

刚开始听格雷厄姆和巴菲特说，投资的第一条原则是永远不要亏钱，第二条原则是永远不要忘记第一条原则。当时觉得，这就是那种成功人士冠冕堂皇、有道理却无意义的官话。后来才明白，事实并非这样，很多方向，比如散户参与单纯的短线搏傻，把股市当成赌场。投资者参与其中，是知道，最终大概率会赔钱的。

换句话说，当我们把追涨杀跌的情绪博弈，当成一种商业模式，那除了对极个别天才之外，对绝大多数人而言，这种商业模式，是一种期望值为负的模式。再比如，长期随机交易，经常出现被动的止损等，甚至于在我看来，没有交易系统的投资，也是中长期大概率要亏钱的。如果把做证券投资，当成做实业投资来做，大家就会发现，很多种投资思路，长期下来都是行不通的，都是必然是赔钱的。

我经常说，投资，就是坚持做正确的事情。这虽然非常难，但步入正轨之后，投资者就会对投资有更深入的理解，从而逐渐形成自己的交易系统。

投资中，不要有偏见，一切以数据、和数据推演出的逻辑为准。以前涨不涨跟以后涨不涨没关系，关注涨跌背后的逻辑，不要被个股波动的表相带偏了。一家公司是便宜还是贵，跟

之前涨了多少、跌了多少，没有关系。哪怕在一家公司跌了8成后买入，再度腰斩的情况，在A股也已屡见不鲜。而股价连续腰斩后，大股东仍认为公司被高估，从而清仓减持的案例，在A股就更多了。

逻辑驱动买入，逻辑驱动卖出，而不是被股价带着走，被市场情绪带着走。散户赔钱，绝大多数人，并非对企业内在价值的判断等有大问题，而是因为时刻被股价带着走。涨了就乐观，跌了就悲观，所以必然赔钱。

在这里，有必要说一下。整套课程，核心的内容，就是讲两件事情，一是如何面对波动，这绝非一句空谈，而是要通过对价值投资追根溯源的讨论和分析，去让大家看到，市场的大量波动，是随机的，大家不要被它影响。正确的做法是，严格按照分析之后的逻辑，进行买卖，也就是逻辑驱动买入、逻辑驱动卖出。第二部分，就是讲解如何计算企业的内在价值，这部分主要通过行业 and 个股的研究，对公司的基本面进行把握。然后对于好的公司，根据其业绩的成长性和增长的确定性，计算出相应的合理估值。

做投资多年，我经常会被人问，投资中，什么是最重要的。每个人的答案都不一样，要我说，是认知和格局。你能

看到多么大的趋势，就能看到多少机会。你接触的人和信息，决定你有着怎样的视野，以及你看到的怎样的一个世界。同在一个市场，有着交易体系的投资者是从容的。投资对他们而言，是分析得到验证后的享受；而对更多随波逐流的投资者，却是惴惴不安的盲从。

在投资中，不要在意那些没有逻辑的结论。上涨了，乐观的观点总显得特别有深度；下跌了，悲观的观点总显得特别有远见。老分析师之所以比年轻分析师值钱，更多是历经风雨后，对均值回归的敬畏，和对周期与常识的深刻理解。

而投资的诀窍就是，你坐在那里，看着各种机会来来去去。只专心等待你想要的那个最佳击球位置。别人可能会说，挥球呀，笨蛋。但是，别管他们。

下来，我把践行价值投资中，最关键的几个问题，包括能力圈、逆向投资、耐心等待等原则，为大家做一一进行阐释。

先说能力圈原则，巴菲特认为，投资成功最重要的是能力圈原则。而我写公众号以来，最深刻的感悟，就是普通投资者，赔钱最主要的原因，就是因为不了解自己的能力圈，买入自己看不懂的企业，最终导致亏钱。而最常见的对散户进行做不好价值投资的质疑，也是散户搞不懂基本面。

一些高科技公司、业务复杂的公司，并非只有普通投资者搞不懂，而是多数专业人士也看不懂。而我经常对我的学员说，普通投资者，能力圈和基本盘，其实是消费股，尤其是跟自己生活息息相关的消费品企业。它们的产品、商业模式和投资逻辑，都足够简单，就是企业盈利的增长，带来股价的上涨。而企业自身估值的波动，并不大，市盈率的核心波动区间，就是 15 到 40 倍。

在 1996 年，巴菲特告诉我们，投资成功最重要的是——能力圈原则：即投资人真正需要具备的是对所选择的企业进行正确评估的能力，请特别注意‘所选择’ (selected) 这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你只需要能够评估在你能力圈范围内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力圈范围”。

巴菲特如何画出自己能力圈呢？他说，“围绕你能够真正了解的那些企业的名字周围，画一个圈，然后再衡量这些企业的价值高低、管理优劣、出现经营困难的风险大小，排除掉那些不合格的企业”。对于能力圈以外的公司，无论别人怎么看好，巴菲特根本不理，哪怕错过再大的赚钱机会，也不会后

悔一点，因为这在他的能力圈以外不该他赚的钱。他说，“我错过了参与投资手机的好机会，因为手机行业在我的能力圈之外。”但是对自己能力圈以内的公司，巴菲特会拼命努力研究分析：我将会每次选择一个行业，逐步成为能够相当精通6个行业的专家。

他曾说道，我不会简单接受关于任何一个行业的传统看法。我要努力研究分析得出自己的独立看法。如果我选择的是一家保险公司或一家造纸公司，我会在脑子里想象，自己处于这样一个情境之中：我刚刚继承了这家公司，而且这家公司将是我们整个家庭拥有的唯一财产。我应该对这家公司做些什么？我要考虑哪些东西？我担心什么东西？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我会走出办公室，去与客户们交谈。我要弄清楚，与其他同行企业相比，我们这家公司的优势是什么，劣势是什么？如果你这样做了研究分析的功课，那么你就有可能会比管理层更加真正了解这家公司。

能力圈原则很重要，在此之外，能力圈的另一个原则，如同朋友圈一样，贵精不贵多。

能力圈如同朋友圈一样，关键在于精不在多。三两个真正的好朋友，足以给你增加很多快乐了，一个能力圈内的好公司，就足以让你的资产，增长很大一截了。巴菲特说：“对你的能

力圈来说，最重要的不是能力圈的范围大小，而是你如何能够确定能力圈的边界所在。如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大 5 倍却不知道边界所在的人要富有得多”。1951 年，20 岁的巴菲特发现自己的老师格雷厄姆，是 GEICO 公司的董事会主席后，开始对这家公司产生了兴趣：“我 20 岁时把自己一半的财产都投资到了 GEICO 股票上。”

第三点，能力圈的另一个原则，在于坚守能力圈。

苏格拉底说：知道自己的无知的人才是最聪明的人。孔子说：知之为知之，不知为不知，是知也。为什么历史上成千上万的投资大师中，只有巴菲特通过投资成为身家亿万的世界首富。其中最重要的原因之一是，巴菲特特别能够自制，总是能够坚守自己的能力圈：“对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底不知道什么。”巴菲特曾经说：“我对 IBM 创始人之子托马斯·沃森了解一些。我可以告诉你他说过的一句非常聪明的话：‘我并不是一个天才。但在某些方面相当聪明，我就一直专注于这些方面。’这是一个非常明智的建议，也适用于股票投资。”看看巴菲特过去 40 多年的股票投资组合，你会发现巴菲特长期持有自己从小就非常熟悉的公司：他 6 岁就卖过的可口可乐，他 13 岁开始做报童送了三年的《华盛顿邮报》，他经常使用

其信用卡的美国运通,生产他天天用的剃须刀的吉列(后来并入宝洁),却几乎没有一家是高科技企业。

巴菲特解释说:“我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司。这意味着那些公司具有相对简单且稳定的特征。如果企业业务非常复杂而且不断变化,那么我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量。碰巧的是,这个缺点丝毫不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言,重要的不是他到底知道什么,而是他们是否真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误,投资人只需要做很少几件正确的事情就足以成功了。”坚持能力圈原则,最大困难在于,如何能够抵挡住为了追逐更多利润跨出能力圈的诱惑。上世纪90年代后期,网络高科技股大牛市,巴菲特却一股也不买,尽管这让他1999年盈利只有0.5%,而当年股市大涨21%。巴菲特却依然坚持能力圈原则:

“我们的投资原则如果运用到科技股上也会同样有效,但我们并不知道该如何具体运用。如果我们今年亏了钱,我们会在第二年赚回来,并向你解释我们是如何做到的。我确信比尔·盖茨运用的是和我们同样的投资原则。他理解高科技企业的方式与我理解可口可乐或吉列公司这些传统企业的方式



一样。我可以肯定地说，他同样也是寻找一个投资的安全边际，我可以肯定，他估算安全边际时，就像他拥有整个企业一样，而不是仅仅拥有一只股票。所以，我们的投资原则对于任何科技股都同样适用。只不过我们并不是能够把这些原则具有运用到科技股上的人而已。如果我们在自己的能力圈里面找不到值得投资的企业，我们并不会因此就去扩大我们的能力圈。我们只会选择耐心等待。”结果从 2000 年开始，美国股市网络股泡沫破裂，股市连跌三年，跌幅超过一半。巴菲特这三年却盈利 10%，大幅跑赢市场。

在这里，我需要着重说明的是，巴菲特的投资，主要集中于消费品企业。这跟美国的产业优势，以及经济发展阶段，有很大的关系。美国，作为世界头号强国，它在全球范围内，进行政治制度和文化思想的输出，从而使得，美国的消费品企业，有很多都成了全球范围内的龙头企业。而对应到亚洲国家，日本的强项在于电子和汽车，韩国也类似，于是我们看到，日本和韩国的股市，长期涨幅居前的，就是这些电子股和汽车股。所以，我们不能随意套用前任的东西，而是要明白背后的规律。相对而言，中国的制造能力，是全球数一数二的，那么，制造业出现很多牛股，也就是再正常不过的事情了。



在审视巴菲特的投资历程之后，我们发现，巴菲特也在不断拓展能力圈。最典型的是，说过不买科技股的巴菲特，目前第一大持仓个股是苹果。当然，截至2019年年初，这笔交易还是赔钱的，但最终结果如何，现在下结论还太早。而说过，带轮子的不是好生意的巴菲特，现在也买了航空公司——达美航空。

有意思的是，比尔盖茨是加深巴菲特对科技公司理解的关键人物。2005年，盖茨加入伯克希尔公司董事会后，巴菲特现在也会用电脑上网，用谷歌搜索，也会收发电子邮件。巴菲特在不断扩展他的能力圈。2002年，巴菲特投资Level 3高速网络通信公司5亿美元。

说完巴菲特与能力圈原则后，我们再说回，普通人如何践行能力圈原则。

我个人，将投资者的状态，划分为五种，大家可以看看，自己在第几种。1，知道自己什么都不懂，比较惶恐；2，学了点儿投资和财务的皮毛，以为都懂了；3，又发现不懂的还是太多，谨慎；4，想通不可能什么都懂，能力圈；5，真正搞懂了自己能懂的东西，豁然开朗，逐渐做到知行合一。

大家看看自己在哪种状态，然后也可以思考下，自己前进的方向。

价值投资者，都喜欢说，买入并持有那些自己真正能理解的公司，也就是要搞清自己的能力圈。但其实很多人并没有清晰的定义出，怎样才算是“能力”？大多数情况下，投资者是看到公司业绩增长，特别是股价也大幅增长了，所以就认为自己看对了。但这种情况，往往是危险的。深度研究行业，把自己变成类似行业专家的角色，才能更接近于看懂。

之所以在这个世界上，永远没有一种在任何情况下，都能战胜市场的投资方法。原因在于，市场的短期喜好，是多种多样的，市场走势的偶然性，也是无穷无尽的，但是每个人的能力圈，却总是有限的。

市场先生，也时候是疯狂的，但不代表，我们看不懂的东西都是疯狂的。作为价值投资者，我们的工作之一，就是去识别哪些是自己看得懂的机会，哪些则是无法理解的现象和不愿承担的风险，仅此而已。

能力圈到底多重要呢，我们放在交易系统中来说。投资者的交易系统，可以分为分析和交易两部分，而分析和交易中间的，就是耐心的等待。分析的核心，是商业判断力，交易的

核心，是赔率和逆向思维，等待的核心则是谨守能力圈和尊重常识。长期来说，最考验投资者的，并非是分析或者交易，而是学会等待，学会对常识的尊重，和对能力圈的克制。

对于普通投资者而言，盯着股价的波动，进行短期博弈，就是将“精力”浪费在无法让自己进步的方向上；热衷于频繁操作，回报的期望值，注定为负；而赌博心态，使得投资者，即便短期获得了一些收益，长期来看，也是迟早会失败的。

人都有认知，重要的是看清楚自己的能力圈，尤其是对行业知识和周期的理解。成熟的投资者，一定是恪守自己的能力圈。均值回归，在股票市场上的应用，就是股价长期围绕价值中枢波动，涨多了跌，跌多了涨。我之前一直讲，好的方法，永远是恪守一种理念。就拿小小的证券自媒体来说，大量作者，一会儿讲投机，一会儿讲价值，这一看，都是忽悠人的。好的方法，也绝不是说，就是短期赚钱和适合自己，这么简单，是你要了解自己的性格，了解自己是什么风格，建立起自己的方法论。比如我在平时与小密圈学员的交流中，就发现，很多投资者很难做到中长期持股。对于这种情况，不要逼着自己去买可能要持有1到3年的中长线股票，而是试着，先去买一些，计划持有一年左右的中线股。

成功的基金经理，大多是坚持一种风格，这也是我常说的，优秀的投资者或者好的投资方法，不可能年年领先，它顶多是5年里面，三年非常好，还有两年不差罢了。风格在摇摆的基金经理或者投资者，高收益永远都只是昙花一现，更多的时间都是在还债。

怎么恪守能力圈呢，就是做减法，比如说公司，我不研究那么多公司，我就看三五个行业，十几家公司，我每天把各个渠道这些公司的消息刷新一遍，把公司的新闻、行业网站、公司公众号都过一遍。它的产品我去体验，它的一些活动我努力参加，就是这样。

跟多数人走在一起，只有被踩死一条路，这也是所有追风者的必然结局。当行情适合自己时，多赚点，不适合自己时少亏点，如果你总是在改变自己的交易准则，受不了外界的诱惑而随意操作，大量的进行随机交易和受迫交易，是很难在这个复杂多变的市场中，生存下去的。大家想想自己过去亏的钱，或者少赚的钱，就能明白，大多数都输在随机交易或者被动交易上。

投资是一辈子的事情，但一辈子很长，所以你的投资体系是不能有任何瑕疵的，赚钱了就会形成路径依赖，如果你的交易系统存在比较大的漏洞，你赚的钱只是从市场那里借来的，那么无论赚了多少钱，总有一天，总有那么一次，你要一把还回去的。

首先，理念得对了，方向得对了，你才可能走向成功。最终，你在做投资的过程中，会慢慢发现，原来我赔钱，是因为完全没按照经典书籍的经验走。最重要的一点，还是把握能力圈，比如地产这些，跟宏观政策很近的行业。我也是看得稀里糊涂的，这些年，因为每次都似懂非懂，所以地产股也从没成为我的重仓股过，我也没在里面赚到什么钱。包括公众号的夜报，经常有读者问我，说基本面分析好难的，我没有老师这样的分析能力，是不是根本不会有出头之日了。我觉得这个还真的不是，其实只要稍微花些时间，跟消费近的这些行业，普通人都是可以看懂的。至于技术非常先进的、业务复杂的让人眼花缭乱的公司，其实反倒容易赔钱。这也是我自己赔钱后，发现的。

但在践行价值投资能力圈原则的过程中，有一点需要注意。就是好的公司、以及诚实的管理层，都是非常稀缺的。一旦买入一家公司，我们应该努力寻找和听取关于这个公司的各种负面问题。我平时也常跟学员说，机会都在分歧当中。

但普通投资者，容易陷入仓位思维，就是被屁股决定了脑袋。因为自己重仓，就对所有利空视而不见，对所有利好照单全收。回首我自己的投资，几次赔大钱都跟这个有关。

当事情过去后，我才发现，当时的利空，是多么的明显。

只有当我们理解了这些负面问题，我们的持有才能更加坚定。从而做到，上涨你是开心的，因为自己的分析得到了市场的验证；下跌你也是开心的，因为你可以在更低的价格，买入更多。

对于重仓持有的公司，我们尤其要听别人的犀利观点，尤其是那些不看好的、负面的。从我个人经历来讲，如果对方提出的质疑非常到位，对我们的帮助会非常大。而那些附和观点的人，他的看法，其实并没有为你创造任何价值。

到这里，价值投资的关键，上半部分，我就讲完了。在价值投资的关键，下半部分，我会为大家讲解，耐心等待的重要性、逆向投资等。关于如何应对波动、以及如何计算企业的内在价值，我们还需要还多的篇幅才能说完。但是，在做这些之前，我想通过这节课，告诉大家的是，做减法，去找到自己的能力圈，别把时间当钱，先从赚小钱开始，从熟悉的、看得懂的行业和机会入手，一步步践行能力圈原则。好的，我们下节课再见。