安全边际

【1】安全边际1：投资有且仅有三块钱可赚！越界就会亏损

:

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天老齐为大家带来了一本关于投资的书，这本书很神奇，据说卖的脱销而绝版，目前在eBay和亚马逊上已经变成了收藏品，一本书要卖到1000到2000美元，这就是投资大师卡拉曼所带来的著作《安全边际》，据说他就是凭借这本书的理论实现了年化20%的增长。

大学毕业就进入基金公司工作，直到1982年他从四个家庭筹集了2700万美元成立了一家投资公司，经常听老齐读书的都知道，1982年的美国股市处于黎明前的黑暗，当时美国股市已经熊了18年，没人相信股市会涨。卡拉曼就是从这时杀入股市，到2009年他得到了年化20%傲人战绩，要知道这可是27年的时间跨度，这也就意味着卡拉曼的本金翻了137倍。自此他得到了一个绰号，叫做小巴菲特

他的投资方式跟巴菲特也比较一致，就是价值投资，用低于价值的钱去买入资产，他是个风险厌恶型的投资者，他说从没想过赚大钱，只是想保护资产。他不做对冲，也不用杠杆，而且经常在手上保有大量现金，甚至现金比例达到50%，之所以这么做，就是他总是在等待，等待稳准狠的出手机会。而这个稳准狠的机会，就是指市场陷入焦虑和恐慌的时候。卡拉曼的名言就是在投资中“拥有接下焦急卖家所有资产的能力是非常有利的。”比如雷曼倒闭之前，市场陷入深深恐慌，大家都不敢再碰债券了，此时卡拉曼疯狂扫货，买入大量金融债，这些债券当时的收益率竟然高达15%，他前后一共投入了18亿美元，最后等危机过后，竟然赚到了12亿美元。有人问，卡拉曼不担心踩雷吗？他已经调查过了，虽然深陷危机，但是汽车贷款的损失率仍然很低，所以就是这种不信邪的态度，让他赚到了大钱。那些前怕狼后怕虎的人，反而错过了躺着赚钱的机会。

在卡拉曼看来，必须首先关注风险，其次才是收益，成功的投资者不能被情绪左右，投资者如何看待市场的波动，直接关系到他们的投资结果，也就是说你很消极，认为波动是风险，那么你就不会赚到钱，如果你很积极，认为波动是机会，这样你才能赚到钱，他在投资实践中，最大的特点就是两个，一个是等待最佳的击球机会，第二就是给自己留足安全边际，给自己留下在估值上犯错的空间。价值投资的要义不在于精确的算出公司的价值，因为你根本无法作到精确预测业绩，价值投资的意义在于，通过分析价值来洞悉市场情绪。从而确定投资者是疯狂了还是恐慌了。

下面我们就正是进入这本书，来学习大师赛斯卡拉曼的投资思想。首先我们来看，多数投资者都会在哪里跌倒。马克吐温说过一个比较逗比的话，他说一个人一生当中，有两种情况不应该去投机，第一是他输不起的时候，第二是他输得起的时候。这人一看就不会好好说话，你就说什么时候都不要投机就好了呗。

所谓投资者，他们买入的是企业的股权，和债权，他们相信长远来看，证券会反应企业基本面，他们期望获得回报的方式有3个，1是企业产生的自由现金流，反应在股价和股息上，2是其他投资者愿意用更高的估值买走股票，3是低估的股票价格向企业价值的正向回归。

我们再来看投机者的视角，他们不断的在预测价格的上涨还是下跌，从而购买证券，他们买入的基础不是基于基本面，而是对别人心里的揣摩，别人未来也会买入，就有机会，别人未来都要卖出，那么就该卖出。他们将证券，看成不断换手的废纸，牛市就买，熊市就卖。但实际上从未有人能连续预测正确市场的价格。

市场参与者是不会佩戴袖标的，所以你很难区分投资者还是投机者，甚至投机者他们也会伪装成投资者，更狠的是他们连自己都骗。而一些专业的投资者，也会在特定的时候，去执行一大堆投机的操作。市场上短期鱼龙混杂，但长期会是一台称重机，不但能称出优秀公司的斤两，还能区别出谁在投资谁又在投机，投资者会获得持续的成功， 而投机者往往损失惨重。

投机客玩的只是博傻的游戏，他们买入估值过高的证券，只不过希望有一个傻子，以更高的价格接盘，如果找不到这个傻子了，那么他们自己就会成为那个傻子。而至于为什么要买这个证券，这个证券能给他到来什么，他们自己也不知道。

之所以不建议大家投机，就是因为人性你根本控制不了，你也不知道后面还有没有傻子，所以别看一开始赚的很好，但不知道什么时候，泡沫就破裂了，然后就会损失惨重。比如1983年美国市场上，热炒温切斯特磁盘驱动器的公司，但一年后这些公司的市值就从54亿美元跌到了15亿美元，只有很少的人提前带着钱离开，更多的人都损失了至少70%。有一个故事说的是美国市场曾经热炒沙丁鱼罐头，价格炒到了很高很高，所有的沙丁鱼罐头，都只用来交易而不被消费了。有一天一个哥们觉得自己赚了很多钱，就想拆开一罐，结果发现，他手上的沙丁鱼罐头早就全都变质了。这就是典型的只知道交易，而不去关注价值的案例。这种事情在股市上天天都在发生。大家手上拿了太多的变质的沙丁鱼罐头，都还乐此不疲，以为发了大财，真正发财的是那些把这些变质罐头卖给你的人。

那么怎么来区别投资品和投机品呢？其实方法特别的简单，在老齐这里读书的人都知道，投资品能够给你带来现金流，而投机品不能，比如炒茅台酒能给你带来现金流吗？炒黄金呢？还有艺术品，邮票，这些统统都不是投资，而只是投机。你买入茅台的股票，即使买的再高，只要他的盈利收益率超过了你的资金机会成本，那他就是投资，因为茅台的股票有很好地现金流入。老齐说过很多次了，炒房算不算投资，曾经算！10年前，房租可以超过5%，覆盖掉贷款的利息，所以炒房算是一种很好的投资，但现在不算，房租回报不到2%，甚至不如你把钱存银行划算，他的收益小于机会成本，如果你是贷款买房，那么现金流更是流出的，所以现在买房绝不是投资，而变成了博傻和投机。

卡拉曼也提到了市场先生，但是他的观点不同，他觉得市场先生经常犯错，我们完全可以利用他的错误赚到很多钱，这根漫步华尔街那里讲的，投资者很难长期战胜市场的观点明显相冲突。卡拉曼认为，市场先生经常失去理智，低于内在价值卖出证券，或者高于价值买入证券，这是千千万万投资者交易出来的结果，而群体经常受到情绪的扰动，所以智力并不高。我们有很大的机会战胜它，但前提是你自己得十分的理智和清楚，你自己需要不受情绪扰动才行。

但大家通常不是这样的，比如你买入一只不断下跌的股票，你率先就开始怀疑自己，是不是市场先生比自己知道的更多？然后就陷入了恐慌，最后错误的卖出了股票。而如果是聪明的投资者，他们低价买入后，发现价格还在下降，应该感到十分高兴，因为这是他以更低廉的价格买入更多筹码的机会。如果你是看重价值和现金流的，10块钱的时候敢买，那么5块钱的时候，也就意味着他给你带来的现金流翻倍了。没有道理不敢买了。举个不恰当的例子，拿国债来说，每年给你4%的回报，这4%就是流向你的现金，而如果国债价格下跌了一半，那么他给你的回报，就变成了每年8%，那你是该高兴呢还是该高兴呢？但通常这时候有人怀疑了，说国家是不是快完蛋了，国家以后还能还本付息吗？他就不想想，国家完蛋了，你留着人民币还有什么用，即使你拿着黄金，也肯定还是饿死街头的结局。

在绝大多数情况下，股票价格上升或者下跌，都是估值变动引起的，而并非是企业自身出了变化。换句话说，只是你想象中的企业变了，而实际上人家没有任何的改变。如果你只根据想象中的变化，就买入卖出股票，那么你就是再被市场先生牵着鼻子走。对于这种投资者，作者的建议是，你最好还是找个别人来管理你的资金，你自己可能完全不是这块料。非得去自己投资，结果可能是灾难性的。但老齐觉得，即使你找到别人来管理你的资金，结果也可能是灾难性的，因为你自己不提高，到时候波动性一大，你就谁也不信了。那么多好基金，都在底部被赎回，其实就说明了这点。买基金并不能解决你投资的问题，或者说除了你自己，没人能对你的钱真正负责。那么明天我们再来讲讲，证券价格波动的两个基本原因，想清楚他为什么波动，你其实就没什么好怕的了，明天见。

【2】安全边际2：你身边的专业人士！其实相当危险

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，安全边际，昨天我们说到了证券价格波动的两个基本原因，一个是企业实体状况变化，一个是供求短期变动，企业实体状况会以很多方式变化，比如跟自身的特定情况有关，也跟宏观经济有关。像可口可乐拓展了新渠道，那么股价就相应上涨，而如果出现了地震，那么中国平安这种保险的股价就会下跌，但是要注意，这种企业自身状况价值的变动，几乎全部在价格上会被兑现，甚至是超预期兑现。比如业绩带来10%的改变，那么他的股价可能会改变50%。

而宏观的变化，最常见的就是利率调整和税率调整，降息降税，肯定对于企业的业绩是好消息。价格的变化，有的时候只来自于感觉，让你们觉得这家公司很赚钱，要比让他真正赚钱还重要。比如乐视最高峰的时候市值1000亿，但其实他根本就是负债累累，就是靠不断的开发布会，让投资者感觉他很赚钱而已。

说完了企业状况的影响，我们再来说说第二个因素，供求！说白了就是资金影响，比如市场上突然出现了大买主，他的价格就会上升，比如2016年初的宝能强奸万科，企业没有任何变化的情况下， 万科股价就被买起来了。还有2018年1-2月份，国家队从交通银行里面撤出，制造了巨大的成交量，大量卖盘涌出，造成了股价的不断下跌。有的时候，甚至不需要大资金行动，只要制造一个气氛就够了，比如在市场上造谣，说养老基金要买哪只股票，就会有无数多的投资者，替他抬轿子。

老齐有的时候也很不解，很多人买一台手机可以研究2-3个月，把市面上的手机性价比全都研究个遍，但花半辈子的钱去买股票的时候，连5分钟都不愿意付出，消费很理性，投资很感性，这确实一种病。而老齐则刚好相反，我是投资很理性，消费很感性。家里人经常骂我，买东西不看价！所以这可能也是一种平衡吧，老齐也希望大家投资能够理性起来，至于消费，不理想也就算了，毕竟消费让你亏不了几个钱，但投资如果不理性会让你损失惨重。

作者说，之所以这么多人，在投资上懒得研究，主要是因为主观上他们就把股市当成了一个不劳而获的赚钱机器，而对市场缺少敬畏之心，如果要告诉他，股市要按照劳动时间取得报酬，那么他们保证也就不会想在这里赚钱了，专业的投资者其实很辛苦，需要阅读和计算大量的内容。所以股市绝不是一个可以轻松赚到钱的地方。

贪婪的情绪会把投资者的焦点，从长期投资目标转移到短期投机，当疯狂上演之后，往往接踵而来的就是悲剧，而很快，贪婪就会让路于恐惧，投资者在恐惧中会变得损失惨重。

作者举例在华尔街80年代早期的时候，政府债券的年化收益率都到达了2位数，那时候很多人都去追这种债券，以至于后来政府债券的收益率大幅下降之后，他们仍然在到处寻找这种两位数收益的固收产品，这些人被称为收益猪，说的就是他们没脑子，最后很多人都被高息理财或者垃圾债给骗了个血本无归。甚至把之前投资高息政府债券赚到的钱，都赔进去了。

后来这些人发现这条路不通又开始去投资股市，但他们不知道，债券收益率其实早就反应在了股票价格之上，也就是说债券收益率持续低迷的时候，股价可能已经涨起来了，此时他们冲进股市，结果又接了一个高位。

为了避免这样的悲剧，大家开始找各种各样的工具，比如我们知道的市盈率，低市盈率是否就能解决这个问题了呢？然而并没有，投资者只买低市盈率的公司，结果往往买到了一个失宠的便宜货。而且最要命的是，后面随着价格下跌，市盈率还可能不跌反升，因为他的业绩下降的速度更快。作者说这叫做，只看后视镜来驾车，结果必然把车开到沟里去。所以结论就是，金融市场太复杂了，他是投资者交易出来的，所以充满了人性的博弈，也提供了太多的诱惑，很容易引导你去做一些错误的事情，去投机而不是去投资，多数投资者的情绪很危险，而且一触即发，当市场价格朝着一个方向波动的时候，这种情绪就会表现的非常强烈。

所以投资者必须要了解投资和投机的区别，也就是说你必学会看到现金流的方向，从而利用市场先生所提供的有利机会。如果看不清资金流的方向，那么你就是在投机。不用辩驳了，因为辩驳也没有用。

那么在投资的路上有没有人能够帮你呢？很可惜没有，比如股票经纪人，券商分析师，他们的收入方式就是靠佣金，所以他们会不断的让你提高交易频率，而银行的理财经理，他们也是靠销售提成，所以也会忽悠你尽量多买高风险高波动的产品。也就是说你跟这些所谓能够帮助你的人，都是有明显利益冲突的。他们并不代表你的立场。另外，一些券商的主要业绩都来自于投行业务，他们帮助公司IPO或者发行债券，卖给无知的投资者，所以从这方面来看，券商跟投资者根本就是对立的。他们希望傻子越多越好。并不希望你们变得聪明起来。

而基金公司也同样如此，一般在牛市里，都会有大量新基金发行， 基金公司也是靠收管理费赚钱的，所以发更多的新基金，他们就有更多的钱可赚，甚至他们非常清楚，在股市高亢的时候，发新基金就等于带着投资者往火坑里跳，但谁care这个事呢？赶紧趁着自己的业绩好，让自己赚到钱就好。所以老齐在这里不得不再强调一下，不要买新基金，特别是不要在牛市里买新基金，如果非要买可以等他们发行完成，建仓完毕，进入封闭期的时候在二级市场上折价买入，那时候一般会打8折！

大家在生活中总爱听专家的观点，这些专家通常不是券商就是基金或者是私募的大佬，他们有一种看涨倾向，就是说他们总是希望股市好起来，能够涨的再多一点，因为那样他们赚到的钱才会更多，所以即使市场已经特别高估了，我们身边也会有很多券商集体看涨，而不大可能给出卖出建议。90年的时候，一个叫做马文洛夫曼的分析师，给现任美国总统特朗普的亚特兰大城市酒店，写了一篇负面研究，结果丢掉了工作。所以这都是教训，大家现在顶多给个中性评级，所以投资者应该自己会看，所谓中性就是卖出，所谓看好，就是中性。

还有一个要防范的风险就是金融创新，作者说金融创新有利于华尔街，有利于大机构，但不利于客户。新的金融工具产生，券商就能多获得一份收益，而对于客户来说，完全是博弈的工具，也就是1成人赚钱9成人亏损，这些工具你持有的越多，你亏损的可能性就越大。

作者的结论是，你身边所有的专业人士，其实都是相当危险的，但你除了在华尔街交易又别无选择，所以必须得保持警惕，应该知道他们的立场，也必须记住教训，华尔街不可能对你提供帮助。或者说你们眼中的所谓专家，是不可能帮助你的。

现如今在美国机构投资者占据了四分之三的交易量，了解他们的行为，有助于你了解真实的价值，首先是资管业务，全称是资金管理业务，他们是根据管理的资金规模来取得一定比例的报酬，而不是根据业绩取得，所以资管业务的管理人，他们就很有动力把资产规模扩大，这样他们就能赚到更多的钱。那么获得新客户还有留住老客户，就是他们首要考虑的问题。

那么什么情况经理人才会失去客户呢？说白了就是你的表现远远差于市场的表现的时候，换句话说宁要平庸，不要激进是资管行业的潜规则。我能够跟市场保持一致，就不会失去客户。而一旦我激进试图战胜市场，那么就有很大可能被市场所击败，最终导致客户大量流失。

这些机构们，有时候也并没有那么长期的战略眼光，他们也会根据短期的情况展开竞赛。因为短期排名靠前，会得到更多的奖金，而短期排名靠后则就会压力山大。那么这种短期竞赛又会带来什么不利的影响呢？咱们明天接着讲

【3】安全边际3：机构们是怎么操作的？

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，卡拉曼的安全边际，昨天说到了为了业绩排名，从而获得更好的绩效，机构们也会短期展开业绩竞赛，这就让他们会有业绩上的取舍，比如该低位买入的时候，很多机构可能会顾忌短期的业绩，而不敢买入，该高位卖出的时候，又还想冲下名次，结果没有调降仓位。短期利益和长期利益不一致的时候，他们很可能会变得更加短视。

机构们更加关注相对业绩，而不关注绝对业绩，也就是说他们只希望跟市场指数和同行业绩进行比较，而不关心为投资者赚多少钱，比如到了年底大家会说，我今年跑赢市场10个点，但也许市场跌了30%，而他的业绩也实际亏损了20%，其实老齐也是这么干的，相比于绝对收益，我也更注重相对收益，我只要每年能比大盘表现好一点，我就挺知足的，因为我知道市场长期是向上涨的，而长期的市场回报率也不会低于年化10%，所以我在这个基础上再跑赢几个点，也就挺满意了。可能跟大师们还有距离，作者肯定更关注绝对收益。关注绝对收益肯定更好，但是难度太大。有的时候市场情绪，确实不可控。相对来说把握相对收益要更简单，而从长期实践的角度来说，他也会更加稳健。你太关注绝对收益了，反而会错过很多机会。

另外，机构也确实比散户难做，他们一只眼睛盯着市场，另一只眼睛还要盯着投资者，就拿2018年10月份的大跌来说，大家是看好未来的行情，也认为市场低估了，但是架不住投资者不信了，如果你要是风险控制不好，回撤大了，那么很多人就会大量的赎回基金，搞得你也没办法，只能被动卖出仓位。所以他到想激进，想关注长期，但也没有办法。巴菲特为什么做的好，因为钱都在他手里，他不是基金，投资者想赎回也没办法。所以他就不着急了。该布局的时候，他可以提前下场，业绩下滑他也不在乎。

第三就是，一般机构的运作都分为两块，一个是投资组合，另一个是研究，投资组合经理的地位稍微高一些，他来做最后的决策，这就形成一个问题，做投资组合决策的经理，并没有对持仓有过深入的研究，这就很容易出错。而一旦出现市场波动，由于不了解基本面，也很容易恐慌。因为下跌而感到害怕。

所以，最后机构的资金管理就陷入了恶性循环，规模越大业绩也就越差，为了保证资金的流动性，他们不太可能投资很小的股票，所以组合最后也就越来越平庸，因为本身供他们选择的投资标的就会越来越少。仓位限制也是制约机构的枷锁，有这个规定，即使他们非常看空了，也没办法把仓位降到更低。

作者也谈了一下指数化投资的见解，这个东西我们之前讲过，也就是买入指数并一直持有，理论上你就能获得市场平均收益，并且超越大部分基金经理，作者承认，指数化投资越来越流行，越来越多的机构投资者也跑输了市场，但他也说，指数化交易并不是价值投资，因为价值投资的基础就是承认市场并不有效，价值投资者相信，股价会脱离实际价值，所以才有低估买入，高估卖出。做的好的投资大师，实际上都是通过价值投资的理论跑赢了指数化交易。

作者提出一个假设，越来越多的人参与指数化交易，那么指数化投资就失灵了，因为没人去研究基本面了，那么错误定价就会越来越多。最后就是市场没有风格，没有行业轮动，大家也很难赚到钱。如今指数投资的负面影响正在增加，最终指数投资会成为华尔街的另一股热潮，就跟当年的互联网泡沫一样，最后泡沫破灭之后，那些以为通过指数就可以赚钱的投资者一样会损失惨重。这点老齐其实有点不同意见，因为股市本身就是人与人的竞争，所以，任何一种方法用的人多了就会失灵，之前之所以指数化投资打败了基金经理，就是因为主动做价值分析的太多。而现在做价值投资的仍然很多，如果真有一天，大家都不做分析，也不做短差，更不做波段了，那么指数投资肯定也就像作者说的失效的。但是，股市可能会发生这样的情况吗？每个进入股市的人，都在试图证明自己比别人聪明，没有人会承认自己比别人傻，这也许就是指数投资依然能持续下去的基础。所以，老齐要驳斥的就是，所有人都去做指数投资，买入并持有，一辈子不动，这个还真心看不到，这严重违反金融行为学。

讲完了哪些是不要做，我们再来看看作者的价值投资哲学，看看哪些事可以做，该怎么做，巴菲特总说不要亏钱，但这并不意味着永远不亏钱，短期亏钱是必要的，不要亏钱的真正含义是，几年之后，投资不要再出现明显的亏损，老齐可以给一个明确的期限，那就是5-10年。也就是短期亏钱是为了长久盈利，千万不要短期盈利，而长久亏钱。

现如今大家都接受了一个观点，股票是用来投资的，没有买入股票或者没有投资，才是长久的风险，从现实中来看，股票确实能给大家带来更高的回报，但这是建立在承担更多风险的基础上的，而这个风险大小则完全体现在了股票的价格之上，比如在牛市后期，大家通常想法一致，认为没有买股票才是风险，所以就都去投资股票了，结果导致了股票价格极高，这样在未来很长一段时间内，你都无法获得很好的回报水平，甚至出现大幅的亏损。

所以都说股票有风险，投资需谨慎，其实应该改成，高价买入估值昂贵的股票才是风险，低价买入估值便宜的股票，这才是投资。

现实中还有一种观点认为，承担高风险才能获得高回报，但作者也不认为这是正确的，他认为规避风险，才是投资中的最重要因素，如果扔硬币，来决定，你是财富翻一倍，还是亏的一无所有，你会玩吗？相信很多人都不会接受，这就是盈亏各占50%的游戏，如果万一亏了，自己生活将陷入窘迫。是承受不起的风险。

长期投资的理论基础就是，即使回报率一般，但只要收益的时间足够长，复利都会带来惊人的效果。年复合6%，如果增长30年，也是5.7倍，这个数字，跟年复合20%，10年后的收益差不太多，而如果年复合20%，那么30年下来就是237倍。所以知道复利的规律，就是要求我们，尽量平稳的投资，尽量控制回撤。让收益像雪球一样慢慢的滚起来。而不是追求一夜暴富，这种暴富来的快去的也快，比如期货的10倍杠杆交易，你如果总是满仓操作，那么无论你之前作对多少把，只要错一次赌错了10%，都会血本无归。所以不建议大家去做这种高杠杆的交易，因为这是一个你迟早会死的游戏。还有就是玩P2P，无论之前你赚了多少个10%，只要一把梭，一旦踩雷，也是血本无归。

作者跟老齐观点一样，认为买的便宜是最大的安全，便宜是整个投资过程中的关键，巴菲特用一个例子说明了其中的道理，他说长期价值投资者就应该像一个棒球的击球手一样，比赛中没有出现好球也没有出现坏球，击球手对很多球都无动于衷，也许只是挥挥球杆，但不会真的去击打，直到他们等到那个，自己完全有把握击中的那个球，才开始真正行动，而这个机会就指的是被低估的投资机会。

价值投资者不会买自己不了解的东西，他们会避开科技类公司，因为根本没法估值，也有价值投资者避开商业银行，因为他们的资产并不确定，还有财产保险公司，资产和负债都比较难搞清楚。但有的机构投资者，虽然标榜价值投资，但对以上这些行业却来者不拒，因为他们有严格的仓位要求，换句话说，他们总是被迫去击打每一个来球，所以失误率就会很高。所以机构投资者并不一定都是价值投资者，他们并不自由。而价值投资的要求要更高，不熟不做，这是一条铁律。

当然，有的时候价值投资者也会连续击球，那是因为在熊市之中，他们发现绝大多数的证券都处于了低估之中，而相反，在牛市中，他们可能也会清仓，不再盲目长期持有。这都是有可能的。但这些操作的前提，都要源自于对于价值的评估，那么在股市中，企业价值到底该怎么评估呢？作者又有哪些独特的见解呢？咱们明天接着讲。

【4】安全边际4：承重3万磅的桥！只让1万磅重的汽车通行

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，安全边际。今天我们来看企业价值到底该如何分析，首先企业价值是动态的，而不是永恒不变的，企业价值跟很多东西都有直接关系，比如信贷周期，高利率会影响企业家借款的欲望，也会增加企业的财务成本，而低利率环境，则大家更愿意扩张。也更容易出业绩。

价值投资讲的是50美分买到1美元的资产，但在不同时期大家的想法不太一样，如果通胀环境下，价值投资的标准会被放宽，70美分去买，也不是不可以。而如果要是通缩环境，即使你真的花50美分买到了1美元的资产，你心里也打鼓，怀疑自己是不是仍然买贵了。就比如2018年10月的情景。A股已经跌到了历史大底，但大家仍然望而却步，不敢出手。

也就是说，即使是价值投资者，在遇到市场环境糟糕的时候，也会选择放过更多的球，挑选最有把握的那个，折扣最大的那个下手。这个折扣就是安全边际，就是预防价值投资者做出错误判断的一个缓冲阀。你觉得他值100，但其实他只值75，这时候你要是花80买，那实际上就亏了。所以格雷厄姆提出，你看他值100，最好把它想象成80，然后用60去买，这就是避免自己看错，从而犯下不可饶恕的错误。老齐一般有个习惯，对于一个股票估值，一般都会给出一个范围，比如我觉得20合理，那么我就上下各给出20%，也就是16-24，都是我的建仓空间。具体多少钱买，我说了不算，而是这只股票的走势说了算，如果他要快速下跌，连续创新低，我就一直等待，等他不跌了再投，有可能我拿到的成本比16都低，如果这只股票连续盘整，那我的成本基本就是他的底部筹码密集区，如果他刚一碰20就涨起来了，那估计我的成本肯定比20要高。所以这种区间建仓法，就是把一半工作交给估值，把另一半工作交给市场。估值估值，本身就是估算，他不可能准确，市场也是由数亿的投资者够成，所以一人一想法，你的估值不可能符合所有人的胃口。我估值20合理，结果干到10块的事也经常会发生。所以这时候，持续式建仓买入法，就起到了很好地作用。

巴菲特这么来描述安全边际，如果你修一座大桥，他的承重是3万磅，但你只会让重1万磅的卡车通过这个桥，而不会让3万磅的卡车上来。

那么作者是怎么考虑安全边际的呢？比如有家公司要破产了，但他已经公告，债券持有人，会获得清偿，得到本金和利息，他账面上也确实有这些资产，而此前这家公司的债券年化利息是11.875%，但就是因为要倒闭，再赶上87年股灾，所以市场上没人愿意要他的债券，这些年化收益两位数的债券全部都打9折出售，而且价格还在下跌，但对于真正的价值投资者来说，这已经是一个绝佳的抢钱机会，他买入这种债券，至少获得了年化11.875%利息，还有10%的折扣，短期内年化收益超过20%，所以管他是不是还下跌呢？当然应该全力扫货。最不济拿到破产，也赚大了，而一旦市场转好，弄不好还有更大的价格涨幅。

在市场表现不佳的时候，这种低估的安全边际才会出现，人们常常忽略他的内在价值，甚至一些股票价格还不及每股营运资金净额，还有些股票的价格，都不到每股净现金。这就是明显低估了，换句话说，在这种时候，你用手上100块钱，买他公司里的100块钱，很多人都不敢了。其实都是100块钱，公司还附赠了那么多资产给你。

价值投资的基础，就是基于有效市场假说是错误的，也就是说市场经常犯错误，这才给价值研究提供了可以利用的空间，相比于指标权重股，不被人关注的中小股票，更容易发生定价错误，道理很简单，因为研究的人少，没人关注，所以他们很可能会产生黑马，而一旦他们成为黑马，成为了明星，那么就会引来机构，从而纠正这种定价错误。而大家都关注的明星股，比如茅台，格力，这种公司定价错误的概率比较低，因为研究的人太多了，除非超级大牛市或者股灾，基本上不会发生错误。换句话说，如果你要想投资这些价值股，必须等到极端情况出现。才能够出手击球。所以老齐总是讲，人生难得几只熊，熊市里才是你建仓和做资产配置的机会。千万不要到牛市里去做配置，那样你头几年会亏的很惨。甚至最后动摇你投资的决心。

至于为什么会造成股市经常出现无效的情况，作者也给出了解释，因为短期证券价格的走势由供需决定，长期才由价值决定，而供需和价值可以变得毫无联系。市场上的大量交易者，他们愿意买卖的价格，可能跟一名价值投资者愿意出的价格，完全不一样。老齐翻译下，比如到了牛市，大家就一路看涨，愿意出的价格也越来越高，而价值投资者一开始在价格上涨前买入，在价格上涨中持有，在价格高的离谱的时候，他们也会卖出，比如某只股票，我算的是每年15%回报，5年翻倍就行，结果半年就被炒翻倍了，一下我5年的任务就都完成了，我当然要卖出了，这5年中肯定会回调。到时候再以合理的价格接回来就是了。所以价值投资者，只愿意在价值低估，或者合理的时候长期持有股票，价格高太多，也是会卖的。如果简单把价值投资想象成，买入蓝筹然后一直持有，那就是脑子进水了，2018年的行情就有效的教育了大家，蓝筹也是会跌的，而且跌起来也同样很惨烈。

格雷厄姆的名言是，市场短期看不是一台称重机，他是一台投票机，是无数个体选择的结果，而这些选择只有部分是理性的，大部分都是非理性的，所以综合在一起，一定是感性的结果，价值投资的中心原则就是，随着时间的推移，潜在价值总是趋向于反应在证券的价格之中，证券的价格会更加接近潜在价值，注意这里说的只是接近，而不是等于，比如一只股票的每股盈利1毛钱，市场估值10倍，那么他价格就是1块钱，因为恐慌可能会跌到5毛钱，因为乐观可能会涨到2块钱，但随着时间的推移，他的每股收益变成了1块，还是10倍估值，那么他就应值10块，所以这时候，他就会在10元这个附近波动，即使再恐慌也还有5块钱。这也算是一种价值回归。

作者说，价值投资其实就是一种证券价格与潜在价值之间的套利活动，只不过这个套利要用时间去完成。所以他是三维的而不是二维的。在80年代的华尔街，出现了很多的价值骗子，这些人打着巴菲特的旗号，夸大企业价值，用高价购买证券，也没有做好安全边际，但是由于那几年是牛市，所以他们仍然取得了广泛的认同，但到了1990年，市场回调之后，这些价值骗子立马现了原形。所以价值投资知难行易，他最大的问题在于没有标准，而且需要遵守纪律，善于等待，要有足够的耐心还判断力，在价值来袭的时候，你还得有不为所动的定力，这些都是非常非常困难的。

作者讲，价值投资有三个要素，1是自下而上的策略，2是追求绝对表现，3是价值投资是一种风险规避方法，对风险和回报给予同等重要的关注。老齐自我反思，从这三个定义来看，我也不算是个价值投资者，起码前两点是不符合的，我的方法还是从上到下的策略，另外我也更愿意看相对收益。认为跑赢市场就算很成功了。这么看绝大多数的机构投资者也不能算是价值投资者。

那么为什么要自下而上呢？作者解释，自上而下的方法，要求大家必须先去判断宏观环境，并且从中得出准确地结论，还要正确的应用这些结论。比如你看到利率下降，就会想到去投资债券，这其实就是在逼着大家去预测那些根本没法准确预测的东西，这种投资方法，没有安全边际，也不以价值为购买依据，他们更多是一种顺势而为，他们面临最大的难题就是，预期已经反映在了价格之上。比如公司的业绩切实好起来了，然后他们才会开始买入，因为他们预感公司后面的业绩会一直好下去。那么价值投资者的自下而上的选股，又有哪些好处呢？能够规避自上而下所带来的问题吗，咱们明天接着讲。

【5】安全边际5：养成相对收益的思维很重要

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们还是继续来讲这本经典的投资书，安全边际，昨天我们说到了，自上而下不算是价值投资，因为他要逼着投资者去做那些不靠谱的预测，这些预测即使你做对了，预期也都反应在了价值当中，所以你很难找到价格错误的机会。而自下而上的策略，就不一样了，他需要投资者一个接一个的去寻找便宜的证券，他不需要做出任何的预测，用他们的话说，这个方法就是买入便宜货，然后等待，就这么简单。

自下而上的投资者往往会持有大量现金，当他们无法找到诱人的投资机会，他就倾向于什么也不买，比如2018年9月的新闻，说巴菲特就手持1000亿美元的现金，意思就是说老巴已经找不到什么便宜货可以买了。说明股市不便宜了。而自上而下的投资者，则总在考虑轮动，甚至考虑不同的市场环境下，该选用什么样的对策，投资什么最恰当的资产，老齐给你总结一下，自下而上的投资是考虑买不买的问题，而自上而下则不考虑买不买，而在考虑该买点啥？

下面我们看第二点，绝对收益还是相对收益，作者说绝对收益的投资者他们看得更长远，如果你考虑相对收益，那么你很难忍受某只股票表现不佳，那样会拖累你的业绩，而绝对收益投资者则不会有业绩压力，他们更愿意买在左侧，主动买套，从而低价布局。深知春种秋收的道理，相对收益的投资者，他可能会更愿意满仓，不愿意持有现金，因为持有过多的现金，会让他的收益落后于市场走势。但也正是因为他们没有足够的现金，所以一旦遇到股价低估，市场暴跌，他们也就没有办法去抓住这样的机会。所以老齐的理解是，相对收益投资者更像是给市场打工，等待市场发工资，而绝对收益投资者，则是个体户，他们找的是那种三年不开张，开张吃三年的生意。

当投资者更加关注绝对回报的时候，那么他对于风险也就更加的在意，有人说高风险高回报，作者纠正了一下， 风险本身并不能创造差额回报，只有价格能够创造差额回报。比如明明是万丈深渊，你会去跳吗？会说这是高风险高回报吗？你肯定不会，所以风险是伴随机会出现的，承担较小的风险，获得更大的回报，这是一个性价比的问题。

风险可以描绘成，亏损的概率，以及潜在的亏损额，在投资的书中，总是让我们衡量潜在的风险和回报，但只有固收类的投资，可以在购买之前知道回报，比如票面利率6%的国债，你可以肯定一年后获得6%的回报，但是股票就不知道了，你所获得的回报，只能依赖于卖出时候的价格，只有在那时候才能计算出来，到底获得了多少的回报。而风险则更难了，即使投资结束，你也没办法将风险量化出来，你只能靠直觉去思考，比如每个人都认为股票的风险高于债券，科技股的风险要高于公用事业股票。但具体多少风险，你自己还是不知道，甚至投资完成后也不知道，这次投资和下次投资，遇到的风险也会天差地别。很多朋友都纳闷的是，明明我用的方法都一样，但为什么就在牛市里赚钱，熊市里亏的一塌糊涂呢？最后才明白，原因就是牛市和熊市，而跟你的方法一点关系都没有，这就是把时代背景当成了自己英明神武。

在市场上大家都要用一个指标来衡量风险，这就是贝塔值，也就是一种证券，或者一个组合他过去的价格波动，跟整个市场波动关系，如果波动比市场更大，这个证券就具有高贝塔值，相反，就说他是低波动产品。但作者并不认为这个东西有多大作用，用过去的价格来证明未来的走势，这有点太荒谬了。他们根本不考虑基本面，一旦基本面变化了，波动性肯定会完全不同。

就算假设基本面没有发生变化，那么短期价格走向，跟长期的回报关系正好相反，比如短期暴跌，压低了价格，那么反而增加了长期投资者的回报，相反短期暴涨，到让长期投资者变得无利可图。成功投资者的标志就是，他想卖出的时候才会卖出，而失败的投资者往往是被价格或者情绪裹挟，被迫卖出股票，老齐给您翻译下，作者的意思就是说，成功地投资者卖出一般都是因为赚够了，而失败的投资者卖出股票，往往是被吓尿了。这些吓尿了的投资者，他们不应该投资国债以外的任何投资品，否则就是跟自己过不去了，也是跟自己的钱过不去。

作者还提到一个投资中常常被忽略的概念，就是机会成本，市场先生经常会犯下大错，但是如果你总是满仓投资，手中没有现金的话，那么你将无法抓住这个错误的机会，你的机会成本就是巨大的。也就是说该赚的钱，因为满仓而没有赚到，那就相当于赔了。所以不要总是琢么我要买什么？我要投资点什么？其实持有现金本身就是一种投资，他是一份市场出现极端情况下的买入期权，而你总是匆忙投资，经常性满仓，就相当于卖掉了这份期权。

目前世界上最常用到的估值方法就是NPV，企业的净现值估值和IRR内部报酬率，对未来现金流贴现的预测，通过贴现模型折算成现在的现金流，这个方法的问题在于，只有对于业绩的评估是正确的，你的公司估值才有意义，如果公司未来的业绩预测错了，那也就没什么用了。但是现实中似乎很难，给企业长期的发展业务做出一个精准的预测，所以这就变成了一个垃圾进，垃圾出的过程。基于评估的假设都是错的，那么结果就不可能正确。这东西只对债券有用，因为债券的利率是固定的，所以我们看到所有人都能算出他的内在价值，于是债券市场高度有效，几乎没有波动。你想在债券上捡到大便宜，几乎不太可能。但是股市的估值分歧可就大了，我认为他每年增长8%，而你认为他明年会亏损，于是我就买入，你就卖出。

格雷厄姆当然清楚这一点，所以作为价值投资的教父，他早就在证券分析里说过，价值投资的目的并不在于精准的算出内在价值，而分析的目的仅仅是确定，价值是否足够。换句话说一块金砖你不太可能准确的说出他的价值，但知道他比一块板砖值钱就行了，万一出现了板砖换金砖的机会，这就是你该投资的时刻。而算出金砖比板砖更值钱，这个似乎难度就小多了。当然如果你非要算他的业绩增长，以及每年产生的业绩现金流，那么作者也说，请保持保守的立场，并给一个比较保守的贴现率，这个贴现率一般要高于长期国债收益率。比如很多人都习惯于用10%来做贴现。

格雷厄姆也会经常计算这家公司的每股营运资金净额，公式非常简单就是流动资产减去流动负债的结果，比上股本。相当于就是每股净流动资产。这2个指标在资产负债表里都能找的到。这就是一家企业的每股清算价值，但这只是一种很粗略的计算，企业价值的方法，属于价值底。如果股价已经低于清算价值了，那就真是没什么可怕的，就算把企业拆成块往外卖，也能赚到钱。

但在金融市场上，通常的估值都会高于清算价值，甚至造成巨大的价格分歧，这也难怪，有人觉得是黄金，有人觉得是包袱，所以才有了对手盘，如果你估价错了，给出了过高的价格，那么后果就悲剧了，巴菲特说，即使你买入优秀的企业，如果买入价格过高，也可能会抵消10年的回报效果。老齐常这么解释，买入好股票确实不会赔钱，但如果价格过高，那么你就会亏掉大把的时间。这也是得不偿失的。

还有一种方法可以估值，叫做私有市场价值法，也就是同类企业，被别人收购的时候花了多少钱，就跟买房子一样，你买一套房子，一定要看看同户型的房子，其他人成交是多少钱，然后用这个作为参考，但是这种方法也逐渐产生了问题，那就是因为大家越来越乐观，给出的价格越来越高，好多都是明股实债，达不到某种要求，投资的股份就全都变成债权，要还本付息，也就是说签订对赌协议，所以你也不知道这种并购到底该值多少钱，这种私有市场价值也就被明显高估了。还拿房子这个举例，这个小区房价就是1万一平，但有一天，突然你发现，旁边的房子卖2万一平米，但其实是房东承诺买家，至少每年涨10%，如果3涨不到30%，那我就启动回购，再把这个房子以130%买回来。所以这2万一平米，显然就高估了。那么我们到底该怎么估值呢？作者更倾向于哪个方法呢？咱们明天揭晓答案。

【6】安全边际6：详解主流的估值方法

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们还是继续来讲这本书安全边际，我们已经讲到了企业价值的测算方法，昨天说到了现金流折现法和私有市场价值法，但这两个方法似乎都不太靠谱，还有一个办法就是算他的清算价值，这是企业价值的最保守评估法，也就是假设他马上就破产了， 未来再也赚不了钱了，那么这些桌椅板凳，办公电脑，这些资产还能卖到多少钱，这种事往往在遇到大危机的时候才会出现，而现实中则很难发生，即使一个企业倒闭，一些资产也会被一些其他企业并购，而不会进入纯粹的破产清算。比如大家都知道三鹿倒闭了，但是后来其实资产都装到了君乐宝里。

另外，即使真要清算，似乎清算价值也很难算的清楚，格雷厄姆的算法是净营运资金净额，我们昨天说过了，就是流动资产减去流动负债，这看似是一种捷径，但是他也会产生问题，那就是没有流动性，看似很值钱的资产，但卖的时候就完全不是这么回事。比如最经典的失败案例就是巴菲特，他用这个方法买入了伯克希尔哈撒韦纺织厂，他算得挺好，价格已经比清算价值还低了，也就是说我卖掉纺织机，就比买入价格要高，但一旦接手，巴菲特才发现，这些机器账面价值很高，但根本卖不掉，对于一个不赚钱的资产，就相当于一个泥潭一样，巴菲特也被陷在里面很久，最后他靠着往里面装保险公司，才爬了出来，现在伯克希尔哈撒韦是一个控股保险公司，而不再是纺织厂了。

下面一个方法是股市价值法，这种办法只适合评估控股投资公司或者是基金，就是假设他这一天完全卖出，所有的持股，他到底该值多少钱？

以上这些方法都是投资界的主流，但也各有利弊，如何选用评估方法，是一门很大的学问比如，对于有着稳定现金流回报的企业，像什么消费类企业，净现值法也就是现金流折现法，是比较适合的，还有公用事业类企业，也可以用这个办法进行估值，而对于那些没有盈利的公司，最好的方法恐怕就是清算价值法了，老齐给您解释下，之前我们在知识星球齐俊杰的粉丝群里给过一个不同行业的估值方法，也大体如此，消费类企业是用市盈率和增长率估值，而周期类行业，在低估的时候，通常用市净率估值，公用事业和银行，往往用股息率估值，至于科技公司，干脆没法估值。 而控股类投资类公司，比如非银金融，往往用持股价值估值。

索罗斯在金融炼金术里写过，股价对于公司的潜在价值是有很大影响的，股价所处的水平，可以显示出繁荣，勉强维持或者即将破产，比如一家资本化程度不高的银行，他股价很高，于是就可以发行更多的股票，让自己充分资本化也就是加更多的杠杆，1991年花旗银行就是这么干的，股价涨到几十美元，轻而易举的就可以增发，相反股价低迷，是不可能增发出来的。那么他有可能因为资本获取困难而最终倒闭。所以金融市场就是这样，因为亢奋所以获取更多的资金扩张，业绩就能大增，而相反因为低迷则融资受限，反而会出现更多的债务风险。这个理论也叫作反身性理论。因为上涨，所以业绩好，因为业绩好，所以上涨，反过来就是因为下跌所以业绩差，因为业绩差反而更加下跌。

作者随后举了一个具体的例子，叫做esco电子公司，这家公司是国防科技企业，从爱默生电器分拆出来的，当时他陷入了困境，股价跌到了3美元一股。那么他到底值多少钱呢？作者算账了，大家可以好好看看卡拉曼大师的思路，

第一，卡拉曼先确定了他是一家拥有实质业务的公司，有5亿美元销售额，最近出现了业绩大降，是因为总发生非经常性支出，去收购公司。如果扣掉非经常性支出，他仍然是盈利的，而且资本化率比较低，4亿净资产，只有10%的债务。

第二他的账面价值是25美元一股，公式很简单，就是固定资产原值-减值准备和折旧之和，再除以股本，然后再减去流动负债，算出他的纯营运资金净额，超过了15美元一股。

第三，他收购了大量的公司，这些公司都计入了商誉，未来商誉摊销会为他带来持续的现金流入，大约是45美分一股，之后他还无需再向爱默生支付每年740万美元的担保费，也就是说税后收入还要增加45美分一股，加在一起就是90美分。

第四，5年后的90美分，往现在折现，也就是算算这5年中，每年获得90美分，现在值多少钱，这个算法极其复杂，要把每一年的折现都算出来，然后加在一起，比如使用12%折现率计算，第一年不需要折现，就是0.9美元，第二年折现值是0.9除以1+12%的1次方，也就是0.9除以1.12等于0.8，第3年就是，0.9除以1+12%的2次方，结果是0.72，以此类推。

第五，这家公司未来10年保守估计每年增加220万美元的自由现金流，也就是20美分一股，他的价值继续贴现，按照12%计算是14.76美元一股，而15%贴现是10.83美元一股。

所以最后他的结论就是，取最宽泛的边际，最保守估值4.7美元一股，最乐观估值14.76美元一股。有人觉得这个很可笑这么大的范围，足足差了3倍，那这还怎么投资，但你别忘了，他的现在股价只有3美元，所以我知道他低估就足够了。

如果你觉得这个太复杂，那么卡拉曼还有一个简单算法，那就是当你看到25美元一股的有形资产账面价值，以及大约10%的债务比例的时候，你就应该知道，这个公司3美元的价格，有着巨大的安全边际。这家公司随后的表现也印证了判断，转过年来股价就涨了2倍多，超过了8美元一股。但是这里也要提醒一下， 由于会计报表的问题，每股盈利和账面价值有的时候并不完全靠谱，很可能会被管理层所调整，而失真，所以投资者只可以把账面价值和每股盈利当成参考指标，而不能成为全部的决策依据。

下面我们就来看看，价值投资决策的具体过程，作者先说，好的投资机会很稀少，他们不会凭空出现，也不会摆在你面前，你不可能通过浏览华尔街的研究报告就去发现这些机会。还有一种情况，诱人的投资机会却集中出现，不过美中不足的是，这时候你通常就没什么现金了。所以有钱的时候，往往没机会，有机会了，可能你没钱了。这些都是悲剧。

其实投资跟生活是一样的，很多生活中的智慧都可以用到投资中，比如你去买酸奶，别的都是10块钱一桶，就这几桶是5块钱，你就得问问了，这几桶怎么了，如果只是因为保质期临近，而你又正好可以很快喝完，那么就算是买到便宜货了。在股市上，股票打折一定是有原因的，这个原因是什么，你能否承担这个结果？是你要考量的因素，如果只是熊市杀估值，整体市场估值都在暴跌，那么这其实就跟保质期快到了正好相反，那个是你要尽快解决，而估值下跌，则等待就好。你只要等得起，等市场信心恢复了，他自然也就涨回去了。

从本质上来说，价值投资都是逆向投资，不受欢迎的东西，才会有价值低估的可能。当市场都去追捧的东西，绝对不会再有价值。2018年初很多朋友都问我，是不是可以价值投资，长期持有，老齐往往呵呵一笑，所有人都在寻找价值股的机会，那么这些蓝筹大白马也就早都高估了。其实生活中也是如此，别人都觉得什么好的时候，一定是趋势要发生改变的时候，比如60年代都觉得农民好，70-80年代都觉得工人好，90年代国企好，现在你再瞅瞅，混的最惨的是农民，其次是工人，然后就是那些老国企的基层员工。相反那些不被看好的民企，什么腾讯阿里，这些中层员工，月收入都2-3万。看着吧未来十年，一定是自由职业的时代，现在大家都觉得打工好，十年后给别人打工的都会是混的比较惨的。逆向投资的道理大家都懂，但当机会来临的时候，一定披上了风险的外衣，吓得你屁滚尿流，避之唯恐不及，更别提去出手买入了，那么这有没有什么好办法，克服恐惧的心里呢？咱们明天接着讲。

【7】安全边际7：价值投资就是站在有利的位置上跟群众对赌

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，安全边际，昨天我们说到了，价值投资本质都是逆向投资，只有别人不要的东西才有低估的机会，所以你必须得跟群体反向而行。但问题是往往机会出现的时候，都会表现的很吓人。投资者即使看到了机会，他也会十分怀疑自己是否是正确的，因为这意味着要与天下人为敌，成为别人眼里的傻逼，所以实在是有点难过。而且最要命的是，逆向投资，一开始都会是错的。比如大空头里的巴里博士，他主动做空美国楼市，一开始巨亏，搞得老板差点把他开了，投资人差点把他告上法庭。所以他不停的打架子鼓，也是为了释放心理的巨大压力。他知道美国的楼市已经严重高估了，但他不知道的是，这种价格扭曲要持续多久。那个做空的基金经理也是如此，他看到了债务违约开始激增，但是标普穆迪仍然不下调投资评级，这让他很是恼火。在这些逆向投资者眼里，全世界都疯了，而在全世界眼里，他们才是疯子，傻子。

所以价值投资者最怕的两个东西，一个是期限，一个是赎回压力，他们知道第二天太阳会正常升起，但很可能等不到明天的黎明，如果是自有资金，并且无期限的资金进行投资，那么价值投资者才是真的无所畏惧了，因为他们知道价格不断下跌，已经改变了赔率，让他们可以站在一个有利的位置，去跟大众对赌。

在逆向投资中，就是要跟不确定性打交道，你可能永远也无法获得一个确定性的答案，因为一旦确定性的因素出现，价格可能就已经涨上去了。老齐总是说，投资者要分清楚左侧交易还是右侧交易，逆向投资是典型的左侧，就是在确定性出现之前低价买入，而右侧交易则是顺势而为，在右侧你几乎不太可能找到价值。只能获得投机价差。这里有个小技巧，最了解公司的，无非就是管理层了，所以在熊市管理层大比例增持公司股权，很可能就是一个股价低估的标志。你在高管和大股东增持里面去分析投资机会，抓到鱼的概率会比较大。当然，也有些是滥竽充数，故意增持吸引眼光的。而具体的方法就是，每天都在百度上搜搜，股东增持，高管增持等关键字，如果有消息，一定会有新闻爆出来。自下而上绝不是随便抓到一个就研究，那样你的工作量就浩如烟海，如果只在股东增持的里面进行研究，那么一下工作量就小的多的多。

价值投资者，还要时刻关注催化剂，低价买进去，只是万里长征的第一步，股票回归价值，一定离不开催化剂的作用，那么这个催化剂是什么？也就是在什么情况下他才能回归正常？比如我们投资锂电池企业，天齐锂业或者是赣锋锂业，这种公司其实涨跌都有依据，那就是碳酸锂的价格走势，当碳酸锂价格跌跌不休的时候，你很难去赚到钱。相反只有碳酸锂价格涨起来，这种公司才能上涨，所以碳酸锂的价格走势就是价值回归的催化剂。

还有比如养猪的企业，他的催化剂就是猪周期来临，一旦猪肉价格上涨，那么他的资产价值也就快速提升，业绩也就出来了。还有的企业内在价值大，潜在分红多，他的催化剂就是野蛮人入侵，比如万科就是这样，宝能抢他的股份，价值就开始快速回归。还有公用事业类公司，他们价值回归的催化剂就是市场利率下降。他们是重资产行业，利率降一点，就会产生很多的利润变动。

一些公司分拆，可能会产生机会，一个公司拆分出一个业务，这时候通常不会引发分析师的关注，而投资者也对他知之甚少，通常新拆分出来的公司，被卖出的比较多，所以往往这时候会有价值出现。属于姥姥不疼舅舅不爱，大机构嫌弃他小懒得买，小散们不会注意这些没有明星气质的新公司，没人关心的灰色地带，往往才是产生价值的地方。作者举例一家公司就是被分拆出来的，账面价值是15美元，净营运资金就11美元，而他的股价也是11美元，这个新公司就是因为市值太小所以没人关注他，结果后面他涨到了62美元，这才引发了华尔街的追捧。这跟彼得林奇的看法完全一样。没有被华尔街关注的股票，才是好股票。一个天天都有研究报告发出的公司，他的价值早已经被价格所透支了。

作者说一般财务陷入困境的公司，往往会产生价值低估的机会，他之所以困难主要有三个原因，公司经营出现问题，陷入法律纠纷，或者单纯的财务问题。而他们的最典型特征就是，现金耗尽，短期债务无法清偿。这看似危机重重，甚至有的可能真的会关门破产，但其实许多企业，只要给点阳光就能重新灿烂。只要有新的资金注入，他们就可以很快清偿债务恢复生产，恢复造血能力。在A股上，很多人都习惯于买那些星号ST的公司，当他们业绩烂到极点的时候买进去，反正也没有退市，等过一阵必然停牌，然后出现重组或者借壳上市，要么就利润突然好转，股价飙升，这些赌ST的投机客最后大捞一笔。有人做过统计，每年买市场中最小，业绩最烂的10只股票，并且滚动更新，一年一调整，在A股市场上的收益率是惊人的，远超市场平均水平。

像作者这样的投资大师，他们很喜欢破产投资，因为一个企业已经启动了破产程序，那么他的所有价格也就全都变得可控，不用再去预测未来的业绩走势，这时候确定性的低估就更加明显。而且谁有钱谁是爷，谁缺钱谁是孙子，面对破产企业的时候，投资者更有话语权。讨价还价中，也占据了更有利的地位。保证你买到更多的便宜货。冯仑就说过，房地产行业里，最不赚钱的是盖厂房的，其次是盖酒店的，相对赚钱的是盖住宅的，而最赚钱的是做资产处置的，也就是谁家没钱了，你拿着钱过去收他的资产，比如2018年10月，万科就花了一个买地的钱，就收掉了华夏幸福手里的地和盖好的房子，谁让你没钱呢？没钱，且等米下锅，那么你就没有讨价还价的资本。

不过这种投资也有一定的风险，由于他不是大量交易者参与交易的证券，所以定价会出现偏差，几家投资者的报价可能存在估值不准的问题。有时候也会出现大家都想买，反而给出了高价的情况。另外不能光看资产本身的价格，还要看资产的造血能力，如果不能造血了，那么资产也就没什么意义了。第三就是注意负债，破产的企业往往都是被负债压垮的，并购他的资产，也必然承担他的负债，有些负债可能是你承担不起的。尽管这个资产可能以后会很值钱，但在赚钱之前，你可能已经被负债拖垮了。比如孙宏斌入主乐视就被坑惨了，发现自己100多亿，还不够还债的。

投资次级债，有很丰厚的回报，甚至票面利率超过了股票的平均回报，但这也有可能带来灾难性的后果，比如企业倒闭破产，血本无归，这些次级债经常像一种价外期权，实际上就是你在押注一个企业经营业绩改善，所以你在买次级债的时候，别光看他的利率和评级，还要看看借债企业真实的情况，他是否具备偿还债务的潜质。债券这个东西，除非在集中时点才会爆发大规模的债务危机，而在平常，暴雷的终归是少数。所以投资次级债，也一定要分散而行。切不可一把梭，那样万一踩雷，你就再也没有翻盘机会了，那么买10只次级债，有没有可能10只都踩雷，理论上有这种可能，但那样您就应该先去庙里拜拜了。不过老齐还是要劝一句，资产处置和投资次级债，是一个技术要求非常高的活，一般投资者渗入。你可以通过机构参与，自己千万别去这么做。风险极大。

那么普通的投资者，该怎么去投资呢？几乎很多书里都会提到一个方法，那就是投资组合管理，那么明天我们再讲讲，作者关于投资组合的看法和建议。

【8】安全边际8：不要提前做空！

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，安全边际，昨天说到了投资组合，这是最为普遍的投资方法，首先一个要点就是必须买入流动性好的股票，对于普通投资者而言，其实只要在二级市场投资，流动性都不是太大问题，而三板四板上的股票就会有很大的问题，你可能有很高的市值，但是几万块钱，也许都卖不出来。没有流动性，一切市值都是虚假的。这点在设计投资组合的时候要特别重要。大资金可能会更麻烦一点，即使在二级市场，你也不能买特别小的股票，否则进去的时候，就会把它买起来，而出来则会很费劲。

流动性也分为两种理解，大部分投资者的理解，都是我可以卖给其他人，从而获得流动性，但还有一种理解，是通过企业分配利润，获得流动性，有人说这才是流动性的真谛，一旦市场遭遇大跌，前面的那种流动性，可能瞬间就不存在了，只有后面的这种流动性，才会让你很安心。从某些方面来看， 投资不过就是一个永无休止的管理流动性的过程，而投资的最高境界就是，建立一个永续产生流动性的体系。俗称就是找到那只能下金蛋的鹅，和能够摇出钱来的树。

而投资组合，就是将一些能够产生流动性的资产放在一起，利用他们的相互对冲作用，减小波动，从而让流动性更加的稳健。一般的投资组合建议都是教你持有指数基金，这个理论基础就是，既然你无法战胜市场，那么你就应该改变目标，先要取得与市场一致的成绩再说。但作者并不这么认为，他认为，与对许多的投资企业一知半解相比，熟悉少数几个企业更有价值，重仓某些熟悉的优秀的公司所产生的回报，要高于成百上千只个股的组合。卡拉曼觉得如果你总想着分散风险，那么反而会放松警惕，懒得去研究，最后拿了一堆垃圾回来。

另外，他还谈到了对冲，但说对冲不总是明智的选择，当你可以获得足够的回报的时候，投资者应当愿意承担风险，坚持不对冲，进行对冲可能既耗费资金，又耗费时间，只有在特殊的时候，对冲才是正确的选择。

举个例子，1988年的日本股市，一直在高歌猛进，估值明显高估。而美国股市刚从87年股灾恢复过来，此时日本人坚信国家不会让股市跌，所以日本的金融机构以极低的价格出售卖出期权，因为他们觉得股市肯定涨涨涨，绝不会下跌，这些卖出期权根本就是一张纸，没有任何成本，卖一份就能赚一份钱。此时美国投资者最佳的策略，就是用这些卖出期权来给自己的投资做对冲，因为两个股市日本更高估，如果股市都跌，日本肯定跌的更多，如果都涨，美国肯定更有潜力，所以买入日本的卖出期权，其实就是做空日本做多美国，这么做无疑是非常明智的，结果2年后日本股市崩盘，第一波暴跌就是40%，很多人在卖出期权中都赚了好几倍，而更让人惊喜的是，日本股市崩盘，美国股市并没有明显的跌幅。但老齐强调一下，作者说的简单，如果你站在当时的角度去看，88年和89年日本股市还是上涨的，而且是大涨，那么你想想持有卖出期权的投资者的心里阴影面积得有多大。

这个办法，在A股上也是适用的，大家可以去券商开通期权交易，在股市高亢的时候，买入食品饮料和白酒，同时买入看跌期权。这就相当于完成了对冲，市场继续往上涨，因为你的对冲，你不怎么赚钱了，而一旦要大跌下来，你的看跌期权就起作用了，食品饮料和白酒往往在初期跌的比较慢，而整个市场跌的比较快。所以在市场顶部，其实也是一个很好地投资机会。我们在之前讲富爸爸，如何通过股市获得现金流那本书里也讲过，巴菲特就是经常利用对冲交易，封杀了市场的波动，然后稳定的获取股票分红所带来的现金流。有兴趣的朋友可以再过去翻翻。

这就是本书的全部内容了，由于内容比较散也比较枯燥，我们还得再快速的温习一下，首先卡拉曼讲价值投资知易行难，需要有严格的纪律和长期的视角，最重要的不是战胜别人，而是战胜自己，你要习惯在市场上，做那个别人眼里的傻子。

在股市上你获利的途径，只有三个，1企业自己营运产生的自由现金流，他将体现在股利和股息上，2其他投资者愿意出更高的价格购买，3是价格向价值回归。所以卡拉曼反复提醒，一定要找到投资的抓手，那就是带来现金流。你买的公司，必须产生自由现金流，他的生意必须是不断赚钱，而且是越来越赚钱的。

股票价格的上涨和下跌，跟企业关系并不大，他只是记分牌，而你应该关注比赛本身，成功的投资者要习惯看到企业的内在价值，而不总是盯着价格不放。长期看，投资的合理的回报，基本就是企业的现金流和他的增长率之和，不要总梦想着一夜暴富。学会投资，先要学会控制风险，在你想赚多少钱之前，先想想自己能抗住多少揍。

投资是孤独的，需要你始终保持独立思考，挑战传统智慧，挑战其他人的眼光，站在群众堆里，你永远只能当被收割的韭菜，跳出群众队伍，你也并不一定就成功，只能说有机会成功。投资就是一门用价格换价值的学问，而这中间的关键点就是估值，不过估值的目的并不是要计算出确切的价值，他只是用来判断，跟价格比是贵了还是便宜了，80%的估值结果，跟价格对照都是模棱两可的，但不要紧，有那20%明确的结果就够用了。买入低估就能赚钱了吗？哪有那么简单，买进去以后你还有漫长的等待，1974年巴菲特说过一句名言，这是我所遇到的唯一一次用格雷厄姆的方法买入费雪式股票的机会，但我们都知道，美股真正走出熊市要到1982年才发生。也许你跟巴菲特一样，也能在2018年10月买入低估的股票，但你能有他的忍耐力，忍受随后8年不涨吗？恐怕99%的人都做不到，所以世界上才只有一个巴菲特。

价值投资者应该在下跌的市场中去寻找机会，如果股市一直涨，他去寻找价值，那一定是一个二把刀。只有市场不好的时候，才会有价值的机会，市场恢复平稳，价值很快就会消失。所以价值投资者都是喜欢熊市的，只有在熊市里才能找到捡便宜货的机会。反而讨厌牛市，因为牛市一来，他们就要做一个纠结的选择，到底要不要卖出自己的筹码。

这本书虽然叫做安全边际，但是现实中很少能出现安全边际，最后格雷厄姆也不得不放弃了自己的信仰，巴菲特也去学费雪了。现在你想找到一个低于账面价值的公司非常不容易，所以我们只能去抓熊市的机会。但到了熊市你往往又不敢了，各种各样要把股市推倒重来的消息充斥媒体，甚至还拿什么世界末日，新冷战吓唬你。仿佛总有一万种理由告诉你这次不同了。

至于企业的评估，这本书里写的也不多，我们就借了一个具体的例子讲了一下NPV法，也就是净现值法，用企业未来所能产生的现金流折现到今天，这个东西已经形成了投资界的共识，但问题是能够计算未来现金流的企业少之又少。即使如贵州茅台这么稳定，他也有利润波动的时候，所以大家不要盲目自信，还是回到我们估值的出发点，我们要通过估值得到的仅仅是，金砖比板砖值钱，这么一个简单的事实就可以了，然后就是等待用板砖换金砖的机会。而那些估值之后值10块钱，股价已经9块钱的东西，你就统统扔进垃圾堆吧。

价值投资者最悲催的一点是，他总是先错后对，先当傻逼，后来才牛逼，因为你总在左侧交易，所以必然买入就是下跌的，而且最悲催的是，你还不知道这个下跌会持续多久？有的时候几年都不价值回归，反而越跌越深。这时候就是考验你人性的时候了。看着别人的正确，以及自己的错误，你是否对自己产生了怀疑呢？相信99%的人都会有，然而你稍一动摇就会损失惨重，老齐总说，如果你先坚持，最后放弃，那还不如一开始就不要坚持，在下跌途中一开始就跑，你还能损失小点，最受伤的就是那些一开始坚持，但到最后没守住的人。别人都是割肉，他是截肢。所以当个价值投资者的体验，真心是不好，还不如当个小白，没事的时候还可以骂骂万恶的股市，骂骂政策不给力。虽然赔点小钱，但是却每天过的很开心，而价值投资者则每天如履薄冰，在绝大多数时候都要充当别人眼里傻逼的角色，搞不好还会成为那个损失最大最惨重的人，实在是太惨无人道。

这就是本书的内容，听完之后，你还想当个价值投资者吗？回去好好想想。如果还是要走这条不归路，那么还得再想想，究竟自己该怎么走下去。