

对投资的一些认识

金融的价值

所有财富的来源都是因为他创造了有价值的东西。这种创造可以是直接的，也可以是间接的。金融的无疑是间接创造价值的典型。金融行业的意义在于它会帮助实体企业创造价值。

在投资领域，之所以投资公司会有十分高的工资，不是因为他们投资回报高，更本质的原因是他们帮助更多人创造了价值。

金融工程

投资并不是一件依靠灵感的工作，投资是一项系统的工程。“金融工程”是个很恰当的词汇，金融其实应该向建筑工程或软件工程一样。所谓投资并不是凭借灵感一夜发财的技术，而是一项实实在在、需要日积月累的工程。金融工业和其他行业工作并无区别，需要的持续的努力。每天从市场中挖一丁点金子，日积月累使财富增值。

收益和风险

市场中几乎没有绝对的真理。在我看来，唯一可称为真理的就是：收益永远与风险成正比。追求高收益，必然要承担高风险。因此持续稳定的高收益是不存在的。投资的诀窍不在于我能天天买到涨停的股票，这种想法是不切实际的，而且这种做法必然引入更高的风险。投资的诀窍在于你能找到一种低风险的办法一点一点从市场中掘金，然后靠日积月累来增值财富。

财富积累

财富是靠经验积累起来的，一夜暴富的想法是不现实的。股民往往把股市当做赌场，总想着怎么快速赚钱，书籍上宣传的也净是某某某如何让财富翻了几番的故事。事实上，这种“炒股”的心态就错了，抱着暴富的态度炒股，有可能是暴富，但更多人会惨败。

投资回报

投资有一种特性便是：你并不需要付出太多努力就可以获得一个一般水平的投资回报（比如与市场平均水平持平），但你如果想持续超越这个水平，就需要付出巨大的努力。所以不要妄想战胜市场，依靠安全边际积累财富也许更靠谱。

不确定性

人们都想预知市场，这其实是一个不可能实现的目标，至少在大多数情况下如此。我们发现，再专业的人也不可能对市场做出准确的预测（正确率一半左右，和猜硬币正反面没什么区别）。在多数情况下市场是不可预知的，只有极少数情况下市场会有较大确定性。那么作为投资者要做的，不是装模作样地预测市场，而是放弃不确定的市场，只在有较大确定性的机会出现时才出手。

投资与投机

在我看来，投资是指买下一个有价值的资产然后从它的增值中取得回报，投资是对未来现金流的押注，而非对价格的押注。除此之外，一概属于投机范畴。按这个标准那些期货、期权以及所有短线炒作全部不该算作投资。作此区分，并没有褒贬之意；二者不分孰优孰劣。但是二者所使用的方法与技术完全不同。价格的波动对于投机者是一种风险，而对于投资者则不构成风险。投机者和投资者对不确定性的定义也不一样。

市场的规律

市场有没有规律可言？我认为是有的。但这种规律只存在于长期的趋势中，而且这种规律只能是十分模糊的。就如同未来十年世界上会发什么，我并不知道，但长期气候变暖这种趋势是可以预测的。在我看来，市场中的确定性要么存在极宏观的层面上，要么存在与极微观的层面上。世界气候变暖的大趋势我是知道，我明天要做什么事我也是大致知道的；但别人明天做什么，或者我十年后会做什么，却是我不知道的。所以市场是可预测的吗？有部分是可预测的，但大部分是不可预知的。

市场的有效性

市场是有效的还是无效的？市场是对的还是错的？市场是高估的还是低谷的？这个问题是不成立的。市场的复杂度已经超过了个体所能把握的范围。对于一个我们无法把握的东西，我们又怎能评判它的对与错？就像我们不能问这个世界究竟是对是错。尽管有的人说今不如昔，但那只是一家之言。世界之存在本身，已经超过了个人所能评价的范畴；存在即合理，无关乎对错。假如非要说对错的话，那么只能说对与错在这个世界上是同时存在的。市场也是一样，我们只能说，市场既是有效的，也是无效的。

为什么投资股票

如果你希望在明天有更多的钱，你就必须把一部分资金投入到股票中。也许我们会在今后的两年或三年甚至五年之中遭遇熊市，那时，你会希望自己最好从未听过股票这个词。虽然整个20世纪充满了熊市，更不用提大萧条，然而，有一点是无可争议的事实：投资于股票或者投资股票基金的资金，最终的回报远远高于债券、存单或其它有价证券。——彼得·林奇

股票是最好的资产

为什么投资股票？在我看来，股票是普通人能接触到的最好的投资品，没有之一。

大家可能都听过这样一个故事：假如把1802年的1美元分别投资于现金、黄金、债券和股票，那么200多年后的今天，分别会有怎样的回报——如果投资现金，你的资产会贬值到原来1/20；投资黄金，的收益会接近3倍；投资短期债券，你的收益是268倍；投资长期债券，你的收益是1649倍；如果投资股票，你的收益是惊人的1136000倍！

为什么股权类资产长期的收益会远远大于其他类别的资产？原因很简单，因为买股票就是买公司，而公司本身是成长的。

投资股票不同于投资实物类或固定收益类资产：投资房子，虽然房子能涨价，但它永远只是一堆水泥砖瓦；投资黄金，它永远只是一坨黄金；存现金，它反而会因通胀被不断稀释。

股票则不同，股票背后的公司是一个能动的实体：公司是由企业家们努力经营的，公司会去竞争、创新、成长，会为股东不断创造现金流回报，这就为股票创造了不竭的增值动力。

著名华人投资家张磊有句名言：“如果给你一块硬币，要赌的话，永远要选人类的智慧和企业家精神”。买股票即是给投资人一个赌“人类智慧和企业家精神”的机会。尽管桑海桑田，但人类的历史总归要进步，经济总要发展，企业总要发展。为什么股票的长期回报巨大？因为人类智慧永不竭，它不会像一坨金子一样永远固定不变。

不过，公司经营的不确定性，加上股票定价受多种因素影响，导致股票资产的价格波动很大。不像现金或债券等固定收益类资产的收益相对确定，或房子、黄金等实物类资产价格相对稳定。

股票的波动和风险

说到股票的波动和风险，有必要先做一个区分，以便我们讨论后面的问题：**投资于一项资产的收益有两个来源，一是资产本身价值增长所带来的收益，二是资产价格波动所带来的收益。**虽然账面上看，无论哪种收益，都表现为价格的上涨，但这是两种性质非常不同的收益，必须区分看待。

所谓资产价值自身的增长，是一项资产长期的表现；它取决于资产本身的**资质**优劣。资产价格波动则是一项资产市场价格的短期变动，取决于经济周期、市场偏好、投资者情绪等诸多因素。

在讨论一项投资好坏的时候，应该将长期增值潜能，和短期价格波动区分来讨论，不能混为一谈。不能用短期的收益来评估一项资产的长期潜力（比如红富士苹果过去一年价格就翻倍了，但这不能说明苹果是个好的投资品）。长期增值潜力巨大的资产，可能短期会有巨大的跌幅（股票就是很好的例子）。

说股票是最好的资产，这是就**股权这种资产大类的性质**而言的，或者说长期而言。但是它短期的波动可能给投资者造成巨大的浮亏。

中文里将 SHARE/STOCK 译作股票。这个名字本身就体现了前面提到的两种性质收益的合体：“股”是股权，即来自公司经营的收益；“票”是市场工具，有“票”就有买卖，有买卖就有涨跌，这是价格波动。

所以，**在买股票之前，要想清楚，你究竟要赚哪种收益？**是“股”的收益，还是“票”的收益？有人将前者称之为投资行为，后者称之为投机行为。我不愿做此区分，因为貌似有贬损投机之意。但我绝无此意。不管投资还是投机，只要能赚钱，都是好投资。不过这两种行为，由于要博取的收益性质不同，思路和方法也截然不同。

我这里谈的都是“投资”，而非“投机”。因为我要讨论的是各类资产本身的性质。当然对于价格波动的研究也非常重要，但这并非本文的主题。

有很多投资者认为价格波动是难以把握的，或者说是无法把握的，所以他们只关注公司长期的收益，而忽略市场价格的短期波动，这就是所谓的“价值投资”。关于价值投资，后面[文章](#)会专门讨论。

投资二级市场的优势

基于上述原因，长期来看，权益类资产的回报是最高的，这点应该没有疑问。但投资权益类资产有多种渠道，二级市场的股票又有什么优势？

首先，一级市场的投资是大部分散户接触不到的。比如天使投资、风险投资，都是专业的机构在参与。其次，个人投资者就算有足够的资金，这些投资渠道也未必是更优的选择。

股权类投资一般越早介入，回报越高。一个独角兽企业上市后，早期的风险投资者可能获得上百倍甚至上千倍的回报。但与此同时，越早期介入的投资，承受的风险也越大，因为他所面临的企业未来发展的不确定性也越大（这就是为什么风险投资叫做“风险”投资）。所以风投一般会将一期资金，分散地投资于数十个初创公司，以分散单个公司的不确定性；但分散风险的同时，也降低了总体收益。所以我们不能看孙正义投资阿里巴巴赚了3000倍，就认为风险投资的总体收益很高。

Cambridge Associates 统计了各类风险投资基金 1981-2014 年间的回报率，他们发现：

顶级风投的年化收益率为：24.89%；所有风投的中位数收益为：11.94%；而标普500的年化收益为：12.66%。

所有风投的收益中位数，还不如投资股票指数的收益。顶级风投能获得远高于股票指数的回报，但也没有大家想象的那么离谱。对于资金量以及专业性都远远无法和顶级风投比拟的个人投资者，投资二级市场股票风险要小的多，回报也相对可观。

另外，二级市场相比于一级市场有无与伦比的流动性优势。如果遭遇亏损，投资者几乎可以在任何时点退出。而投资非公开市场的权益资产，则没有这种便利。一家初创公司倒闭，投资者很可能血本无归。

有人可能反驳，企业成长的红利都被早期投资者赚走了，等到企业上市，一般都过了高速成长期；上市只是为了让早期投资者套现，所以几乎没有“肥肉”留给二级市场投资者。这的确是事实。但二级市场绝对不是“吃剩的肉”，股票指数长期的巨额回报就可以说明这点。

股票与实业投资

投资股票和投资实业相比又如何？这个问题很容易回答。买一家公司的股票就相当于成为该公司的股东，让公司的经营者为你赚钱。那么投资股票，还是自己做生意，就取决于，你认为上市公司的管理者们更会赚钱，还是你自己更会赚钱；你认为上市公司的资产更优，还是自己投资的资产更优。

对于善于经商的人，自己做生意，肯定是不错的。但我要说的是，对于不愿主动经营的投资者，投资被动收益项目，很可能还不如投资上市公司的股票。

打个比方，如果你自己投资一个水电站（水电是个很好的被动收益项目），其回报率估计很难超过投资长江电力的股票。截至发稿日，长江电力有4.28%的股息率（仅这个股息率，就远高于银行存款利息，你为什么还要把钱存银行？）如果你自己建个电站，扣掉各种经营管理费用，再扣掉设备折旧成本，再扣掉各种税费，恐怕净利润率都不见得能达到这个数字。

但是电站资产本身会增值；而且股票会跌？这就回到了方才讨论过的，资产长期增值与短期价格波动的问题。论水电资产的优劣，无论是稀缺性，还是战略重要性，是你的水电站更好，还是山峡大坝、葛洲坝更好？长期来看，谁会更值钱？（不信可以看看长江电力的股价历史，不要被短期波动所迷惑）

更多的例子我就不举了。再重复一下我的观点：上市公司的股票是普通散户能接触到的最好资产，没有之一。当然并不是什么公司的股票都是好投资，这里还有个选股的问题。选股是个大问题，只能以后详述。这里暂时只讨论股票这个资产大类的性质。

常见的误区

“股票的风险巨大”

读过巴菲特文章的人应该都熟悉股神对风险和波动的论述。大家认为股票风险大，是因为股票价格的波动性很大（相比于现金或债券）。**但波动性并不等于风险。**

我们的任何投资，并不是为了赚取“现金”的增长，而是为了赚取“购买力”的增长。相应地，投资的风险应该体现在购买力的损益，而不是现金数额的损益。现金数额的增长，不代表购买力的增长，这个道理有点经济学常识的人都懂。

持有现金虽然稳定，但并不代表风险小。因为长期来看，持有现金会给你带来永久性的购买力损失。持有股票则刚好相反，虽然波动巨大，但长期却会带给你购买力的增长。

不过，巴菲特的这种观点有一个时间期限的问题。如果你想在短期内保持购买力不变，现金当然是风险最小的。但至少投资人应该明白，短期的稳定和长期的风险，并不是一回事。

“股票是赌博工具”

股票不是赌博的工具。什么是赌博？无论你是赌骰子还是搓麻将，你赚的都是桌上其他人的钱。有人赚钱，就必然有人亏钱，整个桌子人的资产加总起来是不变的。这就是赌博，是零和博弈。中国股民喜欢把股票看成是零和博弈的游戏，以为自己赚的或赔的永远是别人的钱。庄家要赚钱，就必须耍坑散户，这是股民典型的“迫害妄想症”。

我们之所以称股票是一种“投资”，而不是赌博，恰恰就因为它不是一个零和游戏。如前文所述，股票的长期增值是由经济发展、企业壮大所驱动的。经济和企业的发展，都是价值创造过程，而不是零和博弈。当然，股市中普遍存在不创造任何价值的纯粹价格波动。如果你只想炒作这种波动，那么它就是一个零和游戏。

很多人买卖股票，永远在炒作这种价格波动，永远在玩这个零和游戏。我觉得用这种思维“炒股”，不如去澳门玩骰子或扑克牌。反正都是零和游戏，也许玩骰子或扑克牌的技巧比价格波动更容易把握。

既然把买股票当一种**投资**来看待，就要意识到它背后的价值创造和长期增值的逻辑，而不是时时想着怎么去“炒作”。同时也要意识到，真正的价值创造过程是缓慢的，所以股票投资不可能在短期内带来暴利。

“股市是圈钱的场所”

这是中国股民的第二“迫害妄想症”。公司出让一部分股权来进行融资是十分正常的行为，不存在圈不圈钱的问题，也不涉及任何道德考量。况且中国的股市是审批制，而非注册制，能上市的公司多少都是有头有脸的公司。他们不缺乏融资渠道。有必要让出自己的股权向广大散户“圈钱”么？

况且现在企业上市很少以单纯融资为目的，因为它们有各种各样的渠道可以融资。上市更多是为了让公司的股权能够流通，能够通过公开市场进行定价。

不过，A股的制度确实存在一些问题。但是有必要把个别公司的行为，以及制度上的缺陷，和股权融资以及股票市场的一般概念区分来看待。

“只有现金才是钱”

大多数人会把财富和货币相混淆，好像不管什么形式的财富最终都要换成货币才是“真财富”。所以很多人有股票“不卖出不能闭环”的思维。

但事实上，**货币绝对不是财富的唯一存储形式，甚至可以肯定地说，不是最好的存储方式**。就像上面提到的，长期持有现金，你的财富（购买力）不仅没有被“储存”，反而会不断流失。

关于财富和货币的关系是个很有趣味的问题。就像我们经常听说股市蒸发了几万亿，那么这些蒸发的钱去哪儿了？之所以有这样的问題，都是因为混淆了财富和货币的概念。

货币由央行和银行体系发行，不会随便蒸发。但财富不等于货币，虽然我们用货币为单位计量财富，但财富的创造与湮灭，与货币的增发和回收无关（这是个很复杂的问题，在此无法详述了）。

很多人以为在股市里赚的钱必须要拿出来，才是赚到手了（“不卖出不能闭环”）。这种思维本质上，还是把股市当作零和游戏来看待。就像赌博，赚了钱除非金盆洗手，否则还得亏回去。如果股票里赚的钱要拿出来，那么拿出来的钱该放哪儿呢？存在银行里？还是买房子？可股票才是长期最好的资产。

“现金才是钱”这种思维估计很难扭转。但不妨想一想，世界上的各路富豪是如何把他们的财富传给后代的？没听说哪个人会把所有的钱都存在一张存折上交给后人。李嘉诚退休后把一堆能源、地产、电力、港口、零售公司交给了他儿子。为什么？因为富豪们懂得，**真正的财富，不是绿色或粉色钞票，而是一堆能创造源源不断现金流的实体**。

股票投资第一课

一、永远要在市场里

如果认识到股权资产的长期增值潜力，长期持有股票就成了自然而然的结论。

很多人可能认为，我国股市熊长牛短，熊市持有股票等于浪费时间，不如等牛市来了赚一把走人。有这种想法的人，往往过高地估计自己的判断周期的能力。99%的人是没有这种能力的。

想等牛市来了再投资的人，往往会错过牛市的起点；然后看市场还在涨，开始蠢蠢欲动，但买进去也不敢持有，获利就赶快套现；等市场再涨，终于按耐不住，开始大资金进入，结果很快市场见顶了，浮盈的头寸开始亏钱；亏钱又不舍得止损，想等着回本再跑；结果市场下跌不言底，最后终于扛不住了，把股票全卖了决定离开股市，等下一次牛市再进入，结果熊市已接近尾声，下一轮牛市悄然开始……

与其这么折腾，不如放弃自己判断牛熊的幻想，忽略股市的波动，始终持有优质公司，获得长期的资产增值。不管市场如何波动，你永远要在市场里。这样做至少不会错过市场上涨的机会。

二、长期投资

股票天然地适合长期投资。不像期货、期权等衍生品，要和时间是赛跑，而且只能从价格波动中获利。一个好公司的股票，即使短期下跌，早晚会涨回去，这就使长期投资股票的难度大大简化了——你可以不必在意价格的波动。

业内有句话说“股票是小孩子玩的，债券才是大人玩的”。听上去似乎与直觉相反，因为大多数人可能都认为债券与存款类似，应该更简单才对。其实不然，你如果看好一个公司，可以傻傻地持有它的股票，然后躺着赚钱（我就认识过一个老外，从未受过任何专业训练，多年前看好亚马逊，于是买了亚马逊的股票持有多年，结果可想而知）；而债券投资者，既要懂公司金融、又要懂宏观经济，不是一般人能玩的。

长期投资股票并赚取远高于银行存款利息的收益，并不是件难事。所以巴菲特说“投资很简单，但并不容易”。为什么不容易？因为长期投资赚取高额回报的前提是你要投资好公司，可什么是“好公司”却不是个容易回答的问题。

为什么A股不是个好市场

十年不涨的指数

做投资首先要选个好市场，这比投资思想、策略、技术都重要。什么是好市场？就是长期来看有成长、能给投资人带来回报的市场。巴菲特之所以能成为巴菲特，首先是因为他投资美国，美国股市长期是有成长的；如果他生在日本，投资了“失去的二十年”的日本股市，他恐怕就不会成为股神了。

上篇论述了股权类资产的长期收益潜力。然而，作为中国人，很不幸的是，我们却必须承认A股不是个好市场。十年间，中国的GDP翻了一倍；然而十年前股市是2600点上下，现在还是2600点上下。我们统计下全球股市自2008年金融危机最低点至今的涨幅：

中国上证指数：1664点到2618点，涨幅57%；美国标普500：666点到2731点，涨幅310%；
德国DAX指数：3588点到11324点，涨幅215%；英国富时100：3460点到7173点，涨幅107%。

发达国家的股市，除了金融危机的时候大幅下跌，金融危机之后都是震荡向上的。这才是正常的股市，经济在增长，股市理应创造回报。而我们A股，除了阶段性地抽风一下，来个暴涨暴跌，基本是横着走。你可能说，这些都是发达国家股市，我们A股不够成熟。那我们来看看发展中国家的股市：

印度孟买SENSEX30：8047点到37081点，涨幅360%；印尼雅加达指数：1089点到6537点，涨幅500%；泰国综指：380点到1662点，涨幅337%；台湾加权指数：3955点涨到9932，涨幅也有151%。

全球范围来看，没有像A股这么差的股市。你持有上证指数十年，连通胀都跑不赢。

为什么人家的股市都是斜向上的，只有A股横着走？中国十年翻倍的GDP增长都到哪里去了？

有的人说，这是因为A股里90%都是散户，散户把炒股当赌博，所以导致A股不够理性。A股不够理性确实会造成市场波动偏高，股价会经常性阶段性地偏离公司真实价值，但这并不能为长期的低回报辩白（因为无论价格波动如何剧烈，股票的本质决定了它最终会回归真实价值）。股市长期不回报股东，还是股市自身有问题。

说股市是经济的晴雨表，但经济的发展、GDP 的增长要想反映在股市里，须要两个条件：一、经济发展靠企业的盈利和发展驱动；二、引领经济发展的企业必须上市并回报股东。在发达的资本主义国家，这两个条件是天然满足的。然而在中国，我们发现这两个条件都不同程度地打了折扣。

靠天吃饭的公司

我们看下面这张图，这是非金融 A 股历史上的净资产回报率（ROE）：



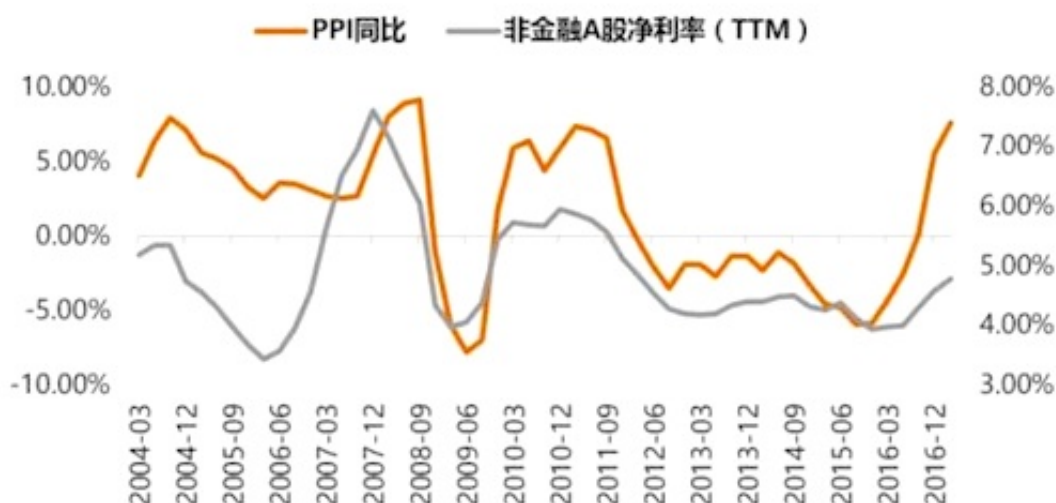
自 2011 年以后，A 股的资产回报率是逐年下降的。中国 GDP 增长靠投资，而不断投资只是把资产规模越做越大，却没有带来经营效率的提升，企业盈利能力逐年下降；企业盈利能力变差，自然不受资本市场待见。所以不怪 A 股不理性；相反 A 股很理性，A 股的企业本来就不赚钱，股票当然不涨（除了 15 年的“水牛”）。

不过要说中国上市公司都很差，显然是不公平的。只是很多优秀的中国企业都不在 A 股上市，而是在海外上市（稍后我们细说这个问题）。比如，雪球中概 30 指数（跟踪在美国上市的最大的 30 支中国概念股）从 2010 年至今上涨了 117%，回报相当可观。A 股中也不是没有优秀的企业，比如，央视 50 指数（由中央财经频道评选出的 50 个优秀上市公司）从 2010 年至今上涨了 157%。可见，优秀的公司，长期而言是能为股东创造可观回报的，不管美股还是 A 股。

上证指数之所以如此不争气，是因为该指数所包含的公司中，充斥着大量“垃圾股”。大量国有企业上市公司，或者大而不强，或者僵而不死；企业管理官僚化，经营效率低下。既然没有出色的经营能力，这些企业只能“靠天吃饭”。

什么是“靠天吃饭”？就是经济景气的时候，产品价格涨的时候，赚上一笔；经济一不景气，价格下跌，立马重新变回僵尸企业。所以 A 股总体而言呈现出极强的周期性，而非成长性。从下面这张图可以看出，A 股企业盈利几乎和 PPI (生产价格指数) 同步，也就是所谓的“靠天吃饭”。

净利率随PPI见顶而回落



正是 A 股中这些大量“靠天吃饭”的企业拉低了 A 股的整体回报。A 股的状况也是中国经济的一个缩影。GDP 的增长等于把摊子越铺越大，却没有带来质量的提升。

现代金融经济的发展，是靠货币发行带动物质创造。信贷增发帮助企业完成价值创造，进而推动整个社会生产力的进步。如果信贷被用在盈利能力强的企业，现金流回款较快，那么生产力发展的同时，信贷总量（杠杆率）也不至于很快上升。如果信贷被用在盈利能力较差的投资上，就会出现货币总量“虚胖”，杠杆率飙升，而经济增长质量较低。

在中国，可以说最大的公司就是政府本身，该公司的业务是城市建设，产品是高楼大厦。该公司吸纳了最多的信贷资源，但其盈利能力却是存疑的。这就造成了大量货币发行，债务（杠杆）飙升，推升了资产价格，拉低了社会整体的投资回报。就像吴敬琏先生所说，经济增长主要是靠大量投资去拉动的，而大量的投资又造成了过高的杠杆率，造成了系统性风险的隐患。

经济发展不靠企业盈利，而是靠城建基建。因此分享中国 GDP 增长的是楼市，而非股市。因为股市上涨靠上市公司盈利驱动，而房地产是城市建设的直接受益者。从这个意义上讲，在中国投资房地产，的确是比股票更明智的选择。

劣胜优汰的制度

很多人说A股是上市公司“圈钱”的场所。但在我看来，A股的问题不在于“圈钱”，恰恰在于它不“圈钱”：很多企业不以融资为目的上市，也不回报股东；想融资的企业，能融多少资，也不由自己说的算，而是政府说的算。

企业通过股市融资，然后做大做强回报股东。退市制度保证经营不善的公司被淘汰出局。这样就确保了资本市场始终“代表先进生产力的发展方向”，股市投资者因此能分享到经济发展的成果，这就是股市长期上涨的秘密。

中国股市本来是为了国企改制而生的，不像人家资本主义国家，是企业自发的融资需求而生。为改制而上市的国有企业，根本不需要靠这个市场融资，也不需要回报股东；上市只是出于改制的需求，而不是为了融资做大做强。这样的市场，当然不会给投资者丰厚的回报。

A 股的某些不合理的制度，不但不是优胜劣汰，反而助长了劣胜优汰。比如IPO制度，像富士康这种企业，只有在 A 股能拿到 23 倍的市盈率上市。在任何市场化IPO的股市，没有人会给一个行情下行中的代工厂这么高的估值。但 A 股可以，为什么？因为在 A 股，股票的发行价不是市场化定价的，而是证监会定的。股票发行价定多少，要看政府有何考量。像富士康这种劳动密集型产业对全国就业影响巨大，所以困难时期，政府必须拉它一把。信贷融资容易造成金融风险，所以只能通过股市。股民甚至不知道

自己被坑了，反正他们不在乎企业的长期价值，只要打新之后能翻倍就行。这种制度，在某种程度上，可以说是利用股民的无知为企业融资。

但你也不能说这完全是坏制度，毕竟它帮助了一些企业融到了它们从其它渠道无法融到的钱。但受害的则是万千股民。由于实行审批制而非注册制，由于靠政府而不是市场定价发行，由于不管什么企业都23倍市盈率发行，A股天然地丧失了正常资本市场优胜劣汰的功能。优质的公司不会选择在A股上市，而是到香港或美国，因为在那里它们能以更高的估值融资；而劣质的公司更喜欢在A股上市，因为它们在海外只能拿到10倍估值，在A股仍然可以23倍。

我们看到A股几乎被制造业公司主导，因为这类企业不像互联网公司或消费类公司那么受资本市场青睐，所以在A股上市反而比在港股或美股上市能拿到更高的估值。所以说A股为我国制造业发展做出了不可磨灭的贡献，没有哪个国家股市对制造业像我国股市一样优待。

但制造业主导的股市，财富效应却比较差。制造业处于“微笑曲线”的中间，它们处于整个产业链议价能力最差的环节，既没有上游能源、资源行业的垄断优势，也没有下游消费行业的品牌护城河。而当经济下行时，制造业又最为脆弱。这也部分解释了A股周期性大于成长性的原因。

说A股不适合价值投资，其实不无道理。价值投资强调投资有“护城河”的企业，但是这类企业又毫无疑问地喜欢到海外上市，留在A股的要么是大而不强的国企，要么是脆弱的制造业公司。所以我们A股的价值投资者，投来投去只能投资茅台，因为优质的标的实在是太少了。

投资者的自我救赎

中国的经济发展取得了举世瞩目的成就。但遗憾的是，A股的股民并没有分享到经济增长的成果。

虽然中国经济如今已进入“新常态”，但中长期潜力仍然巨大。可是A股的确不是个好市场。A股的种种自身缺陷难以解决，我们不敢说A股会不会还有下一个不涨的十年。

如果看好中国的投资机会，投资美国的中概股或港股，都是比A股更好的选择，因为优质的中国公司大部分在海外上市。好在现在陆港通的开放，给我们提供了投资港股的便利机会。QDII2的开放也便于有条件的个人投资者投资海外市场。

A股的投资者，如果抑郁于十年不涨的股市，不妨把视野扩大一些，大陆之外的市场可能比A股本身更能分享中国经济发展的红利。

投资是寻找确定性的游戏

我认为**确定性**是投资的核心。如果以赌牌为例：假设你坐在一张赌桌前，不管赌什么，就假设在斗地主吧。你如何取胜？你什么时候叫地主？当然是在你手里的牌足够大的时候。玩过牌的人肯定都是如此。

当然，如果你的牌不够强，但对手的牌更弱，你也能够取胜。可是你不会把希望寄托在对手身上，你不知道对手的牌。你不会在自己的牌弱的时候叫地主，只会自己的牌足够强的时候这么做。因为只有这样获胜的概率才比较大，而且确定性比较高。

投资也是一样。要想赚钱，必须在确定性足够高的机会上下注。你不能把希望寄托在无法把握的对手（市场）身上，也不能主观臆断对手的策略和打法。

很多散户依赖技术分析判断市场，但是对技术分析的有效性和确定性却全无了解。书本上说MACD金叉买入，如果拿这种策略在所有的股票上试验，正确的概率是多少？恐怕没人说的出。普通散户也没有资源和技术做这种测试。就算我们测算出历史上MACD金叉买入的正确率是55%，又如何能保证未来的市场和过去一样？如何能保证这种策略在未来依然有效？

关于技术分析，在此不便展开讨论了。我只是想说，假如决定采取一种投资策略，必须对该策略的胜率有客观的了解，凭主观臆断地采取某种策略，无异于随机地赌博，而且是水平很差的赌博。

市场的涨跌是很难判断的，就像对手的牌一样。

除了赌涨跌，股市也给我们提供了很多确定性的机会，就像我们自己手里抓到大牌一样，可以可靠地说胜率很大。比如，临近交割日的折价股指期货，就存在确定性的盈利机会。如果交割日临收盘的沪深300指数是3000点，但股指期货价格是2900点，那么买入股指期货，就可以确定地获利100点。为什么？因为中金所规定股指期货的交割价为指数最后2小时的算术平均价。如果以2900元买入即将交割的期货，但是期货按规定以3000元交割，就确定能赚100元。只是这样的机会很难出现。

类似的确定性机会不只局限于股指期货。徐大为所著《[低风险投资之路](#)》记录了很多类似的确定性投资方法（称之为低风险投资）。我并非推荐所有人都去做“低风险投资”，但阅读该书能帮助读者拓宽投资思路，而且它传达一条极为重要的投资思维：**投资不是猜涨跌或赌对错，而是在不确定的市场中寻找确定性机会的游戏！**

价值投资者往往认为市场无法判断，所以只关注公司基本面，在价格合理时买入。价值投资的确定性源于股票的本质，即公司的股权，所以股价最终必然会体现公司价值。但不确定则在于，公司的经营存在很多风险。

很多人以为价值投资是买低市盈率的股票，这是一种误解。价值投资也不意味着简单地看好一个公司并长期持有。如果无法估算一个行业未来的空间，无法估算出一个公司的内在价值，简单地看好并买入，和猜测市场能上涨并做多没有什么区别。

价值投资的确定性来自于对一个行业和公司透彻地了解，以至于能估算出一个公司的长期价值，在股价低于公司价值的情况下买入，长期持有等待价值回归。

不管是“低风险投资”还是“价值投资”，都不是无厘头地猜测市场，而是在确定性的机会上下注，这就是投资的本质。可以说，**在股市中能赚到钱的人，不是因为能判断市场涨跌，而是因为他找到了即使无法判断市场也能获利的方法。**

炒股亏钱的几种途径

没有确定性的押注

投资最忌讳的就是做没有确定性的押注。大部分散户炒股的方式就是，看着K线图，然后凭感觉判断：我觉得这个股票能涨，于是买入。为什么认为它能涨？凭经验？经验规律是什么？历史上多少次管用，多少次不管用？有统计吗？如果不是凭经验，那么理由是什么？为什么这个理由是对的？有理论依据吗？理论是哪里来的？如果不能回答这些问题，就是在做没有确定性的押注。就好比在赌博的时候，不知道自己手里牌的大小，就ALL IN了。

炒股的初学者往往都想做波段。因为直觉上股价上去又下来又上去，抓波段貌似很赚钱。但是你有什么可靠的方法能抄底逃顶？除了直觉，有什么可靠的方法能判断顶底？很快你会发现并没有这样的方法。做有确定性的押注，就要放弃这种直觉上“容易”赚钱的机会；只有在有规律可循，而且自己能把握的机会出现时，才做交易。

没有确定性的押注，不只局限于赌价格涨跌，基本面投资也容易陷入盲目地押注。比如当下很多人认为人工智能是未来的趋势，于是在高价买入人工智能概念股。他们对人工智能了解多少呢？人工智能还有哪些技术上的障碍？能不能解决？市场空间有多大？这些问题都不容易回答。但是如果对这些问题都没有了解，就开始投资，也是一种盲目地押注。

理性的投资要以事实和清醒的认知为基础，不管是价格投机，还是基本面投资。否则与赌博无异，而且是技巧很差的赌博。

技术分析的陷阱

我始终认为凭几个技术指标来判断市场是个非常疯狂的想法。总有人认为K线图中有规律，炒股票就像找规律的游戏。价格只是表象，价格不会告诉你价格背后的故事。但正是那个故事，才是驱动价格变化的根本。同样是三根连续上涨的阳线，但三根线背后的故事可能是不一样的。凭什么认为三根阳线的上涨形态就能预示着什么？

技术分析者认为价格已经包含了一切信息，并且历史会重演。即便价格反映了一切信息，过去的信息是否能预测未来？即便历史会重演，是否会以相同的价格形态呈现？是否能被同样的技术指标捕捉？这些问题都难有肯定答案。更何况三大假设本身就有问题。

技术指标不过就是一些统计指标，平均、加权、标准差之类的。从认知论角度，统计量之间不能建立任何因果关系。诸如“均线对价格起到支撑”，“个股受大盘压制”，这样的说法逻辑上都是错误的。所以，技术分析在理论上是不成立的。

不过很多人表示，技术分析在实践中确实是有用的。这我也不否认。理论上不成立不代表实践中没有效果。如果大家都相信支撑位是存在的，那么它就真的存在。我也不否认，技术分析有助于理解市场——事实上，我认为技术分析的意义在于理解资金轨迹和市场心理。我反对的是，把技术指标当作预测未来的概率指标来使用。

谨慎对待量化投资

我一直对在金融领域采用科学方法心存怀疑。科学是以量和关系来把握客观规律的认知方法。我们对物体进行测量，从而得到它量的属性，进而通过数学来建立量之间的关系，这便成了客观规律的表述形式。这一切得以成立的前提是，被观察的事物规律独立于观察者而存在。但这一前提在金融领域是不存在的。

当我测量一个铁球的质量时，这个量描述了内在与铁球本身的属性，这个属性不因观测者、时间、地点的不同而不同。当我用夏普比率来描述一个基金业绩时，这个量能说明什么？它不能告诉我任何关于这个基金的本质信息。它只是对历史数据的一个统计。就好像我统计了过去十年中国的人均收入，这个数字只能说明一个过去的事实；它不意味着中国未来十年的人均收入还会是这个数字，它也不能说明中国人赚钱的能力是好还是差。一个基金的表现，随着市场行情的变化而变化，过去的夏普不代表未来的夏普，这个数字不说明任何本质的东西。这种度量的意义值得怀疑。

量化投资非常注重策略在历史行情下的回测。这也是典型的科学方法——通过实验检测理论的正误。这种做法的前提假设是，历史行情代表了某种关于市场的实相；我们相信某些关于行情本质的东西在过去和未来都是相同的。但我对此深表怀疑。

当我们用物理实验来验证某个理论的时候，这种检验之所以有效，是因为物理学的研究对象至少在时间和空间中是一致的。力与加速度的关系不会在去年和今年有所不同。但是金融市场中的“规律”甚至并不具备时空的一致性，过去的市场和现在是不同的，现在和未来又是不同的。当我们用历史行情回测一个策略时，至多只能说明该策略的历史表现；它的历史有效性不能简单地延伸到未来，也不能延伸到其他市场上。我们无法从回测中得到任何普遍意义上的结论。

市场并不是一个客观的存在。市场价格中包含了人的预期和偏见。降息真的利好股市吗？如果大家普遍相信这一点，它就成了真的利好；如果大家普遍不相信，它就不是利好。当前的市场普遍追逐消费和医药股，投资人（不管是机构还是散户）都相信关于消费和医药股种种好处。这究竟是实存还是人的偏见？

人的世界充满了偏见。人们会阶段性地相信某种理念或说辞，于是那种理念就成了一段时期的真理。战争时代走过的人，会更懂得和平和包容，于是自由贸易蔚然成风。但是生活在和平年代的下一代人，看到的是竞争、失业、贫富差距，于是贸易保护就成了正确的选择。人类认知的反复偏见和金融市场的来回波动并无二致。

短线投资反人性

散户最常见的交易方式是日线级别的交易，就是买入后持有几天；散户既没有耐心持有数月乃至数年，也无法做日内交易。但这种日线级别的交易——我称之为短线交易——是确定性最差的。隔日的行情受太多因素干扰，根本无法形成确定性规律。有规律可循的事件驱动策略要程序化交易，散户又无法操作。

另一种有效的短线交易策略是在市场出现极端情绪时反向操作。但这是一种极其反人性的方法。你怎么能保证当大家普遍恐慌时，你能清醒地抄底？这是一种极其反人性，万里挑一的品质。大多数人不应该认为自己是那万里挑一的人选。

散户最佳的投资方式是长线投资。当然这种方式不能在短时间内快速积累财富，而大多数人都急于赚快钱。巴菲特说：“投资很简单，但并不容易”。简单是因为想取得一个合理的投资回报并非难事。难的是要清楚地认识自己，抵制诱惑，保持理性，克服不切实际的幻想。

投资哲学害死人

中国人喜欢大而模糊的判断，这是投资的大忌。物极必反，阴盛阳衰，这些道理看似放之四海而皆准，其实是最没有用的。当回头看历史行情的时候，看到牛熊交替，会给人“物极必反”的感慨。但这些“大道理”都是没有任何意义的“马后炮”。它不会告诉你在当下时点，你该怎么做。你不能因为“物极必反”就去抄底，因为你不知道哪里是底。

中国哲学就喜欢玩弄这种模模糊糊的东西，自以为意味无穷，其实只是文字游戏。就像《道德经》中的“道”？到底什么“道”？没有人说得清。它什么也不是，不是任何实相，只是中国文字的一个符号罢了；只因为其含义模糊，所以被搞得玄而又玄。

一个严谨的投资人注重的是事实和真相，是科学的调查与论证。正如不可能依靠什么“大道”将火箭送入太空一样，投资人也不应依靠这些玄而又玄的哲学来指导投资。

投资没有干货

投资就像打仗。我很喜欢这个比喻。投资不是一项具体的技术，就像打仗没有固定的法门，没有哪个法门只要一用，就能保证打胜仗。你可以读兵法，但兵法不能保证你成为一个好将军；而目不识丁之人，也可能百战百胜。战法没有对错之分，但却有高下之别。投资也一样，但就一个观点而言，难言对错；但投资人的水平却有高下之别，这就构成了长期投资收益的差别。

索罗斯说：“理财永远是一种思维方法，而不是简单的技巧”。从这个意义上来说，投资是没有“干货”的。“干货”是那种直接能看到效果的东西。除了内幕消息这种非法信息，投资方法是没有干货的。投资是认知的变现。一个成功的投资者需要的品质是不断淬炼自己的思维方式，不断提升自己的认知水平。如果一个投资者对某个问题的认知水平能超越绝大部分市场参与者，他才能“betting against the consensus and be right”，这就是超额收益的来源。

价值投资的五重境界

本杰明·格雷厄姆据说是价值投资的开创者。格雷厄姆被称为“华尔街教父”，也是沃伦·巴菲特的老师。他的书《[聪明的投资者](#)》《[证券分析](#)》都是股票投资者的必读书。格雷厄姆的投资理念是：“根据公司的内在价值进行投资，而不是根据市场的波动来进行投资”——“价值投资”由此得名。

由于股票价格的波动诡变莫测——相信所有买过股票的人都会同意——所以价值投资者主张回归本质：股票代表公司的所有权，所以买股票就是买公司；基于对公司价值的测算，当市场价格低于公司价值的时候买进，反之卖出。如巴菲特所说：“投资成功的关键在于，当市场价格大大低于企业的价值时，买入优秀企业的股票。”

价值投资的理念听起来理所当然，特别是对于那些认为“价格围绕价值波动”的人来说，这种投资方法极具吸引力。但价值投资实践起来却比讲出来难得多，否则世界上为什么只有一个股神巴菲特？巴菲特的价值投资传入中国后，曾引来大批中国投资者模仿，他们被称为“中巴”。但是中巴们带着巴菲特的投资方法征战A股后，却大面积遍体鳞伤，于是有了“价值投资不适合中国”的说法。直到今日，价值投资到底适不适合中国，仍然是很多人争论的焦点。

价值投资为什么说起来简单、做起来难？如果一个人读了巴菲特的名言并开始投资，他遇到的第一个难题就是，到底什么是企业的价值？如何估算企业的价值？巴菲特说：“没有公式能判定股票的真正价值，唯一方法是彻底了解这家公司。”这就使公司价值这个听起来简单的概念变得扑朔迷离。但这恰恰是价值投资的关键所在，懂得了如何给企业估值，剩下的就是在价格低于价值时，点击鼠标买入就行了。

关于公司价值，金融教科书上的标准定义是——未来现金流的折现值。这里暂时不考虑这个定义，因为对于大多数人，这个定义太学术了，而且也不实用。巴菲特的合伙人芒格也说过，从未看见巴菲特用套用这个公式计算公司价值。我们从更实用的角度思考一下公司价值这个问题。

价值投资的五重境界

格雷厄姆建议“寻找价格低于有形资产账面价值的股票”。我将之称为**价值投资的第一重境界**，即是将公司有形资产的价值作为公司价值。这种方法简单明了，而且有形资产价值可以直接从财报上读到。我记得巴菲特曾经买过一家公司，仅公司持有的黄金的价值，就高于股票价值了。相当于用90块钱买100块钱的东西。但结局并不理想，巴菲特买了之后这家公司就是不涨，最后被股神清仓了。

然而这种估值方法，可以说放在现在的股市，已经过时了。因此我也不想过多讨论这种方法，只需指出两点：首先，如今的市场上很难找到这种股票了。其次，这种估值方式的把重心放错了。一个公司的价值取决于它的盈利能力，而非它账面上有什么东西。不能产生现金流回报的资产是不值钱的。一个公司就算它账面上趴着一堆金子，但如果不能用这堆金子产生盈利，又有什么用？

认识到企业的估值必然也只能是基于其盈利能力，于是就进入了**价值投资的第二重境界——市盈率估值法**。市盈率P/E是股票估值最常见、最实用、讨论最多的指标。因此有必要对这个重要的指标做一番详细讨论。

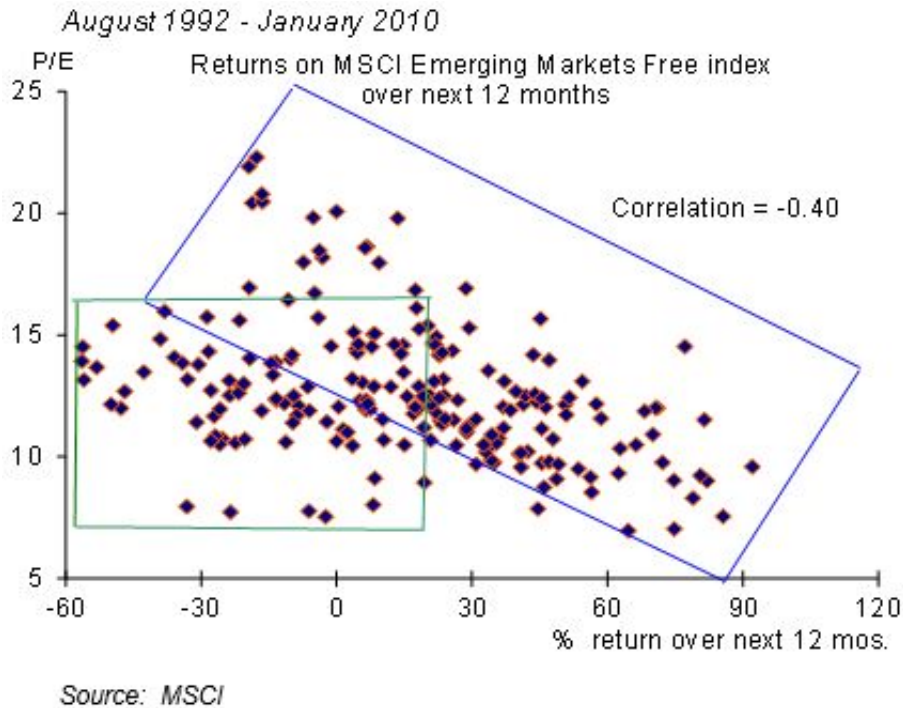
市盈率是一个上市公司盈利与市值的比值。市盈率的倒数，也称为盈利率。盈利率可以认为是一家公司对股东的回报率。假设上市公司A年盈利5亿，市值100亿，那么它的市盈率是20倍，盈利率是5%。也就是说，如果你拿100亿把该公司全部收购下来，那么它每年会给你带来5亿元、相当于5%的投资回报。如果市值上涨到200亿，那么市盈率上升至40倍，盈利率就下降为2.5%。所以市盈率越高的公司，投资回报率越低。当然，前提是公司盈利稳定。

那么，多少倍的市盈率比较理想呢？很直观的答案就是拿盈利率和当下的利率水平相比较。如果银行存款尚且有3%的年利率，那么40倍的市盈率、或者说2.5%的盈利率就显得太不划算了。如果银行存款利率下降到1%，40倍的市盈率就不显得那么贵了（当然，存款利率接近无风险，公司经营是有风险的，这里更准确的比较是和同级别的公司债券收益率相比）。巴菲特说利率对资产价值产生的作用如同重力对物质的作用。低利率会使支撑更高的资产价值，高利率作用相反。这就是为什么央行降息会利好股市

的原因之一。

因此，保守的投资者大都不喜欢买高市盈率的公司。格雷厄姆建议买入股票的市盈率不要超过10倍，彼得·林奇也建议股票的市盈率无论如何不能超过25倍。但是现在的市场上市盈率40~50多倍甚至更高的股票比比皆是，是不是严重高估呢？稍有经验一点的投资者就会发现，不同行业、不同公司的市盈率差别巨大，而且这种差别长期存在，毫无收敛的迹象；更不可思议的是，市盈率的高低对股票涨跌并没有什么影响。比如医药股的市盈率常年在40倍以上，从未下降到和债券利率相当的水平；银行、地产股票的市盈率常年低于10倍，似乎也没有要回到20倍以上的希望。

下面这张图统计了新兴市场股票市盈率和未来12个月涨跌的关系。可以看到，二者的关系几乎松散到没有关系。如果硬要说高市盈率预示着低回报，好吧，只有-0.4的相关系数。所以，虽然理论上说低市盈率的股票回报率更高、上涨潜力更大；但事实证明，市盈率的高低和股票涨跌并没有什么关系。



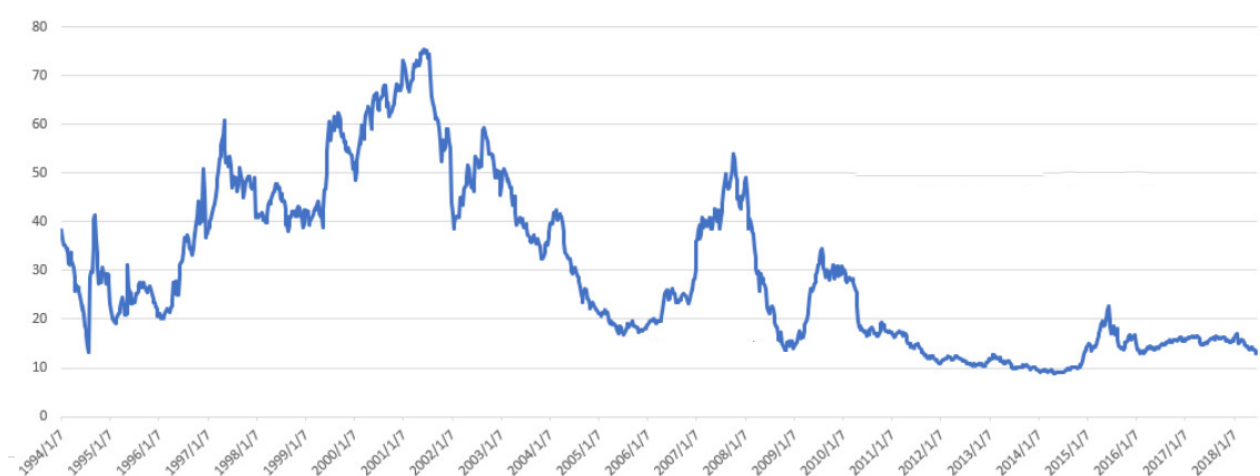
为什么会这样？因为公司的估值远非利率的倒数那么简单。我们拿市盈率和利率相比较，前提是公司盈利一直保持稳定，稳定到跟固定收益理财一样；但事实上几乎没有公司能严格满足这个条件，任何公司的经营都存在风险，而且还受经济周期波动的影响。像医药行业，因为相对稳定、周期性较弱，所以市场给的估值就比较高。相比之下，地产股一直估值比较低，因为地产有很强的周期性，而且严重受政策调控的影响。这些不可预测的因素削弱了地产股的估值，因为投资者不知道今天的利润明天是否还能持续。同行业的不同公司估值也差别巨大，比如同样是银行，招商银行的估值始终高于农业银行；同样是保险公司，中国平安的估值始终高于中国人寿。但你不能说，招商银行或中国平安是高估的，因为它们确实比竞争对手更优秀，理应享受更高的估值。

所以，不同行业、不同公司的特性不同，都会导致估值上的差异。因此不能简单地通过和利率相比较，来说明估值高低；也没有一个市盈率的标准，判定公司是高估还是低估。或者说，估值具有相对性，更合理的估值方式不是和利率比较，而是和同行业其他公司比较，和历史上的估值水平比较。这就是**价值投资的第三重境界**，我称之为比较估值法。

比较估值法是一种相对的估值体系，即不认为估值有单一的标准，而是通过横向纵向的比较得出结论。比如，可以观察一只股票历史上的市盈率水平，如果当前估值触及历史估值低点，便被认为是低估的。再比如，国内有一只行业龙头股，但估值低于国外行业地位相当的公司，也可以认为它是低估的。有个网站叫 [理杏仁](#) 是比较估值的利器，上面有所有指数和个股的历史估值，并统计了估值倍数的分位点，告诉你当前的估值处于历史估值的什么分位点上。

比较估值法虽然较单纯的市盈率估值法更为灵活，但二者的实质是相同的——即认为有个“合理的估值”，过低或过高的估值会向其回归。这个“合理的估值”可以从利率推导出来的，也可以由历史估值的均值给出。总之，比较估值法成立的前提假设是——均值回归。但均值真的会回归吗？

上证指数历史市盈率



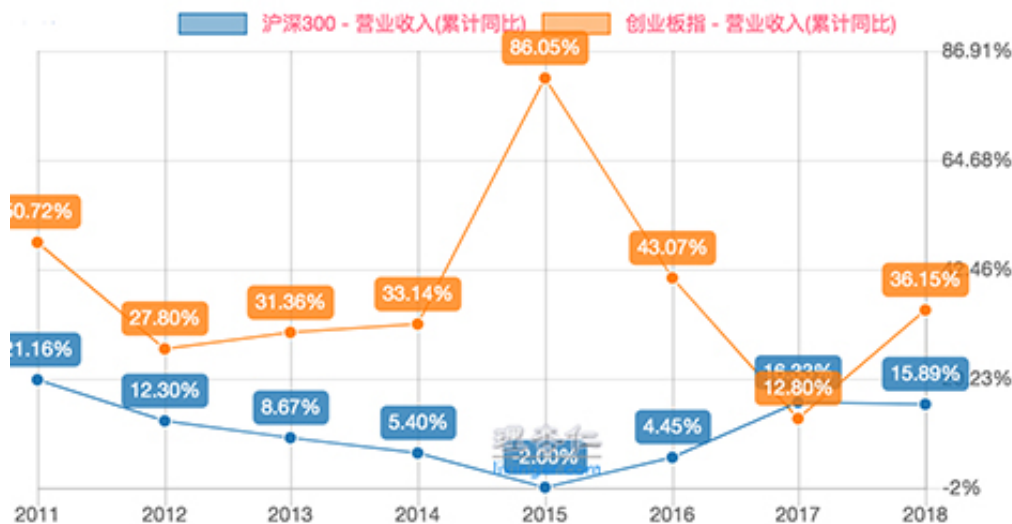
这张图是上证指数的历史市盈率。90年代上证指数的平均市盈率一直保持在40倍以上；2000年后估值有下降的趋势，但均值仍然有30多倍；2010年以后，估值中枢再次下移，长期保持在10多倍。当前上证指数的市盈率是14倍，历史的平均值是26倍。如果均值回归的话，那么上证指数严重低估，要上涨一倍才合理？再比如，创业板的历史平均市盈率是50倍，当前只有28倍，是不是也有一倍的上涨空间？我想任何理智的人都不会认同上证指数会回归26倍、创业板会回归50倍估值。

这样的例子，个股的里面能举出更多。比如，A股里的明星股格力电器，上市以来市盈率一直保持在20~30倍，2007年下降到10倍。很多人当时以为这是千载难逢的低估值买入良机，没想到格力电器的估值中枢从此就锁定在了10倍左右(2007年疯狂的牛市除外)，再也没有回归到20倍以上，虽然格力的业绩翻了好几倍。也有估值中枢上升的例子，比如A股的医药龙头恒瑞医药，从前估值中枢一直在40倍上下，近几年提高到50~60倍，而且很可能继续保持在这个估值水平。

所以在实践中，股票的估值低于历史平均值未必就是做多的买点，估值高于历史均值也见得就得卖出，估值也未必会回归均值。我在《[我所理解的市场与价格](#)》中谈过我对估值理解。我个人认为“均值回归”根本就是个伪命题，是对统计数字的错误解读。我们没有理由认为，一个统计上的平均值，能说明任何实质性的东西。就好比中国人的月平均可支配收入是2000元，这只是说明了一个事实而已，你不能据此做出任何预测；你不能说某人收入5000元，所以他要均值回归；你也不能据此预测，中国人永远跨不过中等收入陷阱。

估值会围绕着一个均值上下波动并向均值回归，不过是一个美丽的误会。事实上我们会发现，上涨有上涨的道理，下跌也有下跌的道理。上涨或下跌的原因从来不是什么“估值回归”，而是估值驱动因素的变化。为什么20年前的上证指数值40倍估值，现在只值10倍？20年前中国的GDP正以10%的速度增长，而如今进入了L型“新常态”，对应的市场前景自然大不相同，估值中枢也下降适应了经济环境的变化。

再比如，为什么13-15年是创业板行情，16-17年是蓝筹行情？13-15年中国经济饱受产能过剩和结构调整的痛苦，以周期股为主的主板当然不受待见；而在智能手机产业和制造升级的推动下，创业板走出了一大批代表经济发展前沿的股票。看下面这张图，13-15年创业板的业绩远远好于沪深300。



16-17年蓝筹走强也不是因为风水轮转、否极泰来，而是因为一方面创业板在创新产业见顶、并购泡沫破裂后成长性腰斩，另一方面中国经济在供给侧改革推动下周期性复苏。从业绩上看，17年沪深300的营收增速甚至超过了创业板。蓝筹股和创业板的风格切换，同样是对估值随经济环境变化的结果。我们不能拿着历史平均值说话，说创业板会回到50倍市盈率，蓝筹股还会跌回去。市场风格是否会再切换到创业板？有可能，但那将是经济背景和估值驱动因素的再次变化。

很多人喜欢拿基本面不变、但估值大幅变化的例子来说明市场的“错误”，认为当估值大幅偏离均值、市场出现错误的时候就是交易的良机。但是我想说，这样的人把市场想的太愚蠢了，把自己想的太聪明了。拿上面的例子来说，恒瑞医药的估值从40倍上升到60倍，能说是高估吗？医药股估值的提升，一方面是经济下行期抗周期的医药股会更受青睐，另一方面是因为近年来市场对医药管线的认识加深，将未来医药管线的价值也折合进了估值里。如果你真的了解一家公司，就会发现市场要比想象中聪明得多。

在实践中，每个人买卖股票的时候都要问自己一个问题，自己为什么会赚钱？当你要买股票的时候，总有人卖给你；当你要卖出的时候，总有人接盘。总有人和你的想法相反，为什么你是对的，别人是错的？除非你对一个行业、一个公司的理解超过市场上99%的交易者，否则没有理由轻易认为市场是错的。对于绝大多数人，跟随市场顺势而为，涨的时候看涨、跌的时候看跌，要比逆势而行、打赌“均值回归”明智得多。

真正的“低估值”并不是指市盈率低于历史平均值的状态；“低估值”是相对未来而言的，相对未来的经济形势可能发生的变化、相对未来的估值逻辑而言的。这便是**价值投资的第四重境界——动态估值境界**。第四重境界的投资者，不再执着于估值的绝对数字，而是善于捕捉估值变化的逻辑。这通常不是单独分析个股所能及的，而需要有更广泛的视野，对宏观经济环境有所判断。不过这已经脱离了一般价值投资的范畴，进入到宏观对冲策略的领域了，所以在此按下不表。

就个股而言，如果认识到不能用静态的市盈率数值去估值，而且认识到“合理的估值”会不断变化、没有固定标准，那么如何去给企业估值呢？这里我称之为**价值投资的第五重境界**，摆脱市盈率、市净率等指标，通过对企业经营的理解来给企业估值。

理论上来说，股票的价值等于其未来现金流的折现值。简而言之，就是说股票的价值是由该公司未来可能产生的自由现金流决定的。假设有一家地产公司，现在有1亿平方米的土地储备，准备把所有的这些土地都盖上商品房，卖完就散伙。假设这些房子预计能卖1万亿元，预计给股东产生1000亿的利润。那么这家公司现在应该值多少钱？假如这家公司现在市值200亿的话，你如果买下它，将来可能会赚800亿；如果市值600亿，买下它就只赚400亿；如果市值1000亿，那么就没有利润了，考虑到时间成本，甚至是负利。这笔投资是否划算，和当下该公司的盈利多少，市盈率多少，都没有关系，而是与未来可能产生的利润有关。

所以真正的价值投资，重点在于对公司和生意的理解，对未来利润空间的估算，而非投资低市盈率、市净率的公司。举个例子，2008年的时候贵州茅台的市盈率高达100倍，但茅台高估吗？如果你投资了100倍市盈率的茅台，至今仍会取得550%的回报！如果畏惧高市盈率，那么你就错过了A股中回报最高的股票。当然，要想在100倍市盈率的时候投资茅台，你需要对这家公司足够了解，知道它未来还有十倍的市场空间，那么100倍市盈率就不显得贵了。

这就回到了巴菲特那句名言：“没有公式能判定股票的真正价值，唯一方法是彻底了解这家公司”。如果我们充分了解一个公司，了解到能估算出它未来的市场空间、未来的利润空间，那么就知道了这家公司的真正价值。股票的价值不是由过去决定的，而是由未来决定的。过去的股价走势如何，市盈率高低，盈利多少，乃至是否盈利，都不重要，因为这些都只代表过去，而投资投的是未来。我们研究一家企业财务报表，不是为了通过财报来计算企业的估值，而是通过财务数据来了解企业的竞争力，判断它未来。

并不是所有的公司都能预判出它未来的利润空间，这就要求我们把投资标的锁定到那些商业模式优秀、竞争格局清晰、未来业绩可估算的企业上，并形成自己的“能力圈”——有能力看懂某些行业、某些公司未来的状况。不懂不投，而不是盲目地押注，这就是投资与投机的区别所在。

护城河是对不确定性的应对

价值投资者认为买股票就是买公司，忽略市场价格的波动。但并非所有认为“买股票就是买公司”的投资都是价值投资。之所以称之为价值投资，强调的是**估值的可能性**。基本面投资不见得就是价值投资。价值投资并非风险投资，风险投资者会投资未来前景看好、但无法预料的新兴行业，比如人工智能，比如新能源等等。但这些行业绝非价值投资者的选择，因为他们的未来是不确定的。人工智能未来会有多大的市场？没有人知道。这种未来的不确定性，使估值成了不可能完成的任务。巴菲特不投资科技股人尽皆知，很多人嘲笑他错过了计算机，错过了互联网，错过了这个时代最伟大的发明。但他不过是在坚持价值投资的原则，无法看清对科技公司的未来，无法估值，所以无法投资。

去年有个有趣的事情，巴菲特和马斯克（特斯拉创始人）有过一次“口角”：马斯克嘲笑巴菲特投资的糖果公司太过无聊，认为“创新才是保持竞争力的关键”。巴菲特则回应，科技没有颠覆每一个行业的护城河，在喜诗糖果这门生意上胜过马斯克。从这个小故事中，我们也可以窥见巴菲特的投资思路，科技创新固然令人心潮澎湃，但他要的是稳定的、可预期的盈利能力；而马斯克的生意——电动车、太空飞船，不确定性太多了。

价值投资的难点就在于，想看清一个公司的未来是很难的。公司经营无不充满风险，昔日的商业巨头也可能被颠覆。有篇流传很广的投资文章《[不确定市场中的确定性](#)》，里面讲了很多不确定性的故事，比如公司老板的私生活都会影响公司发展的走向，还有数不清的黑天鹅、事故、灾难等等，这些都是投资人力所不能及的，但都会对公司的经营产生影响。

很多人认为价值投资就是研究财报、投资业绩好的公司。但是“赌财报”和赌股价的涨跌又有什么区别呢？短期的业绩充满了不测，就像股价的短期走势不可预测一样。汶川地震了，四川的上市公司就跟着遭殃了；动车组脱轨了，所有的高铁股都跟着暴跌，谁能预料到呢？

但是有一些公司，由于形成了某种竞争优势，即便短期业绩遭遇不测，但长期盈利能力无可撼动。这类公司具有“抗击打”能力，它们的确定性来自于自身的商业模式形成的“护城河”，即便遭遇黑天鹅或周期波动，但长期盈利前景稳固。这便是价值投资者所追求的确定性。

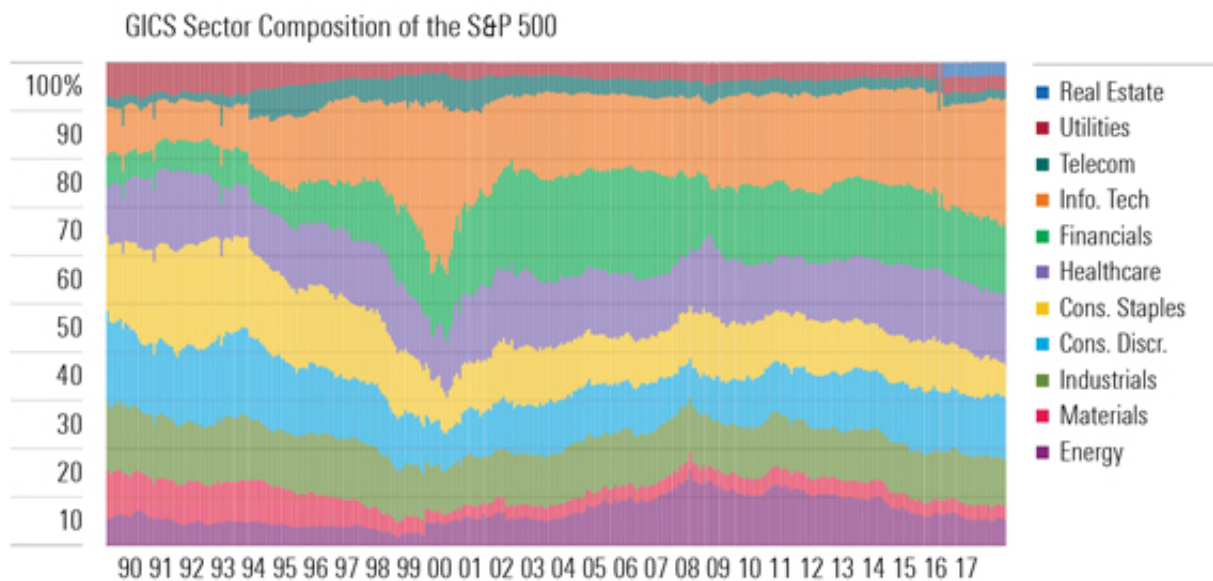
在1993年的股东信中，巴菲特首次提出了“护城河”概念。他说：“最近几年，可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额还在增加，他们的品牌威力、他们的产品特性、以及销售能力，赋予他们一种巨大的竞争优势，在他们的经济堡垒周围形成了一条护城河。”

巴菲特所谓的“护城河”是指企业某种可持续的竞争优势，使得未来的利润有高度的可预测性，这样便可以估算出企业的价值。护城河是怎么产生的？可能是由于规模优势，或者是垄断，或者是品牌效应，甚至政策特许，都会赋予企业护城河，使其难以被竞争对手攻击。

这里可以举个巴菲特投资华盛顿邮报的例子。在1985年的股东信中，巴菲特阐述了投资华盛顿邮报的原因。他认定华盛顿邮报是个具有持久竞争优势的公司：“历年来，几乎所有城市都变成只有一家报纸（或者两家竞争性的报纸合并成一家来经营）。这种报纸的减少是不可避免的，因为人们希望只订阅一家报纸。但竞争存在时，在发行量上有明显优势的报纸自然会获得最多的广告。于是广告吸引读者，读者吸引广告。这种共生过程会导致弱势报纸的淘汰，正所谓‘胖者生存’。正是这种‘广告吸引读者，读者吸引广告’的良性循环使报纸这门生意具备了规模优势，发行量大的报纸公司便具备了天然的护城河。

什么样的企业具有护城河，并没有一致的答案，这取决于投资者对企业商业模式的理解。虽然巴菲特不投资科技公司，但并不代表科技公司就没有护城河。比如雪球CEO方三文以投资互联网公司著称，他认为互联网公司具有“自我实现”的特征，即用户越多越好用，越好用又吸引越多用户，这便成了互联网公司的护城河（参见《[关于互联网公司投资的一些看法](#)》）。在2019年的股东大会上，巴菲特也表示：“如果科技公司确实能建立护城河的话，会非常有价值。但我们还是不会自己来投资看不明白的科技股，但会雇佣投资经理来投资，因为他们更熟悉这一领域。”所以一家企业究竟有没有护城河，没有客观的判定标准，关键是要求投资人懂这个领域、懂这家公司。

但通过研究历史，我们也不难发现一些规律，哪些行业会随着时代兴替而沉浮，哪些行业能持久存在。如果我们观察美国股票指数的行业市值变迁会发现，金融一直以来是一个大行业，消费和医疗是比较稳定的，科技板块是逐渐扩大的，而像电信服务、公共事业、原材料等行业的占比是逐渐萎缩的。

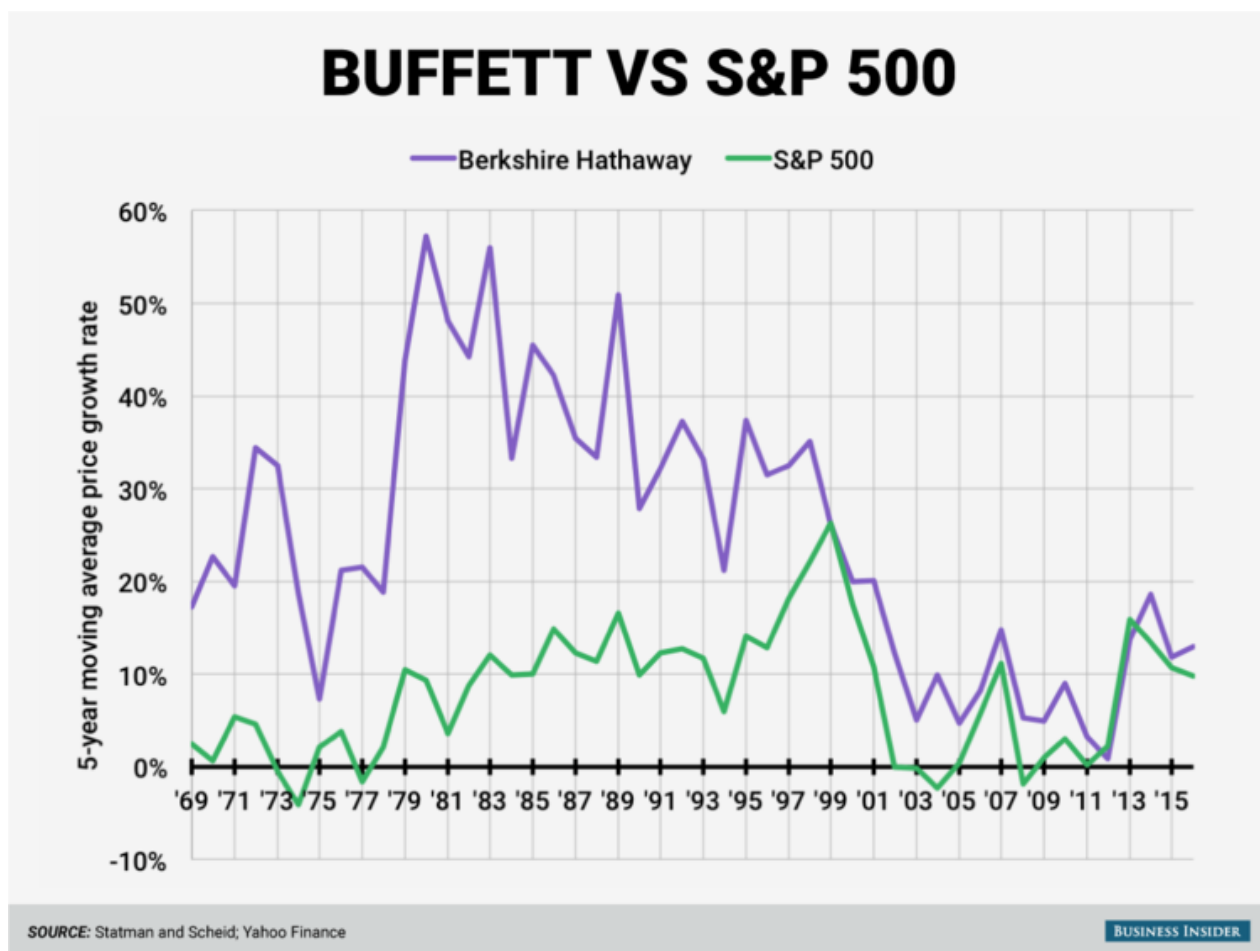


所以，对于想长期投资，又没有特别能力圈的人，不妨闭着眼睛买入金融、消费、医疗的龙头股，这些行业至少不会随着经济发展被淘汰或萎缩。有人可能担心银行是不是没有发展空间了？消费股是不是涨到头了？长期来讲，肯定是不会的。即便这些行业不存在大幅扩容的空间，但是仍会随着经济的增长而增长（因此占比才能保持不变）。

价值投资的局限

价值投资虽然是一种很好的投资思路，但是和任何投资策略一样，越多的人使用这种策略，这种策略能带来的超额收益就会越少。如果市场上很多人都在价值投资，那么有价值的股票就会被挖掘殆尽；如果很多人都在买有护城河的企业，那么这类企业的价格就会被抬升，一直抬升到不再有吸引力。价值投资者要挑选确定性高、企业价值可估算的标的，但是确定性高的公司，大家都认为确定性高，也就无利可图了。像我们提到的医药股、消费股，因为大家都知道它们确定性高，所以给的估值也高。再好的公司，估值高到一定程度，以至于透支了未来，也不值得投资了。

下面这张图是巴菲特的伯克希尔的5年平均收益率和标普500指数的对比。99年之前，巴菲特大幅跑赢指数；但99年后，巴菲特也基本职能跑平大盘。当市场越来越有效，股票价格越来越正确地贴现未来的盈利预期，那么价值投资者就不再能取得任何超额收益了。当然，这是对美股而言；在中国股市，价值投资是否能获得超额收益，我不得而知。但可以肯定的是，中国市场的趋势也是在变得越来越有效，低垂的果实越来越少，获得超额收益的难度越来越大。



价值投资专注于企业本身的研究，而忽略市场价格的波动。这样做的好处在于，投资有公司价值为锚，所以不会在市场的波动中失去方向。不像外汇或者商品投资，由于没有价值这样的锚，只能赌价格的趋势。但这恰恰也是价值投资的不足之处——忽略了价格这个极有用的工具。读者不难发现，价值投资的原则不区分一级市场或二级市场；无论这家公司是否上市交易，或是只能实体收购，都可以应用价值投资的原则。理论上，由于非上市公司的估值幅度变化更大，价格更容易偏离真实价值，对于善于给公司估值的投资人来说，投资一级市场比二级市场更有利。

但是二级市场的优势就在于，股票的价格有实时的报价。二级市场交易使很多信息被吸收进了股票价格之中。但价值投资的法则完全忽略了市场价格这个重要的维度。如果我们把股票价格拆解为：股价=基本面×估值倍数，价值投资只解决了“基本面”的问题，而对理解“估值倍数”和“股价”毫无帮助。或者说，价值投资只解决了一个公司应该值多少钱的问题，而无法解释为什么这个公司现在是这个价格，更无法解释价格会的变化。在价值投资的第四重境界里面，我提到过估值倍数的变化和宏观经济状况、社会发展态势、以及行业和公司本身的特征有关，但这些都超过单纯价值投资范畴了。

我所理解的市场与价格

一个公司的股权价值几何？这并非拿财务数据就能准确计算出来的，也非哪个专家所能准确断定的。不同的人会产生不同的看法，给出或悲观或乐观的估计，这些不同的观点就形成了不同人对该公司股权价值不同的理解，因此形成了不同的出价；不同的出价之间互相竞价的结果就是我们看到的成交价。因此我们看到的股价是对各种估值搓合的结果，是在大众的差异性基础上得到的某种共识。在这个搓合的过程中，关于该公司的各种正负面信息自然地整合进了股价之中。比如某位投资者得到了关于该公司的负面内部消息，于是开始抛售股票。虽然该消息尚未公开，但由于抛售所导致的股价下跌已将该信息体现在价格之中了。之所以说市场是有效的，是因为这种多方参与竞价的发现过程，要比任何财务计算所得出的、任何专家自己估算出的价值更准确、更有效、更及时。

倘若我们假想一个价格不能波动的股市，所有的股票价格都由证监会设定，那么这个股市一定会因极其低效而无法运作。倘若一家公司突然发生意外，但股价不能波动，证监会也不能及时调整价格，那么必定会导致大量想卖的人卖不出去，想买的人也不想在这个价格接盘；这些想卖的人不得不被套牢到直到证监会下调价格。如果类似这样的情况经常发生，不难想象，这样的市场最终只能走向崩溃。

当然，自由竞价的市場有时会因群众性狂热而走向疯狂，不过不能因此而否定市场在价值发现上起到的不可替代的作用。越是成熟的市场，生态越丰富，参与者越多的市场，越是高效。在市场竞争的过程中，每时每刻，都既有人看多，也有人看空，因此市场价格每时每刻都在吸收正反两面的消息，表现出上蹿下跳的波动。这种波动恰是事物辩证展开的过程，而非完全非理性炒作。因此一个多空并存的市場，一个辩证发展的市场，所展现的价值要比任何单个个体的观点更全面、更准确。

随着市场的成熟，它的有效性会越来越强，所以格雷厄姆式的价值投资在今天已经很难奏效了。在多数情况下，你没法给出一个比市场更准确的估值，市场比个体要聪明的多。不排除有个别情况，你掌握的某公司的信息超过这个市场上99%的人，这时你会超越市场。但对大多数人来说，应避免用“高估”或“低估”这样的方式来思考问题。假如我给你一个苹果，市场价5元/斤，你说的是高估还是低估？假如你说苹果5元/斤不合理，那么合理的价格又是多少？你又怎么知道你自己给出的价格就是合理的价格？没人知道一个苹果应该值多少钱，只有市场能给出这个答案。在无数次买卖的过程中，市场自动地整合了不同参与者不同的喜好，以及供给与需求的信息，最终形成了一个类似“共识”的公允价格。这个价格要比你强制规定苹果8元/斤，梨6元/斤要合理的多得多。

理解了这个市场价格的形成就理解了为什么计划经济必定失败，因为没人能给出一个合理的计划价格。市场是一个“去中心化”的决策系统，即没有一个中心的、统一的总指挥来决定一切。相反，它是集体智慧的结晶，整合来自各个市场参与者的信息，从而最优调配以满足各个市场参与者的利益诉求。越是复杂的经济体，就会越突显市场机制的优越性，因为越是复杂的体系，单个决策者或机构就越难以掌握所有信息，越难以窥见全貌。

再回头来说估值，如果苹果5元/斤是市场给出的价格，那么这就是当下最合理的价格。你不能说历史上苹果平均价格只有4元/斤，所以现在的价格是高估的，它要向均值回归。历史上苹果所处的市场环境现在不同，不同的价格是对不同市场环境的合理反应，所以简单地比较均值在这里没有意义。驱动价格变化的力量也不是均值回归，而是与苹果相关的市场环境的变化（比如天气、收成、种植以及人们的喜好等等）。假如我们要对苹果价格投机的话，正确的思维方式，不是去评判它高估还是低估，而是去思考现在的价格反应了什么样的市场环境，以及未来市场环境会如何变化。

很多人习惯性认为物品有个固有的“价值”，价格围绕这个价值波动。但实际上，这样固有的“价值”是根本不存在的。根据上文的论述，市场价格是调和各市场参与者不同估值的结果。如果说存在什么固有价值的话，也只能是市场价格本身，市场价格或多或少代表各市场参与者的一种共识。否则的话，固有价值只能是一种臆想出来的东西。认为商品有一种固有价值是幼稚思维的结论，就好像一个人笃信某种价

价值观一样，俗不知价值观是随着历史的演进而不断变化的。物品的价值，表面上看是人与物的关系，实际上也是人与人的关系。物品的价值，必须存在于社会关系之中，并随着社会环境、经济环境的变化而变化。辩证历史地看问题告诉我们，必须在变化中来理解社会，而不是以绝对的不变的眼光来看。对于价值与价格，也是如此，更重要的是理解其变化，而非咬定一个“固有价值”等待均值回归。

投机创造价值

中国人如此痛恨炒作的行为，以至于发明了“炒作”这个词。“炒作”在英文里是没有对应词汇的，speculation 指的是投机，也有推测的意思，所以投机是推测，至少是个中性词，没有任何贬义。如果翻译成 manipulation，似乎也不全正确。操纵价格属于一种炒作，但投机倒把也属于炒作。中文常用的含义里，炒作的适用范围很广。炒房、炒股、炒邮票都是炒。但只要是炒，似乎都不是什么好事。

为避免歧义，有必要先定义一下本文要讨论的**投机**行为——指不创造实业附加值，而赚取差价的行为。此定义不包括恶意操纵的行为，所以比通常所说的“炒作”狭义一点。我想论证的是，投机行为并非不创造价值。市场经济的规律是，任何赚钱的行为都是因为它创造了价值。投机倒把也不例外。

很多人误解华尔街的作用就是把钱从一个口袋放到另一个口袋里，并从中赚取差价。但事实并非如此。金融从业者和实业从业者一样为社会创造价值。

期货的例子

我就以期货为例，来解释期货投机的意义。用期货作为例子，也顺带解释为什么金融衍生品能服务实体经济，而不是吸血的虚拟经济。

总所周知，期货是一种约定在未来某时间以某约定价格交割特定数量商品的标准化合约。期货合约的意义显而易见，因为它可以让实体经济参与者免于对价格波动的担忧。比如种苹果的果农，可以在3月份就通过卖出AP910的期货合约来锁定10月份要交割的苹果价格和数量，这样他就可以专心种苹果，而不必担心10月份的苹果能不能卖出去，能卖多少价格。

但这里有个问题，期货合约应该如何定价？比如AP910应该定价为多少钱？AP910代表的是10月份苹果的价格，现在是3月份，如何知道10月份苹果的价格？这个问题很重要，但是很难回答，因为没人知道未来的价格。

一种解决方法是计划经济式的，比如成立“期货定价委员会”。委员会统计各种商品的供给与需求，以预测未来的价格。另一种方式是市场化的，没有权威专家给期货定价，而是把标准化的合约放到市场上交易，让交易双方撮合出一个价格。

第二种方式，就是我们现在看到的**期货市场**。之所以有期货市场，是因为人们相信，对于“给未来的商品定价”这种困难问题，交给市场要比交给少数几个专家委员会更可靠。

期货市场的伟大之处，不在“期货”，而在“市场”二字。以提前约定好的价格在未来某时间交割某商品，古已有之。但以市场化的方法来为期货合约定价，却是近代才有的事情。最早的期货交易所成立于江户幕府时代的日本，以交易大米为主。第一家现代意义的期货交易所于1848年成立于美国芝加哥。

价格发现与风险外包

作为一名期货投机者，如何才能盈利？如果还以苹果期货为例，当前AP910的价格是6元/斤（为了阅读之便，本文使用斤为单位，但实际上AP910是以10吨为单位交易的），你预测10月份苹果的市场价将是7元，于是投机做多。7个月后，如果苹果的市场价果真是7元甚至更高，那么你就赚钱了。反之，如果事与愿违，你预测错了，7个月后苹果价格是5元，那么你就当然就亏了。

为了盈利，你必须尽全力做出关于10月份苹果价格正确的预测。你会想方设法去收集苹果的供给与需求信息，你会与果农交谈了解苹果的种植行情，你会收罗所有的信息来帮你做出正确的预测。

市场上的其他投机者也会这么做。但并不是所有的人都会做出相同的预测，于是同一时点，有的人做多，有的人做空，价格也会来来回回波动。也有的时候，大家会对未来苹果的价格达成相对一致的预期，比如一致认为10月份苹果价格会涨到10元，于是AP910期货价格就会提前调整为10元。

这种价格变化是有好处的。因为果农可以不必担心10月份苹果的价格，他卖出的AP910已经给出了对于10月份苹果价格的预测，他可以不必自己的调查供给与需求，而可以专注于苹果种植。投机者接下了他卖出的合约，从而承接了价格波动的风险。

金融衍生品的意义就在于，它为实体经济外包了价格波动的风险，帮助实体经济规避了未来市场的不确定性。通过买卖金融商品，实体经济从业者可以不必担心未来价格的涨跌，专注于从事自己的生产事业，而把这种风险外包给金融从业者。

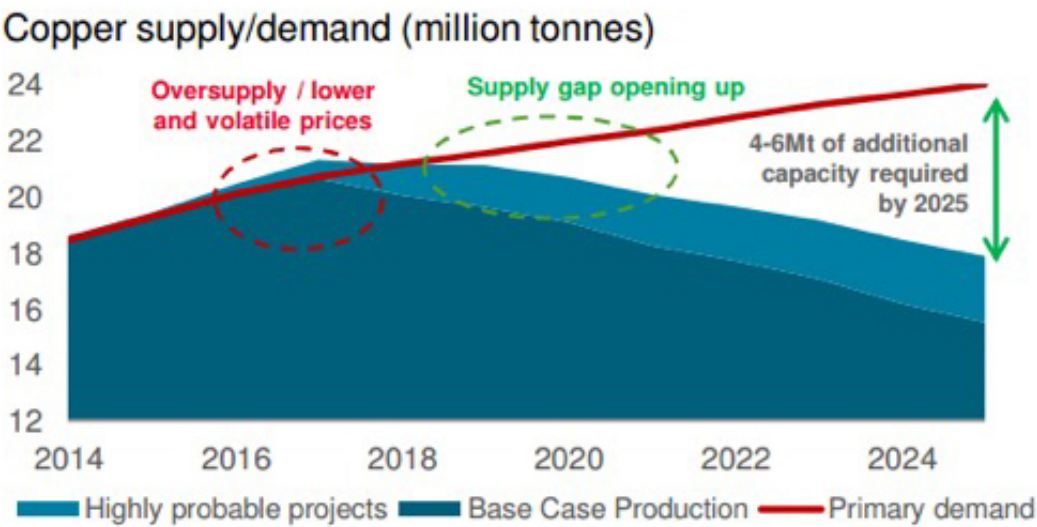
金融从业者，从整体上来说，之所以赚取收益，是因为他们帮助实体经济规避了风险。他们并不直接创造价值，但是却辅助了实体经济创造价值，他们是价值的间接创造者。

对于单个投机者而言，能否盈利在于，他是否能先于市场对未来的价格做出正确的判断。投机利润是对他“先知之明”的回报。如果他的预判是正确的，并且他基于他的预判买入或卖出，那么他的交易行为就会助推价格向正确的方向移动。**投机的意义就在于这种行为有助于价格发现。**

我不必引入“对冲”“套保”这些概念。从期货本身定义出发的这个小例子，已经足够说明问题。把这个通俗的例子理论化，就是教科书上的文字：

由于期货交易是公开进行的对远期交割商品的一种合约交易，在这个市场中集中了大量的市场供求信息，不同的人、从不同的地点，对各种信息的不同理解，通过公开竞价形式产生对远期价格的不同看法。期货交易过程实际上就是综合反映供求双方对未来某个时间供求关系变化和价格走势的预期。这种价格信息具有连续性、公开性和预期性的特点，有利于增加市场透明度，提高资源配置效率。

金融市场是个信息市场



这张图是2016年国外某投研机构对铜未来的供需所作的预测，黄色线代表需求，蓝色区域代表供给。该机构统计了世界上所有铜矿的产能，从而预测未来20年，全球铜会逐年呈现供不应求的局面。

出于对未来铜矿供不应求的“担忧”，铜期货的价格自然涨了一波。虽然当下并没有出现供不应求的状况，但期货价格却提前上涨了，这绝非市场的非理性，因为期货本来就是对未来定价。

这种信息的发掘不仅会回报金融投机者，也会指导实体经济的行为。基于这种预测，铜矿企业可能会提前布置扩张产能，可能就会弥补未来的产能缺口。所以金融市场的运作，也会起到帮助实体经济弥合经济周期之功效。

金融市场其实是个信息市场，市场会奖赏提供有效信息的参与者。金融市场用利润诱使投机者发掘信息，并通过交易行为将这些信息整合进价格之中，从而指导整个实体经济的运转。实体经济是真实物质的创造者，而金融从业者在投机的同时，整合了行业信息，为实体经济提供了有用的指导，从而促进社会资源的有效配置。

股票市场的例子

股票市场也有类似的功效。有人认为股票的涨跌应该与上市公司当期的盈利状况同步，这是一种误解。股票和期货一样，是对未来的定价。

学过金融的人都知道，股票的理论价格等于其未来现金流的折现值：

$$\text{Firm value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

这并不难理解，对股权投资者而言，公司的价值几何取决于未来它会回报股东几何。一个公司如果今年业绩增长10%，股票应该涨多少？严格来说，二者并没有什么关系。假设一个公司只能存续10年，每年盈利稳定，但每过一年股价就要跌掉大概10%，直到最后一年跌为0。

股票价格的变化取决于对未来盈利预期的变化。股票投机者赚取的差价，和期货投机者一样，是**价值发现的酬劳**。如果你能提前于市场发现一个公司的价值，那么市场就会犒赏这种行为。

因为公司未来经营的不确定性，以及宏观环境、利率的不确定性，股票很难有一个客观公正的估值。再加上公司千差万别，同样都是银行，但招商银行明显好于邮政储蓄银行，所以估值上理应有一定的溢价，可是溢价多少合理？有很多尚不盈利的公司，比如特斯拉，却被认为是汽车行业的未来，这样的公司显然是有巨大价值的，但价值几何，怎么来测算？

公司经营的复杂性，加上未来的不确定性，决定了不存在一个“股票定价委员会”能给股票一个公正的定价。所以只能依靠市场的力量，依靠市场交易者把各种和公司价值相关的信息带入市场，整合成一个“貌似”合理的价格。当然市场参与者可能恶意散布虚假信息，也可能集体犯错，但这依然是我们能得到最为“合理”的价格。



这张图是中证200的历史ROE和股价。股价的变化几乎精准地提前于盈利能力的变化，除了个别时候会抽风一下。我不知道有哪个专家的预测能比市场先生更准确。所以说股市是经济的晴雨表并不为过。当然，我国的股市有失灵的时候，而且会阶段性地抽风，但这是由市场参与者不成熟所致，并不是市场制度本身的问题。

市场经济思维

计划经济的思维方式：

存在一个“正确”的价格能客观地反应标的物的真实价值。这个正确的价格可以被专家掌握。市场的波动都是扰乱价格的投机行为，应该被禁止。

市场经济的思维方式：

没有人知道“正确”的价格是多少。投机行为有利于发现发现价值。市场交易会整合各方面的信息。价格只能在波动中寻找平衡。

计划经济的思维方式显然更容易被人理解，因为它是一种“拟人化”的思维方式。但市场毕竟是更高维度的存在，因为它整合了各种参与者的不同价值、不同信息，从而难以被个体所理解。个人去理解市场，就好像用有限的认知能力去理解无限的东西，“以有涯随无涯，殆已”！

敬畏市场，就是敬畏自己能力之外的力量。

我的投资体系

我认为一个完整的投资体系包含三方面的内容：一是对公司的理解，二是对经济的理解，三是对市场的理解。对公司的理解解决投资标的的选择的问题；对经济的理解解决大类资产配置和估值逻辑的问题；对市场的理解解决资金博弈和情绪波动的问题。

一个成功的投资者并不需要面面俱到，这三方面只要精通一面，就是一个成功的投资者。比如成功的价值投资者，只要需要对公司的理解足够深入，并不需要懂经济和市场。一个投机者只要充分理解市场，就可以通过中短线交易赚钱，并不需要懂公司，也不需要懂经济。当然，如果这三方面都有所了解，则是一个更全面的投资者。

我自己的投资体系可以简单概括为两句话：**自下而上选择标的，自上而下控制风险。**

所谓“**自下而上选择标的**”，就是秉承“买股票就是买公司”的理念选择个股，并中长期持有。在选股方面，以价值投资为基础；有公司价值为锚，就可以避免盲目地价格投机，在市场的波动中保持信心。这是股票资产的巨大优势，长期持有股票可以享受公司创造的现金流回报；而不像商品或外汇投资，只能搏取价差收益。

操作策略上，我会常年满仓。这点也许很多人难以理解，直觉上似乎应该根据市场走势加减仓才是。很多人认为炒股就是判断价格的走势，认为凭借经验便可以判断价格涨跌，结果在股海中沉浮多年还是颗粒无收。也有很多人想等牛市来了再大干一场，熊市空仓，结果错过了大半个牛市，等股市已经涨得很高终于忍不住进场，结果市场很快见顶了。我不做这样的交易者。

投机交易并非不能赚钱，但在我看来，投机的难度要比投资大的多。只有极少数人有投机的天赋，成功的交易者需要有很高的悟性和市场直觉，而且要能抵制人性的贪婪和恐惧，这是大多数人不具备的素质。据说投机大师索罗斯的交易成功率只有55%，更何况大多数人？但大多数人只要靠常识和努力，都可以成为一个投资者。虽然不容易成为像巴菲特一样的投资大师，但是只要掌握正确的投资理念，赚钱不是难事。

投机的目的是为了搏取差价，所以成熟的交易者会在多数情况下持有现金，只有在出现交易机会时才出手，并以最终变现完结交易（所谓“卖出闭环”）。但从投资的角度而言，持有现金就违背了资产配置长期逻辑，因为现金不过是一只年分红3%且成长性为0的股票。如果放弃投机的念头，当然就没有理由持有现金了。

无论是投资还是投机，核心都是确定性，这意味着必须把筹码押注在能把握的事件上，而放弃没有把握的情况；这意味着不能只靠感觉和经验交易，不能听信传言和他人的意见，还要忍受得住市场的诱惑。虽然价格投机并非完全没有规律可言，但即便是顶级高手，也只能交易少数有把握的波段，而放弃大多数市场波动。频繁的交易对提高收益率没有任何帮助，只能徒然增加交易成本。

长期满仓不等于永远不卖出。遵循价值投资的原则，应该在股票估值过高的时候卖出，而不断调入估值较低的股票。于是，我的持股策略可以概括外一句话：**长期满仓持有便宜的股票**。当然，这里的“便宜”不是指低市盈率，或是跌了很多的股票，详见《[价值投资的五重境界](#)》。

至此，我一直在遵循价值投资的范式。我相信严格遵循这个投资方法，长期来看，取得跑平GDP的资产增值幅度是完全有把握的。不过，价值投资是有局限的，我在《[价值投资的五重境界](#)》里提过。简而言之，价值投资对市场的价格波动毫无解释力。在熊市中，长期持股会面临巨大的浮亏（估值低不等于不会跌）。这是我尝试突破的地方。所谓“**自上而下控制风险**”，就是根据宏观经济所处的不同阶段，来平抑经济周期波动带来的风险（很多价值投资者不把价格的下跌当作风险，这里姑且仍使用“风险”一词来指价格大幅下跌的情况）。

控制风险的方式，不在于提前预判价格的下跌（这是很难办到的），而是通过不相关资产的平衡作用来平抑组合的回撤。比如同时投资股票和债券，即便加上杠杆，风险也比单独投资股票要小，因为债券和股票的波动是负相关的。根据宏观经济所处的不同阶段，有倾向性的配置不同类别的资产，这就是我所谓的“**自上而下控制风险**”。

在操作上，我通常会以接近满仓的价值股作为底仓，而用杠杆投资商品期货或金融期货。比如2018年，在满仓股票的同时，因为预计在“去杠杆”的形势下经济会有下行压力，所以做多国债期货。这样操作下来，虽然未能躲避股市的下跌，但做多国债平抑了相当的回撤。

关注宏观经济的意义并不在于能预测股市的走向，而是能给投资者一个大致的位置感。我去年底的时候写过一篇《[2019年投资展望](#)》，从宏观经济的角度出发，认为股市到了“越跌越买的阶段”。当时有人问我，是不是股市见底了？其实我并不认为自己在判断市场，我也不知道股市是否见底。我只是说，在经济下行相当一段时间，利率处在低位的时候，股票资产会显得比较有吸引力而已。在具体操作上，我倾

向性地多配中小创，而减持蓝筹股。不过现在看来，这可能是个错误的操作（到目前为止，上证50仍然领先）。但是我也不后悔，按照我的体系，在现在这个阶段，小票仍然比大票更有吸引力，我也仍然会坚持我的策略。

之所以强调“投资体系”，而非“投资方法”，或者“投资技巧”，是因为投资者长期的持续盈利，不是靠某个方法或技巧能抓到上涨的股票，也不是靠他能预测市场精准地抄底逃顶，而是取决于他的一整套投资理念的优越性，它是一个整个体系，是个系统工程。正如索罗斯所说：“理财永远不是技巧，而是思维方式”。

不管是价值投资，还是宏观对冲，不管你是否精细地分析各种财务报表、经济数据，都不能准确地告诉你市场会涨还是会跌。这些方法只是告诉你，在什么情况下，做什么事情是正确的。这些方法只有大致的指向作用。无论什么样的投资体系都不能保证在任何情况下都能盈利，但只要长期做“正确”的事，自然会有不错的结果。

很多人可能都以为，所谓的投资体系是一套具体的操作方法或流程，照着这套流程操作就能盈利。这些人看了我的文章，估计会失望了。因为我从不写这样的东西，而且我也不认为这些流程很重要。投资理念好比一个人的人生观、世界观、价值观。有好的“三观”不能保证一个人不犯错，也不能直接帮助他做成任何事情。但是“三观”决定了一个人看待自己和周围事物的方式，他的一切行为都建立在这个基础上。如果“三观不正”，则断难成功。

投资理念是投资人理解公司、理解市场的思维方式，是投资最根本问题，其他的操作方法都建立在其上。如果一个人认为价格的涨跌是庄家操盘的结果，那么自然他就会琢磨怎么“跟庄”。那么这种思维注定了他是很难成功了。因此我所写的投资文章大都在讨论投资理念问题，如何看待市场和价格，如何看待资产质量，等等。这是我最感兴趣的。思维问题是根本，“本立而道生”。

当然，有好的投资理念距离成功的投资还有很长的距离。因为投资理念只是解决了思想问题，实践中还需要很多技术层面的东西。单单熟悉价值投资的理念并不能盈利，你还要有看懂行业和公司能力，从而才能对公司估值；看懂公司，又需要财务知识以及相关行业背景；这都不是一朝一夕的功夫了。

投资与人生

我发现投资者中的道理和人生的道理是极其相似的，这也正是投资的最大魅力；一场投资经历仿佛一段人生旅行。

初学者总是试图找到确定无误的投资准则，比如准确的买入和卖出的方法。但成熟的投资者都会发现，依靠这种形而上学式的方法去把握市场的本质是不可能的。就好像古代的哲学家总试图把握世界的本质，这其实是不可能的，这个本质是不存在的。市场的本质也好，世界的本质也好，并非是一层不变，等待你去发现；相反，是不断变化的，只能在变化中跟随和猜测。

人生在世，没有唯一的生存法则，每个人的活法千差万别。有的人毕生只从事一个工作，有的人则喜欢多样的生活；有的人偏好安稳的度日，有的人偏好冒险和尝试；有的人笃信心中的信仰，有的人则随波逐流。投资中也没有唯一的法则，但每个投资者都有自己的投资方式；有的人只专注于一种投资品种（比如股票或期货），有的人则乐于在不同品种中寻找机会；有的人风格稳健，有的人风格激进；有的人总是坚持自己的判断，有的人则随着市场的波动不断变换想法。

那些顺势而为、紧跟热点的投资者，就好像生活中那些喜欢紧跟时代脉搏的人——学热门的专业，找热门的工作。这些人会从当下的形势中获得好处。那些逆势而为的投资者，就好像生活中那些不跟随世俗，对世界保持独到眼光的人。他们把希望寄托在未来，赌世界会朝着他们认为的方向发展。他们愿意牺牲今天的利益来换取未来更大的利益。

金融市场和我们生活的世界都是极其复杂、多元和不确定的。没有人确定地知道市场会走向何方，一如没有人可确知世界下一步会发生什么。市场的复杂性决定了几乎不可能对其有确定的把握；每个人凭借其知识和领悟力，只能了解市场的某一个片面；没有人能了解它的全部，市场也不可能概括为单一的本质。在这样复杂和不确定的市场上，是没有绝对正确的成功之路可言的；就像人在这个世界上，是没有确定无疑的成功之路的。人只能靠自己的能力和运气去和时代做赌注，在金融市场上也是如此。

市场并不是一个静态的客观存在，等待人们去发现它的规律。我们每个人都是市场的参与者，每个人的交易行为都或多或少地影响着市场；就如同我们每个人，无论从事何种工作，都会或多或少的影响社会，也或多或少地受社会影响。

在社会上，成功的道路千千万万，但没有那条是绝对正确的。别人可以分享他成功的经验，但你无法简单复制别人的成功，自己的人生只能靠自己走。投资也与此类似，人们的投资方法各不相同，无论是投资长线的还是短线，是价值导向、还是趋势导向，都有成功的例子，也都有失败的例子。所以投资中重要的不是投资方法的对错，而是投资人本身。

世界上没有唯一正确的真理可言，但人活在世界上需要有自己的信仰，人总要相信一些东西，选择一种度过一生的方式。在某种意义上，人的成败与否其实是人和时代之间的一种赌注，赌的就是我所信仰的东西是否会契合时代的脉搏；赌胜者便成为时代的宠儿，成为所谓的成功人士。我从不相信，人可以预知时代的发展方向，从而做出正确的抉择；尽管这听起来很美妙，但多半不是事实。在市场中也是一样，投资者需要有所信仰，这种信仰便是他的投资理念。在复杂的市场面前，每一种信仰都是片面的，但投资者只能拿他这片面的信仰、片面的认知去和市场的潮流博弈。也许你的认知恰好契合市场在某一时期的发展，那么你就成为这一时期的赢家；如果你的认知在某一时期与市场相悖，那么你就是这一时期的输家。这就是为什么几乎没有人可以在任何时期都战胜市场的原因，因为任何人的认知都只能是片面的。我不相信人可以一直准确地预测市场，人只能与市场行情邂逅，而无法预知它的到来。

人生的道路只能靠自己。在市场中取得成功也是一样。即使巴菲特把他全部的技巧倾囊相授，世界上也不会出现另一个巴菲特。因为市场已不再是巴菲特时代的市场，投资人也不是巴菲特时代的投资人。人在抉择人生道路时，不仅是依靠理性的判断，更多的时候，人天生的特质、性格、欲望起到更大的作用。在市场中也是一样，知识和技术只是一方面，更重要的另一方面，是投资者的个性、心态和决心。所以投资者绝不是死板的知识，而是因人而异的选择艺术。

人生的成败不能凭一时的成败而评定，投资的成败也不能以一时的盈亏而断定。一时成功的投资理论未必正确，一时失败的理论也未必错误。投资界一向以成败论英雄，只能能赚钱，错的也是对的；若是不赚钱，对的也是错的。人总是贪婪的，希望能找到无论什么时候都能盈利的方法，但这样的方法恐怕永远也不会存在。

我对市场的态度是很悲观的，如同我对人生的态度一样悲观。因为想通了人生，便发现其实掌握在自己手中的特别少。市场也是一样，面对市场，我们知道的东西实在太少。

(全文完成于2019年7月)