

晨昊 著

打败大盘

巴菲特

为什么能赢

开启一扇全新之门
让您真正走入巴菲特博大精深的投资世界

广东出版集团
广东经济出版社

打败大盘

巴菲特 为什么能赢

晨昊 / 著



广东人民出版社
广东省出版集团

图书在版编目 (CIP) 数据

打败大盘：巴菲特为什么能赢 / 晨昋著. —广州：广东经济出版社，2013. 1

ISBN 978—7—5454—1692—3

I. ①打… II. ①晨… III. ①巴菲特, W. —股票投资—经验
IV. ①F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 287855 号

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	全国新华书店
印刷	佛山市浩文彩色印刷有限公司 (南海狮山科技工业园 A 区)
开本	730 毫米×1020 毫米 1/16
印张	15.75
字数	172 000 字
版次	2013 年 1 月第 1 版
印次	2013 年 1 月第 1 次
印数	1~6 000 册
书号	ISBN 978—7—5454—1692—3
定价	30.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。

发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 38306055 38306107 邮政编码：510075

邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 37601950 营销网址：<http://www.gebook.com>

广东经济出版社新浪官方微博：<http://e.weibo.com/gebook>

广东经济出版社常年法律顾问：何剑桥律师

· 版权所有 翻印必究 ·

前言

价值投资理念的兴起

150 年前，约翰·斯图尔特·米尔（John Stuart Mill）在其著作《政治经济学原理》（*Principles of Political Economy*）中假设，资本价值的涨跌是基于人类异想天开的天性。当股价上涨时，大众视之为获利机会，将股价进一步推高，并应验自我实现预言；股价下跌时则激发相反的情绪反应。米尔写道：“人类的性格本身就容易导引出其所期望的效果来。”

股票的涨跌通常并没有什么道理可言，它不过是受市场中大众的恐慌、激情、贪婪的情绪和欲望的推动所致。尽管人类的这种天性有缺陷，但却是我们所能理解的人类情感之一。股市中那种喜怒无常的拉锯战，提供给我们巨大的获取利差的机会，尤其是当一家公司的价值被市场错估或低估时更是如此。然而，水能载舟，亦能覆舟。人类的这种激情同样也可能颠覆股市，给投资者，甚至给一个地区或国家带来金融风暴冲击波，像 1994 年墨西哥金融危机，1997 年亚洲金融风暴，2001 年南美金融危机，以及 2008 年的世界金融大危机，无不说明这个道理。

本书旨在告诉投资人在风云变幻的股市里，只要运用“价值投资法则”（Value Investing），你就可以跑赢股市。价值投资法 20 世纪 30 年代中期产于美国，常被世界上许多最伟大的市场专业人士采用。本书描述的沃伦·巴菲特（Warren Buffett）、沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）、马里奥·嘉伯礼（Mario Gabelli）、迈克尔·普赖斯（Michael Price）、约翰·内



夫（John Neff）、约翰·坦普尔顿（John Templeton）等世界公认的 20 世纪最伟大的投资大师，以低廉的价格买下公司股票的方法已被屡屡证明是历史上最成功的选股方法。有了价值投资法则，等于拥有了神奇的炼金术。投资者可以买进全球最受欢迎的公司股票，然后运用价值投资法点石成金，坐享其成。同时，由于没有支付不合理的高价，投资者的利润必定会相应提高，其所面临的风险也相对降低。

然而在中国，时至今日依然没有多少人认真地把价值投资法则当成一项重要的原则，相反认为参与金融业投资就是一件冒风险的事，投资人无法知悉更多的信息，也不必去深入了解。这种论调使得许许多多投资人成为受市场波动影响的牺牲品。报纸杂志中诸如“当前十大好股”的标题，就可以很容易地诱导投资大众轻率地作出购买股票的决定，而市场分析师更是工于心计地让投资人换股票比换舞伴还快。投资业界也从未领悟到股票投资单纯性的问题，即投资人只要以低于股票价值的价格买进，然后耐心地抱牢持股即可。简言之，投资并非是快板的华尔兹舞，而是慢四的交谊舞。不幸的是，缓慢而稳定的成功在市场上却一直被看成是投资法则中的异类而不被人看好。

今天的中国股票市场上，全国城镇有近半数的家庭参与了股票投资，其中，绝大多数投资人在规划其股票投资组合时所花的时间甚至还不如会一个客、做一顿饭、度一次假，或买一件衣服的时间长。长达十多年来不断反复震荡的多、空头市场，使得投资人形成了一种单一的思维模式，即没有必要去花费更多的时间进行小心翼翼的股市研究。于是，买入股票预期短时间内一定会获利的增长型投资法大行其道，充斥市场。就像人类所有的坏习惯可能导致不幸后果一样，对于投资人来说，由错误的投资理念带来的金融悲剧一再重演，而更可悲的是，当灾难过后不久，投资人又轻

易忘记了昨天刚刚发生过的悲剧，照样周而复始地从事新一轮的投资行为。

鉴于此，投资人应谨记，要想获得 100 元的利润，就必须事先做好忍受暂时亏损 40 元的心理准备。除非他们注意到了价值投资法则，否则这种进两步退一步的现象会成为许多人无法忍受的痛苦。遗憾的是，中国股市里的绝大部分投资人都没有注意到上述这一趋势，市场上也很少有投资人能为经济增长周期和股市周期带来的一时损失做好充分的心理准备。有太多的投资人固执地将投资视为世界上最好的点金术，认为今日买入股票，明天它就会上涨，到了退休年龄，他们便会出神入化般地变成百万级、千万级甚至亿万级的富翁，坐拥大把大把的钞票安享晚年。在这些投资人身边始终围绕着一大批增长型投资基金的经理人、分析师和财经媒体，他们大肆鼓吹快速短线赚取热钱的方法，而对伴随的风险却不事先安民告示。

中国股市太需要正本清源了。他山之石，可以攻玉。本书分析、解释、理解现代投资理论的异类——巴菲特学派及其价值投资法则。巴菲特价值投资理论不应单纯地理解为巴菲特个人，它根源于西方现代投资理财理论，是西方现代投资理论论战过程中的一个必然延伸和产物，是一个由众多价值投资大师理论和实践演变而成的当代最重要的投资理论学派。在本书，作者介绍的其实是巴菲特和他的投资学派，我们将集中在：

1. 核心投资组合概念。选择长期获利高于平均水准的绩优股，将资金重押在这几档股票上，不论短期股市如何震荡，都要长抱不放。
2. 概率和心理学分析。了解来自心理学的行为模式，掌握投资结果。
3. 统计学概率。获知如何在投资组合中做到最佳优化配置。
4. 学习股市复合调节系统，以确定投资自己认为合适的标的公司股票。



打败大盘： 巴菲特为什么能赢

本书将为读者打开一扇全新的思考投资理财之门，让您真正走入巴菲特及其价值投资学派博大精深的投资世界里。更重要的是，读者将第一次领略什么是真正的价值投资法则精髓，而这正是他们投资理财必修的重要一课。

前言：价值投资理念的兴起

001

第一章 现代投资理论的论战价值

001

价值投资之父——格雷厄姆 | 002

报酬与风险并存 | 003

风险倍他系数 | 006

市场有效率吗 | 008

巴菲特：现代投资理论的一个异类 | 010

价值投资理论的崛起 | 014

第二章 价值投资法则

017

价值投资的几种评估法 | 019

价值投资的简化原则 | 021

印证价值投资法 | 030

多头市场价值投资有用吗 | 043



第三章 巴菲特学派

	凯恩斯鲜为人知的一面		050
	巴菲特家乡的合伙人		053
047	巴菲特的最佳拍档		062
	著名的水杉基金		064
	辛普森的投资风格		067
	伯克希尔公司：巴菲特的旷世杰作		070

第四章 巴菲特的价值投资法

	巴菲特简史		078
	集中持股原则		084
077	持有股票多久才算好		100
	巴菲特学派的评估体系		108
	价值终将在股价上得到反映		116
	巴菲特的总体盈余法		119
	选股的真实价值		122
	铁律：投资获利高于资金成本		124
	把自己当做是公司大股东		128
	价值投资还是增长投资		131
	寻找市场新的专利权		138

第五章 巴菲特的价值投资数学应用

143	探寻投资概率理论之源	147
	贝叶斯推论	150
	巴菲特的主观概率论	152
	威尔斯·富国银行投资案	154
	可口可乐投资案	157
	小概率事件的保险投资	158
	大赌一把的时机到来了	161
	学会用数字思考	165

第六章 价值投资心理学

167	不理性的市场	169
	不理性循环模型	175
	市场信息不对称	179
	投资人的最大敌人是自己	182
	投资中的非理性思考	187
	股市中的米蒂效应	193
	学习大师的心理行为	198



第七章 预测市场有效吗

	预测股市和预测天气一样		203
	公司预测能力的差强人意		209
201	一大堆预测失败的例证		212
	寻找经济学思考模式		215
	投资股市的创新模式		223
	市场的不可测性		228

跋 我理解的巴菲特的价值投资

231	
-----	--

第一章

现代投资理论的论战价值

20 世纪全球有两次规模最大的金融风暴。第一次是起源于 1929 年世界经济大危机带来的股票市场大崩盘，第二次发生在 1973—1974 年间世界石油危机和随后的股票市场的空头走势。和第一次金融风暴相比，第二次并非因单日股票市场崩跌造成，其对美国家庭财富的负面影响也没有第一次那么全面而深刻，所以不是所有经历过那段日子的人都有相同的惨痛回忆。但是，对于金融专业人士来说，70 年代中期的那次金融风暴的影响绝对不会亚于第一次，因为它是一次慢性的摧残过程，投资亏损面的扩大似乎永远没有停止的一天。股票市场价格整体下跌超过 60%，就连保守的公债投资人的财富也大幅蒸发；利率水平和通货膨胀涨幅飙高到两位数；油价高居不下；房屋分期付款价格高得连中产阶级都无法承受，而当时的股票市场行情也坏到使基金经理人开始怀疑自身的投资策略是否出了问题。这直接导致了现代投资组合理论的诞生，成为现代投资理财的理论奠基过程中的重要转折点。

所以，回顾现代投资理论的发展过程，可以清楚地区分出两种主要的理论流派，至于这两派理论到底谁优谁劣，至今还在争论不休，彼此的支持者虽然都倾心研究者才是最佳投资方法，但最后的结论仍大不相同。我们并不想介入这样的争论之中，而是从巴菲特投资理论和一般投资人的投资理论这样两个方面来论述。



价值投资之父——格雷厄姆

投资大师巴菲特的父亲曾从事股票经纪业务，巴菲特 8 岁时就常常在父亲位于内布拉斯加州欧马海市的公司里耳闻目睹了各种投资交易，在他 11 岁时就做了他生平第一笔股票投资。在进入内布拉斯加大学就读时，对数字有特殊灵感的他无意中接触到了一本叫《智能型股票投资人》（*The Intelligent Investor*）的书，作者是哥伦比亚大学教授本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）。在这本书里，格雷厄姆认为投资理财最重要的信息就是投资标的公司的真实价值，而投资人最重要的工作则是正确计算出该公司的价值，并在市场价格低于公司的真实价值之前紧守只买不卖的原则。巴菲特被这种投资逻辑深深吸引，特别跑去哥伦比亚大学攻读研究生，并成为格雷厄姆的门生。

巴菲特于 1952 年取得经济学硕士学位，嗣后他回到故乡欧马海市协助父亲打理证券经纪业务。当时他的父亲已拥有自己的证券经纪公司，取名为“巴菲特·福克公司（Buffett Falk & Company）”。巴菲特牢牢记住格雷厄姆教授的教诲，只考虑买进股票价格超跌的股票，而且当这些股票的价格越低时，他的兴趣就越大。

他一边帮父亲工作，一边仍和他的投资启蒙老师格雷厄姆保持着密切的联络。1954 年，格雷厄姆邀请巴菲特到纽约格雷厄姆—纽曼公司（Graham-Newman Corporation）上班。两年后，格雷厄姆退休，而巴菲特又重新回到故乡。他和其他 6 名合伙人凑了一笔投资基金开始做投资业务，巴菲



特的投资额是 100 美元，从此开始了自己的投资事业。谁也没有想到在短短数年之后，他竟能完成赫赫有名的美国运通投资案，其时他才 25 岁。

身为合伙投资人中的一员，巴菲特被授权自主运作这笔基金的权利。除了取得像美国运通投资案中的少数股权外，他有时也设法取得部分标的公司的实质经营权。1969 年，巴菲特结束了长达数年的合伙投资关系。过去的若干年里，他曾为自己设下过一个颇有野心的目标，即要求自己的年投资回报必须高过道琼斯工业指数涨幅约 10 个百分点。他做到了，不但做到了，还远远超过指数涨幅约 22 个百分点。由于一部分投资人希望能将刚散伙的合伙人资金交由经理人来专门管理，所以巴菲特特别邀请了他在哥伦比亚大学的同学比尔·鲁安（Bill Ruane）（注：有关比尔·鲁安，我们将在第三章里作详细叙述）来接管。后者欣然接受了他的邀请，于是这笔基金就成了后来水杉基金的前身。巴菲特则在随后拿了他分到的股利买下了伯克希尔公司的股权，最后甚至取得了该公司的主导权。从此，他开始专心经营这家纺织公司。

报酬与风险并存

1952 年 3 月，就在巴菲特刚从大学毕业回家帮父亲打理业务之时，《财务季刊》（*The Journal of Finance*）刊登了一篇题为“投资组合选择”的短文，作者哈里·马科维茨（Harry Markowitz）当时是芝加哥大学的一名研究生。文章大约 14 页，其中只有 4 页是文字叙述，其余的都是一些图表和数学计算方程式。就一般学术论文标准而言，这篇文章似乎没有什么



特别起眼的地方，但就是这篇文章，被后世称为“现代投资学的始祖”。

马科维茨在短短几页的文章里讨论了一个看起来似乎非常简单的观点，即风险与报酬的关联度。身为一个名不见经传的经济学家，他认为有必要运用统计原理来量化两者之间的关系，由此估算出投资行为背后的风险和预期报酬的联动性。他在文章中以数学计算验证了他的结论，即追求高报酬就必须承担高风险的代价。

马科维茨后来表示，当时他的想法是，在投资行为付诸实施前，除了考虑可能的报酬外，也要设法了解由此伴随而来的风险。虽然现在投资学已很普及，马科维茨提出的报酬与风险观点也没有什么特别的地方，但是在 20 世纪 50 年代，它却激起了投资理论革命性的浪潮，实在难能可贵。

当时的投资人几乎完全没有投资组合的想法，更没有控制风险的概念，通过投资组合方式来分散风险的概念，被认为是从天而降的福音。当时的投资人就只知道如果某只股票价格上扬，就赶快进场买入，却完全不必理会它可能会出现的其他情形。这种投资行为让马科维茨感到困惑，因为在他看来，追求高报酬和零风险几乎是不可能的事。为了更清楚地呈现他的这一重要思想，他又发展出了“效率前缘”（efficient frontier）的理论来解释报酬和风险之间的正相关关系。他说：“身为一位经济学家，我试图用坐标来说明报酬和风险两者之间的关系，预期报酬和风险分别在坐标的两轴，而效率前缘就是由右上到左下的直线，直线上的每一个点都代表预期报酬和风险的互动结果。最有效率的投资组合则是最终报酬远低于所要承受的风险。”马科维茨认为，基金经理人的目标就是要将其投资组合的风险维持在投资人所能承受的风险范围内，并尽量避免报酬低于要承担的风险。

1959 年，马科维茨根据他的博士论文出版了他的第一本书，书名叫

《投资组合选择：有效分散投资风险》（*Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investment*）。在书中，他更为详尽地描述了他对风险的看法。他说：“我用标准差作为衡量风险的工具。标准差表示某一个体与平均水平的差异度，距离越大，就表示所冒的风险越大。”

按照马科维茨的理论，不难推测投资组合的风险就是该组合内所有单一只股风险加总的平均值。但事实却并非如此。标准差虽然可以告诉某一只股票的投资风险，但两只（甚至一百只）股票的平均标准差却不能准确显示出该两只（或一百只）股票的投资组合的风险到底有多大。

后来的学者们认为马科维茨理论中最伟大的贡献在于他试图找到一种可以检验投资组合风险的方法，因为他尝试利用投资组合内每一个股票标准差的相互关系，来计算出标志变异数；而标志变异数可以测算出一群股票组合未来的可能走势。如果两只股票的标志变异数越高，那么这两只股票的股价走势就越趋于同步。相反，彼此间标志变异数越低，则表示彼此走势多朝相反方向运动。马科维茨认为，投资组合的风险不在于每一只股票的标准差，而在于该组合中每只股票的标志变异数。如果投资组合中每一只股票的走向均一致，当不景气时，所有股票一起大跌的可能性就高。如果将风险虽高但走向相反的股票放在同一投资组合中，该组合风险就会大幅下降。

投资人首先必须了解自己所能承担的风险系数，并在该范围区间运用分散风险的方法，建立起高效益、低标志变异数的投资组合。然而，就是这本书，连同马科维茨几年前发表的论文中所表达的观点一样，不知为什么被当时许多投资专家弃之不用。唯一可以解释的就是人微言轻！



风险倍他系数

在马科维茨的第一篇文章问世后 10 年，一位名叫比尔·夏普（Bill Sharpe）的博士研究生登门拜访了马科维茨，而马科维茨当时在世界著名的兰德研究所（Rand Institute）从事线性规划研究。夏普当时还没有想好博士论文的题目，南加州大学的一名教授建议他去见马科维茨。两人见了面，马科维茨告诉夏普，他的投资组合理论需要随时不断地找出组合内部的标志变异数，以便能计算出该组合的风险度。夏普很仔细地听完马科维茨的阐述，然后又回到了南加州大学。

一年后夏普的博士论文完成，题目是“投资组合的简单分析模型”（*A Simplified Model of Portfolio Analysis*）。虽然他谦称自己博士论文的灵感完全来自马科维茨以前的理论，但他提出了比计算投资组合内标志变异数更加简便的方法。从此之后，人们就不用再像马科维茨一样去花大量的时间没完没了地计算标志变异数。

夏普认为，每一只股票均与某些影响股票价格的因素相关，这些因素可以是大盘指数、国民生产总值或其他相关的价格指数等。根据夏普理论，只要某项因素是最重要的，分析师就只需分析这一股票价格与该因素之间的关系。和马科维茨的理论和做法相比较，夏普的模型大大简化了计算风险的过程。

拿股票作例子来说，根据夏普理论，对单一股票价格走势最有直接影响的因素大概就是股票市场的整体表现，也就是大盘指数。还有虽没有直