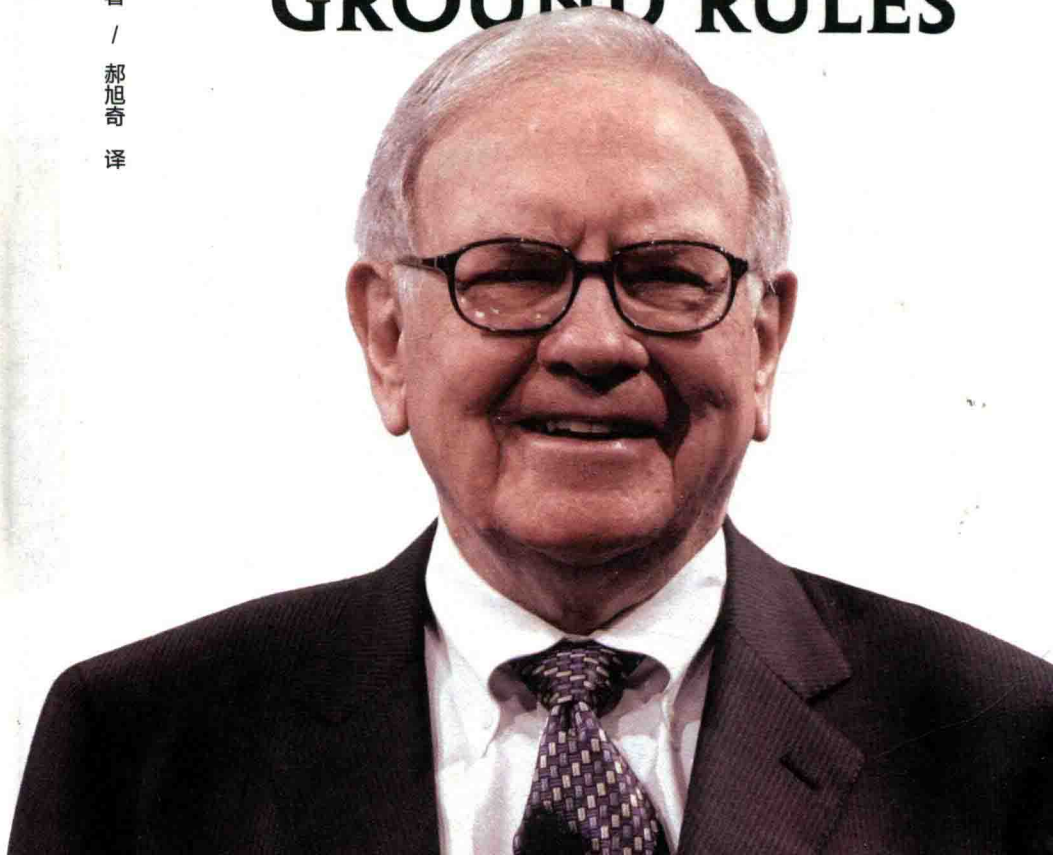


巴菲特 致股东的信

／ 投资原则篇 ／

WARREN BUFFETT'S GROUND RULES

「美」杰里米·米勒 (Jeremy C. Miller) 著 / 郝旭奇 译



巴菲特 致股东的信

／ 投资原则篇 ／

[美] 杰里米·米勒 (Jeremy C. Miller) 著 郝旭奇 译



图书在版编目(CIP)数据

巴菲特致股东的信·投资原则篇/(美)杰里米·米勒著;郝旭奇译.--北京:中信出版社,2018.10
书名原文:Warren Buffett's Ground Rules
ISBN 978-7-5086-8717-9

I. ①巴… II. ①杰…②郝… III. ①股份有限公司—企业管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第044541号

WARREN BUFFETT'S GROUND RULES by Jeremy C. Miller.
Copyright ©2016 by Jeremy C. Miller.
Published by arrangement with Folio Literary Management, LLC and The Grayhawk Agency.
Simplified Chinese translation copyright ©2018 by CITIC Press Corporation
ALL RIGHTS RESERVED
本书仅限中国大陆地区发行销售

巴菲特致股东的信·投资原则篇

著者:[美]杰里米·米勒

译者:郝旭奇

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)

承印者:北京盛通印刷股份有限公司

开本:880mm×1230mm 1/32

印张:13.25 字数:217千字

版次:2018年10月第1版

印次:2018年10月第1次印刷

京权图字:01-2016-8785

广告经营许可证:京朝工商广字第8087号

书号:ISBN 978-7-5086-8717-9

定价:68.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题,本公司负责调换。

服务热线:400-600-8099

投稿邮箱:author@citicpub.com

谨以此书纪念我亲爱的朋友兼同事彼得·索尔（Peter Sauer，1976—2012）。彼得，你过早地离我们而去了。你在世时取得了诸多伟大成就，却始终虚怀若谷。

本书引用沃伦·巴菲特致股东的信件的内容已获其允许。

除此之外，巴菲特先生与本书的写作再无任何关联。

换言之，书中的智慧都是他的功劳，书中的错误都是我的纰漏。

为了保持引文叙述的连贯性，省略部分并不总是标明。¹

推荐序

先脚踏实地，再仰望星空

但 斌 深圳东方港湾投资管理股份有限公司董事长

在《时间的玫瑰》一书中，我曾感慨“巴菲特之所以伟大，不在于他在75岁的时候拥有了450亿美元的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守”。

在巴菲特25岁成立合伙公司的前夕，他向自己的投资人提出了投资的“基本原则”，基本原则成为他经营伯克希尔之前运作私募基金的核心投资理念。在合伙公司运作的13年时间里，巴菲特的收益每年超越道琼斯指数，创造了累计1 403%的优秀回报率，平均年复合回报率高达25%，同期道琼斯累计收益率仅为185%。更加让人钦佩的是，在这13年的时间里，有4年指数的收益率都下跌了6.2%~15.6%不等，而巴菲特合伙公司却从未出现过一年亏损。

米勒通过这13年巴菲特致股东的信，讲述了巴菲特在运作基金时所坚持的基本原则，向我们展示了年轻的巴菲特在初出茅庐

时，所坚持的投资真理、设计合伙基金结构的想法，以及在此期间三种不同的投资策略，系统地讲述了那些巴菲特在年轻时就清楚的问题。

巴菲特有句名言：“投资有两条原则，第一条原则是保证本金安全永远不要亏损；第二条原则是请谨记第一条。”从年轻的巴菲特致股东的信中，我们能充分感受到他在经营合伙公司的投资管理上所带着的深刻的“保守”意识或风险意识，这一点非常值得我们学习！他曾在信中指出：“对以往策略的保守性进行理性估计的方法之一就是市场下跌时分析收益绩效。”我们看到，在经营基金的13年中，道琼斯指数有4年是下跌的，如果把这4年的收益绩效加在一起，巴菲特合伙基金的累计利润率是69%，而道琼斯指数是-33%，这意味着指数需要再上涨153%才能追得上他的业绩。

伟大的投资家恰恰都是风险控制的大师，除巴菲特以外，霍华德·马克斯所著的《投资中最重要的事》亦指的是风险控制，桥水举世闻名的全天候策略也是风险因子对冲的成果，像本书中提到的著有《股市稳赚》一书的投资大师乔尔·格林布拉特，在1985—1994年所管理的戈坦资本年平均收益达到50%，亦未出现过亏损。

风险控制在投资中，尤其是在股市投资中，之所以重要，缘于其反传统理念的一面。与债券投资中票息和市价之间所昭示的期望收益率不同，股票投资的期望收益非常隐晦，充斥着投资人的主观想象。芒格说：“差不多自打我成年后，同龄人中只有大概5%的

人能理解激励作用的力量，而我一直是其中之一，可是我却一直低估了这种力量。”股票投资中充满想象力的“期望收益”，对投资人的激励效果十分巨大，以至于人们盯紧着收益，而极少去考虑他们的期望能否实现，将输赢交给了命运女神。所以我们在分析师的报告中，经常看到通篇对投资机会的描述，甚至夸大陈述，而对于风险则是寥寥几语，结果通常是镜花水月、黄粱一梦。这是股票投资最致命的诱惑。

而从年轻的巴菲特的合伙公司的投资中，我们可以窥探到他对投资风险的态度和方法。

（1）理性的估值和期望：师承格雷厄姆，巴菲特在对企业的期望收益（即估值）上显得相当保守和理性，甚至使用清算价值对企业进行估值，与当时市场对于热门股票和股市的追捧和高溢价估值截然不同。

（2）善用安全边际：格雷厄姆的另一重要风控手段——安全边际，也成了巴菲特在合伙公司投资中有力的武器。我们知道，弯道事故的风险会因为车速的不同而不同，错过航班的风险会因为预留时间的不同而不同，投资时候的风险也会因为价格不同而不同。巴菲特在投资中一定会为自己对企业的判断和期望预留一定的“犯错空间”。

（3）集中投资：巴菲特的第三种风控手段是“集中投资”，这与现代金融学所倡导的分散投资显然不同。年轻时候的巴菲特深

知分散投资或许可以化解收益波动或暂时亏损的风险，却无法化解因判断失误而发生永久性亏损的风险，同时还会因为股票数量的增加，期望收益被不断稀释。实际上，巴菲特意识到，“如果你真的能找到6家生意不错的公司，那就是你实现投资多元化所需要的数量”，他也将自己单个股票的投资上限提高到了40%的比例。

（4）耐心：巴菲特打过一个比方，投资可以把钱亏光，但投资的赢利机会却是源源不断的，与击球手相比，投资者幸运的是可以等待全垒打而不会被三振出局。所以，耐心和无限选择权是他控制风险的又一种优势。

先脚踏实地，再仰望星空。米勒向我们展示了年轻的巴菲特是如何运用这种“保守”投资理念，创造了至今仍受人仰望的基金业绩的。就像芒格常引用的《天路历程》中的一句话所说，“我的剑，留给能挥舞它的人”。这位伟大的投资家留给我们的智慧之光，照亮了中国股市和私募基金不断摸索前行的道路，让我们深受启发。

2018年8月30日

导 言

无论我管理着 100 万美元，还是 1 000 万美元，这都没有关系，我都会满仓投资。在 20 世纪 50 年代时，我曾经实现过最高收益率，完胜道琼斯指数。你们确实该看看那些数字。但是话说回来，我当时的投资微不足道。没有太多钱确实有相当大的好处。我觉得我一年应该能在你们投入的 100 万美元上为你们赚到 50%。不对，是我知道我能。我可以保证这一点。¹

——沃伦·巴菲特，《商业周刊》，1999 年

1956 年，巴菲特在纽约市为他的导师，也是价值投资的奠基人——本杰明·格雷厄姆工作。格雷厄姆决定退休的时候，打算把他管理的格雷厄姆-纽曼合伙公司中的一部分赠予他这位最棒的学生，但是当时 25 岁的巴菲特选择了返回家乡。没过多久，应四位家庭成员和三位朋友的请求，巴菲特建立了一个新的投资合伙公司——巴菲特联合有限公司^①。但是，在同意接受他们的支票前，巴菲特要求与他们在奥马哈俱乐部共进晚餐，大家费用平摊。²

那天晚上，巴菲特给每个人发了几页法律文书，其中包含正式的合伙协议，同时他还告诉大家不要太担心这些文件的内容，

^① 1962 年 1 月 1 日，巴菲特把所有的合伙公司放进了一个单独的实体——巴菲特联合有限公司（BPL）。

他向大家保证不会出现意外。这次把大家召集起来是为了讨论一件在他看来更重要的事：投资基本原则。他已经把这份文件上的一系列原则用复写纸复写了好几遍，并仔细检查了每一个要点。巴菲特坚持拥有完全的自主权。他不打算讨论合伙公司究竟要做什么，基本没有告诉大家他实际持有股份的任何细节。他告诉大家：“这些基本原则就是我们的投资哲学，如果大家一致同意，我们就一起走；如果有人不同意，我也理解。”³

基本原则

基本原则1：合伙公司绝对不向合伙人做任何收益率保证。按照每月 0.5% 利率提取资金的合伙人就是在提现。如果我们的长期收益率高于每年 6%，合伙人的赢利金额会大于提现金额，合伙人的本金会增加。如果我们的收益率达不到 6%，则每月的利息有一部分或全部是本金的返还。

基本原则2：对于每月提取利息的合伙人而言，某一年我们的业绩没达到 6% 以上，下一年他们得到的利息会减少。

基本原则3：我们在讲每年的收益或亏损时，说的都是市值变化，也就是年末与年初相比，按市值计算的资产变化。在任何一年中，我们所说的合伙公司的年度收益与应税所得额基本无关。

基本原则4：我们这一年是赢利还是亏损并不能衡量出我们做

得好还是不好。评价标准理应是同证券市场的普遍表现相比，我们做得怎么样，可以参考的标准包括道琼斯工业平均指数，以及一流投资公司的表现等。如果我们取得的结果好于这些参考标准，那么我们这一年就干得不错，而不用去管我们是赢利还是亏损；如果我们比市场表现差，朝我们扔番茄也绝无怨言。

基本原则5：虽然我认为5年是一个更加合适的时间段，但是退一步说，我觉得3年绝对是评判投资绩效的最短周期。大体上看，我们的合伙公司在未来某几年的表现会弱于道琼斯指数，这是毫无疑问的。如果在连续三年或更长的时间段里我们的投资绩效表现糟糕，那无论是你们还是我自己都应该考虑一种更好的让资金保值增值的方式。但如果在牛市行情中这三年内引爆了大量投机，那么即便我们的投资回报率弱于市场，也要另当别论了。

基本原则6：我不做预测股市涨跌或经济波动的事。如果你觉得我能预测出来，或者认为不预测就做不了投资，合伙公司就不适合你。

基本原则7：我无法向合伙人承诺业绩，我能做出承诺并保证做到的是：

(1) 我们选择投资的依据是价值高低，不是热门与否。

(2) 我们在每一笔投资中都追求极大的安全边际并分散投资，力图将永久性资本损失（不是短期账面亏损）的风险降到绝对最小值。

(3) 我的妻子、子女和我会把我们的所有净资产都投在合伙公司里。⁴

那天晚上，受邀到奥马哈俱乐部的人全都签了字，巴菲特收了他们的支票。之后，每当有新合伙人加入，巴菲特会带着他们每个人都仔细地过一遍上述基本原则。然后，每年他会发给每位合伙人一份更新过的文本。

在后面的数年里，巴菲特在一系列信件中向这一小群逐渐壮大的追随者报告他的业绩表现，讲述他的操作。他把这些信件当成教学工具，来巩固和发展基本原则背后的理念，讨论他对未来业绩的期望，对市场环境做出评价。最初，这些信件是每年写一封，但是后来有很多合伙人抱怨“一年一封信总要盼很长时间”，他就开始至少每半年写一封了。

这些“致股东的信”按时间顺序记录了他的投资理念、投资方法，同时及时反映了他在伯克希尔-哈撒韦公司任职前的状况，后来的情况显然更加广为人知。合伙公司时期他在投资方面获得了史无前例的巨大成就，甚至可以和他在伯克希尔的业绩相比肩。虽然他预计每年收益会出现涨涨跌跌，但是他认为获得高于道琼斯指数 10% 的收益率在 3~5 年的考察期间里是可以实现的，这也正是他设定的目标。

他的业绩远远好于此。他一直都能超越市场指数，从来没有

哪一年亏损过。整个投资期间，除去各项费用后，在他的管理下，合伙人的资本实现了将近 24% 的年复合收益率。这段早年经历中有几年是他投资生涯中收益表现最好的时间。

对各类风格的投资者来说，不论是新手还是业余投资者，抑或是经验丰富的专业人士，巴菲特在信件中的评述都是经久不衰的经验总结，这些经验指引着大家。它们涵盖了一系列长期受用且相当有效的原则和方法，从而避免了当今（或者任何时候）市场上充斥的各类潮流和技术性陷阱。尽管这些经验中确实包含那类符合老练的专业人士胃口的复杂分析，但这些信件也是巴菲特亲自撰写的投资入门手册——信中介绍的方法大多是基础常识，应该适合每个人阅读。

致股东的信及其中的智慧第一次在本书中得以完全引用，其中包含了一些特别基础的原则，比如他在多数人抛售时反而吃进的反向分散化投资策略，他对复利近乎神圣的崇拜，以及他的保守型（与传统型截然不同）决策制定过程。信件中还包括不同类型的投资方法，诸如低估值型、套利型、控股型，这是他的三类首要“运作策略”，这些策略随着时间的推移发展成有趣而重要的方式，我们将对其进行探索。

至关重要的一点是，这些信件具有重大价值，因为它们记录了一位手中最初只有一小笔资金的年轻投资者在成功过程中的思维模式——投资者可以采纳并运用这种思维形式，在自己深入市

场探险的过程中获得长期成功。这些信为以长期价值投资策略为导向的人们提供了强有力的支撑，尤其是在市场动荡时期，当我们容易聚焦于使用数倍杠杆的短期投机行为时，这种长期有效的投资策略更加显得难能可贵。信中展现的稳健性和自律性原则不会受时间影响，这一直都是巴菲特成功的基石。

如果年轻的巴菲特在今天建立起他的合伙公司，毫无疑问，他会取得同样巨大的成就。事实上，他保证自己仅仅用今天的几百万美元就能获得 50% 的年收益率，这是不容置疑的。用小笔资金实现这么高的收益率在数年以前可以实现，现在也一样可以，因为他是一个精明的投资者。而且市场依然不能有效调节，对那些不知名的小企业来说更是如此。然而，只要股票继续如此不长记性，由于投资者的恐惧和贪婪导致股价波动，任何一个进取的投资者只要投资思路合理，就有机会获得相当好的收益。

今天，依然还是有很多人缺乏坚定不移的意志，不能坚守价值投资的原则。在一封又一封信中，巴菲特又回归他那些投资原则不变的本质上来，这些原则里，态度重于智商——即使对最有经验的投资者来说，坚持自己的投资策略而不被潮流吸引也是最难做到的事情之一。每个人都能从巴菲特身上学到他是如何掌控自己的投资心态的。

本书中每一章都是围绕着致股东的信中的一个观点或者主题展开，以后各章的基本格式都一样，开篇是一段概括性文字，向

大家讲述一些背景故事。希望这可以帮助读者理解这些文字的历史背景，同时增强这些内容与当前时代的联系。

而后，文中完整呈现了从致股东的信中摘取的评论性文字。这不仅可以让读者痛饮来自巴菲特笔下的甘泉，还使得本书成为在当下了解其工作成果的有用的参考工具。在每一章的话题下，所有评论汇聚起来往往更具启发性意义。我们可以在许多封信件中看到以各种形式出现的评述，巴菲特在其中重复了某些观点，记录了他的思路历程。如果按时间顺序看这些信件的话，就很难发现这些要点了。

巴菲特从来没有出版过投资方面的教科书，至少从传统的字面意义上来看确实如此。除了他写过的文章和记录下他谈话及演讲的文字，我们能得到的就是他的这些信件了。实际上，这些信件和他从 1957 年到今天走过的路程是一致的，反映了他完整的投资生涯。“致股东的信”代表了这段路程的第一阶段，我很高兴和大家一同分享这些信件。希望大家享受这一阅读过程，就像我享受将它们重新组合的过程一样。

十分感激巴菲特先生把他的信件托付给我，让我在本书中使用它们。同时再次强调，除此之外，他本人和本书写作过程再无关联。本人希望以巴菲特先生认同的形式呈现这些信件，同时使新入门的投资者和经验丰富的专业人士都可以从中受益。

目 录

推荐序 先脚踏实地，再仰望星空 但斌 / VII

导言 / XI

基本原则 / XII

第一章 本书用意 / I

本杰明·格雷厄姆的基本原则 / 4

市场先生 / 7

持有股票犹如坐拥公司 / 8

市场猜想 / 10

可预测的股价回落 / 12

摘自“致股东的信”：投机行为、市场猜想及市场回落 / 13

智慧锦囊 / 17

第二章 复利增值 / 19

复利带来的乐趣 / 24