

这是一部深度解读巴菲特投资思想的典藏

雪球知名用户 / 我是任俊杰 / 新作

# 奥马哈之雾

珍藏版

OMAHA

任俊杰 朱晓芸 · 著

你可以不认同甚至不理睬巴菲特，但不要误解了巴菲特  
99个误读，解读巴菲特投资体系的真相

有智思有财 乐趣 中国资本市场 方三文 唐朝 杨天南 叶允平  
张居营（闲来一坐s话投资） 杨光裕 但斌 庞宝林 熊科金 李驰

联袂  
推荐



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

# 奥马哈之雾

珍藏版

OMAHA

任俊杰 朱晓芸·著



机械工业出版社  
CHINA MACHINE PRESS

随着巴菲特在全球投资界影响力的日益提高，对其的误读、不解也在逐渐增多。有些误读无关轻重，但有些误读却使得众多投资者无法根据其所倡导的价值投资理念取得成功。本书对那些研究书籍或投资者中存在的一些误读或质疑提出自己的观点，辅之以大量翔实材料，旨在为广大读者及投资者们还原一个相对真实的巴菲特。

## 图书在版编目 (CIP) 数据

奥马哈之雾：珍藏版/任俊杰，朱晓芸著. —2版. —北京：机械工业出版社，2019.5

ISBN 978-7-111-62425-7

I. ①奥… II. ①任… ②朱… 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 (2019) 第 061511 号

机械工业出版社 (北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

策划编辑：李 浩 责任编辑：李 浩

责任校对：李 伟 责任印制：张 博

北京铭成印刷有限公司印刷

2019 年 5 月第 2 版·第 1 次印刷

145mm×210mm·12.5 印张·3 插页·282 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-62425-7

定价：99.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

服务咨询热线：010-88371066

机工官网：[www.cmpbook.com](http://www.cmpbook.com)

读者购书热线：010-68326294

机工官博：[weibo.com/cmp1952](http://weibo.com/cmp1952)

金书网：[www.golden-book.com](http://www.golden-book.com)

封面防伪标均为盗版

教育服务网：[www.cmpedu.com](http://www.cmpedu.com)

## 赞 誉

对曾经和正在关注巴菲特投资思想与操作细节的职业投资人、业余投资人以及介于这两者之间的半职业投资人，我都希望你们能看看这本书。《奥马哈之雾》为如何去全面，特别是“正确”了解巴菲特的思想与操作体系，提供了一个全新而又不可或缺的视角。

长城基金管理有限公司董事长 杨光裕

价值投资从来就没有被大众广泛接受，尤其是在投资领域涉世未深的年轻人。原因是正确应用、实践价值投资从来都不像看起来那么来钱快。而“证券市场是可以赚快钱的地方”的想法一直是一个人们坚信的“正确的错误”。

巴菲特貌似简单地应用价值投资原理获得了巨大的财富，但相对于全球成亿的炒股人，其数以万计的信徒在世界范围内似乎并不算多。

《奥马哈之雾》试图从不同的角度，向读者展示出多年来人们对巴菲特投资方法的种种误读，意在拨开笼罩在奥马哈上空的财富迷雾，不失为一本值得反复研读的、有助于财富良性增值的“智富手册”。

同威资产董事总经理 李 驰

我同意本书作者的一个观点：你可以不认同甚至不理睬巴菲特，但不要误解了巴菲特。对于那些想模仿其投资方法的人来说，《奥马哈之雾》会是一个有效的辅助性工具。不得不承认，市场上对巴菲特的误读实在是太多了，而本书的价值就在于对这些误读提出了自己独到并值得我们关注的见解。

银河基金管理有限公司总经理 熊科金

历史纷繁复杂、循环往复，一本好书有时候就像苍茫岁月中一盏指路的明灯。作为一名基于企业长期竞争力的价值投资和长期投资的实践者，《奥马哈之雾》给了我极大的共鸣和震撼，它厘清了过往、今天乃至未来，影响我们的多重理念、价值观、市场逻辑和哲学思考。我相信，这是一本经得起久远岁月磨砺、承载思想和理性力量的著作，值得我们学习与珍视。

深圳东方港湾投资管理有限责任公司董事长 但斌

## 推荐序

### 真理越辩越明

巴菲特在全球各地非常著名，除了因他乃价值投资之泰斗外，还因其投资策略在过去数十年备受考验后仍屹立不摇，更令他跻身世界富豪榜前列。

如今，不少研究他成功投资体系的书籍均非常热卖，皆因全球业余或专业投资者（如基金经理等）争相学习及模仿，也希望能站在这位投资巨人的肩上，令自己的目光更加远大，募集更多的资金，觅得更多的长线投资者。

众所周知，若要在长线投资中取得成功，基金经理与投资者必须保持良好的沟通，拥有同样的观点，犹如同坐一条船，最终达到双赢的局面。但现实情况似乎正好相反，如先锋基金创始人约翰·博格在其著作《伯格投资》中曾写道：“基金已经成为短期投资的一种工具，这种趋势是因为行业把重点放在了市场营销上。”

现在，一般基金经理持有股票的时间约为400天，中国的基金经理持有股票的平均时间则更加短暂。过去，国外基金经理持有股票的时间约为6年，基金投资人持有基金的时间约为3年，但如今人们对持有股票和基金似乎越来越没有耐性，我们也似乎正处于寻找长期投资工具的最差时期。

一般职业基金营销人员的目标为扩大基金的规模，如博格所

言：出现了营销的问题！加上基金经理的业绩排名所带来的各种压力，这些几乎彻底地控制了基金经理的投资准则及行为偏好。

中国香港成功的价值投资者为惠理基金的谢清海先生、首域中国基金的刘国杰先生等；赤子之心基金的掌舵人赵丹阳先生、东方港湾投资管理的钟兆民先生等也非常有名；长城基金董事之一的任俊杰先生亦为其中一位佼佼者。

在中国香港或大中华地区进行价值投资特别不容易。惠理基金的谢清海先生在20世纪90年代募集资金时，大部分的资金均源于美国或海外各地，并不是中国香港。惠理基金的规模后来日渐壮大，表现也非常出色，大中华地区的投资者也变得成熟了，所以才从大中华地区募得了较多的资金供基金管理。

将来中国的价值投资基金经理是否需要走同样的模式？即价值投资型基金先在海外募集，然后投资于中国市场，待成名后才在中国本土集资。

任俊杰先生和朱晓芸女士在证券及投资行业拥有丰富的经验。多年来，根据自己在中国的投资体验及参阅非常多的有关巴菲特的资料，他们认为有不少专业与业余人士对巴菲特的投资体系长期存在并还在继续产生着诸多误解。

任俊杰先生及朱晓芸女士根据自己多年来对巴菲特的研究心得以及对市场中各种类型误读的长期观察，一起撰写了这本书，找出一般人对巴菲特的误读。本人认为读者通过阅读本书将能更准确地认识及掌握巴菲特的投资精髓，如巴菲特最大的核心竞争力在于善用保险公司之浮存金以提供一个低成本的资金来源、巴菲特的能力边界、有所为及有所不为、内在价值评估方法的实际运用、绩优及质优企业之分别、如何享受巴菲特的快乐投资等。

牛顿的三个定律举世闻名，但从股票投资的角度而言，牛顿的第四个定律——运动有害投资——却与我们失之交臂！尽管这可能只是巴菲特的一句戏言，但其中包含的思想的确发人深省。

此外，本书认为：巴菲特十分注重投资中的风险管理，其中一个有效的方法就是对自己的投资范围进行严格界定。其实他不是投资于所有的项目，他认为投资必须具有选择性。

本书的作者之一任俊杰先生与本人认识已达十载。本人拜读了他的著作，也十分荣幸地获邀撰写序言。他和朱晓芸女士利用误读为引子，然后道出他们自己的观点，再于每一节利用不同的角度及不同的例子进行叙述，最后在每节末段把重点重新说明，以加深读者的认识及记忆，让“真理越辩越明”。

本人在此试图跟大家分享一下本书指出的第一个误读：人们对巴菲特的投资框架结构一直没能给出一个清晰的描绘。

本书的两位作者认为：这一项欠缺（本书提出的三种类型的误读之一）将导致人们即使已走近巴菲特的投资殿堂，也会不得其门而入！他们认为巴菲特的投资框架，就像一座“七层塔”一样，即

塔层1：将股票视为生意的一部分

塔层2：正确对待股票价格波动

塔层3：安全边际

塔层4：对“超级明星”的集中投资

塔层5：选择性逆向操作

塔层6：有所不为

塔层7：低摩擦成本下的复利追求

其中，“将股票视为生意的一部分”为整个塔（投资框架）的承重点，换句话说，投资者在上塔顶之前，一定要十分扎实地了解



及分析不同股票的生意运作，并将自己的投资操作建立在“购买生意”这一基础之上。

如果各位读者想详尽地、清晰地了解巴菲特，除自己阅读所有有关巴菲特的书籍和报道外，最重要的是要参阅所有巴菲特历年的致股东信。但如果你没有足够时间的话，本人推荐你认真读一读这本书。各位读者可通过此书能更真正地了解巴菲特！

庞宝林

东骥基金管理有限公司董事总经理

## 新版序

对于《奥马哈之雾（珍藏版）》的出版，我想跟朋友们说以下六点：

一、感谢读者对本书长达近 10 年的厚爱。

二、此次出珍藏版，一是对这份厚爱的回馈，二是对本书内容做一次自我肯定。

三、珍藏版增加了对 33 个新话题的讨论。限于篇幅，已力求简明扼要及通俗易懂。

四、尽管巴菲特的投资理念与操作策略传入我国已有多年，但据我们观察，市场上的误读还是有很多。如果你不方便阅读巴菲特历年致股东的英文原信，建议你买这本书看看——毕竟它已经过了近 10 年的市场检验。

五、已经买过旧版书的朋友也不妨再买一本新版书看看，一为珍藏，二为它毕竟增加了一些新内容。

六、朱晓芸已云游四方，本书新增内容全部是我一人撰写，如有错误，与她无关。

任俊杰

2019 年 4 月 11 日

## 前 言

不久前，我们参与了一个小范围的关于巴菲特的讨论，并对一个我们认为存在严重误读的观点提出了自己的看法。由于感觉到持有该观点的人似有“众人皆醉我独醒”之意，我们的发言也就略带了一些揶揄的口吻。很快，坐在我们旁边的一位朋友小声说：“大家都在盲人摸象，应当允许存在不同的观点。”

他的话让我们的脸红了好一阵子。

那位朋友不经意间道出了一个不争却容易被不少人所忽略的事实。难道不是如此吗？在这个世界上，除了巴菲特本人、他的搭档查理·芒格以及那位和巴菲特有过 2 000 个小时谈话经历的艾丽斯·施罗德女士外，其他人在谈论起巴菲特时，谁能说自己不是在隔岸观火，不是在盲人摸象？

从 11 岁买入自己人生的第一只股票，或者从 19 岁开始读格雷厄姆的投资巨著《聪明的投资者》并从此“茅塞顿开”算起，巴菲特用了至少 60 年的时间，为我们演绎了一个可以让每个投资人叹为观止的财富神话。今天，当人们怀着无比好奇的心情走入这个财富殿堂并在有限的时间和空间里四处观望时，又有谁能说自己已经发现了这个用了 60 年时间来打造的殿堂中的所有秘密？

尽管事实确实如此，但却不代表有关巴菲特的讨论就没有任何意义。毕竟，即使是盲人摸象，也会有人距离大象更近一些，也会

有人摸的时间更长久一些。如果大家能不断地交流一下触摸的心得和体会，大象的轮廓自然会逐渐变得清晰。只是不要忘记，在这同一个阵营里，没有谁拥有最终评判别人观点的资格与权力。

《奥马哈之雾》正是本着这样的初衷而完成了写作。同时，借用《蓝海战略》前言中的一句话，对于两位作者而言，“本书是友谊、忠诚和相互信赖的产物。正是友谊和信任激发我们探索本书所表述的主要思想，并最终完成了写作。”

记得是在1996年或1997年，本书其中一位作者在香港首次读到介绍巴菲特的书籍。从那以后，他便开始了对巴菲特持续12年的、不间断的学习和研究，并以此指导其投资实践。1999年上半年，他还曾把初步的体会，以《巴菲特投资理念与中国股市实践》《长线是金》《短线的困惑》《客户的游艇在哪里》等为标题，在报纸上发表介绍巴菲特投资思想的系列文章。这或许是中国建立自己的股票市场以来，对巴菲特投资理念最早且最为系统的解读。其中《巴菲特投资理念与中国股市实践》一文至今仍被许多媒体转载，我们也可以在数百个网站和个人博客中看到它。另一位作者尽管研究巴菲特的时间不及前者长久，但也有5年多的时间了，而且是作为一位职业投资人的不间断的研究、实践、总结与提升。

简短回顾一下本书的写作背景，只是想说明我们这两个“摸象人”并不是初来乍到者，并因此希望我们的观点能引起更多人的关注。

与10年前有所不同的是，今天，巴菲特的投资故事在我国股票市场（甚至超出这个领域）几乎已是家喻户晓。人们开始在办公桌旁、会议室里以及茶余饭后的各个场合谈论着巴菲特，转述着他的财富传奇。由于这令人目眩的财富传奇无与伦比的诱惑力，这只“大

象”的周围正在聚集着越来越多的“摸象人”……

然而，在摸象者众多且各自在观察距离、触摸时间以及学识和经历上不尽相同的情况下，各种“误读”的出现便会在所难免。由于人们走近巴菲特是为了向巴菲特学习并将其理论运用于自己的创富过程，将这些“误读”（或者说是我们所认为的误读）及时拿出来讨论，辨别一下究竟什么是对的，什么是错的，对每一位投资者来说都无疑是大有裨益的。

根据我们的长期观察，市场上现存的“误读”可以分成三种类型：（1）错误的看法与结论。（2）深度的质疑并一直没有答案。（3）尽管没有明显的错误，但在理解的深度和广度上还有较大的提升空间。

需要——或者说我们斗胆——指出的是，上述误读不仅存在于我国的研究者或投资人中，也存在于不少国外学者当中。我们前面说过，除了巴菲特、芒格、施罗德三人，任何误读的出现都将在所难免、无可厚非。只是由于国外学者或专业人士（他们大多已著书立说并被翻译成中文在我国出版）相对于国内学者更有权威性，他们的哪怕是为数不多的误读，也会给我国的投资人带来较大的影响。

为了避免我们的看法反而导致更深的误读，或者将原本对的说成是错的，我们在现有的研究基础上又再一次研读了我们称之为“第一手资料”的资料。它们包括巴菲特历年的致股东信（非合订本）、官方传记《滚雪球》、过去数十年来巴菲特本人在各种场合的演讲以及他为数不多的密友有关他的一些观察和描述等。

尽管如此，我们的讨论还是可能会由于以下因素的存在而出现错误：（1）有限的知识水平和阅历。（2）有限的理解和领悟能力。（3）有限的第一手资料（例如，介绍巴菲特是如何进行股票估值

的原始资料可能根本就不存在)。(4) 某些英文原版资料的缺失(不少译文水平实在是让我们不敢恭维,它将可能导致一定程度的“以讹传讹”)。(5) 对所列出的“误读”本身的含义理解有误。

不管怎样,只要我们的观点有  $\frac{1}{3}$  正确或接近正确,我们的辛苦便不会毫无意义;如果有一半以上正确,我们的劳动就有了些许的成果;如果有  $\frac{2}{3}$  以上的正确率,我们将会睡梦中露出欣慰的笑容。

让我们开始吧!

(本书封面所选用的背景照片系但斌所摄。对他给予本书的无私支持,我们表示衷心的感谢!)

著者

任俊杰 朱晓芸

# 目 录

赞誉

推荐序

新版序

前言

## | 第一部分 | 七层塔 |

误读1 七层塔 003

## | 第二部分 | 倾斜的视角 |

误读2 安全边际 013

误读3 暴利 017

误读4 浮存金 025

误读5 龟兔赛跑 029

误读6 今不如昔 033

误读7 每股税前利润 036

误读8 内幕消息 041

误读9 舍近求远 045

## | 第三部分 | 残缺的影像 |

误读10 边界 053

- 误读 11 伯克希尔净值 057
- 误读 12 递延税负 063
- 误读 13 地上走、空中飞、水里游 066
- 误读 14 投资伯克希尔 071
- 误读 15 光环背后 074
- 误读 16 关系投资 080
- 误读 17 护城河 086
- 误读 18 价值管理 091
- 误读 19 简单却不容易 098
- 误读 20 快乐投资 103
- 误读 21 摩擦成本 107
- 误读 22 牛顿第四定律 111
- 误读 23 静止的时钟 116
- 误读 24 确定性 120
- 误读 25 推土机前捡硬币 125
- 误读 26 限高板 129
- 误读 27 限制性盈余 134
- 误读 28 透视盈余 139
- 误读 29 伊索寓言 142

#### | 第四部分 | “画布” 朦胧 |

- 误读 30 标尺 151
- 误读 31 称重作业 155
- 误读 32 储蓄账户 159
- 误读 33 大众情人 163
- 误读 34 低级错误 167



- 误读 35 定期体检 172
- 误读 36 高抛低吸 176
- 误读 37 沟槽里的猪 181
- 误读 38 划船 185
- 误读 39 挥杆轴 190
- 误读 40 价值投资 194
- 误读 41 绩优股 198
- 误读 42 卡片打洞 203
- 误读 43 可口可乐 207
- 误读 44 流动性陷阱 213
- 误读 45 落袋为安 218
- 误读 46 尾大不掉 222
- 误读 47 5分钟 227
- 误读 48 影响力 232
- 误读 49 中国石油 236

### | 第五部分 | 淮南之橘 |

- 误读 50 低风险操作 243
- 误读 51 发现的艰难 249
- 误读 52 美国蝙蝠 253
- 误读 53 美国梦 257
- 误读 54 湿雪与长坡 262
- 误读 55 铁公鸡 265

### | 第六部分 | 双燕飞来烟雨中 |

- 误读 56 大器晚成 273