的择时也要基本选对。当然作者认为，不光要聚焦在一个国家的市场上，他更加鼓励的是全球布局，比如 MSCI 这种大盘指数+罗素这种小盘的投资。

如果你的钱足够多的话，其实你可以通过买入股票的方式自己构建指数。这可以帮你剩下手续费，而且也并不难比如 MSCI 指数，美国权重 50%，然后英日各占 10%，法，德，加拿大，瑞士，澳大利亚这五个国家，再占 20%，剩下一些发展中国家占 10%。从行业配比来看，金融和互联网比重最大，分别占 18% 和 12%，然后医疗，工业，能源，必选消费和可选消费各占 10%，通信和公用事业加起来占 10%。如果你挑不

出里面的龙头股，你可以去参考指数基金，他都给你选好了。你照着复制就行了。

下面这个规则才是重点，就是要降低组合的相关性，比如当年很多投资者，把所有养老金的钱都投给了安然公司，结果一倒闭，就血本无归了。所以一定要分散，利用市场和多个行业的不相关性，降低波动的风险。不过也有人有不同意见，比如巴菲特，他就一直鼓励重仓集中持有，但是我们其实学不来巴菲特，因为他基本上是买进董事会的那种。所以他掌握了很多的独家信息，是我们做不到的，我们这种散户很难获得市场的一手资料，所以必须要进行分散才行。

作者提到了一个负相关，就是科技股和医药股，他们基本走势完全相反，当科技表现好的时候，医药就会比较差，但是两个行业又都是长期表现非常好的行业，所以我们把他们按照 1:1 的比例配置好，这样就可以降低组合的波动，但又可以保证长期的回报。

最后就是随时准备接受自己犯的错误，只要有判断就肯定会有 30%以上的错误，那么这些错误发生你该怎么办？如何在错误发生之后，降低损失。有时候需要我们在决策之前进行衡量。比如我高点退出来，这个错了怎么办？错就错了，顶多就是不赚钱，也不至于赔钱，那么这个风险我能够接受，另外一个决策是，我在这个位置进去，错了怎么办，后面极

端情况可能再跌 30-40%，那么这个可能是我承受不了的，要么我就再等等，要么我就定投。这就是在随时准备犯错。那么你在投资之前，是否也有过类似的考虑呢。明天我们在讲讲，如何选出那些收益远大于风险的行业和股票。

文档资料整理

【11】投资大师肯费雪说 11：选股竟然对于投资业绩的影响微乎其微？！

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大师肯费雪说。今天我们来看看，如何挑选出那些，收益大于风险的股票。作者说，你要找股票的时候，应该有 2 个目的，首先，找到最能代表板块特点的股票，其次找到板块内，你认为有可能表现优秀的股票。大家要注意，这里面只说找最优秀的股票，而不是找涨幅最大的，或者说，你根本就不可能知道谁的涨幅会最大，但我们找到最优秀的公司，守住这个行业，就已经够了。

作者说，虽然选股很重要，但是随着时间的推移，选股对于投资组合的表现，其实影响微乎其微，是不是感觉很诧异。作者之所以这么说，是因为，投资收益是由你的资产配置比例决定的，也就是说，你要持有多少比例的股票，这个远比你选择什么股票重要的多，70%的收益，源于大类资产配置比例，20%收益则来自于子类资产配置，也就是说，你到底要持有哪一类的股票，剩下的 10%，才来自于精选个股的差异。举个例子，90 年代末，你选择 30 只大市值成长股，超配医药板块，就可以获得可观的收益，至于到底是默克还是葛兰素史克其实并不重要，涨幅都差不多。下跌行情中也是如此，

你选择微软还是亚马逊其实也不会降低你的损失。唯一能帮你减小损失的方式，就是降低股票配比。所以这也就是老齐一直所说的，能做好大类资产配置，并在风格周期中，押对方向的，就是全国最顶级的基金经理了。年化回报甚至可能超过 30%。比你选任何个股都重要。

所以基于这个认知，我们的选股逻辑就要按照漏斗的方式进行，把 70% 的经历，用在股票，债券，和商品，现金的配比上，用 20% 的时间，去思考未来市场的风格，最后只用 10% 的精力去考虑个股选择，也不用把一个行业中最好的股票都选出来，当你犹豫不定，不知道谁更好的时候，你完全可以两家公司一起买。比如经常有人争论，阿里和腾讯，谁是未来最好的互联网公司，这个研究就够你做上一年的，但其实完全都是无用功，按照 1:1 的比例一起买回来，让他们两自己赛跑。要比你做出选择更强。这就叫相马不如赛马。

这其实给我们提供了一个思路，我们选股不一定要去选择，有时候也可以用排除法，我们把明显的错误答案都去掉，那么有可能剩下的公司，全部收入囊中即可。比如白酒，到底未来是五粮液还是茅台，没必要费那个脑筋，只要确定不是二锅头就排除了一个错误答案。那么我们在沪深 300 指数里，排除掉那些什么石油石化，还有一些衰退行业的公司，其实长期看，就可以有明显跑赢指数的机会。

作者在选股的时候，总在问自己一个问题，其他人都在担心什么？比如 2021 年 8 月份，大家都在担心中国平安，业务模式出现问题，那么这个东西，就不需要我們再去想了，別人都担心的问题，已经反映在了股价里，且大概率都不会发生。

好的买入，我們只成功了一半，你还得知道什么时候卖出，主要有这么几个条件，1 是基本面发生明显变化，特别是行业政策引发的行业基本面变坏，我們应该降低某一行业的整体配置，2 是某一板块走势过热，当所有人都对新能源和芯片趋之若鹜，我們就应该格外小心了，至少应该在某一行业比例偏差过大的时候，实现减仓再平衡。3 是当风格走向极致之后，也要考虑降低某一风格上的股票，比如 2020 年底大白马过热，2021 年 3 季度，成长又过热。4 是老齐加的，要根据经济周期和利率周期的变化，对于整个仓位进行调节，比如在强周期要来的时候，可以加大此类资产的配置，在强周期结束的时候，逐渐降低这部分比例。注意，我們在仓位的调整上要遵循微调的原则，尽量避免一把梭，最快也要用 3 个月的时间去调整，避免自己犯错的概率。比如你觉得他高估了，但人家后面又涨了一倍，这种事其实很常见，我們慢慢调整，会让自己减少因为预判所带来的损失。还是那句话，是判断就会有至少 30% 的概率是错的，即便大方向对了，

时点你也很难判断正确，所以必须要小幅调整且留有后手。有人问，如果个别股票暴跌怎么办，其实不用过于担心，我们如果用 30-50 只股票构建组合，那么某只股票暴跌一半，其实也只影响你的整体组合 1%，所以微乎其微，不用过于在意，也不要怕踩雷，只要整体账户能够持续增长就可以了。买 30-50 只股票，难保不发生一两个故事。我们总结一下，只要我们能找到各行业中，最为优秀的公司，并把它们组合在一起，你就已经成功了。这些公司里面，一定有很多是未来长期涨幅最大的公司。

最后作者说了几个体会，市场是已知消息的打折地，当你确信所有已知的信息是错误的，或者信息已经被市场消化的时候，你就能获得成功。作者也关注新闻报道，但是他通常都会反着看，也就是当某一类新闻铺天盖地，引发了大家广泛担心的时候，他通常都会反向下注。比如当年的千年虫问题，大家都觉得无药可治，都觉得可能会发生一场崩溃，那么最后就一定不会发生。还比如我们这里的 2018 年，大家都觉得会发生一场大的衰退，甚至新冷战开始，股市将迎来非常不好的时期，但是现在返回头看，这却是我们下注的最好时机。所以这就是市场的哲学，一旦大家都担心的东西，再差他也是过度反映了。而且大家都防着的东西，基本就不会再发生。比如 2021 年大家都在害怕恒大破产，但老齐却一直

说，不可能了。都知道他要破产，那么金融机构和深圳国资委就一定不会破产。反而是那种我们完全想不到的东西，或者想到了也不愿意承认的东西，是股市中最危险的因素。再比如谁能想到，一个行业被一个政策给干死。这在古往今来，古今中外，都从来没发生过的事，2021 年出现了，教培行业死的干净利落。没有一点希望。去年资本还在这个行业快速扩张，今年基本都是血本无归。

还有一个体会是针对基金的，作者说在大公司股票上涨的风格里面，基金是跑不赢指数的，相反只有在小市值股票或者成长风格上涨的时候，部分基金才能跑赢市场，作者说如果你有投资能力，且资金量在 200 万以上，你可以试着自己搞组合，没必要去买基金。

另外，很多人都劝过我们止损，这样就不会遭受重大损失，这只是听起来很不错的东西，但实际操作中，会非常糟糕，作者说，止损的结果，通常都是错的，他下跌了 10%，你并不能确定他会继续下跌。很多时候都是，你刚把他卖了，然后他就突然猛涨。而且你也不能保证，买入的下一只股票只涨不跌，所以止损反而可能是让我们亏损的方法，大多数时候，只要我们保持分散持仓，只选行业最优秀的企业，绝大多数公司跌下去，都会涨起来。之前有一则新闻，一个老太太发现自己的账户忘了，到券商营业部才发现，10 年前买入

的长春高新，已经涨了 100 倍。原来的 5 万块钱，已经变成了 500 万，但在这十年当中，长春高新的回撤也经常 在 30-50%，要不是把账户忘了，估计谁也拿不了这么长时间。这其实就是非常有趣的一个现象，那些忘掉的账户，往往才是收益最高的。那么怎么才能忘掉账户呢？很遗憾，原因 通常都是因为买的很少，或者持有人去世了，买的很少即便赚了很多也无济于事，而持有人去世的话，这个更不是我们追求的结果了。

这就是本书的全部内容了，这本书是脑洞大开的一本书，一开始老齐觉得有点无聊，但是越读越有意思，作者给我们传递了很多有用的方法和技巧，更多地是一种思维模式的构建，完全颠覆了我们之前的投资方式，通过排除法构建组合，做资产间的部分调换，这其实就是最成功的机构们正在使用的方法和技巧。

对于我们个人的投资来说，本书应该反复阅读，仔细体会作者的智慧，方法并不重要，重要的是你的思考方向。当大家都在担心的东西，我们是否有独立的思考去否定他，要么抓住市场正确的非共识，要么找到市场错误的共识，这些预期差，就是我们未来超额收益的来源，而当我们没有找到这些预期差的时候，最好的方法就是建立组合分散投资，其实市场上可投资的股票也就 100 多只。分散在 10 个行业当中，

在里面挑选出 30-50 只，并不困难。读完这本书您有怎样的感悟，我们可以一起探讨。

文
本
内
容
不
能
以
此
方
式
分
享