

胜券在握

股市奇才——

胜君
编译

华伦·巴菲特的投资策略

25

辽宁民族出版社

胜券在握

胜 君 编译

辽宁民族出版社出版发行

(沈阳市和平区北一马路108号)

辽宁省新闻出版学校实习厂印刷

字数：220 000 开本：850×1168 1/32 印张：11

印数：1—10 000

1997年1月第1版

1997年1月第1次印刷

责任编辑：潘晓明 责任校对：王晓虹

封面设计：田 耕 版式设计：田三采

ISBN 7-80527-808-3/F·33

定价：16.80元

前 言

我们编写整理出《胜券在握》，这本书基于下列两个重要理由：其一，社会经济发展已到达了面对现实强烈竞争时期，迫切渴求实际指导的知识，以寻求赢的策略；其二，我们的商业活动，也已从国内竞争的基础扩大到国际竞争的新领域，数十年来，历经大大小小商战，积存了点点滴滴的实战经验，把这些智慧留下来，以求未来面对更严酷的挑战时，能有所借鉴与突破。

我们特别强调“实战”，因为我们认为唯有在面对竞争对手强而有力的挑战与压力之下，为了求生、求胜而拟定的种种决策和执行过程，最值得我们珍惜。经验来自每一场具体“战役”，所有的胜利成果，都是靠参与者小心翼翼、步步为营而得到的。我们现在与未来最需要的是脚踏实地的实践者，而不是缺乏实际商场作战经验、单凭理想的“空想家”。

我们重视“智慧”。“智慧”是冲破难关、克敌致胜的关键所在。在实战中，若缺乏智慧的导引，只恃吕布冯河之勇，与莽夫有什么两样？翻开历史上赫赫有名战役，都是以智取胜。孙子兵法云：“兵者，诡道也。”意思也明指其他，也包括股票竞争场上，智慧的重要性与不可取代性。

《胜券在握》的基本精神就是提供实战经验，启发经营智慧。我们请专人收集欧、美、日最新有关这类书籍参考；并特聘专家学者对累积的经验智慧，作深入的整编与研究。我们希望这两条

源流并行不悖，一方面汲取先进国家的智慧，作为他山之石，另一方面则是加强我们经营根本的唯一门径。今天不做，明天会后悔的事，就必须立即去做。中国经济的前途，需要有志之士，一起来参与策划，集涓滴成洪流，为中国经济的繁荣共同奋斗。

《胜券在握》记录股市今昔之变，诠释企业兴衰之理。并做了大量产业史、企业史的记录与分析工作。从企业发展经验中，提炼管理思想的精华。切实协助企业能有史为鉴，知兴亡、知得失，为其自身的发展提供有益营养。

我们深深确信，植根于经验的经营实战智慧是绝对无可替代的。另一方面，我们也要留心收集，筛选欧、美等经济先进国家企业竞局的著名商战战役与世界著名企业领导者深具启发性的商战事迹，为我们的读者提供多方面的借鉴。

目前，在各地的股民日益增多，用股票赚钱亦是一种“经营”。我相信《胜券在握》描述的是一个简单的方法。不用学习电脑程式，也不用阅读难懂的投资银行业务手册。不论你的资本财力足以买下一家公司10%的股份，或仅足以应买一百个股份，本书皆可助你获得有利的投资报酬率。不管它是成长型共同基金、指数基金或是整个投资市场，你都可以据自己的力量向其进攻。

你必须去深入研究市场上的短期波动，你的情绪必须保持处变不惊，这样才能成功。若是常常需要来自股票市场的印证，你从本书获利的可能性必然减少。但若你能独立思考，并运用简单的方法，又有勇气坚持信条，则获利的机会就会大为增加。如果人们一提股市就哀声叹气或臭骂股市害他们赔钱，不愿再投注资金到股市，就可以把在定存或货币市场基金中的钱转移到股市相关投资。如此来回“操作”，过一段时间，就可以累积大笔财富。

就这么简单？为什么经验告诉我们，当大家都一窝蜂、几近疯狂的在股市里抢进抢出时，就是股市涨势近尾声，涨无可涨的时候；就连原本不太注意股市投资的人——如营业员、老师、家庭主妇、和尚一齐都进股市了，就显示可动用资金差不多都投入股市了，接下来就是后继乏力，再没有资金可推升股市，股市必跌！相反的，当多数人都不对股市抱有希望不顾再沾染相关投资时，表示搞股票的人都卖得差不多了，股市跌无可跌，只要有资金投入，就可以反弹涨升。

其实道理真的很简单，只是绝大多数人是反其道而行，股市很热，股价明显举升了才会进场；相反的，只要一有风吹草动，看到有人抛售股票就疯狂杀出。前者是贪，后者是怕；因为贪所以追高，因为怕所以杀低，一来一回的结果是，少赚多赔。这就是为什么绝大多数的股市散户赔钱的原因。

投资要赚钱，头脑清醒、理性而不受情绪左右十分重要，偏偏股票市场是一个不理性的市场，是情绪的聚积场所，各式各样的人的喜、怒、哀、乐、兴奋、抑郁大量汇集激昼，于是多数人的投资结果都事与愿违。

所以，过去几年我们建议人最好不要自己投资股票，除非你真的懂，具备相关的知识，有时间、精神可以做研究分析，并且能够冷静、理性的做投资决策，否则不如投资由专业人士为你操作共同基金。

一提到相关知识、研究分析，很多人可能会认为是很专业的东西，证券业者当然也认为只有他们那种行业才懂，并极力自我推荐，希望成为你的投资伙伴，急于告诉你一些财经情势或诸如各种基本分析、技术分析的结果，而建议你买这个、卖那个。

事实上，投资获利的判断基础十分简单，那就是判断买卖时机，以及买什么。买卖时机的判断如我前面所说那样，大家都抢着买时以好价钱卖掉（人欲我予），大家都不想要的时候以低价买进（人弃我取）；要做到这样，不需要预测经济情势，也不需要做股市分析，只要留意周遭的人对市场的反应就够了。更重要的是买什么。

通过这本书，可以让我们反思，投资获利其实不难，只要稳扎稳打、有耐心、纪律，不要想一步登天就好了。多数人投资赔钱，就是因为想一步登天，短期获取暴利，结果沦为投机，当然就赚少赔多。

《胜券在握》是一本难得的好书，值得反复再读，用以汲取投资策略的精髓，在投资市场中长期获利。

编译者

1996年12月

从投资一百美元起家，至今华伦·巴菲特已创造了上亿美元的财富，这位被喻为当今“最伟大的投资者”以简单的投资策略及原则，不做短线进出、不理睬股市每日的涨跌、不担心经济情势、妥善管理手上的投资组合，创造另外一种不同于投机客的投资典型。

目 录

前言.....	1
第一章 卓越非凡.....	1
个人小传和投资事业的开始.....	2
早期的波克夏哈萨威.....	6
保险事业投资.....	8
非保险投资事业.....	11
新公司探索.....	14
查理.....	21
卓越的领导风格.....	26
第二章 两位智者.....	32
班杰明·葛兰姆.....	33
菲利普·费雪.....	46
两者风格的比较.....	52
青出于蓝.....	53
第三章 盲从的短线投机客.....	59
市场先生.....	60
预测.....	61
投资组合的避险功能.....	63
不按牌理出牌.....	64
市场真正的价值.....	65

经济因素	67
通货膨胀	68
经济商誉	73
投资组合的管理	77
不透明盈余	84
旅鼠	88
盲目投资	88
分散投资的谬误	89
第四章 收购企业	92
企业原则	93
经营原则	97
盲从法人机构	103
财务原则	106
市场原则	112
聪明的投资人	118
第五章 永久持股	120
华盛顿邮报公司	121
GEICO 企业	138
首都/美国广播公司	155
摘要报告	172
可口可乐公司	173
永久的合作关系	187
第六章 固定收益有价证券	189
债券	192
套利	196

可转换特别股.....	199
所罗门股份有限公司.....	200
美国航空集团.....	205
国际冠军公司.....	209
美国运通公司.....	210
可转换特别股的真实价值.....	213
第七章 有价股权证券.....	215
吉列公司.....	216
通用动力公司.....	224
联邦住宅贷款抵押公司.....	231
健力士公司.....	237
威尔斯法哥公司.....	245
第八章 买进表现良好的股票.....	255
加内公司.....	256
匹兹堡国民银行企业.....	261
所罗门股份有限公司.....	267
美国运通公司.....	273
华德迪士尼公司.....	279
第九章 特立独行者.....	287
观察企业全貌.....	288
忽视短期价格变化.....	289
关系投资.....	291
华伦·巴菲特的投资策略.....	293
华伦·巴菲特投资策略的精华.....	305

第一章 卓越非凡

我不放弃我所熟稔的投资策略，虽然这方法目前很难在股市赚到大钱；但我不会去采用自己不了解的投资方法，这些方法未经理论验证过，反而有可能产生巨大亏损之风险。

多年来，学术界人士和投资专家们，一直在辩论所谓“效率市场理论”的可行性。这个颇受争议的理论，暗示着分析股票是浪费时间的，因为所有有用的讯息都反映在目前的股价上。那些坚信此理论学说的人半开玩笑地表示，一个经验丰富的财务分析师花几小时阅读最近的年报或每季报表所得到的结果，投资专家直接投掷飞镖在股票报表上，便能成功地得到一样的结果。

尽管如此，仍然有一些人不断打破那些主要的经济情势指标，而获取成功——最有名的例子便是华伦·巴菲特——这暗示“效率市场理论”学说仍有其缺点。但是，效率市场理论学派的人士则表示，不是其理论学说有缺点，而是像巴菲特的情况是一种统计学上罕见的“five-sigma”现象。

1993年秋天，《富比士》杂志编列一份美国最富有人士的排行榜，榜上除了杜邦、麦伦、皮尤、洛克菲勒等几个家族之外，还有69名个人，他们各自拥有净值估计在10亿美元以上的财产。其

中名列榜首的华伦·巴菲特，拥有净值 83 亿美元的财产。在这 69 个人中，巴菲特是唯一自股票市场获得财富的人。1956 年，他用 100 美元开始他的投资生涯；13 年之后，他拥有的现金高达 2500 万美元；22 年之后，他已拥有全美最多的财富。但为了能真正欣赏巴菲特，你不应该只注意他的钱财和丰功伟绩。

个人小传和投资事业的开始

华伦·爱德华·巴菲特，1930 年 8 月 30 日出生于内布拉斯加州的奥玛哈。他是霍华德和莉拉·巴菲特的儿子。霍华德·巴菲特，奥玛哈的长期住民，是当地的一个股票经纪人和共和党的国会议员。当华伦·巴菲特还是个小男孩时，便对数字着迷。他能很轻易地在脑海里作数学运算。8 岁时，巴菲特开始阅读他父亲所收藏的股市书籍。11 岁时，则在父亲担任经纪人的哈李斯厄汉公司记录股价板。同年他买进自己的第一个股票：城市服务特别股。

当巴菲特因为父亲任职国会，而迁往华盛顿特区居住时，他的兴趣转向自创投资事业。13 岁时，巴菲特替两家报社，《华盛顿邮报》和华盛顿《时代先锋报》送报。他用自己的存款购买两台单价 25 美元的二手弹子机，并将它们放置在当地的理发院。很快地，巴菲特便拥有了七台弹子机，而且每星期还能拿 50 美元回家。不久后，巴菲特与一个中学朋友用 350 美元买下一部 1934 年的劳斯莱斯，并以每天 35 美元的价格出租。至 16 岁中学毕业时，他已有 6000 美元的存款。

受教班·葛兰姆

当他在内布拉斯加州大学念大二时，巴菲特读到班杰明·葛兰姆的经典之作《聪明的投资人》。这篇有关投资的论文对巴菲特影响深远，所以在拿到学士文凭之后，他便离开故乡奥玛哈远行至纽约，进入哥伦比亚大学商学研究所就读，受教于班·葛兰姆。葛兰姆一向鼓吹了解一公司实际价值的重要性。他相信能正确计算出这个价值，并以此作为购买股票参考的投资人，能获得较佳的利益。这套数学方法，引发了巴菲特对数字的敏锐度。

从哥伦比亚大学得到经济学硕士学位之后，巴菲特回到奥玛哈，在他父亲的经纪公司里担任一项固定的职位。在这时期内，巴菲特他和从前的老师保持联络，并写信告诉他许多投资的主意。1954年，应葛兰姆之邀，巴菲特迁回纽约加入葛兰姆——纽曼公司。在此时期，巴菲特完全沉浸在他良师的投资方法里。除巴菲特之外，葛兰姆也雇用了华特·史洛斯，汤姆·奈普，和比尔·阮尼。28年来，史洛斯继续在WSJ有限公司经管金钱。奈普，普林斯顿的化学专家，是特威迪，布朗合伙公司的创始人之一，而阮尼则创立了西格雅基金。

创立合伙投资事业

1956年，葛兰姆—纽曼公司解散。当时61岁的葛兰姆决定退休，巴菲特则回到奥玛哈，带着从葛兰姆得到的知识与来自亲朋好友的财力支持，开始他的有限合伙投资事业。当时，他才25岁。

合伙公司开始时，由七个有限责任合伙人，一起出资10.5万美元。主要合伙人巴菲特，从100美元开始投资。那些有限合伙

人每年回收他们投资的 6%，和超过此固定利润以上之总利润的 75%。巴菲特的酬劳则是另外的 25%。往后的 13 年，巴菲特的金钱以每年 29.5% 的复利成长实属不易。虽然道琼工业指数在那 13 年中，有五年是下跌的，但巴菲特的合伙公司却依然持续不坠。

巴菲特向他的合伙人保证，“我们的投资将以实质价值而非热门股作为投资的选择基础”，并保证“将会尝试减低长期的资本损失（非短期的名目股价损失）。”在合伙期间内，巴菲特不仅只买下较冷门的股票，也尽量保持对许多公营事业及私人企业的兴趣。1961 年，他买下丹普斯特米尔制造公司，那是一家生产农业设备的公司。1962 年他开始购买一家叫作波克夏哈萨威纺织公司的股票。当时它正艰苦支撑其营运。

随着知名度的增加，有越来越多的人要求巴菲特替他们理财。而随着投资人的陆续加入，越来越多的合伙关系也跟着成立，直到 1962 年巴菲特决定重组这些合伙关系，成为一个合伙体。那一年，他把他的合伙营业处，从家乡搬到位在奥玛哈的奇威特广场，至今他的营业处仍在这里。到 1965 年之前，合伙体的资产已达到 2600 万美元。

拒绝投机

1969 年，巴菲特决定结束合伙投资。他发现市场里充斥着投机风气，而真正有价值的投资却相对难求。在 1960 年下半年，市场被一些高价位的成长型股票所主宰。“俏皮的五十”（所谓五十，指的是本益比）常挂在每个投资人的口中。像雅芳、IBM、宝丽来和全录等公司的股票交易，其本益比高达 50 到 100 倍。巴菲特写信给他的合伙人，坦承他已跟不上目前市场环境的步调。“然而，在某一点上，我

是清醒的，”他表示，“我不放弃我所熟稔的投资策略，虽然这方法目前很难在股市中赚到大钱，但我不会去采用我不了解的投资方法，这些方法未经理论验证过，反而有可能产生巨大亏损之风险。”

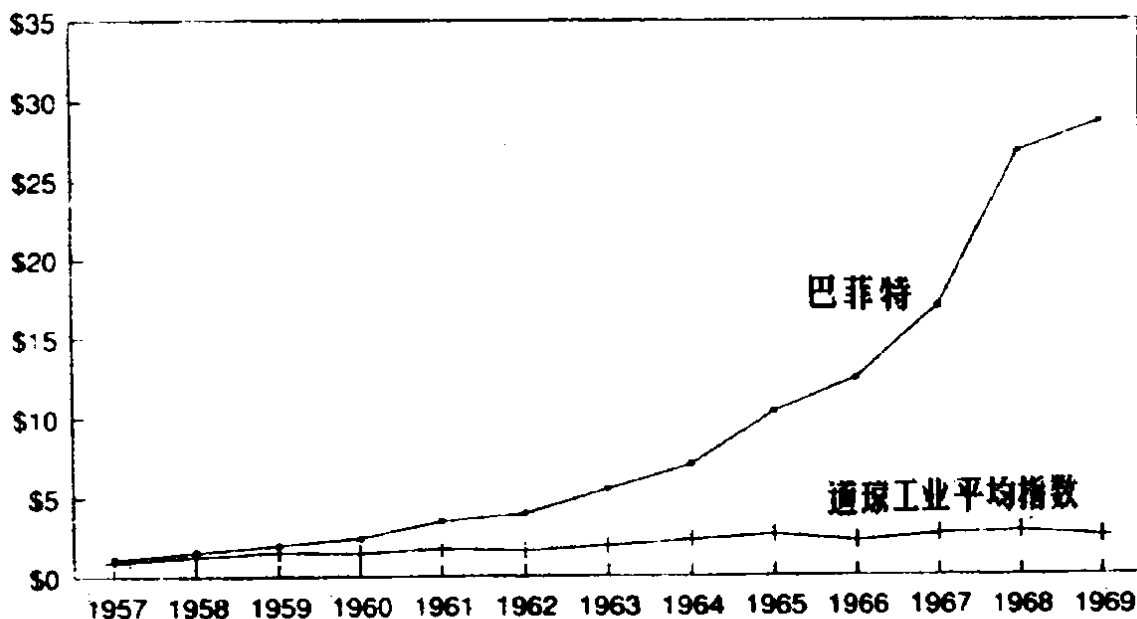


图 1. 1 投资金额累计，巴菲特合伙体与道琼工业平均指数

在合伙之初，巴菲特曾经立下目标，希望每年的获利率平均超过道琼工业指数报酬率十个百分点。在 1957 年和 1969 年之间，他的确做到了——不只十个百分点而是二十二个百分点（见图 1. 1）！当合伙解散的时候，投资人各自收到他们投资比例的利润。有些投资人学到了市府公债投资，有的则被指定为资金管理人员。唯一受巴菲特推荐的人是比尔·阮尼，他是哥伦比亚的同班老同学。阮尼同意经营管理一些合伙人的金钱，西格雅基金因此诞生。其他的合伙成员们，包括巴菲特，将其股份投资在波克夏哈萨威。巴菲特的合伙持份已经成长到 2500 万美元，这使他足以控制波克夏哈萨威。在未来的 20 年里，巴菲特和波克夏的财富皆持续狂涨。

早期的波克夏哈萨威

波克夏棉花制造公司，于1889年成立，40年后，波克夏与其他纺织工厂合并，成为英国最大的工业公司之一。在此时期，波克夏生产全国棉花所需的约25%，并消耗掉新英格兰发电量的1%。1955年，波克夏和哈萨威制造公司合并，公司名字也跟着改为波克夏哈萨威。

很不幸地，在合并后的几年里，景气持续低迷。不到十年，股东权益就已经滑落一半，营运损失也超过1000万美元。尽管公司合并的结局如此悲惨，巴菲特合伙体仍在1965年取得波克夏哈萨威的控制权。在后来的20年，巴菲特连同管理纺织部门的肯恩·却斯，虽一起努力想重振新英格兰的纺织业，结果却非常令人失望，股东权益报酬率勉强才达到两位数。

在1970年末，波克夏哈萨威的股东们，开始质疑继续投资纺织品是否为明智之举。巴菲特不隐瞒经营上的困境，但在许多场合里，他解释他的想法：这种纺织工厂是地方上最大的雇主；劳动力则来自年龄比较老的团体，他们的工作专业技术较难移转；管理阶层显示出高度的工作热诚；最后，巴菲特相信纺织企业仍有一些利润可图。然而，他清楚地表示，他希望那些纺织品部门，在适当的资本支出上赚取利润。“我不会因为只是为了要让我们公司的获利率增加一丁点，而去关掉一个利润低于正常的事业。”巴菲特表示。“我也觉得即使是一家有超额利润的公司，也不该资助一项在未来将有重大亏损的投资活动。亚当·史密斯不会同意我的第一点建议，而卡尔·马克斯也不会同意我的第二点建议；中庸

之道”他解释，“是唯一让我觉得舒服的投资策略。”

随着波克夏哈萨威进入 80 年代，巴菲特领悟到一些事情。首先，纺织品的特性使得企业想获得高利润几乎是不可能的。纺织品属日用品类，就定义来讲，日用品是很难和竞争者的产品有太大差异。来自外国的竞争厂商，雇用工资较便宜的劳工，把利益都榨干了。其次，为了维持竞争力，纺织工厂渴求大量的资金投入，以改良生产设备——碰上通货膨胀，此举相当骇人，如果企业回收的利润不足，将造成企业的灾难。

巴菲特面临抉择的困境。如果他为了要保持竞争，而在纺织部门作重大的资金投资，则波克夏哈萨威在一个不断扩张资本的基础下，所剩的将只有蝇头小利。如果停止投资，波克夏的纺织工厂在竞争力上，将落后其他国内纺织制造商。不论波克夏是否要再投资，国外的竞争者仍因雇用比较低廉的劳力而维持其优势。

到了 1980 年，年报显示出纺织部门未来的恶兆。该年度，纺织事业失去了它在董事长致辞中所享有的声望和主导地位。隔年在致辞中，甚至未作任何相关讨论。最后不可避免地，在 1985 年 7 月，巴菲特结束了纺织事业投资，也结束了一个一百多年的企业。

尽管在纺织投资上巴菲特遭到了挫败，但这并不代表他个人彻底的失败。首先，巴菲特在公司转型上学习到宝贵的一课：结论是它们很少成功；其次，纺织投资在较早的几年，确实创造了足够的资金，可以让波克夏买下一家保险公司，这是公司另一项辉煌的事迹。