

# 凌鹏文集

## 目录

" 确定性 " 和 " 预期差 "	2
宏观策略的作用	4
主题投资五要素	6
从象牙塔到金融界	8
五种套路	10
大类配置的微观基础	12
眼见未必如实	14
耐心是投资最重要的品质	16
最难得聪明人下苦功	17
疑似穿越的巴菲特	19
不可能三角---关于《原则》的读书笔记	21
君子不立危墙之下	23
善败能忍	25
心外无物	26
向内求索	28
那些年我们经历的股灾	30
什么是自上而下？	32
基金经理的三重境界	34
先有鸡还是先有蛋？	36
二次映射	38
外资的作用	40
宏大叙事的陷阱	42

## " 确定性 " 和 " 预期差 "

做研究员时，喜欢讲 " 我与市场的不同 "，追求自己的 " 斧头 " 和 " 独家品种 "，语不惊人死不休。做了几年投资后才发现：" 确定性 " 远比 " 预期差 " 更重要。

### 一、投资应该追求 " 确定性 "

众所周知， $\text{投资收益} = \text{正确概率} \times \text{获利幅度} \times \text{投入仓位}$ 。正确概率和获利幅度是背道而驰的东西，一般而言，" 预期差 " 越大，正确概率就越低，但一旦正确收益率惊人。所以从重复多次博弈的角度看，着力于 " 预期差 " 的投资方法未必能取得稳定的超额收益。并且，除了正确率和获利幅度外，投入多少兵力是影响投资结果的重要因素之一。一个概率低、不稳定的机会，又怎么可能投入大量的兵力？正由于此，很多人挖掘了黑马，但并没有给其组合带来多少贡献。真正决定其投资收益的品种往往是一些朴实无华的白马。这些白马，模式清晰，没有什么 " 预期差 "，每年就靠稳定的业绩做估值切换，时间使他们变得辉煌。

当然，这个世界不乏在小概率事件上放手一搏的勇士，这种人要嘛成功，要嘛成仁。此外，投资上追求 " 预期差 " 可能会衍生一个严重的后果，就是喜欢逆势。据我观察，卖方出身的投资者更 " 执着 "，一旦观点和市场走势不同，很难做到顺势而为。

利差是全世界最重要的投资方式之一。虽然空间不大，但由于其确定性吸引了无数的资金。这就是为什么 CARRY TRADE 的规模如此之大，而全球经济体货币政策的不同步会带来全球资金的巨大迁移。投资本质上就是追求资产端和负债端的匹配。一个投资，如果能吸引 " 善意的钱 "，尽量降低负债端的成本，就已经成功一半，能大量缓解资产端的配置压力。巴菲特之所以成功，一个很重要的前提就是伯克希尔哈撒维筹集的资金成本为负并且不可赎回。

做主动投资的人或许会有点鄙视量化投资和套利行为，认为其收益率不高，并且不能体现个人的价值。但投资最重要的是收益率曲线，个人的观点和荣辱并不重要。投资者追求 " 预期差 " 一个重要的原因就是想要获得 " 万人皆错我独对 " 的成就感。在《投资是为了什么？》一文我已经驳斥了这种投资目的的错误性，但依然有很多人将 " 聪明智慧 " 看得比 " 赚钱 " 更重。就像在篮球世界，你永远记着的是 " 五佳球 " 和 " 绝杀 "，而忘记了 " 简单中投得两分 " 的重要性。

### 二、" 确定性 " 之殇

实际上，没有什么是一定的，唯一确定的就是不确定。本文所讲的 " 确定 "，不是指无风险，而是指通过某种手段将风险进行转移，最终聚焦到某一点，而这一点对于这个特定的投资者是最容易控制的，是这个特定投资者的优势所在。比如说，有投资者无法判断市场走势，但他对银行板块颇有研究，认为招行比工行好。那他就可以建立组合，买入招行，卖出工行。这个时候，他就规避了市场风险，当然也享受不到市场收益。但他这个组合并没有规避风险，而是通过 " 乾坤大挪移 " 将风险转移到他最擅长的地方，即招行比工行好。而一旦这个判断最终有问题，那他的风险会成倍增加。

以上只是一个最简单的案例。投资者可以设计更复杂的产品，进行一次、两次、N 次的转移，从数学上将风险聚焦，并且大量加杠杆，例如当年的长期资本管理公司。但在金融的世界里，很多小概率事件发生的概率远比想象中的大。百年一遇的金融危机几乎每十年就发生一次。并且一旦发生，风险会自我实现，事情会朝着你最不愿意的方向发展，即所谓的 " 墨菲定律 "。所以，在 " 确定性 "

的事情上无所顾忌的加杠杆也是危险的，万事万物不可贪胜。梅里韦瑟带着一帮技术天才的两次失败，就是这个原因。

PDFMPT EDITOR

(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”，下载更多投研资料)

## 宏观策略的作用

最近有朋友问及宏观策略对投资的作用，觉得微观调研跟踪更靠谱。作为一个入行即做策略的人，我对微观个股确实不懂，也无意“自上而下”和“自下而上”之争。谨以过去十年的思考经验，谈谈自己的看法，一孔之见，抛砖引玉。

### 一、前瞻性

微观调研很难前瞻，订单、排工最多能够彰显几个月的景气，中微观的高频数据确实能反映宏观，但大多只是当前的情况，无法推演。大部分群体都是被时代大潮裹挟而前，但潮流何去？2008年6月，一片繁华，谁曾想三月以后断崖下跌。2009年初，无人看好，没有订单，没有希望，又怎知三月后轰轰烈烈，经济走向过热。

当时当地，微观调研只有贻误战机，宏观推断却可前瞻。因为，宏观理论是无数先贤综合社会现象和逻辑思辨的结果，自成体系，能够向前推演。但从宏观到股市，还有两个问题。其一，这么多理论，哪个理论适合当前？其二，宏观推断正确，微观何时发生？股市何时起反应？

第一个问题，关键不在于理论如何完美、如何雄辩，而在于其推论能否解释更多的现象。解释得越多，就越可能是当前问题的正解，其理论推断的结果也越有可能成为未来事实的方向。而对于第二个问题，要结合微观调研。正常而言，宏观的判断应该可以在微观现实得到验证。因此，微观调研和产业链验证应该可以把握宏观判断的进度，而股市的反应不会太远。举个例子，2008年年底国家推出“四万亿”，有理论称经济会迅速启动，有理论称经济起不来。这个时候，纯学术的争论没有意义，观察一月份旬度的信贷和发电量就可以得出结论：刺激力度很大，经济恢复迅速，而股市同期突破。

因此，应该是宏观推断、微观验证，而不是相反。

### 二、打破市场均衡的重要变量

2012年2月《宽体策论》第二篇《A股篮球论》曾经指出，A股由SHOW TIME和垃圾时间构成，SHOW TIME着重仓位、垃圾时间精选结构。多年观察下来，触发SHOW TIME的往往都是一些宏观变量，特别是货币政策。例如，2016年8月14日-9月2日的股灾2.0就是一次经典的SHOW TIME。经过股灾1.0，市场反弹、横盘修复，等待新的方向。8月11日“汇改”，新的宏观变量出现，“蒙代尔不可能三角”，国内货币放松受限，股市一周后暴跌。其实，在这一周内，离岸人民币市场和国内的债券市场都已经发生变化，只是股市没有感受到。A股由于投资者结构偏散户，对这些问题的反应未必及时，这也给我们留下了宝贵的撤退时间。

必须承认，很多时候，市场只是借着这些“宏观变量”发作出来，真正的原因可能是横盘期间风险收益的累积。还是上面那个案例，最终人民币也没贬多少，最终央行还是降准、降息，但市场就是在短期暴跌，而后慢慢修复。

所以，长期横盘以后，投资者要关注宏观变量、关注海外市场、关注大类资产其他市场的风吹草动，这些突发变量都可能成为引发SHOW TIME的动因，牵一发而动全身。2009年8月大跌前的七天回购利率上调、2010年国庆后“煤飞色舞”前的QE2，都是如此。

### 三、相信常识、模糊正确

很多人抱怨市场先生的反复无常，抱怨宏观策略判断短期市场方向的忽对忽错。事实上，宏观策略本身就不是判断短期市场波动的，其更多是在大趋势或者

关键时候起作用，大部分时候经济和策略没有变化。卖方过于频繁的宏观策略报告以及一些惊人之语只不过是拿派点强说辞、因为寂寞空虚冷刷存在感而已。

宏观策略还是要尊重常识，遵循经济学和人类行为最基本的东西，不能为了高大上而搞得玄乎其神。模糊正确永远比精确错误重要，自上而下的东西环节太多，经过层层传递再精确的东西也会变得模糊，所以构建过于庞杂和精细的模型，看似严谨，实则无法运用。

就我而言，多年的策略研究，给了我一种大类配置和当前市场的模糊判断，这种判断最终对仓位和操作法则有一个基本的 SENSE。当然这种 SENSE 也有可能错，但是没有这种 SENSE，在 A 股做投资，就如同盲人瞎马、夜半临渊。



## 主题投资五要素

主题投资是 A 股市场的特有风景，即不同于自上而下的行业轮动，也不同于自下而上的个股挖掘。但认真复盘过去几年的主题机会，还是有诸多共性：

### 一、不上不下 横盘为宜

正如 2012 年 2 月“宽体策略”第二篇《A 股篮球论》所言：“A 股由 SHOW TIME 和垃圾时间构成，SHOW TIME 依靠仓位，垃圾时间着重结构。”主题投资最好的时间是市场不上不下的横盘阶段。泥沙俱下的市场，没有任何投资机会；但急速拉升的市场，行业轮动和指数空间也会掩盖一切。所以，主题投资最好的阶段是指数拉升一段时间以后的高位横盘阶段。此时，指数需要休息，但人气被激活，风险偏好较高，主题投资适得其所。

### 二、空间远大 概念新颖

主题投资概念一定要“新”，“第一次”弥足珍贵，哪怕新瓶装旧酒同样是炒地图，“自贸区”就是比“区域振兴计划”好；同样是“自贸区”，上海自贸区就是比福建、粤港澳强。军工历史上炒过很多次，都会讲到资产注入，但 2013 年 11 月借助“国家安全委员会”还是一个非常新颖的概念。互联网金融即便要卷土重来也要借着“区块链”的概念。传媒影视炒了两年，深有倦意，但 IP 使其枯木再逢春。主题投资永远是新人笑、旧人哭。

主题投资未必有安全边际，也不需要业绩兑现，但一定要空间远大。即便实现的概率再低，可一旦实现就会翻天覆地。只有这样才能让人忘记现在、忘记概率。

### 三、一波确定 二波赚钱

很多主题都是平地惊雷，等搞明白概念，主流品种已经大涨一倍。例如 2015 年 7 月中旬的 IP（鹿港文化 7 月 16 日至 24 日上涨 95%）和 2015 年 11 月初的 VR（顺网科技 11 月 4 日至 19 日上涨 95%）。所以，主题的第一波很难参与，只有快枪手和交易能力特别强的高手才可以赚钱。但任何股票都会回撤，涨多了就是最大的利空。主题也不例外，好的主题会有第二波。并且经过了第一波的知识普及，认同度更高，第二波往往会创新高。

所以，主题投资正确的操作方法应该是第一波观察确认，龙头涨幅接近一倍左右切不可追高，回撤过程筛选品种，回撤到第一波上涨幅度 35% 至 50% 区间就特别关注，一旦启动马上上车。先龙头后扩散，等创了新高、各种搭边的股票都开始补涨时就要撤退。

很多人对主题投资的态度和方法都不对。第一波茫然不知所措，回撤过程深度鄙视，逐步忘记这个主题，等再关注，第二波已创新高，各种嫉妒羡慕恨。

新的主题会被编成各类概念指数，后面还会阶段性的表现，但很少有第三波，后续可参与的性价比不高。

### 四、高频数据 无法证伪

很多人一开始就争论主题最终到底成不成，但事实上很多事情要彻底证伪需要很多年。自贸区到底能不能解放生产力？去 IOE 能不能最终实现？在无法证伪的阶段，股价会朝着它固有的方向不断强化。

每把涨价行情，大家都是看着商品价格炒股票，分析员也会把当期的利润年化来压低估值。但其实谁都清楚，这是周期品，都有季节性，这么干肯定是不对的！但是短期无法证伪，每天上涨的高频数据不断刺激神经。所以，在一个无法

证伪的阶段，如果不断有高频证实的催化剂，新闻也好，数据也罢，对主题投资简直如虎添翼。

#### 五. 只炒预期 不炒兑现

预期阶段，空间无限，资金会不断涌入。可一旦进入兑现环节，总要不断争论“高于预期”还是“低于预期”。事实上，谁也无法说清楚之前高企的股价到底 PRICE IN 了多少预期。所以，最好就是不要赚兑现的钱，太辛苦！

大多主题会见光死，特别是在熊市。2013 年 7 月宣布自贸区 10 月 1 日正式挂牌，行情汹涌澎湃，但 10 月 1 日真正挂牌，行情也就结束了。

并不是所有的主题都符合这五个条件，但只要符合这五个条件的主题，大概率赚大钱！

## 从象牙塔到金融界

今天是教师节，十二年前我也是大学老师，当时的理想是学术育人、著作等身。无奈，经济学的数理化越来越脱离其现实意义和美感，所以逃离象牙塔，来到金融界。但当年的科班训练对今日投资研究仍有裨益，特别是宏观策略。

当前的研究有两大困境。学术研究太过于阳春白雪，宏大叙事而无存在感；投资研究太过于支离破碎，就事论事而无体系性。从象牙塔到金融界似乎是割裂的，很多寒窗苦读的学子面对现实世界无所适从，不知如何运用大学所学的专业知识。

其实理论知识当然有用，这么多先贤穷尽一生当然不只是学术游戏。只是面对现实世界不断抽象的压缩饼干，还原应用需要一个解压缩的过程。就过去十几年的经验看，从“象牙塔”到“金融界”，需要如下几步：

### 一、理论知识的储备

如果从事宏观策略的研究，还是需要一些金融学和经济学的理论常识。如果你连“蒙代尔不可能三角”都不知道，又怎么理解去年八月份的“股灾 2.0”。就基本功而言，经济学、金融学和会计财务估值，都需要大致了解。

经济学层面，主要包括中级宏观、中级微观、货币银行学、汇率理论和发展经济学。初级的宏观和微观太简单，像科普读物；高级的宏观和微观太复杂，用数理推导验证简单逻辑。所以，中级的宏观和微观正够用。个人推荐瓦里安的《微观经济学：现代观点》和萨克斯的《全球视野的宏观经济学》。货币政策重要，在美国 FED 的地位仅次于上帝，中国股市和货币周期的关系也很密切，所以货币银行学必须了解，个人觉得米什金的《货币银行学》最好。开放的经济体，汇率波动极其重要，过去十年 A 股整体牛市受益于人民币升值，汇率理论最好的著作还是姜波克老师的《国际金融学》。对于宏观策略研究，经济学分支中最重要的就是发展经济学，“国家财富如何积累”一直是经济学的圣杯。以至于 LUCAS 说“Once one starts to think about them, it is hard to think about anything else.”关于这一块最好的文献综述和历史渊源当然是巴罗的《经济增长》。

金融学的两大分支是 Asset Pricing 和 Corporate Finance。这里面最完整的论述是莫顿的《金融学》和罗斯的《公司理财》。70 年代以后，行为金融有所崛起，这部分对于投资研究也有借鉴。

会计财务估值著作众多，汗牛充栋。注重实效的角度，推荐佩普的《运用财务报表进行企业分析与估价》和 Damodaran 的《投资估价》上下册。

以上是我当年构造自己理论框架时所读著作，时隔十年，当中或许有更好的著作出现，但个人以为，对于业界实务，上述书籍足够。

### 二、指标体系

白马非马，书上说的利率、汇率在现实生活中是找不到的，有的只是诸如“一年期居民存款利率”和“人民币一年远期中间价”等具体的指标。因此，如果无法掌握现实生活中的具体指标，永远都只是泛泛而谈，无法落地。但另外一方面，如果只是盯着这些具体的指标，不能理解“马”和“牛”之间的抽象关系，那就永远只能就事论事。

关于宏观层面的经济指标，首先要理解美国经济指标体系，这是全世界最系统、最完整、回溯时间最长的指标体系，也非常科学，涉及各个层面。我相信中国未来的宏观经济指标体系也会朝着这个方向发展。关于这一块的解析参见鲍莫尔的《经济指标解读》，也可以参见我在 2007 年写的八篇系列报告。理解了美



国经济指标体系以后，就非常容易理解中国的经济指标体系。唯一的缺点就是中国的指标不连续、不系统，所以经常需要借助调研、中观和产业层面的验证。

券商研究最大的好处就是掌握了大量行业和上市公司层面的数据，通过这些数据的密切跟踪，可以验证宏观层面的变化，需知微风起于青萍之末。关于中观层面的数据总结，我在 2009 年 9 月至 2011 年 2 月花了十八篇文章系统总结，最终汇集成 116 个指标长期跟踪。

### 三、初步融合

有了理论功底，也知道了指标体系，接下来就要在现实生活中运用，这并不是件容易的事，这需要在上述两方面都是大家才可以。

在此推荐高博的两本著作《在周期的拐点上》和《透视繁荣》，对我深有启发。还有就是哈继铭时代中金的周报，每期的专题都让我对中国经济的每个层面有更深入的了解。再有就是央行 2001 年以来的《季度货币执行报告》，多历了几轮周期，仔细揣摩，会大有裨益。

以上是我从象牙塔走向金融界的一些感受。至此，万里长征只是第一步，上面才是第一维度和第二维度的事情。后面，在实践的过程中经历情绪控制、风险波动，才进入巴顿·比格斯所谓的第三维度和第四维度。

## 五种套路

这么多年，A股赚钱的方法有很多，但能形成长期盈利模式的，大体五种套路：

### 一. 自下而上选股

这是一种最常规的套路，A股大部分的投资者采取这种模式。理论层面有很多文献支持，实务层面也有许多经典案例。

有三点值得注意：其一，A股是一个常态高估的市场，一个新的东西在商业模式尚未明晰的时候，就会上涨，等到价值体现，估值已高，投资者需要在估值和景气中不断权衡，并不舒服；其二，警惕价值陷阱，很多品种逐步兑现，保持之前的增速，但估值会不断下滑，例如招商银行、格力电器、海康等，这个时候看对了基本面也未必赚钱；其三，价值投资是一个很奢侈的事，资金需要极大的容忍度。巴菲特的成功依托于其优质的商业模式，其资金来源稳定、低成本并且不可赎回。

其实，熟悉这种套路的人不如做一级市场或者一级半市场，因为真赚钱的本质来自于对公司价值的理解，二级股价波动有时候反而是噪音。

### 二. 自上而下的宏观策略

这种方法的前提是宏观层面出现剧烈波动，这是屠龙术，不适合打兔子。所幸，百年一遇的金融危机其实每十年就发生一次。三年不开张，开张吃三年。这种方法着重的是BETA，是跨市场、跨领域、多空的立体交易，A股只是其中的一个战场。关于宏观策略在A股的运用详见之前的文章《宏观策略的作用》。

其实，熟悉这种套路的人不如做宏观对冲，如果你能判断有色金属的价格波动，又何必浪费时间在有色股票上呢？

### 三. 行业轮动

行业轮动有三个层面：其一是产业层面的变化，一个主导产业的出现必然改变整个产业格局，也往往会在A股市场掀起一轮牛市，这就是为什么过去26年A股几乎每隔5-6年就有一轮牛市，例如96/97年的家电、99/00年的台式机互联网、05/07年的房地产城镇化和本轮的移动互联网。主导产业的出现必然使其估值脱离原来的架构，例如过去今年计算机板块的上涨，天空才是极限。另外，市场会先炒主流品种，然后是并购重组和跨界。

其二是宏观变量带来的行业轮动，也就是投资时钟，这一点在2005年到2010年表现的淋漓尽致，彼时，实际GDP增速可以从6.1%到11.9%，CPI从8.7%到-4.5%。而2012年以后，宏观变量波动不大，行业轮动和大类资产变化不再是投资时钟的逻辑，详见之前文章《与投资时钟无关》。关于投资时钟在行业轮动方面的运用，详见笔者2009年到2011年打造的“驱动力和信用验证体系”。

其三是资金轮动、补涨补跌带来的行业轮动机会。任何一轮大级别的反弹，最终都会把所有的主要行业都轮动一遍。例如去年9月15日以来开启的反弹，先是这轮牛市的主流品种传媒和计算，这些行业的巨幅反弹导致去年年底创业板反弹70%。年初熔断以后，反弹还在继续，但计算机和传媒不再上涨，6月16日之前是涨价相关的农产品、化药，供应侧的周期品、OLED相关的电子、黄金和新能源车相关的有色。7月6日之前是白酒驱动的低估值价值股；8月份地产、银行和建筑。当中有各种各样的原因，如新能源汽车的景气、白酒的提价、地产举牌、PPP。但究其根本，去年9月以来的反弹，所有的行业都轮过一遍。这种级别的反弹类似2009年和2010年，08年年底的“四万亿”开启了反弹的冲锋号，急先锋同样是那轮牛市的主角——周期品，在周期品的带动下，2009年前七个

月，上证综指同样反弹了 70%。之后 2009 年 8 月的大跌类似今年年初的熔断，此后市场仍在反弹和轮动，只是品种换成了消费品和 TMT，周期品在 2010 年是不断卖出的品种。历史何其相似！在这个层面的行业轮动下，基本面只是大家深度挖掘的借口，先涨后涨是更加有效的方法。申万第一代基于相对估值的行业比较体系非常有用。

从以上三种行业轮动看，第一种是产业层面的，第二种是宏观层面的，只有第三种是策略层面的。

#### 四.主题投资

主题投资是 A 股投资的一个特色，关于主题投资的详细论述参见之前的文章《主题投资五要素》，在此不再赘述。

#### 五.强势股投资

之前有一个段子，说定一个小目标，今年用 10 万翻滚买入中毅达、中宝、名家汇、廊坊发展等，到现在就是 1 个亿。大家一笑而过，但事实上我身边确实有这样的草根，通过这种方法完成财富积累。

我们从来没有认真地研究过这类股票，没有严肃地探究过这种方法。在机构，谈论这种股票似乎是一件非常堕落的事，学院出身的人去买这种股票类似于少林方丈去做明教教主。

这种方法对于资源、市场和资金的依赖要远远小于前面几种，因此这种方法是值得研究和总结的。

## 大类配置的微观基础

最近，有好几个机构找我聊“如何建立大类资产配置框架”。关于这个问题，我确实认真思考过。我觉得当前市场上的“大类资产配置框架”缺乏微观基础，浮于上层而无实战意义。

### 一、微观基础

大类资产配置似乎是一个纯自上而下的东西，因此大部分人的框架出发点是宏观，投资时钟、耶鲁模式、40%/60%、REBALANCE...这些固然没错，但缺乏微观基础的宏观模型是没有生命力的。最终大家纠结于宏观的微弱波动，而放弃了另外一片广阔的天空。说者毫无信心，听着将信将疑。最终，框架华丽无比而无实战意义。

记得读《失去的胜利》，被曼斯坦因的战略思维所折服。1940 年春季，这个战略天才之所以相信能通过一场战役使高卢人屈服是因为其熟悉集团军的战术。如果不通晓这一战术，他是不可能制定“曼斯坦因计划”。因此，很多时候微观基础直接影响了上层建筑的构建。上世纪 70 年代以后，宏观经济学的一个发展方向就是建构其微观基础，在此之前，建构在《通论》上的宏观经济学略显粗糙，只能应对大起大落的世界，一旦进入腹地，就不够严谨。

如今，大部分大类资产配置的框架也是如此。花大量的时间研究宏观，而一旦落实在具体的股票、债券和商品上，都缺乏起码的认识。这种缺乏微观基础的大类资产配置只有在宏观大起大落的时候才有意义，因为彼时剧烈波动的经济掩盖了细枝末节的区别。但这种大起大落的环境十年能有一遇，平时干什么呢？事实上，在经济背景不怎么波动的时候，大类资产也可能会发生巨大变迁，过去三年就是如此。此时，缺乏微观基础，就只能非要从宏观层面强行解释，令人有牛头不对马嘴的感觉。

所谓微观基础就是这类资产的特殊属性，除了和基本面相关，还和参与人群、制度涉及及历史习惯息息相关。任何资本品价格的构成都是两部分，基本面（X）和映射函数（F）。基本面可能是统一的，但映射关系却各有不同。A 股要考虑散户主导、涨跌停制度、机构和游资的习惯、监管制度等等；债券要考虑银行间市场的各种行为；商品要考虑实体贸易商的行为、不同品种的控盘情况等等。基本面的理解是相对容易的，但映射关系的熟悉却要花多年的精力。我一直说，我们之所以成为某个领域的专家，不在于我们对这个领域的基本面有多熟悉，而在于我们对这个领域的玩法有多理解。我当年做首席策略，经常有海外大牛打越洋电话，他们无非也就是因为我是 A 股的地头蛇而已。

如果不熟悉微观基础，即便有好的思路，也无法制定好的策略。《金融怪杰》中有这么一则故事：有个人预判 2000 年科网泡沫要破灭，他有两种选择，做空股市和做多债市。最终他选择做多债市，因为这个行为更确定，因为确定，所以可以下重手、加杠杆。如果做空股市，即便方向正确，但其中的一个反抽都有可能让其灭亡。前段时间的“特朗普冲击”也是如此，你可以选择做多周期股、可以选择做空人民币、也可以做空债市，但无疑做空债市风险收益比最高。因此，对微观基础越熟悉，就可以掌握越多的武器，其衍生出来的策略才可以足够丰富，才可以真正做到海陆空的立体交易。

### 二、统一性

但事实上，任何一个人都无法精通十八班武艺。有些人终其一生也只能对一种资产、一种策略非常了解。所以，真正的大类资产配置必然是一种组织架构、



一种协作模式。但在这组织架构和协作模式背后必须有一种理念，通过这种理念来链接，否则就只是大家坐下来随便聊聊。如果说各类资产是食材，那么这个理念就是菜系；如果说各类资产是七十二绝技，那么这个理念就是小无相功。

目前来看，贯穿的理念无非三种方法。

其一是套利，以价值为线索，以套利为基础，寻找资产的背离。多螺纹、空焦煤；空债市，多股市...根据细分领域，可以衍生出更多的策略。

其二是趋势，平等看待每个子领域，一旦发现资金向某个领域跑，就像苍蝇见血一样，不断转移资金过去，然后趋势不断加强，直到负反馈的出现。这种理念和套利无疑是背道而驰的，但同样有效。近几年这种策略非常有效，其中一个重要的原因就是资金脱实向虚，产品不断创设。基本面本来只允许涨 50%，但是这 50% 的赚钱效应导致大量产品蜂拥而上，最终还有一倍的空间，让老司目瞪口呆。想想，去年上半年最流行的产品是股市多头的优先劣后配资，去年下半年是保本货币基金，今年上半年是商品的 CTA 策略，而今年之所以蓝筹强于成长和打新产品的盛行也息息相关。但悲哀的是，这种产品创设是没有前瞻性的，短期推波助澜，最终接盘，不断消灭客户的资金。本来大类配置和产品设计的原旨都是前瞻布局，现在变成招揽客户的生意而已。

其三就是看图。任何金融资产的价格波动都可以归为蜡烛图，技术分析自有其一套体系，不管是什么资产，都只是一张图而已。

以上是对大类配置的一些粗略想法，可能临近年底，问得人多了，就随手写几句。上次和屈庆的股债培训颇受欢迎，下次有机会拉上付鹏来一场横跨“股、债、商品、外汇”的饕餮盛宴。付鹏也是多年的好友了，其在商品外汇及宏观对冲领域的理论实战造诣颇深。



## 眼见未必如实

俗话说：眼见为实，耳听为虚。一旦有争议、有困惑，大家总想亲自去看看一看。但不加思考的调研没有好处，眼见也未必如实，效果未必好，甚至负面。

### 一、记忆深刻的三次调研

入行以来，调研无数，记忆最深刻的有三次。

2011 年年初，周期异动，这一点令人费解。央行从 2010 年 11 月开始调控，调控之下，宏观经济仍短暂向上可以理解，毕竟经济拐头需要时间。但股市不是经济的晴雨表吗？宏观调控、通胀上行、流动性收紧，为什么还要炒周期品呢？水泥、工程机械、高铁，涨价相关的钛白粉、氟化工，甚至延伸到产能严重过剩的钢铁和电力。当年科班出身的我百思不得其解，于是发动了申万所有的周期品分析员出去草根调研，光工程机械我们就跑了七个省。结果，微观数据出错，各种订单，需求似乎还能持续。于是回来撰文看多，那年新财富就死在这篇报告，所以记忆尤深。其实，这只是 A 股传统意义上的“春季躁动”，没有什么高大上的理由。2012 年 1 月 6 日，市场一片悲观，上证跌倒 2132 点，我基于“春季躁动”看多，市场开始上涨，但很多人总希望我们提供更加正统的解释，于是乎有了那篇著名的报告《春季躁动四月决断》。

2011 年年中，通胀肆虐，总理 6 月 20 日《卫报》讲话，说中国通胀可控，曾经引发了两周 200 点的反弹，但 7 月公布的六月 CPI 依然超预期，通胀何时是个头？由于中国的 CPI 和猪周期息息相关，所以我们在 7 月下旬组织了一周跨越安徽四川两省的“猪产业链”调研，从最大规模的雏鹰温氏到草间地头的农户。说实话，一周调研下来，我最大的收获就是知道了“原来猪是很脆弱金贵的，不像我们常识中的邋遢，环境稍微不清洁就容易得病”，至于猪肉怎么走，我还是不知道，更何况 CPI。同行者，乐观的依然乐观，悲观的依然悲观，他们都从切身调研中得到了验证。回来后，通胀开始下行，央行货币政策也开始放松，但市场却进入主跌。

2012 年年底一部《泰囧》掀起了传媒的热潮，初到买方的我开启了为期两月的调研，和深圳、杭州的网游创业团队深入交流。最终我断定，无论是影视还是手游，行业确实爆发，但个体的公司很难给高估值，因为有了上顿、不知下顿，平台型的公司确实有大机会。而当时，腾讯、爱奇艺和 360 都不在 A 股，万达还没有上市，所以 A 股其实没有好标的。后面基本面的发展大体和判断不差，但错过了两年十倍的牛股。

这三次调研对我影响巨大，改变我的三观，也促使我更加深入的思考 A 股的若干问题。

### 二、问题在哪里？

客观世界和主观世界

很多人认为看到的東西就是真實客觀的東西。在哲學的認識論上，關於此點就有很多爭論。其實真正的客觀世界並不存在，純粹的主觀世界也不存在，真正的世界是兩者結合的。基本面只存在於人心，例如 2016 年 12 月 25 日上層放棄 6.5% 的經濟底線，如果 26 日市場大跌就是利空，因為經濟跌破底線，如果 26 日市場大漲就是利多，因為堅定轉型決心，可是 26 日低开高走，全天走平，所以也就沒有人談論此事。2013 年，由於白酒景氣的下行，里面出來的資金開始尋找類似的品種，最終之前看不上眼的食品成為香饈餚。相關股票的調研和關注度大

量提升，最终挖掘得多了，似乎确实出现了很多亮点。因为，这个世界本来就不缺少美，而是缺少发现美的眼睛。

我观察那么多调研，大部分人都是带着看法去求证和识别的，甚至调研的问题都是诱导性的，所以大部分调研都是强化之前的观点。而且，人心和行为会改变基本面。过去这么多年，我们发现很多公司一开始谈论的展望都是空中楼阁，可一旦有了钱、吸引了资金这些空中楼阁有可能成真，那么是先有鸡还是先有蛋？这就是索罗斯讲的反射性，不要认为基本面是一成不变的。

## 2. F 和 X

2011 年 5 月，《策略思考》十八篇已经写完，体系建设也小成就。我带着这些东西去和一个前辈交流，绘声绘色讲了宏观、中观、业绩、估值、流动性。前辈耐心听完，慢条斯理地问：你为什么觉得这些和股市相关呢？我一下子懵了，当时有点生气，你丫不就是抬杠吗？后来，我越想越心惊，为什么一定有关系呢？自此，我将研究更多转向市场本身，才有了后来的《宽体策论》系列报告。

我不止一次地说过：决定我们成为资本市场的专家，不在于我们对经济、行业和公司有多理解，而在于我们对资本市场本身的运行规则有多了解。从基本面到股价，从来不是一帆风顺的，而是存在惊险的一跳。有映射关系 F 的存在，有时候正面（例如 2007 年房价和房地产股的关系），有时候负面（例如 2010 年房价和房地产股的关系）。有时候股价向基本面回归要花很久的时间，例如 2012 年就有人质疑蓝标并购的商誉溢价和乐视的资金链，但是这些研究深刻的人恐怕错过了两年十倍的行情。上述三次调研也是如此：2011 年年初的周期上涨只是春季躁动；2011 年下半年通胀已经下降，但当时市场的核心变量已经不是通胀，即便通胀下降、货币放松，市场依然下跌。2013 年的传媒行情在创业板大牛市的背景下，只是社会潮流在 A 股的体现。这些东西都不是简单的 X，而是涉及 F 和市场。如果不能从这个角度去理解，深度调研的正确结论会背道而驰、南辕北辙。

最后必须强调一点，我说“股市未必如实”，不是说调研没用。最近有些朋友的留言，我感觉对我之前的观点有点误解，我说从一个初级研究员到高级研究员需要从 X 到 F，不是说基本面分析没用。那是基础，没有基础，无法进阶。

## 耐心是投资最重要的品质

在我接触过的大部分投资者中大多都主动、积极、勤奋、聪明，但真正优秀卓越的并不多。我也曾非常困惑，为什么这么多聪明勤奋的青年才俊并非都成就斐然。直到一个朋友一语惊醒梦中人：因为大多数人都缺乏耐心！

对于投资，耐心可能远比勤奋、聪明重要。而诸多品质中，耐心似乎和勤奋主动背道而驰。越主动积极的人越不愿意耐心等待，越聪明灵动的人越相信自己能改变一切。

而最终机会似乎更青睐耐心钝拙的人，正如巴菲特所说：近乎懒惰的沉稳一直是我们的投资风格的基石。

### 一、为什么耐心最重要？

正如上篇《先求不败而后求胜》所言：盈利是市场给的，而我们唯一能够控制的就是亏损。想要减少亏损和回撤，一个重要的方法就是耐心等待属于自己投资系统的机会。由于这个投资系统是自己平时反复冷静思考雕琢的结果，因此大概率能够产生正收益，如果能重复应用，到一定程度能尽量扩大盈利而减少亏损。

选择了一个投资系统，自然要放弃很多机会，有时候是眼睁睁的机会。但很多机会是可做可不做的，盈利和亏损根本无法控制、没有把握，做这种投资更多是损耗，无法根本意义上提升净值。而有些机会是非做不可的，这种机会不是经常有的，只有耐心等待。等一切条件符合，开枪只是顺理成章的事。为投资而投资是亏损一个重要的原因。

索罗斯在 1987 年英国加入“蛇形浮动体系”后就意识到其问题，但直到 1992 年才进行狙击；巴菲特很早就看上可口可乐，但直到 1988 年郭思达停止扩张、重塑可口可乐的品牌价值才开始购买。

做过投资的人都知道，万事俱备的投资机会大多赚钱，而别别扭扭希望能博一把的机会大多亏钱。

### 二、什么妨碍了耐心？

耐心对投资的作用显而易见。但总有一些原因使人失去耐性：

其一：比较。你不赚钱，总有人赚钱。在一个比较的体系里，很难坚持自己的投资系统。因为任何系统都有适用性，很可能在很长一段时间内你的系统都不赚钱。这可能是很多公募经理的苦恼。

其二：成本。私募基金的苦恼在于成本，租金、人员成本和离开机构的机会成本，还有客户离开的压力，这些都逼迫私募经理必须尽快赚钱。

如果说上述两者压力还情有可原，那第三种原因就有点无聊，那就是存在感。每天都发生那么多事，身处金融行业，紧贴时代脉搏。针对这些变化，如果不买卖点什么，总觉得自己在无所事事。

其四：没有标准，不知道该等待什么。缺乏投资框架就是如此，没有标准又怎么知道该等待什么样的机会呢？



## 最难得聪明人下苦功

我不懂围棋，但最近读了吴清源、曹薰铉和李昌镐的自传，深有感触，对投资的启发很大。在所有的围棋选手中，我最感兴趣和最佩服的就是李昌镐，这个看似有点木讷迟钝的人统治了韩国棋坛乃至世界棋坛十几年。而他所倡导的理念，我亦深以为然，《不得贪胜》时读时新。

### 一、李昌镐其人

李昌镐九岁拜入曹薰铉门下，学艺八载，但与曹薰铉“灵动犀利”的风格完全不同，按照曹薰铉的说法“怎么教都教不会”。但正是这种“朴实滞钝”的棋风打败了包括曹薰铉在内的诸多高手，无敌天下。

曹薰铉自传《无心》中有两者故事启发很大。有一次，曹和李复盘，李明明有一步好棋可以走，但思考再三，选择了另一步绝对安全的棋。曹问为什么不走那一招妙手。李答“那边虽然很强，但也有可能遭遇逆转的危险。这条路虽然慢，但百分之百会赢”。这就是李昌镐的态度，从来不求妙手，只追求51%的胜率，走必然成功之路。反观投资，很多人总把很多牛股挂在嘴边炫耀，但组合却表现一般，另外一些人从来就没有买过牛股，但收益率却稳步上升。

另外一个故事就是1988年李和曹第一次正式对弈，以半目胜。很多人认为这只是侥幸，只有曹真正明白“这个十四岁的少年早就计算好以这半目胜”。这样的对手多么可怕，果不其然，此后的诸多对弈中，李有20次是以半目胜的。常昊在《不得贪胜》的序言也说到“李昌镐常常在前半局落后的情况下，后半局反超最终以半目胜”。如果偶尔如此，只是运气，经常如此，可见李的大局观和耐力。但也正是这种极耗精力的打法，李昌镐在很年轻的时候就过了巅峰期，逐步退隐。

吴清源说“曹薰铉是真正的天才，而李昌镐的成功靠努力”。此话不无道理，但八岁即入天才曹薰铉门下的李也绝非普通钝拙之辈，只是身怀天赋之才，还能下苦功，才是真正的难得。李在曹家把几千本棋谱足足研究了三遍！通向罗马的道路很多，大凡聪明之辈都会一开始就寻找捷径，而李并不在乎快慢，他在乎的是能否“百分之百”到罗马。

天赋之才当以勤奋补之，最难得就是聪明人还能下苦功！

### 二、围棋十诀

围棋十诀的作者不详，但当中包含的智慧极深。不得贪胜、入界宜缓、攻彼顾我、弃子争先、舍小取大、逢危需弃、慎勿轻速、动须相应、彼强自保、势孤取和。

观此十诀，至少有五诀强调保全自己而非战胜对手，这似乎是一种很怂的哲学。但正是这种“守弱”的哲学却是终极强势，暗合老子的《道德经》，前半句守弱，后半句达到终极强势的目的。例如无为而无所不为、积跬步而至千里、积小流而至江海……投资何尝不是如此，保本和复利是最关键的。只是大多数人都喊着复利而追求暴利，或者是想先小钱暴利一把然后再大钱追求复利。

入界宜缓、慎勿轻速、动须相应，积小胜为大胜，不毕其功于一役。光耀史册的永远都是大胜，被人津津乐道的也都是牛股。但这绝非常态，关键是千万个平平常常的日子如何度过，须知“发财容易谋生很难”。

不得贪胜是总诀，直接表达了人对于胜利的态度。能够警惕风险，懂得保本已经是个巨大的进步；但更难的是面对胜利和盈利的态度。谁不想将剩勇追穷寇，谁不想让利润奔跑。但很多时候，真正的风险不是来自于一开始亏损，而来

自于一开始盈利。曾有多少次，一开始盈利、狂喜、加仓、回撤、打平、坚持、亏损、坚持、继续亏、止损、不服、乱做、继续亏.....所以，止盈比止损难 100 倍，止损只是规则，而止盈是修为。



## 疑似穿越的巴菲特

詹姆斯·奥肖内西的《投资策略实战分析》堪称经典，惶惶 700 页用 1926—2009 年近 80 年的数据将各种策略进行了实证检验，包括价值因子、成长因子、价格趋势、龙头股、行业属性等等，行文虽显乏味，但客观公正，不带任何主观色彩。阅毕此书，才真正明白为什么巴菲特是投资第一人。

### 一、永远的牛市

美股 80 多年的历史只有四次半熊市。

第一次是 1929—1933 年，大萧条摧毁了很多人的投资信仰，从根本上动摇了长期持股的信心。罗伊·纽博格虽然通过卖空美国无线保住了资产，但在其后几十年的投资生涯中依然战战兢兢。格林厄姆在这个股灾中破产，虽因此启发了价值投资的流派，但其自身对投资已经失去信仰和兴趣，甚至劝导巴菲特不要以投资为生。巴菲特很幸运，晚生了几十年，没有经历这次股灾。

第二次是 1973—1982 年。这几乎是美国最漫长并且最值得研究的熊市了，彼时经济上正面临转型，资本市场也经历从散户时代向机构时代的过渡。1973 年“漂亮 50”开始崩盘，无论是经济还是股市都开始了长达数年的调整。在这次熊市中，非但之前高歌猛进的趋势基金折戟沉沙，很多优秀的投资者也受伤很重。根据珍妮特·洛尔的《芒格传》，芒格和惠勒的基金在 1973 年下跌 31.9%、1974 年又下跌 31.5%，巨大的回撤使芒格在 1976 年初元气稍微有所恢复后就结束了自己的公司。但巴菲特不受这个影响，1969 年巴菲特就结束了之前的巴菲特合伙公司，投资的商业模式发生了巨大的变化。巴菲特 1973 年也入市了，1973—1974 年也承受了巨大的损失。但是其商业模式已经使其能源源不断获得大量廉价资金，没有赎回压力。越跌越买，到了 1974 年底，巴菲特形容自己像是一个进入妓院的色情狂，到处可以买到廉价的资产，在后面股市反弹中大胜，从而平稳渡过这轮熊市。

第三次是 2000—2002 年。其实，相对于这轮熊市，巴菲特更煎熬的是前面的那轮牛市，熊市虽下跌，但下跌的主力是前轮牛市的科技股。巴菲特反而因为前面的坚守而备受赞扬。

第四次是 2007.9—2009.2，这次的股灾堪比 1929-1933 年，但巴菲特已经是股神，只要不死，业绩不重要了，类似乔丹第二次复出打比赛。

还有半次是 1987 年 10 月的股灾，时间太短，恢复起来也快。回顾美股 80 年，真是一个被上帝亲吻过的市场，在这样一个市场滚雪球，比其他市场幸运得多。

### 二、最好的赛道

众所周知，巴菲特青睐必需消费品而厌弃科技股。很多人觉得科技改变世界，科技类股票牛股辈出。但按照美股 1969—2009 年的数据，在 GICS 十大类产业中，IT 类股票性价比最差，其复合收益率仅为 7.29%，而波动率为 31.14%，夏普比率仅为 0.29。在十大行业中，IT 类股票收益最低、风险最高，根本不符合经典资产定价模型中风险-收益匹配的原则。而必需消费品收益最高（13.57%）、风险第二（15.76%，仅次于公用事业 13.69%），夏普比率 0.54 最高。

或许巴菲特错过了微软、错过了亚马逊，但他一开始就选择一个最好的赛道，优中选优，使其长期的夏普比率达到惊人的 0.76。关于行业偏好，彼得·林奇和巴菲特类似，但林奇只有 13 年的业绩。

### 三、价值因子完胜

《投资策略实战分析》比较了美股 40 多年的各种策略，最终价值投资的效果最好。从 1963 到 2009 年，任意滚动五年，低 PE 策略战胜所有股票策略的可能性为 92%、EBITDA/EV 为 96%、P/CF 是 91%、P/S 是 75%、P/B 是 66%。如果综合上述所有的价值型因子，滚动五年跑赢的概率是 98%。唯一的例外是 1995—2000 年。那五年是如此异常，以至于让很多人放弃了熟悉的策略。巴菲特备受质疑，但坚守自己的内心；强悍的老虎罗伯逊做空，最终惨淡出局；德鲁肯米勒在最后关口放弃，巨亏，最终离开了立下汗马功劳的索罗斯基金。众生百态，打造优秀的投资体系很难，坚持更难，特别是在其不顺的时候。

价值投资当然不是单纯的低 PE，但便宜是其核心。在这一点上，约翰·涅夫是更加原教义的价值投资者。格林厄姆的思想更加接近于静态的会计清算，这一点被芒格所耻笑。从运通开始，巴菲特就已经开始修正这一投资方法，到蓝筹印花、喜诗糖果、华盛顿邮报和可口可乐，更是远离了格林厄姆一开始的策略。巴菲特愿意给公司更高的溢价，但只愿意针对品牌和垄断力，而非技术或者周期因子。

从实证的数据看，成长因子和高 ROE 并不是一个非常好的策略。原因在于高成长和高 ROE 可能已经对应了高股价、高 PE，这一点和价值因子相背离。要在这个基础上继续上涨，就要看未来兑现和超预期。而过高的指望往往带来失望。

价值因子确保你不会被外表光鲜背后却深藏故事的股票所迷惑。它们可能不会让你在短期内尝到甜头，但长期中绝不会让你因股票买贵了而深陷苦恼。

书中还有诸多细节和巴菲特的投资习惯相符。巴菲特的策略、商业模式和美国过去几十年的股市非常契合，这几乎不是一个人能事先主动选择的。难怪大经济学家萨缪尔森一方面论证巴菲特只不过是抛硬币而遗留下来的幸运儿，另一方面大买伯克希尔哈撒韦的股票。

## 不可能三角---关于《原则》的读书笔记

《原则》无疑是了解桥水和 DALIO 最好的著作。全书共分三部分：个人经历、生活原则和工作原则。读个人经历如读卢梭的《忏悔录》，真实、坦诚、有血有肉。DALIO 并非天才，也不是一帆风顺，至今仍在不断犯错误。但其针对错误和失败的开放态度、系统思维、创造力、坚持正确的道路最终成就了其个人和桥水。生活原则和工作原则的核心就是要保持客观、现实、开放的态度，通过各种方法创意择优。其适用性并不局限在投资领域，难怪此书一出就受到各行各业人士争相阅读，颇有洛阳纸贵之势。

作为投资人，我最感兴趣的还是“为什么桥水管理这么大规模的资金，还能取得这么好的收益？”众所周知，规模（流动性）、盈利和回撤是资产管理的三不可能三角。规模大了，如果在个别资产上投入的权重不够，则其盈亏对大资产的影响均不大；而一旦大了，进出都会对价格产生影响，并且一旦看错，止损的难度增大，回撤也会巨大；而为了控制回撤和增加流动性去配置一些类债券的资产，又会牺牲盈利的进攻性。因此，规模、盈利和回撤成为资产管理最难权衡的三角。碰到牛市，自然不是问题，市场火爆、交易量大、资产价格不断上升并且少有回撤，三角得以解决。而一旦进入结构性市场，如龙游浅水无法动弹。2017 年的结构性市场以一种比较奇怪的方式解决了三角困境，因为市场的主角是大市值白马，即有流动性、能承载资金，又出现了较罕见的进攻性，同时无回撤。但这种结构性市场可能十年一遇，并不常见。

面对这个不可能三角，巴菲特和 DALIO 的方法迥然不同，甚至背道而驰。巴菲特将资金集中在少数几个可以“永不卖出”的企业上，单 2009 年北伯灵顿铁路公司就投资了 340 亿美金。但巴菲特有着独特的商业模式，而且不能算真正意义上的二级市场投资，不在本文的讨论范围之内。而其他走“集中化”道路的二级市场投资者如比尔·米勒、长期资本管理公司，不管之前的业绩有多辉煌，最终都难免一笔清算。DALIO 的方法是“分散化”，找到足够多具备进攻性并且相互不相关的子资产，按照《金融怪杰》系列第四部《对冲基金奇才》中描述，桥水投资的子市场达到了 150 个之多。按照传统的资产配置理论，通过高收益率资产如股票和低收益率资产如债券的组合，可以达到所谓的“可行性解”。但这种组合难免会牺牲盈利性，DALIO 认为每个被选择的子资产都需要具备足够的进攻性，但他们之间可以没有多少相关性，因此他们的组合就可以兼具进攻性和非系统性。这一点，史蒂文森在《机构投资者创新之路》也如此论述。而且由于可涉及的子资产够多，每个子资产上的头寸都算大，所以任何一个子资产的溃败都不足以引起全局的风险。在所有的二级市场投资者中，最像 DALIO 的还是彼得·林奇。其著作已经详述了麦哲伦基金从小到大投资方法的转变，从一开始投资大盘股、集中持仓到后面投资小盘股、分散持仓。彼得·林奇最多持仓 1000 多只股票，其勤奋程度、对时间的管理可谓极致。尽管富达基金为其配置了六个助理，但依然不堪重负，年纪轻轻就退出江湖。

所以要想同时配置那么多资产，又不想敷衍了事，并不是靠一个人就可以完成的，必然是靠团队、靠体系、靠机制。而一旦人多了，就需要管理，就不是单纯的管钱，而是管人、管公司。这是三种完全不同的工作，所需要的素质不尽相同、甚至有所矛盾。大凡喜欢管钱的人不太喜欢管人，他们独立、偏执、甚至不合群，所以一个优秀的基金经理很难成为一个优秀的主管。而管公司又上了一个

层面，要对公司愿景、文化等虚的东西有坚定的看法，要为公司不同发展阶段设置不同的目标，找到合适的人。

很难得，DALIO 是三者兼备的人才，只有这样的人才能成立这样的公司，带领这样的团队，解决资管的“不可能三角”。所以桥水有 1500 个员工、需要写一本像《原则》这样的书并非偶然，是其投资体系和方法的必然延伸。我在以前的文章中曾经提到：任何一种成功的投资策略最终都需要一个成功的商业模式辅佐。

《原则》一书还有很多其他启发，后续有时间会陆续再写出来，另外非常期待 DALIO 关于经济和投资方面的另外一本《原则》。



## 君子不立危墙之下---关于《安全边际》的读书笔记

赛思·卡拉曼的《安全边际》是本好书，让我对“价值投资”有了全新的理解。很多价值投资类的书籍更像心灵鸡汤，言辞凿凿而无实战价值，但这本书绝对是一线实战人员的经验之谈。此书成于 1991 年，目前已绝版，借助万能的淘宝淘得一本。书虽然写于 20 多年前，但书中对卖方、买方、绝对收益、相对收益、私募基金、公募基金等常规生态的描述似乎就是当前的 A 股。还是那句话：A 股只是舶来品，并且时日不久，我们今天苦思冥想的问题人家早已写在书中。因此绝对开卷有益。言归正传，谈谈本书对我的启发。

A 股喜欢博弈，非但喜欢博弈，而且喜欢二次博弈、博弈之博弈。关于博弈，《武林外史》中有个故事就可以尽述其详。沈浪等一行人中了毒，要逃亡，其劲敌王怜花在山里或者山外等着他们，沈浪等人要选择如山还是出山。当时蠢人代表熊猫儿主张出山，但沈浪认为正常人都要出山，所以偏要入山。当他们出发时，沈浪却要出山，熊猫儿大感不解。沈浪说“王怜花不是一般的聪明人，必定想了两层，所以我也要多想一层”。熊猫儿颇为感慨“真不知道第一层和第三层有什么区别？”博弈就是如此，所谓利空出尽的利好也出尽了……

其实上述故事的关键不是出山还是入山，而是身中巨毒、处境不利。如果没有中毒、神清气爽还会怕王怜花吗？投资也是一样，站在墙角做决策怎么都是错，最好的办法就是君子不立危墙之下，而这就是“安全边际”。

安全边际应该是价值投资的核心。简单而言就是：好的公司+好的价格，两者缺一不可。很多人都记住了前半句，而忽视了后半句。经常有人说“这家公司除了贵点没有瑕疵”，其实“贵”是很大的瑕疵。“贵”必然要求更高的增长，一旦稍低于预期就带来戴维斯双杀。例如 2013 年 10 月，一众白马的三季报并不算差，但就是由于估值太高、预期不及而系统大杀。价值投资者本质上是保守主义者，即便他们拥有广博的知识、敏锐的判断，但并不过度依赖未来的预判。他们必须基于过去、基于现在和常识、基于当前的价格就已经是一项很好的投资，而不能指望未来会更好。这样如果未来很好会受益，一旦不及预期，由于安全边际的存在也不至于血本无归。安全边际就像在高速公路上行车，如果前后无车，就可以更放松、技术差点无所谓，倘若前后拥堵、摩肩接踵，那就必须要有很好的技术。

安全边际就是用 5 毛钱买价值 1 元钱的东西。这里有两层意思：1 元钱和 5 毛钱。前者涉及内涵价值，后者需要耐心等待。投资估价是每个金融子市场最难的事情，同样的基本面在不同的市场估价是不一样的，这才是我们这一行的专业之处。关于内涵价值的判断，一千个人有一千种答案。巴菲特都承认，即便是他和芒格的判断都是不一样的。所以这不是几个模型和几条公式就讲清楚的，本书关于这个问题的解读有很多启发。另外，真的会有那么多机会买便宜货吗？我观察下来，A 股经常会出现一类资产疯狂、而另一类资产被极度打压的情况。例如 2014 年，大盘和蓝筹不断下行，市场追逐成长，那个时候谈报表和价值就输在起跑线，各大机构纷纷裁撤周期品研究员。现如今，成长和小票就等同于投机，似乎几年前那些代表中国未来转型希望的行业毫无价值可言。而这种风格的极端偏离也给中期的配置资金创造了很好的买点。所以，在 A 股，安全边际是绝对存在的，并且需要等待的时间可能不会太长。在美国，一种泡沫的产生到破灭可能需要十年，例如 60 年代的沸腾岁月、80 年代的垃圾债风波、90 年代的科网络泡沫、00 年代的次贷狂潮。而 A 股基本也就两年到两年半，A 股最大级别的行情例如 96/97 年的“小三件牛市”、99/01 年的网络股、05/07 年的蓝筹牛市、13/15 年



的移动互联网牛市基本就两年半，而次一个级别的板块行情如 08/09 年的通信、09/10 的医药、11/12 的白酒，也就两年行情。所以 A 股趋势延续的时间比美国短，趋势末段要重视逆转效应。

年近不惑，越来越亲近巴菲特和芒格的思路，这并非去年的“价值白马”大潮所迫，而是从逻辑和情感上越来越认同。年轻时候，更欣赏索罗斯和利弗莫尔的风云际会，就像打篮球更喜欢看“十佳球”。现在才明白，花式扣篮不足于拿冠军，总冠军靠的是扎实的防守甚至苦力篮板。

## 善败能忍---兼对当前市场的一些看法

前段时间闲来无事，看了吴秀波的《司马懿》，且不论史实如何，单就电视而言，还是有很多启发，特别是和诸葛亮对战那段。很多人认为，三月大限将至，如果不出战就是死路一条，而出战还有一线生机。但司马懿经过认真分析，认为临阵对敌毫无胜算，只有固守或许能把诸葛亮耗死。文学作品有很多戏剧性，但司马懿的思维模式确实与众不同。他是经过认真的分析，知己知彼才出此上策。纵观司马懿一生，就四个字概括“善败能忍”。很多人认为，司马懿只是生在三国后半段，名将贤相都已经死得差不多了，才让他捡了个漏。其实不然，根据史实，司马懿十三岁就入了曹操幕府，岁数比诸葛亮都大。最终能三家归晋，关键还是他活得长。

对于投资，活得长比什么都重要。这个行业根本就不缺少璀璨的辉煌，但很多最终都沦为茶余饭后的谈资，因为偶然性因素成功，又因为必然性因素失败。成功的方法各不相同，但失败的原因往往有共通之处。不管取得多少成功，总归会碰到失败。因此，如果不学会“善败”那结局注定，先求不败，而后求胜！

回到当前市场，本来本公众号不打算写市场评论，但最近问得人很多，所以稍微写几句。其实我们谁也不知道市场到底有没有跌完，但有一点相对明确，那就是当前的市场可能有些变化。在前两年的慢牛格局中，白马股即便调整也会迅速回去，任何调整都成为重新上车的机会，这和2005—2015年的成长股牛市类似。而这次，短期不太可能V型回去，既然无法V型回去，那不买股票就不会失去太多。面对大跌，很多逃离火场的人会关心何时抄底，里面的人和外面的人同样焦虑，里面的人怕下跌，而外面的人怕错过。

根据我多年卖方策略的经验，在A股市场，其实根本不用推荐买入，因为想要买入就是原始冲动，很难克制。但历史上任何一次情绪的深度破坏后都需要横盘整理很久，例如2015年9月和2016年2-3月，所以我们有足够的时间慢慢思考。更何况，现在并没有足够的证据表明已经见底，开始横盘。而且谁也不知道后面基本面会不会恶化，2018年到底是2008年还只是1987年？

即便进入底部波动，波动率也会非常高，事后回头看就是一个平平的底部，但身处其中还是感觉心惊肉跳，搞不好高买低卖亏损未必少于之前的下跌。当然，我见过有些高手，他们就喜欢这种波动，他们能利用这种波动创造出比慢牛更好的收益。但是问题是你是不是这样的高手？回到文章之初，出战当然可以一举铲平诸葛亮，比消极等待强，但问题是你有没有这样的能力，如果像司马懿这样清楚自己没有这个能力，那就退而求其次，未必不是一个最好的选择，这就是所谓的“善败能忍”！

其实现在最最关键的就是不亏钱，只要这波不亏钱，还怕未来赚不到钱吗？历史上大多股灾都是在股票鸡犬升天之后，唯独这次，只有20%的股票疯狂，80%的股票经过为期两年的漫漫熊途，所以经此一役，机会巨大，又何必急于一时！其实过去两年，熔断是个关键时刻，熔断以后很多股票确实比较便宜了，但没有躲过熔断的人需要很长时间才能把仓位逐步加回来。很多时候，心理优势很重要！

## 心外无物

范·撒普在 1990 年的《通向财务自由之路》中提及：成功交易等于 60% 的交易心理+30% 的头寸管理+10% 的系统发展，而在 2012 年《超级交易员训练法》中纠正：成功交易百分之百由交易心理决定。这或许有点矫枉过正，但也确实表明健康的投资心理在投资过程中的重要性。因为，我们交易的不是工具本身，而是对工具的看法。

波涛在 1998 年的《证券投资理论与证券投资战略适用性分析》将投资流派分为学术派、基本面派、心理派和技术派。学术派就是我们在学校里面接受的教育，有效市场假说、CAPM 模型、期权定价模型等；基本面就是格林厄姆和费雪的理论；技术派囊括波浪、江恩等；而投资心理学并不多见。

波涛在其著作中提及两个人、三本书。两个人分别是勒庞、尼尔，三本书分别是《乌合之众》、《逆向投资的艺术》、《大癫狂》。但就我看，勒庞和尼尔是社会心理学家，他们的著作并不只针对投资，而《大癫狂》所描述的人类疯狂也不仅限于南海泡沫、郁金香热。所以从这个意义上讲，波涛所提及的“心理学派”并没有真正涉及“投资”这一专项领域的著作。由于“投资心理”在投资过程的重要性，本文试图对这一流派加以补充。

### 一、个体非理性和群体非理性

投资的主体是人，投资心理学首先要加强对人的理解。而“人”又分为个体的“人”和群体的“人”。经济学假设人是理性的，而现实生活中，无论是个体的“人”还是群体的“人”，都有诸多不理性。这些非理性，事后看是非常荒谬的，但又几乎是不可克服的。建立健康的投资心理学，就是要在冷静状态下强化对这些非理性因素的理解。

关于个体“人”的行为研究，始见于凯恩斯的“动物精神”，在 70 年代的行为经济学得到了极大的发展，有许多著名的著作和论文，大家可以参见。

而关于群体“人”的非理性行为，《乌合之众》、《大癫狂》确实是这方面的经典之作，每个做投资的人都应该仔细阅读这两本书。关于群体的非理性，研究者的态度非常重要。很多人怀着看笑话的心态阅读《大癫狂》，这样的心态是永远无法在这些案例中汲取养分。需知，在任何一次人类社会的疯狂中，我们都只是被时代大潮裹挟而前的“蚁民”。就像这几年的“价值投资”大潮中，很多人慌不择路的对“创业板”投以鄙夷的目光，生怕晚了就不够理性。何奈，就在几年前，我们也曾是创业板泡沫的推波助澜者。

以上两个方面的研究，还不专属投资领域，是更泛的人类行为，但可为奠基之作。

### 二、专属投资领域的书籍

学术派认为市场是有效的、不可战胜的，任何东西都无意义，所以倾向于被动投资。基本面流派太过于冷冰冰，只专注基本面，剔除了市场波动、人的情绪。而真正现实的投资必然要兼顾市场、情绪和基本面，研究三者的互动。

在这方面，《股票做手回忆录》是绕不过去的，这本书时读时新，影响了一代又一代的投资者，而利弗莫尔从一个只会读纸带的短线交易者成长为一个耐心把握大机会的冷静狙击者，也浸透了很多投资人的成长过程。

克罗是现代意义的利弗莫尔，克罗关于行情和消息的论述令人耳目一新。我们大部分人太过于专注短期的就事论事，而忽视了中期的大趋势。例如周末盛喧尘上的“贸易战”，其实没有“贸易战”，A 股也会调整的。一个短期不停歇上涨 20%

的指数，剧烈调整 8% 在历史上比比皆是，不是“贸易战”也会有其他因素。而且，随着指数再次向上，你会神奇的发现：贸易战也消失了。关于行情和消息在 A 股中的运用，我在《宽体策论》第 13 篇文章《偶发、推断和借口》有详细论述。

而索罗斯比克罗又进了一步，他认为人的行为和情绪会反作用于基本面，改变基本面。而人类历史就是一部骗局和假象，我们要做的就是在无法证伪的时候顺应之，而证伪的时候抽身走人。《金融炼金术》是人类历史最好的五本投资著作之一，保罗·琼斯在《金融炼金术》的序言中写道：索罗斯的理论是给了技术分析派一道曙光，让他们走出了只见树木不见森林的漫漫长夜。有种“世不生仲尼 万古如黑夜”的感觉。

健康的投资心理是无比重要的，可能是从研究走到投资、知行合一的最后一步了！



## 向内求索

有志于投资的人都会上下求索，希望能找到圣杯。但最终发现，这个世界没有绝对优先的策略，吾之蜜糖彼之砒霜。向外求索，不如向内求索。

### 一、策略并无优劣

很多人认为，在世界的某个角落有个武功秘籍，终其一生都在寻找这份秘籍。其实所有的策略都已经写到书里，并无优劣之分，关键是谁运用，如何运用。

就比如“打涨停板”这个策略，其实从逻辑上讲是一个非常差的策略。因为，打板当日，向上盈利为零，而向下风险为 20%，其收益只能寄托于第二天的低开。有人做过统计，当日封板的股票第二天大概率高开，因此这似乎是个不错的策略。可问题是打板之时，你怎么确认一定会封住，如果封住第二天大概率高开，一旦封不住，当日就造成亏损，并且第二天大概率低开止损出局。一次打板失败造成的损失可能要用几次打板成功来弥补。因此，“打涨停板”从逻辑上并不是一个很好的策略。

但从实战层面，剔除炮灰，过去二十年确实“打出”很多超牛草根，该方法也是很多小资金迅速累积收益的良好方法。关键是在这些人手里，一个胜率不高的策略会优化。他们会关注和研究很多细节，最终封板的成功率会提高。

同样，价值投资也只是一种普通的策略，但知易行难。价值投资是比较奢侈的行为，需要“长钱”相伴。

经过多年的进化，成熟的策略有很多，并且大多在阳光之下。这世界并无圣杯可言！

### 二、风险因人而异

书上说：风险和收益对应。霍华德·马克斯更进一步，认为高风险只是意味着获得高收益的可能性，而不等同于高收益本身。可见，承担风险并不意味着获得收益。但不想承当风险，必然难以获得超额收益。因此，风险暴露本身就是投资环节的重要部分。

问题的关键是何时暴露风险，在哪个环节暴露风险？同样的风险对于不同的人是不一样的，这种不同可能来自这个人的专业知识，也可能来自这个人的商业模式。

很多人期待通过对冲来化解风险，其实风险非但没有化解，甚至有可能双倍增。但是因为这个人的专业能力，所以他所承担的风险比别人小。例如通过做多茅台做空五粮液构造了一个组合，这个组合或许回避了市场和行业的风险，但把“茅台优于五粮液”放大了。而这个人之所以构造这种组合，本质上源于其对市场风险没有评估能力，而对茅台五粮液的优劣有专业判断。

因此，风险并不能被化解，消除风险也不是投资的正确之道。正确的方法应是把风险聚集到自己熟悉可控的方面。但一定要注意，熟悉并不代表没有风险。大的错误都是来之失去敬畏之心。

同样，久期的转变也可以转移风险。经常有人说：这个票短期看不清，但看三年，必赚大钱。经过非典，04 年的航空是个黄金买点，但是经不住半年再跌一半。投资应该让自己的行为变得简单，降低对自己能力的要求。但我们大多数的工作约束就是要让自己做神一样的事。

讲了那么多，无非讲一个很简单的道理。这个世界上并没有投资秘籍，策略本身并无优劣之分，因人而异。投资圣杯并不存在，向外求索不如向内求索！提



高自己的能力、修炼自己的心性，在不同阶段找到符合自己性格、能力和约束的策略，这才是王道！

PDFMPT EDITOR

(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”，下载更多投研资料)

## 那些年我们经历的股灾

我之前写过一篇文章《其实 A 股很 Nice》，今天那是那篇的姐妹篇，其实 A 股也很凶险。这些年，我们经历了各式各样的“股灾”，每次都不一样，总有一款适合你。所以，长期能在 A 股生存下来，也着实不容易！

### 一、历年股灾

入行后第一次亲身经历的股灾是 2007 年的“5·30”。那时恰巧首席带领客户进行“日韩之旅”，因此做为小喽喽的我被半夜叫起写点评。经过大半夜的测算，实在觉得印花税上调带来的资金收紧微乎其微。于是第二天上晨会说没啥影响。上午还好，下午就风云变幻，接下来就是连续三天的千股跌停，颇为壮观！

2008 年全年都处于股灾当中，最惨烈的是 2500 点到 1664 点的那一跌，即便能躲过前面的下跌，如果没有躲过这把下跌，其结果也是一样的。因为从 100 元跌到 10 元亏 90%，而从 50 元跌到 10 元亏 80%。

2009 年大部分的时间顺风顺水，但 8 月份接近 1000 点的下跌犹如晴天霹雳。8 月份的下跌在 7 月 15 日央行上调七天回购利率就有征兆，7 月 29 日更是大跌 5%，但很多人更愿意将其视为牛市中的调整，而没有引起充分的重视。

2010 年风格几变，二季度由于房地产调控和中游去库存，周期股大跌，消费股一时风光无限。三季度特别是十月，煤飞色舞，大盘反而有所回调。后面央行加息，资金又回到避险的板块。

2011 年是熊市 C 浪，市场从 4 月中旬“春季躁动”结束后就开始下跌，连跌三波，中间仅有 6 月温总讲话缓解通胀担忧引发的两周反弹和 10—11 月预期政策放松导致的“蜜月行情”。最后一波降准后的跨年度杀跌是最惨烈的，多杀多，无流动性杀跌。

2012 年“春季躁动”后，市场最大的问题就是不相信 2400 点还有多少的下空间。可是从 5 月到 11 月，市场足足跌了 500 点，并且中间还伴随着两次降息和一次降准。从 5 月到 9 月，市场虽然跌至 2000 点附近，但杀跌的主力是周期股，大家在消费（白酒、医药等）和新产业（消费电子、环保等）中抱团，因此很多人的净值还创新高，但最后两个月的补跌非常惨烈，指数没跌多少，但大多数“胜者”的优势荡然无存，最终都差不多。

2013 年全年来上证走熊、创业板走牛。但创业板的牛市依然有两次“突然死亡”：一次是 6 月份的“钱荒”，当然这次是被整体市场带下来的，实在扛不过去了；另外一次就是 10、11 月份，诸多事情包括自贸区主题兑现、华策事宜、新股重发等引发创业板年末的回调。当然事后看，这些回调都是难得的上车机会。

2014 年最大的变数是最后一个半月风格剧烈变动带来的成长股下跌，很多人都在下跌中继，损失不小。但事后看，依然是难得的上车机会。

2015 年包括 2016 年年初的“熔断”，市场共经历了三次“股灾”。虽有诸多迹象，但能安稳渡过这三次浩劫，除了能力，运气也很重要。很多人直接放弃了当中的诸多大机会，例如 2015 年 9 月至 12 月创业板近 70% 的反弹。心有余悸者，在 2016—2017 年的白马行情中也不敢参与、无所斩获。

过去两年，是白马的牛市，机构投资和价值投资者赚的钵满盆满。但确实有超过 80% 的股票不断下跌，先杀散户、后灭游资，今年大股东、质押开始被收拾……

### 二、应对之策

诸上所述，这个市场还是很凶险的，长期活着必须做到以下几点：

其一，要懂点宏观策略。这个市场单靠选股，经常会突然死亡，莫名其妙。且不说个股和行业层面的雷，很多时候市场的倾巢而下会使其完卵不覆。而市场的突然向下往往都有宏观的因素，在其他大类市场得到征兆。例如 2009 年 8 月的暴跌和 7.15 回购市场的变动有关，2015 年 8 月的“股灾 II”和 8.12 的汇改有关，2016 年“熔断”前 B 股就已经异动。这么多年，依靠宏观策略，还是躲过很多浩劫，虽然有时不免齐人忧天，但不至被闷。

其二，珍惜暴跌的机会。A 股总体是个多头市场，做多是原始冲动。因此，暴跌之后、万籁俱寂往往都是很好的买点。只是躲过前面的暴跌是前提，否则一切都是白搭。如果在前面的暴跌中损失较大，即便没有“止损”“清仓”的约束，风险偏好也会迅速下降，在最该贪婪的时候变得恐慌。例如 2015 年 9 月两次股灾之后、2016 年“熔断”之后……

其三，暴跌之后，风格易变。就像人一样，大病一场、性情大变。这里说的风格，大到指数和行业，小到一个行业和指数内部。09 年 8 月之前是周期股，之后是消费成长；“熔断”之前是 TMT，之后是白马；2013 年“钱荒”之前市场看重“教科书式”的成长股，之后更多倾向于“自贸区”、“土地流转”等主题；2018 年 2 月暴跌，之前是上证 50，之后是创业 50。众所周知，强势股补跌是暴跌的最后阶段，但问题是这些暴跌之前最强的“强势股”却未必是暴跌之后起来的主流品种。这就是下跌市场中“抱团取暖”的问题，一开始占尽便宜，与下跌无关，最后迅速补跌。跌完以后，占了仓位，但和后面的上涨关系不大。

## 什么是自上而下？

最近和一些朋友交流，谈及“自上而下”，感觉有诸多误解。很多人认为“自上而下”就是只看宏观和市场，不关心行业及公司。这种观点有失偏颇，本文谈谈我的看法。

### 一、第一驱动力

记得大学时和一个哲学名师交流，问“唯心和唯物的区别”。教授沉思片刻，说“其实唯心和唯物并非那么泾渭分明、势不两立，绝大多数时候事物都是唯心和唯物的结合，唯心和唯物的区别只有在争论哲学的第一原动力时才有意义”。

“自上而下”和“自下而上”也是如此。利弗莫尔从“纸带操作”开始，最后靠大势取胜，但其反复多空的大势载体是铁路及钢铁，这些行业恰恰是当时美国的主导行业；索罗斯在宏观对冲领域独领风骚，但“双鹰基金”70年代起家是靠做空漂亮50；克罗的几本书似乎更接近技术分析，但基本面分析的精髓渗透于字里行间。所以，有没有纯粹的“自下而上”我不知道，但是我确认没有纯粹的“自上而下”。

而一个真正的“自上而下”者，或者说“自上而下”与“自下而上”区别的第一原动力是市场。你会不会因为感觉到有系统性风险而卖掉爱股？你会不会因为市场疯狂、三四线补涨而买入垃圾股？你是否会觉得年初地产和最近的食品行情是去年周期和近期医药行情的延续扩散？年初的保利和最近的顺鑫农业，肯定有其个体公司的原因，但其上涨是否也涨了地产和消费的分？凡此种种，才是一个“自上而下”者的根本出发点。“自上而下”与“自下而上”的根本区别不在于关心宏观还是个股，而是根本的出发点是市场还是基本面。

从工作范式上看，也有所区别。既然市场是第一原动力，“自上而下”者非常重视复盘，在历史的片段中进行不断的分解和重组，希望找到市场的内在驱动力。而“自下而上”者可能几天不看盘，翻山越岭去实地调研。殊途同归，“自下而上”者看到一个优秀的公司苗子，会从其记忆中找到相同的样本，会回忆起当时的管理层和公司战略；“自下而上”者看到市场暴跌，马上会想起历史上各种暴跌，前面和后面的走势如何？

### 二、微观基础

我在《大类资产的微观基础》一文中讲到，大类配置是需要有其微观基础的，对战术的熟悉会直接影响到战略的制定。同样道理，对行业和个股的熟悉也直接影响到策略的判断，相辅相成、缺一不可！

举例而言，市场的微观结构变化对市场格局判断至关重要！看技术的人会告诉你：量比价更重要，因为量是真实交易出来的，不会骗人。但据我这么多年观察下来，比量更可靠的是市场的微观结构。所谓市场的微观结构就是行业之间的关系、行业内龙头股和从属股的变化、市场热点的持续度、市场对突发利好利空反应程度等等。持续观察这些因素，是获知市场阶段的真实基础。例如，2015年4月至6月，市场非常疯狂，量价齐升，但代表此轮牛市精神的几个股票如恒生、东财等已经滞涨，这说明牛市已经结束；再例如2015年12月28日盘中跳水，后面两天反弹，主导行业如VR和智能驾驶也上涨，但里面的龙头已经不涨，靠三四线品种撑着，说明“春季躁动”的第一枪（美国CES带来的VR和智能驾驶）可能有问题了。

上述种种就是市场的微观结构，也是日常复盘的主要内容。但要熟悉这些内容，就不是简单知道几个宏观指标、市场估值等因素，而是要了解行业与行业的



关系，行业中个股的地位。所以，“自上而下”非但不能排斥行业和个股，而且要高度重视他们，否则策略只是无源之水，空洞无物，和算命一样！

但微观基础不是简单的汇总，不是一篇报告，前面策略写一段后面各行业各写一段；也不是一个跨行业的电话会议，除了策略讲的话有点变化外，行业讲得永远是那几句话，推荐的永远是那几个公司。

### 三、不无裨益

我在之前的文章《宏观策略的作用》和《那些年我们经历的股灾》中提及，在 A 股懂点宏观策略和自上而下，还是大有裨益的。很多人认为，从宏观到个股逻辑链条太多，而市场也不可捉摸，所以还不如自下而上。

这不无道理，但纯粹的“自下而上”是很奢侈的，除了选股的能力外，对资金的自由度、回撤幅度等都有很高的宽容度，A 股市场上的大部分投资者做不到。

## 基金经理的三重境界

以前在申万的平台，最大的好处就是可以畅聊市场上各种优秀的投资人。这几年，聊得少了，但自己从研究转投资，也颇多感悟，发现基金经理有三重境界。

第一重境界的基金经理对某种类型或某个行业的股票有深度理解。这种类型的基金经理大多行业研究出身，在自己熟悉的行业中浸润多年，对其中的个股了若指掌。因此，一旦此行业成为市场主流板块，就会如鱼得水。但同样，当这个行业陷入低潮，也会沉寂多年。过去十几年，有几次研究员升基金经理的热潮，往往也是这个行情见顶的标志。例如 2007 年末很多周期品研究员升基金经理，2010 年末很多消费品研究员升基金经理，2015 年末很多 TMT 研究员升基金经理。这个层面的基金经理对自己熟悉的领域有独到见解，但也容易混淆 BETA 和 ALPHA 的区别，随行业而兴、应行情而落。而其纵横江湖的时间取决于所熟悉的行业，周期品 1-2 年、TMT3-4 年、消费品更长。

第二个层面的基金经理摒弃了行业和股票的束缚，开始追求某种投资系统，通过这个投资系统来筛选股票。例如趋势型的选手明白 2015 年的乐视和 2017 年的茅台是一样的。他们着力于打造自己的交易系统，在每个环节都精益求精，然后满市场的去寻找猎物，一旦找到就倾其所有，而平时大部分时间就是蛰伏等待。如果说第一个层次的基金经理更多是靠天吃饭，那么第二个层次的基金经理已经开始主动管理。这个层面的基金经理已经比第一个层面的基金经理大有进步，但依然有很多局限性，其局限性体现在框架的适用性。众所周知，任何一种交易框架都只适合一种类型的股票，只适合某个阶段的市场。因此，耐心等待、错过、不与他人比较是恪守投资框架的根本。我们很多时候亏钱和错误都来自用棍子去解决只有刀可以解决的问题。例如，市场陷入狂热，趋势投资如鱼得水，这个时候价值框架只能退让等待。但基于各种原因，价值选手也选择强上，并且为了证明其合法性非要编造其投资股票的价值，最终得不偿失。因此，对于这种类型的投资者最大的困难就是其交易框架可能长时间不适合一个市场。这个时候，不应该试图去修正框架本身或者无限度扩展框架的外延，而应该尝试去其他市场寻找可能的投资机会。例如，过去若干年，从事商品期货趋势投资的投资者经常会参与有色股的投资，而去年四月后的白马行情闪现了很多期货大佬的身影。

最高境界的基金经理同时掌握几种交易框架，有些框架甚至是相互矛盾的。我以前认为买卖交易的产生是因为一方对、一方错，但现在我认为这只是交易的一部分，另外一部分是不同的交易框架决定的。对于现货商品套利者，当期货价格上行，卖出锁定是再正常不过的行为。对于趋势交易者，浮盈加仓、追涨杀跌，但对于价值投资者，当基本面没有变化的时候，当然是越跌越买。因此，不同交易框架的买卖点是不一样的，一个框架的买点很可能是另外一个框架的卖点，一个框架奉若经典的法则对于另外一个框架可能就是草芥。因此，要同时掌握几种交易框架，是非常困难的，某种程度上是反人性的。如果说第一个层面的基金经理由其从业经历决定，那么第二个层面的基金经理和他的性格及生活背景息息相关。而要达到第三个境界，就要做到无我，这可能也是古代剑客中的最高境界。

一旦达到了这种境界，就会如鱼得水，因为其适合的时间会大大扩展。其实，这个市场的投资机会没有多大的差别，关键是用合适的投资框架去把握合适的投资机会。例如茅台，对于价值型选手，2014 年 100 元以下是千窄难逢的机会，而对于趋势性选手，2017 年 600 元以上可能才会出手。因此，对于一个真正主动

管理的投资者，至少会几种方法。按照范·撒普在《通向财务自由之路》中的说法，至少会三种，才可以在这个市场中常胜不衰。

遗憾的是，在我接触过的那么多基金经理中，能够达到第一个境界的已经非常优秀，达到第二个境界的少之又少，而能够达到第三个境界的，我所接触过的也就一个人！

PDFMPT EDITOR  
(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”，下载更多投研资料)

## 先有鸡还是先有蛋？

克罗在其名著《期货交易策略》中提及：行情来了，事件总会适时出现，并且举了可可豆的例子。早年的我每读到此处，总困惑不已，到底是先有鸡（基本面）还是先有蛋（行情）。但过去这么多年的案例已经无数次证明克罗的洞见：**行情来了，事件总会适时出现。**

2011年下半年，白酒一枝独秀，风险逐步累积但始终没有做空的催化剂，11月塑化剂横空出世，领衔的龙头酒鬼酒五个跌停，白酒开启一波下跌；前段时间，周期滞涨，但估值便宜、货币放松、微观数据良好，似乎找不到看空的理由，6月25日市场盛传“棚户区”，周期大跌；前两周一个基金经理还始终追问我“什么因素会使医药下跌”，我说“时候到了，因素总会出来”，上个周末“疫苗之王”适时出现……

其实，不是这些因素导致了行情的爆发，而是中长期的风险收益比已经失衡，市场只是需要一个催化剂，甚至一个借口。关于此点，可以参见我2012年8月8日《宽体策论》第13篇《偶发、推断和借口---三种类型催化剂及其应对策略》。2011年初，白酒行业层面空前繁荣，已经步入2003年起产业周期的晚期，市场层面更是三线补涨，领衔的是类似酒鬼酒、古井贡等品种，到了八、九月份，明显滞涨，旺季提价已经无法驱动股价进一步上行。2013年驱动整个行业真正下行的是“反腐”和禁止“三公消费”，但在这之前，股票已经跌了一大波。至于“塑化剂”，大多数人都不知道白酒里面还有这个玩意，又怎么会是真正原因？周期的下跌亦是如此！直到五月份，微观数据依然良好，估值便宜、盈利超预期，甚至连商品期货从底部都起来30%，但周期股涨幅很小，6月22日周末迎来“降准”和货币政策的调整，但这一利好仍然无法推动周期股大涨，因此“棚户区”就适时而生。其实，坦率而言，像我这样做了多年宏观策略的人对“棚户区”都没有什么概念，我相信很多地产研究员也是赶忙查资料才了解一二，它又怎么可能是这波周期下跌的真正原因？事后，关于“棚户区”的说法在各部门间“辟谣”和“反辟谣”，但周期股跌过就跌过了。医药也是如此！在今年大熊市的格局下，一枝独秀，其他躺倒的行业都慌得一笔，它依然高高在上，贵的要死。其实，在“疫苗之王”之前长生生物已五个跌停，康泰生物在7月19日盘中已接近跌停，《我不是药神》已经引起了广泛的社会舆论。市场永远是连续的，从来没有无缘无故的下跌，她在不断给出黄牌警告的时候，而你非要等一张红牌。

因此，真正决定股价中线走势的永远是中期基本面所带来的风险收益比，这些突发的“事件”永远只是一个噱头，我相信没有“塑化剂”、“棚户区”白酒和周期也会跌。当然，这个世界真的会有一些事件导致行情一两天的变化，但是只要不改变中期格局，反而是逆势操作的机会，例如每次下跌中继政策松动带来的反弹加仓机会。

习惯将行情归咎于“事件”，即是免责需要，同时也会导致不可知论。无论是“塑化剂”、“棚户区”还是“疫苗之王”，都是事先无法预计的，或者说这些因素每天都有，会不会被提及取决于行情的需要。例如，2016年底中央经济工作会将GDP目标下调到6.5%，很多人问我这个事情的看法。我说如果第二天大跌就是利空，因为经济要下滑；如果大涨就是利多，因为国家放弃数量重视质量；如果不涨不跌，就会被人遗忘。第二天因为行情平淡，所以也没人提及。如果你永远用这种突发事件来解释行情、寻求心理安慰，那不会有任何进步，世界和市场都是不可知的。



所以，我们唯独可以做的就是对中期基本面的分析跟踪，对风险收益的持续评估，只有这样才可以进退有度，在“事件”出现的时候去判断行情的级别和相应的策略。

## 二次映射

在 A 股做周期品研究员确实挺悲催的，因为即便看对价格、跟住数据，也未必能判断对股价，有时候甚至会适得其反。时至今日，很多微观的数据依然良好，挖掘机月月超预期，商品黑色链和化工品期货都已经创新高，但 A 股周期股表现非常面，中间甚至跌了一大波。究其根本，A 股，除了微观数据到基本面的一次映射外，还有基本面到股价的二次映射。很多人天然地认为，这两次映射是统一的，在商品的世界或许如此，但在 A 股，特定的时间内，并不一定，有时候甚至南辕北辙。这就导致很多 A 股的周期品研究员无所适从，因为他同时还必须是一个宏观研究员、策略研究员。难怪去年，一个资深的地产研究员曾抱怨，过去两年三四线城市的加杠杆导致了香港内房股史诗般的行情，但 A 股还要考虑政策、人心、博弈……股价很面，累的要死！

其实这种困惑我在 2010 年就有过，也促使我的思想和方法突破《策略思考》到《宽体策论》。彼时，刚经过 2008 年的金融风暴和 2009 年的“四万亿”，市场上有相当一部分人认为中国经济会二次探底。而 2010 年 4 月的地产调控和后面三个月的短暂去库存似乎证实了这种观点，所以周期股大跌。但经过认真研究和数据比对，我们认为中国经济非但不会二次探底，反而会走向过热。因为，2008 年 10 月份基建先行、2009 年 5 月房地产投资加码，到了 2009 年 10 月代表民间投资的制造业投资也开始启动。银行虽然被限制信贷和表内业务，但非标、理财和表外业务大行其道。干柴烈火、如火如荼，一旦启动，短期停不下来，事物会先按照其固有的模式行进。因此，当时我们认为已经找到了市场巨大的“预期差”，每次数据公布都成为一次较量。每当我为超预期的数据而兴奋，空头总是会冷冷地说一句“下个月数据会变差”。下个月又下个月，这样整整一年多，我虽赢了数据，但输了股价。期间，除了 2010 年三季度股价短期的反复，周期股确实是一路下跌。直到 2011 年，当年经济真正见顶回落，周期股估值大幅萎缩，其一方面为股价下跌所致，另一方面也和业绩超预期有关。和现在何其相似，不是说现在经济有多差，而是大家当心未来经济会很差，只要有这个达摩克利斯之剑在，周期股是很难上涨的，只能赚点业绩超预期的“苦力活”。

所以，微观的数据验证一定要有宏观逻辑的基础。过去两年，在三四线居民加杠杆、海外复苏加速和供给侧的背景下，宏观具备了向上的逻辑，不管这种逻辑从长期看是否健康可持续，但数据上确实带来了两年 GDP 从 6.5% 到 6.9%。在这样一种大背景下，微观的细活才有意义，股价也会配合。但现在，“去杠杆”和“贸易战”的阴影犹在，即便短期有所缓和，中期似乎难以改善。而经济尚未回落，谁也无法预计最终经济下滑的幅度有多大，这种时候怎能安心买入？

我们花了很多时间写了《策略思考》十八篇文章，并且搭建了一个可跟踪验证的数据库。但你始终要明白，那只是一个跟踪系统，而不是一个判断系统。可能我们所见的都已经反应在股价中，而真正前瞻的唯有宏观逻辑。经过那么多先贤巨匠的打造，宏观自成一系，是可以从逻辑进行推导和预判的。但宏观逻辑的问题是它只是假说，可能错误，即便正确，具体的反应时间也无法判断。所以，就需要微观体系来相互验证。任何一个假说是否正确，不在于其内生逻辑有多完美，而在于其推论能否在现实生活中被观察到，而这只有靠微观的数据跟踪。但即便如此，还是不能改变宏观和微观的本末关系，一定是现有宏观假说，才有微观验证的。两者一旦结合，才能发挥作用。

PDFMPP EDITOR

(搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”, 下载更多投研资料)

## 外资的作用

2017 年是比较异常的年份，剔除新股，只有 28% 的股票上涨，但超过千亿市值的股票却有 90% 是上涨的，“以大为美”在 A 股 25 年的历史中极为罕见。小市值在过去 20 多年显著跑赢，例外只有 2002—2004、2014 年末和 2017 年。但 2002—2004 市场下跌，大票只是跌得更少；2014 年年末时间较短；而 2017 年确实大票牛市、小票熊市的极端情况。

针对这一现象有一解释就是 A 股融入全球、外资力量增大。申万期间我时常在海外路演，和外资接触频繁，过去几年也多有越洋电话。我感觉外资在过去十年进步极大，现在投资中国的海外资金大多是华人把持，这些人有留学背景，熟悉中国的文化、有全球视野，再加上现在的信息发达，海外资金对 A 股并不陌生。

但是海外资金大多是配置资金，有利有弊。利处就是能够站在全球的角度中线看待问题，A 股在低迷时容易妄自菲薄，各种问题。但是老外觉得还不错，站在全球角度 6% 的增速比较稀缺，所以更容易熬住底。而弊端就是全球配置、横向比较往往容易用一种机械的标准，这个标准一般都是会计报表。外资喜欢 ROE 高、分红率高、现金流好的价值股，这在成熟市场当然无可非议，但在新兴市场却非如此。一个成熟稳定的市场，周期波动减弱，符合上述特征的企业往往是精雕细琢、能最大程度分享社会福利。但在新兴市场日新月异，颠覆是一种常态，高 ROE 可能只意味着周期的高点，报表完美的公司可能只代表着过去时代的王者，不代表未来。所以，2004 年 QFII 刚来的时候，他们买入宝钢、中集和上海机场等，这些股票是 2004 前十年中国重工业化的结晶，但和未来十年的牛股比较（如万科、茅台、苏宁等），他们毫无 ALPHA 可言，最多享受了牛市的 BETA。现如今，北上资金青睐白酒、家电、银行和保险，这些品种可能也只代表了过去十年中国房地产的趋势，如果未来还有牛市，他们很可能也是配角。所以，从这个角度看，不必迷信外资。

其实，过去两年白马之所以跑赢，原因在内不在外。从十五年的角度看，价值跑赢成长发生了三次，分别是 2005—2007、2009 和 2016—2017，而这三三次分别对应一线城市的房价翻一番。从我在上海读书工作二十年的历史看，上海的房价也就在这个阶段翻了一番，其他年份基本稳中有涨、波动不大。所以，过去 15 年，白马也好，价值也罢，甚至价值型基金经理完胜成长性基金经理，都是和房地产的周期息息相关。第一次是中国城镇化 S 曲线拐点向上、第二次是四万亿，而第三次是棚户区和三线居民加杠杆。而其余年份诸如 2010、2013—2015 就是憧憬改革和成长股的天下，一旦青黄不接就是熊市。所以，除非你相信房地产还有大空间，否则你怎么憧憬这批股票的美好未来？完美的茅台，可能在未来十年市值到两万亿，但其他呢？

过去两年，除了三四线房地产启动外，供给侧改革和新兴产业乱相清理也同样深刻影响着产业格局，他们共同促使了利润的重新分配。过去十二个月，代表中小票的深圳综指、中小板综指、中证 500 和中证 1000 等指数，除了 2018 年 3 月小阳外，全是月阴线，这是极其极致和罕见的。“国进民退”早已不是新忧，而是过去一年切实发生在 A 股上的现象。此次此刻，从概率上，你是愿意赌趋势延续还是赌趋势缓和？

市场总是愿意相信短期的冲击而忽视中远期的影响，入摩入富可以精确测算出资金，但降低税负、缓解中小企业成本和融资难、刺激消费等政策却令人将



信将疑。其实就历史而言，真正影响一两年格局的往往是这种起初怀疑的东西，例如 2008 年底的“四万亿”和 2015 年底的“供给侧”。毫无疑问，外资在 A 股的力量会越来越大，中国也将越来越融入世界，但是外资也只能顺势而为，不能主导一切。

假期之间，不知又有多少“贩卖焦虑”和“家国情怀”的文章刷屏，但我看日本的历史，发现最有活力的阶段例如收入倍增、列岛计划等都是发生在充满焦虑的年代，反而在 80 年代后期认为“日本第一”、“股市和地价摆脱万有引力”的时候就是衰败的开始。这可能正是范仲淹说的“生于忧患而死于安乐”吧。不管怎样，假期还是快乐放松的，祝愿大家在十一长期能充分放空，节后再战！

## 宏大叙事的陷阱

最近频有雄文刷屏，宏大叙事而又言辞凿凿。在我做研究的漫长生涯中，多次阅读过此类文章，甚至还自己操刀写过。对于培养宏观思维、全面思考问题，无疑是有用的，但在投资的过程中，特别对于几个月的短期投资，作用值得商榷。

首先，很多雄文都只是过去事件的总结，并不代表未来。例如流浪一文中的“国进民退”在资本市场早有体现，并不是新近的趋势。过去十二个月，代表中小票的深圳综指、中小板综指、中证 500 和中证 1000 等指数，除了 2018 年 3 月小阳外，全是月阴线，这是极其极致和罕见的。现在，你愿意赌趋势延续还是缓和？事实上，当前发生的事情是 2015 年年底的中央经济工作会议上政策的自然结果，但当时哪有那么多前瞻性的文章？并且，如果当时真有这么前瞻的判断，你也会错过过去两年的白马行情。这一点我在《宽体策论》的若干文章中反复提及：过于前瞻对于操作并无益处，很多时候股价和事实的偏离会很远、持续的时间会很长。例如当年的乐视和蓝标都曾经是牛股，当年牛市的皇冠“互联网金融”现在沦为人人喊打的“小贷公司”。以致于索罗斯说：整个金融史都是由一个个骗局构成，你要做的只是在骗局揭晓之前参与，揭晓之后离开或者反手做空。

其次，逻辑正确，但数据不准确。例如债务周期，从繁荣到泡沫到破灭再到萧条，这诸如一年四季，再正常不过。但是问题是一国的债务水平是很难被衡量的，特别是中国这种宏观数据严重缺失的国家。而国与国的横向比较更是麻烦，像中国这种国有体制或者之前日韩这种类“株式会社”的财阀机制，隐形债务水平显然更高。2011 年地方融资平台初露端倪，大型公募曾给主要卖方发委托课题，最终集合所有卖方研究断言：中国的杠杆率太高，已到瓶颈，没有空间，最晚 2013 年集中爆发。可现在都 2018 年了，债务问题还没有集中爆发，而且 2016—2017 年杠杆率明显又上升了一大截。2006 年我初入行的时候，市场盛行用“人口红利”来解释当时的牛市。我入行的第一份报告就是计算中国的人口红利拐点，可是利用世界银行、中国社科院和其他机构的原始数据，抚育率拐点的年份差别很大，从 2008 年到 2020 年均可，而拐点的最终认定可能视报告的主旨而定。

最后，事情会发生变化。马克思很早就断言资本主义的内在矛盾导致其丧钟不远了，但是这么多年过去了，资本主义内在也发生了很多修正，贫富差距并未扩大、阶级矛盾也有所缓和。但这并不意味着马克思当年论断和逻辑的错误，甚至正是因为它正确导致大家采取了相应措施去修正。所以历史的发展并不是线性的，一开始正确的判断后面也有可能结果上错误。例如中国的产能过剩，从 90 年代结束短缺经济就一直存在，但是这么多年随着需求的阶段性爆发，时不时会出现“煤运油运”全面紧张。

所以，科学分析的正确性不在于其逻辑和数据有多么完美，而在于其衍生的推论能否在现实中不断观察到。如果其推论不断被证实，那理论暂时可以被接受，而一旦推论被证伪，理论也就错了。这恰恰就是伟大的波普尔“证伪哲学”的核心部分，而索罗斯基于此创造出其独具一格的投资模式。

历史长河，流向何方，少有人知晓。即便渊博、深邃、智慧如芒格、巴菲特和霍华德·马克斯都不会轻言“预判”，而现在人人都是宏观专家、人人都是中美问题专家、人人都看清了中国未来三十年的国运，这可能吗？