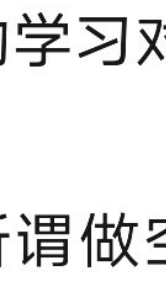


# 23 逆向思维：逆行者必备清单



王烁

01-10 16:19



23 逆向思维：逆行者必备清...

12:57 11.87 MB



王烁亲述

你好，我是王烁。

这一课讲逆向思考。学习逆向思考，最好的学习对象是那些做空的人。

所谓做空（short），跟做多(long)正好相反。做多 是低买高卖，赚上涨的差价。做空是高卖低买。做空者是先借股票卖出，等股价下跌了再买回还掉，赚下跌的差价。

做空不是我们在上一讲“锯箭法”里提到的配对交易。配对交易的本质是对冲风险。过滤掉不想要的风险，只拥抱自己看得准的风险。比如说做多通用同时做空福特，就是配对交易，过滤掉宏观风险、行业风险，只留下这两家企业哪家管理得更好的风险。

## 做空是条荆棘路

真正的做空者，不是做多做空两条腿走路，而是只有做空一条腿，就要用这条腿来挣钱的人。他们必然是真正的逆向投资者（contrarian investor）。别人热情洋溢买上去，他们一瓢冷水泼下来。

做空要付出的代价是风险没有上限。做多的最大收益不封顶，最大损失是本金。做空则反过来，股价最低也就是到0，最大收益是卖掉时的价格，最大损失则不封顶，赌错方向很惨。倾家荡产的人当中，做空失败被轧空的人比较多。

所以，偶尔做空的人多，专门做空的人少，而专门做空又长期不衰的人则少之又少，其中最负盛名的是查诺斯（Jim Chanos），他创建的 Kynikos Associates 基金公司一直专注做空。

Kynikos 是希腊语单词，对应的英语单词是 Cynic，词源出自古希腊犬儒学派，他们愤世嫉俗，怀疑世俗价值。你可以想象能用 Cynic 给自己基金起名的是个什么人。别人寻找价值，他专门寻找负价值。

愤世嫉俗的人很多，绝大多数止于此，用愤世嫉俗来持续挣钱的人，就是查诺斯了。他在世纪之交做空安然（Enron）一战成名，安然这家当时美国最耀眼的上市公司轰然倒地。以后十来年时间，市场从牛市到熊市，再到回到牛市，查诺斯始终屹立不倒，英国《金融时报》（FT）称他是当今世上最成功的做空者。

查诺斯出身学院派，近年重回母校耶鲁大学开课讲怎么识别金融作弊，这是做空者的必修技能。我曾听过一节。当时的耶鲁大学校长列文（Rick Levin）事前开玩笑问他一句：你教的是怎么发现而不是怎么作弊对吧？

做空是条荆棘路。竞技场对做空者来说是不公平的。股市从长期看是持续向上的，专注做空等于是抱石头上山，不是完全不可能，就是十分劳累，比推石头下山的人累得多。

做空者也从不受欢迎。推石头下山的人，都不喜欢推石头上山的人，一是觉得他们傻，二是觉得他们讨厌，制造麻烦。牛市时市场还能容忍，熊市时简直就是要打要杀。

你看交易所什么时候要是修改规则，那一定不是为了加大做多的难度，而是为了加大做空的难度。再逼急了，直接禁止你做空。这种事就连美国市场在2008年的时候都做过，别的地方更不用说。

做空者绝大多数时候都处于逆境之中，查诺斯长期做空，始终幸存，需要两重智慧：既要坚持逆向思考，还要能活下来。

## 查诺斯如何找准做空对象

逆向思考要先找准对象。

找准对象的依据不能仅看价格是不是过高。不是说“价格高的时候，你觉得会跌”这就是逆向思考。查诺斯绝不仅仅因为觉得一家公司股价过高就做空。股价高有很多原因，不管是因为什么原因看好，看好的人继续看好的时间，完全可能超过你做空能坚持的时间。做空必须是公司基本面出了大问题，经营出了大漏洞。

他筛选目标有个范围：

第一，在好日子里杠杆加得太猛的。周期永恒，有繁荣就有衰退，而周期总是与杠杆伸缩密切相关。在好日子里杠杆加得太猛的，在坏日子里会被杠杆所伤，变成猎物。欠钱太多总是要还的。

第二，被新技术碾压的上一轮赢家。互联网是财富制造机，但查诺斯不是去关注它在哪里制造财富，而是去关注它会消灭哪些财富：哪些商业模式会过时？哪些护城河会被填平？对于熊彼特说的毁灭式创造，查诺斯专注搞懂毁灭那部分。

第三，一招鲜公司。无论什么时候，总是有人拿出一件产品，迅速引爆市场，使所有人人为之激动。人在激动的时候就线性外推：如果产品照这个势头占领全市场，如果能持续推出同样的爆款产品，等等。现实通常与线性假设相反。一招鲜公司很多，流行一变就凉了。想想游戏公司。

第四，增长来自收购的平台型公司。如果增长不是内生而是来自于外部收购，查诺斯会倍加注意。这是块特别丰厚可反复开垦的领地。美国资本市场上每过一二十年重新流行一次收购增长的主题曲。中国股市对它也不陌生，还记得前两年创业板的收购驱动型泡沫吗？

收购主题曲总会伴随着“财技”这个关键词。增长很难，你得一切都做对，收购则只要有钱就行。太容易的事大家都做，出价就会变得太高。出价高又要买来的增长显得物有所值，羊毛总要出在什么地方，最后往往落在财务报表上作手脚。

这就是财技的两面：收购时的融资安排，还有收购以后的财务马杀鸡。什么时候你听到这个词大家都在说，就要特别小心了。查诺斯最喜欢看到有公司提拔会计做 CEO，这就是新目标。

## 如何对待逆境

发现目标采用逆向思维就行，而针对行动采取行动，则首要考虑的是能够活下来。

查诺斯认为不要指望时机恰到好处。首先是这本身就很难，至少不可能稳定地反复精准掐到点；其次是时机真的恰到好处时，那也意味着所有人都看到了机会，借股票的利息必然飙升，做空反而不划算。现实中的做空总是看起来偏早。你不要想着怎么校准时机，而是要想着怎么在行动偏早的情况下还能活下来。

正因如此，做空者是真正的阿尔法交易者，就是凭本事挣交易对手的钱而不是随大流挣市场的钱的人。时间不在做空者一边。借股票要付利息，时间意味着成本，做空花的时间越长成本越高；空间也不在做空者一边。股市长期而言向上，做空者总的说来是逆势而为。既要择时，又要择股，做空必须要经得起更严格的智识检测，且容错率更低。

查诺斯犯过大错。

上一轮互联网热潮中做空美国在线（AOL）太早，他在8美元一股时做空，结果股价又涨了10倍。之所以这次做空失败没有将他一击致命，因为多元化保护了他。他的做空组合中同时会有50个以上目标公司，任何一宗交易占的比例不超过4%。美国在线这宗交易占的比例是1%，虽然亏损累累，拖累基金数年整体表现，但好歹还能活下来。

他在美国在线这家公司上又犯下第二个错误。

时代华纳公司创纪录收购了美国在线，这宗交易当时是一千多亿美元，随后股价继续上涨。事后看这是更好的做空机会：股价更高了，另外也不会有别人来收购它了。但是查诺斯下不去手。一朝被蛇咬，在被咬的地方原地站好加注，对人来说太难了，哪怕是对查诺斯这样超级理性的人也是一样。

所有人要成功都得经历顺境逆境，但做空者要获得成功，必须身处逆境仍旧泰然，因为他们处于逆境的时间更多，而逆境持续的后果更严重。除了任何时刻都不能忘记多元化以外，他还得做到这些：

第一，你必须坚信自己是对的。大多数人大多数时候都在跟你说错了，你得能隔离噪音，保持自信。

第二，自信的前提是你的看法确实是对的，这需要做比别人更深入质量更高的研究，看得更深更透。如果你其实是错的，那么自信直接通向灭亡。

第三，选择绝对理性，与人性的大幅波动保持距离，不去追逐那些因为许多人追逐所以价格上涨的东西。这事其实有人能做

Aa



字号

写留言

0

请朋友读