第一图书网, tushu007.com

<<投资最重要的事>>

图书基本信息

书名：<<投资最重要的事>>

13位ISBN编号：9787508633800

10位ISBN编号：7508633806

出版时间：2012-7

出版时间：中信出版社

作者：[美] 霍华德·马克斯 Howard Marks

页数：245

字数：139000

译者：李莉, 石继志

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：http://www.tushu007.com

内容概要

《投资最重要的事》倾注了霍华德·马克斯一生的经验和研究，阐述了成功投资的秘诀，以及足以摧毁资本或断送职业生涯的错误。
马克斯摘录备忘录中的段落阐明自己的思想，以亲身经历详细阐述了其投资理念的发展历程，充分肯定了投资的复杂性和金融领域的危险性。
作者凭借对当今动荡市场的深刻见解，奉献出一部半自传、半信条性质的《投资最重要的事》，为读者提供了广阔的看点。

马克斯在《投资最重要的事》中详细阐述了“第二层次思维”、价格、价值关系、耐心等待机会、以及多元化投资等概念，对自身的决策以及偶尔的失误做出了坦诚的评价，为读者进行批判性思考、风险评估、建立投资策略提供了宝贵的经验教训。
作者鼓励投资者做“逆向投资者”，明智地判断市场周期，采取大胆而谨慎的行动获取收益。
最重要的事是什么？
成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。
《投资最重要的事》中的每个主题，都是最重要的事。

第一图书网, tushu007.com

作者简介

霍华德·马克斯，橡树资本管理有限公司（Oaktree Capital Management）主席与共同创始人，以对市场机会与风险的深刻见解而享有盛誉。
他投身顶级投资管理行业40年，跻身世界顶尖价值投资者之列。
他的客户备忘录充满了富有洞察力的评论与久经考验的基本投资理念。
如今，马克斯首次面向业余投资者和专业投资者，将其智慧集结成书，使广大读者从中获益。

书籍目录

简介
第1章 学习第二层次思维
　在投资的零和世界中参与竞争之前，你必须先问问自己是否具有处于上半部分的充分理由。
要想取得超过一般投资者的成绩，你必须有比群体共识更加深入的思考。
你具备这样的能力吗？
是什么让你认为自己具有这样的能力？

第2章 理解市场有效性及局限性
　没有一个市场是完全有效或无效的。
它只是一个程度问题。
我衷心感谢无效市场所提供的机会，同时我也尊重有效市场的理念，我坚信主流证券市场已经足够有效，以至于在其中寻找制胜投资基本上是浪费时间。

第3章 准确估值
　当价值投资者买进定价过低的资产、不停地向下摊平并且分析正确的时候，就能获得最大收益。
因此，在一个下跌的市场中获利有两个基本要素：你必须了解内在价值，同时你必须足够自信，坚定地持股并不断买进，即使价格已经跌到似乎在暗示你做错了的时候。

第4章 认识价格与价值的关系
　假设你已经认识到价值投资的有效性并且能够估计出股票或资产的内在价值。
再进一步假设你的估计是正确的。
这并不算完。
为了知道需要采取怎样的行动，你必须考察相对于资产价值的资产价格。
建立基本面-价值-价格之间的健康关系是成功投资的核心。

第5章 理解风险
　找到会上涨的投资并不难。
如果你能找到足够多，那么你可能已经在朝着正确的方向前进。
但是，如果不能正确地应对风险，那么你的成功是不可能长久的。
第一步是理解风险。
第二步是识别风险。
最后关键性的一步，是控制风险。

第6章 识别风险
　识别风险往往从意识到投资者在掉以轻心、盲目乐观并因此对某项资产出价过高时开始。
换句话说，高风险主要伴随高价格而出现。
无论是被估价过高从而定价过高的单项证券或其他资产，还是在看涨情绪致使价格高企时不知规避反而蜂拥而上的整体市场，都是风险的主要来源。

第7章 控制风险
　贯穿长期投资成功之路的，是风险控制而不是冒进。
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。
良好的风险控制是优秀投资者的标志。

第8章 关注周期
　很少有事物是直线发展的。
事物有进有退，有盛有衰。
进展有快有慢，衰退因小积大。
事物的盛衰和涨落是基本原理。
经济、市场和企业同样如此：起伏不定。

第9 章 钟摆意识
　投资市场遵循钟摆式摆动。
这种摆动是投资世界最可靠的特征之一，投资者心理显示，他们花在端点上的时间似乎远比花在“ 中点 ”上的时间多。

第10章 抵御消极影响
　最大的投资错误不是来自于信息因素或分析因素，而是来自于心理因素。
投资心理包括许多独立因素，但要记住的关键一点是，这些因素往往会导致错误决策。
它们大多归属“ 人性 ”之列。

第11章 逆向投资
　某种程度上来说，趋势、群体共识是阻碍成功的因素，雷同的投资组合是我们要避开。
由于市场的钟摆样摆动或市场的周期性，所以取得最终胜利的关键在于逆向投资。

第12章 寻找便宜货
　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/风险比率，因此它们就是投资者的圣杯。
我经历的每一件事情都在告诉我，尽管便宜货不合常规，但是那些人们以为可以消除它们的力量往往奈何它们不得。

第13章 耐心等待机会
　等待投资到来而不是追逐投资，你会做得更好。
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观念，你的交易往往会更为划算。
机会主义者之所以买进某种东西，是因为它们特价。
价格不低时买进没什么特别的。

第14章 认识预测的局限性
　无论是进行脑外科手术、越洋竞赛或是投资，过高估计自己的认知或行动能力都是极度危险的。
正确认识自己的可知范围——适度行动而不冒险越界——会令你获益匪浅。

第15章 正确认识自己的处境
　市场在周期性运动，有涨有跌。
钟摆在不断摆动，极少停留在弧线的中点“ 折中点 ”。
这是危险还是机遇？
投资者该如何应对？
我的回答很简单：努力了解我们身边所发生的事情，并以此指导我们的行动。

第16章 重视运气
　与世界不确定的认识相伴行的其他表现为：适度尊重风险；知道未来不能预知；明白未来是概率分布的并相应地进行投资；坚持防御性投资；强调避免错误的重要性。

在我看来，这就是有关聪明投资的一切。

第17章 多元化投资
　关键是平衡。
投资者除了防守外，还需要进攻，但这并不意味着他们无需重视二者的比重。
投资者如果想获取更高收益，通常要承担更多的不确定性——更多的风险。
投资者如果想得到高于债券收益的收益，他们就不可能单纯靠规避损失来达到目的。
选择怎样的投资方式，需要谨慎而明智地做出决策。

第18章 避免错误
　在我看来，设法避免损失比争取伟大成功更加重要。
后者会在某一天实现，但偶尔失败可能会导致严重后果。
前者可能是我们更常做的，并且更可靠……，失败的结果也更容易接受。

第19章 增值的意义
　所有股票投资者并非从一张白纸开始，而是存在着简单模仿指数的可能性。
他们可以走出去，按照市场权重被动地买进指数内的股票，这种情况下他们的收益会和指数保持一致。
或者他们可以通过积极投资而非被动投资来争取更好的表现。

第20章 最重要的事
　我把成功投资的任务托付给你。
它会带给你一个富有挑战性的、激动人心且发人深省的旅程。
媒体及专家评论：

章节摘录

在过去20年中，我一直在为我的客户不定期撰写备忘录——起初在西部信托公司（Trust Company of the West），后来在我1995年共同参与创立的橡树资本管理公司。
我通过备忘录来阐述我的投资理念、讲解资金运作方式并提供我对近期事件的见解。
这些备忘录构成了本书的核心，在后文你会发现许多摘录于备忘录中的段落，因为我相信，其中的经验教训像切合当年一样适用于现在。
摘录时我做了一些小的改动，主要是为了使主旨更为清晰。
“最重要的事”究竟是什么呢？
2003年7月，我以此为标题写了一篇备忘录，将我认为投资成功必不可少要素罗列了出来。
备忘录是这样开篇的：“每当我与客户及潜在客户会面时，我不断地听到自己说，‘最重要的是X。
’10分钟之后，变成了‘最重要的是Y’，之后是Z，以此类推。
”最后备忘录通篇总共讨论了18件“最重要的事”。
在原始备忘录之后，我对我认为“最重要”的事做了少许调整，但是基本观念没变：他们都是最重要的。
成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。
省略任何一个方面都有可能导致不尽如人意的结果。
这就是我围绕“最重要的事”这一思想构建本书的原因——每一件事都是构成我所期待的坚固墙体的砖块，缺一不可。
我并不打算写一本投资指南。
相反，这本书是对我投资理念的陈述。
我视其为信条，它在我的投资生涯中扮演着类似宗教信仰的角色。
我信奉这些事情，它们是指引我保持正轨的路标。
我所提供的信息，是我认为最为恒久的信息。
我相信，它们对现在、对未来，都具有重要意义。
这不是一本入门指导书。
书里没有永葆投资成功的秘诀。
没有手把手的指导。
没有包含数学常数和固定比率的定价公式——事实上，数字极少。
书中只提供了一种思维方式，它可能有助于你做出良好的决策，可能更为重要的是，避开常犯的错误。
简化投资行为不是我的目标。
事实上，我最想表达的是投资有多么复杂。
试图简化投资的人带给受众的是极大的损害。
我会照常对待收益、风险、过程；无论任何时候，我对特定资产类别和策略的讨论只为阐明我的观点。
再谈一谈本书的结构。
如上所述，成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。
但凡有可能，我会立即同时讨论所有方面。
但遗憾的是，语言的局限性迫使我每次只能谈一个话题。
因此我先以讨论市场环境这一投资发生的场所为开端，继而讨论投资者自身这一影响投资成功与否的因素，以及为了提高成功机会投资者应做的事情。
在最后几章，我尝试将各种想法归纳到一起。
不过，因为我的理念是“有机统一的”，所以有些想法会在不止一章里被反复提及；请读者容忍我的重复。
我希望读者认为这本书的内容是新颖的、发人深省的甚至是带有争议性的。

如果有人告诉我，“我很喜欢你的书；它证实了我读过的一切，”我会觉得很失败。
我的初衷是分享那些你未曾遇到过的关于投资的想法和思维方式。
简单的七个字：“我从未这样想过。
”将令我无比欣慰。
　　读者会发现，我花在讨论风险以及如何限制风险上的时间，比花在讨论如何实现投资回报上的时间还要长。
在我看来，风险是投资最有趣、最有挑战性的一个重要方面。
　　当潜在客户想了解橡树成功的原因时，他们的首要问题通常大同小异：“你们成功的关键是什么？
”我的答案很简单：历经40余年发展与磨砺所形成的有效的投资理念，以及掌握着高超的技术、有着共同的文化和价值观的个人对该理念的贯彻执行。
　　投资理念来自何处？
我可以肯定的一件事是，在迈入投资生涯的门槛时，没有谁的投资理念是完全成形的。
投资理念由各种来源的各种想法长期积累总结而来。
不在生活中积累经验教训，就不能形成有效的理念。
幸运的是在我的一生中，既拥有丰富的经验，也经受过巨大的教训。
　　在两所杰出商学院的求学时光是非常有效并具有挑战性的：在沃顿商学院攻读大学本科时，我接受了理论研究之前具体而定性的教育，在芝加哥大学商学院我接受了理论性的量化教育。
重要的并不是具体的学习内容或学习过程，而是面对两种主要投资思想流派，我必须思索如何将其融会贯通成为我自己的方法。
　　重要的是，理念源自持之以恒的警醒。
你必须要知道世界上正在发生着什么，也必须知道这些事件将导致什么的结果。
只有这样，你才能在类似的情况再次出现时吸取教训。
大多数投资者做不到这一点——它比什么都重要——因此他们注定将屡次遭受经济繁荣与萧条周期之害。
　　我喜欢说，“在你得不到你想要的东西时，你得到的是经验。
”好光景只会带来坏经验：投资很容易，你已经了解投资的秘密，你不必担心风险。
最有价值的经验是在困难时期学到的。
从这个意义上讲，我“有幸”经历过一些重大事件：阿拉伯石油禁运、滞涨、20世纪70年代漂亮50股票的崩盘以及“证券之死”；1987年的黑色星期一，道琼斯工业指数在一天之内暴跌22.6%；1994年的利率高涨，导致利率敏感型债务证券跳水；新兴市场危机，1998年的俄罗斯债务违约和美国长期资本管理公司的彻底垮台；2000-2001年科技股泡沫的破裂；2001-2002年的会计丑闻；以及2007-2008年席卷世界的金融危机。
　　经历过20世纪70年代尤为重要，因为那个时候挑战无处不在。
事实上，在70年代想找一份投资工作是不可能的，也就是说，你必须在70年代还没有到来之前找好工作，才能积累那个年代的经验。
有多少在60年代开始工作的人直到90年代末科技泡沫开始颤动的时候还在继续工作的？
没有多少。
大多数专业投资者是在80年代或90年代才进入这个行业的，他们无从知晓，市场的跌幅竟然还会超过1982年和1999年之间所看到的5%的最高跌幅。
　　如果你阅读广泛，那么你可以向有着伟大思想的人学习。
对我来说最重要的有：查理·埃利斯（Charley Ellis）的《输球游戏》（《金融分析家杂志》，1975年7-8月刊）、约翰·肯尼斯·加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）的《金融狂潮简史（A Short History of Financial Euphoria）》（纽约：维京出版社，1990）、以及纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）的《随机致富的傻瓜（Fooled By Randomness）》（纽约：泰克斯瑞出版社，2001）。
他们都对我的思想产生了巨大影响。

最后，我有幸能够直接向杰出的思想家学习：约翰·肯尼斯·加尔布雷思教给我人性的弱点；沃伦·巴菲特交给我耐心和逆向投资；查理·芒格（Charlie Munger）教给我合理预期的重要性；布鲁斯·纽伯格（Bruce Newberg）教给我“概率与结果”；迈克尔·米尔肯（Michael Milken）教给我“自觉风险负担”；里克·凯恩（Ric Kayne）教给我设置“陷阱”（在赚多赔少的地方捕捉被低估的投资机会）。
与彼得·伯恩斯坦（Peter Bern·stein）、赛斯·卡拉曼（Seth Klarman）、约翰·伯格（John Bogle）、雅各布·罗斯柴尔德（Jacob Rothschild）、杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）、乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）、托尼·佩斯(Tony Pace)、奥林·克雷默(Orin Kramer)、吉姆·格兰特（Jim Grant）以及道格·卡斯（Doug Kass）的往来也使我获益匪浅。
令人高兴的是我接触到了我前面提到的所有要素，并且多年来一直有意识地将它们结合到为公司服务——从而为客户服务——的投资理念中。
这并不是唯一正确的方法——解决问题的方法多种多样——但它适用于我们。
必须指出的是，如果没有非凡的橡树共同创始人——布鲁斯·卡什（Bruce Karsh）、谢尔顿·斯通（Sheldon Stone）、拉里·基尔（Larry Keele）、理查德·马森（Richard Masson）和斯蒂夫·卡普兰（Steve Kaplan）——的卓越执行力，我的理念不会有太大价值。
我很幸运地在1983年到1993年间与他们合作。
我相信再没有比我们之间更为默契的配合，在投资领域里尤其如此。
如果没有这些合伙人以及橡树同僚所取得的成就，那么我在这里分享的理念将不会引起人们的重视。
第1章 学会第二层次思维　投资艺术有一个特点不为大众认同。
门外汉只需些微努力与能力，便可以取得令人尊敬、若非可观的结果。
但是如果想在这个容易获取的标准上更进一步，则需要更多的实践和智慧。
本·格雷厄姆《聪明的投资者》　凡事应力求简单，但不应过分简单。
阿尔伯特·爱因斯坦　投资并不简单。
认为投资简单的人都是傻瓜。
查理·芒格　很少有人拥有成为杰出投资者的素质。
有些人是可以被训练出来的，但并非人人都可以……即使可以，你也不可能教给他们所有东西。
一种有效方法有时是奏效的，但并非任何时候都行之有效。
投资不可能被简化成计算机上的简单运算。
即使最杰出的投资者，也不可能永远正确。
原因很简单。
没有放诸四海皆准的法则。
环境是不可控的，鲜有精确再现的时候。
心理在市场中扮演着重要的角色，由于它的高波动性，因果关系并不可靠。
一种投资方法可能一时奏效，但是这种方法所采取的行动最终会改变环境，环境的改变意味着需要采取新的方法。
而且，如果一种方法有其他人效仿，那么这种方法的效用也会降低。
投资，就像经济一样，更像一门艺术而不是科学。
这意味着它可能会有一些棘手。
当前需要记住的最重要的事情之一是，经济不是一门精密科学。
它甚至有可能完全不在科学范畴。
在科学的含义中，可控试验是可以开展的，既往结果是可以被放心复制的，因果关系是可靠存在的。
“行得通吗？
”2009年3月5日　投资的艺术属性至少和它的科学属性相当，因此，无论在本书中还是在其他任何地方，暗示投资可以被程序化永远不是我的目标。

事实上我最想强调的事情之一是，直觉的、适应性的投资方法比固定的、机械化的投资方法更为重要。
　　其实关键问题是你想实现什么样的目标。
人人都能取得平均投资表现——只需投资一个每样都买一点的指数基金即可。
这会带给你所谓的“市场收益”——仅与市场表现相当。
但是成功的投资者想要的更多。
他们希望战胜市场。
　　我认为这就是成功投资的定义：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。
单纯靠运气是行不通的，所以你最好把精力集中在提高自己的洞察力上。
在篮球运动里人们说，“身高是无法训练的，”意思是说，世界上的任何训练都无法让运动员长得更高。
训练洞察力几乎与提高身高一样难。
就像其他所有艺术形式表现出来的一样，有一些人对投资的理解就是比别人更好。
他们拥有——或者能够设法获得——本·格雷厄姆所大力提倡的、必不可少的“更多的智慧”。
　　人人都想赚钱。
一切经济学都建立在相信利润动机普遍性的基础之上。
资本主义亦是如此；利润动机促使人们更加努力地工作并以资本相博。
对利润的追逐创造了这个世界所享有的大多数物质进步。
　　但是这一普遍性也使得战胜市场成为一项艰巨的任务。
数百万人在争夺着可能得到的每一美元的投资收益。
谁会得到它呢？
领先一步的人会。
在某些竞争中，先人一步意味着更多的教育、更多的时间花在健身房或图书馆、更好的营养、更多的汗水、更好的耐力或更精的技术。
但是在投资中这些东西并不重要，投资需要的是更加敏锐的思维，我称之为第二层次思维。
　　准投资者们可以学习财会课程，广泛阅读，幸运的话还能得到对投资有深刻了解的人士的指导。
但是他们中只有一小部分能够获得维持高于平均水平的结果所需的非凡的洞察力、直觉、价值观念和心理意识。
想要做到这一点，需要拥有第二层次思维。
　　记住，你的投资目标不是达到平均水平；你想要的是超越平均水平。
因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。
其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且高度计算机化，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，或者具备他们所不具备的洞察力。
你的反应与行为必须与众不同。
简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。
你必须比其他人做得更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须与众不同。
　　什么是第二层次思维？
　　·第一层次思维说，“这是一家好公司。
让我们买进股票吧。
”第二层次思维说，“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。
”　　·第一层次思维说，“会出现增长低迷、通货膨胀加重的前景。
让我们抛掉股票吧。
”第二层次思维说，“前景糟糕透顶，但是所有人都在恐慌中抛售股票。

买进！
”　·第一层次思维说，“我认为这家公司的利润会下跌；卖出。
”第二层次思维说，“我认为这家公司利润下跌得会比人们预期得少，会有意想不到的惊喜拉升股票；买进。
”　第一层次思维单纯而肤浅，几乎人人都能做到（如若你希望保持优势，那么这不是一个好兆头）。
第一层次思维者所需的只是一种对于未来的看法，譬如“公司的前景是光明的，表示股票会上涨。
”　第二层次思维深邃、复杂而迂回。
第二层次思维者要考虑许多东西：　·未来可能出现的结果会在什么范围之内？
　·我认为会出现什么样的结果？
　·我正确的概率有多大？
　·人们的共识是什么？
　·我的预期与人们的共识有多大差异？
　·资产的当前价格与大众所认为的未来价格以及我所认为的未来价格相符性如何？
　·群体共识是否是导致资产价格过高或过低的一个因素？
　·如果大众的看法是正确的，资产价格将会发生怎样的改变？
如果我是正确的，资产价格又会怎样？
　显然第一层次和第二层次思维之间的工作量差异是巨大的，能够进行第二层次思维的人群数量远少于能够进行第一层次思维的人群数量。
　第一层次思维者寻找的是简单的准则和简单的答案。
第二层次思维者知道，成功的投资是简单的对立面。
这并不是说你不会碰到大量费尽浑身解数想让投资听起来简单的人。
我称他们中的某些人为“唯利是图者。
”券商想让你认为人人都有投资的能力——以每笔交易10美元佣金的代价。
共同基金公司不想让你认为自己有投资能力；他们想让你认为，拥有此等能力的是他们自己。
如此一来，你就会把你的钱投入到积极管理的基金里，并且为此支付相关的高额费用。
　我将其他简化投资的人视为“劝诱者”。
他们中有些人是教授投资的学者。
其他人则是出于好意却高估了自身控制范围的业内人士；我想他们大多没有考虑自己的投资记录，或者忽略了投资业绩不好的年份，或者把损失归咎于运气不好。
最后还有那些完全不理解投资复杂性的人们。
一位特约评论员在驾车时间段的电台里说，“如果你对一个产品有好感，就买这家公司的股票吧。
”成为一个成功的投资者可不止这么简单。
　第一层次思维者对相同事件有着彼此相同的看法，通常也会得出同样的结论。
从定义上来讲，这是不可能取得优异结果的。
所有投资者不可能战胜市场，因为，他们的全体就是市场。
　在投资的零和世界中参与竞争之前，你必须先问问自己是否具有处于上半部分的充分理由。
要想取得超过一般投资者的成绩，你必须有比群体共识更加深入的思考。
你具备这样的能力吗？
是什么让你认为自己具有这样的能力？
　问题在于，非凡的表现仅仅来自于正确的、非共识性的预测，而非共识性预测是难以做出、难以正确做出并且难以执行的。
多年来有许多人告诉我，以下矩阵所示的内容在对他们产生着影响：　你不可能在和他人做着相同事情的时候期待胜出……突破常规本身不是目的，但它是一种不错的思维方式。
为了将你自身与他人区别开来，突破常规有助于你拥有与众不同的想法并且以与众不同的方式处理这

些想法。
我将其概括为一个简单的2×2的矩阵：　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　当然，实际情况并不这么简单并且界限分明，不过我认为总体情况是这样的。
如果你的行为是常规性的，你很可能就会得到常规性的结果——无论好坏。
只有当你的行为是非常规性时，你的表现才有可能是非常规性的，而只有当你的判断高人一等时，你的表现才会高于平均表现。
　“敢于伟大”，2006年9月7日　结果很简单：为了取得优异的投资结果，你必须对价值持有非常规性的、并且必须是正确的看法。
这并不容易。
　以低于价值的价格买进股票具有非凡的吸引力。
那么，如何在有效市场中寻找特价股呢？
你必须拿出卓越的分析力、洞察力或远见。
不过由于其特殊性，很少有人具备这样的能力。
　“收益及其获得方法”，2002年11月11日　因为你的表现是偏离常态的，所以你的预期——以至你的投资组合——都必须偏离常态，你必须比人们的共识更加正确。
与众不同并且更好：这是对第二层次思维相当不错的描述。
　那些认为投资过程简单的人通常没有第二层次思维的需要，甚或不知道有第二层次思维的存在。
于是许多人被误导了，相信人人都能成为一名成功的投资者。
并不是人人都能成功的。
不过好消息是，第一层次思维者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。
　2 最重要的是……理解市场有效性（及其局限性）　理论上，理论和实践没有什么不同，但在实践中却有。
　约吉·贝拉（Yogi Berra）　20世纪60年代，出现了一种新的金融投资理论，因其发源于芝加哥大学商学院，故以“芝加哥学派”而知名。
作为1967-1969年的芝加哥商学院学生，我发现自己位于这一新理论的零起点上。
它极大地启蒙并影响了我的思想。
　这一理论包括在投资语言中逐渐成为重要原理的概念：风险厌恶（risk aversion）、波动性作为风险的定义、风险调整收益（risk-adjusted returns）、系统与非系统风险、α系数、β系数、随机漫步假设（random walk hypothesis）以及有效市场假说（efficient market hypothesis）。
（所有概念将在后文逐一陈述。
）在这一理论提出之初，最后一个概念已被证实对投资领域有着特别重要的影响，重要到值得单独用一章的篇幅来讨论。
　有效市场假设指出　· 市场中有许多参与者，他们分享大致相等的信息渠道。
他们聪明、客观、有高度积极性并辛勤工作。
他们的分析模型广为人知并被广泛采用。
　· 由于参与者的共同努力，信息被完全并且迅速地在资产的市场价格上反映出来。
由于市场参与者会立即买进价格过低并卖出价格过高的资产，因此资产的绝对价格以及彼此之间的相对价格是公平的。
　· 所以市场价格代表了对资产内在价值的准确估计，任何参与者都不能连续识别市场的错误并从中连续套利。
　· 因此资产是以相对于其他资产来说“公平”的、提供预期风险调整收益的价格出售的。
风险更高的资产必须提供更好的收益来吸引购买者。
市场会根据情况设定价格，但它不会提供“免费的午餐。

”即没有与新增风险无关的（以及非补偿性的）新增收益。
以上大致是官方总结的要点。
现在谈一谈我的理解。
谈到这个理论时，我也用到“有效”这个词，不过我意指它“迅速、快捷地整合信息”的含义，而不是“正确”。
我相信，由于投资者会努力评估每一条信息，所以资产价格能够迅速反映出人们对于信息含义的共识。
然而我不相信群体共识就一定是正确的。
2000年1月，雅虎股价是237美元。
2004年4月时，它的股价是11美元。
所有主张市场正确的人都晕了；这两种情况至少有一种必定是错误的。
但是这并不意味着有许多投资者能够察觉市场的错误并采取行动。
如果有效市场中的价格已经反映了群体共识，那么分享群体共识也许只能令你赚到平均收益。
想要战胜市场，你必须有自己独特的、非共识性的观点。
我要强调的是，虽然有效市场常常错误地估计资产价值，但是对于任何个人来说——与其他人占有相同的信息并且受到相同心理影响的约束——持之以恒地持有与众不同且更加正确的观点并不容易。
这使得战胜主流市场异常艰难——即使他们并不总是对的。
“究竟怎么回事，α·”2001年7月11日　有效市场假说最重要的成果是“你无法战胜市场”的结论。
这一结论不仅被芝加哥学派的市场观点从逻辑上予以支撑，而且通过对共同基金表现的研究得到了巩固。
业绩出类拔萃的基金寥寥无几。
你可能会问，五星基金的情况如何呢？
请阅读以下细则：共同基金的评级是相对的。
基金的等级与它们的业绩是否已超越某一客观标准如市场指数无关。
那么，我们耳熟能详的著名投资者的情况又如何呢？
首先，一、两年的好业绩证明不了任何事情；单从偶然性来说，就几乎可以产生任何结果。
其次，统计学家认为，如果没有足够年份的数据，任何东西都无法被证明具有统计学意义；我记得曾经有一张跨度为64年的图表，几乎没有任何人的理财生涯能够达到那么长。
最后，一、两个杰出投资者的出现是驳不倒有效市场理论的。
沃伦·巴菲特等人令世人瞩目的事实恰恰表明，持续成功者是一个特例。
芝加哥理论最杰出的成果是被称为指数基金的消极型投资工具的发展。
如果最积极的投资组合经理通过增持或减持证券“积极下注”都无法战胜市场，那么又何须为此——以交易费和管理费的形式——付出代价呢？
有鉴于此，投资者已经将越来越多的资金投入到简单地按照某一市场指数所确定的比例投资股票或债券的基金上。
这样，投资者只需付出一个百分点的几百分之一的费用，就能够享受到市场收益。
正如稍后我将探讨的，万物皆有周期，其中也包括“公认的智慧”。
有效市场假说问世后，经历了20世纪60年代的快速发展，并吸引了大批信徒。
反对的声音自那时起一直存在，公众对于有效市场假说适用性的认识几经起落。
对于有效市场理论我持有保留意见，最大的分歧在于它将收益与风险挂钩的方式。
根据有效市场投资理论，人们有规避风险的本能，即人们普遍愿意承担更少的风险而不是更多。
想要他们进行风险性更高的投资，必须以更高的收益承诺来诱导。
于是市场将调整投资价格，以保证承担更高风险的人在已知事实和群体共识的基础上，获得更高的收益。
有效市场理论认为，在有效市场中是不存在令人们战胜市场的投资技巧（通常指现在常用

的α系数等）的，因此一个人与另一个人的收益差异——或一个人的投资组合与另一个人的投资组合的收益差异——完全归因于风险差异。
事实上，如果你是有效市场假说的信徒，同时又拥有像我这样较好的投资记录，那么答案可能会是“更高的投资收益是由隐性风险所致。
”（深层含义是“你还没有积累足够年份的数据。
”）　我们时不时会经历一切顺利的时期，更高风险的投资看似在兑现承诺，提供着更高收益。
这样的平和期使人们相信，为了获取更高的收益，他们唯一要做的就是进行高风险投资。
但是他们忽略了某种在繁荣期容易被忘却的东西：这不可能是对的，因为如果更高风险的投资能够产生更高的收益，那么投资的风险是不会更高的。
　于是每隔一段时间，人们便能学到一个深刻的教训。
他们意识到，任何东西——当然包括对于风险不加区分地全盘接受——都不会承诺免费的午餐，它们时时在提醒我们有效市场投资理论的局限性。
　以上就是有效市场理论及其含义。
关键问题是这一理论是否正确：市场是不可战胜的吗？
人们是否在浪费时间？
客户付费给投资经理是否在浪费钞票？
就像世界上大多数事情一样，这些问题的答案并不简单……当然不是“是”或“否”那么简单。
　我相信有效市场概念不应被立即抛弃。
原则上来讲，如果有数千个理性且有计算能力的人在同一时间共同努力、客观地收集有关资产的信息并做出估价，那么很容易得出资产的价格不会与内在价值偏差过大的结论。
错误定价并不常见，意味着战胜市场非常困难。
　事实上，某些资产类别是相当符合有效市场假说的。
主要包括以下类别：　·资产类别广为人知，并且有一大批追随者；　·资产类别是社会认可的而不是争议性或禁忌性的；　·资产类别的优势清晰易懂，至少表面上看起来如此；以及　·关于资产类别及资产结构的披露信息是普遍而公平的。
　符合这些条件的资产类别是不可能被忽略、误解或低估的。
　以外汇为例。
是什么决定了一种货币相对于另一种货币的变动呢？
是未来增长率与通货膨胀率。
对于任何一个个人来说，他对这些东西所知的会不会比其他人更多？
可能不会。
如果没有人比其他人知道更多，那么就不会有人在货币交易中获得高于平均水平的风险调整后收益。
　主要股票市场如纽约证券交易所的情况又如何呢？
数百万人在欲望或利益的驱使下在其中探寻。
他们占有着相似的信息；事实上，我们市场调控的目标之一，就是确保每个人在同一时间获得同一公司的信息。
数百万人在相似信息的基础上做着相似的分析，股票被错误定价的几率以及人们发现这些错误定价的几率如何呢？
　答案是：几率不大，也不可靠。
但这却是第二层次思维的真谛。
　第二层次思维者知道，为了取得优异的业绩，他们必须具备信息优势或分析优势，或二者兼具。
他们时刻警惕，以防失察。
我的儿子安德鲁初出茅庐，他从当前事实和未来前景出发，提出了许多引人入胜的投资理念。
他是一位训练有素的投资者。
他考察的第一步永远相同：“谁不知道这些信息？

”　第二层次思维者依赖的是有效市场理论词汇表中的“无效”一词。
在过去40年中，“无效”这一短语被广泛应用，与投资者无法战胜市场的理念相对。
在我看来，将市场描述为无效市场，是对市场易犯可资利用的错误的一种夸大说法。
　错误会来自何处？
让我们来想一想构成有效市场理论基础的假设：　· 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，并且获取途径大致相同；　· 他们都能公开买进、卖出、卖空（即看跌）每种资产。
　鉴于以上理由，有效市场理论认为，可得信息会被顺利、有效地整合到价格中，并且在价格/价值不相符时发挥作用，以消弭其中的差异。
　但是证明市场价格永远正确是不可能的。
事实上，如果你仔细想想刚刚列出的四个假设，就会发现其中有一点特别脆弱：客观性。
人类不是冰冷的计算机器。
相反，大多数人都会受贪婪、恐惧、妒忌及其他破坏客观性、导致重大失误的情绪驱动。
　同样，第四个假设又如何呢？
尽管投资者被假定为公开面向任何资产类别——既可以持有，又可以卖空——但真实情况却远非如此。
大多数专业人士被分配到特定的细分市场，如“我在普通股部门工作”，或“我是债券经理”。
真正做过卖空的投资者所占的比例微乎其微。
那么，又是谁在制定并执行那些消除资产类别之间相对错误定价的决策呢？
　一个存在着错误及错误定价的市场，能够被具有非凡洞察力的人战胜。
因此，无效性的存在创造了取得良好业绩的可能性，是取得良好业绩的必要条件。
不过，它并不保证这一点。
　在我看来，无效市场至少具备以下特征之一（可能最终会被证实具备以下所有特征）：
· 市场价格往往是错误的。
因为获得信息的途径以及对信息的分析不完善，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。
因为资产估价的结果往往不是资产的公允价值，所以一种资产类别能够提供相较于其他资产类别过高（免费的午餐）或过低的风险调整后收益。
　· 有些投资者始终能够有高人一筹的表现。
因为（a）显著错误估价和（b）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。
　理解最后一点代表什么意思以及不代表什么意思是非常重要的。
无效市场并不一定会予以参与者丰厚的回报。
相反，我认为无效市场提供的是原料——错误定价——使得有些人赢而有些人输，取决于他们所掌握技术的不同。
如果价格可能出现严重错误，那就意味着有发现特价股（bargain）或价格过高的股票（overpay）的可能。
相对于在无效市场中买得划算的人来说，一定有其他人卖得太便宜了。
有句关于扑克的谚语说得好“每场游戏中都有一条鱼。
如果你玩了45分钟还没弄清谁是鱼，那么就是你了。
”毫无疑问，这句话在无效市场投资中同样适用。
　“究竟怎么回事，α·”2001年7月11日　在有效与无效的大辩论中，我的结论是，没有一个市场是完全有效或无效的。
它只是一个程度问题。
我衷心感谢无效市场所提供的机会，同时我也尊重有效市场的理念，我坚信主流证券市场已经足够有

效，以至于在其中寻找制胜投资基本上是浪费时间。
　　最终我得到一个有趣的答案：有效性并没有普遍到我们该放弃良好业绩的程度。
同时，有效性是律师口中的“可反驳的推定（rebuttable presumption）”——首先应假定某个推断是正确的，直至有人证明它不成立。
因此，我们应假定有效性会妨碍我们取得优秀的业绩，直至我们有充足的理由相信它不会。
　　出于对有效性的尊重，在采取行动之前，我们应该询问几个问题：错误以及错误定价是否已被投资者的共同努力所消除，抑或依然存在，为什么？
　　思考下面的问题：　· 在成千上万投资者时刻准备着抬高任何过于低廉的价格时，为什么还有可能存在特价股？
　　· 如果相对于风险来说收益显得很高，有没有可能你忽略了某些隐性风险？
　　· 为什么资产卖家愿以能让你获得超额回报的价格卖出资产？
　　· 你是否真的比资产卖家知道得更多？
　　……

媒体关注与评论

“我第一时间打开并阅读的邮件就是霍华德·马克斯的备忘录。
我总能从中学到东西。
他的书籍更是如此。
” ——沃伦·巴菲特，伯克希尔哈撒韦公司主席 “这是一本出色的、充满投资智慧的书，它是作者43年投资经验的结晶。
难能可贵的是，在这本书中，可以从不同角度看到投资理念包含的丰富内容，以及在真实投资分析决策过程中如何体现和运用这些理念。
作者的思维模式和分析方法，对市场复杂性的深刻理解，对投资者行为的洞察，不仅有助于投资者拓展视野，而且能够帮助投资者深化对投资活动的认识，为投资者走向成功提供了非常有价值的指引。
” ——李克平, 中国投资有限责任公司执行董事，副总经理兼首席投资官
“本书以简洁的文字，清晰的系统性和逻辑性，完整而高度地概括了一名世界顶级投资者在经历40多年的市场浸润和多个经济周期后而总结出的价值投资方面的成功理念及经验，是对于不同层次的投资者来说不可多得的一本优秀著作。
” ——蔡洪滨，北京大学光华管理学院院长，应用经济系教授 《投资最重要的事》乃真正的大师手笔，用凝炼且逻辑性十足的语言将深刻的、哲学高度的投资理念及数十年投资实践心得娓娓道来。
对投资- 特别是价值投资-感兴趣的读者将从中汲取丰富的营养。
——陈小宪，博士，中信银行行长，中国人民大学教授，东北财经大学教授，博士生导师 “投资的简单与不简单，投资需要天赋、才华、洞察力、信念……而《投资最重要的事》洞悉了这一切，抑或成为我们投资人生的指导。
” ——但斌 深圳东方港湾投资管理有限责任公司董事长

编辑推荐

中国证券报、上海证券报、证券时报、金融时报、21世纪经济报道、财经网、第一财经日报，等50余家媒体深度报道　　道琼斯、《钱经》、《中欧商业评论》、《彭博商业周刊》、《证券市场红周刊》、《财经天下》、《投资与合作》、财新网专访作者深度解析，逾180家媒体争相转载报道　《第一财经周刊》、《陆家嘴》《机构投资杂志》《金融家》等重点财经杂志8月陆续出刊推荐　清华大学校园经管学院作者特邀霍华德马克斯专题讲座人气爆棚　　投资的重中之重：将会成为本年度最受欢迎的投资书

第一图书网, tushu007.com

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:http://www.tushu007.com