

WILEY FINANCE

“十二五”国家重点图书出版规划项目  
世界财经管理经典译库子项目

威立金融经典译丛·达摩达兰系列

# Investment Philosophies

Successful Strategies and the Investors

Who Made Them Work

*Second Edition*

*Aswath Damodaran*

# 达摩达兰论投资

——成功的策略和成功的投资者

(第二版)

(美) 阿斯沃斯·达摩达兰 著

李昆 译

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press

国家一级出版社  
全国百佳图书出版单位

WILEY

WILEY FINANCE

“十二五”  
世界财

威立金融经典译丛·达摩达兰系列

# Investment Philosophies

Successful Strategies and the Investors

Who Made Them Work

*Second Edition*

*Aswath Damodaran*

# 达摩达兰论投资

——成功的策略和成功的投资者

(第二版)

(美) 阿斯沃斯·达摩达兰 著

李昆 译

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

WILEY

Aswath Damodaran: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work,original

ISBN:978-1-118-01151-5.

Copyright © 2012 by John Wiley & Sons, Inc.

All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

This translation published under license.

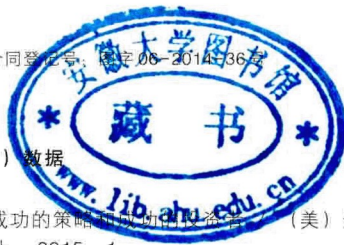
No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, 978-750-8400, fax 978-646-8600, or on the web at [www.copyright.com](http://www.copyright.com). Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, 201-748-6011, fax 201-748-6008, or online at [www.wiley.com/go/permissions](http://www.wiley.com/go/permissions).

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有，侵权必究。

辽宁省版权局著作权合同登记号：辽登字-2014-36号



图书在版编目 (CIP) 数据

达摩达兰论投资：成功的策略和成功的投资者 (美) 达摩达兰 (Damodaran, A.) 著；李昆译. —大连：东北财经大学出版社，2015. 1

(威立金融经典译丛)

ISBN 978-7-5654-1746-7

I. 达… II. ①达… ②李… III. 投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第277821号

东北财经大学出版社出版发行

大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025

教学支持：(0411) 84710309

营 销 部：(0411) 84710711

总 编 室：(0411) 84710523

网 址：<http://www.dufep.cn>

读者信箱：[dufep@dufe.edu.cn](mailto:dufep@dufe.edu.cn)

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

幅面尺寸：170mm×240mm 字数：543千字 印张：26 1/4

2015年1月第1版 2015年1月第1次印刷

责任编辑：刘东威 吉 扬 责任校对：那 欣 孙 萍 刘咏宁 惠恩乐

封面设计：冀贵收 版式设计：钟福建

定价：68.00元

## 译者序



股票投资大师本杰明·格雷厄姆把投资者的成熟归纳为两个层面：一是认知的提升，二是内心的修炼，认知是成功投资的前提。股票市场变幻莫测，涉及的知识与信息浩如烟海，如果盲目进行投资，极有可能招致严重的损失。那么对投资者来说，应该如何充实自己，真正做到理性投资呢？书店里有关证券投资的书籍可谓汗牛充栋，数不胜数，但大都要么是东拼西凑而成的所谓宝典、攻略、秘籍、大全之类的技巧性图书，要么是介绍投资基本理论的投资学专业教材。前一类多具误导性，常常将偶发性的、不可复制的成功个案当成了普遍性的、可复制的投资技巧介绍给读者。而后一类书则多限于一般性的介绍、理论分析和推导，对于投资策略的具体应用少有涉及。既有严谨的理论框架，又有具体投资策略的应用分析的书籍在市场上可谓凤毛麟角。译者长期从事商学院MBA投资学的教学工作，一直为无法找到一本能够帮助学生学以致用的高质量股票投资教材而困扰。

所幸，东北财经大学出版社为我推荐了《达摩达兰论投资》一书，一口气读完，顿有“众里寻他千百度”之感。这正是我长期以来想要为我和我的学生寻找的书籍。

本书作者阿斯沃斯·达摩达兰是纽约大学斯特恩商学院——该商学院拥有全世界最顶尖的金融专业——的金融学教授，为MBA学生讲授“公司理财”和“证券估值”等课程。1994年，他被《商业周刊》评为美国12名最优秀的商学院教授之一。达摩达兰教授课讲得十分精彩，同时著述颇丰，这本《达摩达兰论投资》是他最重要，也是最受欢迎的著作之一。

本书包括两个部分。第1章到第6章介绍了从事股票投资所必须了解的金融理论基础，如风险、估值方法、交易成本以及有效市场假说等。第7章到第14章讨论了各种经过时间检验的投资策略，包括价值投资、成长投资、技术分析、市场时机选择、套利和指数化等，分析了每种投资策略背后对市场变化的假设，每种投资策略的适用条件，以及从历史证据来看，每种策略在现实中运用的成效。本书的目标是帮助每一位投资者学会选择最适合自己的投资策略，并知道该如何谨慎地运用这些投资策略去实现成功的投资。

本书最大的特色在于：（1）理论与实际运用高度结合；（2）通俗易懂，对股票投资的核心理论和具体策略进行了详尽的介绍，但没有繁杂的数学公式和理论推

导；(3) 信息量大，证据充分，本书对于每种投资策略的运用效果和得失的分析，都是基于对大量已有学术研究成果的总结，可信度高。总之，这是一本不可多得的好书，对个人投资者、证券投资领域的专业人士、从事相关研究的学者和金融专业的学生都有非常重要的参考价值。

四川大学商学院研究生胡谍和周波同学参与了本书译稿的校对工作，在此表示感谢。由于译者水平所限，书中难免有疏漏和谬误之处，还望广大读者在阅读过程中提出批评指正。

李 昆

2014年11月



## ▼ 第1章 概论/1

---

- 1.1 什么是投资原则/1
- 1.2 你为什么需要一个投资原则/3
- 1.3 投资概述/3
- 1.4 投资原则分类/5
- 1.5 确立一个投资原则：步骤/7
- 1.6 结论/9

## ▼ 第2章 上侧和下侧：了解风险/11

---

- 2.1 什么是风险？/11
- 2.2 股权风险：理论模型/12
- 2.3 风险与收益模型的比较分析/24
- 2.4 股权风险：其他衡量方法/25
- 2.5 股权风险：对该领域的评估/32
- 2.6 违约风险/33
- 2.7 结论/36

## ▼ 第3章 数据会骗人吗？/38

---

- 3.1 基本的会计报表/38
- 3.2 资产的计量和估值/40
- 3.3 衡量融资组合/44
- 3.4 计算收益和利润率/49
- 3.5 衡量风险/53
- 3.6 会计准则及实践的差别/57
- 3.7 结论/59

## ▼ 第4章 钱在哪里：估值的基础/61

---

- 4.1 内在价值/61

- 4.2 相对估值/77
- 4.3 评估具有或有现金流量的资产的价值（期权）/83
- 4.4 结论/85

## ▼ 第5章 功败垂成：交易、执行和税收/87

---

- 5.1 交易成本的拖累/87
- 5.2 交易成本的组成部分：交易性金融资产/89
- 5.3 非交易性资产的交易成本/101
- 5.4 交易成本的管理/103
- 5.5 税收/105
- 5.6 结论/112

## ▼ 第6章 真的好得令人难以置信吗？检验投资策略/114

---

- 6.1 市场有效性为什么重要？/114
- 6.2 有效市场：定义与含义/115
- 6.3 行为金融：对有效市场的挑战/119
- 6.4 投资策略的实用指南/142
- 6.5 结论/143

## ▼ 第7章 是烟雾还是镜子？图表与技术分析/145

---

- 7.1 随机游走与价格模式/145
- 7.2 实证依据/147
- 7.3 技术分析的基础/166
- 7.4 技术指标与图表模式/167
- 7.5 结论/178

## ▼ 第8章 格雷厄姆的门徒：价值投资/180

---

- 8.1 什么是价值投资？/180
- 8.2 被动筛选者/181
- 8.3 反向价值投资者/198
- 8.4 主动的价值投资/203
- 8.5 结论/226

## ▼ 第9章 成长的诱惑：小盘投资与成长型投资/229

---

- 9.1 成长型投资者何许人也？/229
- 9.2 被动的成长型投资/230
- 9.3 主动成长型投资/255
- 9.4 结论/260

## ▼ 第10章 信息的回报：依据信息进行交易/262

---

- 10.1 信息与价格/262

- 10.2 根据私人信息交易/265
- 10.3 根据公开信息进行交易/278
- 10.4 实施以信息为基础的投资策略/293
- 10.5 结论/294

## ▼ 第 11 章 确定的利润：套利的本质/296

---

- 11.1 纯套利/296
- 11.2 近似套利/313
- 11.3 投机性套利/319
- 11.4 多空策略——对冲基金/322
- 11.5 结论/326

## ▼ 第 12 章 选择市场时机是不可能实现的梦想吗?/329

---

- 12.1 选择市场时机：回报与成本/329
- 12.2 市场时机选择的方法/331
- 12.3 市场时机选择的证据/352
- 12.4 市场时机选择策略/358
- 12.5 市场时机选择的工具/362
- 12.6 把市场时机的选择与证券选择联系起来/364
- 12.7 结论/364

## ▼ 第 13 章 准备放弃?指数化的诱惑/367

---

- 13.1 指数化机制/367
- 13.2 指数化的历史/369
- 13.3 指数化的理由/371
- 13.4 为什么积极投资者不能表现得更好? /388
- 13.5 指数化的其他途径/393
- 13.6 结论/401

## ▼ 第 14 章 选择投资原则的道路图/403

---

- 14.1 自我评估/403
- 14.2 寻找投资原则/406
- 14.3 正确的投资原则/408
- 14.4 结论/409





### 主要观点

谁愿意仅仅做一个平庸的投资者？我们每个人都梦想能打败市场，成为超级投资者，为此我们在投资这一活动中投入大量的时间和资源。这样，我们很容易成为一些神奇的投资方法和那些急切的销售人员推销的“秘方”的受害者。虽然我们非常努力，但是我们中的大部分人仍然只能是“处于平均水平”的投资者。尽管如此，我们仍在不断地尝试，希望自己能更像传奇投资人物，成为另一个沃伦·巴菲特（Warren Buffett）、乔治·索罗斯（George Soros）或彼得·林奇（Peter Lynch）。我们阅读由成功投资者撰写的或介绍成功投资者的文章，以期从中发现他们成功选择股票的关键因素，这样我们就能够模仿他们，迅速致富。

在我们对这些因素的探求过程中，经常会受到矛盾现象和金融异象的困扰。在投资领域中，有的投资顾问会极力推荐人们购买拥有强大现金流和流动资产的企业的股票，因为这就是巴菲特的投资原则；而另一些投资专家则警告投资者，这一方法已经过时，在现在的高科技时代，投资者应该投资于那些有成长前景的企业；另外还有一些口齿伶俐的销售人员，他们用生动的图表向人们证明他们有能力让我们在完全正确的时间进入和退出市场。在面对这些不同甚至相反的论断后，难怪我们往往会更加困惑。

在这一章中，我们会提出如何才能运用投资策略获得成功的观点，我们认为投资者首先必须选择一个具有内在一致性的投资原则，同时，该投资原则不仅与目标市场的情况相匹配，并且与投资者的个性特征相匹配。换句话说，促成成功投资的关键因素不仅仅在于了解他人是如何成功的，而且在于你需要更好地了解自己。

## 1.1 什么是投资原则

投资原则是指以一种条理清晰的方法来看待市场，包括市场是如何运作的（有时是如何失效的）以及你认为投资者行为中普遍表现出的各类错误。为什么我们需

要对投资者的失误做出假设?就像我们将要讨论到的,绝大部分投资策略都是利用一些或大部分的投资者在股票估价上所犯的错误的。而这些错误的背后则是关于人类行为的一些更基本的假设。例如,人们喜欢从众的这种理性或非理性的倾向能够导致价格惯性,即最近价格涨幅最大的股票在近期持续增长的可能性也更大。那么首先我们来考虑一下投资原则的组成要素。

### 1.1.1 人性的弱点

每一种投资原则的背后都隐含着关于人类行为的观点,事实上,传统金融理论和估价模型的一个弱点是无法反映由于投资者的怪异行为而导致的市场短期变化。这并不是说传统金融理论假设所有的投资者都是理性的,而是传统金融理论假设非理性的投资行为是随机的,并且会相互抵消。因此,对每一个紧随大势走向的投资者(惯性投资者),我们假设就有一个相应的反方向投资者(反向投资者),两者从相反方向对价格产生的影响最终使价格处于一个合理的位置。虽然这种情形在长期来看是一个合理的假设,但在短期却有可能不太现实。

金融领域的部分理论研究者 and 实际从业人员长期以来对理性投资者假设持怀疑态度,他们开创了一个新的金融学科分支,即行为金融。他们将心理学、社会学引入到金融领域,试图解释投资者投资行为的原因,以及我们如何利用这些现象来制定投资策略。在本书中我们会讨论不同的投资原则,在讨论每个原则时,我们都首先探求这些原则背后的基本人类行为假设。

### 1.1.2 市场有效性

和投资原则紧密相关的第二个要素是你如何看待市场有效性,这是决定你的投资原则能否成功的前提。虽然所有的积极投资原则都建立在市场是无效的假设基础之上,但是对于哪部分市场最有可能无效以及这种无效会持续多久,还存在着分歧。一些投资原则认为市场大部分时候是有效的,但是当有关某个上市公司的重大新信息发布时,它有可能会反应过度——好消息出来时股票价格上涨过度,坏消息出来时股票价格下跌过度。其他一些投资策略则是建立在认为总体上市场会出错,即整个市场可能被高估或被低估,以及某些投资者(如共同基金经理)更容易出错的信念上的。还有一些投资策略的基础是认为在有足够多的信息——财务报表、分析师报告和财经新闻报道——的前提下市场能够很好地为股票定价,但当信息不足时市场估价会出现系统性的错误。

### 1.1.3 战术和策略

一旦你确立了某种投资原则,你就能制定出建立在核心原则基础上的投资策略。以上面提到的市场有效性为例,第一类投资者认为市场会对信息反应过度,他们可能会采取的投资策略是在企业发布意外的负面盈余消息(企业对外宣布的收益大大低于预期值)时购入该企业股票,而在企业发布意外的正面盈余消息时卖出

股票：认为市场总体上会出错的第二类投资者可能会关注技术指标，如共同基金投资组合中持有现金的比例或机构投资者在股票上的卖空状况等，以确定市场是过度买入了还是过度卖出了，从而采取与之相反的投资策略；认为市场在信息缺失的情况下更容易失效的第三类投资者可能会购入一些不被分析家关注或不为机构投资者所持有的股票。

值得注意的是，同一投资原则能够衍生出多种投资策略。因此，如果你认为投资者始终会高估上市公司增长的价值并低估已有资产的价值，这一原则可以体现在许多不同的投资策略中——从买进低市盈率股票的被动策略到买入便宜的公司然后尝试将其资产变现的更为主动的策略。换句话说，投资策略的数量会大大高于投资原则的数目。

## 1.2 你为什么需要一个投资原则

大部分投资者都没有投资原则，许多基金经理和职业投资顾问同样也没有投资原则。他们会采用一些在其他投资者那里看似有用的投资策略，而当这些策略失效时他们就放弃这些策略。你也许会问，如果是这样为什么还需要投资原则呢？答案很简单，如果没有一个投资原则，你就会倾向受某个鼓动者的言论或近期某次成功的投资案例的影响而不断地变换投资策略。这样做可能会给你的投资组合带来三种负面的结果：

(1) 当缺少主要的投资策略或一套核心原则时，你很容易成为骗子或冒牌专家的受害者，因为他们都会宣称自己有战胜市场的灵丹妙药。

(2) 当你变换各种策略时，你就必须相应地改变投资组合，这会给你带来更高的交易成本和税收负担。

(3) 虽然有一些投资策略对某些投资者来说的确有用，但是鉴于你的目标、风险厌恶度和个性，这些策略可能并不适合你。如果盲目地模仿他人的策略，这样做除了让你的投资组合可能在市场上表现不佳外，还很有可能让你身心交瘁，甚至更糟糕。

如果拥有一个核心原则，你就能够对你自己的命运有更好的把握。除了能拒绝采用与你对市场的核心原则不同的投资策略外，你还能制定出适合你需要的投资策略。同时你还能对各种策略之间的不同点和相同点有更为全面的认识。

## 1.3 投资概述

在讨论不同的投资原则之前，让我们先看一下创建投资组合的过程。虽然个人创建投资组合会比需要面对不同类型且要求苛刻的客户群的养老基金管理者创建投资组合容易得多，但无论是业余的还是职业的投资者都会遵循下面所述的过程。

### 1.3.1 第一步：了解客户

投资过程总是从投资者和了解投资者的需求及偏好开始的。对于投资组合经理来说，投资者是客户，投资过程中的第一步，常常也是格外重要的一步是了解客户的需求、税务状况，以及最重要的——他们的风险偏好。对于构建自己的投资组合的个人投资者来说，这个过程看上去可能会比较简单，但是在第一步中了解自己的需求和偏好的重要性并不比投资组合经理了解客户情况的重要性低。

### 1.3.2 第二步：构建投资组合

投资过程的第二步是实际构建投资组合，我们将它分为三个子部分：

●首先是决定如何在各类资产——权益类资产、固定收益证券和实物资产（包括房地产、大宗商品和其他资产）——之间分配投资组合产品。你也可以通过其他的方式来做出资产分配决定，如投资于国内资产和国外资产的比例，以及促成这种决定的因素。

●第二个组成部分是资产选择决策，在这个部分中你从每个资产类别中选择具体的资产来构建投资组合。从实际操作上来说，这一步就是选择构成权益部分的股票、构成固定收益部分的债券和构成实物资产部分的具体实物资产。

●最后的部分是执行，在这一部分中真正形成投资组合。投资者必须权衡交易成本与迅速交易的需要。执行的重要性会随着投资策略的不同而不同，许多投资者在投资过程的这一步都做得不好。

### 1.3.3 第三步：评估投资组合表现

投资过程的最后一步——对于职业基金经理来说通常也是最痛苦的一步——是投资组合的业绩评估。毕竟投资的目的，也是唯一目的，是在给定的风险偏好的情况下尽可能地多赚钱。投资者不会原谅投资失败，不愿意接受任何失败的借口，即使理由非常充分。投资者对基金经理的忠诚更不常见。同理，对于自己构建投资组合的个人投资者，投资组合的业绩评估也同样重要，因为从中得到的反馈信息能在很大程度上决定投资者今后的投资方式。

图1-1总结了投资过程的各个部分，在随后讨论各种不同的投资原则时，我们还会回顾该图以强调投资过程的步骤。你将会看到尽管所有投资原则的最终目标都是一致的，即打败市场，但是每个原则都会强调投资过程的不同部分，并需要不同的成功技巧。

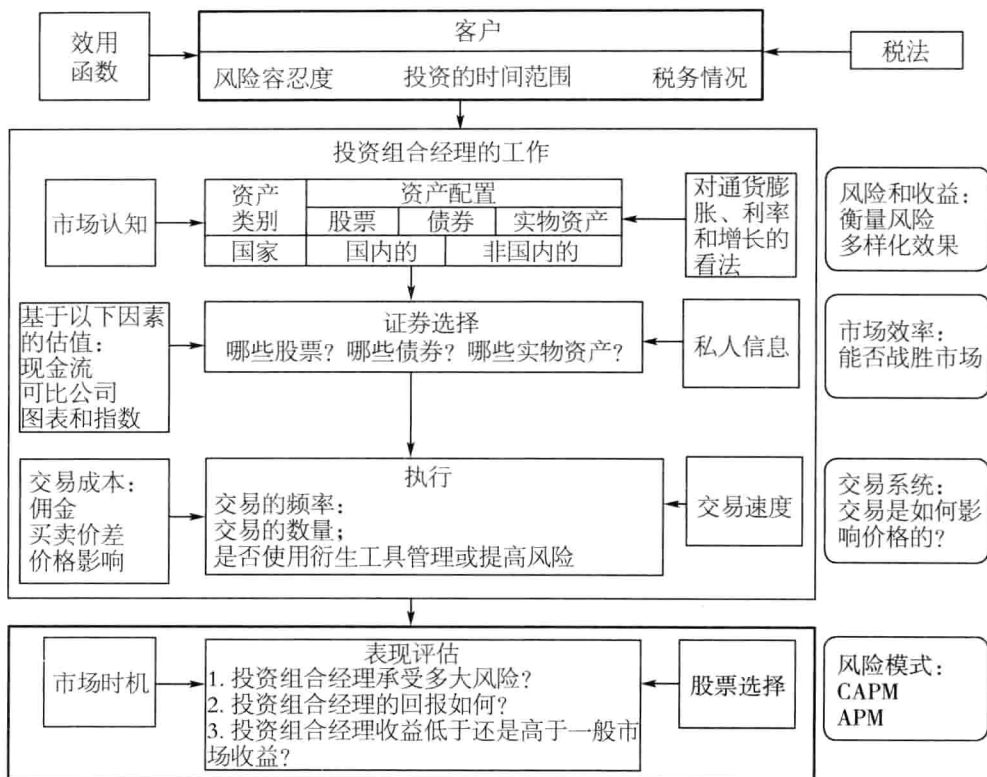


图 1-1 投资过程

## 1.4 投资原则分类

在这部分我们将介绍一系列的投资原则，并运用投资过程来加以说明。虽然关于这些投资原则的细节我们在以后的章节中才会详细介绍，但在这里我们会讨论每个投资原则的核心内容。

### 1.4.1 市场时机选择 vs 资产选择

投资原则最宽泛的分类法基于它们是建立在整个市场的时机选择上还是建立在寻求错误定价的单个资产上。我们称前者为市场时机选择 (market timing)，称后者为证券选择 (securities selection)。

在每一类投资原则中，根据不同的市场观点都会有多种投资策略。以市场时机选择为例，尽管我们大部分人只在股票市场中考虑市场时机选择，但也有投资者认为市场时机选择涉及更广泛的市场范围，如外汇市场、大宗商品市场、债券市场以及房地产市场。证券选择原则的选择范围则更广，包括图表和技术指标、基本面分析 (盈利、现金流和增长情况) 以及信息 (盈余报告和并购公告)。

由于当我们准确把握时机时，市场时机投资原则能给我们带来巨大的收益，因此这种原则对我们颇具吸引力，但也同样因为这个原因，根据这种原则进行投资要

取得成功是很难的。经常会有许多投资者试图选择投资的市场时机，但他们想要获得持续的成功是非常困难的。如果你决定挑选股票，那你如何决定是根据图表、基本面因素还是增长潜力来选择呢？就像在后文中所讨论的那样，答案将不仅取决于你对市场的看法和认为哪种策略有效，还取决于你的个性特征。

#### 1.4.2 主动投资 vs 被动投资

总体而言，我们可以将投资原则分为主动投资和被动投资。注意，主动投资（activist investing）不同于积极投资（active investing）。使用被动投资策略的投资者对某个股票或公司进行投资，然后等待投资得到回报。假设你的策略成功了，这个回报将来自于市场认识到并纠正此前的错误估值。因此，投资组合经理如果购买低市盈率和具有稳定收益的股票，那么他就是采用了被动投资策略。通常购买指数成分股中所有股票的指数基金经理也是如此。采用主动投资策略时，投资者投资于某个公司，然后试图改变公司的经营方式以使其投资更具价值。风险资本家可以被归为主动投资者，因为他们不仅购入有前景的公司的大量股票，而且还会对公司的运营进行大量的投入。近年来，我们目睹了投资者将这种主动投资原则运用于上市公司，通过持有目标公司大量头寸来改变公司的运营方式。我们现在需要将主动投资与积极投资进行对比。任何试图通过挑选股票来战胜市场的投资者都可以被视作积极投资者。因此，积极投资者既可以采取主动投资策略又可以采取被动投资策略。用通俗的话来说，积极投资包括任何试图通过投资价值被低估的资产类别或股票 / 资产来打败市场的投资策略。

#### 1.4.3 投资期

不同的投资原则需要不同的投资期。如果投资原则建立在市场会对新信息反应过度的假设基础上的话，它可能就会产生短期的策略。例如，你可能在一个差的盈余公告发布后立即买入该公司的股票，持有几个星期后卖出（期望当市场纠正过度反应时，股票价格会上升）。相反，如果投资原则建立在购买被忽视的公司的股票（很少有分析师跟踪或机构投资者持有的股票）的基础上，它就可能会需要更长的投资期。

影响投资原则的投资期的因素之一是你从成功策略中收获回报所依赖的市场调整的性质。被动价值投资者在买入他们认为价值被低估的公司股票后，即使这些股票的价值确实被低估了，他们可能也得等上好几年才能等到市场纠正错误的定价。而认为市场不可能对盈余公告做出正确反应而在公司盈余公告前后进行交易的投资者可能只会持股几天。在极端情况下，投资者发现相同（或非常相似）的资产在两个市场上的定价不同，他们可能会在定价低的市场上买入该资产，在定价高的市场上卖出该资产，在短短几分钟内锁定“套利”收益。

#### 1.4.4 相互矛盾的策略并存

投资原则最不可思议的一个方面是对市场看法完全相反的投资原则可以并存。同样是市场时机选择者，有的投资者是依据价格惯性（他们认为投资者对信息反应较慢）进行交易，而有的投资者则是逆向投资（他们认为市场会反应过度）。在依据基本面情况进行证券选购的投资者中，价值型投资者（value investor）认为市场

会对公司成长潜力的定价过高，因而只购买成熟公司的股票；而成长型投资者（growth investor）因完全相反的判断而购买成长型的股票。这些彼此矛盾的投资动机的并存可能会被一些人认为是荒谬的，但这其实是正常的，而且也正是保持市场平衡所需要的。此外，投资期限、风险态度和税负状态的不同也是市场中持有互相对立投资原则的投资者并存的原因。例如，免税的投资者可能会觉得支付大量股息的股票很有吸引力，而应税的投资者则会拒绝购买这类股票，因为他们需要为股息支付很高的税率。

#### 1.4.5 具体情况下的投资原则

如图 1-1 中所描述的那样，我们通过投资过程来考察不同投资原则的差别。市场时机策略主要影响的是资产配置决策，因此，认为股票价值被市场低估的投资者会在他们的风险容忍度能承受的前提下将投资组合中的更大部分投资于股票。各种形式的证券选择策略——技术分析、基本面分析或私人信息——都将重点放在投资组合管理过程的证券选择环节。那些利用市场中资产的短暂错误定价，而非基于对市场整体的有效性的观点制定的策略（如套利）则是以投资组合管理的执行环节为中心。因此，这类投机性策略（opportunistic strategy）的成功，依靠的是快速交易以利用错误定价以及保持低交易成本。图 1-2 展示了不同的投资原则。

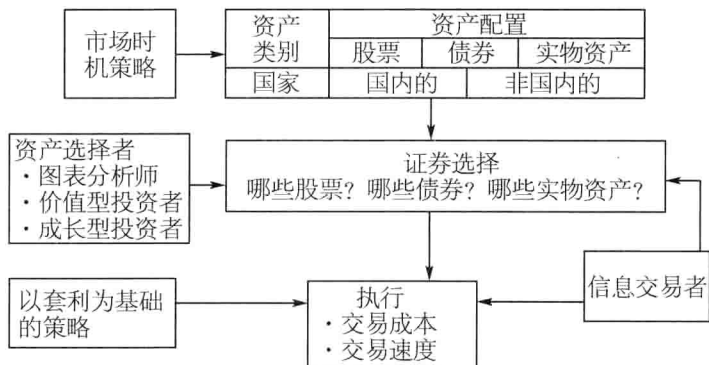


图 1-2 投资原则

## 1.5 确立一个投资原则：步骤

如果每一个投资者都需要一个投资原则，那么确立这样一个投资原则的步骤是什么呢？虽然这整本书都在探讨这一问题，但我们在这里还是列出了三个具体步骤。

### 1.5.1 第一步：了解风险和价值的基础知识

在你开始确定投资原则之前，你应该先将所需要的财务工具包准备好，最起码你得知道以下这些概念：

- 如何衡量一项投资的风险并将它与预期收益相结合；
- 如何对一项资产进行估价，无论这项资产是债券、股票、房地产还是企业；
- 了解交易成本的构成，以及如何在交易速度和交易成本之间寻求平衡。

我们迫不及待地告诉你，要掌握以上东西，并不需要你是一个数学天才，本书将从提供这些基本的工具开始。

### 1.5.2 第二步：对市场如何运作以及市场在哪些方面可能会失效形成自己的看法

每一种投资原则都植根于对人类行为（以及非理性行为）的某种看法。虽然个人经验常常会决定我们如何看待人类的行为，但在我们形成最终判断之前，还是应该更广泛地考虑从市场中投资者行为得来的证据。

在过去的几十年中，随着数据的可获得性日益增加，测试不同的投资策略变得越来越容易。现在在打败市场的投资策略方面已有了大量的研究成果，如研究者已经找到有说服力的证据，表明市净率（price-to-book value ratio）低的股票所获得的收益显著高于风险相同但市净率较高的股票的收益。在制定投资原则时不考虑这个证据将是十分鲁莽的。但是，同时你也需要谨记与这个研究相关的三个忠告：

- 它们是基于历史数据的研究，代表的仅是“后视镜”的功能。在过去赚取了大量收益的策略现在可能就不再可行了。事实上，无论是通过直接途径（书刊或杂志），还是通过间接途径（投资组合经理的具体操作）公之于众的成功策略，你应该能预见到它们将会变得不再那么有效。

- 许多研究都是建立在虚构的投资组合基础上，即以历史价格买入和卖出股票而对交易成本考虑很少，或根本不考虑。由于交易会引起价格变动，因此，策略的实际回报与假设的组合相比可能会有很大的出入。

- 对于一个投资策略的测试几乎总是对该策略与某个风险模型的联合测试。为了说明这一点，想想这一结论，即市净率低的股票，其收益高于具有相似风险（至少通过我们所使用的模型测出具有相似风险）的市净率高的股票收益。当我们错误评估或忽视了风险的某个关键成分时，那么更高的收益完全有可能是对与市净率低的股票相联系的更高风险的回报。

由于了解一个策略能否打败市场对于投资来说非常重要，我们将讨论用于测试策略的方法，即在测试时需要遵循的一些基本规则以及在测试时经常会（有意或无意）犯的 error。当我们讨论每一个投资原则时，我们会回顾基于该投资原则而确立的策略在实践中是否有效的证据。

### 1.5.3 第三步：寻求最适合自己的投资原则

一旦你了解了投资的基础知识、投资者行为及癖好，以及支撑不同投资原则的证据，你就可以做出自己的选择了。在我们看来，虽然每一种投资原则，甚至包括图表分析都有成功的可能，但是成功的先决条件却是不同的。具体地说，成功将依赖于如下因素：

- 你的风险厌恶度。一些投资策略本身就比其他策略更具风险，比如风险资本或私募股权投资。你将资金投入到有发展前途的私人小公司中，这本身就比购买稳定的大型上市公司的价值型股票面临更大的风险，当然回报也会更高。比较厌恶风险的投资者会避免第一种策略而选择第二种策略。选择风险高于你的承受能力的投资原则或投资策略对你的健康和你的投资组合都是有害的。



●你的投资组合的规模。一些投资策略需要构建较大规模的投资组合，而其他的一些策略只需要较小规模的投资组合。例如，如果你的投资组合只有10万美元，你就很难成为一个主动的价值型投资者（activist value investor），因为被投资公司不可能倾听你的抱怨。另一方面，拥有1000亿美元资产的投资组合经理不可能采用购买被忽视的小公司的策略。因为有如此之大的投资组合规模，投资组合经理很快会在所投资的每一个公司成为主要持股人，而且她的每一次交易都将影响到股票价格。

●你的时间范围。一些投资原则是在长期时间范围的前提下制定的，而另外一些投资原则则需要短得多的时间范围内操作。如果你的投资资金是属于你自己的，那么投资时间范围的长短取决于你的个性（有的人比其他人更有耐心）和你对现金的需求（对流动性需求越大，时间范围越短）。如果你是为他人管理资金的专业投资人员（投资顾问或投资组合经理），你对投资原则和策略的选择则由客户的时间范围以及他们对现金的需求度决定。客户的投资时间范围有多长，你管理的投资组合的投资时间范围就有多长。

●你的税务状况。由于你赚取的利润中的一部分将上交给税收人员，因此税收对你的投资策略，甚至是你所采用的投资原则有很大的影响。在某些情况下，由于税务因素，你将不得不放弃税前收入非常可观的投资策略。

因此，正确的投资原则应该能够反映出你特殊的优势和劣势。所以很自然，对某些投资者非常适用的投资原则对于其他投资者可能并不奏效。结果是，世上不存在对于所有投资者来说都是“最好的”投资原则。

## 1.6 结论

投资原则是有关投资者如何投资以及投资者如何看待市场的一系列核心信念。要想成为成功的投资者，你就必须既考虑市场因素，又综合自己的优势和劣势以形成最适合自己的投资原则。缺乏核心信念的投资者容易受到传闻或最近的成功案例的影响，不断变换投资策略，增加交易成本，最终导致投资失败。有着清晰投资原则的投资者在进行投资选择时会更加前后一致和遵守既定的原则，尽管这并不能确保他们就能获得成功。

在这一章，我们讨论了从市场时机到套利的一系列投资原则，并将它们放在投资组合管理的框架中进行了分析。我们也讨论了确定投资原则的三个步骤，从了解投资工具——风险、交易成本和估价——到实证证据，即对市场是否、何时及如何失效的评估，最后根据自己投资的时间范围、风险偏好以及投资组合的特点来确立最适合自己的投资原则。

### 练习

1. 找到一个综合的数据库，该数据库应包括了市场上的大多数或全部上市公司，并提供这些公司的财务数据和市场数据（股票价格以及像标准差这样的基于市