

HZ BOOKS  
华章经管

WILEY

# 股神巴菲特 如何巧妙运用投资组合 笑傲股市？

此书我读了三遍，做了较详细的笔记，所获颇丰。

——读者心得

(修订版)

# 巴菲特的

# 投资组合

The  
Warren Buffett  
Portfolio

是投资主动型开放基金，还是投资指数基金？

是投资基金，还是投资股票？

(美) 罗伯特·哈格斯特朗 著  
Robert G. Hagstrom

江春译



机械工业出版社  
China Machine Press

F837.125/27

2008

(修订版)

# 巴菲特的

# 投资组合

The Mastering the Power of  
the Focus Investment Strategy  
**Warren Buffett**  
**Portfolio**

(美) 罗伯特·哈格斯特朗 著  
Robert G. Hagstrom

江春译



机械工业出版社  
China Machine Press

Robert G. Hagstrom. The Warren Buffett Portfolio: Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

Copyright © 1999 by Robert G. Hagstrom.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

**版权所有, 侵权必究**

**本书法律顾问 北京市展达律师事务所**

**本书版权登记号: 图字: 01-2008-1148**

、

### **图书在版编目(CIP)数据**

巴菲特的投资组合(修订版)/(美)哈格斯特朗(Hagstrom, R. G.)著; 江春译. —北京: 机械工业出版社, 2008. 4

ISBN 978-7-111-08035-0

I. 巴… II. ①哈… ②江… III. 股票-证券投资-基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 031994 号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 李 玲 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2008 年 4 月第 2 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 11.25 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-08035-0

定价: 28.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010)68326294

投稿热线: (010)88379007

# 前 言

*The Warren Buffett Portfolio*

在写《沃伦·巴菲特之路》一书时，我的目标是列出沃伦·巴菲特使用的选股工具或基本原则，以使读者最终能像巴菲特一样认真分析公司、购买股票。

此书的巨大成功是我们的工作取得成效的有力证明。在发行量超过 60 万册并被译为 12 种文字以后，我相信此书经受住了专家、投资者、学术界人士以及企业家的充分检验。到目前为止，来自读者和媒体的反馈是相当热烈而积极的。此书似乎确实起到了帮助人们聪明投资的作用。

正如我在许多场合说过的，《沃伦·巴菲特之路》一书的成功首先是沃伦·巴菲特本人的成功，他的才智和为人使世界上很多人人为之倾倒，他的学识和投资纪录使整个投资界着迷，其中也包括我。二者的完美结合使沃伦·巴菲特成为当今投资领域最受欢迎的楷模。

《巴菲特的投资组合》这部新著是《沃伦·巴菲特之路》的姊妹篇，而并非续篇。在这本独特的书中，我不经意地涉及到两项重要的领域：构建与认知，或简单的话来说是证券管理与知识获取。

我现在比以往更深刻地认识到，取得高于平均的收益绝非仅仅是选股的问题，也是你如何构建你的投资组合的问题。为了成功把握证券投资的航程，你需要在更高的层次上了解价格波动以及它对个体行为的影响。另外，你还需要一种特定的性情。所有这些想法构成了《巴菲特的投资组合》一书。

两本书相得益彰：《沃伦·巴菲特之路》提供给你英明选择普通股的工具，而《巴菲特的投资组合》则教你如何将这些股票组合起来并为管理它们提供了知识框架。

自从写作《沃伦·巴菲特之路》以来，我所有的投资都按照书中的基本原则去做。的确，我管理的共同基金“莱格·梅森集中信托”（Legg Mason FocusTrust）已成为书中推荐方法的实例。到目前为止，我很高兴地告诉大家，结果是令人鼓舞的。

在过去的4年里，除了获取投资经验以外，我还有机会学到了其他一些宝贵的课程，在此一并描述。巴菲特认为对数学和概率的基本掌握是十分重要的，投资者也需要了解市场心理。他警告我们依赖市场预测的危险性。然而，他的教导仅局限于单个领域。我们在分析他如何选股时有充足的材料，而巴菲特就概率、心理和预测的公开言谈却很少。

但是，这并不能减少此类知识的重要性，它意味着我必须根据自己的分析和他人的分析来填补空缺。为了这一目的，我靠数学家艾迪·桑波博士来帮助我更好地理解概率；靠查理·芒格来帮助我理解判断失误心理；靠比尔·米勒来教我关于复杂适应性系统的科学。

下面是对本书框架的简要介绍。本书基本上是由两大部分组成。第1章统领全书，对“集中投资”的概念及其相关因素进行了概括的综述。第2~5章构成第一大部分，它们论述了集中投资的学术背景及统计因素，还探讨了从集中投资家的经验中所应学到的道理。

集中投资仅有学术构架的支持是不够的，我们感兴趣的还有集中投资组合的业绩表现。不幸的是，到目前为止，集中投资组合的历史数据不足以得出任何在统计学上说明问题的结论，好在一项令人兴奋的研究有望改

变这种状况。

在过去的两年里，琼·兰姆-坦诺特博士和我就集中投资的理论及程序做了一项研究。我们对 3 000 种集中投资股票在不同持股期进行了深入的观察，然后将这些投资组合的表现与广泛多元化的投资组合的表现相比较。我们所选的多元化投资组合是当今在共同基金和机构账户上占主导地位的。比较的结果以学术文章的形式正式发表，题目为“集中投资：有别于主动管理或被动管理的另一种令人满意的证券投资战略”。我们的研究在本书第 4 章中用非学术的语言予以概括。

第 6~8 章是本书的第二大部分。我们将注意力转移到其他研究领域：数学、心理学以及新兴的复杂性科学。在此你会发现我从艾迪·桑波、查理·芒格和比尔·米勒那里学到的新概念。有些人可能对我们贸然进入似乎不相干的领域表示奇怪，但我认为没有对其他相关学科的理解，任何对集中投资的尝试都将失败。

最后，在第 9 章我对集中投资的特点进行了综述，并为开始投资并实施集中投资战略的人指明了方向。

罗伯特·哈格斯特朗

1999 年 2 月于宾夕法尼亚州韦恩

# 目 录

*The Warren Buffett Portfolio*

## 前 言

### 第 1 章 集中投资 ..... 1

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票,将你的大部分资本集中在这些股票上,不管股市短期跌升,坚持持股,稳中求胜。

### 第 2 章 现代金融的先行者们 ..... 14

1973~1974年的大熊市迫使许多专业人士去认真考虑学术领域的研究,这些研究提供了控制风险的新方法。过去几十年的盲目投机所造成的伤痛已不容忽视。从此,金融的命运不再掌握在华尔街或企业所有者的手中,大学教授成为现代金融的先行者。

### 第 3 章 巴菲特派的超级投资家们 ..... 27

我们将那些实施格雷厄姆的战略,并与巴菲特分享集中投资、大量持股这一价值理念的身体力行者称为巴菲特派的超级投资家,他们的投资业绩是对集中投资策略最好的说明。他们是:查理·芒格、比尔·罗纳、罗·辛普森,当然还有巴菲特本人。

#### 第4章 一种更好的衡量业绩的方法 ..... 49

当巴菲特考虑增加一项新投资时,他首先看看自己已拥有的投资,再看看新购入股是否比原来的更好。不管市场多么诡秘多端,你都要把握好选股、购股这一关,对你所持股公司的所有经济波动做到心中有数。

#### 第5章 沃伦·巴菲特的投资策略 ..... 65

沃伦·巴菲特的选股策略在过去的20年里几乎没有什么改变。他考虑的顺序总是选择公司、公司的管理状况、财务业绩以及现行价格。然而,在这看似简单的表面背后却暗藏着有关成长与增值的激烈争论。

#### 第6章 证券投资中的数学问题 ..... 84

如果把证券市场看成一个无定律的世界,则未免过于简单了。在股票的世界里,有几百种甚至上千种力量联合左右着价格,没有一只股票可以被肯定地预测。投资者的职责就是缩小范围,找出并排除那些最不了解的股票,将注意力集中在最知情的股票上。这就是对概率论的应用。

#### 第7章 投资心理 ..... 106

成功的集中投资家需要培养一种性情。股市的经常性波动容易使股民产生不安定的感觉,从而做出不理智的举动。你要对这些情绪耐心观望,并随时准备采取理智行动,哪怕你的直觉呼唤你采取相反的行为。

#### 第8章 市场是一个复杂多变的适应性系统 ..... 121

巴菲特对预测的立场是清楚明了的:不要浪费你的时间,不管是经济预测、市场预测还是个股预测,他坚信预测在投资中不占有一席之地。

#### 第9章 创造击球佳绩的球员在哪里 ..... 140

投资就好比一系列“商业”击球,要取得高于平均水平的成绩,必须等待直到企业进入“最佳”击球位置才挥棒。或许,并非投资者认识不到已经来了一个好球(一个好的企业),困难之处在于投资者总是忍不住要挥棒。看看巴菲特是怎样等待“好球”的。



附录 A .....	156
附录 B .....	167
译者后记 .....	170

## 第 1 章

# 集中投资

我们的投资仅集中在几家杰出的公司上。我们是集中投资者。

——沃伦·巴菲特

我至今仍记得我与沃伦·巴菲特的那次谈话，好像就发生在昨天。这次谈话对我是具有决定意义的谈话：首先，它彻底改变了我的思维方向；其次，它使一种证券管理的方法得以命名。我的直觉告诉我，这种方法不但科学合理而且长期以来被我们这行所忽视。这种方法就是现在我们称之为集中投资的方法，而且它与人们想象的多数经验丰富的投资者的做法大相径庭。

好莱坞电影已经为我们展示了一幅陈腐的券商工作的场景：他们疯狂地记笔记，同时用两部电话交谈，眼睛紧盯着不断跳跃着的计算机屏幕，只要股价稍有风吹草动就用力敲击键盘。

沃伦·巴菲特作为一位典范型的集中投资者却与上述疯狂的投资者模式相去甚远。这位被许多人认为是当今世界上最伟大的投资者通常讲话“轻声细语”、“极为务实”，而且更像是“一位长者”。他镇定的仪态出自于天生的自信，他的业绩和成就却颇具传奇色彩，难怪整个投资界对他的所作所为都甚为关注，这绝非偶然。既然沃伦·巴菲特将他的投资策略归纳为“集

中投资”，我们不妨了解一下什么是集中投资以及它是如何被操作的。集中投资是一个简单得不能再简单的想法，然而像很多简单的想法一样，它根植于一套复杂的彼此相关联的概念之上。如果我们将这个想法“举起来迎着光”仔细观察，我们会发现它的深度、内涵以及坚实的思想基础，这些都蕴藏于清亮的表面之下。

在这本书中，我们将逐一观察这些彼此相关联的概念。现在，我先向你介绍集中投资的核心概念。本章的目的亦反映出本书的目的：教你一种投资决策方法以及证券管理的新方法。特此警告：这种新方法很有可能与你以前被告知的投资股市的方法截然不同。它与传统思维方法的距离和沃伦·巴菲特距好莱坞的陈腐形象一样远。

集中投资的精髓可以简要地概括为：

选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。

毫无疑问，这段简述立即会在你的脑海中形成各种疑问：

- 我如何找出这些高于平均收益的股票？
- 究竟多少算做“少数几种”？
- 你说的“集中”是什么意思？
- 我应该持股多久？
- 或许你还保留了最后一个问题：我为什么要这样做？

对这些问题的全部答案均可在本书的后几章中找到。本章的任务是对集中投资策略进行一番综述并从你为什么这样做这一敏感问题开始。

## 当今的证券管理：二者择其一

就目前的状况，证券管理处处在两种竞争战略的拉锯战之中：活跃的证券管理和指数投资。

活跃的证券管理者不停地买卖大量普通股。他们的职责就是使客户满意，这意味着在股市上不断开创新业绩。或许有一天某客户使用最显而易见的衡量标尺问：“我的投资与整个市场的投资相比表现如何？”回答是比一般投资要好，这样他就将钱继续留在基金里。为了体现突出的业绩，活跃的证券管理者努力预测未来6个月里股票的走势，并不断更换其投资组合，希冀能从预测中获利。今天的普通股共同基金(mutualfund)平均拥有100种以上的股票，周转比率达到80%。

指数投资采取的是购买并持有这样一种策略。它收集并持有各种各样的普通股并创造性地将投资组合设计得贴近标准普尔500(S&P500)这一基准价格指数。

与活跃证券管理相比，指数证券投资的方法相对较新，应用不够普遍。进入20世纪80年代以来，指数基金战略已完全自成一体并脱颖而出，但是两派的倡导者一直相持不下，并要在最终的投资回报上比个高低。活跃派基金管理者认为，凭着他们高超的选股技巧，他们可以击败任何指数管理者，而指数派的战略家们则有近几年的辉煌历史做他们的后盾。1977~1997年20年的业绩追踪研究表明，能够打败标准普尔500的共同基金的百分比呈急剧下跌趋势，从早期的50%降到近4年的25%。1997年以来情况更糟，到1998年11月，有90%的活跃证券基金的业绩低于市场表现(平均比标准普尔500低14%)。这意味着只有10%的公司的业绩好于平均水平。

活跃证券管理的方式尽管被广泛采纳，但今后却很难超出标准普尔500这一水准基点，原因是他们每年疯狂地买卖上百种股票，在某种程度上，机构资金管理者本身变成了市场的买主和卖主。他们的基本理论是：购买我预计会很快获利的股票，然后出手，管它是什么股呢。这种炒股逻辑的致命弱点在于：鉴于金融市场的复杂环境，正确的预测几乎是不可能的(见第8章对复杂适应机制的描述)。进一步动摇上述理论的基础并使事情复杂化的原因是频繁炒作的内在成本所产生的效果。成本增加只会使投资者的净回报减少。对这些成本因素加以分析，我们可以清楚地看到，正是活跃证券管理机构本身导致了它们的失败。

指数投资由于没有产生同样多的开支，在很多方面要好于活跃管理投资，但即使是最好的指数基金，处于顶峰期的基金，也只能产生大众市场的收益，不多也不少。指数投资者绝对不会比一般市场差，但也不会太好。

对于投资者来说，两派战略的潜在魅力是相同的，即通过多元化战略来尽可能减少风险。通过持有多种分别代表不同的行业和市场不同部门的股票，投资者希望编织一张温暖的保护网，避免出现将钱投在某一失败领域而产生的灾难性结果。在一般时期，人们会这样想：多元化股票中的某些股会下跌，而其他股则上涨，让我们合掌祈求，后者的得会抵消前者的失。活跃派管理者认为，随着投资组合中股票数量的增加，获胜的机会也更大。10个比1个好；100个比10个好。

指数基金从定义上也是支持这种多元化战略的，但条件是它反映出的指数也是多元化的。事实也是如此。传统指数证券基金不断在100种有上升趋势的股票中转换，故也支持多元化。

我们对多元化这个词听得太多也太久以至于我们对它的不可避免的结果——业绩平庸都可以充耳不闻。的确，活跃派和指数派都采取多元化战略，但总体上讲二者都不会产生特别突出的回报。真正聪明的投资者必须问自己下述的一些问题：我是否对平均回报满意？我能否做得更好？

## 一项新选择

沃伦·巴菲特对这场活跃派与指数派之争是如何评论的呢？如果让他在二者之间择其一的话，他会毫不犹豫地选择指数派。对那些不能容忍风险或者对企业经济情况知之甚少却仍想参予普通股长期投资的人来说，尤其应如此。巴菲特用他独特的语言风格说道：“通过定期地投资于指数基金，那些门外汉投资者可以获得超过多数专业投资大师的业绩。”

然而，巴菲特旋即又指出还有第三种选择，一种有别于活跃派投资组合，但又能击败指数基金的战略，这就是集中投资战略。

## 集中投资：总体描述图

### “找出杰出的公司”

多年来，沃伦·巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择是基于一个普通常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。巴菲特的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况以及评估它的管理状况而不是用于跟踪股价。

这并不意味着分析公司（找出一切能够告知此公司经济价值的信息）是一件容易的事。事实上，分析公司是颇费一番工夫的。但巴菲特经常说做这项“作业”所费的心思比竭尽全力保留在股市的顶尖地位要少，其结果是长期受益。

巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每一个投资机会。这些基本原则在《沃伦·巴菲特之路》（*Warren Buffett Way*）一书中已详细讲述并在下一节“少就是多”中加以总结。我们可以将这些原则视为一种工具。每一个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为我们区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报提供了方法。

如果使用得当，沃伦·巴菲特的基本原则将会带你走进那些好的公司从而使你合情合理地进行集中证券投资。你将会选择长期业绩超群且管理层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也定会产生高额业绩。这就是集中投资的核心：将你的投资集中在产生高于平均业绩的概率最高的几家公司上。

概率论这个源于数学的理论是构成集中投资原理的重要概念。在第6章你将会了解到更多有关概率论的原理以及如何将它运用于投资。目前，只要将“好的公司”与“高概率回报”联系起来想就可以了。通过你的分析，你已经找出历史成绩优秀的公司并由此推断出未来的良好前景，那么现在就你所知的一切换个角度去考虑——从概率的角度去考虑。

## “少就是多”

你还记得巴菲特对投资“门外汉”的忠告吧？即投资于指数基金。巴菲特下面的这段话才更有趣且符合我们的写作目的：“如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选5~10家价格合理且具长期竞争优势的公司。传统意义上的多元化投资（广义上的活跃有价证券投资）对你就毫无意义了。”

### 沃伦·巴菲特投资策略的基本原则

#### ◎ 企业原则

这家企业是否简单易懂？

这家企业是否具有持之以恒的运作历史？

这家企业是否有良好的长期前景？

#### ◎ 管理原则

管理层是否理智？

管理层对它的股民是否坦诚？

管理层能否拒绝机构跟风做法？

#### ◎ 财务原则

注重权益回报而不是每股收益

计算“股东收益”

寻求高利润率的公司

公司每保留1美元都要确保创立1美元市值

#### ◎ 市场原则

企业的估值是多少？

企业是否会被大打折扣以便低值买进？

传统多元化投资的问题出在哪儿？可以肯定的一个问题是极有可能买入一些你一无所知的股票。“对投资略知一二”的投资者，应用巴菲特的

原理，最好将注意力集中在几家公司上——“5~10家”。其他坚持集中投资哲学的人则建议数量应更少些，3家就够了。对于一般投资者来说，合理的数量应在10~15家之间。这样我们就回答了前面的问题，究竟多少算“少数几种”？答案是不超过15家。事实上，具体数字不是最关键的，最关键的是要了解集中投资后面的投资原理。如果将集中投资应用于几十种以上的投资组合，它就土崩瓦解，失去意义了。

沃伦·巴菲特经常从英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)那里获得思想源泉。1934年凯恩斯在给商业同行的一封信中写道：“通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少更无特别信心……人的知识和经验都是有限的，在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过两三家。”凯恩斯的信构成集中投资的雏形。

另一位更具深远意义的影响者是非利普·费舍尔(Philip Fisher)。他对巴菲特的影响已经逐渐被人们注意到。费舍尔是一位杰出的投资咨询家。他从业近50年并著有两本重要论著：《普通股与非普通利润》(*Common Stocks and Uncommon Profits*)和《普通股通往财富之路》(*Paths to Wealth Through Common Stocks*)。这两本书都深受巴菲特的喜爱。

费舍尔也是著名的集中证券投资家，他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。费舍尔是在1929年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的，他仍清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”一般情况下，费舍尔将他的股本限制在10家公司以内，其中有75%的投资集中在3~4家公司身上。

他在1958年《普通股与非普通利润》一书中写道：“许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”40年后的今天，费舍尔已是91岁高龄的老人，仍然不改初衷。他告诉我说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了。我知道我想购买最好的股



票，不然我宁愿不买。”

肯·费舍尔(Ken Fisher)是费舍尔的儿子，也是一位出色的资金管家。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资策略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

### “押大赌注于高概率事件上”

费舍尔对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可望而不可即的极好机会时，唯一理智的做法是大举投资。像所有伟大的投资家一样，费舍尔绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会亲自一趟趟拜访此公司，如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于此公司。肯·费舍尔指出：“我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。”

今天，沃伦·巴菲特响应着这一思想：“对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股。”

现在你明白为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过10只股票了吧，因为每个个股的投资都在10%，故也只能如此。然而集中投资并不是找出10只好股票然后将股本平摊在上面这么简单。尽管在集中投资中所有的股都是高概率事件股，但总有些股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

玩扑克赌博的人对这一技巧了如指掌：当牌局形势对我们绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士的眼里，投资家和赌徒并无多大区别。或许是因为我们都从同一科学原理——数学中获取知识。与概率论并行的另一个数学理论——凯利优选模式(Kelly Optimization Model)也为集中投资提供了理论依据。凯利模式是一个公式，它使用概率原理计算出最优的选择——对我们而言就是最佳的投资比例(这个模式以及它那令人拍案叫绝的诞生的故事将在第6章中介绍)。

当沃伦·巴菲特在1963年购买美国运通(American Express)股时，我不敢肯定他已经在选股中运用了优选法理论，但这笔购买是这一理论的真实