

跟巴菲特 学习仓位管理

被忽视的成功投资秘籍

庞浩（@三言九鼎）著

不要让关于“股神”的种种流言蜚语误导了你的投资
寻找巴菲特成功背后的真相，做一名合格的价值投资者



雪球CEO 方三文
北京金石致远投资管理有限公司CEO 杨天南
《低风险投资之路》作者 徐大为
《穿过迷雾》作者 任俊杰
《专注投资》作者 西点老A

联袂
推荐



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

和聪明的投资者一起学习投资

跟巴菲特学习仓位管理

被忽视的成功投资秘籍

不要让关于“股神”的种种流言蜚语误导了你的投资
寻找巴菲特成功背后的真相，做一名合格的价值投资者

庞浩（@三言九鼎）著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

跟巴菲特学习仓位管理: 被忽视的成功投资秘籍 / 庞洁著.

北京: 中国经济出版社, 2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4743 - 4

I. ①跟… II. ①庞… III. ①巴菲特 (Buffett, Warren 1930 -) — 投资 — 经验

IV. ①F837. 124. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 111049 号

责任编辑 燕丽丽 彭 欣

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京力信诚印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 19.75

字 数 258 千字

版 次 2017 年 7 月第 1 版

印 次 2017 年 7 月第 1 次

定 价 56.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68330607)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68355416 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390) 服务热线: 010 - 88386794

推荐序

屡屡犯错却能最终胜出的投资奥秘

“6·18”这一天，我在“桨声灯影里的秦淮河”畔，与一群一见如故的读者相聚。此前一天，在厦门与吴晓波频道举办了读书会。抽空专门去了一趟厦大，那是我二十年前对厦门仅有的依稀印象。毕业离别之际，成群的年轻人在校园留影、在食堂齐唱同一首歌，令人仿佛回到了纯真年代。往来的过客恍然之间内心若有感动的话，多是因为这音乐、这画面也承载着自己曾经的青春。

距厦门不远的另一个城市，素昧平生的庞浩先生邀请我为他的新书写一篇序言，书名是《跟巴菲特学习仓位管理》。市面上关于巴菲特的书籍虽不至于汗牛充栋，但也数以百计，再多一本，是否会有新意？

作者并非财经专业出身，但对投资却有执着的热爱。在通读各种关于巴菲特的书籍之后，发现市面流传的关于巴菲特的故事多有不实之处，既有恶意的诋毁、也有善意的谎言。

对此，作者决定通过自己的努力，去伪存真，寻求真相。经过多方面的搜集资料、阅读思考，包括查阅美国证券交易委员会（SEC）备案的伯克希尔公司季度、年报，秉承“实事求是、原汁原味”两大原则，在保持资料信息准确性前提下，逐渐成文，终成此书。

人们总结巴菲特的成功，或说是“长期持股”，或说“安全边际”，或说找到“超级成长明星股”等，作者通过分析后认为巴菲特除了“进攻”之外，还有一套“防守”体系，包括五个环节：买什么、何时买、买多少、何时卖、卖多少。总结了巴菲特投资成功的九个字诀：“好标的、好价格、好仓位。”

这个“好仓位”的观点，让我想起了一位年轻读者在读了《20年》一书后的读后感：“杨先生在八年的交易中涉及个股数量仅有76只。其中，盈利卖出的为46只，亏损卖出的为30只。按此比例，他对股票的概率仅为60%。”那100万怎么就变成了700万呢？

这本关于巴菲特仓位管理的书，与这篇读后感的出发点异曲同工：一个经常犯错误的投资者，为何最终能胜出呢？

这个问题的答案可以解释，为何总是自谦犯错的人却成了世界首富，而那些声称赚了十倍、百倍的人却未能解决问题。

我曾经写过一篇《一项经常“失败”的成功投资》，提到了类似的现象。这种现象背后的原因是“大比例正确、伴随着小比例试错”。以“守正出奇”的观点来解释，就是“正”的部分配置大部资金、以稳为主；“奇”的部分配置小部资金，以期达到“以正合、以奇胜”，守正出奇的目的。只不过，大众出于猎奇心理，往往关注非常之事较多，格外留意了“奇”的部分而已。

今天，庞浩的著作在一定程度上解答了这个问题。能用去一次麦当劳的价钱，得到一个人生疑问的答案，用“物有所值”、甚至“物超所值”来形容恐怕并不过分。

本书分为九章。前三章是过渡章节作为引线，具有史料价值。第四章主要论述仓位管理的作用和地位。第五章从仓位管理的角度重新解读巴菲特的投资。第六、七、八章是本书的高潮部分，主要涉及巴菲特的

仓位布局与具体手法等。第九章是关于巴菲特如何在牛熊周期中进行仓位管理。

书中还一些有趣的小话题。例如提到人工智能对于投资的影响，这个话题我近来也经常遇到。另外，对于那些希望提高预测能力的股民，可以参考书中提到的“巴菲特指数”判读股市的高低。

对于书的一些观点，我个人持保留态度，但“君子和而不同”，正如作者当初秉承“尽信书，不如无书”的观点，才有此书的面世。广征博览，才能达到“兼听，以求全景之世界”的效果。

在行文结束之际，随手翻到书的前言，映入眼帘的一段：

“大家都知道巴菲特投资华盛顿邮报赚了100倍，但是，很少有人知道这笔投资一开始就遭遇了四年之久的亏损，期间最大跌幅到达40%。面对如此情况，你将如何抉择？”

这种“先败后胜”的秘密，可以在书中寻找到答案。

杨天南

2017年6月

前言

你比巴菲特少了什么？

在当今投资界，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）无疑是最耀眼的明星。在美国他被尊称为“奥马哈先知”（Oracle of Omaha），而在中国他有一个更为传奇的称号——“股神”。作为迄今为止最成功的投资者，巴菲特早已被世人奉若神明。他的追随者不计其数，就连世界首富比尔·盖茨（Bill Gates）都坦言自己是一个不折不扣的巴菲特迷。巴菲特缔造的财富神话激荡着每一个人内心深处最纯粹的成功欲望，感召着无数的投资者前赴后继地投身于资本市场的逐利游戏之中。人人都渴望自己能成为“第二个”巴菲特，人人都渴望自己能像他一样在股市中“点石成金”。不过想要学习和复制巴菲特的成功，你首先必须弄清楚什么才是巴菲特的成功秘诀。坦白地说，对于这个问题至今依然没有完全令人满意的答案。原因之一，就是巴菲特对自己的成功秘诀一直“讳莫如深”。尽管巴菲特的投资业绩无人能出其右，但他本人却从未出版过一本与其投资相关的专著，也从未全面系统地向外界展示过他的投资体系。于是，世人只能通过这位投资大师的蛛丝马迹——无论是他的言语还是文字——来努力还原出一个真实的巴菲特。然而这样一条追寻之路，注定是艰难和曲折的。因为倘若你没有极高的悟性，则几乎无

异于“盲人摸象”，常常会获得许多片面的甚至是错误的认知。

实际上，全世界研究和学习巴菲特的人数以万计，而与巴菲特相关的书籍更是汗牛充栋（其种类之多或许可以申请“吉尼斯”世界纪录）。按理说，巴菲特的各种投资理念和操作策略应该已经被充分地挖掘出来了。他的价值选股、能力圈（不熟不做）、安全边际、公司估值、长期投资……这些被不断地重复“翻炒”的理论和观点，相信大多数人早已烂熟于心。如果说巴菲特的这些策略本身是没有问题的，那么即使他的成功带有一定的运气成分，也必然会有一部分幸运儿能够基于同样的策略获得成功。然而，现实却给了我们当头一棒——数十年过去了，世界上仍旧没有人能复制巴菲特的成功，无数人的努力和梦想被击得粉碎。不少和巴菲特一样信奉价值投资和长期持有的投资者，一如既往地亏损或深度套牢。与之相比，巴菲特叱咤股坛 60 余载却只有 2 年出现过亏损。为何二者的差别会如此之大呢？这让我们不得不反思，究竟是什么让我们的成功变得如此艰难？到底是我们研究得不够仔细，还是思考得不够深入？到底是学艺不精，还是认知出现了偏差？

长期不断的思考让我开始触摸到投资的本质，并逐渐对复制巴菲特失败的原因有了更深刻的理解。事实上，对于这种“群体性失败”的结局只有一种合理的解释：那就是我们缺少了某些影响成功的关键因素。那么，我们与巴菲特到底差在哪里呢？在回答这个问题之前，有必要先回顾一下我们目前的学习状况。客观来讲，导致我们无法学习和复制巴菲特成功的根源并非个人不够努力，而是在于我们可能一开始就选错了方向。我们总是习惯于相信巴菲特已经告诉我们的，却很少思考巴菲特还有什么没有告诉我们。一直以来，我们几乎从来没有从一个职业投资人的视角来完整地审视巴菲特的交易体系。对，从来没有！我们只是习惯性地强调——巴菲特是如何选择超级明星股，如何推崇长期持

有，如何坚守能力圈……然而，仅靠这些却并不能让你像巴菲特一样横扫股市、穿越牛熊。

当然有人肯定会问，难道巴菲特不是靠这些获得成功的吗？当然是，但并不全是。从理论上来说，买入“超级明星股”并长期持有无疑是最好的投资选择——既省心又省力。然而在实际交易中，你所需要面对的却远没有想象中的那样简单。首先，你是否能百分之百地确定你所选的股票一定是“超级明星股”。实际上，巴菲特看走眼的股票也不在少数，他也不能保证百分之百的成功。既然连“股神”都无法完全确保，你又有几分把握呢？其次，你能确定你选择的“超级明星股”将上涨多少倍，是1倍、5倍、10倍、还是100倍？很显然，没有人能预测未来股价究竟会涨多少。最后，当你买入了自己精心挑选的“超级明星股”，你能忍受自己在多长时间内遭遇亏损或者不赚不赔？我们都知道巴菲特通过投资华盛顿邮报这只股票获得了超过100倍的回报率，却很少有人知道这笔投资一开始就遭遇了长达4年之久的亏损，期间的最大亏损幅度高达40%。我们不妨设想一下：如果面对类似的情况，你将如何抉择？对待这种长时间的巨幅亏损，你其实只有两种选择——“忍痛割肉”或“坚守死扛”。如果你选择前者，后面100多倍的收益就不要想了；如果你选择后者，在饱受连续4年亏损的“折磨”之后，你还会坚信自己手中持有的是“超级明星股”吗？恐怕大多数人则是在股票回本解套后，像“送瘟神”一般将其迅速脱手。因此对于投资而言，仅仅靠寻找所谓的“超级明星股”或“大牛股”是远远不够的，更不能“很傻很天真”地认为“只买不卖”或“长期持有”就一定能够成功，这都属于典型的只见树木不见森林。也正因为如此，大部分人即使挑到了“超级明星股”也根本拿不住。那你肯定会问：巴菲特又为什么能够拿得住呢？原因很简单，因为他根本就没有经受过亏

损的“折磨”。在1973年至1976年这四年里，尽管巴菲特投资华盛顿邮报被深度套牢，但他执掌的伯克希尔·哈撒韦公司却并没有遭遇亏损，这四年间公司的整体收益率分别为4.7%、5.5%、21.9%、59.3%。

读到这里，聪明的你应该明白你比巴菲特缺少什么了吧？对，是投资的“防守”能力，它将决定一个投资者在市场上能“活”多久。因为一个投资“防守”能力很弱的人，会被市场轻而易举地击倒。正如美国拳王阿里的恩师安吉洛·邓迪（Angelo Dundee）曾经说过的：“如果你不能躲过那些重拳，就会被击倒。”然而令人遗憾的是，我们向来都只关注巴菲特是如何“进攻”的，却忘了学习他是如何“防守”的。如果你去翻一翻目前市面上有关巴菲特的书籍，就会意识到原来我们几乎所有的目光都只停留在关于巴菲特如何“进攻”的两个问题上——“买什么”和“何时买”。巴菲特的价值选股和不熟不做，就是在明确该“买什么”；而公司估值与安全边际，则是在确定该“何时买”。然而想要在投资上获得成功，仅仅知道该如何“进攻”是远远不够的。一个完整的投资“攻防”体系，应该包括5个环节——买什么？何时买？买多少？何时卖？卖多少？对于“何时卖”这个问题，不少书籍只是简单地重复巴菲特“长期投资”的忠告，诸如“我们最喜欢的持股时间是永远”。但如果你真的相信巴菲特只买不卖，则表明你对他一点也不了解。实际上，巴菲特卖出过的股票并不在少数，就连他曾经宣称将“终生持有”的四只股票——可口可乐、华盛顿邮报公司、政府雇员保险（GEICO）、大都会/美国广播公司，都有一半已经被他抛售了，现在只剩下可口可乐和GEICO保险。至于其他一般性的股票，那就更不用说了。而对于“买多少？”和“卖多少？”这两个问题，不仅巴菲特本人很少谈及，也极少有人探究这两个看起来似乎“无足轻重”

的问题。但恰恰是这两个被我们长期忽略的问题，暴露了我们对巴菲特认识的局限性，并成为限制我们认识巴菲特投资体系的最大“短板”。

假设你和巴菲特同时买入可口可乐和富国银行的股票并一直持有到现在，那么你们收益率的高低就只取决于一个因素——最初“买了多少”。如果巴菲特两只股票的建仓比例是 7:3，而你的建仓比例是 3:7，你们之间的差距就会立马显现出来。当然，这还只是单从“买多少”这一个角度来分析。如果再加上“卖多少”这个环节，你和巴菲特之间的差距就会变得更大。

若是将股票数量增加到 10 只，尽管你依然和巴菲特持有一样的股票，但实际上你们之间的买卖仓位比例已经完全不在同一个层次上了。

倘若进一步将涉及的范围扩大到股票、债券、现金等价物、金融衍生品等不同类型的投资标的上，你们各自买卖的仓位比例都会变得更加复杂且大相径庭。而这些仓位比例上的细微差别，最终造就了你与巴菲特投资业绩之间的天壤之别。

由此可见，你并非一定是在专业知识、价值选股、安全边际等方面比巴菲特差多少，更可能是在仓位管理上比他“棋差一着”。而仓位管理的好坏，则直接决定着你的投资“防守”能力的强弱。如果将“买什么？何时买？买多少？何时卖？卖多少？”这 5 个问题进一步凝练，就可以归纳出巴菲特投资成功最重要的三大要素：好标的、好价格、好仓位。

“好标的”——其实就是在回答“买什么”。当然，不同的投资者对这一问题会有不同的答案。以股票投资为例，巴菲特代表的价值投资者其判断“好标的”是基于一家公司的基本面，而技术分析派投资者眼中的“好标的”则是符合某种图表形态的股票。

“好价格”——则是在回答“何时买？”与“何时卖？”两个问题。

一项成功的投资不仅要以一个好的价格买入，同时也得以一个好的价格卖出。

“好仓位”——则是在回答“买多少？”与“卖多少？”两个问题。买入过多，则风险过大；买入太少，则收益太低。而如何平衡好投资的风险与收益，正是仓位管理的精髓所在。

时至今日，“好标的”与“好价格”这两大投资要素已经有诸多的文章和书籍给予了充分的研究和探讨，因此本书将不再重复。本书的目的是要带领你认识和理解巴菲特投资世界的“第三极”——好仓位，并试着从仓位管理的角度来重新解读巴菲特的投资行为。而为了防止在解读过程中出现偏差，我们再也不能像以前那样只是孤立片面地看待巴菲特交易行为的某一个方面，而应该将“好仓位”与“好标的”“好价格”，甚至是“好心态”系统性地结合起来。

所谓“好心态”，就是投资者自身的心理状态以及情绪控制，是投资交易各环节中最主观化的因素。国际交易心理学大师范 K. 撒普 (Van K. Tharp) 博士，在他撰写的《通向财务自由之路》一书中谈道：“当谈论对交易而言什么最重要时，我一般认为它涉及三个领域：心理状态 (Psychology)、仓位管理 (Position Sizing) 以及系统开发 (System Development)。大多数人都只强调系统开发，而忽视了其他两个领域。而经验老到的投资者则认为三个方面都很重要，但心理状态最为重要 (约占 60%)，其次是仓位管理 (约占 30%)，而系统开发则是最不重要的 (只占 10%)。”撒普博士所说的系统开发，其实就是大多数交易者一直津津乐道的选股与择时策略，也就是我们前面谈到的“好标的”与“好价格”。换句话说，让我们乐此不疲的系统开发——无论是价值投资、还是技术分析，抑或是量化交易以及其他交易策略，其实并没有我们想象的那么重要。不过现实情况却是，无论是华尔街还是国内投资

界，交易者 90% 以上的注意力几乎都放在了选股与择时策略上，对仓位管理和心理状态的关注可能不到 10%。而实际效果却恰恰相反，我们给予了最多关注（超过 90%）的选股与择时策略却只发挥了 10% 的作用，可以说与投资业绩并无太多的相关性；而极少被关注（少于 10%）的心理状态和仓位管理却发挥着 90% 的作用，基本上起着决定性的作用。

这一颇具讽刺意味的不均衡关系却与著名的“二八法则”非常吻合，即我们非常关注的大多数因素只能起到很少的作用，而那些被我们忽视的少数因素却起到了决定性的作用。虽然我们无从得知巴菲特在交易时的心理状态究竟如何，但我们唯一可以肯定的是——任何投资者的心理状态实际上已经融入并体现在他的持仓变化之中。也就是说，巴菲特的仓位管理行为实际上已经包含了他的心态因素，它本身就是一种“有灵魂”的仓位管理。因此，我们在学习巴菲特的仓位管理之道时，不应该只是简单地模仿和复制其投资仓位的比例，而应该透过其仓位布局来理解和参悟巴菲特在各种市场环境下对风险的防控之道。

投资是一项风险与收益并存的活动，而科学合理的仓位管理则能让你在考虑获利的时候尽量规避风险。许多投资者之所以会失败，正是因为他们的投资往往只考虑回报却忽略了风险，甚至根本没有仓位管理和风险防控的意识。最终的结局当然是不言自明，你忽略了市场风险，你也终将被市场风险所“忽略”。与大多数投资者相比，巴菲特的“过人之处”在于——他不仅是一位擅长选股和估值的大师，更是一位深谙仓位管理之道并在实际投资中将其运用到极致的绝顶高手。如果将巴菲特看作是“领兵打仗的将军”，那么仓位管理则是其投资的行军“路线图”——如何进攻，如何防守；如此进场，如何退出；如何加仓，又如何减仓。这些看似简单而又平淡无奇的交易步骤往往是最容易被忽略

的，却又是最不应该被忽略的。因为巴菲特对于收益和风险的权衡之道，其实就体现在他的一买一卖之间。研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解为什么有些资产他会长期持有，而有些投资则选择短期参与；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特为什么既强调集中下注，却又从来不满仓下注；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特为什么既投资股票，又参与投资白银、金融衍生品等；研究巴菲特如何进行仓位管理，能让你更好地理解巴菲特整体的投资理念和思路……当你彻底了解了巴菲特的仓位管理艺术之后，你就能真正懂得如何在保本的前提下安全地追求长期稳健的投资利润。如果您也希望自己达成这一目标，那么这本书正是你所想要的。

庞 浩

雪球 ID：三言九鼎

目录

第一章 麒麟之才 /1

股市“不倒翁” /3

巴菲特的 11 家合伙公司 /8

资本帝国：伯克希尔·哈撒韦 /14

站在巨人的肩膀上 /26

第二章 谁与争锋 /31

不堪一击的“市场”先生 /33

“股神”的下一个对手 /38

青出于蓝却无法胜于蓝 /42

“中国门徒”的落败 /47

第三章 何以解忧 /51

耐得住寂寞，守得住繁华 /53

投资成功的基石 /58

狷介之士 /62

浮存金：成功的终极秘密？ /67

投资的奥义 /72

第四章 股市长寿诀 /77

伟大投资者的必备特质 /79

君子不立于危墙之下 /84

想要学会打人，必先学会挨打 /88

投资体系的盲区 /93

最后一道防线 /98

第五章 初识，再识 /105

神奇的二八法则 /107

越简单，越难 /113

艺术之魂 /117

巴菲特的 A、B 面 /121

第六章 巴菲特的“炼金术” /127

手里有粮，心里不慌 /129

鸡生蛋，蛋生鸡 /133

开源节流 /139

排兵布阵 /144

稳守江山 /150

第七章 例不虚发 /159

非常之道 /161

独门暗器之一：套利 /166

独门暗器之二：特殊类型债券 /175

独门暗器之三：特殊类型股权 /187

独门暗器之四：现货白银 /197

独门暗器之五：金融衍生品 /202

第八章 “下注手法” /219

保住本金 /221

不要孤注一掷 /224

何为“集中下注”？ /229

不轻易下注 /234

如何概率制胜？ /239

第九章 穿越牛熊 /245

生于熊市，成于熊市 /247

置之死地而后生 /251

价值向左，技术向右 /258

急流勇退 /270

该出手时就出手 /275

结束语 /283

后记 /289