



# 《投资最重要的事》

顶尖价值投资者的忠告

“这是一本难得一见的好书” — 沃伦·巴菲特

# 《投资最重要的事》

豆瓣评分：8.7

原书作者：[美] 霍华德·马克斯 Howard Marks  
译者：李莉 / 石继志

出版社：中信出版集团

读书笔记作者：Alita的读书笔记

#Alita的读书笔记

# 投资

The Most Important Thing Illuminated  
Uncommon Sense for the Thoughtful Investor

顶尖价值  
投资者的忠告

# 最重要

Howard Marks  
[美] 霍华德·马克斯 著  
李莉 石继志 译

# 的事

这是一本难得一见的好书。

——沃伦·巴菲特

# 书籍简介



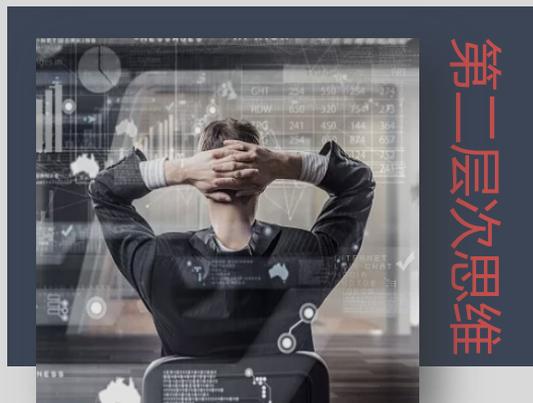
## 霍华德·马克斯

霍华德·马克斯，1946年4月23日出生，美国投资大师、美国橡树资本管理有限公司创始人。

2020年，以21亿美元财富位列《2020福布斯美国富豪榜》第391位。

巴菲特、瑞·达利欧、查理·芒格一致推崇的价值投资大师力作；畅销书《周期》作者的经典之作；

巴菲特盛赞：“这是一本难得一见的有用的书，当我看到邮件里有马克斯写的投资备忘录，我做的第一件事就是马上打开邮件阅读其内容。现在，我读他的书又重读了这些备忘录。”



一句话推荐：  
巴菲特推荐的价值投资  
必读书目



**Part 01**  
学习第二层次思维

**Part 02**  
理解市场有效性及局限性

**Part 03**  
准确估计价值

**Part 04**  
价格与价值的关系

**Part 05**  
理解风险

**Part 06**  
识别风险

**Part 07**  
控制风险

**Part 08**  
关注周期

**Part 09**  
钟摆意识

**Part 10**  
抵御消极影响

# 目录

# 目录

**Part 11**  
**逆向投资**

**Part 12**  
**寻找便宜货**

**Part 13**  
**耐心等待机会**

**Part 14**  
**认识预测的局限性**

**Part 15**  
**正确认识自身**

**Part 16**  
**重视运气**

**Part 17**  
**多元投资**

**Part 18**  
**避免错误**

**Part 19**  
**增值的意义**

**Part 20**  
**合理预期**

**Part 21**  
**最重要的事**

---

## 以价值为本

- 为取得卓越的投资结果，你必须对价值有深刻的洞察。
- 以可靠的事实和分析为基础，建立并坚持自己的价值观。

# 经典摘录

## 追求 低风险高收益

- 最重要的风险是永久损失的风险。
- 便宜货的价值在于其不合理的低价位。

## 耐心 等待机会上门

- 等待便宜货往往是最好的策略。
- 相机而动，而不是发起交易。

## 避免 重大错误

- 避免损失比争取伟大的成功更重要。
- 意识到潜在危险是避免深受其害的良好开端。

## 关注现在

- 我们无法预知宏观未来。
- 对微观越关注，越有可能了解得更多。

## 最重要的 是周期

- 通过周边人的行为推知市场所处周期的阶段。
- 在周期中逆向而动。

## 逆向思考 并逆向投资

- 取得最终胜利的关键在于逆向投资。
- 逆向投资是令人孤独且不安的。

# —— 学习第二层思维

Part 01



# 什么是成功投资？

- ◆ 投资，就像经济一样，更像是一门**艺术**而非技术。
- ◆ **直觉的、适应性的**投资方法比固定的、机械的投资方法更为重要。
- ◆ 投资的先人一步，是更加敏锐的思维，我称之为：“**第二层思维**”。
- ◆ **非凡洞察力、直觉、价值观念和心理意识，你的思维方式必须与众不同。**



## 投资不简单

作者认为的成功投资定义是：**比市场及其他投资者做得更好。**为了实现这一目标，你需要有良好的**运气或者非凡的洞察力。**你必须要有耐心，给自己足够的时间——**你要的不是短期暴利，而是长期稳定的收益。**

# 三个例子说明什么是第二层思维

其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且实现了高度计算机化，因此你必须找出一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见……你的思维方式必须与众不同并且更好。



## 示例A

第一层思维说：“这是一家好公司，让我们买进股票吧。”

第二层思维说：“这是一家好公司，但是人人都认为它是一家好公司，因此它不是一家好公司，股票的估价和定价都过高，让我们卖出股票吧。”



## 示例 B

第一层思维说：“公司会出现增长低迷、通过膨胀加重的前景。让我们抛掉股票吧。”

第二层思维说：“公司前景糟糕透顶，但是所有人都在恐慌中抛售股票，买进”



## 示例C

第一层思维说：“这家公司的利润会下跌，卖出。”

第二层思维说：“这家公司的利润下跌得会比人们预期的少，会有意想不到的惊喜而拉升股票。买进。”

# 2x2突破常规矩阵



第一层次思维的广泛存在使得第二层次思维者的可得收益增加了。  
为了持之以恒地获得优异的投资回报，你必须成为第二层次思维者中的一员。

	常规行为	非常规行为
有利结果	较好的平均表现	高于平均表现
不利结果	较差的平均表现	低于平均表现

理解

# 市场有效性及局限性

Part 02



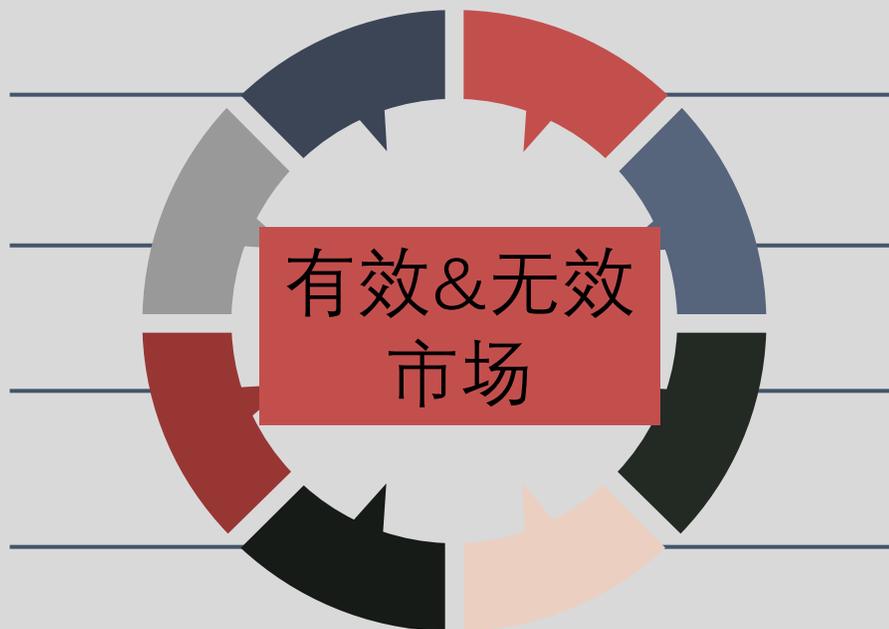
# 无效性是杰出投资的必要条件

有许多努力工作的投资者

他们聪明、勤奋、客观、积极并且准备充分

他们都有获取信息的途径，并且获取背景大致相同

他们都能公开买进、卖出、卖空（即看跌）每种资产



市场价格往往是错误的。因为获得信息的途径及对信息的分析不够完善，所以市场价格往往远高于或者远低于内在价值。

一种资产类别的风险调整后收益可能与其他资产类别的风险调整后收益相差甚远。

有些投资者始终能够有更高明的投资表现。因为明显错误的估价和参与者的技术、洞察力、信息渠道等差异的存在

有规律地识别错误估价并从中获利的可能性是存在的

在有效市场与无效市场的大辩论中，作者的结论是，没有一个市场是完全有效或无效的。它只是一个程度问题。感谢无效市场提供的机会，同时尊重有效市场的理念，坚信主流证券市场已经足够有效。

# 投资生涯关键转折点



将精力放在**相对无效**的市场上，在那里，只要付出**辛勤**的工作并掌握技术，就能获得最好的回报。

优秀业绩的  
充分条件



存在市场无效性+比其他人更深刻的洞察力（第二层思维），寻找错误定价或被埋没的便宜货。

思考



如果这是一笔可观的交易，那么为什么其他人没有一哄而上？  
你是否真的比资产卖家知道的更多？

有效性的  
局限

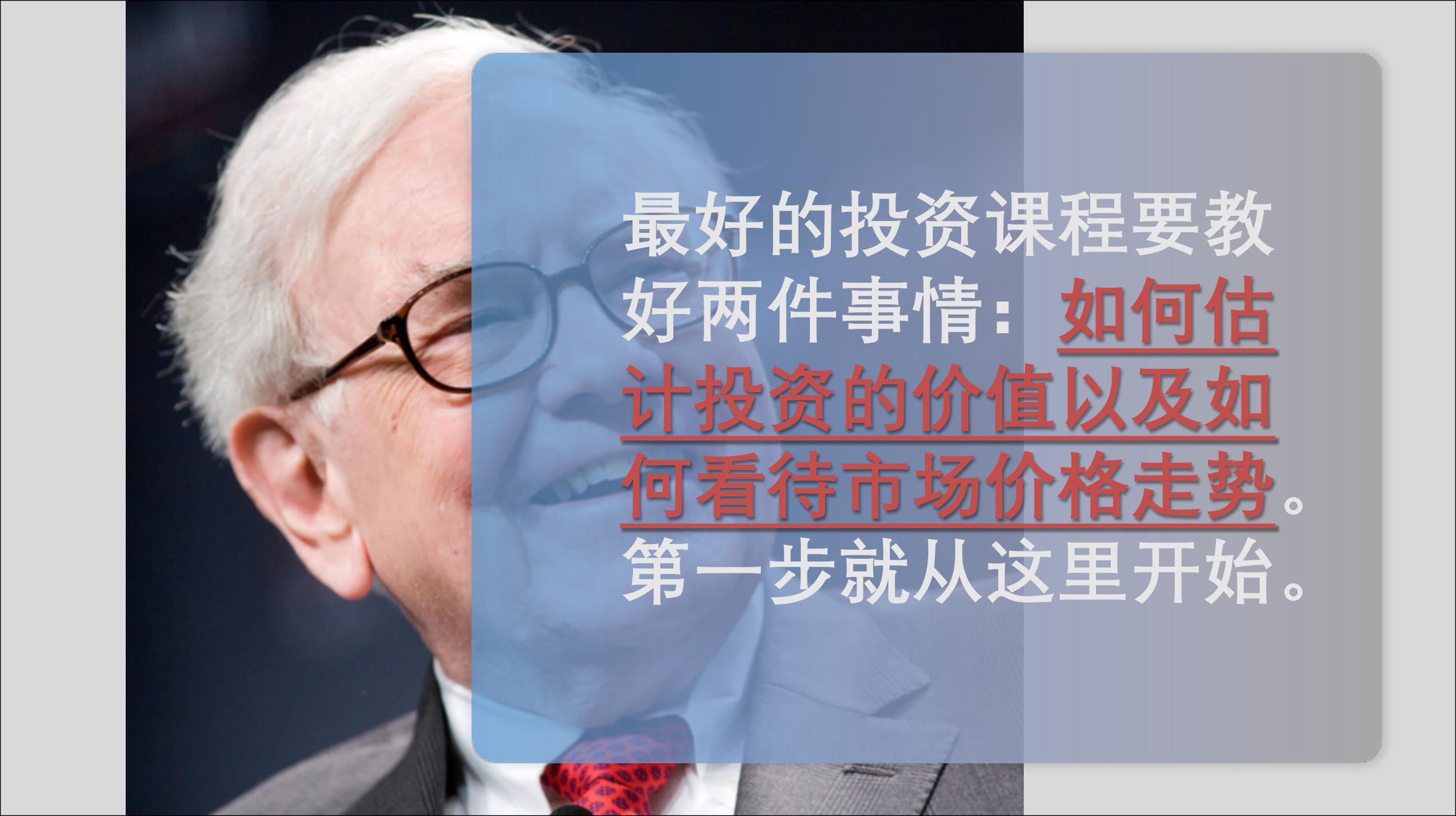


是“可反驳的推定”，有效性会阻碍我们取得优秀的业绩。

# —— 准确估计价值

Part 03





最好的投资课程要教好两件事情：如何估计投资的价值以及如何看待市场价格走势。  
第一步就从这里开始。

# 研究投资公司证券方法

判断证券的内在价值并在价格偏离内在价值时买进或卖出。

将决策完全建立在对未来价格走势预期的基础上。

## 成长型投资

成长型投资者的目标则是寻找未来将迅速增值的证券。成长型投资者相信未来价值的迅速增长足以导致价格大幅上涨，从而买进股票。（即使他们的当前价值低于当前价格。）

## 价值型投资

价值投资者的目标是得出证券当前的内在价值，并在价格低于当前价值时买进。价值投资者相信当前价值高于当前价格，从而买进股票（即使它们的内在价值显示未来的增长有限。）

基于  
基本  
面

基于  
证券  
价格

## 技术分析

违背“随即漫步假说”：既往股价走势对于预测未来股价没有任何帮助。

## 动量投资

假定他们可以预知曾经连续上涨的股价，将会在何时继续上涨的基础上进行操作。**这种方式可能会让你在持续上涨的牛市中分一杯羹，但是投资者在持续下跌的市场中应如何采取行动？另一明显缺陷：股价上涨了30美元，交易者只赚到了3美元。**

重点关注收益与现金流。价值投资强调有形因素，如重资产和现金流。无形因素如人才，技术及长期增长潜力占比重较少。

# 价值投资持续回报潜力

价值投资取决于对价值的准确估计

**坚定地持有!**

格雷厄姆说，长期看，市场是一个“称重仪”，检验价值投资，通常两到三年的时间比较合适。

价值投资

“过于超前和犯错是很难区分的”。

除非你是真正的抄底（几乎不可能），否则你终将经历下跌。

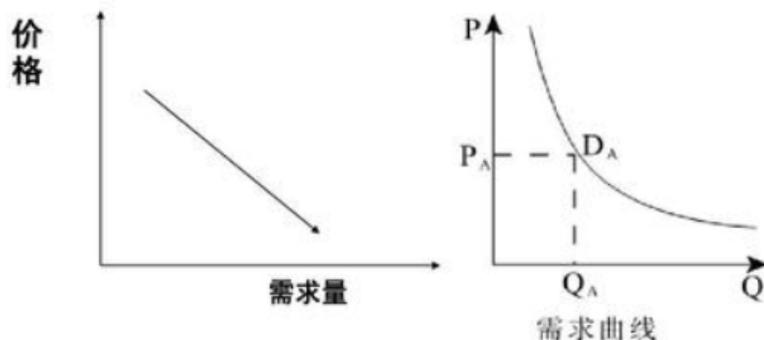
即使最顶尖的投资者也会常常犯错。

# 需求曲线在股市失效

## (一) 需求曲线

### 1. 需求量变动曲线

需求曲线表达价格对需求量的影响



需求曲线在大多数情况下都起作用，但是在股市不是。在投资领域，当自己持有的证券价格上涨时，许多人会更加喜爱它们，因为他们的决策得到了验证；而当证券价格下跌时，他们开始怀疑自己的决策是否正确，对它的喜爱也随之减少。

在损失面前，人人都会不安，直至最后所有人都产生疑问：“也许是我错了吧？也许市场才是对的？”随后，人们开始想“股票跌得太厉害了，我最好在它的价格趋于零之前脱身”的时候，危险性达到了顶峰。这是一种导致股票见底的思维，并引发抛售狂潮。

# 在下跌市场获利要素

股价正确却不坚定地持有，用处不大。估价错误却坚定地持有，后果更糟。  
这句话表明恰到好处有多么难。



# —— 价格与价值的关系

Part 04



An hourglass with a dark wooden top and bottom, containing golden sand. The sand is flowing from the top bulb to the bottom bulb. In the foreground, there are several stacks of gold coins of varying heights, some scattered coins, and a few coins lying flat on a reflective surface. The background is a soft, out-of-focus light color.

成功的投资不在于“买好的”，而在于“买得好”

# 影响证券价格的技术因素

技术是影响证券供需的非基本面因素，也就是说，与价值无关。

01

## 杠杆被迫平仓

没有在比崩盘期间从不顾价格必须卖出的人手中买进更好的事了。

02

## 现金流入基金买进

当现金流入共同基金时，投资组合经理就需要买进。

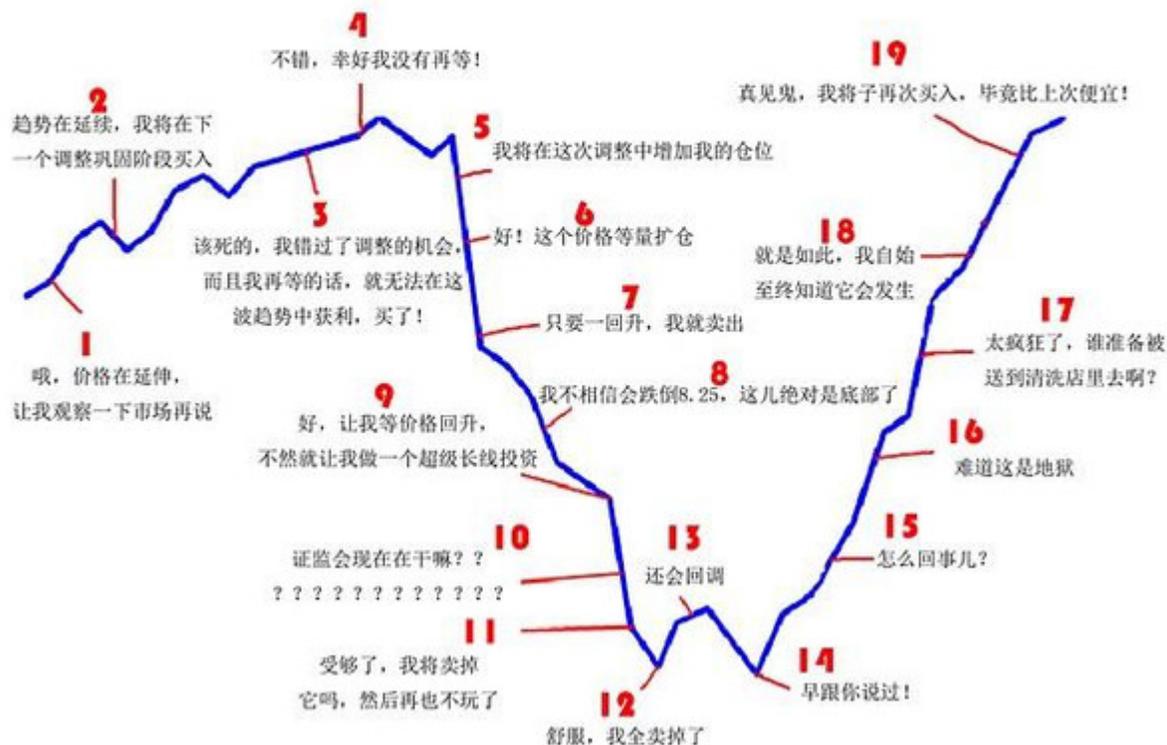
## 需注意

- 1、不能以从强制买家手中买进或把证券卖给强制买家为主。因为这种极端情况不常有。
- 2、避免成为强制卖家或买家，保证自己能够在最艰难的时候坚持住不卖出，这需要长期资本和强大的心理素质。
- 3、不要在市场上投入过多或重仓某一特定对象的股票，如果你不能承受向下波动期间的痛苦，就可能成为强制卖家。

# 影响证券价格的心理因素

## 普通大众的投资心理变化过程

揭示了普通投资者在交易中的心理变化过程，仔细研究哦，对我们克服心魔有很大帮助！



某种东西价格上涨时，人们的喜爱程度本应下降，但在投资中，他们的喜爱程度往往会加深。

总而言之，我相信从真实价值出发的投资方法是最可靠的。相比之下，指望依赖价值以外的东西获利（比如靠泡沫获利）可能是最不可靠的方法。

# 以低于价值的价格买进

几种可能的获利途径：

## 通过资产内在价值增长获利

难点是：

1、增长难以准确预测。2、对于增长潜力的共识通常会推高资产价格。

## 使用杠杆

难点是：

1、并不能提高获胜概率。只是将收益或损失扩大化。  
2、有全盘覆灭的风险

## 以超过资产价值的价格卖出

难点是：

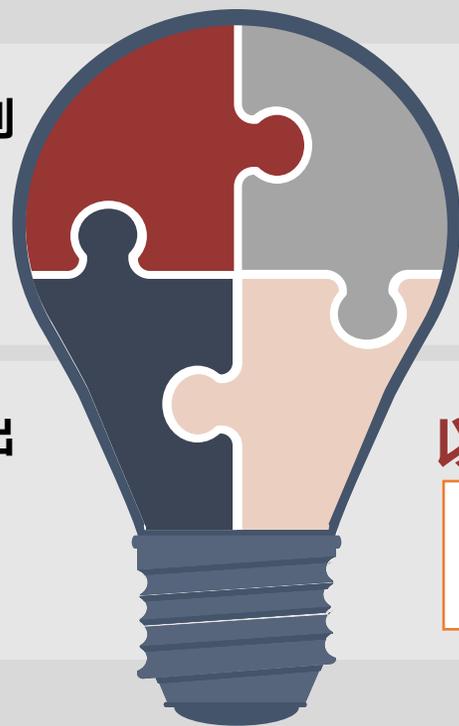
1、建立在买家非理性的基础上，因此绝对不可靠。

## 以低于价值的价格买进

**在作者看来，这才是投资真谛——最可靠的赚钱方法：以低于内在价值的价格买进，然后等待资产价格向价值靠拢。**

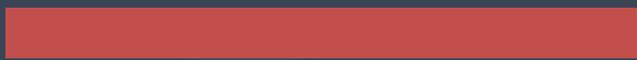
难点是：1、你可能错误估计了当前价值  
2、可能出现降低价值的事件  
3、市场冷淡令你以更低价格出售  
4、价格与内在价值达到一致所需的时间比你可等待的时间要长。

**低于价值买进并非万无一失，但它是我们最好的机会。**



# 理解风险

Part 05





风险意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。

# 必须做风险评估的理由

01

## 风险是一件坏事

金融理论中的一个基本假设是，人的本性是想规避风险，意即他们愿意承受更低而不是更高的风险。因此首先必须判断投资的风险性以及自己对于绝对风险的容忍度。

02

## 预期收益与风险相匹配

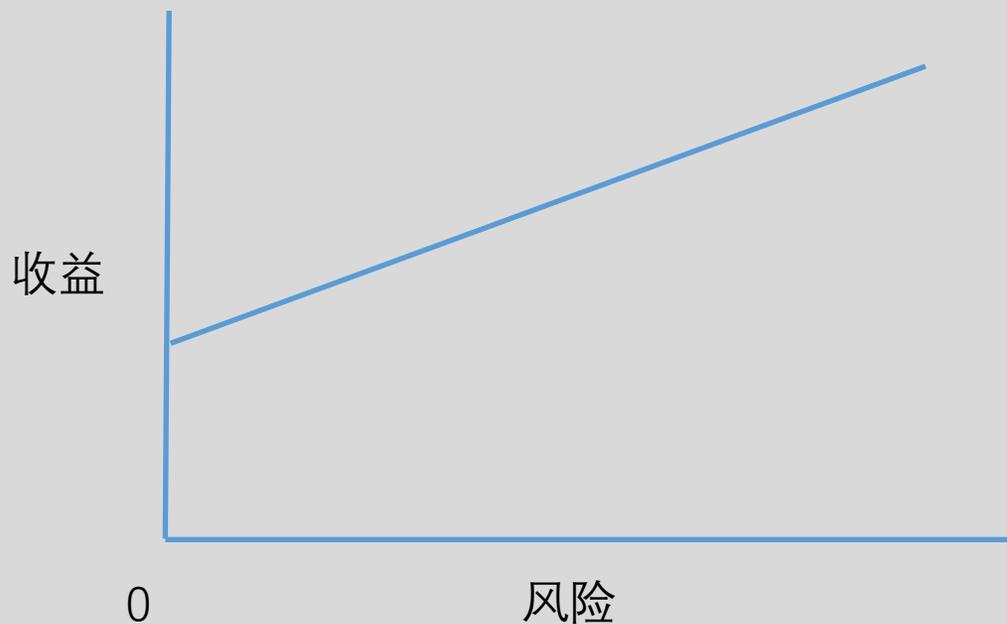
在考虑某项投资时，投资决策应将风险以及潜在收益考虑在内。出于对风险的厌恶，投资者必须被诱以更高的预期收益才会承担新增风险。

03

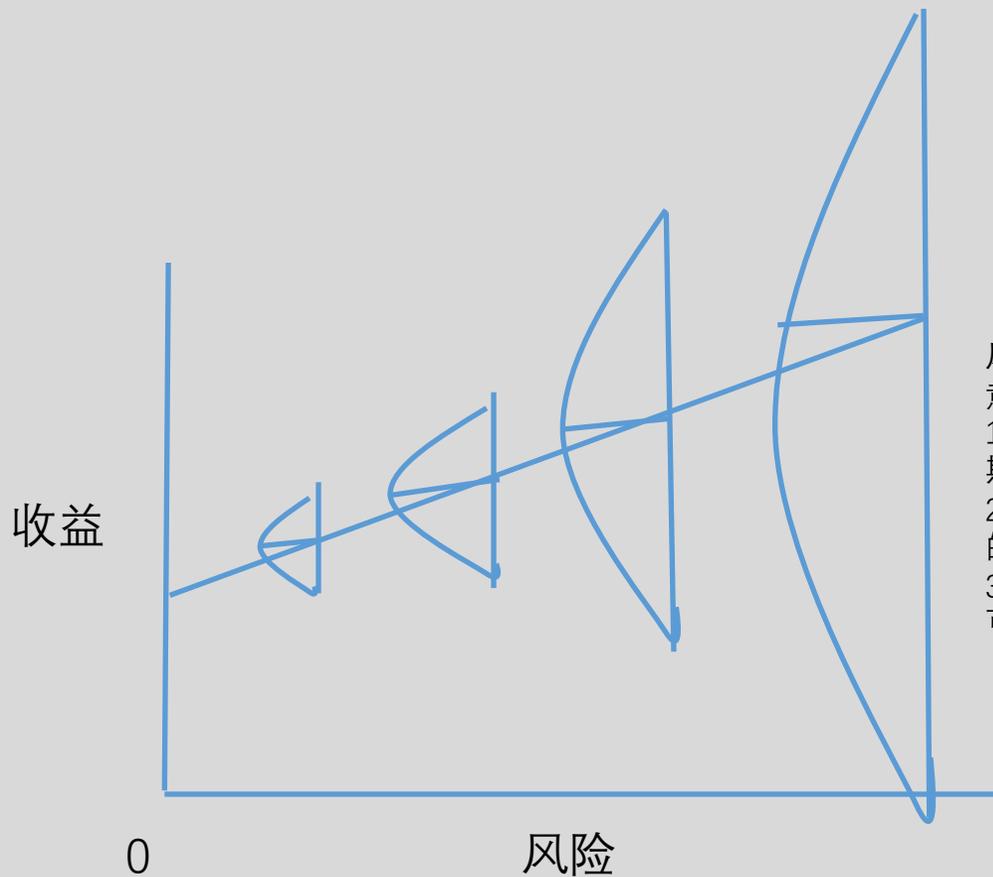
## “风险调整后的收益”

投资收益是通过安全的还是有风险的投资工具得到的？是通过固定收益证券还是股票得到的？.....为了对投资好坏进行判断，必须清楚“风险调整后的收益”。

# 风险与收益间的关系



风险收益曲线图一



风险收益曲线图二

风险较高的投资意味着：

- 1、更高的收益预期
- 2、获得较低收益的可能
- 3、在某些情况下，可能会损失。

高风险投资带来高收益。想要多赚钱，就去承担更高的风险吧。

✘

为了吸引资本，风险更高的投资必须提供更好的收益前景、更高的承诺收益或预期收益，但绝不表示这些更高预期收益必须实现。

✔

# 风险首要是损失的可能性

投资风险有多种形式。很多风险对某些投资者来说干系重大，对另一些则不。

## 不达标

投资者有不同需求，对于投资者来说，需求没有得到满足则成为风险。

## 业绩不佳

如果投资经理客户账户上的表现跟不上某些指数表现，就会失去这个客户。市场狂热的时候，训练有素的投资者不愿冒跟风的风险，业绩落后是一种勇气的象征。

## 职业风险

当资金管理者与资金所有者不是同一个人时，可能会不利于收益从而导致代理人被解雇的风险，不值得承担。

## 不蹈常规

与众不同是有风险的。为了不因为投资失败而失业，资金管理者倾向于交出平均成绩，这给那些敢于与众不同的人创造了非常规的投资机会。

## 流动性低

无法在需要的时候将资产以合理价格转化为现金的风险，也是一种个体化风险。

# 导致损失风险的原因



## 基本面

基本面弱未必导致损失风险。如果买进它的价格足够低，那么它也能成为一项非常成功的投资。



## 宏观环境

风险可能在宏观环境未走弱时出现。灾难可能发生在任何没有花费时间和精力去理解自己投资组合的基本过程的人身上。



## 心理因素

损失风险主要归因于心理过于**积极，以及由此导致的价格过高**。投资者倾向于将动人的题材和时髦的概念与高潜在收益联系在一起。最危险的投资状态常源于过于乐观的心理。因此，损失的发生未必源于基本面的恶化，下调投资者的预期即可避免。高价往往会因自重而崩溃。

务实投资者认为：在以低于价值买进证券的时候，高收益、低风险是可以同时实现的。同样，价格过高则意味着低收益、高风险。

# 理解风险的总结

风险意味着即将发生的结果的不确定，以及不利结果发生时损失概率的不确定。



风险&未来

01

投资风险在很大程度上是事先观察不到的——除了那些拥有非凡洞察力的人。

02

风险只存在于未来，而未来会怎样是不可能确定的。小概率和极小概率事件也是有可能发生的。

03

承担风险的决策受到历史和希望常态再现的影响。

04

对最坏情况预测不足。风险不是一成不变的。

05

最后，也是最重要的一点，大多是人将风险承担视为一种赚钱的途径，忽视了追求“低风险，高收益。”

# 识别风险

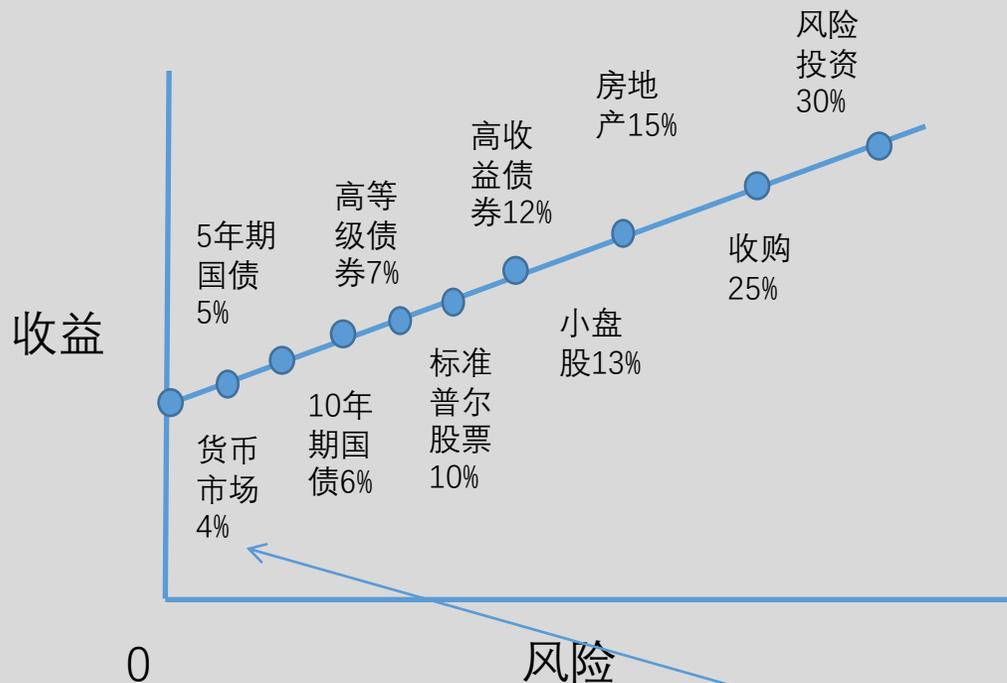
Part 06



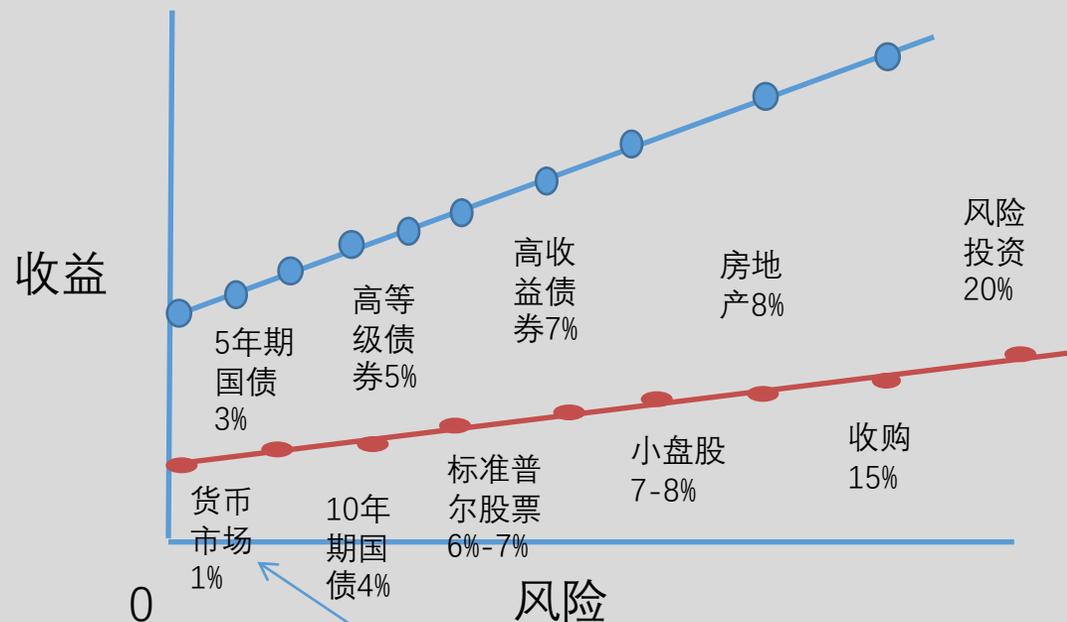


无论基本面多好，人类的贪婪与犯错倾向都会把事情搞得一团糟。

# 假设投资思维过程



资本市场线一



资本市场线二

作者2004年对投资思维过程的描述：无风险利率不是4%，而是接近1%。这一“富集”过程最终导致市盈率高企、信用利差收窄、投资者行为散漫、杠杆滥用以及对各种类型投资工具的强烈需求。这些结果在推高价格、减少预期收益的同时，还创造了一个高风险环境。

# 评判“风险情绪”的过程

2007年7月16日《一切都好》备忘录中，作者对当前的风险情绪做了分析。



# “风险的反常性”

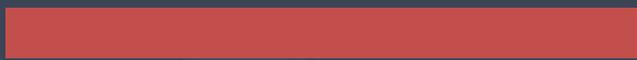
当投资者感到风险高时，他们就会试图去降低风险。  
但是当投资者认为风险低时，他们就会创造出危险的条件。

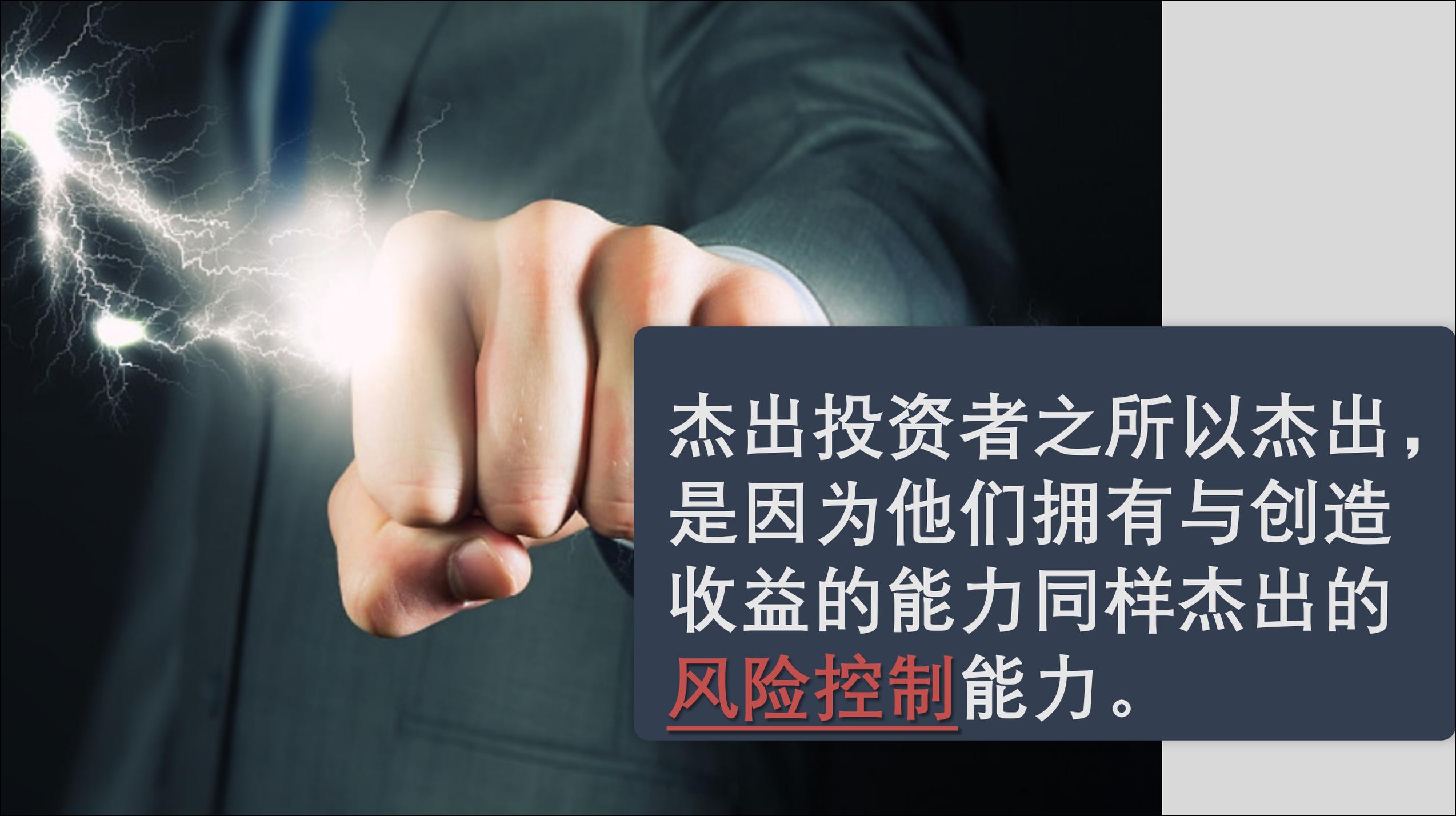
当所有人都相信某个东西有风险的时候，他们不愿意购买的意愿通常会把价格降低到完全没有风险的地步。广泛的否定意见可以使风险最小化，因为价格里所有的乐观因素都被消除了。

反之，如投资漂亮50所经历的那样，当人人都相信某种东西没有风险的时候，价格通常会被哄抬至蕴含巨大风险的地步。没有风险担忧，因此也就不提供或不要求风险承担的回报——“风险溢价”，这可能会使受人们推崇的最佳资产成为风险最高的资产。

# 控制风险

Part 07





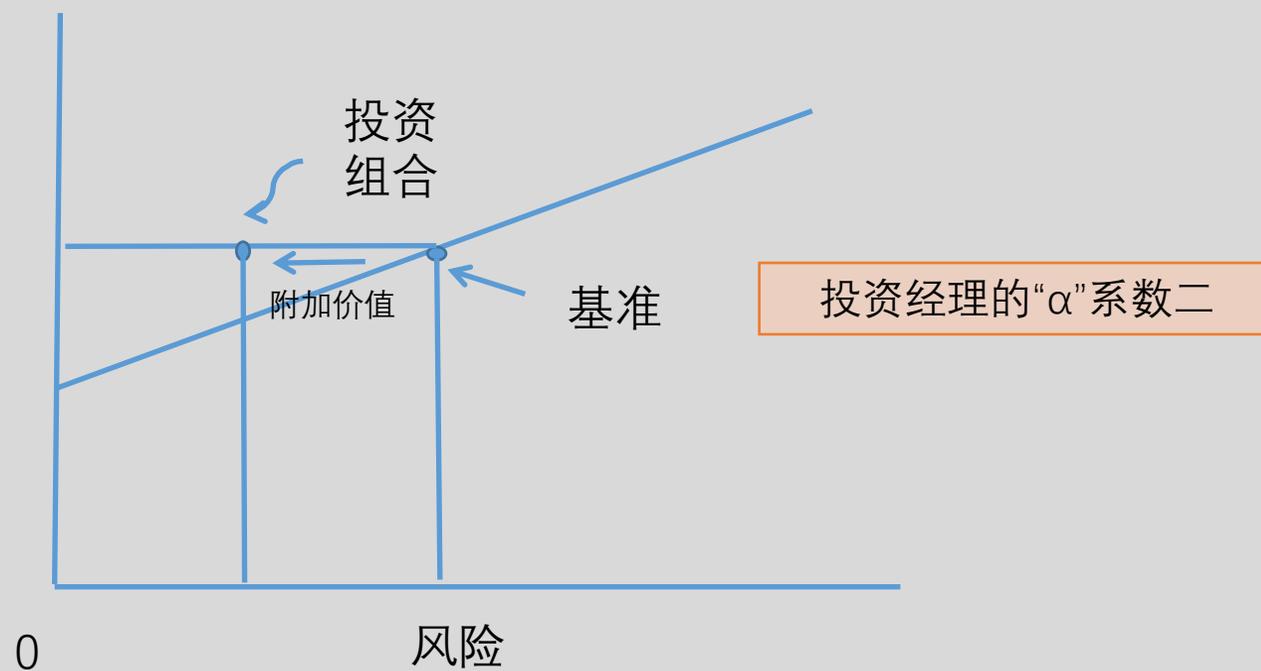
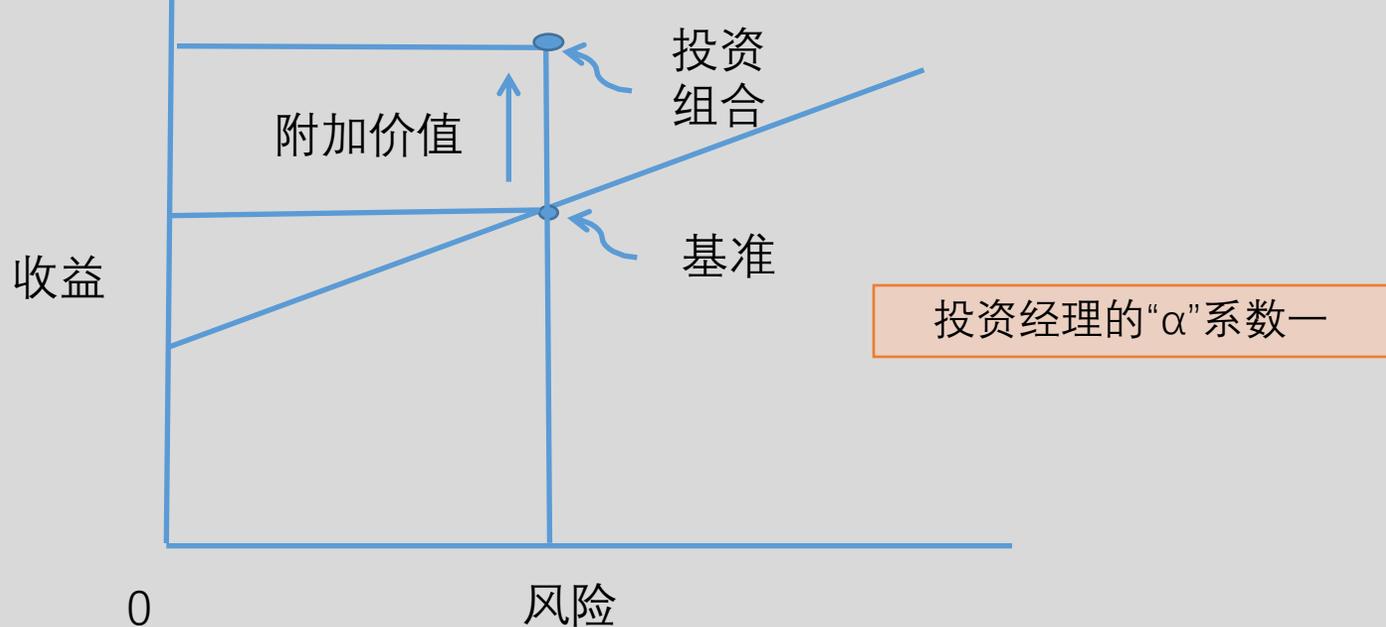
杰出投资者之所以杰出，  
是因为他们拥有与创造  
收益的能力同样杰出的  
风险控制能力。

# 什么是杰出投资者？

杰出投资者是那些承担着与其赚到的收益不相称的低风险的人。他们或以低风险赚到中等收益，或以中等风险赚到高收益。承担高风险、赚到高收益不算什么—除非你能坚持很多年，在那种情况下，“高风险”要么并不是真的高风险，要么就是被管理的很好。

这位投资经理的附加价值不是通过在给定风险下获得更高收益来实现的，而是通过在给定收益下承担更低的风险来实现的。

在取得牛市收益的同时承担低于市场的风险，绝非易事。



# 风险控制&风险规避

## 风险控制

风险控制是规避损失的最佳方法。“合适的价格”是最重要的部分。

在整个投资生涯中，大多数投资者取得的结果将更多地取决于致败投资的数量及程度，而不是制胜投资的伟大。

例如，某年造成的40%损失需要67%的收益才能完全抵消。

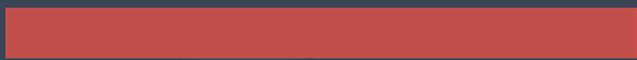
风险控制不是  
风险规避

## 风险规避

风险规避很可能会连收益一起规避。

# —— 关注周期

Part 08





牢记万物皆有周期是至关重要的。  
周期永远胜在最后。

# 周期法则

周期法则

多数事物都是有周期的。

周期法则

当别人忘记法则一时，某些最大的盈亏机会就会到来。

典型信贷周期图

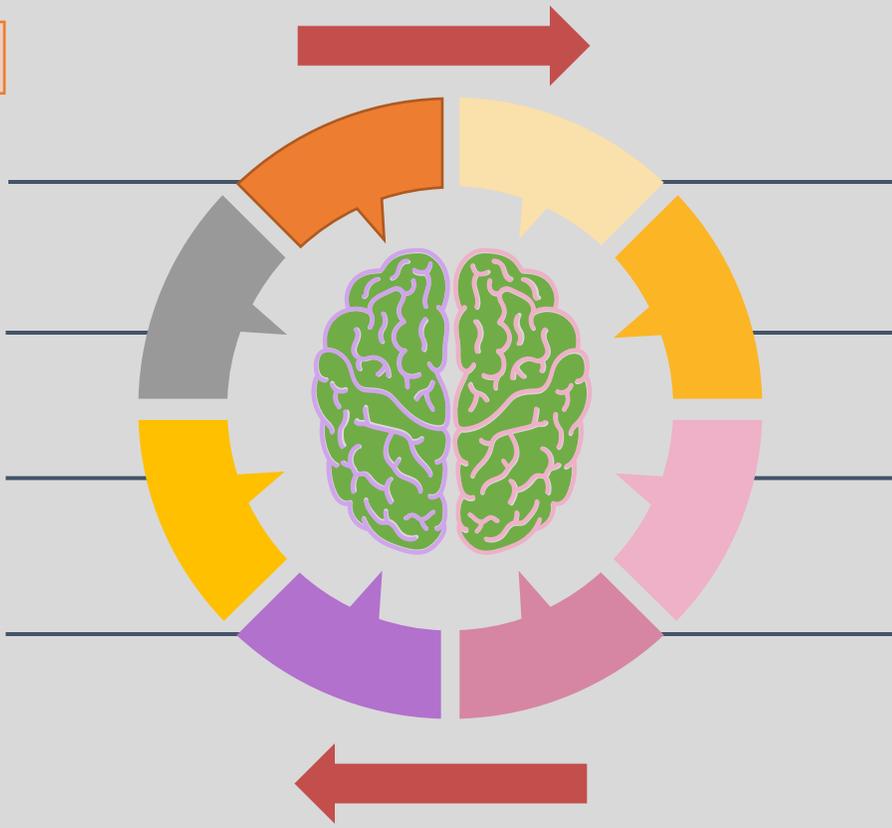
金融机构通过降低必要收益（如降息）、降低信贷水平、为特定交易提供更多的资本以及放宽信贷条款来争夺市场份额。

金融机构开始扩大业务——确切地说，提供更多的资本。

坏消息极少，因此贷款风险与投资风险似乎已经减少了。风险规避消失。

经济进入繁荣期，资金提供者增多，资本基础增加。

资本提供者开始为不具备资格的借款人和项目提供资本，最终导致没有资本收益。



损失导致借款人畏难回避。

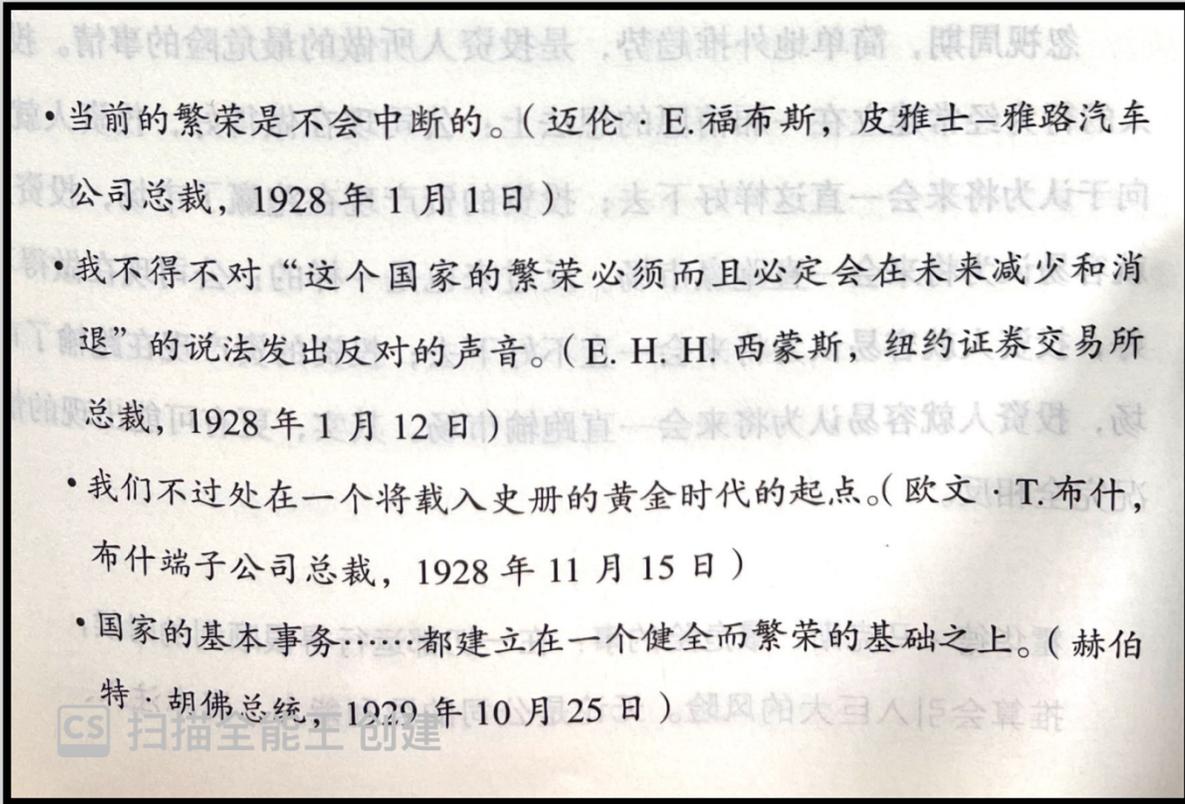
风险规避增加，伴随着利率、信贷限制与条款要求的提高。

可得资本减少——在周期的谷底，只有资质最好的借款人才能借到资本。

企业迫切需要资本。借款人无法展期债务，导致债务违约及企业破产。最终导致并加剧经济萎缩。

为获取高收益，逆向投资者会在这个时候投入资本，有吸引力的潜在收益开始吸引资本，这样经济复苏得到推动。

# 这次是不同的？

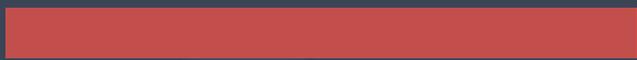


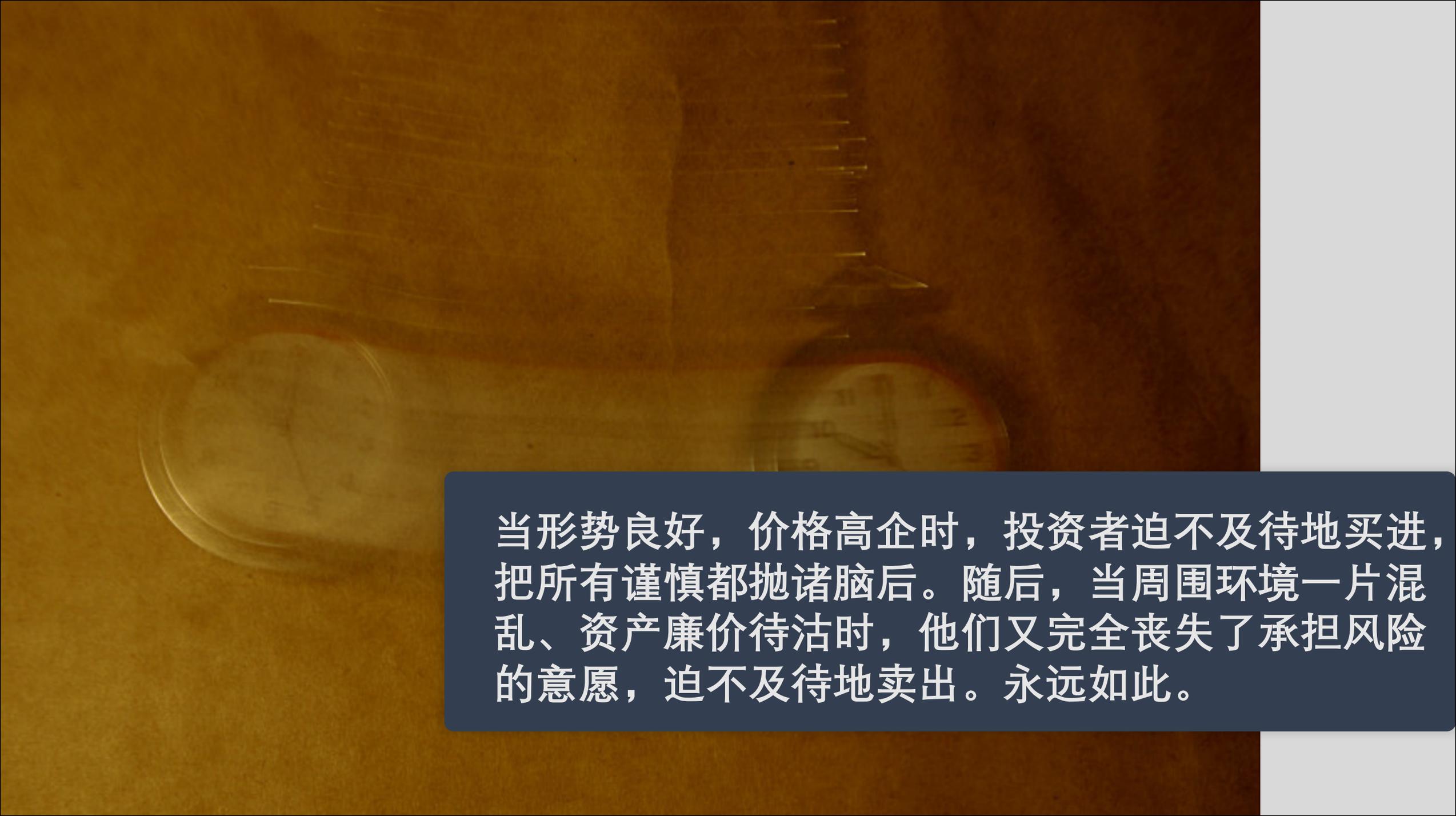
下次，当你面对一个以“周期已经中断”为基础而建立起来的交易时，记住，要是你赌周期不会再来，那么你必输无疑。

历史上那些认为周期性已经结束的预测

# 钟摆意识

Part 09





当形势良好，价格高企时，投资者迫不及待地买进，把所有谨慎都抛诸脑后。随后，当周围环境一片混乱、资产廉价待沽时，他们又完全丧失了承担风险的意愿，迫不及待地卖出。永远如此。

# 投资市场遵循钟摆式摆动



处于兴奋与沮丧之间



处于值得庆祝的积极发展与令人困扰的消极发展之间。



处于定价过高与定价过低之间

对待风险的态度是所有钟摆式摆动中最强劲的一个。投资的主要风险有两个：

亏损的风险

错失机会的风险

# 牛市&熊市

## 牛市三阶段

第一阶段 A

少数有远见的人开始相信一切会更好。

第二阶段 B

大多数投资者意识到进步的确已经发生。

第三阶段 C

人人断言一切永远会更好。

## 熊市三阶段

第一阶段 A

少数善于思考的投资者意识到，尽管形势一片大好，但不可能永远称心如意。

第二阶段 B

大多数投资者意识到态势的恶化。

第三阶段 C

人人相信形势只会更糟。

### 关于钟摆我们所不知道的：

- 1、钟摆摆动的幅度。
- 2、令摆动停止并回摆的原因。
- 3、回摆的时机。
- 4、随后朝反方向摆动的幅度。

# —— 抵禦消极影响

Part 10





得到更多的渴望、担心错过的恐惧、与他人比较的倾向、群体的影响以及对胜利的期待——这些因素几乎是普遍存在的。因此，它们对大多数投资者和市场都有着深远的影响。结果就是错误频繁的、普遍的、不断重复发生。



## 恐惧

恐惧是一种过度忧虑，妨碍了投资者采取本应采取的积极行动。



## 从众

从众的压力和赚钱的欲望一次又一次地致使人们放弃了自己的独立性和怀疑精神。



## 贪婪

贪婪与乐观相结合，令投资者一次次地追求低风险高收益策略，高价购进热门股票，并在价格已经过高时抱着增值期望，继续持股不放。



## 不理性

人们又容易放弃逻辑、历史和规范的倾向。自欺欺人是最简单的，因为人总是相信他所希望的。





## 自负

投资本不应与魅力搭边，但它往往是一种富有魅力的艺术。



## 嫉妒

投资在面对别人赚钱比自己多这一事实时，大多难以坐视不管。



## 妥协

投资者会尽他们最大努力坚持自己的信念，但当经济和心理压力变得无法抗拒时，他们会放弃并跟风。

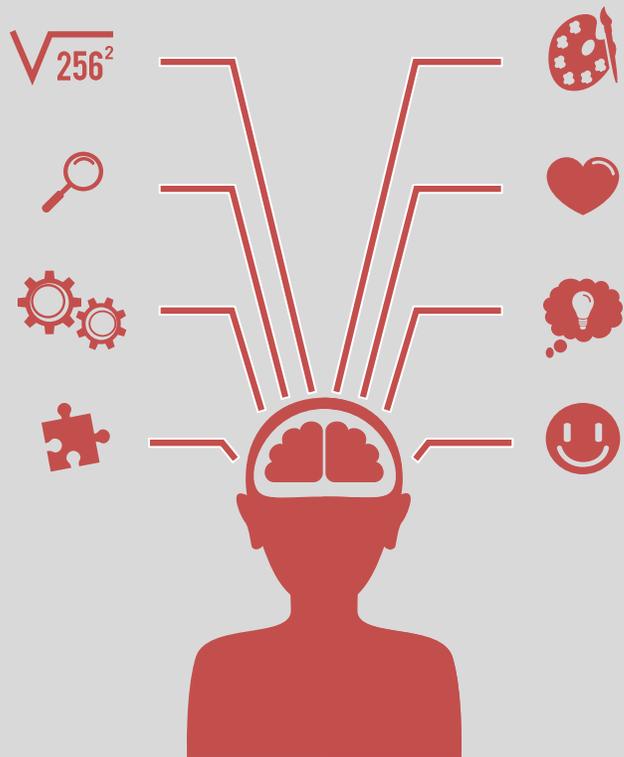
# 如何抵御消极影响？

1、认清现实，消极因素难免会影响自己。

2、对内在价值有坚定的认识。

3、当价格偏离价值时，坚持做该做的事情。

4、足够了解以往的周期。



5、透彻理解市场对极端市场投资过程的潜在影响

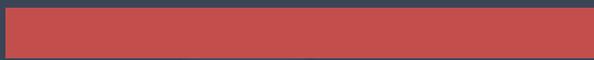
6、一定记住，当事情看起来“好像不是真的”时，它们通常不是真的。

7、当市场错误估价的程度越来越深以至于自己貌似犯错的时候，愿意承受这样的结果。

8、与志趣相投的朋友或同事相互支持。

# —— 逆向投资

Part 11





在别人沮丧地抛售时买进、在别人兴奋地买进时抛售都需要最大勇气，但它能带来最大的收益。

# 寻找便宜货

Part 12



A close-up photograph of a hand holding a fountain pen, writing checkmarks in a list of diamond-shaped boxes on a document. The pen is silver and black, and the hand is positioned on the right side of the frame. The document is white with a series of diamond-shaped boxes arranged in a diagonal line from the top-left to the bottom-right. The first three boxes contain checkmarks, and the pen is currently writing a checkmark in the fourth box. The background is blurred, showing a person's arm and shoulder.

列出一个满足自己的最低标准的候选投资清单，然后从中挑出最划算的。

# 便宜货的特征

## 客观不足

资产类别可能存在缺陷，公司在业内可能较为落后，资产负债表可能被过度杠杆化，或证券为其股东提供的结构性保护不足。

## 非理性分析

便宜货产生于投资者不能保持客观的态度对待资产，没有透过表象全面了解资产，或未能克服某些不以价值为基础的传统、偏见或束缚的时候。

## 孤儿资产

在媒体或鸡尾酒会上被提起时，作为一个不受欢迎的短语。

## 价格不断下跌

不断下跌的价格引发第一层思维者发问：“谁想要它呢？”过去的价格在多数投资者眼中是负担，而非更为科学的均值回归的一部分。

## 资本出逃

便宜货成为极不受欢迎资产，资本远离或出逃，没有人想得出持有它的理由。



# 低估资产的特征

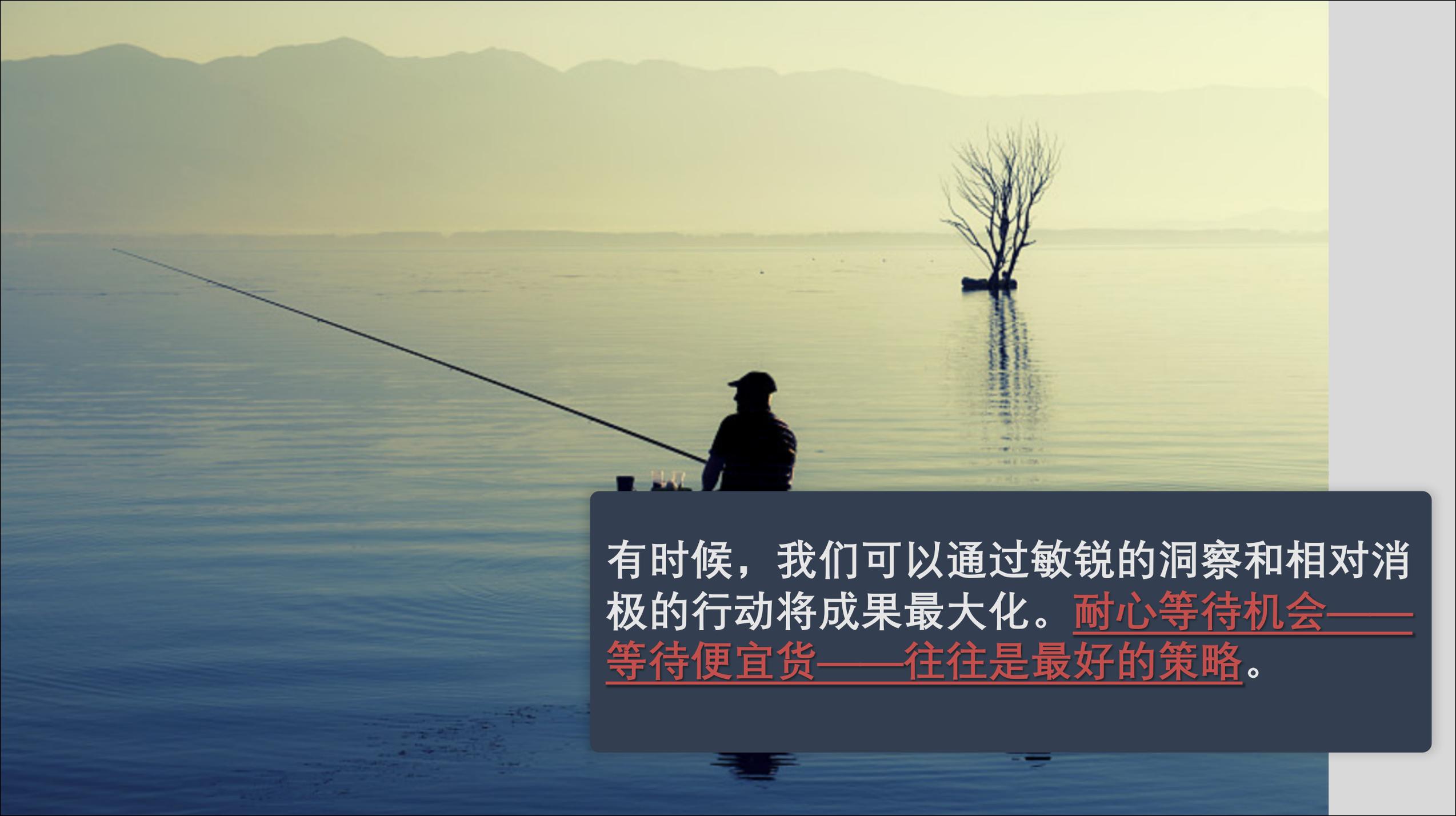
便宜货的价值在于其不合理的低价位——因而具有不寻常的收益——风险值，因此它们就是投资者的圣杯。

- 鲜为人知或人们一知半解的
- 表面上看基本面有问题的
- 有争议、不合时宜或令人恐慌的
- 被认为不适于“正规”投资组合的
- 不被欣赏、不受欢迎和不受追捧的。
- 有收益不佳的追踪记录的。
- 最近有亏损问题，没有资本增益的。

# —— 耐心等待机会

Part 13





有时候，我们可以通过敏锐的洞察和相对消极的行动将成果最大化。耐心等待机会——等待便宜货——往往是最好的策略。

# “不必急着挥棒”

等待投资机会到来而不是追逐投资机会，你会做的更好。在卖家积极卖出的东西中挑选，而不是固守想要什么才买什么的概念。你的交易往往会更加划算。



你可以整日等待你喜欢的投球；当守场员恹恹欲睡时，你便可以快步上前一击即中。

# 坚持追求高收益是最愚蠢的做法

投资者该如何应对一个似乎只提供低收益的市场呢？

否认并进行投资

✘ 你不会心想事成。市场不是有求必应的机器，它不会仅仅因为你需要就提供高额收益。

径直投资

√ 试着接受相对收益，即使绝对收益不具有吸引力。

径直投资

√ 忽略短期风险，更关注长期风险。

持有现金

√ 近年来，持有现金已经彻底过时了，但却是逆向投资者的投资行为。

攫取收益

✘ 在一个普遍低收益市场强行攫取收益是完全错误的。

# 强制卖家出现时机



## 基金撤销

基金经理管理的基金  
被撤销



## 不符合投资规定

投资组合不符合投资  
规定，例如不满足最  
低信用评级或最高仓  
位限制。



## 追缴保证金

因为资产价值低于出  
借方在合约中约定的  
金额而受到追加保证  
金的通知。

在危机中，我们关键要做到远离强制卖出的力量，并把自己定位为买家。为此，投资者要做到以下几点：

- 1、坚信价值，少用或不用杠杆。
- 2、拥有长期资本。
- 3、拥有顽强的意志力。

在逆向投资的心态和强大资产负债表的支撑下，你只有耐心等待机会，才能在灾难中收获惊人的收益。

# —— 认识预测的局限性

Part 14





赔钱的人有两种：  
一无所知的和无所不知的。

# 预测的无效性

作者在备忘录中用三组半年的经济调查数据来检验预测的效果。

预测大体准确吗

× 答案显然是否。

预测有价值吗？

√ 准确预见到市场变化的预测最有用，但是预测的变化和世纪变化之间没有太大的相关性。

预测来源于什么？

预测大多由推论而来。准确预测很难，预测未来更难，预测过去是最简单的。

预测准确过吗？

√ 答案是相当肯定的。举例来说，每次在做半年预测时，都有人能够将30年期债券收益率误差控制在10%-20%之内。

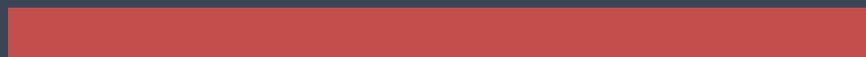
长期准确

为什么我们如此抵制预测，一次准确不重要，重要的是长期准确。

如果你不知道未来会发生什么，自以为是的行动就是**鲁莽**。过高估计自己的认知或行动能力都是**极其危险的**。正确认识自己的可知范围——**适度行动而不冒险越界**——会令你受益匪浅。

# —— 正确认识自身

Part 15





我们或许永远不知道要去哪里，  
但最好明白我们身在何处。

# 判断所处周期的阶段

## 保持警惕

当市场已经到达极端的时候，  
保持警惕。

## 周期最可靠

在投资领域里，周期最可靠。基本面、心理因素、价格与收益的涨跌、提供了犯错或者从别人的错误中获利的机会。趋势迟早会终止，没有任何东西能够永远存在。

## 认清现实

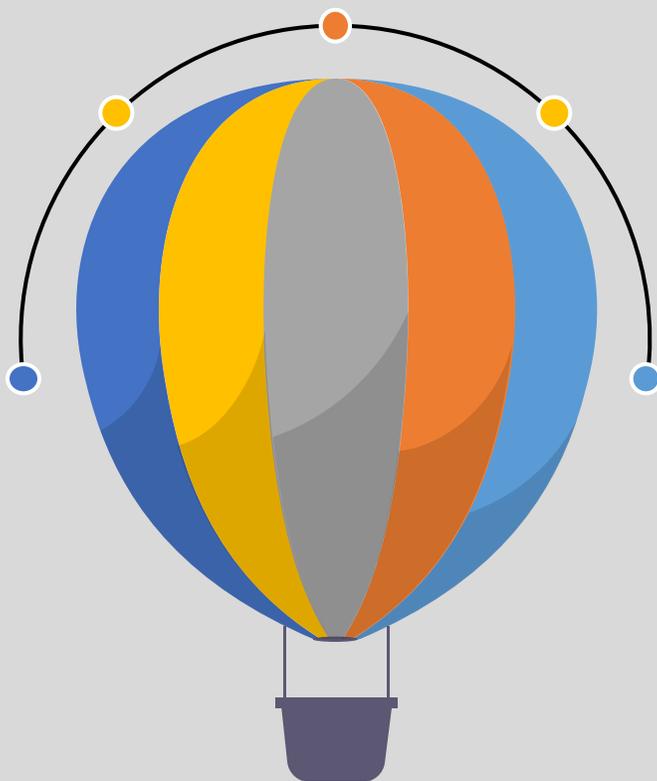
试着弄清楚我们在周期的哪个阶段，以及这一阶段将对我们的行动产生怎样的影响。

## 调整行为

相应地调整我们的行为。

## 拒绝犯错

**最重要的事，拒绝群体行为，这些行为会导致无数投资者在市场底部或顶部犯下致命错误。**



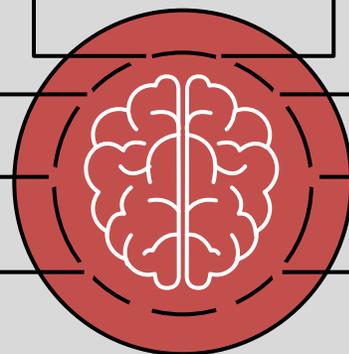
# 2007-2008年市场过热指标

高收益率债券和低于投资级别的杠杆贷款发行创纪录。

高收益债券中，“CCC”评级债券占比高。

为筹集派息资金而发行债券成为惯例。

保护债券人的条款很少或没有。



以前罕见的“AAA”评级被授予上千种未经验证的结构性投资工具。

收购杠杆率高。

杠杆使用在周期性行业中，例如半导体。

过多的资金追逐过少的交易。



# 市场评估指南

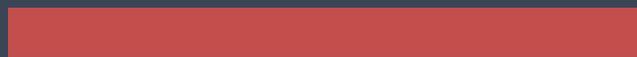
经济现状	生机勃勃	停滞不前
经济展望	正面有利	负面不前
贷款机构	急于放贷	缄默谨慎
资本市场	宽松	紧缩
资本供给	充足	短缺
融资条款	宽松	严格
利率水平	低	高
利差水平	低	高
投资者	乐观、自信、渴望买进	悲观、忧虑、无心买进

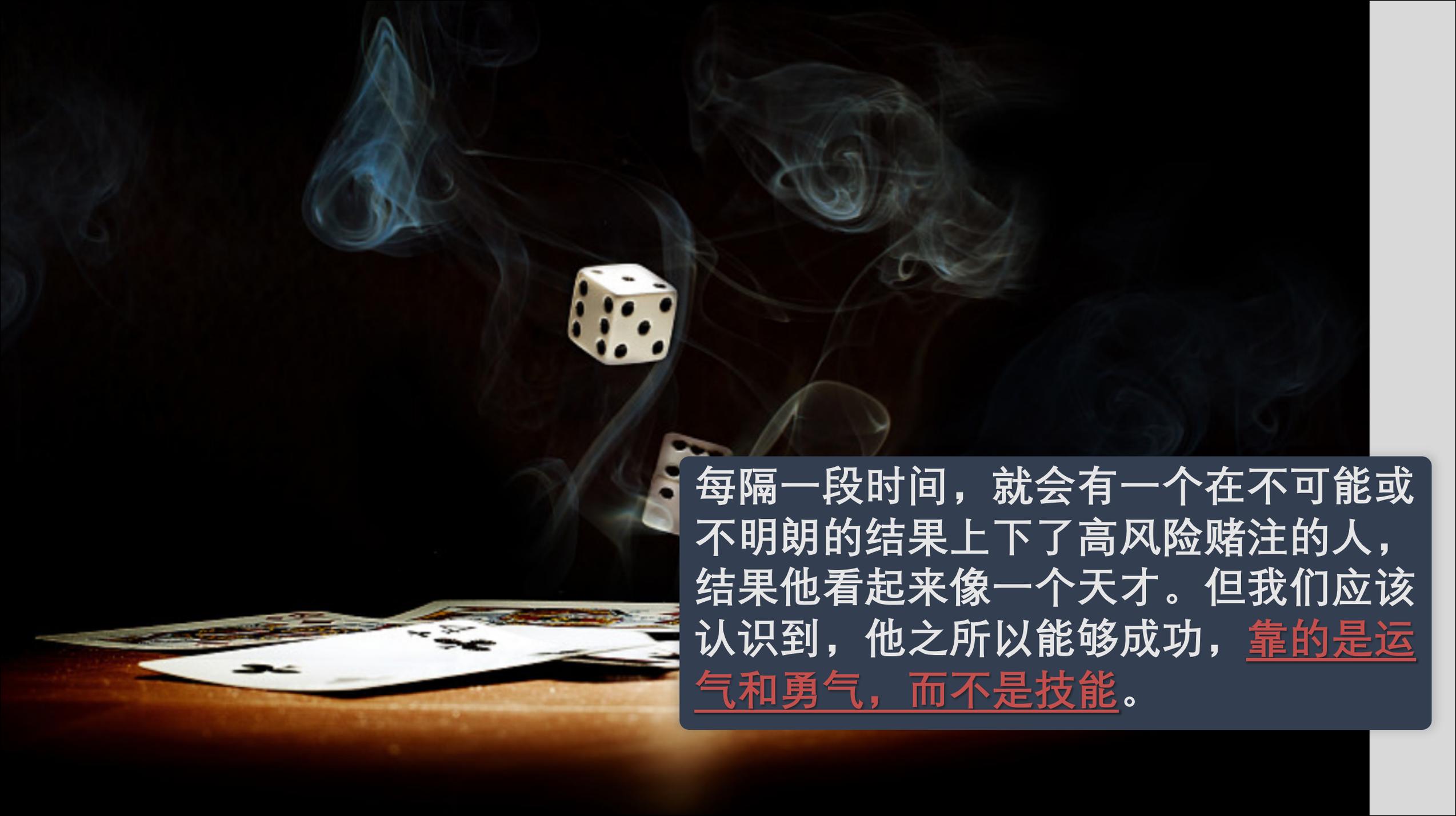
左侧符合越多，越要看紧钱包了。

资产持有人	乐于持有	急于卖出离场
卖家	稀少	众多
市场	人群拥挤	乏人问津
基金	申请门槛高、每天都发新基金、基金管理人说了算	向所有人放开申购、只有最好的基金才能募资、基金投资人有话语权
近期业绩表现	强劲	萎靡
资产价格	高	低
预期收益	低	高
风险	高	低
流行风格	激进、四处投资	审慎且自律、精挑细选
正确风格	审慎且自律、精挑细选	激进、四处投资
易犯错误	买进太多、高价追涨、承担太多风险	买进太少、离开市场、承受太少风险

# —— 重视运气

Part 16

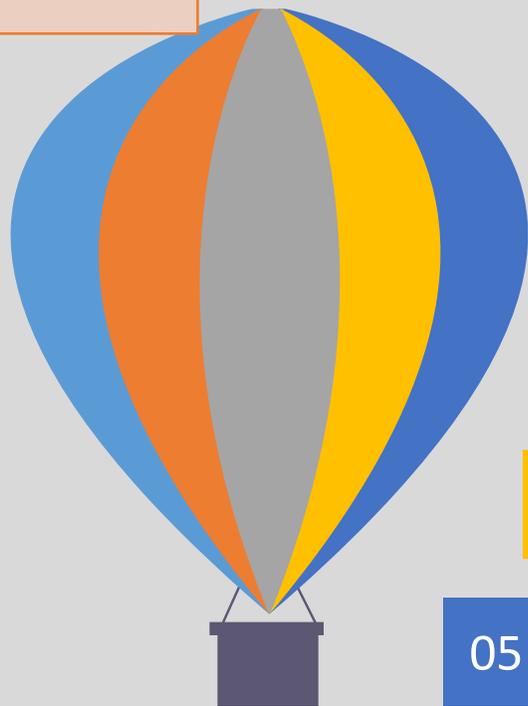




每隔一段时间，就会有一个在不可能或不明朗的结果上下了高风险赌注的人，结果他看起来像一个天才。但我们应该认识到，他之所以能够成功，靠的是运气和勇气，而不是技能。

# 聪明投资

有人认为未来是可知的（他们能够知道）——他们属于“我知道”学派，他们忽略不确定性的表现，认为如果决策正确就能盈利，但他们也将自己置于一旦发生失误便极有可能遭受损失的危险中。因此一旦意识到这一点，所有投资者都有必要检查自己是否知行合一。



01

我们应该将时间用在从可知的行业、企业和证券中发现价值上，而非对更不可知的宏观经济和大盘表现的预测上。

02

考虑到我们不能确切预知未来，我们必须通过坚定持股、分析性认识持股、在时机不佳时减少买入等途径来保持我们的价值优势。

03

因为大多数结果对我们不利，所以我们必须进行防御型投资。在不利结果下确保生存比在有利结果下确保收益最大化更为重要。

04

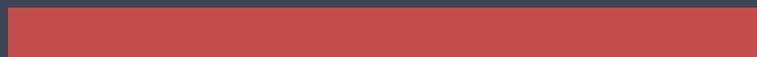
为了提高成功机会，我们必须市场出现极端的情况下采取与群体相反的行动：在市场上低迷时积极进取，在市场繁荣时小心谨慎。

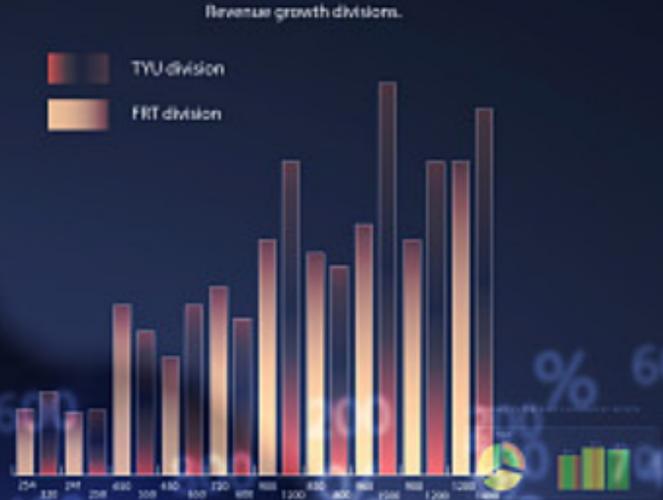
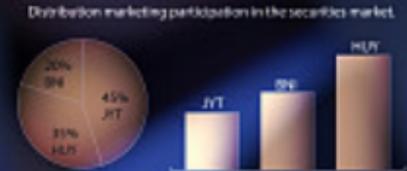
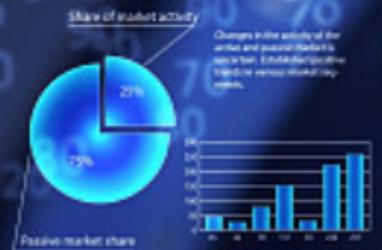
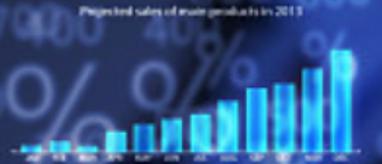
05

考虑到结果的高度不确定性，我们必须以怀疑的眼光看待投资策略及其结果。

# —— 多元化投资

Part 17





	TYU division		FRT division	
GHT	254	550	254	415
RDW	650	320	754	825
TRG	241	450	144	954
RTG	254	650	874	125
WEF	784	145	124	741
HRT	453	784	954	241

有老投资者，有大胆的投资家，但没有大胆的老投资者。

# 决定业余选手比赛结果的，不是赢，而是输



专业球员几乎可以接到对手的所有击球并且能够随心所欲地控制自己的击球。

而业余选手的比赛中，胜利者只需在失败者击球落网或出界前连续回球即可。

决定业余选手比赛结果的，不是赢，而是输。

在投资市场体现的是：在主流股票市场中主动得分对投资者未必有好处。相反，投资者应该尽量避免输球，重点在于避免错误。

# 防御型投资

在逆境中确保生存与在顺境中实现收益最大化是矛盾的，投资者必须在两者之间做出选择。

最简单的选择是：设法通过积极进取策略将收益最大化，或者通过错误边际来建立保护，而后者更为可靠。

## 第一要素

排除投资组合中的致败因素。最好的实现方法是：广泛而尽职地调查、提高入选标准、要求低价和**高错误边际**，不要轻易下注在没有把握的持续繁荣、乐观预测和发展上。

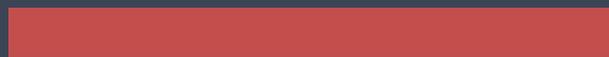
## 防御型投资

## 第二要素

避开衰退期，特别要避免暴露在崩溃危机下。除了前面提到的要排除投资组合中的致败投资外，防守还需要投资组合多元化、限制总风险承担并以整体安全为重。

# —— 避免错误

Part 18





投资者几乎无须做对什么事，  
他只需能够避免犯重大错误。

# 想象无能

既想象不到所有的可能结果，又无法完全理解极端事件的结果的情况。



**极端事件**

没有预测到未来可能发生的极端事件。



**连锁后果**

没有理解极端事件发生后的连锁后果。



**这一次会不同？**

错误地相信这次会不同：

- 1、某些新发展会改变世界。
- 2、商业周期的盛衰将不复存在。
- 3、规则已经改变
- 4、传统价值标准不再适用（包括股票市盈率、债券收益率或房地产资本化率。）

# 常见错误

数据或计算错误  
导致错误估价

贪婪、恐惧、嫉妒、  
自负、终止怀疑、盲  
从和屈服达到极致。

对各种可能  
性和结果估  
计不足

风险承  
担或风  
险容忍  
过度

价格显著偏离价值

投资者没有注意到  
这种偏离或推波助  
澜

我们需要聪明而审慎的**第二层思维**

# 从危机中学习

在金融危机中，投资者应该怎么做呢？

留意他人的轻率举动。

做好应对投资低迷的心理准备。

卖出资产，或至少卖出风险更高的资产。

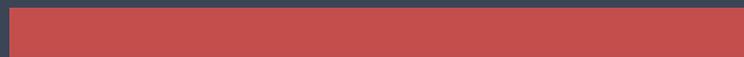
减少杠杆。

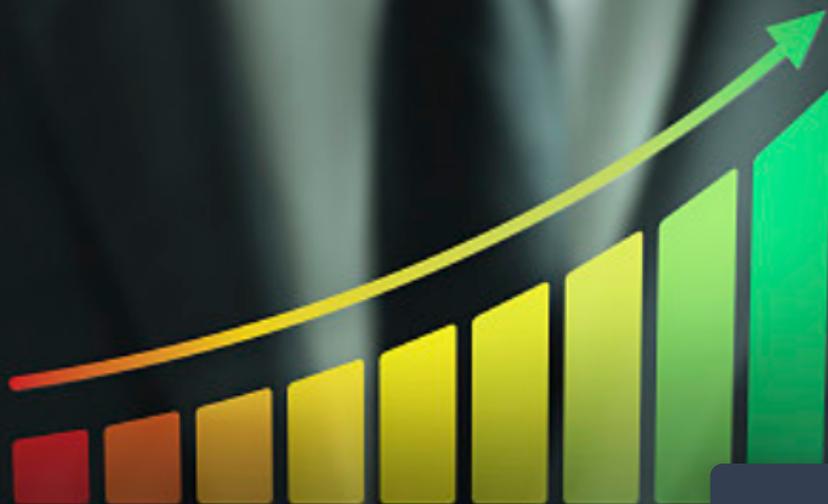
筹集现金（如果你为他人投资，就把现金还给客户）。

加强投资组合的防御性。

# —— 增值的意义

Part 19





只有依靠技术才能保证有利环境中的收益高于不利环境中的损失——投资不对称性

# 2x2投资者表现比较

不对称性——上涨时的收益高于下跌时的损失，并且超过单纯投资风格所致的结果——应成为每一个投资者的目标。

	积极进取型投资者	防御型投资者
无技术	市场上涨时获利颇丰，下跌时损失惨重。	市场下跌时损失不多，但市场上涨时也获利不多。
有技术	市场上涨时获利颇丰，下跌时不会造成同等程度下跌。	市场下跌时损失不多，但市场上涨时获利颇丰。

# —— 合理预期

Part 20



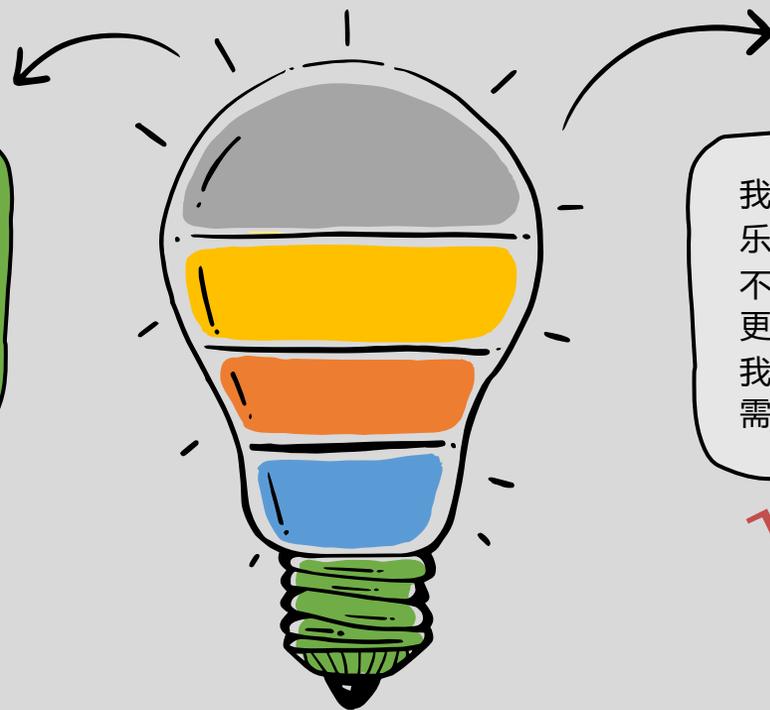


没有哪一种投资行为会轻易成功，除非其收益目标在绝对和相对的风险之下是明确且合理的。

# 不同收益态度

1

我需要8%，不过，我更乐意获得10%。12%更加不错，15%就是锦上添花。20%……好极了。30%……这真是棒极了。



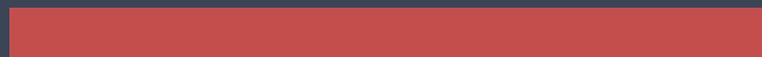
2

我需要8%，不过，我更乐意获得10%。12%更加不错，但是，我不会想要更多了，因为这样会加大我无法承受的风险。我不需要获得20%那么多。



# —— 最重要的事

Part 21



# 最重要的事



01

拥有成功的投资或成功的投资生涯的基础是价值，你必须清楚地认识到你想买进的东西的价值。价值包括很多方面，并且有多种考察方法。简单来说，它就是账面现金和有形资产价值，公司或资产产生现金流的能力，以及所有这些东西的增值潜力。

02

为取得卓越的投资结果，你必须对价值有深刻的洞察。因此你必须学会别人不会的东西，以不同的视角看待问题，或者把问题分析得更到位——最好三者都能做到。

03

你必须以可靠的事实和分析为基础，建立并坚持自己的价值观。只有这样，你才能知道买进和卖出的时机。只有拥有良好的价值感，你才能培养在资产价格高涨并且人人认为价格会永远上涨的时候获利的纪律，或在危机时甚至价格日益下跌时持仓，并以低于平均价格买进的勇气。当然，为达到在这些情况下获利的目的，你对价值的估计必须准确。

# 最重要的事

04

价格和价值的关系是成功投资的关键。低于价值买进是最可靠的盈利途径，高于价值买进则很少奏效。

05

导致资产低于价值出售的原因是什么？买入机会存在的主要原因是现实认识不足。高品质是显而易见的，发现便宜货则需要敏锐的洞察力。出于这个原因，投资者往往把客观优点误以为是投资机会。优秀的投资者却从未忘记，他们的目标是买得好，而不是买好的。

06

除了提高获利潜力之外，以低于价值的价格买进是限制风险的关键因素。买进成长型股票或参与“热门”动量市场都起不到这样的作用。”

07

价格和价值的关系受心理和技术的影响，这是两种可以在短期内主导基本面的力量。这两个因素所致的极端价格波动提供了获利或失误的机会。为了得到前者而不是后者，你必须坚持价值的概念并应对心理和技术因素。

# 最重要的事

08

经济与市场周期上下波动。无论此刻它们朝向哪个方向运动，都会有大多数人相信它们会朝着这个方向永远走下去。这样的思想非常危险，因为它会扰乱市场，将价格推向极端，引发多数投资者难以承受的泡沫与恐慌。

09

同样，投资者的群体心理也呈现规律的钟摆式波动——从乐观到悲观，从轻信到怀疑，从唯恐错失良机到害怕遭受损失，从基于买进到迫切卖出。钟摆的摆动导致人们高买低卖。因此，作为群体中的医院注定是一场灾难，而极端时的逆向投资则可能避免损失，取得最后的胜利。

10

特别值得一提的是，风险规避——适度的风险规避是理性市场必不可少的组成部分——又是过少，又是过度。投资者在这方面的心理波动是产生市场泡沫和崩溃的重要原因。

11

永远不要低估心理影响的力量。贪婪、恐惧、终止怀疑、盲从、嫉妒、自负以及屈从都是人类本性，它们强迫行动的力量是强大的。尤其在它们达到极致并且为群体共有的时候。群体会影响他人，善于思考的投资者也会觉察到他们的影响。任何人都不要奢望对它们免疫和绝缘。不过，虽然我们能感知到它们的存在，但是我们绝不能屈从；相反，我们必须识别并对抗它们。理性必须战胜情感。

# 最重要的事



12

大多数趋势——看涨与看跌——最终都会发展过度。较早意识到这点的人会因此而获利，较晚参与进来的人则因此而受到惩罚。由此推导出最重要的一句投资格言：**智者始而愚者终**。抵制过度的能力是罕见的，但却是大多数成功投资者所具备的重要特质。

13

我们不可能知道过热的市场何时冷却，也不可能知道市场将何时止跌上涨。不过，虽然我们不知道将去哪里，但我们应该知道自己身处何方。我们可以通过周边人的行为推知市场处在周期中的哪个阶段。当其他投资者无忧无虑时，我们应小心谨慎；当其他投资者恐慌时，我们应变得更加积极。

14

不过，即使逆向投资者也不会永远带来收益。买进卖出的大好机会与极端价格相关，而就定义来看，极端价格时不会天天出现的。我们势必要在周期中的其他时候买进卖出。因为很少有人会满足于几年一次的操作。当局势对我们不利时，我们必须能够识别出来，并且采取更加谨慎的行动。

# 最重要的事



15

在价值坚挺、价格低于价值以及普遍消极心理的基础上买入，很少可能会取得最好的投资结果。然而，即使这样，在形势按照我们的预期发展之前，也可能会有很长一段时间对我们不利。“定价过低”绝不等同于“很快上涨”。这就是我的第二句重要格言：过于超前和犯错没有区别。在证明我们的正确性之前，我们需要有足够的耐心与毅力长期坚持我们的立场。

16

除了具备衡量价值的能力并且在定价始终时追求价值之外，成功的投资者还必须要有正确应对风险的方法。它们必须突破学院派主张的将风险等同于波动的定义，并且理解最重要的风险时是永久损失的风险。他们必须认识到，提高风险承担不是投资成功的必要手段，它们还必须认识到，高风险投资会导致更广的结果范围和更高的损失概率。它们必须了解每项投资的损失概率，并且只在回报极为可观是承担这样的风险。

17

大多数投资者都简单地把注意力放在收益机会上。一些领悟力较高的人认识到理解风险和获取收益同等重要，但是极少数投资者具备了解相关性——这一控制投资组合整体风险的关键因素所具备的素质。由于相关性差异，具有相同绝对风险的个别投资能够以不同的形式组成不同风险级别的投资组合。大多数投资者认为多元化指的是持有许多不同的东西，很少有投资者认识到：只有投资组合中的持股能可靠地对特定环境发展产生不同的反应是，多元化才是有效的。

# 最重要的事



18

尽管正确的积极进取型投资能够带来令人振奋的结果——特别是在繁荣期，但它产生的收益不像防御性投资那么可靠。因此，损失少而轻是产生最好投资记录的部分原因。橡树资本管理公司多年来坚持的信条“避免致败投资，制胜投资自然会来”，其被实践证明是正确的。一个每项投资都不会产生重大损失的多元化投资组合，是投资成功的良好开端。

19

风险控制是防御型投资的核心。防御型投资者不仅会努力做正确的事，还特别强调不做错的事。因为在逆境中生存与在顺境中实现收益最大化事矛盾的，所以投资者必须取得两者之间的平衡。防御型投资者更注重前者。

20

错误边际是防御型投资者的关键要素。尽管当未来按照预期发展时，大多数投资者都会成功，但是一旦未来不按预期发展时，错误边际就能够保证结果的可接受性。投资者获得错误边际的方法有：强调当前有形而持久的价值，只有在价格低于价值时买进，避免使用杠杆，多元化投资。强调这些因素会限制你在繁荣时期的收益，但是在形势恶化时，它能最大限度地提高你全身而退的概率。我最喜欢的第三句投资格言：永远不要忘记一个6英尺高的人可能淹死在平均5英尺深的小河里。错误边际能给你持久力，帮你度过市场低迷期。

# 最重要的事



21

风险控制 and 错误边际必须时刻在你的投资组合中有所体现。但你必须记住，它们是“隐蔽资产”。市场多数时候处于繁荣期，但是只有在衰退期——潮水退去的时候——才能凸显防御的价值。因此，在繁荣期，防御型投资者必须知道，自己的收益（尽管可能不是最高）已经取得了适当的风险保障……即使事后证明这种风险规避时不必要的。

22

投资成功的基本要求之一，也是最伟大的投资者的必备心理之一，是认识到我们无法预知宏观未来。很少有人对未来经济、利率、市场总量有超越群体共识的看法。因此，投资者的时间最好用在获取“可知”的知识优势上：行业、公司、证券的相关信息。你对围观越关注，你越有可能比别人了解的更多。

23

很多投资者认为自己知道经济和市场的未来走势，实则不然。它们根据在自己对未来的认识而采取积极行动，但很少能够取得理想的结果。建立在坚定但不正确的预测基础上的投资，是潜在损失的根源。

# 最重要的事



24

很多投资者认为，世界是有序运行的，是可以被掌握和预测的。他们往往忽视了隐藏在未来发展之下的随机性和概率分布。因此，他们将行动建立在它们对未来的唯一预期结果之上。这种做法有时能够奏效，并为投资者赢得赞誉，但不足以带来长期而稳定的成功。无论在经济预测还是投资管理中，都会有人是完全正确的，但一个人很少有持续正确的时候，这样的结果是没有任何价值的。最成功的投资者在大部分时间都“接近正确”，这已经远比其他人做的更好了。

25

保持正确的关键在于避免经济波动、公司困境、市场震荡以及投资者轻信所带来的错误。虽然没有避免错误的必胜方法，但是毫无疑问，意识到这些潜在危险就是避免深受其害的良好开端。

26

只有拥有非凡洞察力的投资者才能稳定而正确地预测支配未来事件的概率分布，并发现隐藏在概率分布左侧尾部的不利事件下的潜在风险补偿收益。

# 最重要的事



27

无论是在衰退期限限制损失的防御型投资者，还是在繁荣期争取收益的积极进取型投资者，都已经证明自己是有技术的。想要得到投资者真的是在提升价值的结论，我们必须考查他们与自己投资风格不相符的环境下的投资表现。积极进取型投资者是否能在市场下跌时减少损失？保守型投资者能否在市場上涨时积极参与？这种不对称型就是真实技术的体现。投资者的制胜投资是否多于致败投资？制胜投资的收益是否大于致败投资的损失？繁荣期所带来的利益是否高于衰退期所带来的痛苦？长期结果是否好过单纯由投资者风格带来的结果？这些能力都是优秀投资者的标志。

愛上時間這本答案之書

悅讀時光  
其樂無窮

# Alita的读书笔记