

回顾2022年上半年，市场的调整范围与持续时间都超出我们的预期。而每当市场在“至暗时刻”徘徊，穿越周期的价值投资都会再次出现在我们的视野中。

投资道路千万条，条条道路通罗马。价值投资这辆车，未必走得最快，但却坐得踏实。站在当下这个时点，再看价值投资，它到底是一种是长期持有、买得便宜的操作，还是时常推敲，反复比较的结果？

7月21日晚，在由雪球

主办、

中国基金报特

别支持的2022雪球基金直

播节中，雪球创始人、董事长方三文

犀利提问中泰资管基金业务部总经理姜诚，两位价值投资高手大碰撞，精彩观点层出不穷。

姜诚访谈金句

价格它只是外生变量，外生变量它会决定我们的成本，我的成本会决定我的潜在收益，那么我的潜在收益出发点一定不是来自于价格这个外生变量的波动。

敢于躺平是买入股票的前提，但真实投资的过程当中并不是真的躺平。我们要不断地diss自己的股票，确认自己对它安全边际的构造是否经得住推敲，有没有新的因素出现会让我们下修对它长期的价值的评估，最主要的目的就是我们要防止掉进价值陷阱。

价值不是随着利润，或者说是即期的现金流去同步增长的，反而价值它是随着时间增长的。

价值投资的基本原理就是，决定当下是否物超所值，不是由当下以及过去的利润，或者说是自由现金流决定的，而是由未来还能够实现多少决定的。

高光时刻不意味着价值更高，低谷的时刻同样也不意味着价值就缩水。

我的出发点一直都不是要赚最多的钱，而是要赚尽可能好的、承受尽可能低的风险的基础之上，然后获得合宜的回报。

其实我从来不觉得价值投资本身是一个可以准确执行的策略，它就是一事一议的，柔性化的。价值投资的根基是很牢靠的，但是它的方法却不是那么机械的。

回顾自己过往的经历，很多情况下我们好的收益是来自于不用去做那么精准的评估，这个实际上是安全边际的好处。

投资不是以难度系数取胜，我会不断地努力地去找到自己不用太较真、不用太纠结也能够比较高概率赚到钱的标的，而不是尝试去挑战一个高难度的动作，因为投资的结果跟做这个决策的难度系数没有太大关系。

我们与其致力于追求正确，不如去回避错误，我们很少会因为过度悲观吃亏，但是经常会因为过度乐观而付出代价。

文字实录

方三文：Hello大家好，我是方三文。

姜诚：大家好，我是姜诚，雪球ID也是“就叫姜诚”。

方三文：

今天我跟姜老师来对谈，我可能大家比较熟悉了，就不自我介绍，下面我们请姜老师来自我介绍一下自己。

姜诚：

我是中泰资管的姜诚，可能有很多雪球上的朋友也蛮了解我了，“就叫姜诚”是我的雪球号，有2万多的关注量了吧。

作为一个基金经理来讲，我确实不是一个著名基金经理，或者套用我们以前一个前辈的话，“我是一个非著名基金经理”，也没有太多彪悍的战绩。之前其实用了一年多的时间，自己努力做了一件事，就是跟大家分享自己投资上的一些理解，昨天刚好是我在雪球上开雪球号一周年。所以我觉得我自己是一个从业年限不短，16年，也不算长，谈不上新锐，也谈不上老将，但是还在蛮认真做这件事的一个基金经理。

方三文：

以前我听人说基金经理分成两种，基金经理和老基金经理，姜诚是也不老也不嫩的基金经理，是吧？

姜诚：对。

方三文：

正式开始之前我想聊点轻松的话题，我看您在雪球上分享了，你喜欢读书、划船，

最近看的一本书是啥。

姜诚：

刚刚看

完的是丁昶老

师的《文明、资本与投资》

，今天刚刚打开的一本书是郭建龙

老师的《穿越非洲两百年》。他的《密码三部曲》我并没有看，因为现在新书已经很难买了，但是《汴京之围》有看。

方三文：

看来我们对书的爱好有点类似之处。我可以基本确认，姜老师说自己喜欢划船和喜欢看书，绝不是吹牛。

那我再问一个问题，比如说在雪球这样的一个投资的社区里面做一个基金经理，你是活跃的。你觉得作为一个基金经理在社交媒体里面的活动，给你带来了什么呢？

姜诚：

我先分享一下我的初衷。因为基金经理在个人行为上有严格的监管要求，所以出发点就是我们用合规的方式来输出自己对投资的理解，这两个目的。

第一个目的是宣传我们的品牌；第二个目的是实现我们的一点点小的理想主义情结：就是想让自己在做好一项业务的同时，能够让更多的人因为与你的交流而变得更开放，或者说变得稍微有一点点更好。所以其实前者是于私，后者是于公。抱着一种尝试的态度吧，最开始自己主要的目的是以输出为主，但是后来渐渐地发现，这个过程当中，写作可以给人一个二次加工自己想法的机会；与此同时，其实在雪球上也有很多蛮专业的个人投资者，大家在交锋的过程中，还会有一些新的启发。

目前来讲的话我觉得还比较幸运，这三个目的基本上都在往比较好的方向去实现。我们得到了越来越多的关注，我们的输出越来越多得到大家认可，或多或少对大家的理解投资也有帮助，然后自己也得到了一些反馈，这个反馈其实对我们不断完善自己一些细小的认知会有一些帮助。总之不亏，我觉得到目前为止算是一个多赢的状态。

方三文：就是说你觉得效果是不错的，体验是不错的，是吧？

姜诚：

那当然有可能是我自我感觉良好，我不是做媒体的，不太懂，反正没有感觉到特别大的负担，反而还有一点开心吧。

方三文：那有没有发生让你不开心、不愉快的事情？

姜诚：

可能时间比较短，倒没有。可能是因为自己预先做了比较充分的心理建设，基金经理本身就是需要面对波折。在互联网，不管哪一个平台都会有不一样的声音，可能比较幸运，我没有遇到过真的对人不对事。

大家没有带着特定的立场，尤其是没有带着人身攻击的这样一个目的，还都蛮理智的，那就蛮好的，没有什么不开心的，可能时间还短。

短期投资结果更多归因于

外部投资环境而不是投资能力

方三文：

我理解了。你刚才说到基金的净值，那么你所管理的主要的产品，三年来的净值的表现，你自己满意吗？

姜诚：

其实是超过自己的预期的。满意不满意，我觉得取决于我们怎么样去定义满意，因为坦率地讲，我没有给自己以三年为期设定一个收益率的目标。当然我们心里面有一个模糊的、潜在的、长期复合收益率的这样一个目标。

从实现的结果来讲呢，其实过去三年的复合的回报率远超过了我对自己长期收益率的目标，但是它未必是一种满意。我觉得满意不满意，它不是通过三年的结果来看的，我也不会指望过去三年的回报是可复制的，同时我们也没有下修对于未来的回报要求。

如果以被大家广泛接受的标准来讲的话，似乎还可以，没有那么糟糕，但这个又能说明什

么呢？时间太

短了。我清楚地记得方丈的12字诀——长期净值、业绩归因和人格认知。

前两个是定量的指标，最后一个是定性评估。我觉得如果我作为一个旁观者来评估自己的话，只用前两个指标来看，因为历史太短，对三年多的业绩的过度解读一定是精确的错误。

第三个的话，我尽可能地让大家多了解我这样一个人，但是这个可能是没有数据支撑的，它可能是模糊的错误。

那么最好是把方丈的这12个字都叠加起来，大家能够得到一种模糊的正确这样一种状态。但是我自己的一个不足就是，三年多的时间确实太短了，我觉得可能只能努力地让大家对我形成一个模糊的、尽可能不要太偏离的定性的结果。要以定量的结果，过去三年可能有一些持有人是满意的，但是我没有思考过这个问题。

方三文：

好的。那可以说过去的三年的收益的话，总体上就是说，相对市场是有超额收益，这是个客观事实。那么对于你是怎么获得这个超额收益的，你现在并不愿意去总结，是吗？

姜诚：

看怎么去总结，其实可以进行总结。现在我们都是事后诸葛亮，其实事后诸葛亮很容易做。那我们可以拆解一下三年半以来业绩的归因，我觉得可能最主要的是拜市场所赐。

因为我们的目的并不是在特定的时间抓住表现特定好的股票，然后给组合贡献特定的收益。过去三年，市场这样一种高度结构性的行情，让我们这种完全自下而上的风格形成了这样一种客观的结果，非主观设定的。但是客观上实现的一个结果就是，组合当中在不特定时间有不特定的品种，以不特定的涨幅实现了不特定的收益。

所以这个结果必须得感谢市场，在A股市场

过去30年的历程当中是前所未有的，我觉得是从从来没有发生过这样一种结构性的分化。结构性的分化其实给我们贡献了很大的收益，如果让我做归因的话，我觉得最主要的就是这样的因素，我不愿意做过度的解读。

绝对收益

和相对排名，其实它很难归因到一个基金经理的投资能力上。但是如果我们从外部的环境当中去找因素的话，我觉得过去三年是一个结构性的牛市，是一个很重要的原因。首先一个前提是牛市，牛市让我们在過去三年蛮难亏钱的，就是如果你从头拿到尾（很难亏钱）。

那么第二个因素是，这个牛市还是结

构性的，结构性牛市

带来的一个结果是什么呢，我们这种自下而上的、在不同行业当中去找好公司的方法，它客观上会形成一种行业的分散，虽然这也不是有意而为之，这是一个结果。这个结果在这种市场此起彼伏，总是有结构性的机会的大的背景下，我们运气不错，比如，2019年组合当中有股票表现不错，2020年又换了个别的标的（表现不错），然后2021年也还有运气比较好、表现不错的品种。

所以从现在的这个视角往前看，可能最主要的归因是牛市，并且是一个结构性的牛市，如果这两个前提都不具备的话，可能我们不会有这样的收益。这个我觉得是最重要的原因吧。

当然还有很重要的一点就是，我们也会有业绩相对而言比较糟糕的时候，这个时候你能够熬得住，或者说没有外在的强制性的压力让你去改变一些什么东西，这个也是很幸运的一个外部的条件。

我觉得所有的短期结果（三年是很短的），它更主要的是由外部因素决定的，很难把它归因到内在的一种投资能力吧。

方三文：

你说的结构性牛市，用老百姓更通俗易懂的话，是不是就是“正好我买的那个股票涨了”，是这个意思吗？

姜诚：

我说得再通俗一点，大家复一下盘就会发现，过去三年其实总是有一小撮股票在涨，然后这一小撮股票还在不断地变化，这就叫结构性的牛市。

我们的投资框架是自下而上，就会导致组合被动地形成一种相对多元化的配置。当总是不断有新的股票在结构性上涨，我们作为一个池子，可能总是在不特定的时间会有上涨，我也不知道哪一只股票在这个不特定的时间它就涨了。

所以这个蛮重要，如果这个外在的条件不成立的话，可能都没有足够的理由去展望过去三年那么好的结果。我觉得这不是谦虚，这个就是一个真实的情况，我们要有一个更长

的视角、更系统性

地看待市场的方式。过去三年的结构

性行情在A股

历史上鲜见，甚至可以说重来没有发生过，我的运气比较好，我的第一只基金成立刚好就赶上这样一个状态。

容忍缺点是买入时的必要条件

以内部收益率权衡卖点，适时认怂

方三文：

那么就是说，你买入这些的标的，你并没有理由说它一定会涨，是不是这样？

姜诚：

那肯定是这样的。因为我所理解的价值投资，它的买入的前提就不是基于对一只股票的价格趋势的预判。

因为价值投资它本身的关注点，或者说它的研究对象在我的理解当中就是研究这个资产本身。为什么用资产而不是特定一只股票？因为股票跟其它的所有能够生息的资产是一类的东西，跟债券、跟我们可以收房租的房产，甚至是跟我们可以通过耕种来获得农产品回报的一块耕地都是类似的东西。这个资产它可以通过长期的运营或者阶段性的持有，给你带来现金回报，那么价值就是由这些未来的现金回报所决定的。

那么价格是什么，价格它只是外生变量，外生变量它会决定我们的成本，我的成本会决定我的潜在收益，那么我的潜在收益出发点一定不是来自于价格这个外生变量的波动。

就以买房子为例，其实大家说房产是一个投资品，这个投资品看大家怎么理解。在我的理解当中，多数人买房子不是投资，而是要么自住，要么博弈房价上涨。其实真正的投资视角，是你花了多少钱买房子，然后它每年能够给你收回多少租金，从这个角度来讲，买股票，我所认定的价值投资也是这样一种出发点。它背后是企业的长期经营能够给我们带来什么样的回报，现在的价格是否OK。如果市场先生给了你一个便宜的价格，买就好了，至于它接下来出价会更高还是更低，这个其实不是预测的变量，只能拿来应对，它后面出价越来越高，你觉得已经很贵了，可以卖还给它。

那么如果它出价越来越低呢，我们又有钱时可以多买一点。所以我说结构性的牛市带来了我们过去三年的净值的上涨，这个并非我们预期得到，背后就是价值投资的基本原理。其实股价本身是外生变量，不是一个我们能够去预测的东西。

方三文：

就是说你觉得股票作为一个资产，它本身的现金回报是可以去分析，甚至一定程度上去预测的，是吗？

姜诚：

可以分析，但是未必能够被准确地预测。我觉得少部分是可以被准确预测的，但是大部分其实还蛮难的。现金流折现是一种思想方法，它倒未必是一个我们可以直接拿来用的一个模型。

方三文：

也就是说你分析的一个股票，或者是一批股票，在接下来一段时间内，它（们）的

现金回报可能大体如你所料。

我们假设是这样，你无法事先预测它（们）的股价。照你的说法，你现在运气比较好，过去三年可能正好股价都涨了；那么如果过去三年是结构性的熊市，你买入的这些股票都没涨，甚至跌了腰斩了，你觉得这个结果，你能坦然接受吗？

姜诚：由于这种“如果”过去我们没有遭遇到过，所以只能猜测。

不管这种情况发没发生，我们在买入一只股票之后会先做的一件事，我曾经说过，敢于躺平是买入股票的前提，但真实投资的过程当中其实并不是真的躺平。我们要不断地diss自己的股票，确认自己对它安全边际的构造是否经得住推敲，有没有新的因素出现会让我们下修对它长期的价值的评估，最主要的目的就是我们要防止掉进价值陷阱。

所以真正的工作流程不是我买入了之后我就睡大觉去，我把行情关掉、游山玩水去，而是一直在动态评估的过程中。我曾经说过，我们重仓一个股票的前提是能够容忍它的缺点，而不是无限放大它的优点，所以我们买的时候想的就是不利的局面。

在过去几年运气不错，我们没有发生过重仓股腰斩的局面，但是，我们真真实实地遭遇过我们的重仓股持续不涨的局面。其实这是一个类似的问题，如果你的股票买入了之后它一直不涨，怎么办？

其实大家从结果上可以看到，我们绝大多数情况的选择是继续拿着，如果它由于不涨导致估值水平进一步下跌的话，我们可能还会加，前提是觉得它物超所值；如果它长期没涨，甚至会变得更加物超所值，并没有发生我们认为的“价值陷阱”的情况。总之，如果不是价值陷阱，至少我自认为它不是一个价值陷阱的话，那跌就再多买一点，不涨的话，我们就一直拿着。

当然，这是我的一家之言。我不知道如果方丈您自己遇到这个情况会怎么办，因为我总是被人问到这个问题，我不知道您有没有遇到过这个问题？

方三文：

我先不说我会怎么办，我还是先问你这个问题。你刚才是假设如果你买入了一个股票，然后你通过动态的检测觉得它不存在价值陷阱，但是它的股价没涨，甚至还跌了，你是能接受，你甚至还会买更多，对吧？

姜诚：对。

方三文：但是实际上你在管理基金期间，是不是还没有碰到过这个情况？

姜诚：

我遇到过没涨的情况，但没有遇到过您提到的腰斩的那种局面，当然也可能也只是运气而已。

方三文：

我的意思就是说，你只是预设如果出现这个情况，你会怎么处理，但其实你还没有遇上这样的情况，所以上述也还只是一个假设，对吧？

姜诚：对。

方三文：

我遇到过很多这样的情况，我就是拿着不动。正好想起这两天在雪球上的一个很有趣的话题，有一个人大概在2016年的5月份的时候，问过我一个问题。他说某只股票，如果拿上个3-5年的话，大概回报会怎么样？我当时也是鲁莽，我说毛估2-3倍吧。这个企业在此期间，它的自由现金流真的正好差不多是3倍，然后它的股价（当时问我的时候）是250块钱，然后股价也刚好涨了3倍，涨到750块钱，但是现在股价跌到了300来块钱。这个人就问我，这个过程中你做了什么，我说我什么也没做。

姜诚：

那您怎么回顾这样的一个决策呢？比如当下您觉得当它涨到750块钱的时候，如果重新做一次决定，是不是把它卖掉会更好？还是说拿着是对的？

方三文：

我的看法是这样，如果我能够明确地预测到它会跌回300多块钱，那傻瓜才不卖，但关键就是我没办法预测到。所以基于股价去回顾这个事情，可能在我这里没有可操作性，大概是这样。

姜诚：

对的。其实我觉得对于同样的一个票，我和方丈我们俩的处理方式不一样，可能有很多原因会导致大家的处理方式不一样。

为什么过去几年我们的运气比较好，我们的重仓股没有出现那么大回撤，其实是因为我是一个蛮认怂的人，我也从来不会去假设市场会在特定的时间给一只股票什么样的估值水平。所以我只能老老实实地去从内部收益率的角度去考量，如果这个票我买了之后永远都卖不掉了，这个二级市场关门了，在这样一个价格下这个票我还敢不敢拿。

所以思考的视角只能是什么呢？只能是我们传统投资理论当中的内部收益率的概念

，之所以能够承受它在二级市场价格波动的不确定性，是因为我们对它的长期潜在回报率有信心。要想对它的长期潜在回报率有信心，一个很重要的前提是它有足够的**安全边际**，有足够的安全边际通常比较少地会出现在它已经涨了很多倍的情况下。这是一个概率问题，我们说的都是先验概率的事件，不是从后视镜的角度。

当然，如果从后视镜的角度来讲，我们看到很多股票涨了三倍、涨了五倍、涨了十倍的时候它可能会继续涨。但是其实从先验概率的角度来讲，因为我个人天性上是一个偏保守偏悲观的人，不愿意对任何一个公司的长远的未来做特别乐观的预测，所以通常会有一种认怂的方式。所以过去几年，我们没有遭遇到这个局面是因为可能我们老早就举手投降了，就觉得有一些钱自己可能赚不到，或者不该赚。这个不是凡尔赛，这是框架使然。

方丈您说的那种情况我很理解，所以我刚才问你，当时您的想法是什么，如果回到当初会怎么看。

但是我俩有一点不同，就是我不会去基于未来几年它的现金流，或者它的利润会达到什么程度，然后判断市场会给这个股票大概一个什么样的估值水平，我的收益率大概会是多少。其实我从来不敢去预测持有一只股票，我能够在这个股票的股价上挣多少钱。当然，我的底气来自于哪里呢？来自于我知道，如果它是有安全边际的，并且我们对它的长期竞争力的判断没有差池的话，那我大概率能够赚到钱。至于以什么方式来赚到，可能是以股价上涨的方式来赚到，可能是以我们不断兑现它给我们派发红利来实现。这个就是我睡得着觉的一个前提。

方三文：

刚才你说的认怂，指的是有可能你在股价涨得超出你之前的预期的时候把它卖了，对吗？

姜诚：对的。

方三文：

我再举个例子，如我刚才所说，一个企业它的自由现金流涨了三倍，它的股价也也涨了三倍，这个时候你容易得出卖出的结论吗？

姜诚：

价值或者说估

值，它不是由当期的现金流

决定的。我为什么说现金流折现

或者股利折现模型它是一种原理，是我们一种思想方法，虽然它很难代入到模型当中准确地估计。这个思想方法告诉我们，任何一个年度的现金流，其实都对于整

体价值的影响是微乎其微的，甚至可以忽略的。

我记得巴菲特

说过一句原话，单一年度的利润的损失就好比邮寄过程当中寄丢了一张红利的支票，那么这又有什么重要的呢？对吧。

所以某一个特定的年度它的利润好，某一个特定的年度它的利润差，其实这个对于长期的估值结论的评估不重要，我觉得价值不是随着利润，或者说是即期的现金流去同步增长的，反而价值它是随着时间增长的。

如果我们采取的是红利再投资

的策略，比如说一个公司处于一个比较乐观的状态，那么是否意味着我们需要上修它

的长

期的估值

？未必。我觉得一

个公司利润翻了三倍，它的价值不会

翻三倍。

如果这个利润的上涨刚好就是在它的发展轨迹当中，大概率会出现的这样一段高光时刻，高光时刻不意味着价值更高，低谷的时刻同样也不意味着它的价值就缩水。

长期来看，所有的股票都是周期股。这个是我对这个问题的理解。

我知道大家都会从市场的角度去计算收益率，我觉得收益率其实是一个内部收益率的概念，不是用EPS乘以市盈率，然后除以当前的股价的这样一个计算。所以我另外一个认怂的表现就是，不太擅长也不太敢去展望一个股票，以二级市场价格来标示的潜在的、未来预期的回报率，我的预期回报率确实是一个内部收益率的概念。

其实这个问题，我在雪球号上讲过很多遍，但是大家好像有点get不到那个点，我不知道方丈对于这个有没有什么要diss我的？

方三文：

比如说，一家公司在一定的周期内，自有现金流增长了三倍，股价也增长了三倍，那么你会认为可能市场对这个标的已经高估了，是吧？

姜诚：这是一种可能性，但是它不是一个必然的结论。

方三文：

是，放在一个更大的范围，更长的周期里面看，比如这家公司在过去的15-20年里面，它的自由现金流上涨了20倍，那这个时候你说它上涨了3倍可能就是高估了的话，或者说，你认为应该认怂的话，那从这个20年周期里面看，这个上涨3倍只是

其中的一个阶段呀，中间有好几个3倍，为什么你能够在那个时候判断在哪个3倍你该认怂呢？

姜诚：

是这样的，

其实不是涨了3倍的股票

一定就高估，这个还是要再认定。

我个人的理解是，价值投资的基本原理就是，决定当下是否物超所值，不是由当下以及过去的利润，或者说是自由现金流决定的，而是由未来还能够实现多少决定的，所以我不会因为它涨了3倍，它的现金流或利润也涨了3倍，以这个为判断的依据。

。

我们判断一个股票是不是高估或低估，跟过去发生的事都没有关系，它一定是基于对未来的展望。那么如果涨了3倍之后，我对未来它还有2个3倍高度置信的话，可能觉得那个时候它依然低估的，这是一种可能性。但是可能方丈您讲的这个事也是后见之明，也是后视镜里面看，所以投资它难就难在这儿，就是我们要准确地判断一个资产是高估还是低估，蛮难的。

虽然从后视镜里看挺容易，多数很多人的研究方法是，研究过去的大牛股。这个方法有一个很严重的弊端，就是其实你忽略掉了那些没有涨这么多倍的股票，所以我觉得要有先验概率的意识吧，从先验概率的角度来讲是蛮难的，所以把它当做一个大大的问号。

那么如果我们对分子端的乐观的预期没有那么笃定，或者分母端的价格高得过于离谱，那么认怂或许是合适的。

即便它未来有可能表现得更好，我的出发点一直都不是要赚最多的钱，而是要赚尽可能好的、承受尽可能低的风险的基础之上，然后获得合宜的回报。

如果把投资比喻成一个赛跑的话呢，我更愿意把它当做马拉松，而且，我对马拉松的目标是把它跑完，而不是一定要跑得多快。

我的雪球号上一直在跟大家分享，我不愿意把投资当做一场比赛，因为我们只能努力地让自己一天变得比一天更好一些，但是你很难阻止有人比你更聪明，能赚到钱就好。所以我完全没有充分的理由一定要把后面的20倍全都赚到。这个是我的真实想法，也是一种认怂吧。

发下等愿享上等福

价值投资需要一事一议

方三文：

下面我还是回到认怂这个问题上，认怂的具体操作是在股票有一定的涨幅以后把它卖掉，是不是？

姜诚：不是，其实还是要动态地再评估。

方三文：那么就是说，认怂的具体的动作可能就是还是卖出股票，是不是这样的？

姜诚：对。

方三文：

你认为卖出股票呢主要的立足点不是它过去涨了多少，无论是利润涨了多少，还是股价涨了多少，而是你对它的未来的现金流回报的一个预期，对吧？

姜诚：是的。

方三文：

如果你能够判断，未来的现金回报的预期超出当下的价格，那么你会持有或者买入，是这个意思吧？

姜诚：对的。

方三文：

如果说你判断不了，或者说你认为对将来的这个现金流回报的预期已经低于现在支付的价格，那么你就会把它卖掉，是吧？

姜诚：

其实不一定是低于支付的价格，二是未来的回报的预期相对于我们的机会成本而言。有些时候投资这方面的决策有一点复杂，有两种情况会涉及到我们做这样的操作。第一种情况是它已经离谱得严重，潜在回报率严重低于我们的机会成本了，这种情况可能最简单的做法就是把它给卖光。因为你持有它的话，就意味着在杀伤你的长期价值。

那么另外一种情况就是它或许还可以，但是有一些鸡肋。或许我把它部分兑现为现金之后，能够给我腾挪出资金来，我会评估有更好的再投资机会的概率，就是衡量现有的持仓组合当中的品种和未来潜在的再投资机会的时候，可以采取一种模糊的操作。

我们看到巴菲特虽然一直主张集中持有，看好的东西长期不卖，包括可口可乐他一

直重仓，涨了多少他都一直重仓，其实你会发现他一直都有一定的现金头寸，为什么会是这个样子？这个就是投资当中的另外一个概念，叫再投资不确定性。已经持有的组合面临的是未来基本面的不确定性以及利率波动的风险。如果大家对于债券投资当中的一些基本的定义有了解的话，债券它很典型的，我持有的头寸它会面临利率风险，那么我未来获得的现金流，可能面临的是再投资的不确定性。如果我们对未来有很好的投资机会的概率预估更高的话，那我可以更倾向于把现在的模糊头寸进行一定的减持，如果它估值离谱到了它已经完全高估了，我的机会成本完全cover不住的话，那就把它们卖出。

所以现实当中实际的操作，还有一种认怂的方法，其实就是留有冗余。我是很难有决心把一个决策转化成0和1的问题，就是要么我重仓，要么我清仓。这个过程当中，由于我们很难准确地估计一个公司的合理价值在哪儿，但是，价值投资的基本原理又告诉我们，同一只股票，如果我们对它的长期展望不变的情况下，它便宜的时候总归是潜在回报率更高，贵的时候潜在回报率更低。那么其实可以去做渐进式的这样一种左侧减仓。我不会强迫自己一定要特别有锐度地去决策。

当然，如果我们从事后诸葛亮的角度来讲，如果你当时决策得再大开大阖一些，再大刀阔斧一些，再坚定执着一些的话，你或许能够回避掉更多的损失，或者能够赚到更多的钱。但是这个从先验概率的角度来看未必是最优的，当然它也因人而异。

还是那句话，在我们的雪球号上提到了，不同的人对同一个票做不同的决策，可能是投资理念不同，可能是风险偏好不同，可能是研究水平不同，也有可能是要求收益率不同，大家都会不一样，这也是我们抄不了作业的。

所以如果一个票涨了几倍了之后，你要不要卖，对于我自己而言的话，我需要考虑的问题就是刚才我跟方丈分享的那两种考量，对于其他人而言，可能也有完全不同的考量因素。比如看基本面趋势，看业绩的预期差，也有可能是对于未来长期前景的乐观或者悲观的展望，大家都会有不同的看法，觉得没必要跟别人去较真、去争胜，把自己的心能踏实装到肚子里的话，可能就足够了。我也蛮幸运，也没有人Push我把马拉松一定要当成422个百米冲刺。

我在雪球号的经营过程中有一个困惑，就是通过文字的方式，想要让对方准确了解彼此的想法还蛮难的。可能我讲的很多东西跟市场主流的这样一种大家的关切点不太一样，方丈您有一些不认同的，或者说有一些就是觉得说得不太对的地方，欢迎我们来交流。

方三文：

我总体上只是想了解你的想法。你认为对未来收益率的预期或者说折现，和当下支付的价格之间的一种关系是你决定是否要买入、持有、卖出的核心原因，是吧？那

你说会不会是唯一原因？

姜诚：那还能有什么原因。

方三文：

如果在这个情况下，股价的波动可能只是促使你去重新衡量这个性价比的一个提醒，它涨了很多，或者跌了很多，或者它不涨，是不是这样？

姜诚：对，它是一个外生变量。

方三文：

有可能一只股票涨了3倍，如果你正好对这只股票极其了解，你能够评估它未来的现金流的话，你认为还更低估了，也存在这种可能是不是？

姜诚：

当然存在了。我们在过去的几年当中就经历过这样的案例，因为我们是习惯于发下等愿的，发下等愿有助于我们提高胜率，然后或许我们还有机会享到上等福。但是也有过这样的情况，买入的时候用一个很保守的假设，用一个很糟糕的状态构造了一个安全边际，最后在持有的过程当中，我发现其实它给我们带来了预想不到的进展。那就意味着我们可以上修对它的长期评估，可能它涨了之后，我们依然拿着它，甚至可以加得更重。

所以它的基本原理不变，但是在执行的过程当中，我们不是执行一个机械性的公式，其实价值投资本身，我从来不觉得它是一个可以准确执行的一个策略，它就是一事一议的，它是很柔性化的，价值投资的根基是很牢靠的，但是它的方法却不是那么机械的。

一事一议，这四个字我觉得特别好用。包括你会不会踩到价值陷阱、怎么样去回避价值陷阱，我都不试图去致力于构造一个普世的方法，所以就不会事先就设定好去做一个特定的交易动作。我们确实是根据外面的市场先生的情绪的起伏来给我们做出的提醒，然后基于在分子端我们对于研究的对象的长期跟踪，以及动态的评估来做的被动应对。所以我们有涨了之后不卖的、甚至加的，也有涨了之后就减的，也有没怎么涨可能也会减的，因为你可能已经下修了对它的长期判断。

方三文：

那么我们做个极端假设，有可能涨了3倍，你认为它更便宜了，买得更多；也有可能跌了70%，你认为更贵了，然后把它卖了，这就是取决于你对未来的它的内生回报的一个评估，对吧？

姜诚：对的。

一眼胖子，一眼瘦子

以回避错误的方式来逼近正确

方三文：

我过去看了你写的文章，概括你的投资理念，大体上就是一句话，就是用这个低的价格买好的东西。那么这样的话，所谓低的价格，大家通常会称为低估或者便宜，那么，你能跟我再展开谈一下，你是怎么样判断一个公司它是便宜的，或者低估的？

姜诚：

最好的状态是什么呢？就像我们看一个人，有的人一眼看上去就是一个瘦的，有些人一眼看上去就是一个胖子，你不需要去称他。

回顾自己过往的经历，很多情况下我们好的收益是来自于不用去做那么精准的评估，这个实际上是安全边际的好处。当你发了一个下等愿、你觉得价格还OK的时候，你不要想它未来一定会达到什么样的程度，如果它达到中性或者乐观的情况，那都是额外的馈赠。

所以，绝大多数情况下我没有试图去准确地判断多少它就是贵，多少它就是合理。当然我们心里面会有一杆尺，跌到什么份上是足够的安全，所以在上面的这个过程中，我才有刚提到模糊的操作。当它脱离了安全边际，比如说在上涨的过程当中，可以用一种相对而言简单一点的渐进式的操作，或者，当你可以有足够的把握来判断它是已经严重高估的时候，做一些有锐度的决策。更多的情况下可以用一种跟自己和解的方式做一些渐进式的操作。我很少去去试图准确地告诉自己哪儿是合理的，当然大部分情况下，我们如果能够找到一眼就便宜的，那就够了。

那么怎么样确定一眼就便宜，这个我可以分享一下。我们用长期的视角，历史的视角，周期性的视角，一手拿着放大镜把企业当下的业绩进行归因；另一手拿着望远镜，企业在生存发展的过程当中它所身处的是一个复杂的商业系统，复杂的商业系统让我们很难准确地做单线预测、单一情景的预测。你看得长一些，历史案例积累得多一些，横向的空间跨行业的比较做得多一些的话，你可以努力尝试做一些多可能性假设的预测，尤其是里面比较糟糕的情景，因为市场的反应有可能会极端。

如果一个公司的基本面下行斜率是极其陡峭的话，大家可能会给它一个很离谱的价格，如果你发现这个很离谱的价格其实比我们预想的糟糕的情况还要糟糕的话，那么也就意味着它能够提供足够的安全边际，你买就是了。实践当中也是，过去几年我们运气不错的地方也是在于这儿，尤其是那些业绩有周期性的波动的股票，我们往往可能会有这样的机会，因为它比较悲观的盈利假设能让估值合理，也能够隐含

着不错的回报，这就够了。

如果一个票你很准确地估计它值10块钱，现在它就是10块钱，这个决策其实是很难做的，我会尽量地不要让自己去跨一个五尺的栏杆，如果有一尺的栏杆可以迈。

因为投资不是以难度系数取胜，这也是认怂的一种表现吧，我会不断地努力地去找到自己不用太较真、不用太纠结也能够比较高概率赚到钱的标的，而不是尝试去挑战一个高难度的动作，因为投资的结果跟做这个决策的难度系数没有太大关系。

方三文：

我还是要问一点，比如你说的“一眼看瘦胖”，这个评判标准难道完全没法儿分解吗？

姜诚：我自己的思考问题的方式是以回避错误的方式来逼近正确。我觉得完美的公司不存在，我们不断地去回避一些硬伤，比如说它行业属性使得我们很难思考它长期的样子。

方三文：你分解了一个，是行业，是空间或者前景？

姜诚：

其实不是空间和前景，空间和前景其实并不重要，而是一个行业的稳定性，或者说它的商业模式的稳定性，或者说竞争格局的稳定性。

有些行业很性感，但是它只是特指需求这一个层面。但是从历史的案例，包括我所学到的三脚猫的价值投资的基本原理告诉我，其实长期的回报跟一个行业或者说一个赛道的需求空间没有必然的联系。

一个行业它即便有特别好的需求空间，或者是需求增长前景，但它没有办法形成稳定的竞争格局，或者我们很难去识别其中的Alpha，有竞争优势的企业，或者是由于它的破坏式的创新，熊彼特叫“创造性破坏”，克里斯坦森说的“颠覆式创新”，这种东西它出现的概率很高的话，那么我们就很难找到一个十年、二十年之后我相信它大概率依然存在，它还是赢家的公司，这样在分子端我们考量Alpha的时候就很难。

所以大家在我们的组合当中会看到一些冷门的东西，更主要的是我们少有特别热门

的东西。其实这里面一方面是看不懂，另一方面是有担忧，那么其中很担忧的一点就是，在我们厚雪、长坡、慢变这样好的标准当中，不符合慢变。

那么还有一些我们要排除掉的是伪规模经济性，或者说是伪龙头，就是有很多的行业，大家用一些经典的定量的指标来看的话，觉得它可能会是强者恒强，比如说重资产的行业，大家觉得它有规模经济性，其实未必，规模经济性其实是来自于行业的统治力，而不是重资产，对于重资产的业务，我们要把它分门别类地小心挑选，它是不是真的能够带来成本上的领先。

其实这是我们的一种思维习惯，这是我们在选定一个自认为比较好的东西的研究过程中，就是在不断地找它的毛病，因为我们很明确的知道想要的是什么，我想要的是长期它能够活得久，然后大概率上它是赢家，能够有比较高的净资产收益率层面的盈利能力，这个是我们的偏好。

但是我又很难准确地知道一个公司长期的盈利能力是多少，那我们就用排雷的方式。我们公司内部，大家在深入研究一家公司的时候用大量的篇幅，或者大量的精力，都在去diss自己的一个正面观点。可能你挑出再多的毛病，你也没有办法排除掉未来可能会出现的不利的局面，但是它会让我们逐渐逼近比较安全的状态。所以我没有办法一概地去罗列哪样就不行，因为对于不同的公司，它可能不同的点是不一样的，但是这个习惯倒是一直都在，其实还是认怂的一种表现。

这个背后有芒格的一种指引吧，我们与其致力于追求正确，不如去回避错误，回避错误对于投资者来讲，我觉得包括我自己以前，就是曾经犯的错误的也是通常会出现过度乐观的这样一端，我们很少会因为过度悲观吃亏，但是经常会因为过度乐观而付出代价。

这个回答您可能不满意，因为它没那么精确，或者说它没有那么鲜明，但是实际的我们的工作过程当中它就是这个样子的，我还是坚持那个观点，一事一议。我也不愿意push我自己去构造一把标准的筛子，这个筛子就能让我很高效地筛到好的东西，或者很高效地排除掉差的东西，好在我们也不追求扫尽天下宝贝，就是你能够把自己的手上的东西给弄清楚可能也就够了。

方三文：

总结别人的话是一种非常不好的习惯，但我还是忍不住，我想概括一下你刚才说的，你会用排除法排除一些公司，其中一个排除法就是这个公司的商业模式会导致它无法获得可持续的竞争优势？

姜诚：

我表述得更精准一点，其实是我很难判断它的竞争优势以及它的持续性，倒不一定是我们可以一竿子打死它就一定就不行，这种情形已经足够麻烦了。

方三文：

你可以用排除法去排除一些你无法判断它竞争优势的、可持续的竞争优势的公司，那倒过来是不是会得出你会优先于选择一些你能判断它的竞争优势的公司？

姜诚：或者说概率，主观判断置信度更高的一些。

方三文：

你会认为竞争优势是你考虑的非常重要的因素，你会选择你能判断它的竞争优势的这些公司，是吧？

姜诚：

其实不是主动的判断，或者说，它背后有一个取舍，竞争优势是分子端，长期回报率是分子分母共同决定的，分子端的竞争优势越明确，有助于我们越自信，分母端的价格越低廉的，有助于我们未来的长期回报，那么如果，分子端很确定、分母端很划算，那就是我们重仓股的标准。

所以我们一直都想找到一个很确定的、很好又很便宜的东西，但是大多数情况下是事与愿违的，受限于自己的能力，受限于市场给你提供的价格，所以其实我们也很难做到。可以用10只股票构造95%的仓位，然后安心去睡大觉。

投资诡异或者说折磨人就在这儿，你总是想做一些很简单、很清晰、很有颗粒度的决策，但是残酷的现实它极少给你机会做一些很简单、很清晰、很有颗粒度的这样一种决策，所以大家看到了我们组合形成的这样一种状态。

当然，要有一些先验概率意识，我这先验概率的意识如何得来，就是我们用长期的视角、历史的视角、周期的视角，用一些跨学科思考问题的方法，能够提供更多的线索，让我们尽可能逼近一些，我觉得努力的目标是尽可能逼近，而不是永久性地到达。

方三文：

你用分子分母的这个概念，你认为分子企业的竞争优势，以及你能认知这个优势，分母是你支付的价格比较便宜。那我们稍微分解一下，有什么样的企业的竞争优势你是认知到了的，而且是在这里面有收益的？

姜诚：

我得明确一下，只能说我们自以为认知到，目前还没有被证伪的这样一种竞争优势

。如果我们多联系一些历史案例，多考察一些横向对比，甚至横向对比不同行业的话，会发现就商业模式本身能够创造的竞争优势而言，其实是很少见的，有些生意它就很容易形成很强的规模经济性，有些生意容易形成很强的范围经济性。容易形成强的规模经济性的行业，通常会出现在市场空间没那么大，但是一个头部的公司占据了大量卡位了之后，那别人再来跟你PK成本，它的代价很高。那么有一些模式本身带来的优势是范围经济性的，你比如说你如果一头多线，你多个产品联产，可能就会发现一些别人不知道的窍门，这个是不需要专利保护的，纯粹是Know How层面上的积累，企业内部的积累，甚至不依赖于某一个特定的工程师，这个也是蛮好的。

为什么我先提到规模与范围，因为对于制造业而言这是很重要的，我记得小阿尔弗雷德·钱德勒写过两本书，一本叫做《塑造工业时代》，一本叫做《规模与范围》，从两百年、三百年企业史的视角，已经帮我们梳理了，它是很好的帮助我们提升竞争优势先验概率的一个手册。

还有一种是从用户转换成本的角度来讲的，有些公司用户一旦用了你，即便有另外一个竞争对手提供了更低的价格他也不大愿意转换，当然用户转换成本可能来自于很多方面。比如我们常常耳熟能详的品牌，这是一种情感的链接带来的用户转换成本。最强的是网络效应，尤其是封闭式的社交网络，你发现你要转换一次的话很麻烦，包括我们用的移动社交网络，如果它是封闭的话，你发现你很难换。

当然了，我们说得很天花乱坠，也很容易理解这样的竞争优势，但是实际上在现实中大多数情况下的竞争优势都不是靠这个模式本身。

巴菲特提到了一个“好骑士”还是“好马”的对比，在我主观的偏好当中，我当然希望去选择“好马”，但是很遗憾的是现实当中千里马并不常有。我刚才讲的规模经济性、范围经济性、用户转换成本，这都是好马的范畴，现实当中更多的好的公司，或者说做得比较不错的公司，它是依托于骑士的，所以还是要有这样的一个意识，就是如果是靠骑士的话，我们需要进行更长期的考察，不能过度相信自己对人的判断，如果你很幸运的，遇到了一个商业模式本身就给你提供很宽的护城河的，你要把握住；更多的情况还是在具体的研究过程当中的一事一议吧，不存在不二法门，没那么轻易。

我们也曾经经常张口闭口拿商业模式、好的商业模式来说事，个人的经历和通过阅读，通过历史案例的学习，我发现靠生意模式本身就能让你强者恒强的其实还是少，所以大部分需要我们去动态跟踪评估。

当然，通过历史案例的积累，可以让我们判断的置信度不断提高一些，但是它永远代替不了我们日常的这些工作。

方三文：

我再问一下分母部分，分母部分是不是其实也可以说得很虚，是说现在的价格相对将来的这种内在回报的折现，或者说PE、PB、分红这些是不是没什么创新的空间？

姜诚：

没有，对。你要准确地评估它基本上没有可能性，除了极少数的公用事业类的或许有机会去这么准确地评估，我会做一个小小的思想实验，就是刚才我有提到的，如果它不是一个上市公司，这个股票你买了之后你永远卖不了，这个价格你敢不敢买，就是你炒股炒成了股东，你还愿不愿意。

这个时候就会强迫我们去思考一下，就是真的长期回报会是什么样的水准，虽然你很难去精确地把握，但是它会让你克服掉对于阶段性的景气度的这样一种执着，你跳脱出了对阶段性的景气度对估值的干扰之后，可能会考虑得更全面一些。当然如果你碰到了一眼就便宜的东西的话，那也不用考虑太多，买就是了。对，当然你要判断这个东西是不是一眼就便宜，还是要做一个思想实验的，如果这不是一家上市公司。

便宜与否一定不是用静态的估值水平来衡量

方三文：那我问一下，现在你的基金是只能买A股，包括港股通？

姜诚：我们有的基金还买不了港股通。

方三文：

那么我们就说A股范围内，你觉得找到一眼能看出低估，而且即便市场关了，或者说不上市，你愿意一直拿着的公司，你觉得难度大吗？

姜诚：

现在还好，因为大家也看到了我们的二季报，其实我们的仓位大体上反映的就是我们的能力跟市场估值水平的匹配，当我们的仓位比较高的时候，要么是我们的能力使我们找到了很多分子端高置信度的东西；要么是市场给出了很多不需要对分子端那么精确、那么高置信度，但价格足够低的，也没什么可失去的这样一个标的。所以现在很显然对于我自己来说是一个还蛮不错、蛮舒适的状态。

方三文：你觉得能找到是吧？

姜诚：能。

方三文：

那我问更具体的问题，比如说我们还是用传统的所谓价值投资的方法，比如说看一些财务指标，比如说银行股，尤其是大型银行股的分红率普遍超过5%，市盈率大概5倍左右，按照一个特别简单粗暴的这种算法，好像看起来是比较便宜的，你觉得这个便宜是真的吗？

姜诚：

得一事一议地去看。首先有一个否定的意见我可以直接说出来，就是便宜与否一定不是用静态的估值水平来衡量。

还是要考虑那个问题，这个银行退市，你愿不愿意当它的股东，是以这个价格来卖给你。你就会考虑很长的东西，你会去思考一家银行的利润的长期驱动因素，你就不得不去思考哪些因素会让它利润往下走，哪些会影响它的分红率，以及长期的分红收益率。同一个行业内的股票都没有一个统一的标准，因为我觉得价值投资首要的诉求点是Alpha，所以一个行业的估值低，不表示这个行业当中所有的股票估值都低，而且一只股票估值低，也不能仅仅通过它的低市盈率或者比较高的分红收益率来决定，还是要把它当做一个，长期的资产，你就会考虑得更多一些吧。

我觉得银行股，我们也曾经在雪球号当中提到过，我们看待它的视角，是不断排雷的过程，当你觉得价格和你的排雷的程度大体上能匹配的时候或许才是能买的前提，而不是它4倍还是5倍的市盈率，是5%还是6%的分红收益率，这个不是我们思考问题的这样一个视角。

方三文：但可能是个出发点吧。

姜诚：

出发点甚至都谈不上，因为好像我也没有用市盈率或者分红收益率去当做一个筛子去筛过什么股票，还是自下而上。

方三文：可不可以这么说，你认为可能很多银行的，它的中长期的经营的前景、或者说我们说内生回报，你并不那么容易判断？

姜诚：对的。

方三文：这是你的准确的观点表达？

姜诚：

很多银行的长期潜在回报率，以我自己目前的研究能力还得不出准确的或者置信度比较高的判断。

方三文：

不容易判断，但是你也并不说否认，就是说你也不能判断不行，也不能判断行，是这个意思吧？

姜诚：对于多数银行是这样的，对。

方三文：

好，我再说一个，比如说现在大家所说的资源，比如说煤炭、石油，它那个东西看起来还稍微简单一点，把石油和煤炭挖出来卖了。那么，仅仅是从简单的财务指标上来看，首先市盈率也不高，第二分红也还可以，你觉得这类公司对你来说好判断吗？

姜诚：

我觉得它会比银行相对容易一些。因为资源性的股票，它有明确的储量，然后它现有的储量的开采成本，我们是可以拿得到的，因为这是一个有标准答案的资料、数据。它当下股票的价格也比较容易算，最好的一点是，尤其是煤炭，煤炭相对来讲更简单，煤炭比石油要简单得多，因为煤炭长期的需求量，对于我国而言，大概率是会长期下滑的。所以我们就不用考虑太多增量的问题，当一个问题由增量问题转换为存量问题来讲呢，判断的基础难度又下降了，是一个很典型的价值型现金牛型，如果它也没有大额资本扩张的支出，那么基于它现有的资源情况，现有的资源结构，甚至你可以考虑到运力的配套，上下游一体化的这样一些情况，是可以毛估估一下回报率到底怎么样。其实这个是为数不多的我们可以似乎比较准确地估计它一个内生回报率区间的情况。

石油我觉得比煤炭稍微要难一些，因为石油的资本支出可能长期都会很难，因为我们国家富煤贫油少气，或者说少油贫气，我忘了具体表述了，我刚入行时看的就是资源行业，所以有未来持续的资本支出需求的公司，它的判断难度会大一些，它会增加一个维度的不确定性，就是未来的再投资的回报率。相对而言，这是跟煤炭不同一方面吧。然后整个资源品，当然需要分门别类地看待，我一直不太善于用一种标签化的方式来做一个统一的判断，即便是煤炭股，或者说即便是石油股，我还是习惯于去一个一个地识别它的不同之处，因为资源品大家容易代入到的一个先入为主的预设的情景当中，就是它无差异。

的确，消费端、产品端无差异，但其实生产端差异还是很大，我只能说煤炭是很趋近于我们可以准确地估计的，因为它资本支出的需求是极低的，然后现有的情况我们可以看得比较清楚，或者说多数都是有标准答案的，那么它可能更接近一个估值水平跟潜在回报率呈反比的状态，我们在过去的实际的操作中也是这样去应对的，它很低廉的时候，我们就可以多买一点，它涨多了之后，高置信度的可以得出它的潜在回报率已经大幅下降的这种结论，那你就少买一点，或者不买。

方三文：

我还是总结一下，你觉得去如果要判断公司的持续的竞争优势，比如说银行的这个大类相对难度比较大，资源类的相对难度要小一点。

姜诚：也不一样，资源类当中的煤炭稍微好一点。

方三文：

就是资本支出是最大的不确定因素，如果这个东西锁定的话你就觉得会稍微容易判断一些。

姜诚：对。

方三文：

好，那我再问你一个行业，这个行业是过去总体上历史上比较受投资者追捧，但是最近一年比较惨烈，互联网服务业，你觉得它容易判断吗？

姜诚：

更难。互联网应该更难一些，互联网这个行业有点宽泛了，但是整体来讲的话，当然可能我们的研究能力也有不足，不代表我们中泰资管，我只能说代表我自己，我觉得判断起来还是要难一些。如果我们很较真地试图在互联网中构造一种有安全边际的状态的话，以我目前的研究的能力其实是蛮难判断的，当然有些人可能会觉得我过于吹毛求疵，有人可能觉得我过于矫情，但我觉得如果从长期视角来看这个问题还是要考虑，比如说它的颠覆式创新，比如说政策，其实我觉得反垄断的这个事是常态，我自己没有足够的勇气去把它理解成是一次，一次旋风行动，这阵风吹过了，结束了。

当然每个人的风险偏好不同，每个人的投资理念不同，每个人的要求收益率不同，大家也都会得出不同的决策，我知道很多人，很优秀的投资人，大家在互联网上已经赚到了很多钱，以我自己的认知来讲，我觉得在这一种颠覆式创新的威胁下，竞争格局有可能会发生变化的情况下，能力不足以去得出明确的结论，价格也不足以让我容许一些模糊的判断，可能它会有不错的潜在收益率，但是只是一种可能吧。

方三文：

对于一个你认为只是可能实现不错的收益率，但自己的公司的研究能力不足以对它进行判断的情况下，你就基本上不会碰这个行业，是这个意思吗？

姜诚：

个股，不要给一个行业扣上帽子，一事一议，如果这个股票我们得不出来这样一个结论的话。我澄清一下，因为我们在互联网的研究上投入了很大精力，如果我没有

赚到互联网的钱，互联网公司确实给投资人带来很高回报，那这个责任一定是在个别基金经理，不是说我们对这个行业的认知一定就怎么样吧。只能说，我觉得风险偏好上我是风险厌恶的，然后要求收益率的这个角度，在分母端没有特别宽松，你看的又足够长的话，那就麻烦了。其实任何一个，这样一个特点，就是我们的倾向，都会使得我们选出来一个笃定的标的的难度加大，这几个要素往一块儿一叠加的话，可能就是我们现在并没有去买的主要原因吧。

方三文：

那我大体上理解了你的这个做法，就是说你总体上是认为个人能力相对是有限的，能理解的东西也相对是有限的。如果不理解的话，你的做法可能就不去碰，是吧？

姜诚：嗯。

方三文：如果从这个角度，你认为基金持有多少标的，是让你觉得最舒服的？

姜诚：

我们现在持有的这个标的的数量是我相对舒服的。其实未来的目标可能是不断地去缩小，会是一个更好的状态，因为这意味着我们的锐度越来越高，我们的判断的置信度越来越高，虽然很难达到，但是这个是一个值得去追求的目标，当然在规模可控的情况下。

方三文：

你认为按照这个逻辑推下去，是不是不可避免的标的会越来越来少，走向更集中？

姜诚：

未必是不可避免，我是期待我自己的标的越来越集中，但是如果你做不到的话呢，也不必强求，能力圈当然是越大越好，我们一定要努力地扩展自己的能力圈，但是，如果一定要在扩大能力圈和待在能力圈里面二选一的话呢，那可能待在能力圈里面更重要。

所以实际上有的时候，我们做的分散化的投资，其实它的背后是对于股票的安全边际，对于它的长期潜在回报率的判断置信度没有那么多高，或者说得更直白一点、更坦诚一点，其实没有那么自信，如果足够自信的话，按照公募基金双10的规定，可能我10只股票会解决所有问题。

所以分散是一个自己的能力跟市场的提供的素材之间进行匹配的一个结果，取得的是一个交集。这个交集它需要外生变量以及我们内在的投资的框架。所以，我希望我能够有足够的勇气，而不是足够的力量。勇气不好使，我希望自己能有足够的力量达到那种最高的状态，但现在离那个还挺远的。

方三文：好的，你认为更舒适的状态是标的更少一些？

姜诚：

对，更舒适的状态指的是我敢于拿到最重的状态的股票，足够的多，能够让我就用这几只股票去解决问题了。

价值投资不等于长期持有

克服焦虑最好的办法是忘掉计分牌

方三文：

还有两件事情可能有神秘的联系，刚才我们说标的的多少，其实更早一点我们要讨论到持有时间的长短，你会倾向于认为，在持有时间长短上越长就越难判断，或者是长期不那么容易判断，你在讨论标的的多少的时候，如果能力更强，应该更加集中或者标的更少，但是你没有发现如果标的更少的话也许你就要被迫持有更长的时间。

姜诚：

不一定。这个里面要澄清的是持有期它不是一个目标，而是我们对一个个股的长期判断的置信度的高低，其实跟我们对于一个股票是否必然持有的短或者持有的长也没有关系，这是两件事，持有期的长短它是一个被动结果。我知道大家也有计算我们的换手率，大家觉得姜诚这个人的换手率有点儿低，可能跟同类产品相比，其实这也不是一个目的。

我觉得市场主流对价值投资可能跟我的理解也有一点不一样，大家会用一些动作来定义价值投资。比如有人说长期持股是价值投资，有人说像巴菲特那样的少数的鸡蛋放在一个篮子里面是价值投资，有人说买行业的龙头是价值投资，有人说买低估值高分红的股票是价值投资。但你发现所有这些定义，其实用我们更严格的定义来讲它都是围绕着外延、表现形式或者动作在打转。

价值投资的内核是我以一个资产的视角，尽可能低的价格去买一个尽可能好的资产的视角，以内部收益率来衡量，这是我所理解的价值投资，所以你持有期的长短它反而是一个被动的一个变量，包括我是集中还是分散，这都不是区别于投资理念的，而是基于你的投资理念放在实践当中、跟你的个人能力相匹配了之后又被动地应对市场产生的一个结果。

过去的几年当中，我们也有持股时间特别短的股票，一个多季度就卖掉了。为什么会是这个样子？因为它的波动太大，这也是为什么一上来我们就说运气好的原因，我们组合当中还是会有不特定的股票在不特定的时间贡献不特定的涨幅，有的涨幅

还很巨大，那这个时候你去对它进行再评估的时候可能卖出就是一个比较明智的选择，从结果上来讲你持有期很短。

但是大家也有注意到，我们有个别的重仓股拿了好多年，大家从这个幸存者偏差的角度来讲，就会觉得姜诚是一个抱着股票长期不动的、他是一个买入并持有型的策略。你看你关注一个人的动作时，你就会把他的投资理念转化成一种策略了。其实完全没有这种策略，所有动作都是结果，而不是一个目标。所以我不觉得我一定会长期低换手或者是长期高换手，个别在市场剧烈波动的情况下，可能我们换手率会相对提高，这是一个概率，因为这是我的相对变量，当市场先生频繁出牌，而且这个牌出得上下跨度很大的时候，我们也会被迫地去做一些看起来是高换手，但其实完全很被动的这样一种应对。

方三文：

我今天事先征集了用户的这个提问，有些问题要我代他们问你的，我来问下这些问题。

第一个问题就比较尖锐，如果从今天开始股市十年不开门，姜总会有对自己的投资做一下调整的想法吗？

姜诚：

十年不开门的话，那就意味着我不用当基金经理了。以我个人的视角那就很简单，没有双十限定的话，我就把我持有最重的几只股票留着就好。

方三文：会更集中持有你现在相对重仓的股票对么？

姜诚：对。

方三文：

明白，你的回答非常地确定。那我再问一个问题，从已经披露的半年报看，建筑和房地产方向的配置偏高，是出于什么考虑呢？

姜诚：

就是我觉得它退市了这个价格也OK，我们已经做了很多的悲观的假设，比如说房地产的总需求长期，长期下滑，这也是一个大概率的事情，包括我们的长期的基建需求、房建需求我们一定要做悲观假设，所有这些不利的情况都考虑进去了之后，我觉得价格还OK，这才是买的理由。

在我自己的框架当中，景气度不是考量因素，市场更多担忧的是景气度嘛，景气度没有问题，人人都知道景气度不好，一点儿都不好，没有关系，这跟潜在回报率没

有关系。

方三文：

我再问一个，是这个叫巴勇文（音）的这个用户提的。他说作为深度价值投资者如何在买得便宜的同时避免价值陷阱？你怎么样确定刚才说的建筑和房地产这些公司不会是价值陷阱？

姜诚：

这个其实刚才有讲到，首先就是在买之前就要发下等愿，要做自认为最坏的打算。在买入之后不断地跟踪、动态评估，只不过在新增的信息当中我们没必要把所有的信息都当真。要把信息进行分门别类，分为短期、周期性的和一次性、偶发性的以及长期结构性的那些因素。真正重要的、需要调整我们对它估值结论的，就是那些长期结构性的因素，尤其关联到竞争格局的因素可能会更重要一些。需求相比较而言我们已经做最坏的打算了，格局是更重要的东西。

简而言之，买之前你要把坏的情况想清楚，能不能够接受，在买之后基于重要的可能发生的长期的结构性的变化来做一些跟踪和调整。

方三文：

我再问这个叫宋华良（音）问的问题：在业绩被大家认识后，规模也随之不断扩大，而基金规模一般都会影响业绩表现，姜诚对这点有什么看法？

姜诚：

由于我们目前还没有感受到特别显著的压力，这个规模我还套用那个一眼胖子、一眼瘦子的比喻，就是我不知道自己准确管理边界在哪，所以在没有感受到真切的压力情况之下，不把这个问题当做一个问题。

另一种情景是当我们感受到压力的时候，那我们当然要收手，就是要控制规模，因为这个行业的最佳实践我觉得还是要让持有人尽可能地高概率地去赚钱，未必一定是我们的管理规模越大越好的。当然这是一个情景假设，所以我的应对是在没有感受到压力的时候，我们不去考虑这个问题，现在考虑太多的问题或许是庸人自扰、杞人忧天。

但是要想清楚，如果你真真切切地感受到压力的时候能不能抑制住诱惑，现在我可以很大言不惭地说，那个时候我一定会抑制住诱惑，但事到临头的时候我们再看，我只能说现在我的诉求、我的愿景是这个样子的，到时候也请大家监督我好了。

方三文：

我要再问一个，你没感受到这个压力，我觉得从纯认知的角度来说，你觉得基金规

模跟基金的业绩表现有矛盾吗？

姜诚：

长期来讲是，是一对反作用力，阶段性来讲它反而可能会是正贡献，因为比如说，你的规模大了，你的小股票不能买了，但是如果这段时间恰好小股票表现又不好，可能你因为规模大了业绩受益。历史上曾经发生过类似的事件。但是长期来讲的话，规模扩大了之后，一个很正常的逻辑推演就是你的选股范围会缩小，在更小的选股范围之内虽然存在你可能更聚焦，选择更好的回报率的机会，但是它也存在反过来的一面，就是当大股票表现不好的时候，或者潜在回报率下降的时候，可能你别的也没得买，所以整体来讲我倾向于认为规模长期还是业绩的敌人，当然它不是线性的，或者未必是单调递增的。对于有些基金经理来讲，可能规模小的时候他不好办，规模逐渐涨起来变得舒服，然后大到一定范围又开始不好，但是拉长来看我觉得整体来讲还是这个应该还是一个反作用力。这个完全没有办法去否认，我不能因为自己是基金经理，或许我的规模大一点，我自己或者我们公司能够赚更多的钱，我觉得规模是业绩的敌人这种效应是存在的，尤其是在长期。

方三文：

我来问这个叫“傻儿司令”（音）的用户提的一个问题，应该也是最后一个问题，他说价值投资者一般都信奉长期主义，极少交易，也很少关注个股短期股价变化，除了读书、调研或者运动，怎么样排除日常生活中的焦虑和寂寞？

姜诚：

其实不是，这位网友对于价值投资的理解跟我还是有点不一样。我觉得你的换手率还是一个结果，你说完全不看吗？虽然我们曾经说过一周当中通常都会有很长一段时间，我是一个不看盘的基金经理。但是如果市场发生了剧烈波动，你还是可以去调整，你比如说它又便宜了，如果你还有钱，那你就买一点；如果它涨的特别离谱，你的机会成本比较高、要求收益率又足够高的话，也可以卖。

其实这个问题是两部分，第一部分我否定了他的预设前提，就是有时候我们在问问题时夹带私货，一个不言自明的前提，就是价值投资一定要长期持有，我觉得这个是未必的；但是你是否要长期持有跟你的焦虑其实没有什么关系，因为如果把股价的波动当成外生变量的话，那它涨涨跌跌自然也没有焦虑，被动应对就好了，如果心里面总是盯着自己账户的净值的话，那还蛮难的。

所以克服焦虑我觉得最好的办法是忘掉计分牌，这个计分牌不完全单指行情，还有自己的账户净值。我知道很多的投资者，他会看着自己的那个账户，计算自己现在是八位数身家还是七位数身家、我多久会到九位数，其实这是焦虑很重要的一个来源，所以一方面我觉得看盘这个事没有那么糟糕，只要你不要被它过于地牵动你的心弦，但是更有害的是你盯着自己的那个账户，如果你可以不看自己的账户的话可

能就会好，它有什么技术难度吗？没有技术难度，更主要的是心理难度。

我是这样认为的，如果我们要去对抗人性的话，蛮难，那么回避它就好了。比如说，可以强制自己最多一个月看一下自己的账户净值，这可能会好一些，如果你天天看的话想不焦虑蛮难的，我自己也做不到，我也有买自己的基金，我的私房钱就是动不动就买成自己的基金了，但是会很少去看它，盯着计分牌蛮难的，巴菲特也常说，盯着计分牌去打球的话你就很难赢。

方三文：

好的，非常感谢姜先生接受我们的采访，需要持续地交流才能够有更多有意思的东西出来。

姜诚：

感谢方丈。我觉得好的提问者对于一个基金经理来讲价值是蛮大的，我也希望有更多的机会能够跟方丈这样高水平的提问者交流。谢谢方丈。

本文源自中国基金报