

朱任  
晓俊  
芸杰  
——  
著

# 奥马哈之雾

## 我们是否误读了巴菲特

你所信奉的巴菲特的理论是错的？  
你对最伟大的投资者的言论的理解存在偏差？

你可以**不认同**甚至**不理睬**巴菲特，  
但**不要误解了**巴菲特。

- 》》 本书澄清了许多广为流传的**对巴菲特**及其投资方法的**66个误读！**
- 》》 本书专为那些致力于寻求**最伟大投资者**理论真相的读者准备！



机械工业出版社  
China Machine Press

朱任  
晓芸

著

# 奥马哈之雾

## 我们是否误读了巴菲特

你所信奉的巴菲特的理论是错的？  
你对最伟大的投资者的言论的理解存在偏差？

你可以**不认同**甚至**不理睬**巴菲特，  
但**不要误解了**巴菲特

- » 本书澄清了许多广为流传的**对巴菲特**及其投资方法的**66个误读!**
- » 本书专为那些致力于寻求**最伟大投资者**理论真相的读者准备!



机械工业出版社  
China Machine Press

随着巴菲特在全球投资界影响力的日益提高，对其的误读、不解也在逐渐增多。有些误读无关轻重，但有些误读却使得众多投资者无法根据其所倡导的价值投资理念取得成功。本书针对那些研究书籍或投资者中存在的一些误读或质疑提出自己的观点，辅助以大量翔实的材料，旨在为广大读者及投资者们还原一个相对真实的巴菲特。

## 图书在版编目 (CIP) 数据

奥马哈之雾：我们是否误读了巴菲特/任俊杰,朱晓芸著. —北京：机械工业出版社，2010.8

ISBN 978-7-111-31524-7

I. ①奥… II. ①任… ②朱… III. ①巴菲特, W. —投资—经验 IV. ①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 152502 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑：徐永杰 责任编辑：徐永杰 解文涛

责任校对：侯 灵 责任印制：杨 曦

北京中兴印刷有限公司印刷

2010 年 9 月第 1 版 · 第 1 次印刷

170mm × 242mm · 18.5 印张 · 1 插页 · 244 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-31524-7

定价：39.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

社服务中心：(010) 88361066

门户网：<http://www.cmpbook.com>

销售一部：(010) 68326294

教材网：<http://www.cmpedu.com>

销售二部：(010) 88379649

读者服务部：(010) 68323821

封面无防伪标均为盗版

## 推荐序

# 真理越辩越明

巴菲特在全球各地非常著名，除了因他乃价值投资之泰斗外，还因其投资策略在过去数十年备受考验后仍屹立不摇，更令他跻身世界富豪榜前列。

如今，不少研究他成功投资体系的书籍均非常热卖，皆因全球业余或专业投资者（如基金经理等）争相学习及模仿，也希望能站在这位投资巨人的肩上，令自己的目光更加远大，募集更多的资金，觅得更多的长线投资者。

众所周知，若要在长线投资中取得成功，基金经理与投资者必须保持良好的沟通，拥有同样的观点，犹如同坐一条船，最终达到双赢的局面。但现实情况似乎正好相反，如先锋基金创始人约翰·博格在其著作《伯格投资》中曾写道：“基金已经成为短期投资的一种工具，这种趋势是因为行业把重点放在了市场营销上。”

现在，一般基金经理持有股票的时间约为400天，中国的基金经理持有股票的平均时间则更加短暂。过去，国外基金经理持有股票的时间约为6年，基金投资人持有基金的时间约为3年，但如今人们对持有股票和基金似乎越来越没有耐性，我们也似乎正处于寻找长期投资工具的最差时期。

一般职业基金营销人员的目标为扩大基金的规模，如博格所言：出现了营销的问题！加上基金经理的业绩排名所带来的各种压力，这些几乎彻底地控制了基金经理的投资准则及行为偏好。

中国香港成功的价值投资者为惠理基金的谢清海先生、首域中国基金

的刘国杰先生等；赤子之心基金的掌舵人赵丹阳先生、东方港湾投资管理的钟兆民先生等也非常有名；长城基金董事之一的任俊杰先生亦为其中一位佼佼者。

在中国香港或大中华地区进行价值投资特别不容易。惠理基金的谢清海先生在 20 世纪 90 年代募集资金时，大部分的资金均源于美国或海外各地，并不是中国香港。惠理基金的规模后来日渐壮大，表现也非常出色，大中华地区的投资者也变得成熟了，所以才从大中华地区募得了较多的资金供基金管理。

将来中国的价值投资基金经理是否需要走同样的模式？即价值投资型基金先在海外募集，然后投资于中国市场，待成名后才在中国本土集资。

任俊杰先生和朱晓芸女士在证券及投资行业拥有丰富的经验。多年来，根据自己在中国的投资体验及参阅非常多的有关巴菲特的资料，他们认为有不少专业与业余人士对巴菲特的投资体系长期存在并还在继续产生着诸多误解。

任俊杰先生及朱晓芸女士根据自己多年来对巴菲特的研究心得以及对市场中各种类型误读的长期观察，一起撰写了这本书，找出一般人对巴菲特的 66 个误读。本人认为读者通过阅读本书将能更准确地认识及掌握巴菲特的投资精髓，如巴菲特最大的核心竞争力在于善用保险公司之浮存金以提供一个低成本的资金来源、巴菲特的能力边界、有所为及有所不为、内在价值评估方法的实际运用、绩优及质优企业之分别、如何享受巴菲特的快乐投资等。

牛顿的三个定律举世闻名，但从股票投资的角度而言，牛顿的第四个定律——运动有害投资——却与我们失之交臂！尽管这可能只是巴菲特的一句戏言，但其中包含的思想的确发人深省。

此外，本书认为：巴菲特十分注重投资中的风险管理，其中一个有效的方法就是对自己的投资范围进行严格界定。其实他不是投资于所有的项目，他认为投资必须具有选择性。

本书的作者之一任俊杰先生与本人认识已达十载。本人拜读了他的著作，也十分荣幸地获邀撰写序言。他和朱晓芸女士利用66个误读为引子，然后道出他们自己的观点，再于每一节利用不同的角度及不同的例子进行叙述，最后在每节末段把重点重新说明，以加深读者的认识及记忆，让“真理越辩越明”。

本人在此试图跟大家分享一下本书指出的第一个误读：人们对巴菲特的投资框架结构一直没能给出一个清晰的描绘。

本书的两位作者认为：这一项欠缺（本书提出的三种类型的误读之一）将导致人们即使已走近巴菲特的投资殿堂，也会不得其门而入！他们认为巴菲特的投资框架，就像一座“七层塔”一样，即

塔层1：将股票视为生意的一部分

塔层2：正确对待股票价格波动

塔层3：安全边际

塔层4：对“超级明星”的集中投资

塔层5：选择性逆向操作

塔层6：有所不为

塔层7：低摩擦成本下的复利追求

其中，“将股票视为生意一部分”为整个塔（投资框架）的承重点，换句话说，投资者在上塔顶之前，一定要十分扎实地了解及分析不同股票的生意运作，并将自己的投资操作建立在“购买生意”这一基础之上。

如果各位读者想详尽地、清晰地了解巴菲特，除自己阅读所有有关巴菲特的书籍和报道外，最重要的是要参阅所有巴菲特历年的致股东信。但如果你没有足够时间的话，本人推荐你认真读一读这本书。各位读者可通过此书能更真正地了解巴菲特！

庞宝林

东骥基金管理有限公司董事总经理

## 前言

不久前，我们参与了一个小范围的关于巴菲特的讨论，并对一个我们认为存在严重误读的观点提出了自己的看法。由于感觉到持有该观点的人似有“众人皆醉我独醒”之意，我们的发言也就略带了一些揶揄的口吻。很快，坐在我们旁边的一位朋友小声说：“大家都在盲人摸象，应当允许存在不同的观点。”

他的话让我们的脸红了好一阵子。

那位朋友不经意间道出了一个不争却容易被不少人所忽略的事实。难道不是如此吗？在这个世界上，除了巴菲特本人、他的搭档查理·芒格以及那位和巴菲特有过2000个小时谈话经历的艾丽斯·施罗德女士外，其他人在谈论起巴菲特时，谁能说自己不是在隔岸观火，不是在盲人摸象？

从11岁买入自己人生的第一只股票，或者从19岁开始读格雷厄姆的投资巨著《聪明的投资人》并从此“茅塞顿开”算起，巴菲特用了至少60年的时间，为我们演绎了一个可以让每个投资人叹为观止的财富神话。今天，当人们怀着无比好奇的心情走入这个财富殿堂并在有限的时间和空间里四处观望时，又有谁能说自己已经发现了这个用了60年来打造的殿堂中的所有秘密？

尽管事实确实如此，但却不代表有关巴菲特的讨论就没有任何意义。毕竟，即使是盲人摸象，也会有人距离大象更近一些，也会有人摸的时间更长久一些。如果大家能不断地交流一下触摸的心得和体会，大象的轮廓自然会逐渐变得清晰。只是不要忘记，在这同一个阵营里，没有谁拥有最终评判别人观点的资格与权力。



《奥马哈之雾》正是本着这样的初衷而完成了写作。同时，借用《蓝海战略》前言中的一句话，对于两位作者而言，“本书是友谊、忠诚和相互信赖的产物。正是友谊和信任激发我们探索本书所表述的主要思想，并最终完成了写作。”

记得是在1996年或1997年，本书其中一位作者在中国香港首次读到介绍巴菲特的书籍。从那以后，他便开始了对巴菲特持续12年的、不间断的学习和研究，并以此指导其投资实践。1999年上半年，他还曾把初步的体会，以《巴菲特投资理念与中国股市实践》、《长线是金》、《短线的困惑》、《客户的游艇在哪里》等为标题，在报纸上发表介绍巴菲特投资思想的系列文章。这或许是中国建立自己的股票市场以来，对巴菲特投资理念最早且最为系统的解读。其中《巴菲特投资理念与中国股市实践》一文至今仍被许多媒体转载，我们也可以在数百个网站和个人博客中看到它。另一位作者尽管研究巴菲特的时间不及前者长久，但也有5年多的时间了，而且是作为一位职业投资人的不间断的研究、实践、总结与提升。

简短回顾一下本书的写作背景，只是想说明我们这两个“摸象人”并不是初来乍到者，并因此希望我们的观点能引起更多人的关注。

与10年前有所不同的是，今天，巴菲特的投资故事在我国股票市场（甚至超出这个领域）几乎已是家喻户晓。人们开始在办公桌旁、会议室里以及茶余饭后的各个场合谈论着巴菲特，转述着他的财富传奇。由于这令人目眩的财富传奇无与伦比的诱惑力，这只“大象”的周围正在聚集着越来越多的“摸象人”……

然而，在摸象者众多且各自在观察距离、触摸时间以及学识和经历上不尽相同的情况下，各种“误读”的出现便会在所难免。由于人们走近巴菲特是为了向巴菲特学习并将其理论运用于自己的创富过程，将这些“误读”（或者说是我们所认为的误读）及时拿出来讨论，辨别一下究竟什么是对的，什么是错的，对每一位投资者来说都无疑是大有裨益的。

根据我们的长期观察，市场上现存的“误读”可以分成3种类型：  
①错误的看法与结论。②深度的质疑并一直没有答案。③尽管没有明显的



错误，但在理解的深度和广度上还有较大的提升空间。

需要——或者说我们斗胆——指出的是，上述误读不仅存在于我国的研究者或投资人中，也存在于不少国外学者当中。我们前面说过，除了巴菲特、芒格、施罗德3人，任何误读的出现都将在所难免、无可厚非。只是由于国外学者或专业人士（他们大多已著书立说并被翻译成中文在我国出版）相对于国内学者更有权威性，他们的哪怕是为数不多的误读，也会给我国的投资人带来较大的影响。

为了避免我们的看法反而导致更深的误读，或者将原本对的说成是错的，我们在现有的研究基础上又再一次研读了我们称之为“第一手资料”的资料。它们包括巴菲特历年的致股东信（非合订本）、官方传记《滚雪球》、过去数十年来巴菲特本人在各种场合的演讲以及他为数不多的密友有关他的一些观察和描述等。

尽管如此，我们的讨论还是可能会由于以下因素的存在而出现错误：①有限的知识水平和阅历。②有限的理解和领悟能力。③有限的第一手资料（例如，介绍巴菲特是如何进行股票估值的原始资料可能根本就不存在）。④某些英文原版资料的缺失（不少译文的水平实在是让我们不敢恭维，它将可能导致一定程度的“以讹传讹”）。⑤对所列出的“误读”本身的含义理解有误。

不管怎样，只要我们的观点有1/3正确或接近正确，我们的辛苦便不会毫无意义；如果有一半以上正确，我们的劳动就有了些许的成果；如果有2/3以上的正确率，我们将会睡梦中露出欣慰的笑容。

让我们开始吧！

（本书封面所选用的背景照片系但斌所摄。对他给予本书的无私支持，我们表示衷心的感谢！）

著者

任俊杰 朱晓芸

# 目录

## CONTENTS

### 推荐序

### 前言

<b>第一部分</b>	七层塔 .....	1
	误读一 七层塔 .....	3
<b>第二部分</b>	倾斜的视角 .....	9
	误读二 安全边际 .....	11
	误读三 暴利 .....	15
	误读四 浮存金 .....	21
	误读五 龟兔赛跑 .....	24
	误读六 今不如昔 .....	27
	误读七 每股税前利润 .....	30
	误读八 内幕消息 .....	34
	误读九 舍近求远 .....	37
<b>第三部分</b>	残缺的影像 .....	43
	误读十 边界 .....	45
	误读十一 伯克希尔净值 .....	49
	误读十二 递延税负 .....	53
	误读十三 地上走、空中飞、水里游 .....	56
	误读十四 投资伯克希尔 .....	60

误读十五	光环背后	63
误读十六	关系投资	68
误读十七	护城河	72
误读十八	价值管理	76
误读十九	简单却不容易	82
误读二十	快乐投资	86
误读二十一	摩擦成本	90
误读二十二	牛顿第四定律	93
误读二十三	静止的时钟	98
误读二十四	确定性	101
误读二十五	推土机前捡硬币	105
误读二十六	限高板	109
误读二十七	限制性盈余	113
误读二十八	透视盈余	117
误读二十九	伊索寓言	119
<b>第四部分</b>	<b>“画布”朦胧</b>	<b>125</b>
误读三十	标尺	127
误读三十一	称重作业	130
误读三十二	储蓄账户	134
误读三十三	大众情人	137
误读三十四	低级错误	140
误读三十五	定期体检	144
误读三十六	高抛低吸	148
误读三十七	沟槽里的猪	152
误读三十八	划船	156
误读三十九	挥杆轴	159
误读四十	价值投资	163
误读四十一	绩优股	166
误读四十二	卡片打洞	170

	误读四十三 可口可乐 .....	173
	误读四十四 流动性陷阱 .....	179
	误读四十五 落袋为安 .....	183
	误读四十六 尾大不掉 .....	186
	误读四十七 5 分钟 .....	190
	误读四十八 影响力 .....	194
	误读四十九 中国石油 .....	198
<b>第五部分</b>	淮南之橘 .....	203
	误读五十 低风险操作 .....	205
	误读五十一 发现的艰难 .....	210
	误读五十二 美国蝙蝠 .....	213
	误读五十三 美国梦 .....	216
	误读五十四 湿雪与长坡 .....	220
	误读五十五 铁公鸡 .....	223
<b>第六部分</b>	双燕飞来烟雨中 .....	227
	误读五十六 大器晚成 .....	229
	误读五十七 股神巴菲特 .....	232
	误读五十八 管理大师 .....	238
	误读五十九 矛盾体 .....	243
	误读六十 内部记分卡 .....	247
	误读六十一 内在超越 .....	250
	误读六十二 青出于蓝 .....	255
	误读六十三 三面佛 .....	258
	误读六十四 思想者 .....	261
	误读六十五 资本家 .....	266
	误读六十六 查理·芒格 .....	270
	后记 .....	275

第 一 部 分

七 层 塔





## 误读一 七层塔

**主要误读：**市场对什么是巴菲特投资殿堂的框架结构与承重点，一直没能给出清晰的描绘。

**我方观点：**一座七层塔，位于最底端的那一层——把股票看做许多细小的商业部分——就是这座七层塔的承重点或基石所在。



在读者朋友们开始本书的阅读之前，我们想先将巴菲特的投资体系作一个整体性的总结。为使表述能更加清晰，我们在这里用“七层塔”这一比喻来对其投资殿堂的主体框架、承重点和奠基石等作出解析。随后，我们将指出在我们眼里，支撑这座塔的最重要的那块基石是什么——这可能也是广大读者朋友们最为关注的。

### 塔层1 将股票视为生意的一部分——思想出处：本杰明·格雷厄姆

这是巴菲特从其老师本杰明·格雷厄姆那里学到的三个基本投资理念中的第一项内容，也是其中最为重要的内容。从格雷厄姆当时表达这一观点时的整体思想来看，他之所以认为把股票看做生意的一部分是一个“最佳视角”（may best be viewed），是因为他相信当人们试图通过股票的短期买卖去赚取超过企业经营性收益的投资回报时，由于股票价值与价格之间的复杂关系，会让自己处在一个相对来说并不有利的冒险之中。于是格雷厄姆向投资者发出呼吁：“把有价证券当做一项生意去投资是最聪明的投资（Investment is most intelligent when it is most businesslike）。”

在将格雷厄姆的这一重要投资思想成功实践了数十年后，巴菲特在2004年致股东信中这样写道：“看过伯克希尔股票组合的人或许以为这些股票是根据线性图、经纪人的建议或是公司近期的获利预估来进行买和卖的，其实查理跟我本人从来都不曾理会这些，而是以企业所有权人的角度

看事情。这是一个非常大的区别。事实上，这正是我几十年来投资行为的精髓所在。自从我 19 岁读到格雷厄姆的《聪明的投资者》这本书之后，我便茅塞顿开。”

### 塔层 2 正确对待股票价格波动——思想出处：本杰明·格雷厄姆

这是巴菲特从其老师本杰明·格雷厄姆那里学到的三个基本投资理念中的第二项内容，也是最不容易做到的内容。尽管不容易做到，但巴菲特认为它或许是“对于投资获利最有帮助的”。

在《聪明的投资者》一书中，格雷厄姆把市场价格的波动形象地比喻成有一位情绪不定但又很执著的“市场先生”，其每天都走到投资者的身边，不管公司经营情况是否稳定，都会按照自己的情绪好坏报出一个高低不定且起伏颇大的价格。格雷厄姆认为：“这些信号给投资者误导的次数不比有用的次数少。从基本上讲，价格波动对投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者出售的机会。”

在 1987 年致股东信中，巴菲特曾经意味深长地指出：“‘市场先生’是来给你提供服务的，千万不要受他的诱惑反而被他所引导。你要利用的是他饱饱的口袋，而不是草包般的脑袋。如果他有一天突然傻傻地出现在你面前，你可以选择视而不见或好好地加以利用。要是你占不到他的便宜反而被他愚蠢的想法所吸引，则你的下场可能会很凄惨。事实上若是你没有把握能够比‘市场先生’更清楚地衡量企业的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏。”

### 塔层 3 安全边际——思想出处：本杰明·格雷厄姆

这是巴菲特从其老师本杰明·格雷厄姆那里学到的三个基本投资理念



中的最后一项内容，也是被我国不少巴菲特迷最为津津乐道的内容。在《聪明的投资者》最后一章的开头，格雷厄姆写道：“根据古老的传说，一个聪明的人将世间的事情压缩成一句话：这很快将会过去。面临着相同的挑战，我大胆地将成功投资的秘密提炼成四个字的座右铭：安全边际。”

说到安全边际在自己投资体系中的重要地位，巴菲特曾分别在1992年和1997年致股东信中明确指出：“这是投资成功的关键所在”（巴菲特1992年致股东信），“这是智能型投资的基石所在”（巴菲特1997年致股东信）。

格雷厄姆与巴菲特师徒二人之所以把安全边际看得如此重要，是因为安全边际可以在以下三个方面为一个企业价值投资人提供重要帮助：①为企业估值时可能出现的高估提供缓冲地带。②较低价格的买入将提供更高的投资回报。③当企业的实际增长高于预期（安全边际提供了保守的预期数据）时，投资者会同时在经营性回报（指市场价格会随每股收益的增长而等比例提升）和市场性回报（公司超出预期的业绩会提升市场估值）两个方面获得收益。

#### 塔层4 对“超级明星”的集中投资——思想出处： 凯恩斯、费雪、芒格

关于凯恩斯和芒格对巴菲特的影响，我们已谈论较多了。但费雪的影响也是不可忽视的，下面我们摘录费雪在其所著畅销书《怎样选择成长股》中的一段话：“投资人被过分地灌输了分散投资的重要性。然而，害怕一个篮子里有太多的鸡蛋，会使得他们买进太少自己比较了解的公司的股票，买进太多自己根本不了解的公司的股票。他们似乎从没想过，买进一家公司的股票时，如果对那家公司没有充分的了解，可能比分散投资做得不够充分还要危险。”

说到巴菲特的“超级明星”策略，那还是最近30多年的事情，在此之前，巴菲特的投资策略主要表现为对“烟蒂”型股票的执著与偏好。但