

投资哲学

保守主义的智慧之灯

刘军宁◎著

守成与防范，谨慎与稳重，正是投资者应具备的素养。中信银行行长 朱小黄
投资哲学给投资人一个更光明的未来。著名投资人《时间的玫瑰》作者 但斌

鼎力推荐

INVESTMENT
PHILOSOPHY



中信出版社·CHINACITICPRESS

INVESTMENT PHILOSOPHY

投资哲学

保守主义的
智慧之灯

刘军宁◎著



图书在版编目 (CIP) 数据

投资哲学：保守主义的智慧之灯 / 刘军宁著. —北京：中信出版社，2013.8

ISBN 978-7-5086-3947-5

I. ①投… II. ①刘… III. ①投资学—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2013) 第 068283 号

投资哲学：保守主义的智慧之灯

著 者：刘军宁

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)
(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：14.75 字 数：93 千字

版 次：2013 年 8 月第 1 版

印 次：2013 年 8 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-3947-5 / F · 2894

定 价：38.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

代序

重建“保守主义”的金融理念

对当今世界和中国来说，功利笼罩下的浮躁与逐利冲动及短视，才是未来可持续发展的真正障碍。银行家们观念的回归应该是势所必然。重建保守主义理念是一个值得思忖的课题。

对银行经营来说，所谓的“保守主义”就是指：坚持遵守成熟思想和规则，不做不符合原理常识的决策，在现有规则没有被证明无效之前，都要认真遵循。

——朱小黄

几年前的金融危机所引发的反思并未结束，但这种反思宥于经济因素范畴，而疏于对经营方式、战略方向、思维方式、文化结构

等因素的反省。

事实上，对当今世界和中国来说，功利笼罩下的浮躁与逐利冲动及短视，才是未来可持续发展的真正障碍。银行家们观念的回归应该是势所必然。重建保守主义理念是一个值得思忖的课题。

“保守主义”基于传统。对传统保有一分尊重和敬畏，对于一个国家、民族、企业和个人来说都是一种必要的美德。置于历史长河之中，一个人的理性是有限的。长期传承下来的传统蕴涵着无数前人的智慧，包括成功经验和失败教训。这种智慧远比一个杰出管理者的理性更为丰厚扎实；而杰出管理者的理性也只有根植于前人积淀的丰厚土壤基础上，才能结出成功的果实。

对银行经营来说，所谓的“保守主义”就是指：坚持遵守成熟的思想 and 规则，不做不符合原理常识的决策，在现有规则没有被证明无效之前，都要认真遵循。

对“保守主义”的误读

百年老店强调历史传承，强调对核心价值、原则底线的守护和坚持。这一点在中国企业经营管理中非常欠缺。许多机构（甚至一个很小的分支机构）领导更迭之后就热衷于变革，而变革就是以“革命”的气魄推倒前任的经验和建树重来，重新设计一套机制。领导更换了

一茬又一茬，变革进行了一轮又一轮，最后积淀下来有价值的东西却少之又少，很多智慧和精力都消耗在周而复始的破坏和重构之中。老百姓用大白话称之为“瞎折腾”。

市场经济是法治经济。而法治最重要的原则之一，就是要防止“革命”式的破坏，防止随心所欲地改变规则，维护社会运行的稳定预期。

长期以来，人们往往将“保守主义”看成顽固、守旧、迂腐、落后的代名词，并将其作为“进步”的对立面。实际上，这是对“保守主义”的误读，我们对人类在发展中的独到洞察和理性的归纳总结，其宝贵精神财富和存量是否统统以追求创新和增量而被摒弃？这需要文化上的考量。

第一，“保守主义”并不反对进步，并不排斥创新，而是强调传承，强调对事物内在规则的认知和遵守，反对“幻想”式的激进变革。创新是社会的原动力，但创新不是突破原理，而是原理的广泛应用。

第二，“保守主义”提醒人们要对传统智慧和经验保有一分敬畏。迄今为止，人类对这个世界存在太多的未知，而且在各个方面的未知远远大于已知，而能控制的已知更是少量，在使用而不确定的是大量。传统规划所蕴涵的前人的智慧都是人类进步的阶梯，是极其珍贵的。后人只有敬畏，才能吸收。

第三，不做错的事情和只做对的事情同样重要。以“保守主义”

的姿态对待事物，就会更谨慎从事。从审慎决策的意义上看，银行要善于对不符合原理和主流方向的创新三思而后行，以避免犯错，不做错的事情是做对的事情的前提。

第四，“保守主义”并不是故步自封。过去的经验法则要尊重，但并不是“祖宗之法不可改”，昨天与今天对于明天来说都是不可靠的，因此有时候要忘掉过去的理论和经验，正如一位著名企业家所说，“如果发现理论与事实存在矛盾，请忘掉理论，尊重事实”。有些成功的经验，只适用一定的环境，不能无限制推广应用。其实，尊重事实、务实行动、不为巧言令色所动，正是保守主义的原则之一。

学者刘军宁有一段很精彩的表述，摘录如下：“保守主义者认为……理性的力量很大程度上在于它与人自身的历史、经验和传统的联系。离开了后者，抽象的理性几乎是空洞无物或荒诞不经的，至少在人的社会实践领域是如此……人们必须尊重先辈的智慧，尊重传统、习俗和经验，只有这样才能弥补人类理性能力的不足，才能把理性的作用发挥到恰如其分的地步。”从这个意义上来说，笔者非常赞同“保守主义”的理念。

银行的“保守主义”守则

银行是经营风险的企业，对于事物的不确定性有着天然的敏感。

守成与防范、谨慎与稳重，正是银行家所应具备的素养。对银行来说，“保守主义”有四个方面的基本内涵：

第一，银行家的保守气质。银行家是银行的灵魂，有着对客户负责任的态度，坚守审慎经营的态度，银行家的气质修养塑造着银行的“保守主义”文化。银行家，尤其是商业银行家不是冒险家，他们的偏好应该是厌恶风险的。

第二，银行经营的稳健风格。对银行家来说，生存比发展更神圣。风险的高度集中注定要求银行稳健经营。银行不做不符合规律的决策，不随波逐流，不突破规律，不被市场热点和短期利润所牵引去追求不合理的利益，才能实现长治久安的生存和可持续发展。

第三，银行决策的有效制衡。犹如汽车只有油门、没有刹车，就注定会坠入悬崖或者车毁人亡一样，银行是经营风险的机构，失去制衡就失去了长远的安全。三思而后行的观念，需要有效实现权力制衡的治理结构。

第四，坚守决策思想底线和原则。对过去已证明行之有效的规则和方法，应当一以贯之，对不熟悉、不了解的业务领域和产品，要保持警惕、关注风险、审慎行事。今天所遵循的底线和原则决定了一家银行明天的命运。恪守今天的底线和原则可能会舍弃一些利益，但获得的是明天的安全。

银行的“保守主义”就是要道法自然，要循守规律、遵从原理、

崇敬传统，不违背规律办事。只有道法自然才能持久。保守主义体现的是一种态度，一种真正办银行的职业银行家的内在素养。

朱小黄

中信银行行长

导言

保守价值的投资智慧

为什么是保守主义的投资哲学

我研究保守主义有 20 年以上的历史，有关投资理念的阅读有 12 年以上的历史。我是一个保守主义者，因此我努力把保守主义的世界观尽可能运用到一切可能的生活领域。我不是职业政治家，但是研究保守主义政治哲学；我也不是职业投资家，但是我喜欢保守主义投资理念。我原打算在未来的某个时候，开始写作有关保守主义的投资哲学。但是，朱小黄先生在《第一财经日报》2010 年 10 月 18 日发表了一篇大作，大大地促使我提前了原来的写作计划。朱先生在文章中呼吁金融界重视保守主义的思想资源，把作为思想体系的保守主义与金融投资关联起来，并且主张金融投资应该以保守主义为思想指南。我很高兴保守主义在中国的金融投资界终于得到了正视。

第一次让我认真对待保守主义与投资之间相关性的是一本经典的价值投资著作《保守的投资者夜夜安枕》(*Conservative Investors Sleep Well*)。作者菲利普·费舍尔(Philip A. Fisher)^①是著名的价值投资者，对价值投资理论有重大的贡献。他弥补了价值投资之父本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)^②的投资理论的重大缺陷。格雷厄姆是价值投资理论的奠基者，他提出的内在价值学说和安全边际原则至今仍是价值投资理论的基石。他的“市场先生”寓言充满了洞见。但是他的投资理论也有重大缺陷。这一缺陷充分地体现在他的雪茄烟蒂式投资(Cigar Butts Investing)风格中。有人把这种投资风格形容为：你满地找雪茄烟蒂，终于你找到一个湿透了的、令人讨厌的烟蒂，看上去还能抽上一口。那一口可是免费的。你把它捡起来，抽上最后一口，然后扔了，接着找下一个。这样，你不用花钱就能抽上几口免费的雪茄。如果按照这种风格去投资，那投资组合中必然是大量残缺不全的雪茄烟蒂。投资者必然要频繁地收进各种烟蒂，并急于将它们脱手。其结果是，手中没有一件完整的好货，而且还要被迫频繁交易。劣质股票、分散投资、短期持有是格雷厄姆这种烟蒂式投资的重大缺陷。针对格雷厄姆投资理论的重大缺陷，费舍尔提出购买有很大安全边际的优质

① 菲利普·费舍尔(1907~2004)，美国人，现代投资理论的开路先锋之一。——编者注

② 本杰明·格雷厄姆(1894~1976)，美国投资家，其金融分析学说和思想在投资领域产生了极为巨大的震动。——编者注

公司，集中投资，并且长期持有，从而使得格雷厄姆开创的价值投资理论臻于完善。难道保守主义与价值投资之间真的有什么内在的逻辑联系吗？价值投资者必然奉行保守主义的准则吗？

通过对保守主义与价值投资理论进行反复的比较和对照，我发现，价值投资就是保守主义在投资领域的直接应用。价值投资的精髓，就是保守主义的思想精髓。每个真正的价值投资者都认为自己是保守的投资者。他们不仅在投资理念上保守，在投资风格上保守，在对公司的估值上保守，在财务上保守，而且像费舍尔这样的价值投资者还要求作为被投资对象的公司及其管理者都必须是保守的。只有如此全面保守，才能符合价值投资的要求。经典名著《基业长青》(*Built to Last*)的作者吉姆·柯林斯(Jim Collins)和杰里·波勒斯(Jerry I. Porras)也发现，长青的公司都是信奉保守主义的公司。在美国，许多金融服务公司都在其投资哲学声明中标榜奉行保守的价值投资方法。

保守主义对人性持十分悲观的看法，认为人在本性上是不完善的，有缺陷的。这首先意味着每个人都有无知的一面，有很多东西都是一个人的知识所不及的。一个人可以通过努力学习增加新知识，但是即便如此，仍不能克服无知，反而会带来新的无知。有人说，知识的岛屿越大，无知的海岸线就越长。把这种人性论应用到投资上，其结论必然是：每个投资者都有一个其知识和能力所及的能力圈。在这个圈内投资，投资者成功的把握比较大；逾越了这个能力圈，招致损

失是必然的。因此，一个价值投资者必须牢牢地守护自己的能力圈，为此也要集中投资，而不是分散投资。把自己局限于能力圈之内的“坏处”是可能会错过圈外的投资机会。但是如果这些机会与你的能力根本无关，这些机会就不是你的机会。打篮球的科比不必嫉妒打网球的费德勒的成就，因为网球不在科比的能力圈之内。不仅如此，对投资者而言，轮廓不清的大圈子还不如轮廓清晰的小圈子。保守主义的这一洞见，也同样适用于政府。由凡人组成的政府再强大，其能力圈也是有限的。一旦政府的作为超过了自己的能力，以为自己无所不能，就必然要做傻事、蠢事，甚至制造灾难性的人祸。这样的事例，中国的历史见证得太多了。

保守主义发现，人在本性上的不完善还意味着，人类的错误是不可避免的，人是一定会犯错误的。但是保守主义的努力方向不是完全杜绝人犯错误，而是尽可能降低犯错误的概率，减少错误的后果。把这一理念运用于投资领域，必然要求投资者更少次数地、更谨慎地投资。恪守能力圈能增加成功的概率，减少投资次数能降低失手的概率。既然错误是不可避免的，越是频繁操作，犯错的概率就越大。一位著名的基金经理人说过：“坚定持有，你只会错一次；频繁操作，你会错很多次。”可见，频繁操作必然放大错误。巴菲特甚至苛刻地建议在记录投资的卡片上所打孔数不应超过 20 个。为了避免犯错误，最明智的办法就是在自己的能力圈内作业并努力减少投资次数，把有限

的智慧集中在屈指可数的投资决策上，以确保做出正确的投资决定，同时长期坚持这个投资决定，即价值投资中所谓的“购买并持有”(Buy and hold) 的策略。所以，保守的投资者都喜欢作长期投资，然后自己袖起手来让财富从容地、慢慢地增值。保守的投资者喜欢慢慢成长的“土鸡”，不喜欢快速育肥的“肉鸡”；喜欢生长周期长的公司，不喜欢速生速灭、昙花一现的公司。况且，频繁出手、快进快出意味着自我否定，这不仅否定了由于自己的轻率所犯的 error，而且也否定了自己的正确，并统统代之以新的 error。保守的价值投资者通常是非常自信的，他们勇于承认 error，却不愿意频频自我否定。

保守主义认为，人类面对的是一个不确定的世界，生活在非线性的、不按部就班的历史进程中；人类置身其中的是一个自发的秩序，这个秩序是不可全知、不可计划的。保守主义坚决反对历史决定论，认为没有人有能力预知人类社会未来的全部进程，认为人类的经济和社会生活都是不能准确预知、不可计划的。人是情绪的动物，自身就充满了不确定性。无视这种不确定而去做任何整体的、精确的预测都是不可能的，而且是徒劳的。把这一判断运用到投资领域就会得出这样的结论，作为价值投资者不要去预测宏观经济、证券市场和股票价格的走向。查理·芒格(Charlie Munger)^①说得更绝对，他说他没

^① 查理·芒格(1924~)，美国投资家，沃伦·巴菲特的黄金搭档，伯克夏·哈撒韦公司的副主席。——编者注

有从预测宏观经济上赚过一分钱。当然，每天都有很多人预测。预测的人数多不等于预测的有效。对其中的很多人而言，预测只是他们的工作。在许多价值投资者看来，作为市场人格化的市场先生是个喜怒无常、惊慌失措的疯子，无人能对其未来的行为做出持续而准确的预测。投资者所要做的不是去预测或顺应市场先生的情绪，而是彻底无视他的情绪与举动。所以，保守的价值投资者把市场当作仆人而不是向导。如果市场先生是证券市场的风向标的话，投资者怎么可能靠追随风向标致富？所以，保守的价值投资者根本就不去预测市场。就像一位网名叫“北山投资”的网友在其《我很保守》的短文中写到的：“在投资价值观上，我宁愿选择保守而不是激进。”“笃定地走着一条几乎完全不依赖于市场预测的小路，而且坚信这条路才是唯一带领我成功的投资之路。”^①

基于对人性和对人类秩序的上述看法，保守主义在态度和行动上总体是消极保守的，主张消极审慎，反对积极有为。保守主义认为人类行动的目的，不在于不计代价、不计后果地追求最好的愿景，而是尽可能避免最坏的恶果。相对于保守主义的消极的世界观，价值投资有两条著名的“基本原则”：原则一，永远不要赔钱；原则二，永远不要忘记第一条。可见，价值投资的取向也是消极保守的，它最关注的不是赚取多少，而是如何避免损失。这也产生了价值投资的一个鲜

^① 见 <http://beishaninvest.bokee.com/6281388.html>。

明特点：审慎。

人的知识有限而且容易出错，审慎的必要性由此产生。保守主义认为，在政治领域，审慎是政治家的首要美德。同样，在资本市场上，审慎是价值投资者的首要美德。审慎与耐心、克制、坚毅是联系在一起的。这就要求投资者首先遏制住心中追求速富这头冲动的怪兽。价值投资的策略就是审慎投资的策略。保守的投资者是消极的、审慎的投资者。对普通人而言，审慎意味着小心谨慎。对保守主义者而言，审慎更有其特定的意涵：只有根据长期后果来衡量一件事情，才能算得上是审慎。用审慎原则来投资，就必须考虑到这个投资的长远后果。只有其长远后果而不是近期后果非常可取的投资，才是审慎的、正确的投资。因此，审慎意味着只投资于自己理解的领域、行业与对象，还意味着只有长期持有才能享受到预期的后果。

保守主义特别看重时间与传统。保守主义认为时间是检验价值的最重要的尺度。但斌先生^①把它形容为“时间的玫瑰”。经受不了时间考验的价值不是可持久的价值。而价值投资几乎是长线投资的同义语。

从效用上看，保守主义是关于如何降低风险的主义。用保守主义来指导投资的最大优越性在于降低风险、保守价值、增加乐趣。保守

^① 但斌，投资人，著有《时间的玫瑰：但斌投资札记》。——编者注

主义的政治哲学根本性地降低了国家层面在政治上的系统性风险。保守主义的投资哲学根本性地降低了投资活动的系统性风险。其中，安全边际概念的最大效用就是在于它有助于降低风险。

从内核上看，保守主义的投资哲学是由一组原则与观念组成的信仰。保守主义特别强调信仰与道德的重要性。投资活动的本质是有关道德与信仰的。投资者怎样信仰，按什么样的道德准则生活，就怎样投资。没有一个卓越的价值投资者不强调道德情操对成功价值投资的极端重要性。有人总结道，保守的价值投资就是做人。在投资中做人越到位，投资也就越成功。

保守主义的价值观是个人本位而不是集体本位的个人主义价值观。价值投资的本质是个人主义的，它鼓励每个投资者做与众不同的事情。价值投资的原理是普遍适用的，但是价值投资者的个性、各自的能力圈、投资风格却各有千秋。但是共同的一点是，保守的价值投资者都拒绝做集体主义的旅鼠，坚持用反向的、批判的态度来面对市场。

在意识形态领域，保守主义与激进主义是互为对手的两对对立的政治哲学。在投资领域，价值投资与激进投资是互为对手的两对对立的投资哲学。激进的投资哲学对风险的容忍度非常高，压上大赌注、追求高回报，频繁操作，期待速富。套用 20 世纪 50 年代“大跃进”期间流行的一句激进主义政治口号，这类投资者的心态是，“超英赶