

沃伦·巴菲特 的投资组合

(美) 罗伯特·哈格斯特朗 著
江春 译

揭示无与伦比的选股高手——
沃伦·巴菲特的投资秘诀！助你在
一轮投资热潮中胜出！

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

MZ BOOKS
华章经管



机械工业出版社
China Machine Press

沃伦·巴菲特的投资组合

掌握集中投资战略的秘诀

(美) 罗伯特·哈格斯特朗 著
江春 译

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



机械工业出版社
China Machine Press

EX-71/100

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

Copyright © 1999 by Robert G. Hagstrom. All rights reserved. Authorized edition for sale throughout the world.

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。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2000-0581

图书在版编目(CIP)数据

沃伦·巴菲特的投资组合 / (美) 哈格斯特朗(Hagstrom, R. G.)著; 江春译. - 北京: 机械工业出版社, 2000

ISBN 7-111-08035-1

I. 沃… II. ①哈… ②江… III. 股票-证券投资-通俗读物 IV. F830.91-49

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第22081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: 崔彦丽 版式设计: 曲春燕

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年6月第1版第1次印刷

850 mm × 1168mm 1/32 · 8.25印张

定 价: 20.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

译者序

沃伦·巴菲特的大名相信对许多中国的股票投资者来说并不陌生。但是，许多人对他的了解仅局限于他的杰出投资业绩上，而对他过人的才智和人格魅力却知之甚少，至于他为什么会获得如此巨大的投资成功，以及他成功的秘诀在哪里，就更少有人知道。而《沃伦·巴菲特的投资组合》一书正是对上述问题进行了解答。

我本人并不是什么炒股行家，更不是投资券商，只是对股票投资感兴趣而已。当我接到机械工业出版社的译稿约时，我曾担心自己是否能理解股市的玄机与深奥，是否要面对大量的计算公式及统计数据。但随着翻译的进行，我发现我被书中的内容深深地吸引了。书中对金融投资的论述思路清晰，脉络分明，简单易懂。就我而言，所学到的还远不止是股票投资学方面的知识，我被作者提倡的跨学科学习，更新旧模式、旧范例，掌握新思维、新思想的理念所深深打动。这不正是我们每个人在世纪之交、知识爆炸的竞争年代所应拥有的心态吗？

建立一个集中的证券投资结构是投资成功的关键所在。《沃伦·巴菲特的投资组合》一书是继《沃伦·巴菲特的投资战略》之后的又一部宝贵而又务实的投资管理入门书，并再次被《纽约时报》评为最佳畅销书。它介绍了下一轮投资热潮中投资家应使用的投资战略并将其命名为集中投资。集中投资战略是巴菲特等投资家使用的并屡创佳绩的综合投资战略。它引导投资者选择一组

集中的企业并将它们的股票价格与其管理和财务地位相比较。集中投资战略坚信，持股股东的收益是由所持股企业的经济效益所决定的。哈格斯特朗用浅显易懂的语言解释了集中投资战略——它的运作以及具有不同投资背景的人应如何使用这一战略。我衷心希望读者通过阅读此书不仅能开阔眼界，掌握集中投资的精髓，还可以亲身实践集中投资战略，以使自己和自己的股民从中受益。

此书在翻译的过程中，自始至终受到机械工业出版社华章经管出版中心的大力支持和帮助。同时，我得到我的同事对外经济贸易大学国际交流学院院长李平的推荐和帮助。在此我对他们表示衷心的感谢。我的家人及好友王建伟、江晓对本书的打印和校对工作也做出了贡献，在此一并表示感谢。

书中的一切精彩论述均归功于作者本人，书中的疏忽和遗漏由我负责。望读者指教。

江春

2000年2月16日于北京

前 言

在写《沃伦·巴菲特的投资战略》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，以便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，我相信此书已经受住了专家、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·巴菲特的投资战略》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。

《沃伦·巴菲特的投资组合》这部新著是《沃伦·巴菲特的投资战略》的姊妹篇，而并非是续篇。在这本独特的著作中，我不经意地涉及到两项重要领域：构架与认知，或用简单的词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，也是你如何构架你的证券组合的问题。为了成功把握集中证券投资的航程，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《沃伦·巴菲特的特投资组合》一书。

两本书以下列方式相得益彰：《沃伦·巴菲特的投资战略》教你英明选择普通股的工具，而《沃伦·巴菲特的投资组合》则显示如何将这些股建成集中构架并为管理它们提供了知识框架。

自从写作《沃伦·巴菲特的投资战略》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 Focus Trust)已成为书中推荐方法的实验范例。到目前为止，我很高兴地向大家报告，结果是令人鼓舞的。

在过去的4年里，除了从管理集中投资中获取经验以外，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，我依靠数学家艾迪·桑波博士来帮助我更好地理解概率；依靠查理·蒙格来帮助我理解判断失误心理；我还依靠比尔·米勒来教导我们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。本书基本上是由不太均衡的两大部分组成。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到第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。它们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行为表现。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可望改变这种状况。

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到第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·蒙格和比尔·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，并为开始自己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月于宾夕法尼亚州书恩

目 录

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 现代金融的先行倡导者们 21

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、华盛顿或企业所有者的手中，大学教授成为现代金融的先行倡导者。

第3章 巴菲特都市的超级投资家们 41

我们将那些身体力行地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人称为巴菲特都市的超级投资家们，他们的投资业绩是对集中投资战略最好的说明。他们是：查理·蒙格、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 73

当巴菲特考虑增加一项新投资时，他首先看看他已拥有的投资，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口，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·巴菲特的投资战略——工具带 97

沃伦·巴菲特的选股方略在过去的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、金融业绩以及现行价格。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 127

如果把证券市场看成一个无定律的世界，就未免过于简单了。在股票的世界里，有几百种甚至上千种力量在联合左右着价格，没有一支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 161

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做出相反的行为。

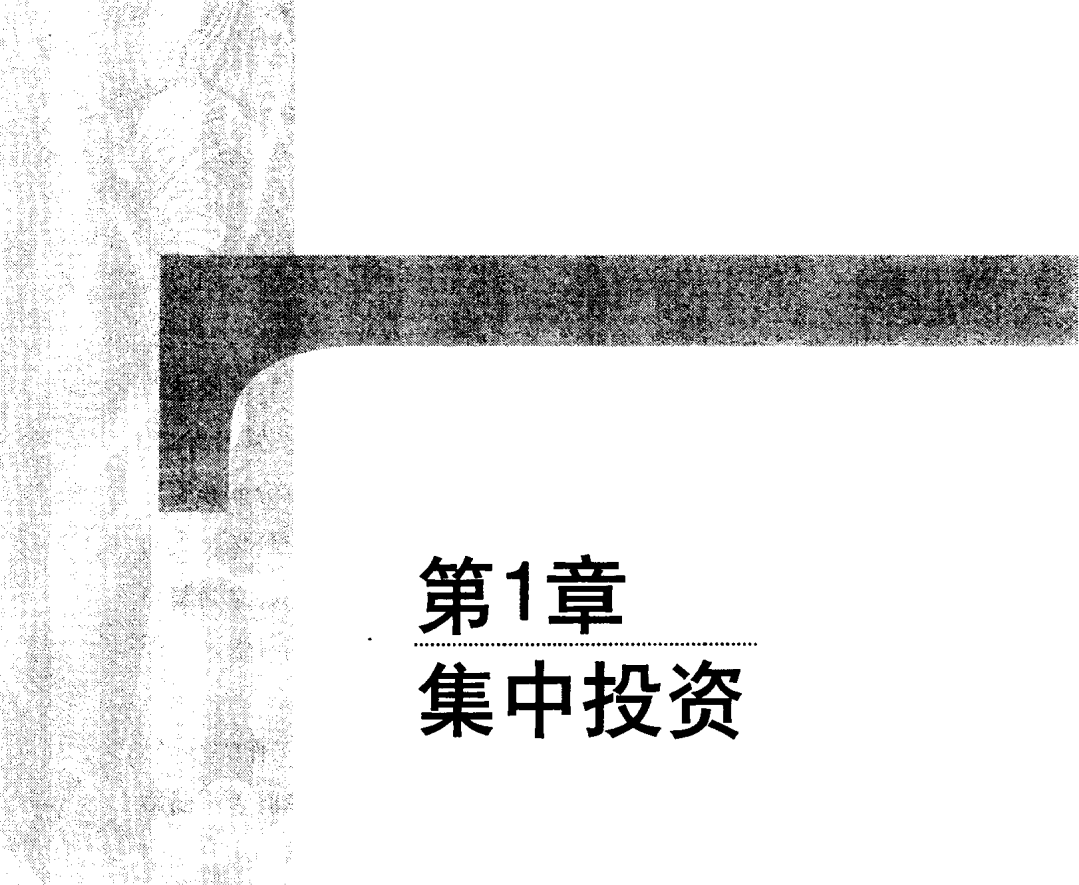
第8章 市场是一个复杂多变的适应性系统 183

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.400击球佳绩的球员在哪里?211

投资就好比一系列“商业”击球，要取得高于平均水平的成绩，他必须等待直到企业进入“最佳”击球方格里才挥棒。或许，并非投资者认识不到已经来临了一个好球——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A235**附录B247**



第1章

集中投资

罗伯特，我们的投资仅集中在几家杰出的公司身上。我们是集中投资者。

——沃伦·巴菲特

我至今仍记得我与沃伦·巴菲特的那场谈话，它好像就发生在昨天。这场谈话对我是具有决定意义的时刻，原因有二：首先它彻底改变了我的思维方向；其次它使一种有价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被我们这行所忽略。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，只要股价有风吹草动的变化就用力敲击键盘。

沃伦·巴菲特作为一位典范型的集中投资家却与上述疯狂的投资家模式相去甚远。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”，且更像是“一位长者”。他那镇定的仪态出自于天生的自信，然而他的业绩和成就却颇具传奇色彩。难怪整个投资业对他的所作所为都甚为关注，这绝非偶然。既然沃伦·巴菲特将他的投资方略归纳为“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。

沃伦·巴菲特的投资组合

掌握集中投资战略的秘诀

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”仔细观察它的方方面面，我们会发现它的深度、内涵以及坚实的思想基础，他们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：教给你一种投资决策以及有价证券管理的新方法。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方略进行一番综述并从你为什么这样做这一敏感问题开始。

当今的有价证券管理：二者择其一

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

活跃的有价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，这样她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，并不断更换其证券组合，希冀能从预测中获利。今天的普通股共同基金 (mutual fund) 平均拥有100种以上的股票，周转比率达到80%。

而指数投资采取的是购买并持有这样一种被动步骤。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峙不下，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

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀

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：鉴于金融世界的复杂环境，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他们的失败。

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毯，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，随着资产组合中股票数量的增加，获胜的机会也更大。十个比一个好；一百个比十个好。

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。传统指数证券投资基金不断在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这样一些问题：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知之甚少却仍想参

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀