

！一个 证券分析师的醒悟 首页 > 价值投资者 > 正文 关注我的新浪微博

[混乱中的秩序](#) 相关股票：[中国石化](#)

瑞银投资银行中国区副总经理张化桥

我的小说《一个 证券分析师的醒悟》将由中信出版社在 9 月出版，它的香港版将在 11 月由天窗出版社出版。

这是我从股票分析员到上市公司（深圳控股 0604. HK）首席营运官，再到做投资银行这 16 年间里对股市的看法的一个小结。最近两年，我的投资理念发生了很大的变化（犹如宗教信仰的转变）。在本书中，我将如实招来。

我的悟性不好。直到 2006 年从股票分析员岗位退役以后，我对股票好像才有了些许领悟。本书解释了我如何抛弃以前所学的知识。

这本书的所有稿费（乐观预计）20 万元我已经提前通过政府捐赠给了我的母校湖北省荆门市马良中学。它们会修一个小操场。你买了我的书，稿费还可以投入下一个项目（循环）。我谢谢你。

我经常想到我要感谢的人们。除了家人，我最要感谢的是深圳控股有限公司的原董事长胡爱民和原总裁张宜均。他们对我的重用，栽培和容忍是我下一本书的主要内容之一。如果不动人，我一定不出版。

### 证券分析师的局限

投资银行雇用大量勤快聪明敬业的 证券分析师，给客户提供投资建议。他们的工作很重要，但对于真正的长期投资者来说，是很有局限的。这与他们的工作性质和工作环境有关。比如，基金经理每个季度或者每半年对分析师有个评价（以此来决定股票交易佣金在各个投资银行的分配）。此外，还有《机构投资者》杂志和《亚洲货币》杂志等外部机构举办的对分析师的年度评比。在一个产能很过剩的 证券分析行业，如何才能吸引客户的眼球？除了高质量的研究和恰到好处的服务以外，多多少少需要一点叫卖。这就比较容易使得分析师们在不小心的时候，慢慢地脱离真正意义上的研究。而且，投资者（买方）要不断地顶住自身的和外来的买与卖的诱惑也很不容易。他们的浮躁（短期）行为也给投资银行的分析师们施加了影响，改变了他们的行为方式。

每个月定期和不定期的都有一大批新的经济数据出笼，新的销售数据公布，或者新的经济政策出台，每天都有这个名人或那个官员对行业或者宏观经济发表意见，某些股价会在短期内莫名其妙地涨 10%，或者跌 20%，但这些实在都是噪音，因为几个月之后，或者 12 年下来这些噪音就会显得十分可笑，因为它们对股价的中长期表现没有任何影响。它们随风飘过了。可是，分析师们日复一日地为此忙得不可开交：写报告给客户打电话办讲座举行午餐会，甚至大型研讨会；销售经纪们也非常忙碌；多数投资者也被折腾得团团转。最后，大家一点儿好处都没有，只有少数聪明的基金经理要么完全不理睬这些噪音，要么趁大家傻忙的时候出货或者逢低吸纳，以静制动。

我有个做基金的朋友在香港做得很成功。因为他聪明，有一家大基金公司邀请他做分析师。他到新公司上班的第一个星期，我接到他的电话。他问我联想和中国石化的股价现在是多少。我很纳闷地问他：“你的桌子没有彭博终端吗？”他说：“新公司规矩很严，不准看股价，也没有提供彭博终端，公司逼我们独立思考每家公司究竟应该值多少钱，而不要受现在股价的影响。”这个真实的故事听起来很极端，但隐含着这家基金公司的严谨和智慧，也难怪人家成功。多数股民把眼睛盯在股价报价器上，盯在新闻频道上和黑莓手机上，又找到了多少有用的投资机会呢？我自己一直不能脱俗，也跟大多数人一样，忙忙碌碌，年复一年，没有增长什么真的智慧。

我在做分析师的那些年，发表的纯粹噪音类的报告不可谓不多。每想到此，我就惭愧。我的反应很快，所以半生不熟的洋洋洒洒的“报告”经常是几个小时就能炮制完成，然后送去编辑处，而且每隔几分钟就催问编辑修改好了没有。编辑改好了，报告被送到合规部，我有时也表现出不耐烦，认为他们花的时间太长，问的问题太细，要我改的地方太多。有时他们要我与另外的部门协调观点的一致性，有时要我核实数据，有时要我把语气放缓和一些，少偏激一些，不要无谓地得罪人，等等。今天在我看来，这些其实都是应该的和正确的，但心急如焚的分析师有时不愿意等一等。

分析师所研究的几只股票，如果该股票评级一直是买入或者卖出，分析师自己多少会有点儿担心这些股票被人遗忘。他就会萌生要不断调高或调低上市公司利润预测和股票评级的欲望。有时看到竞争者调高或调低公司利润预测和股票评级对股价产生了金手指的影响，自己也会有压力“放他一炮”，露个脸。当然，这与长期投资的思路是有矛盾的。即使分析师能抵挡住这一类诱惑，他也会受到销售员（经纪人）和投资银行管理层的微妙压力，毕竟，投资银行是要赚佣金的商业机构。业内常用的一个词叫“可操作的建议”（actionable idea）讲的就是这个意思。这些事情当然不影响分析师的独立性，他们可以说买入也可以说卖出或者持有。所以在情理上完全无可厚非。只是，长期投资者要明白这个游戏规则。

投资银行的分析师有时会对经济数据或重大事件作出牵强附会的反应，找出哪些公司将受益哪些将受难，从而列出一大串股票买卖的建议。每过一段时间，策略师或研究主管就要写一份厚厚的关于下一阶段的概念股或主要的市场议题的报告。这些概念股有一个共同的问题，就是不符合长远投资的基本理念：投资者匆匆忙忙进场，正好抓住高价（做了冤大头），还没等一个概念完全显现它的价值（即使这个价值是真正存在的，它至少也得几年的时间才能显现），投资者就被另外一个概念吹走了。投资者换马，付了交易佣金不算，换马的时机很有可能又是不利的。

**在过去 15 年里，我能记起的主要的折腾人的浪潮如下：**

1. 1995~1997 年,炒作的概念是,哪些公司与中国的各政府部门或地方政府有关系,从而可以获得注资。当时朱小华概念股很吃香,朱小华曾是光大集团的董事长,他被认为是有点石成金的能力,结果他曾经到某某公司的办公楼去过一下也成了股市的炒作题材,因为光大有可能跟某某公司作并购。

2. 1997~2001 年,炒作人民币贬值的概念。“人民币贬值是迟早的事,所以避开内需股,只买出口型的公司;服务于内需的公司还有所谓三角债的问题”。

3. 1999~2000 年,炒作互联网热和科技股热。

4. 2001~2003 年,炒作 QF 概念股。

5. 时而有,时而无的石油涨价以及石油产品调整零售价的故事;燃油税的 10 年故事,开征后的赢家和输家,以及三农概念股等。

6. 人民币升值概念股。2003 年至今,内需股与出口股的位置更替。外债负担重的公司(比如航空公司)经常受到几分钟的追捧。

7. 内房股概念。凡是沾上地产边的公司在 2006-2007 年都受到了市场的格外青睐,当然还有电信业重组的概念。

8. “直通车”概念股,即中国政府何时能允许 QD 正式实施的概念股。这股热潮在 2007 年下半年竟然把恒生指数推高了 40%,可见这股炒作之凶猛。

9. 中国鑫融股(银行和保险)的炒作。2005-2008 年,大家似乎忘记了,在 2003 年甚至 2004 年时,市场主流派还在谈论国内的金融业是“技术上已经破产了”(technical bankruptcy)的,原因是呆坏账太多监控太差员工素质太差政策性因素太多。突然之间,它们都成了香饽饽,成了世界上最大的金融机构和最好的东西,也是最贵的金融机构。

### 证券分析师的四部曲:

抵赖、修正、狡辩、再修正。在证券公司里有一个很奇妙的现象每天不断重复上演,年复一年。

分析师开始发现一只上升的明星股票时,这只股票一般也已经从最初涨了几倍,基金经理们开始打电话问分析师如何看待,分析师们才慢慢感觉到应该把它当真了。这也可以理解,因为分析师要正式研究一只股票需要经过(IRC)内部研究委员会同意,而且这只股票不能给分析师或投行带来信誉上的损害。另外,一旦正式研究该股票不容易停止研究,想停止研究又需要正式的 IRC 开会同意,而且有可能得罪因本投行的研究而买入该股票的“后来入场的基金经理”。有些基金经理们担心,一旦失去了研究员们的噪音支持,中小盘股有可能会黯然失色,被人遗忘。而且,分析师停止分析一只股票时要出一个告示,有时让人感觉到这只股票可能有什么问题,所以,投行的 IRC 决定让一个分析师研究某股票时,当然有些尺度,比如这只股票市值是否够大,交投是否活跃(毕竟要让投行有交易佣金可赚),等等。

等到一个分析师开始研究某一上升的明星股时,另外的投行坐在相同位置的分析师

就开始有压力了，基金客户和内部的销售经纪人会问这些分析师：“某某分析师刚刚发表了一份报告说这只股票会在年内翻两番，你怎么看待？”于是，第二个第三个，也许第四个分析师多少有点儿不情愿地开始发表对同一公司的研究报告。当这只股票确实是明星时，这样的局面就可以持续一段时间，可如果这只股票被证明是昙花一现时，分析师们开始沉默，或者开始陆陆续续放弃对该股的研究。这个过程可能需要两年的时间。

有时，有些公司确实是好公司，但业务成熟之后，增长率开始下滑甚至倒退。它们的行业地位很坚固，但增长率开始下降。部分原因是基数过大，部分原因是行业过了高速增长阶段，有时也因为公司战略上有点错误（转型不顺利等）。

在上升阶段时，基金经理和分析师们往往对这些股票爱慕有加，“它们永远不会出错的，看看它们最近几年的表现”。这些公司的市盈率或市净率往往很高，因为市场对它们未来的预期很美好。

有时，这些公司明显在业务上或战略上犯了个错误，但市场仍然一片掌声，说“它们没有问题”。只有极少数人说，“白璧微瑕”或“成长路上的一个小坎坷”。但是，机灵的基金经理开始撤退，股票开始走弱。这个阶段是分析师的“抵赖阶段”。尽管分析师仍唱赞歌，但是股价继续下跌。然后该公司下个季度或半年的业绩开始疲软，或者显示出不少问题（比如，应收款增加，客户抱怨增加）。这时，股价加速下跌。分析师们开始调低他们的赢利预测，修正他们对该公司未来 12 个月的股价的预测。但仍维持“强烈建议买入”，原因是：（1）股价已经跌了很多；（2）前景依然美丽。这是第二个阶段修正。

这时，也许股价开始平稳。但鉴于新情况，分析师们开始了第三个阶段狡辩。直到新的季报或半年报出来，又一轮的失望，股价再次明显下挫，分析师对赢利及股价目标再作新的下调。很多分析师都发表了“抛售股票”的报告。这才完成了第四阶段再修正。这个周期往往在一个股票上持续几年。几年之后，市场开始把这些公司当成也可以犯错误的“平凡公司”。这时，比较理性的分析才真正开始，大家可以看看这些股票多年来的下跌便能理解这 4 个阶段是如何发展演变的。

大多数分析师是大学财会或经济系的毕业生，有些或加上硕士学位，一般是毕业后即进投资银行，既没有经商的经验，也没有股票投资的经验，所以犯错误也不奇怪。在欧美，投资银行的分析师有的干到 50 多岁，所以见得比较多一些。在亚洲，投资银行的分析师的行当是 1990 年前后才有的，所以现在的分析师一般在 30~35 岁，近几年，因为行业快速膨胀，才从电视业航空业商业银行等招聘了一些 30~40 岁的分析师。但总的来说，这在亚洲还是一个十分年轻的行业。

年轻是个优势，因为不信邪所以冲劲足。但年轻也是个劣势，没见过，或者说没有经历过几次市场崩溃，更容易被旁人的三言两语说动心，而偏离对基本面的忠实。（张化桥）

**@公司就象一个城堡，它需要有护城河。不然的话，它很容易被攻破。**

你可能会说，“我很机灵，我会在敌人攻破这个城堡之前弃城逃脱，换到另外一个城堡里去生活”。很多不愿做长期投资的股民，就抱有这个想法。最近，我重读了一本好书，有了一点点新的理解。这本书是2008年美国晨星公司的股票研究主管Patt Dorsey写的“创富小册子”（The Little Book That Builds Wealth）。他认为，从根本上来讲，世界就是不公平的。行业有好有坏，它们的发展阶段有好有坏。在好的行业营商，就象顺水行舟（事半功倍），在坏的行业营商，就象逆水行舟（事倍功半）。是陷阱，还是护城河？Dorsey认为，好公司能够持续创造比别人高的回报。这样的公司有护城河，不容易在短期内被敌人打垮。他说，人们最常犯的错误是把“产品好”，“市场份额高”，“执行力强”，“优秀的管理团队”当作护城河。这都是投资的陷阱，而不是护城河。先谈“产品好”。

克莱斯勒汽车公司在八十年代初首次推出小型货车(minivan)时赚了太多钱。可是好的产品没有用，其它的汽车厂蜂拥而来，也开始生产minivan。克莱斯勒马上失去了优势。

生产奶酪饼的Krispy Kreme在刚刚推出doughnut时，风靡美国，没想到别人也可以生产doughnut，而且消费者对doughnut的热情很快就消失了。

Tommy Hilfiger的时装曾经如日中天。可是今天它在哪里呢？

前几年，美国政府大举推动用玉米提炼乙醇，认为这既环保，又减少了对海外高价石油的依赖。由于2006-07年玉米收成好，价格低廉，所以厂商们大赚其钱。这些公司的股票也飙升。大家认为这个产品太酷了。可是一年后，新的厂商加入，乙醇生产的产能大增，玉米又不再那么丰收（价格大涨），石油价格也不再那么高企，结果大量乙醇厂商欲哭无泪。

中国地产公司个个说自己的产品是一流，但实际上的区别未必那么大，而地点好象更重要。

各种电视机，彩电，电脑，手机和冰箱真的有特别大的质量差别吗？各种衬衣和套装的质量好坏差别很大吗？再让我们来看看市场份额。

纽约时报的名气很大，但是它的股票价格这几年大跌，经常面临财务危机。香港一些报纸的股价也很差，虽然它们在香港的江湖地位很高。

海尔，[戴尔](#)（DELL，12.99，+2.18%），通用汽车，科达及大量的建筑工程公司等各自的产品线上的市场份额都很大。但是看看他们的利润如何吧。

有时候，市场份额大是个优势，但并不一定。只要潜在的竞争者存在，这就足够让你的利润率很低，因为门口有人“叫板”。你的公司永远在“拾之无谓，弃之可惜”的收益率之间运转。有些产品会因为规模大而降低成本，有些不见得（比如律师，审计师，理发师，美容院，系统集成，建筑，研究咨询，物业管理，甚至地产开发）。



一般而言，“市场份额高”不是一条可持续的护城河。

我们再来看看“执行力强”和“优秀的管理团队”。这两个优点经常被人们一并提到，因为执行力强主要来源于两个因素。一是管理团队在一起工作的年数长，磨合得不错，工作上比较顺手，团队里面没有明显捣蛋的人。二是因为团队里面有个德高望重的领袖。这两个因素都有些偶然，可遇不可求，而且可以随时变化。如果领袖生病了或者死了或者换工作了，怎么办？有些领袖不自量力，在退休之后又重出江湖（原因是他创办的公司好像缺了他不行）而把他辛辛苦苦（当然也是运气好）积累下来的名气再丢掉。比如，美国一家曾经很大的电脑公司 Gateway 的创始人就是如此。他重出江湖之后，回天乏力，大失所望。其实，他当年的成就与当年他的行业的高增长很有关系。此外，管理层好坏往往只有在事后我们才能看出来，而不是事前。可是，事后的判断对于投资者来讲没有太大的实际意义。

### **既然如此，我们如何判断一个公司又没有护城河呢？**

第一，品牌被认为优秀或者可靠，公司的产品可以卖出高价，因此公司利润率高于同业。

第二，它的产品无法替代，或者客户很难离弃。如果离弃，客户需要付出不小的代价。

第三，有些公司有明显的网络效应（互相照应，或者众星捧月的好处）。

第四，有些公司的业务由于地点，工艺方法，规模，营销网络，或者某种长期协议而使得成本便宜很多。

品牌和专利有多大用处？Dorsey 认为，在绝大多数情况下，公司的出身决定一切。他完全不相信公司文化和团队在长期的决定性作用。我本人喜欢投资懒汉和傻瓜也能管理得不太差的公司。很多公司都说自己有品牌，专利和特许经营权。但是，很多专利和品牌完全不能给你带来收入或者好处，它无法在生意上和产品上真正显现出优越性，比如提供别人无法替代的产品和服务。品牌是需要花钱来建立和维护的。如果你的品牌那么好，你能创造出超额利润吗？如果不能，那凭什么证明你的品牌值钱呢？名气大不等于好品牌，不等于你的产品可以高出市场定价。另外，一个品牌如果能够减少顾客的“搜寻成本”，比如，[麦当劳](#)（MCD, 74.45, -0.24%），[可口可乐](#)（KO, 58.76, -0.58%），KFC，那它们很有价值，虽然它们的产品价格不见得可以高于市场价。说起专利，大家可能注意到，有些专利没有商用价值，而且专利可以受到挑战。在国外，债券评级公司很赚钱，因为他们的生意需要得到政府的特许，而政府又很难授予这样的许可，所以进入门槛很高。在国外，公用事业公司一般受到产品价格和企业回报率方面的监管。这类公司可以是很不错的投资对象：风险低，回报率很稳定。在中国，这方面的监管机制还很原始和带有随意性。所以我们的供水，供电和供气公司可以很赚钱。多年来，人们对中国燃气公司的投资价值有怀疑。我是这样看的：他们的燃气销售量会增长很快，而

且未来的单位成本会因此下降（因为公摊的固定费用增加不大）。他们其实是建筑安装公司，他们把燃气管道接驳到你的厨房。与普通的建筑安装公司所不同的是，他们有特权：在他们经营的城市内，只有他们才能做这项业务，别人不可以做，而且他们的安装收费特别高。客户的叛逃成本 谈起客户的叛逃成本，大家想想你会经常换银行吗？你需要填写很多表格，改换工资自动转账的指令，注销按期支付水电费（和小孩学费，会所的会费，和有线电视使用费）的指令。你如果有住房按揭，即使银行对你有点不友好，你会换银行吗？太麻烦了。保险公司也是如此。当然抱怨归抱怨。同样，基金公司的日子也很好过，因为一旦你把钱交给他们管，你不太容易抽逃。抽逃有费用，也很麻烦。而且你敢说下一个基金公司（或者基金经理）的水平会高出很多吗？况且，在你抽逃的同时，另一个基民（投资人）也许会把钱从别的地方转过来（就象公共汽车一样，有的人下车，有的人上车）。他转过来的原因可能是他对原来的那家基金公司极为不满，所以想在这家公司试试运气。你们俩正好换了个位置。另外，你使用的会计软件系统（或ERP系统）可以随便换吗？谁也不想多花时间学一个新的软件，除非新的软件有巨大的优越性。中文输入法也是如此。当你会用五笔字型输入法之后，你可能不想学习和转换到仓吉方法。上市公司一般要注意形象，不愿意换审计师。换审计师需要董事会批准，需要公告，还给人留下做假账的嫌疑。在香港，各个单位的强积金（强制的退休金供款）都要由外部专业机构来管理，但是一旦选定，大家谁也不愿意换机构，因为那样太麻烦和浪费钱。换一家也不一定就好到哪里去。成本低，规模大，或者自然垄断 国有企业养着一大批人，这就导致高成本。而且，办事的程序繁多也会加大业务成本。民营企业没有这些麻烦，而且对跑冒滴漏的控制比较好。因此总的成本就低。欧美的企业在成本控制方面，经常遇到工会的阻力。小电视台跟大的电视台（比如英国的 BskyB）相比，因为观众不多，所以没有实力转播大型的足球赛，从而形成了恶性循环。有些行业前期投入巨大（固定成本高），因此形成一条很宽的护城河。比如，收费公路，港口，机场，和快递公司等等。还有一类企业实际上是自然垄断。比如，[华盛顿邮报](#)（WPO, 390.05, -0.15%）集团在美国一些中小城市（Boise 和 Idaho）经营的有线电视业务就很有钱赚，因为这些城市不大，只能容纳一个有线电视运营商。Dorsey 认为，零售企业和餐馆是个很不容易做的生意，因为他们没有护城河的保护。客户叛逃的成本太低。不错，[星巴克](#)（SBUX, 25.80, -1.30%）很成功，但这只是例外，而不是规律。股票投资是一个概率游戏，明智的人不应该把钱押在小概率的事件上。这些年，中国的零售企业的表现都很优秀，但这在很大程度上是因为水涨船高：当全国零售额每年以双位数增长的时候，你很容易取得好的成绩。但这不等于你拥有一条宽宽的护城河。这也就好象张先生去年买股票赚了 50% 的回报一样。运气跟水平还是有点不同的：水平可以理解成为长期持续的运气。十年前，有些电脑和手机的生产商大赚其钱，大家误以为那些行业有很高的进入门槛（护城河）。现在，我们明白了他们只是运气好。Dorsey 认为，有护城河的公司

理所应当有很高的资本回报率。如果没有，我们要找原因，也许他根本就没有护城河的保护。反过来，有些公司在最近几年有很高的回报率，但这也许完全是因为阴差阳错或者运气，或者因为某个正在消逝的原因。我们一定要把那个实实在在的原因找出来。否则就是骗自己。总之，高回报率是判断有没有护城河的必要条件，但不是充分条件。寻找有护城河保护的公司很重要。但时过境迁，我们要注意护城河的干涸。如果优势在消逝，我们要勇于承认，甚至弃城逃跑。监管制度的变化，消费者口味的改变，替代产品的出现都可以摧毁护城河。一个公司有没有护城河，护城河究竟有多宽，这是一个很主观的判断。仁者见仁，智者见智。但是这种思维方法和逻辑对投资很有用。分析护城河只是为了帮助长期投资者，对于短期炒作的人没有帮助。作者 Dorsey 有一句话对我很有启发：读公司的年报比分析联邦储备局主席的讲话重要 100 倍。看报纸和因特网对股市和新闻的评论没有太大的意义。（张化桥）

我最近读了 Vanguard 基金的创始人 John Bogle 的两本书，一本是他 2007 年写的“关于投资常识的小书”（“The Little Book of Common Sense Investing”），另一本是今年刚写的“够了”（“Enough”）。这两本书的共同主题十分鲜明，我把它记录在此，以警告我自己，也与读者分享。

先说股民的悲哀。Bogle 说，你们瞎折腾个什么呢？每天忙忙碌碌，买卖频繁，只是帮了券商的忙，肥了税务局。可是作为一个群体，股民的回报只是等于大市的回报而已。这还没有扣除股民在瞎折腾过程中的费用。这些费用包括调研，交易佣金和税收。从中长期来看大市的回报在扣除货币贬值因素之后，无非也就是 4-6%，因此，大家千万不要小看费用的比重。扣除费用，股民作为一个群体，必然跑输大市。这是一个数学上无法挑战的定理或者不等式。在欧美 100 多年股市的历史上，不少智者也认识到了这个定理，可是股民们还是乐此不疲。为什么呢？为什么一百次股灾也不足以教会股民呢？原因很简单，大多数股民根本没有理解这个浅显的道理。也有不少人明白这个道理，但过于自信和贪心。他们认为，股民作为一个群体，虽然只能跑输大市，但自己有优越的智商，选股能力和心理素质，因此，必然能跑赢大市。我记得几年前某机构在美国做过一个样本很大的问卷调查，结果很有趣。19% 的人确信自己属于美国收入最高的 1% 的群体。

我们经常听到张三、李四炒股赚钱的例子，可是当他们亏钱的时候，他们一般是轻描淡写或者讳莫如深。

有人可能辩解说，“我过去三、五年的投资回报真的很高”。可是 Bogle 提醒我们，你真的跑赢大市了吗？特别是把瞎折腾的费用扣除之后，你还跑赢了大市吗？最后一点，过去的三、五年不能代表未来的三、五年。统计学上的“回归平均数”（Reversion to the Mean）让你不敢得意。

近几十年来，越来越多的欧美股民明白了自己瞎折腾从中长期来看有多么愚蠢。于



是共同基金行业越来越兴旺，共同基金占股市的交易和持股份额也越来越大。但是 Bogle 认为，基民与股民散户相比，几乎同样愚蠢。基金行业作为一个整体，当然也只能跑输大市。作为一个整体，它们本身就是大市，它们怎能跑赢自己呢？除去买卖基金的费用，以及基金本身的各种费用，这个行业当然也只能跑输大市。在全球经济增长放缓，企业回报率下降的当今世界，每年 1% 或者 2% 的费用率简直是一个吃人的数字。Bogle 说，不管基民们是赚还是赔，费用可是刚性的，这不是很可笑吗？

Bogle 说，基金行业的从业者们绝大多数很敬业，智商高，也很诚实，但作为一个整体，他们不创造社会价值，也不为基民们创造价值。Bogle 自己做了大量调研，也引用了大量权威机构和人士的研究。比如，他引用了耶鲁大学基金会首席投资官 David Swensen 的研究，在多如蚂蚁的基金中，只是约 4% 的基金在过去 20 年扣除税收和费用之后能够跑赢大市，而且平均起来也只是比大市的回报率多了 0.6% 而已。而 96% 的基金跑输大市，而且跑输的很厉害：平均每年跑输 4.8%。大家都知道基金经理和券商有发财的，可是发财的基民却很少听说过，Bogle 如是说。我突然想起一个例子，挖黄金的人不见得赚钱，但生产和销售铲子和铁锹的人可以大赚其钱。

很多对冲基金很赚钱。它们的创办人和高层员工也很赚钱。这些都是事实。但是，在他们的前前后后，左左右右也有大量的辛酸故事。这些故事包括高度的压力，以及关闭，破产和多年不赚钱的例子。

对于那些赚钱的少数对冲基金，我们也要分析他们是如何赚钱的（即赚钱的来源）。我看他们赚钱的原因不外乎两种：一是确实水平高（加上运气好），赌对了。比如，在投资回报方面，有些长期以来表现优于大市，所管理的资金也就越来越多，管理费收入越来越大，利润分成也越来越丰厚。但这种人毕竟是凤毛麟角。

第二种是绝大多数，他们的水平虽然一般或者投资表现平平，但他们筹集资金的能力很强。他们赚的是稳定的管理费和巨额的利润分成。比如，某某基金管理 3 亿美元的客户资金。去年，恒生指数上升了 48%，但该基金只涨了 20%。虽然它跑输了大市，但该基金除了收取 1.5% 至 2% 的管理费之外，还要分得利润的 20%，即 1200 万美元。今年如果全球股票大市不振，该基金一分钱也没有赚（所以无利润可分），但是管理费也有 500-600 万美元。明年如果该基金亏损 10%，管理费也还是要收取的，虽然他们拿不到利润分成。

对冲基金的管理公司（以及高层员工）很赚钱，但这不等于基金的投资人也很赚钱。此所谓“挖黄金的人未必赚钱，但是卖铲子的人肯定赚钱”。事实上，绝大多数基金的表现很一般。作为一个整体，他们当然只能跑输大市，因为他们的费用太高。也就是说，象你和我这样的个人投资者在投资业绩方面完全可以优于对冲基金。为什么？

第一，对冲基金的经理们虽然学业成功，工作卖力，又有投资银行在信息，分析，交易以及资金等方面的支持，但这些人天天承受的压力太大，比如他们天天要看这个月

的基金表现，下个月的回报，再下个月的增长等等。他们过多地关注基金在短期内的回报，也就没有办法关注中长期。而在短期内，即使是又好又便宜的公司也不见得会在股价上有优异的表现，而又坏又贵的公司的股票未必一定下跌。即使基金经理们在对基本面的分析上完全正确，并不能保证他们在短期内能获利。遗憾的是，他们的大部分资金来源是短期资金。有些即使是长期资金(比如三年)，但三年对于投资来说仍然是过于短期。另外，即使你的资金有三年的锁定期，你仍然要有频繁的业绩报告，特别关心基金的波动系数，这就直接地影响了基金经理的行为方式。

第二，在市场低谷的时候，理性的投资者本来应该加仓，买入更多股票。对冲基金的经理们当然明白这个道理。但是，他们的投资者不见得总是明白这个道理。于是，在市场低谷的时候，这些基金可能遇到很多赎回的请求。于是，他们没办法只好割肉斩仓。在市场高位时，投资者会有大量的新钱给基金来管理。当然这是亏钱的最好时机。巴菲特长期成功的原因很多，其中之一就是他的资金的长期稳定性。其实，他的公司就是一个封闭式基金。他可以不关心今年或者明年的表现，也可以不关心波动系数，这与绝大多数对冲基金是不同的。他曾经说，波动很大的 15% 的年回报率当然好过平稳的 8% 的年回报率。可是，绝大多数基金经理不敢那么潇洒：基金评级公司会给你很低的评级，投资者也会敬而远之。

你和我，以及其它真正的长线投资者只关心 10 年，或者 20 年甚至 30 年以后我们的退休金是否足够的问题，我们并不太关心短期的波动和其中上上下下的过程。这当然是在股市赚钱的唯一方法（除非你创办一个基金，变成卖铲子的人）。我们不仅节约了交易佣金，也避免了买进和卖出时机上的错误。今年五月，美国最成功的基金经理之一退休。当人们向他讨教成功的秘诀时，他说，秘诀在于不交易或者尽量减少交易。

也有些基金经理认为对冲基金在资金来源方面的不稳定性不是什么了不起的缺点，因为投资者的抽资也可以把坏事变成好事：迫使基金经理经常把资产组合中的烂[苹果](#)（AAPL, 287.37, +0.18%）丢掉，把钱归还给投资者。但我看这还是个问题：说到底，基金经理成功的第一诀窍是有钱管理。

最近，我读了几本关于对冲基金的书，比如，”Diary of A Hedge Fund Manager” (by Keith McCullough)。除了它的娱乐价值以外，作者在整本书中就是吹嘘自己如何工作卖力，思维敏捷，投资成功和赚大钱。但是，我的结论是，作者和其它对冲基金经理们只不过是运气好而已。他们的分析一半正确，一半错误。当他们正确的时候（或者运气好的时候），他们赚大钱。可是当他们运气不好的时候（或者看错的时候），他们亏的是别人的钱。这是一个很不公平的游戏。

这几年，有很多极端聪明的人放弃或终止对冲基金的游戏。他们终于明白几个道理。第一，不管你多么聪明，多么卖力，想把宏观经济和企业的基本面真正弄明白，是非常不容易的；第二，即使你弄明白了，也不见得就能赚钱。基本面可以长期被另外的各种

因素所抵消。第三，在短期内，甚至中期内，运气永远是最重要的。

对冲基金的聪明人们虽然花很多时间研究企业，但是他们把更多的精力用在一个天生就无法解决的难题上(即，把握买进和卖出股票的时机)。所以他们成功的概率大大降低了。他们发明了这个观测指标，哪个观测指标，但是这些指标都有缺陷，都有不灵的时候。当然，他们还有很多其它方法(其实是迷信)，比如技术分析，涨跌股票的个数比例，“一月效应”，“五月份卖，度长假”等等。

香港的报纸和杂志上到处是轻浮的和随意的股票买卖建议。人们也喜欢用“炒股票”这样的词语来对付他们的读者，实在不负责任。如果用这种态度来投资，你如何能够取胜，或者跑赢对冲基金呢？大家急不可待地预测股票市场的走势，恒生指数下个月或下个季度的点位，以及某个股票(或者汇率)在几个星期或几个月内的变动，我看实在是不明智的。

最近，我读了一本在美国很畅销的书，*Stock Market Wizards: Interviews with America's Top Stock Traders* (by Jack D. Schwager)，它讲的几乎全部是天才交易员们(或投资者们)如何在短期内战胜股票市场，炒股票的。作者在书中讲了无数在我看来完全是雕虫小技的东西。这些雕虫小技并不可复制：它们在某些人的身上成功了，不等于可以在你的身上成功；在某个阶段成功了，不等于可以在其它的时候成功。我觉得，这种书投资者可以不读而没有任何损失。

由于制度上的原因，绝大多数对冲基金的表现平平。只要你我坚持长期投资的理念，我们很容易战胜对冲基金。但是我们无法战胜对冲基金的基金经理，除非我们也跟他们一样，开始卖铲子。卖铲子跟挖黄金在商业模式上是不一样的。

关于投资要留有余地，很多人讲过无数次，也几乎没有人不明白这个道理。但要做到太难了：当股票价格往上走的时候，每个人都怕错过机会，所以大家争先恐后抢购。从20倍的市盈率涨到30倍的市盈率，大家都会找到各种原因来证明它的合理性。到了40倍，反而有更多人去追捧。股价往下跌的时候，大家越看越不对劲儿，越看越害怕。

一个完全正常的公司的股票在跌了80%甚至90%之后还会有人抛售。我也犯过同样的错误。2008年底，雷曼兄弟公司倒台以后，我就抛售过两家业务很正常的中国公司的股票：我当时莫名其妙地害怕它们熬不过金融海啸。半年之后，这两只股票都涨了两倍多。我经常想踢自己两脚。

当一个股票正在往上爬的时候，我们要问自己一个问题。“它有没有可能跌一半？真的，有没有可能跌一半？如果有可能，我怎么办？我敢不敢冲进市场加仓？也就是说，我敢不敢买更多的同一只股票？”理论上这很好理解：既然以前我愿意在高价时持有它，跌了一半之后，那不是更有吸引力吗？但是，要做到这样理性却不容易。

其实，24倍的市盈率对于很多公司来讲很正常，不算太高。只是它完全可以在一个月变成12倍。大家也有一万种理由可以证明，这12倍也并不荒唐，也是很正常的市

盈率。原因可以使宏观的，也可以是微观的，比如，突然的加息的预期，通货膨胀的预期，原材料涨价，成品跌价，管理层变动，新的竞争者的加入，或者原来的业绩本身就有点夸大，或者希腊债务危机，等等。

当你的身价突然从 100 万元变成 50 万元的时候，你真的好受吗？你真的能够处之泰然吗？你真的胆敢翻身吗？这钱是你辛苦得来的。父母妻小还要靠你的。在你乱了方寸的时候，你的投资决定可能更不明智。

### **留有余地，多打折扣**

如何尽量避开这种局面，我有几个想法。第一，看股票时，要留点余地。比如，把公司的历史账目和未来预测多打些折扣。第二，在估值时也要留点余地。比如，一个股票的合理价值应该是 5-8 元，而不是 8 元，或者另一个准确的数字。股票的估值是一门艺术，不是科学。最后一点，每个公司都有问题，有些问题你只是没有看到而已。他们的管理层也许一直有暗斗，但他们伪装得很好。

为了减少自己冲昏头脑的次数，我建议大家多看“绝对的”估值方法，少看“相对的”估值方法。比如，坚决不买一个 30 倍市盈率的股票，仅仅是因为同类的股票更贵（40 倍）。比较可靠的方法是盯住 30 倍这个数字。这是一个不小的数字。它意味着我的投资需要 30 年才能赚回本钱（假定公司未来用目前的利润水平来发展）。当然公司未来的利润可能有增长，但也会有下跌的年份。对于极少数高成长的公司来说，30 倍也可能很合理甚至算便宜。但是注意，只有极少数公司可以持续多年高增长（比如，超过 20%）。如果我们“感觉到”这个公司属于高增长，那个公司也属于高增长，我们大脑可能已经被外界的气氛所被冲昏了。这个时候的市场大环境可能已经有问题。股票的市盈率跟通货膨胀，也就是说银行利率有关。一般情况下，利率越高，股票的估值倍数越低。反之亦然。但这也是一个很危险的“相对”估值方法。目前的低利率可以持续吗？万一利率突然涨了怎么办？

### **把握市场的时机是没可能的**

我本人曾经炒过窝轮（即，warrants，认股权证和认沽权证），这是让我很后悔的一件事情。亏了钱不算，违背了我自己的投资原则而亏钱是更大的事。这些窝轮当然都有固定的期限，比如，实际上你是在赌博，赌的是某一个股票或者指数会在一个固定的日期（比如 5 月 31 日）之前会涨到什么程度，或者会跌到什么程度。即使你的宏观分析和微观分析都是正确的，预测市场的时机是非常愚蠢的。基本面的分析已经非常不容易，如果你再加上对市场时机的预测，那就难上加难了。一个正确的基本面有时候可能需要 2 年，3 年，或者 5 年甚至 10 年才能表现出来，你有耐心和资金等得起吗？窝轮的期限太短了：通常几个月，最长一年。炒窝轮是信心爆棚的表现，但对大多数人来讲，是无知的表现。他们不懂得基本面的表现是需要很长时间的。凯恩斯曾经说过，“市场可能长期不理性，如果你想跟它赌拐点的时机，必死无疑”（Markets can remain

irrational longer than you can remain solvent) 。

伟大的投资者邓普顿 John Templeton 说，不要试图找到市场的拐点，坚持长期不懈地投资才是致富之道 (it is the time, not the timing, that counts)。邓普顿明白所有人(包括自己)的弱点，担心自己在市场大跌的时候没有胆量买股票。于是，他把自己的每个爱股(好公司的股票)确定一个价格(在此之下便可称为超值)，并给 证券经纪人下达一个指令：一旦股价跌到某个水平，便可自动买入多少。

### 董事们为什么很赚钱

在香港，大家可以发现大量的公司董事很有钱，主要原因是他们的股票为他们增值很多。何以？董事们在敏感期内（比如在公布业绩之前两个月，在做并购期间，或在其它敏感期）是不可以买卖股票的。在其它时间，每次买卖都要事先经过董事会批准，而且要公告，因此董事们要顾及形象和闲言碎语。董事们也担心其它董事（特别是董事长）和基金经理们说自己对公司“不看好”，“没有长远打算”，“不务正业，只是一天到晚炒股票”。所以，就出现一个自我约束的现象：董事们买卖自己的股票很不频繁，而且，买的次数往往多于卖的次数。很多董事在离职以后才卖股票。他们持股的时间一般比较长，有时长达十年，二十年。在股票大跌的时候，他们不仅不好意思卖自己的股票，反而要逼迫自己买进股票，以便给公众信心。后来的结果当然是，他们被迫发了大财。

没有当董事的人们，也可以从这件事中学个道理。长远投资和减少交易是福气。股票大跌的时候不要着急，忍耐是美德，美德必有回报。八十年代，我在澳大利亚读书时，有个老师说，他的钱都是被逼而挣的。他不断地买房子，每个月付很多按揭的供款。这也逼着他省钱和想办法找外快。他说，省钱和拼命工作都是美德。所以，他只能发财。这跟董事们发大财是同一个道理。在股票大跌的时候，我们要提醒自己，这阵风波也会过去的。

### 假想你的公司没有上市

投资者可以这样对待股票的下跌：假想你的公司没有上市，你做的投资是 IPO 之前的私募投资。巴菲特的老师 Ben Graham 曾经说，交易所的报价系统很有害，它不断地给你一些有害的信息，诱惑你做出错误的决策。真正的投资者应该利用这个报价系统所提供的方便，而不是被它牵着鼻子走。

因为股票可以随时卖掉，所以我们就养成了一个坏习惯：买股票之前不够慎重，买了股票才做研究，或者永远不做研究，反正在出了问题的时候，我们总是可以把股票卖掉的。可是，问题有时来的太快了，我们还没有来得及拔腿就跑，股票就不见了一半。

巴菲特多次讲，真正的长期投资者应该希望看到股票价格大跌，所以他能够每个月都买更多。我在“投资的最高境界是无为”一文中已经解释过。



## ！投资的最高境界是无为（转） 10-05-12

投资需要无为的思想其实已经被普遍地证明，大部分成功者都不是频繁操作的，都是坚持无为少动的。进一步想说的是，无为不仅仅表现在行为上的无为，更主要的是体现在心理上的无为和智力上的无为。真正的无为是心理上不胡思乱想，在智力上不到处乱用，一个好的投资者在做完投资和操作之后，应该是心理就不再惦记这个股票的涨跌，也不再进一步关注他的具体走势，也不在思考什么时候能达到目标，就像此事与自己无关一样，不再投放智力更不为其操心，从而实现心理上的无为。简单地说就是不看不想不操心，好像这个事情与自己没有关系似的，好像把这个事情都忘了，是一种对这个事情胸有成竹之后和胜券在握之后的轻松和不关注。如果能达到这种境界，这是真正的无为投资，这是真正能把你推向成功的一个状态，如果进入这种状态，恐怕也是真正的好投资人了。

打个不恰当的例子，我在很早之前看电影《少林寺》，有一个镜头是：一个老方丈被坏人架到火上活活烧死，但是被火烧的过程中，老方丈从容，镇定，口中还念着佛经，当时看这个电影就觉得难理解，但是现在我明白了，老方丈以拯救众人为根本，他的精神已经升华到了不顾个人生死，对于皮肉之苦能够克服，这种心态实际就是一种心理上的无为和宁静。

做一次投资当然应该在决策前思考和研究，但是一旦决定做出了，操作也完成了，那么就不应该再操心了。在现实中，包括我本人在内的大部分投资人却不是这样，关注宏观政策，关注股价走势，关注国际金融环境，关注石油价格，甚至关注国际政治形势，这些关注的结果除了让投资人心燥意乱，缀缀不安之外，最大的作用是增加成功的难度。大家应该知道，你所做的投资能不能挣钱，只跟两个事情有关系，一个是这个公司的质量怎么样，另一个是你买入价格是不是合理和安全，只要有适量的公司，买价也比较安全合理，你一定能挣钱，哪怕在你买的过程中爆发了第三次世界大战，也不影响你最终能挣钱的结果。复杂的经济政治，经济环境以及市场波动，只是增加了过程的复杂性，而不可能改变最终的结果。投资最终的结果永远而且只能是由上面的二个条件决定。对于投资人，只是在心理上要有一个准备就是过程总是不可确知的，由于结果已经明确了，所以过程就不值得管，哪怕这个过程极端复杂，也没有必要管它。你已经知道结果，何苦在意过程呢？

投资人不能做到心理和智力的无为在于，他们认为投资成功是与宏观经济，金融政策，资金意图，国际形势这些问题相关的。事实上这些问题与投资结果没有任何联系，他们只能影响一下过程，而过程在结果明确的情况下不值得关注。

很多情况下，乱用智慧，过度操心是有害的。人们总认为想得越多决策越好，实际并不是这样的。思考过程中，人们得出错误结论的时候远比得出正确结论的时候多。所以如果不断地使用智能，就会造成错误的结果大量地产生。智力的价值不在于多思考，

而在于在核心本质问题上的思考，在关键的问题上思考清楚了，最终的成功也就确定下来了。越是想得多，越是错误多。

讲到这里，我突然想起了老子在道德经中所提出的一个非常伟大的观点，叫做绝仁去智，老子反对过度思考，强调只要顺随把握大的规律就可以了，在掌握了大的规律之后，完全不用思考。不借助大道的乱思考，不仅无利，而且有害。当时我对这个观点也有不理解之处，现在我完全理解老子的意思了。

投资的大道就是投资标的质地优良，价格低估，只要这二个问题被解决了，什么复杂的变化都不影响你获利的结果，挣钱的结果。有了这二个条件你就彻底地无为，不管不问，不操心。

其实很多问题即使你再聪明，也不是靠你思考能解决了，有些问题最佳的处理方法是你不管他，无视它，问题自动就没有了，自动就消失了。你要人为干涉反而会遭到麻烦，投资的复杂就在于此。

### ！投资的最高境界———碧江垂钓，韬光养晦，无为则无不为

标签： 境界 钓鱼 垂钓 无为 一笑了之 分类： 个人感悟 2008-10-08 18:47

投资和钓鱼很相似。投资是以小本投入来博得数以倍计的收益，钓鱼是以牺牲鱼饵为代价来换取肥硕的鲜鱼。这篇文章的标题虽是说投资，但谈谈钓鱼未必就偏离了文章的主旨。

钓鱼可分为四重境界：

一重境界，欲有所为，不知何为。钓鱼者都有这样的经历，第一次持竿的时候，求钓欲望是十分强烈，急于置全钓具，什么钓法都想学，什么鱼都想钓，什么水域都想钓，什么时间都想钓，急于求成。见旁人上鱼快又多，自己钓不着鱼时，急躁不安，没有耐心，一见水波晃荡，就急着拉杆收线；即便没见到水波，也怀疑是否饵料早已被鱼儿吃了。往往一天下来毫无收获，最后心浮气躁。在这个时候，一般钓鱼人和真正的钓鱼人就有了分野，有些人经常钓不到鱼，就休竿不钓了，真正的钓鱼人这时候就锲而不舍地继续往前走。

二重境界：有为而为。经过了几年的打磨，钓鱼技巧已经日臻成熟。在几年的钓鱼活动中，磨练了耐性和意志，心理素质也有所提高，能稳定情绪坐下垂钓了，学会了怎样找钓点，怎样巧用诱饵、钓饵，怎样识别鱼星，辨别鱼咬钩的情况，什么时候该提竿，才能比较稳妥、准确地提鱼上岸。这时候，就会像痴情的恋人那样，周周钓鱼不止，钓了白天还想夜钓，痴迷于钓事，见了同道乐侃钓经。这时候你是五分清醒五分迷，不像过去那样急，也不像以后那样稳。

三重境界，无为而有为。随着年龄的渐长、阅历的增加、血气的下降，人的欲望不再象年轻时那样炽热，对人生的理解也更加深刻。到了水边，不争不抢不攀不比，专找僻静处下竿，日夕时提起鱼杆，有鱼一笑了之，无鱼一笑了之。听见钓友争长论短，也

一笑了之。有时候，甚至不拿钓竿，信步到水边转一转，看一看，也就有了钓的乐趣。这就是所谓不钓而钓，无为而有为。

四重境界：无为而无不为。这种境界一般人很难达到，是一种理想的境界，只有那些聪明绝顶，同时又遍经人世沧桑的人才有可能企及。公元前 20 世纪，80 多岁银须白发的吕望坐在渭水边垂钓，北风呼啸，文王姬昌碰巧路过，大奇，问曰：老叟，垂钓何为？太公答曰：为钓鱼。问曰：为何无钩？答曰：以无钩为有钩，以有钩为无钩。有钩，有为而无所为；无钩，无为而无不为。有钩，得钓鱼虾；无钩，可钓天下。



闲云野鹤无人问，孤杆垂钓碧江中

央行下调存款准备金率和存贷款基准利率阻碍不了中国进入低增长低通胀时代

！大股灾就是抄底和自以为价值投资者的坟墓（转贴）

万科 索罗斯 摩根 房价 马明哲 08-09-27

本文由美国投资策略公司投资部/上海鑫狮资产管理有限公司总裁 麦克吴 撰写

2008 年 9 月 17 日，今天是华尔街最难受的一天，几乎所有的重量级金融股全部崩盘，AIG 这家百年保险老字号，几乎和破产没有两样。刚刚我从 20 层的窗口往下去，行人依然匆匆，秋意来了。下午 3:45，交易部的 JACK 送来了我们第三次加码做空 SP500 指数的回单，这是我们完成倒金字塔放空建仓的最后一棒。我看了一下指数，新低点。做空么本来就是要等他成为肯定的落水狗才一轰而上，墙倒众人推。

这是我所知道的最惨烈的市场，并不是说指数暴跌，而是空气中凝聚着五大投行会否终结的毁灭性破产。从我知道的华尔街百年历史来看，这的确是能和 1929 年华尔街盛行的金融公司大量破产的恐怖气氛一拼。从五大行之四的雷曼兄弟算起，到今天不过短短几周而已，华尔街的五大巨柱就连环轰塌，高盛还勉强挺住股价四天前是 160，今天 114，你可以说它“要死”；昨天和今天摩根斯坦利股价 48 小时内被腰斩；AIG 友邦保险上周今天是 20 美元不到，今天 2 美元不到；美国最大的投行证券公司美林那头猛牛，如果不是美国最大的美洲银行银行买下它，上周股价 25，今天股价最多也就几块钱，站不上 19 美元的。回放七月初，我们楼下的一家对冲基金疯狂买进不断下跌中的雷曼，当时一位老兄还上来一度和我说雷曼最近股价黏黏糊糊，绝对是个低估的价值型公司，很有希望被别家溢价收购或并购，因为他的投行业务很棒。我不知可否，但我知道我的交易金科玉律之二，决不买下跌中的任何股票。那天晚上，我在公司看亚洲中国和香港 A，有消息传来说索罗斯在雷曼兄弟暴跌之前抄底买入，量子基金的老大在抄底。根据索罗斯旗下的索罗斯基金管理公司提交给当局的文件，在 6 月 30 日，该公司持有的雷曼公司增加到 950 万股，而上一季度 3 月 31 日报告说持股为 1 万。你说索罗斯先生是投机还是投资？我们中国国内的私募基金有超过索罗斯的公开战绩吗？如果不，那你有什么能量说现在 A 股 1800 点就是有价值的投资而不是最危险的投机呢？我相信索罗斯现在是痛苦的，因为投资变投机或者是投机失败都是要付出惨痛的代价。华尔街还没有一生能够凭抄底成功保护资本成果的先例，但是先例有很多这样的抄底大户最终被清仓出局的。

2000 年底的时候，美股纳斯达克自 5100 多点狂泻到 2300 点。美国政局因为高尔和小布什争夺总统宝座要对簿最高大法官的公堂的时候，金融市场的暴跌，给华尔街所有的人带来动荡和不稳定情绪。那天，我曾经问了欧尼尔，他怎么看底部，我们边喝咖啡边聊，他说我个人估计在 2000—2200 点，如果情况不再继续糟糕的话。但我完全也可能是错，底部肯定有，但上帝从来不照顾贪婪的抄底者。我们只能静观其变，你不



用预先知道位置，预测都会把心态搞好，要研究的是市场本身，不是媒体的数据。

万科最近的几个月的大幅度降价事实上就是一个明确的信号，她的现金流和债务关系存在逆转了。大幅度下降的抛售套现，事实上就是资产中的术语 liquidation，也就是无论主动还是被动，最终都要导致万科的大幅度下降以获取支持企业存活资金。房产的市场同样现在缺乏流动性，没有成交量。

万科要大幅度的获取市场资金就是将房子价格向下一路折扣一路抛售，最终在企业平稳中度过严寒。没有一家大型企业在倒闭前不是骆驼。万科的聪明之处就是它终于明白了降价抛售是存活的唯一希望，房产开发商之间的房价不跌的利益联盟，和基金公司之间的抱团取暖维护高价股的价格同盟的目的是一样的，但房产商的资金链成本远比基金公司高。2006 年 4 月底我曾经在只有 7 倍 P/E 下开始做空美国最大的房产公司 PHM，股价在跌破 40 美元一股后留直线回落，毫无招架之力。在大牛市和熊市的交替互换中，利益的强大趋势力量最终是绝对会摧毁任何同盟，基金是如此，房产开发商更如此，因为人在资产大幅度缩水后恐惧在缩水的心理都是一样的。往往不聪明很陶醉在大牛市的人就是在应该恐惧的时候充满了一厢情愿无知的希望。

就我个人的看法，房产投资远远比股票金融投资更危险，要知道房子不是分分钟可以套现卖出的，如果你的资金跟不上，就是有决心用 10% 跌停板式的斩仓，也没有立刻套现走入的承接市场。经历过 90 年代初期海南房产暴跌和 96—98 年上海房产崩盘的投资客都知道当时根本无法卖。我的一个同学 96 年高峰在上海买的投资房，到现在都还套着。但金融资产不同，安全性就是你要套现非常容易，个股跌停 10% 的事件有，但是立刻毫无前兆的跌停几率是很小的，您看到过保险公司所有的承保车辆一夜都被撞的事情吗？大公司的灭亡都是有轨迹可以看出的，只要投资者有足够的经验，完全在几个最关键的时间内发现问题，迅速出脱股票套现走入。这次高盛活下来的话，就是他在房产毁灭性的次贷中最早抛售和抽身的。

投资还是投机，你说呢？

万科的资金麻烦事实上在 5 月 21 日汶川大地震后就表露无疑，聪明的投资者可以从当时万科的公益捐款上看出了它的资金链已经很紧了。通常这样献爱心的公益活动我们作为华夏一分子都应该尽力义不容辞，但是万科的羞答答说明了什么呢？是它不愿意立马捐一亿吗？肯定不是，一个亿对于万科好日子的时候来说是不多的，杀杀水。我们研发部主分析师杰生当时从北京给我电话说：“万科实在是个二，捐房子卖出赈灾都不会么？这样都不用降价多少，既打了公益广告和企业形象广告，又树立了深交所第一市值企业的形象，更盘活了资金”。很多事情在最早时间掌握主动才是关键。这种事美国企业似乎天生就会，非常值得我们中国企业学习。汶川地震的当时，万科股价已经自最高点 25 元暴跌腰斩一半在 12-13 元一股了，现在刚好再腰斩一半到 5 以下。昨天一位深圳的私募经理来电话说都这么低了，想重仓万科，问万科是不是可以买，它的公

平值是多少？我说 4.00 最高，如果按照今年他赚 0.37-0.40 每股计算，外加债务风险，熊市中房产股 10 倍 P/E 是顶天了，房子造好在那里卖不出去，非但没有现金流进来，要维护，贷款要支付利息，如果调控时间更长，长期房还要折旧，低价也有折价影响，中国卖的是 70 年的住房使用权，地皮资产和你无关的，不要用香港和美国地产市场房价是包括建筑物下土地永久性属于你的私人财产。

那什么时候中国平安是被真正低估了呢？最少目前不是，要分辨也很简单容易，哪天马明哲砸锅卖铁地用自己的一年的“年薪”真金白银地自己尽力全部买进“中国平安”，那就是股价的终极底部区域。为了支持自己的企业，拿出自己一年的 4000 万年薪，买进自己企业的股票，要求不高吧？如果 CEO 始终对外说自己怎么看好自己的企业，现在股价被严重低估，那就不要光说不练，拿些姿态。这也是他应该给广大股东最好的不卖出定心丸。否则，我的经验来看，中国平安没道理不跌

到 18 元以下。我的研发部主分析师杰生几天前告诉我们一家机构客户：“如果马明哲不用实际行动砸银子看好他的儿子，你凭什么手痒认为平安是金融股里面的好孩子，而自作多情地看好他呢？”

点评----写得很好，大部分我都赞同。现在券商公布的报告如过江之鲫，大部分报告的撰写者水平非常一般，把市盈率市净率市销率市场占有率等等现成的东西往那一摆，顷刻间得出买入、持有、中性（一般不会叫卖出）的结论。但看精辟的分析报告确实是一种享受，因为精辟的报告是用大量的现实数据和缜密的逻辑思维写就的。遇到这种报告，我一般之前会倒杯张裕解百纳，用舌头品酒，用脑子玩味报告。建议在看报告前奠定好基础，打好框架，否则看得越多越容易犯迷糊。

！  
！  
！  
！  
！  
！  
！  
！