

投资最重要的事

顶尖价值投资者的忠告

[美] 霍华德·马克斯 (Howard Marks) ◎著

克里斯托弗·戴维斯 (Christopher Davis)

乔尔·格林布拉特 (Joel Greenblatt)

保罗·约翰逊 (Paul Johnson)

塞思·卡拉曼 (Seth Klarman)

李莉·石继志◎译



◎译

这是一本难得一见的有用的书。

【沃伦·巴菲特】



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

投资最重要的事

THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED

顶尖价值投资者的忠告

[美] 霍华德·马克斯 (Howard Marks) ◎著

克里斯托弗·戴维斯 (Christopher Davis) 乔尔·格林布拉特 (Joel Greenblatt)

保罗·约翰逊 (Paul Johnson) 塞思·卡拉曼 (Seth Klarman)

◎点评

李莉 石继志◎译



图书在版编目 (CIP) 数据

投资最重要的事: 全新升级版 / (美) 马克斯著; 李莉, 石继志译. —2 版. —北京: 中信出版社, 2015.9
书名原文: The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor
ISBN 978-7-5086-5410-2

I. ①投… II. ①马… ②李… ③石… III. ①私人投资-基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第 183206 号

The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor by Howard Marks
Copyright © 2013 Howard Marks
through Andrew Nurnberg Associates International Limited
Simplified Chinese translation Copyright © 2015 by CITIC Press Corporation
ALL RIGHTS RESERVED.
本书仅限中国大陆地区发行销售

投资最重要的事——顶尖价值投资者的忠告

著 者: [美] 霍华德·马克斯

译 者: 李 莉 石继志

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: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 17 字 数: 160 千字

版 次: 2015 年 9 月第 2 版

印 次: 2015 年 10 月第 3 次印刷

京权图字: 01-2011-7586

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-5410-2 / F · 3448

定 价: 69.00 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

献给南希、简和安德鲁，我全心全意地爱着你们



The
Most Important
Thing
Illuminated

推荐序 1

买好的，更要买的好

——价值投资最重要的事

“对于价值投资者来说，必须以价格为根本出发点。”

杰出投资的要素是什么？价格是主要因素。“我们的目标不在于‘买好的’，而在于‘买的好’。”

“以低于价值的价格买进，这才是投资的真谛。”

你没看错！这确实是巴菲特推崇的价值投资大师、美国橡树资本管理公司创始人霍华德·马克斯在他的著作《投资最重要的事》（全新升级版）一书中反复强调的价值投资最重要的原则之一。

按照我的理解：“买好的”说的是价值，“买的好”说的是价格。价值评估和价格判断，是价值投资的一体两面，缺一不可。关于如何做价值评估和价格判断，大师已经在这本书里做了深入浅出的讲解。股票价格的形成受三方面因素的约束：一是公司基本面因素，二是市场技术因素，三是人的心理因素。关于心理因素对股票价格的影响程度，马克斯说：“投资者心理几乎

可以导致证券在短期内出现任何定价，而无论其基本面如何。”在这里，我们似乎找到了价值投资与行为金融学的某些相通之处。看来，价值投资理论是行为金融学的营养基础，而行为金融学也为价值投资理论发展贡献了新意。

我从事资产管理事业多年，屡屡观察到一些信奉价值投资理念的基金经理，在投资那些周期性股票时，与常人的行为相反。他们总是在那些行业平均市盈率高企时选择买入其中的某些股票，而在它们的平均市盈率降下来后，却卖出那些股票。表面上看，他们是买在高点（高市盈率），卖在低点（低市盈率），其实不然。当行业处于周期低谷的时候，即使是最好的公司，它也可能面临经营压力，盈利难求，市盈率高企。但如果该行业即将复苏，那么基金经理应该在行业复苏前、市盈率高企时，买入行业里最好的公司的股票，等待行业复苏带来的公司盈利大幅增长，从而收获股价的大幅上涨。要知道，周期性行业公司股价的上涨，大部分都是盈利上涨带来的，而不是股票估值水平提升带来的。这在很大程度上也可以解释为什么现在A股蓝筹股市盈率在个位数，而股价却不能如我们很多投资者所希望的那样上涨之原因。

买好的，更要买的好！买的好的“好”字，指的是价格要好，要以低于价值的价格买入好公司的股票。但我们一定不要教条地认为，买入的价格低就是买的好，上面的例子告诉我们，有时候买的高也是可以买的好的。价值投资者与成长投资者的一个区别是，价值投资者是防守型投资，他们不主动出击去追捧股票，他们相信时间的价值，愿意寂寞地等待价值的回归，并坚信最终的荣耀属于价值投资者。要更好地理解价值与价格的一体两面的关系，我们一定要加入时间的坐标。

另外值得一提的是，马克斯在书中多处就杠杆投资发表了自己的看法。在现时现刻来读这些睿智的思想，好像是专门针对我们中国投资者来说的：“杠杆不会使投资变得更好，也不会提高获利概率。它只是把可能实现的收益或损失扩大化，这个方法还引入了全盘覆灭的风险。”马克斯认为投资面

临的风险不是波动性，而是资产永久损失的可能性。而杠杆投资不能改变价值，不能改变获利的概率，只是改变了投资者的风险收益结构，放大了资产永久损失的可能性。霍华德的朋友布鲁斯·纽伯格说过：“概率与结果之间存在巨大的差异。可能的事情没有发生（不可能的事情却发生了）向来如此。”一块硬币即使连续抛出了 10 次正面，第 11 次出现正面的概率仍然是 50%。我们一般都认为只有高风险才能带来高收益，其实大部分时候我们承受了高风险，得到的却是资产的损失。不久前，不少人在 A 股市场的遭遇，足以证明这个观点无比的正确，也无比的有用。价值投资者追求的是低风险下的高收益，他们坚守原则，敬畏市场，从不预测，耐心守候，直至胜利！

这是一本适合所有投资人阅读的价值投资名著。它将价值投资的原则和方法写得那么直指要害，那么发人深思，那么简洁明了，那么适合操作，在阅读中，能让人体会到价值投资的美好与愉悦！

肖风

中国万向控股有限公司副董事长

浙商基金管理有限公司董事长

The
Most Important
Thing
Illuminated

推荐序 2

一本巴菲特读了两遍的投资书

第一，很少推荐书籍的巴菲特为什么如此推荐霍华德·马克斯的书？

巴菲特很少推荐投资书籍，2011年他却大力推荐霍华德·马克斯的书《投资最重要的事》，而且说他读了两遍。

霍华德·马克斯的投资业绩接近于巴菲特，他的投资理念和巴菲特非常相似，他对巴菲特非常推崇：“我认为巴菲特是一个伟大的投资者。”

他们两个人还有一点相似的是，全球投资者非常期待巴菲特每年写给股东的信，而专业投资者同样非常期待霍华德·马克斯写的投资备忘录。

你肯定想不到，巴菲特也非常重视阅读霍华德·马克斯写的投资备忘录：“当我看到邮件里有霍华德·马克斯写的投资备忘录，我做的第一件事就是马上打开阅读。现在我读他的书又重读了这些备忘录。”

霍华德·马克斯的这本《投资最重要的事》，其实就是他自己过去20年写的投资备忘录的精华集锦。

巴菲特本人的投资水平极高，他推荐的投资书籍极少，怎么会如此推荐

霍华德·马克斯的这本书呢？

一是英雄所见略同。两个人都是正宗的价值投资者，都非常信奉格雷厄姆提出的价值投资基本原则。霍华德·马克斯几乎每一章都会引用巴菲特的话，可见他和巴菲特的投资思想是多么相同。

二是英雄各有所长。巴菲特擅长把非常复杂的投资哲理用非常简单易懂的话说出来；霍华德·马克斯则擅长结合自己的投资经验把价值投资基本原则的实践应用解释得非常务实，并结合最新的经济情况和市场情况提出自己的独到见解。

巴菲特最初主要是投资股票，后来更多是收购和经营企业，而霍华德·马克斯完全是证券投资，而且主要是股票投资。所以说从这一点来看，霍华德·马克斯的这本书相当于专门解读自己的股票投资想法、操作方法和心法，他和巴菲特的投资基本原则完全相同，但他讲的比巴菲特更加专注于股票投资，更加详细，更加具有操作性，所以这本书对于以股票为主的投资者更有实践上的借鉴意义。

第二，霍华德·马克斯这本书的核心讲的是超越市场的价值投资“降龙十八掌”。

霍华德·马克斯这本书的中心思想非常明确：如何取得超越市场平均水平的投资业绩？

这个投资目标看似简单，但是要做到相当不简单。他一开始就引用格雷厄姆的话：“投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些微努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是如果想要在这个容易获取的标准上更进一步，则需要更多的实践和智慧。”

如何才能战胜市场呢？

格雷厄姆给出的答案非常精辟：“要想在证券市场上取得投资成功，第

“一要正确思考，第二要独立思考。”

巴菲特强调投资成功必须将用脑和用心相结合：“要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的思考框架作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种思考框架造成侵蚀。格雷厄姆的书能够准确和清晰地提供这种思考框架，但对情绪的约束是你自己必须做到的。”

霍华德·马克斯说得更加直白：“记住，你的投资目标不是达到平均水平；你想要的是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且高度计算机化，因此你必须找出一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人做得更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须与众不同。”

霍华德·马克斯把超越市场平均水平必须的与众不同的思维称为“第二层次思维”。为什么说是第二层次呢？因为高人一等，胜人一筹。投资是一门科学，更是一门艺术，而投资艺术和其他艺术一样，要想卓越出众，既要多用脑，又要多用心：一是如何用脑来进行与众不同的第二层次的思考和决策，想法比一般人更深一层；二是如何用心来坚持与众不同的第二层次的思考和行动，行动上比一般人做得更高一层。

这本书的核心归纳为一句话：逆向思考并逆向投资。

而这正是巴菲特一再重复的他一生最基本的投资原则：在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

巴菲特在致股东的信中谈得最多的是与众不同的正确投资思考应该是什么，而霍华德·马克斯在投资备忘录中谈得更多的是根据他个人多年的实际投资经验，如何才能做到与众不同地正确思考并行动，因为他深切体会到，

在投资上与众不同而且是与绝大多数人都不同，短期业绩压力很大，心理压力很大，比在生活中与众不同更加困难。

霍华德·马克斯从他自己逆向思考并逆向投资的40多年投资经验中，总结提炼出18件投资最重要的事，也是他认为是18种最重要的卓越投资技术，而这些正是巴菲特和霍华德·马克斯这些价值投资大师取得长期战胜市场的优秀业绩的关键，所以我称之为价值投资者的“降龙十八掌”秘籍。

我简要概括如下：1.最重要的不是盲目相信股市总是有效或者总是无效，而是清醒认识股市相当高效而且相当难以击败，只有真正的高手才能长期战胜市场。2.最重要的投资决策不是以价格为本，而是以价值为本。3.最重要的不是买好的，而是买得好。4.最重要的不是波动性风险，而是永久损失的可能性风险。5.最重要的巨大风险不在人人恐惧时，而在人人都觉得风险很小时。6.最重要的不是追求高风险高收益，而是追求低风险高收益。7.最重要的不是趋势，而是周期。8.最重要的不是市场心理钟摆的中点，而是终点的反转。9.最重要的不是顺势而为，而是逆势而为。10.最重要的不是想到逆向投资，而是做到逆向投资。11.最重要的不是价格也不是价值，而是相对的性价比，即安全边际。12.最重要的不是主动寻找机会，而是耐心等待机会上门。13.最重要的不是预测未来，而是认识到未来无法预测但可以先做好准备。14.最重要的不是关注未来，而是关注现在。15.最重要的是认识到短期业绩靠运气，而长期业绩靠技术。16.最重要的不是进攻，而是防守。17.最重要的不是追求伟大成功，而是避免重大错误。18.最重要的不是在牛市时跑赢市场，而是在熊市时跑赢市场。

第三，巴菲特建议的最佳投资学习方式是模仿大师。

那么，我们如何才能学会巴菲特和霍华德·马克斯两位投资大师长期战胜市场的“降龙十八掌”呢？

巴菲特建议投资初学者最好的学习方法是模仿大师：“我一直认为，对于刚开始起步的投资人来说，应该寻找已经被证明长期成功有效的投资方法，然后依葫芦画瓢照着做就行了。令人吃惊的是，这样做的人实在少之又少。”

巴菲特自己就是从模仿大师开始的：“50年前，我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的10年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票，但是我的投资业绩却非常一般。从1951年起，我的投资业绩开始明显改善，但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动，我唯一增加的新的营养成分是格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。”

连巴菲特都非常重视霍华德·马克斯写的投资心得，我们为什么不重视呢？

既然霍华德·马克斯已经把超越市场的价值投资“降龙十八掌”写得如此浅显易懂又如此切实易行，为什么我们不像郭靖那样用心模仿和练习呢？

学习价值投资的艺术，和学习打网球的艺术一样，和学习钢琴、绘画等艺术也一样，大师讲的道理相当简单，大师的基本动作也非常简单，但是要做好、做得非常熟练则相当不简单，需要长期坚持练习和实践。所以即使是巴菲特这样伟大的投资大师，80多岁了，还在持续不断地阅读很多好的投资书籍，最近他读了而且推荐大家读的就是霍华德·马克斯的这本书。

巴菲特说他实际上已经读了两遍这本书了。我一听，赶紧在两个月里读了三遍。现在让我们一起再读一遍吧！

刘建位

汇添富基金公司首席投资理财师

中央电视台《学习巴菲特》节目主讲人

The
Most Important
Thing
Illuminated
中文版作者序

与许多其他领域一样，中国的投资领域专业技术水平正在不断地提高。我愿意相信，我的《投资最重要的事》——至今在中国的销量已达 15 万册——为这一过程贡献了菲薄之力。2005 年之前，我还从未到过中国。仅仅 10 年后，我已经无数次访问中国，并与成百上千位愿意采纳我的投资方法的投资者交流畅谈。

很高兴看到《投资最重要的事》全新升级版在中国出版。全新升级版增加了以下内容：

我个人的进一步评论，特别是针对几个贯穿全文的重要主题。

• 4 位投资界领军人物对初版内容的点评，分别是

- o 克里斯托弗·戴维斯（Christopher Davis）——戴维斯投资顾问公司（Davis Advisors）的投资组合经理，股票投资领域的资深人士。
- o 乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）——哥谭资本公司（Gotham Capital）创始人及业绩卓著的执行合伙人、作家，他著有三本畅销书，

其中包括《股市稳赚》。

- o 保罗·约翰逊 (Paul Johnson) ——久经考验的专业投资者，哥伦比亚大学商学院副教授。
- o 塞思·卡拉曼 (Seth Klarman) ——盛名卓著的价值投资者，著有《安全边际》(*Margin of Safety*) 一书。
- 哥伦比亚商学院金融资产管理中心赫尔布伦讲座教授、赫尔布伦投资中心主任布鲁斯·格林沃尔德 (Bruce Greenwald) 撰写的新前言。
- 新增了一章，将“合理预期”纳入到成功投资需要知道的最重要的事当中。

希望本书——以及本书所依托的理念——继续在中国得到广泛的支持，引发有意义的讨论，并帮助我的中国朋友们取得更大的成功。

霍华德·马克斯

2015年7月

The
Most Important
Thing
Illuminated

全新升级版前言

20 多年来，霍华德·马克斯一直在用“来自董事长的备忘录”来指导投资者。在写作《投资最重要的事》一书时，马克斯从备忘录中汲取精华，将他最重要的投资经验结集成书。毋庸置疑，他是一位杰出的投资家；同时，他又是一位伟大的导师、一位有着深邃思想的作家，《投资最重要的事》就是他对所有投资者最慷慨的馈赠。

透过《投资最重要的事》，读者不仅能够从马克斯来之不易的投资智慧中受益，还能学习三位久经沙场的投资大师——克里斯托弗·戴维斯、乔尔·格林布拉特、塞思·卡拉曼——以及哥伦比亚大学商学院副教授保罗·约翰逊的精彩洞见。这个强大的组合中的每一位评论者都为马克斯的著作贡献了独到的视角并展现出各自不同的投资风格。戴维斯似乎有着与生俱来的卓越投资能力，他的成功有赖于奉行价值投资及进行严格的行业筛选。投资类畅销书《股市稳赚》(*The Little Book That Beats The Market*) 一书的作者格林布拉特以其对非理性投资行为的敏锐洞察而大获成功，近期他的关注焦点已经逐渐从企业拆分扩展到整体市场的异常现象上了。卡拉曼则在保持近 30 年的惊人业绩纪录的同时，一直在进行积极的风险规避——如果读

者知道他是多么执着于“下跌防护”的话，就会更加了解取得这样的业绩是多么不可思议。最后，拥有近 30 年经验的投资专家、当过 20 年客座教授的约翰逊将会为读者揭示他是如何将市场智慧融入他的证券分析和价值投资课程的。

4 位大师从自身的投资理念出发，对马克斯的投资哲学产生共鸣、做出完善、偶而发表不同的意见，他们的批注在深度与广度上扩充了马克斯的观点。甚至马克斯本人也在书中不时进行穿插点评，以揭示贯穿全书的深层主题，并阐明其投资建议的重点所在。此外，与第一版相比，全新升级版增加了一章来阐述“合理预期”的重要性。全新升级版《投资最重要的事》乃当今 5 位杰出的投资思想家的集大成之作。

最重要的是，无论全新升级版还是旧版的《投资最重要的事》，都为发展价值投资法则做出了不可估量的贡献。价值投资始于哥伦比亚大学，以 1936 年本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》的问世为开端。2001 年，赫尔布伦投资中心（Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing）在哥伦比亚大学商学院成立，从此以后便成为了价值投资的学术阵地。

令人欣慰的是，赫尔布伦投资中心在本书的诞生过程中扮演了重要角色。《投资最重要的事》最初构思于哥伦比亚大学学生投资管理协会（CSIMA, the Columbia Student Investment Management Association）主办的赫尔布伦投资中心年度投资会议上。得知马克斯将出席会议，哥伦比亚大学商学院出版社创始人迈尔斯·汤普森（Myles Thompson）建议他以自己的备忘录和投资理念为素材写一本书。马克斯对于能在价值投资的诞生地将自己的投资智慧结集出版一事很感兴趣，同时他知道自己的理念会得到赫尔布伦投资中心同仁的支持。一年后，在赫尔布伦投资中心的年度投资会议期间，《投资最重要的事》正式出版，而全新升级版《投资最重要的事》则于 2012 年管理协会会议期间面世。

全新升级版《投资最重要的事》秉承了价值投资领域的优良传统：无私地分享投资理念、见解和智慧。赫尔布伦投资中心很欣慰能够与这本划时代的伟大著作携手共同见证它的贡献。

布鲁斯·格林沃尔德 (Bruce Greenwald)

赫尔布伦投资中心主任