

“T 神”如何锻造价值投资的“道与术”——读《大钱细思：优秀投资者如何思考和决断》

◎潘启晏

“他以股票为吃饭、睡觉的伴侣，如果有一个人在富达每周工作7天，那就是他。”被投资圈戏称为“T 神”的蒂林哈斯特，不仅是彼得·林奇亲自选定的衣钵传人，更保持了惊人的近30年的成功选股纪录。1989年，蒂林哈斯特创建了富达低价股基金，从那时起到现在，该基金年平均回报率高达13.8%，规模达到400多亿美元。早前，当人们提起富达基金，投资者首先就会想到超级明星彼得·林奇，不过现在，蒂林哈斯特的一举一动更加引人瞩目。

蒂林哈斯特是一个典型的价值型投资者，他将自己如何锻造价值投资的“道与术”，以及数十年来应对市场不确定性的方法汇集在《大钱细思：优秀投资者如何思考和决断》专著中。虽说成功难以复制或照搬，但站在巨人肩膀上学习经验和教训，或许才有可能成功或少走弯路。

押注“经济趋势”的一场惨败

罗马不是一天建成的。在《大钱细思》中，蒂林哈斯特披露了很多自己投资进阶的过程和感悟，而这一切的起点，都来自于早年押注“经济趋势”的一场期货合约买卖惨败历程。

早在1980年，蒂林哈斯特刚刚到德崇证券做研究员。入行不久的蒂林哈斯特对投资还只是一知半解，他的投资逻辑是将经济数据与利率联系起来，观察其中的关系，然后用利率变化推导股指变化，再用股指变化计算个股走势。

那时，蒂林哈斯特正在读商学院课程，身负大量的学生贷款，用少得可怜的存款维系着生活。所以他参与市场交易的初始，不得不从小做起，从一份期货合约买卖开始。

1983年1月，美国失业率高达11.4%，到了5月下降到9.8%，到了12月8日，已经降到8%。蒂林哈斯特完全看好当时的市场就业前景，并明显感觉到经济的走强，于是便在期货市场大胆下注。当蒂林哈斯特的资产积累到可交易25份合约，他意识到每一次的价格跳动，会使他盈利或亏损625美元时，他便紧盯屏幕关注价格变化，只要价格向对自己有利的方向跳动3点，就会在原有合约上加仓。在期货市场，利润增长的速度远比股市快得多。仅用了十几周的时间，蒂林哈斯特的账户规模就已超过4万美元，这比他的年薪还多。

但是，在接下来不到一个月的时间里，一切都变了。经济继续强劲增长，但通货膨胀放缓了，利率大幅下跌。后来由于他的账户余额为0，期货公司要求蒂林哈斯特追加保证金。除了亏损以外，更令蒂林哈斯特苦恼的是，失去了判断对错的依据，而追加保证金的通知彻底摧毁了他的投资系统。后来，蒂林哈斯特才明白：虽然经济数据与其他数据存在紧密的关联，但是经济数据、利率、股票市场和最终交易获利之间并不存在简单的直接关系。

蒂林哈斯特将运用宏观策略进行成功投资的人视为少部分具有特别素质的人，他们能接受互为矛盾的信息，对信息的正确性能辩证地分析，以及愿意改变自己的看法。在他看来，那些“自上而下”的投资者失败的原因主要有两点：一是没有考虑投资标的公允价值；二是没有理解新的信息。在评判投资理念的对错时，市场价格和投资者计算的内在价值之间存在差距意味着必定有一方是错的，投资者需要不断地、理性客观地去检视这些差距。

押注“经济趋势”进而惨败的并非只有蒂林哈斯特一人。“宏观经济学之父”梅纳德·凯恩斯的投资履历上也有着相似的经历：前期他凭借在宏观经济上的卓越造诣进行“自上而下”的操作，结果惨败。后期他开始关注微观的公司本身，做“想得小”的投资，最终取得了成功。

智者往往善于见微知著，循舍大求小的朴素之道。蒂林哈斯特是想通过自己早期的投资经历和凯恩斯的案例提醒人们，宏观经济理论常常无法解释股票价格的波动，与其陷入宏观经济信息的汪洋大海，不如深入研究某一家具体的公司，毕竟分析一家公司所面对的信息量比一个经济体少得多。

专注于“它价值几何”

在投资中，大多数的投资人都在追寻两个问题的答案。一是“接下来会发生什么”；二是“它价值几何”。

通常，投资者总是首先关注“接下来会发生什么”，然后根据预测来指导自身的投资行为，这个有点类似于“自上而下”的投资行为。即先判断宏观经济的趋势，进而分析未来一段时间有机会的重点行业，再在细分行业中寻找优质企业。

但是蒂林哈斯特多年的实践发现，这种“自上而下”的分析难度很大，一旦有一个环节判断出错，整个投资链条就出错了。而且这种投资方式往往聚焦于中短期，越是这样，就越容易出错。蒂林哈斯特由此建议投资者，要把投资时间拉长，将自己的问题

专注于“它价值几何”。虽然这个问题也很难，需要去判断企业的价格和价值之间的偏离，但是一旦回答了这个问题，将创造出更优秀的业绩。

关注“接下来会发生什么”，还是关注“它价值几何”，也恰恰是投机者和投资者的区别。投机者关注的是“催化剂”，也就是什么因素能让股价上涨，投资者关注的则是公司内在价值。投资者区别于投机者的主要特征就是，投资者会收集信息、管理风险以及应对未来的不确定性。蒂林哈斯特认为，耐心持有是回答“它价值几何”这个问题的关键，不断预测“接下来会发生什么”会促使投资者频繁交易，可是大多数人甚至一些专业人士，都很难从频繁的短线交易中获利。

投资者喜欢关注“接下来会发生什么”，与人类的思维方式有着密切联系。蒂林哈斯特专门引用2002年的诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡尼曼在《思考，快与慢》中的观点进行说明。当人类认知所处的世界时，往往用“两种模式”来归纳：快模式与慢模式。卡尼曼将其分别命名为“系统1”和“系统2”。“系统1”敏感，依赖情感、记忆、经验等直觉来判断，有着明显的情绪化特征。“系统2”则较为缓慢、审慎且具有分析性、逻辑性。因为要有意识地不断分析以求得可靠的结果，“系统2”要吃力、迟钝得多，所以人们通常会不自觉地走捷径，不假思索地采纳“系统1”的直觉型判断结果。

在投资过程中，大部分人也依赖“系统1”快速反应来做决策，但真正好的决策往往需要“系统2”慢思考。很显然，在投资的决策体系中，“慢”才是“快”，才不会被情绪所影响。其实这与美国橡树公司创始人霍华德·马克思在《投资最重要的事》中所提出的“第二层思维”有异曲同工之妙。

你是哪一种价值观？

价值投资之父格雷厄姆曾说：“投资是经过深入分析，在确保本金安全的前提下，收获满意的回报的活动。”蒂林哈斯特认为，格雷厄姆早年这一思考和判断，为人们带来了三点反思：第一，满意的回报指的是什么？第二，我们如何判断本金是否安全？第三，怎样的研究才算深入研究？

满意的回报一定是比市场上可获得的平均收益要高，或是一个你可以接受的回报率。对于投资股票的本金来说，安全的真正含义应该是基于会计报表中的数据谨慎地预测未来，并计算出足够的“安全边际”。在蒂林哈斯特看来，如果投资者想要避免本金损失，那么还应当尽量学习巴菲特，减小“不安全边际”，关注市场中价格已经跌穿了极端保守值的股票。

作为一个价值投资者，蒂林哈斯特持有的牛股都是依靠盈利持续增长来推动股价。通过自己多年的探索和实践，蒂林哈斯特建议投资者，可以通过五步骤来寻找“安全边际”。其一，明确你的动机；其二，聚焦于那些你最了解的领域；其三，选择诚实守信、能创造独特价值的人合作；其四，投资那些不会因时代变迁而被摧毁的公司；其五，最重要的是，永远去寻找那些价值远远超越价格的投资机会。

著名投资大师彼得·林奇曾说过这样一句话：“不做研究就投资，和玩扑克牌不看牌面一样盲目。”经过多年的思考和实践，蒂林哈斯特发现，研究对象为整体市场的交易行为可以分为三类。第一，如果对整体市场进行了“深入的研究”，可以称为投资；第二，如果只进行了“粗浅的研究”，那也是投资，但是高风险的投资；第三，如果“不做任何研究”只是拍脑袋，而想法又得不到事实的证明，比如认为总有一天价格会涨上来，那么这就是赌博。

针对投资中可能出现的盲点，蒂林哈斯特给出的补救办法之一，就是扩大视野。他会先考虑大范围，再去审视小的地方，即放大至理论，再缩小至细节。这么一来，不仅能了解事实，也能够了解人，或者知道事情如何完成。蒂林哈斯特认定，可识别、可分析并能提供概率优势的风险才是投资者应该参与的风险。他身体力行的“投资日记”记录投资方法和策略，颇为值得投资人参考和借鉴。在蒂林哈斯特的“投资日记”中，记录下每一笔投资决策的过程，等到结果产生时，他再回过头检视当时的买入或卖出的因素，为的就是避免重蹈覆辙。

“印度国父”甘地曾言：“信念决定思想，思想决定语言，语言决定行为，行为决定习惯，习惯决定性格，性格决定命运。”事实上，最终决定我们命运的，是我们的价值观，而价值投资的核心，也来自正确的价值观。对于每一个投资者来说，“术”是能力圈，“道”是安全边际。做投资或许就是不断地在“道与术”的循环实践中总结经验，不断地对“道与术”的相互关系加深理解，才能更好地做好投资。

医患关系：悖论及其困境突围——读《病患悖论：为什么“过度”医疗不利于你的健康》

◎林 颀

医患关系是一个经常引发争议的话题，这种紧张关系的形成有多方面的原因，它并非一定是医生或患者的个人过错，也不完全是由医生的职业性质决定，它还与医疗体制、社会系统运转、社会文化等各种因素相关。如何缓和医患关系，是一个普遍性的世界难题。

《病患悖论：为什么“过度”医疗不利于你的健康》的作者玛格丽特·麦卡特尼是英国格拉斯哥的一名全科医生，也是三个孩子的母亲。她从自己的工作经验和生活感受出发，对英国当下的医疗体系进行反思。作为中国读者，或许我们也会从中有所共鸣，对于中国的医疗改革，也有借鉴意义。

在伦理关系上，医患关系是一种信托关系，它指的是医务人员和医疗机构因为受到患者的信任和委托，来保障患者的健康利益不受损害并且有所促进而与患者形成的一种关系。在这种关系中，由于患者医学知识和能力的相对缺乏，他们出于信任把自己的生命和健康交付给了医务人员和医疗机构。同时，医务人员接受并努力完成患者的信托，以此维护患者的健康。

理论上，这种信托关系是建立在独立人格基础之上的一种平等关系。但是，由于

DCIS会发展成侵入性癌症，但谁也不能确定哪些会或哪些不会，于是对付它的方法就是一切了之，而乳房切除术是一个大手术，面临感染、出血、疤痕和术后重建以及高昂的医疗费用。

麦卡特尼认为，这就是一种过度治疗，这种过度治疗同样发生在其他的疾病领域。那么，为什么会导致过度治疗呢？麦卡特尼把矛头对准筛查。

在英国的医疗文化里，筛查的广告传单和预约剪发、购买电影票等夹在一起，仿佛是件寻常小事。但是，筛查过程和结果不仅带给人们焦虑，往往还有风险和副作用。麦卡特尼对每种疾病和相应的筛查，都搜集了广泛的样本和研究资料，并且配以直观的数据进行比较与对照。麦卡特尼的结论是，筛查可以获得的预先治疗效果是极其轻微的，相反它很容易导致过度治疗。“早发现，早治疗”，难道不好吗？麦卡特尼认为，世界卫生组织早在1968年就确立了有效筛查的标准，其中指出，筛查尚无有效疗法的疾病是没有意义的。

所以，麦卡特尼认为，筛查就是拿人们的焦虑说事儿，待价而沽的健康是人人想吃的“唐僧肉”。假如医疗体系把经济利益放在了公众的健康福祉之前，那么在这一体系里，不论是医生还是患者都难以获得健康。所谓竞争市场，就是一个总会有人成为输家的地方。

麦卡特尼从筛查的角度对英国医疗体系的弊病发起了进攻。虽然，她的看法和阐释并非全部都是正确的，并且还显得有些偏激，但是这种偏激在策略上是有效的，所引起广泛争议更有利于人们在突破层层屏障破解医患关系问题。

麦卡特尼的分析立足英国本土，所以，她提出的解决之道也很有英国性。比如，她赞扬了考克兰评价，认为考克兰图书馆收藏的成千上万篇评价、小结和文本资料是医学领域最强大的工具。因为它们可以保证避免概率事件的影响，尽可能降低结果的不确定性。患者、医生和科研人员应携起手来，建立更加科学的科研模型。

比如，她倡导“给医生评分”机制。考虑到网上评价容易走极端，她强调必须着力收集合理得当的资料。例如在她的诊所，每位医生每年会邀请50位患者对医生和就医情况做出评价，她认为这意味着评价结果来自实实在在的人。

又比如，她指出每个政党都试图以最有利于扩大自身选举影响力的方式控制NHS。例如，工党在2000年提出的“48小时目标”，即一切患者都应当在48小时内约到全科医生。但是，全科诊所并没有获得任何额外资源，导致医疗资源的浪费和真正需要治疗渠道的堵塞。所以，应当让“政治与健康说再见”。

麦卡特尼的各种倡议有些看上去具有空想色彩，实际效果未必尽如人意，其意义更在于引发思索。当代医学科技发展突飞猛进，技术原本应当为治疗服务，但是如今，技术反而促使医生离开了“治疗”，病人被抽象为军事化管理的符号，病理分析依赖于各种检查提供的数据和细胞功能的变化。许多备受推崇的“高科技”其实既不高明也不高效，只是费用高昂而已。如果脱离了病人去治疗疾病，把病人视为机械物体，甚至是牟利对象，医疗保健必然导向畸形发展。这也是麦卡特尼指责筛查的根本原因。

医学博士张大庆曾经有过这样论述，医学技术的发展在提高人类健康水平的同时，疾病的总数却也随之增多了。一方面这是人们对肌体认识不断深化的必然，另一方面是人们越来越多地将人类生命中正常的兴衰变化看作需要药物缓解的疾病。张大庆的“悖论”论述与麦卡特尼的“病患悖论”恰巧构成了一体两面，我们普通人也应当反思：我们的健康理念是合理的吗？我们是否主动进入“病患悖论”而不自知呢？

■披沙录



《智能学习的未来》
(英)罗斯玛丽·卢金 栗浩洋著
徐烨华译
湛庐文化/浙江教育出版社
2020年6月出版

面对人工智能的迅猛发展，人类还有没有优势？我们最终会被取代吗？想要在这场人机大战中取胜，我们就必须换一种方式去思考智能。本书的作者罗斯玛丽·卢金是国际AI教育学会会长；栗浩洋是中国自动化学会智慧教育专委会副主任。作者在《智能学习的未来》中重新定义了人类智能，提出了交织型智能模型，详解了人类智能的七大要素，指明了如何在当下和未来进行智能的学习，以使我们不会因为过时的“智能”而落后于时代。不仅如此，作者在书中还将人类智能与人工智能做了充分对比，帮助读者辨析怎样去分别发挥人类智能和人工智能的各自优势，以及如何运用人工智能开发人类智能，从而为人工智能时代做好充分准备。



《多而不乱：信息爆炸时代精准判断的新技能》
(日)小林敬幸 著
寇玉冰译
广东旅游出版社
2020年6月出版

通过媒体网络接触到大量新闻和信息，但没有时间全部读完，不知哪条重要或可信；与初次见面的客户应该说什么，从哪里说起；容易被他人的观点带偏，缺乏自我判断的能力……其实，这些常见的烦恼大多是因为没有正确地处理信息。所谓工作，就是处理信息、判断信息。身处信息爆炸时代，要想在工作中独立做出精准判断，拥有高效的信息处理能力是基础也是关键。在本书中，作者将带我们回归基本的信息处理方法，全面系统地介绍信息的收集、分析、发出、交换、实践等信息处理的五个重要环节。作者还将丰富的案例及个人经验的精华纳入本书，教我们掌握如何在网络中收集有用信息，不被可疑信息欺骗，写出有吸引力的企划书，不在辩论中被对方“套路”，获得创造性成果及其他有效处理信息的全新技能。



《我们为什么要做企业家：企业家精神与组织兴亡律》
田 涛 著
中信出版集团
2020年7月出版

世界上生意人常有，但真正的企业家却很少，唯有企业家才能对企业和社会发展到强大的推动作用。对于企业经营者和创业者来说，不管在企业遭遇瓶颈时，还是在企业发展一帆风顺时，都应当自问两个触及初心的问题：“为什么要做企业家？”“为什么要做企业？”这两个问题的答案，决定了一家企业的成长方向与路径，也决定了一家企业可能的生命长度。本书的作者田涛是浙江大学睿华创新管理研究所联席所长、华为公司顾问。本书包含了作者过去三年在华为内外所做的部分讲座内容，主要涉及作者对企业家精神、科学研究和技术发明的使命与动机、创新和人才、领导力等多方面的思考，以及相关案例的分析。对于企业管理者来说，这本书既可以提供丰盛的精神营养与组织管理理念，又有实操层面的指导。



《未来银行》
(美)乔纳森·马米兰 著
陈学斌 刘彤 译
中信出版集团
2020年7月出版

有人形象地把银行说成是资本的搬运工，把资本从价值低点搬到价值高点。在价值搬运的过程中，传统银行通过支付中介和信用中介建设，为商业发展和工业化提供了支撑，重塑了商业和工业的资金流。那么在科技金融时代，银行又将是什么样子？本书的作者乔纳森·马米兰是两个合著者的化名。其中一位是宏观经济学家，另一位是投资银行家。2011年两人在伦敦决定共同合写一本关于金融体系将产生重大变化的书，于是便有了这本《未来银行》。在本书中两人相辅相成提供各自在金融业的研究与观点。作者在第一部分谈到银行业在历史发展中产生的金融产品、金融技术；在第二部分为我们清晰地展示了与银行业相伴而生的影子银行运作机制，并分析为何导致2008年的金融危机；在第三部分着重绘制了数字时代金融系统的蓝图、新科技如何应用在金融业，以及金融业在未来如何适应客户需求，提供更加人性化的服务和金融产品。