

錢往何方

黃子倫

# 目录

## 01

### 散户能否 战胜专业基金经理? ---15

- 迷信分散投资
- 仙股通常是条不归路
- 投资期限作怪
- 拒绝止损
- 拒绝面对现实的诡异逻辑
- 一有疑虑就不该等
- 止损不丢脸
- 对风险有错误认知

## 02

### 投资的重要思考---40

- 公司财务是基石
- 好赚vs不好赚的钱
- 自由现金流很重要  
(重复说三次)
- 什么是商业模式?
- 谷歌是科技公司吗?
- 判断错误而走宝
- 行业动态
- 关于文化
- 行业百态与长期投资
- 为何国内大盘指数总是无法创新高?

## 03

### 关于宏观环境-----98

- 资金流向
- 广场协议
- 亚洲金融风暴
- 资金流向的教训

# 04

## 近代经济有什么问题？ -----119

- 理解债券市场和折现率
- 无风险收益率（Risk Free Rate）的误区
- 为何国家要借钱？
- 退休金制度的黑洞
- 无法射球进门？何不考虑搬龙门？
- 那么，欧洲呢？
- 欧洲国债问题
- 比特币不可能成为货币，  
但是区块链会留下来
- SPAC是天使还是魔鬼？
- ETF是好投资吗？
- 来自Burry的质疑
- 结论是？

# 05

## 央行如何影响货币供应？ ---170

- 假设你是美联储主席
- 利率目标诞生了
- 如何确保利率目标得以实现？
- 理解公开市场操作
- 什么是Repo？
- 拍卖会
- 进入次贷危机时……
- QE可能退场吗？
- 另一道难题：不能再降息了
- 延伸读物

# 06

## 为何负利率是毒药? ---198

- 低利率能让经济重振雄风?
- NIRP的副作用

# 07

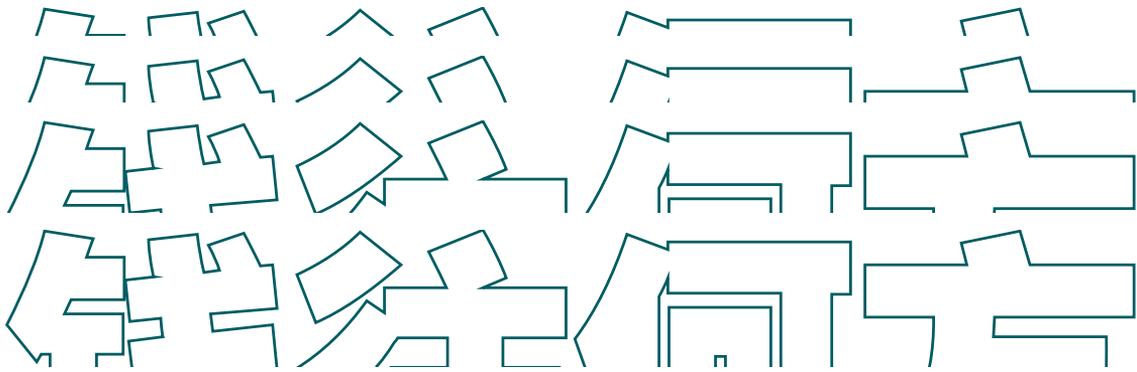
## MMT是万灵丹吗? ---211

- MMT是如何“造钱”?
- 钱的价值从何而来?

# 08

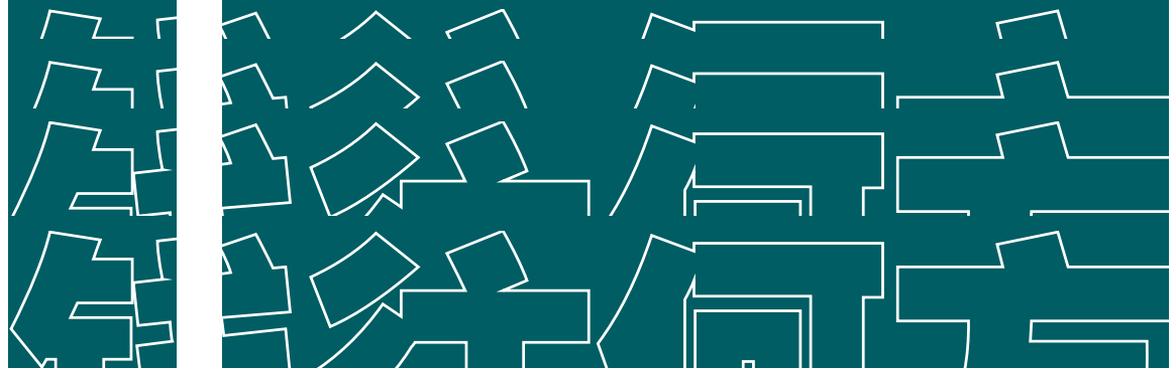
## 如何判断市场情绪? -----220

- P/E的补充
- 市场另类疯狂——钱要怎么花?
- 重中之重



01

# 散户能否战胜 专业基金经理？



## 钱往何方

有位长期阅读我部落格文章的读者问我：『你在新书里写散户可以打败专业基金经理，但是此前你在部落格却撰文说散户不可能打败基金经理。请问是什么使得你转变想法？』不得不说，这位读者真细心，竟然发现到我在部落格文章和新书文章有些“出入”。那么，到底哪一个才是正确呢？

答案是：两个版本都正确。

这不是什么中庸或者客套说辞。

须知，这个世界并不是二元对立，黑白之间总是有大量灰色地带。你越深入理解投资，就会越明白“世事无绝对”这个道理。

没错，专业基金经理不管是专业训练、资讯获取、时间的投入，以及能够动用的人脉都让许多散户投资者望尘莫及。可是，大家有听说过多少位基金经理可以凭借自己的努力，实现了财富自由吗？

可以说是极少的。在我当股票分析师时，有打交道的基金经理来来去去都是那几拨人，要么是跳槽去另一家投资公司，要么是转换跑道，很少听说谁是真的不愁吃穿且可以退休了（至于那些本来是富二代就另当别论）。无可否认，许多基金经理的财富状况都属中上阶层，但是远远没有暴富到华尔街之狼那种程度。正因为基金经理的收入和经济状况和他们的专业能力是高度正相关，所以我们可以从“他们是否财富自由”的角度来侧面论证他们的投资能力。

我们用80/20法则来讲解的话，就一小部分基金经理是非常杰出，这道理在散户投资者也是一样的。能够靠股票投资致富的都是少数。

关于散户投资者的优势，我在《股票分析 投资揭秘》一书中已经详细说过了。这一次，我就说说散户投资者的劣势是什么。大家可以看看自己中了多少个。

### 迷信分散投资

『不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里』这个道理是连不懂投资的人都知道，也是投资的重要道理。不过，我们的投资组合到底要如何分散才算是真正有效呢？

要解答这道问题之前，我们就要明白投资风险主要分为两种：

- 系统性风险（systematic risk）
- 非系统性风险（non-systematic risk）

什么是“系统性风险”？我打个比方，假设你一觉醒来发现自己变成一个苹果手机里的手机应用程序，那么你所身处的系统就是iOS。如果iOS出了什么问题，例如黑客骇入手机程序漏洞而导致整部手机关闭或者死机，这就是系统性风险，也是你这个“应用程序”所需要面对的风险。

## 钱往何方

只要你还是iOS系统里的手机应用程序，你是无法脱离这个系统性风险，除非你能够从手机跳脱出来并逃离去一部安卓手机里。但是进入了安卓手机，你的系统性风险就会从iOS转变成安卓系统。

换言之，系统性风险是避无可避，它存在于不同环境里。当新闻或者一些研究报告提到“系统性风险”一词时都是指一些你我都无法幸免的大规模风险。

回到投资。你投资马来西亚股市，那么你就自动嵌入马来西亚股市的系统里，如果交易所系统被过高的交易量弄到瘫痪而无法交易、疫情冲击而导致政府决定封城、首相拉肚子等等风险，你都无法逃避，就连想用“分散投资”也无能为力。

因此，分散投资只是对非系统性风险有效。举例来说，你投资马来西亚油气股，那么你所承受的系统性风险就是油气行业的周期循环，也就是Petronas的发展计划和国际原油价格前景。不管你买一只或买很多只本地油气股，你都无法避开系统性风险。而个别公司在油气行业里所身处的产业链，管理层素质，公司财务状况等等则是“非系统性风险”。

如果你投资身处上游的A公司，要是油气业现在是下游行业的回报率比较好，那么你就错失一个机会；如果你投资身处下游的B公司，但是他们的管理素质很差，工程常常超支而导致亏损，你也只好暗锤；如果你选了身处下

游的C公司，管理素质非常优秀，但是他们的财务管理过于保守，可能就错过了某些扩展生意版图的机会。总之，各个公司都给你带来不同烦恼和风险，这就是“非系统性风险”。如果你要降低非系统性风险，那么就需要把整个油气行业上下游的公司股票都买一遍。

我们从马来西亚油气股往上看，如果你投资马来西亚股市而又要降低非系统性风险，就需要把各行各业的股票都买一遍，不能受到单一行业的股票走势所影响。如果你投资马来西亚市场，要降低非系统性风险则需把马来西亚的股票、债券、房产等投资工具都买一遍，以此类推。

你会发觉，“系统性风险”和“非系统性风险”永远都处于一个相对的概念，这当中就是以『外部/内在』作为区分。而且你会发现，越想要降低非系统性风险，每一笔投资金额就会越分散，整体投资回报率也就越和整体系统性风险相匹配。延续上述的油气股例子，当你把所有马来西亚油气股都买一遍后，最终得到的回报率就是马来西亚油气行业的平均回报率，因为风险对应的是回报。

**投资组合的风险 = 【系统性风险】 + 【非系统性风险】**

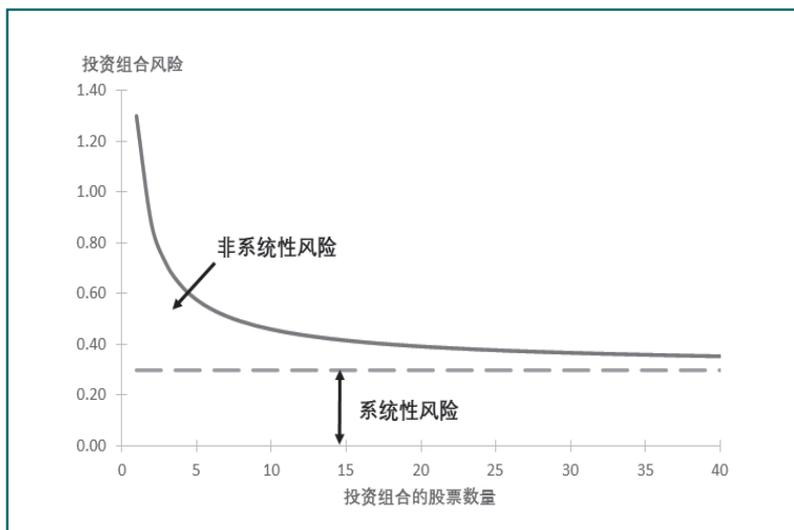


**投资组合的回报 = 【系统性回报】 + 【非系统性回报】**

那么，是不是越分散，我们的投资组合就能够取得越好的避险效果呢？

# 钱往何方

很可惜，并不是。关于这一点，研究现代投资组合理论（modern portfolio theory）的学者已经提出了方程式，而且根据这个方程式所画出来的曲线显示当投资组合里的股票数量达到一定数量时，每增加多一只股票，它所能降低的风险是越来越不显著，也就是呈边际效益递减（diminishing effects）。

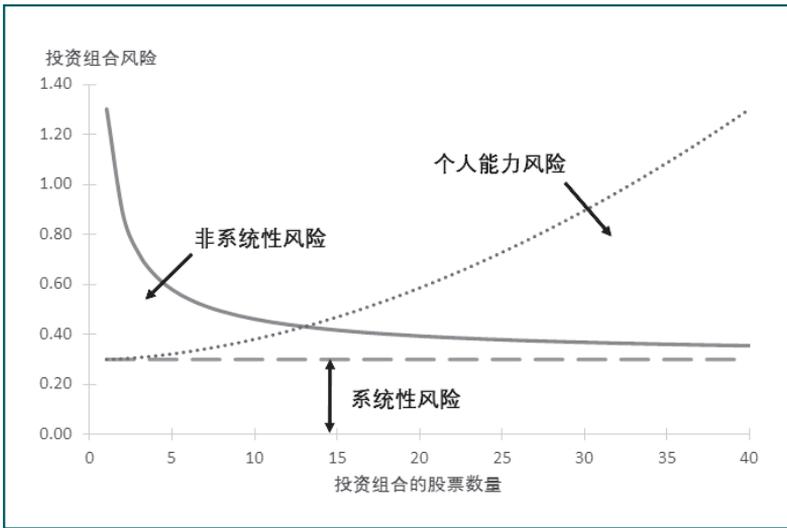


那么，当投资组合里的股票数量达到多少只，才会看到边际效益递减呢？学术界没有一个终极答案，不过一般认为只要30只股票就可以办到。《华尔街漫步》的作者认为当投资组合的股票数量达到20只就能够降低大约70%的风险。然而，普通散户并不需要这样就逼自己持有20只股票，理由会在稍后提到。

以上理论对有金融背景的读者来说并不陌生，不过，许多人在执行中就忽略了这些理论是需要满足一些先决条

件方能有效，例如这些股票必须是随机选择，而我认为最被忽视的因素就是“个人的分析能力”。

再怎么才华洋溢的人都好，一天也只有24小时，所以你不可能所有的股票都认识，更不可能对所有行业都了如指掌。凡是有在股票研究方面下过苦功的人们都知道这些局限。故此，我认为个人能力的强弱也应该纳入投资组合的风险里并加以考量。当你加入越多股票进入投资组合里，你对这个组合的风险把控能力也就越低。



从上图可以看出，分散投资可以帮你降低非系统性风险，也就是实线和长虚线之间的面积。随着投资组合里的股票数量逐步增加，个人能力所带来的风险（点状虚线和长虚线之间的面积）就会拉高投资组合的风险。

## 钱往何方

即使是专业基金经理，我的朋友们都说真正给投资组合带来丰厚回报的股票往往低于10只。有些时候，甚至只有5到6只股票提供大部分盈利。

因此，散户投资者要打败专业基金经理的第一步就是不要迷信分散投资，建议持有10只股票左右就好。如果资金不多或者能力有限，建议把大部分的资金放入信托基金，然后选择一两只自己熟悉的股票来投资。毕竟，自身能力高低决定了我们能够赚多少钱。

### 仙股通常是条不归路

仙股（Penny stock）通指股价低于1令吉的股票，这个标准在国内外都差不多，在香港则称之为“细价股”。

以前在马来西亚买股票，最少也得买1,000个单位，也是“一手”（one lot）。这个交易门槛对很多资金量较少的散户来说并不怎么友好。随后在1995年，有些公司把“一手”的股票数量降低到200个，但并不是每家公司都愿意这么做，因此，让不少股民感到混淆。直到2003年5月，大马交易所统一了标准，把“一手”改为100个单位。这么一来，投资资金较少的散户现在有很多股票选项。

除了交易所的制度修订，有些上市公司也会适度地通过拆股（stock split）的方式来“降低”股价，好让更多股民可以参与，并借此来让公司股票变得更加流动。

我有朋友曾经给一家高股价的公司写信，并以DiGi（一家马来西亚电信公司）在2011年9月拆股后一年，平均交易量翻了一倍，股价也涨了超过50%作为例证，希望该高股价公司考虑拆股。但是该公司投资公关部门还是婉拒了我朋友的提议，原因也很简单，他们不担心自己的股票没人买。

说回正题：为什么仙股通常是一条不归路呢？

因为散户投资者很容易被价格蒙住了双眼。

假设有两个饭盒，一个卖5令吉，另一个卖0.50令吉，请问哪一个盒饭贵，哪一个便宜？大部分人会选择0.50令吉的盒饭。因为人们评价一件物品是贵还是便宜，常常会以价格作为衡量标准，而在内心里默默地用自己的购买力来衡量。

但这也是导致我们对“贵”和“便宜”产生了错误认知。没错，一件物品价格之高低是一个事实判断，而该物品是“贵”还是“便宜”理应是价值判断。既然是价值判断，我们就不能说0.50令吉的饭盒是便宜，搞不好里面装的食物已经馊掉了，你吃了后不但拉肚子，还要花钱看医生。破财伤身，这还能算是便宜吗？

不过，大部分散户并不是用这个角度来看待仙股。这是人之常情，我们无法苛责，毕竟就连字典也是用“价格高”来解释“贵”这个词的含义。可是，偏偏就是这种认知导致许多股民以股价高低来判断是不是“便宜”。

# 钱往何方

耐人寻味的是，许多散户投资者对“贵/便宜”有认知错误，但是他们却知道“低买高卖”的原理，所以买了一大堆仙股，期待这些仙股会东山再起或者飞上枝头变凤凰。

然而，公司的业绩和股价是紧密相关的，业绩越好，股价就会越高。这两者虽不一定同步涨跌，但是业绩绝对是股价涨跌的重要关键。也就是说，如果公司的生意越做越糟糕，股价就会越跌越低，最后成为了仙股。当股价只是在1令吉左右徘徊，那倒是还好。可是当股价跌到了0.20令吉或者更低的水平，这个理应让许多投资者心寒的价位却吸引了无数个散户投资者，希望能够从中捞一把。

我认为这当中还有两个因素在作祟：

第一个因素就是散户投资者认为股价极低的话，就会有庄家开始操控股价，所以许多散户投资者就想要搭顺风车。*The Edge*在2020年9月就有一篇关于散户对仙股异常狂热以及疑似股价操控的专题报道，说的就是这事儿<sup>1</sup>。现实生活中，许多想要从庄家手中赚取利润的散户投资

---

<sup>1</sup> 见于 *The Edge Malaysia Weekly* (21-27 Sept, 2020), Special Report: Hidden hands behind penny stock surge. 该报道里提到一家名为 Focus Dynamics Group Berhad 的公司，该公司也在2021年1月向交易所申请进行拆股，要把一股变为三股。该公司给出的理由是“提高股票的可负担性和流动性”。然而，其股价在提出申请时为0.65令吉左右，一手的交易成本也不过是65令吉（0.65令吉x100单位），这笔钱是如何让人觉得“不可负担”呢？果不其然，该公司的拆股申请被大马交易所在2021年8月无情拒绝，当时股价已跌到了0.045令吉。对仙股有兴趣的读者们可以搜索 *The Edge* 之后的相关报道（Penny Stock: A once-in-two-decade penny stock fever），我认为非常有参考价值。

者都遍体鳞伤，最后觉得股市就是一个骗人的游戏而从此离开。

第二个因素就是仙股的涨跌幅度异常激烈，以下附表列明了马来西亚股市的交易规则。大家会发现如果买卖仙股，当日的涨跌幅度是非常大的。假设你买了一只0.05令吉的仙股，每跳动一次价格，那个涨跌幅度就是10%（ $0.005 \text{ 令吉} \div 0.05 \text{ 令吉}$ ），而且当日就可以涨0.30令吉，等于5倍的回报率，比云霄飞车还刺激！

价格区间	最小幅度	当日涨停/涨跌限制
低于 1 令吉	0.005 令吉	0.30 令吉
1 令吉至 9.99 令吉	0.010 令吉	前一日收市价的 30%
10 令吉至 99.98 令吉	0.020 令吉	
100 令吉及以上	0.100 令吉	

来源: Bursa Malaysia

虽然我认为股市并不是一个赌场，但我不能阻止其他人把股市看作是一个“赌场”，而他们的行为就和一般赌徒一样追求快感，而不是胜负。在股票交易平台里，有一栏会列出当日最大涨跌幅度的股票名单，你可以发现绝大部分都是仙股，而且是十年如一日。由此可见，每天都有不同的散户投资者在仙股里觉得自己是韩信附体，结果却铩羽而归，失去越来越多财富。我朋友把这种现象称之为“仙股症候群”（penny stock syndrome）。

当然，我需要强调并不是所有的仙股都是有问题，而是很多有问题的股票都是仙股。