

“这是一本难得一见的有用的书。”

沃伦·巴菲特

投资最重要的事

顶尖价值投资者的忠告

[美] 霍华德·马克斯 (HOWARD MARKS) ◎ 著

李莉 石继志◎ 译

THE MOST
IMPORTANT THING



中信出版社·CHINACITICPRESS

THE MOST IMPORTANT THING

投资最重要的事

[美] 霍华德·马克斯 (HOWARD MARKS) 著
李莉 石继志 译

中信出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

投资最重要的事 / (美) 马克斯著; 李莉, 石继志译. —北京: 中信出版社, 2012.7

书名原文: The Most Important Thing

ISBN 978-7-5086-3380-0

I. 投… II. ①马… ②李… ③石… III. 私人投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 111949 号

The Most Important Thing by Howard Marks

Copyright © 2011 Howard Marks

Simplified Chinese translation edition © 2012 by China CITIC Press

This Chinese (Simplified Characters) edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original published, Columbia University Press.

All rights reserved.

本书仅限于中国大陆地区发行销售

投资最重要的事

TUOZI ZUI ZHONGYAO DE SHI

著 者: [美] 霍华德·马克斯

译 者: 李 莉 石继志

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

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)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京画中国画印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 17 字 数: 139 千字

版 次: 2012 年 7 月第 1 版

印 次: 2012 年 8 月第 3 次印刷

京权图字: 01-2011-7586

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-3380-0 / F · 2651

定 价: 58.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555

投稿邮箱: author@citicpub.com

服务传真: 010-84849000

献给南希、简和安德鲁，我全心全意地爱着你们

一本巴菲特读了两遍的投资书

第一，很少推荐书籍的巴菲特为什么如此推荐霍华德·马克斯的书？

巴菲特很少推荐投资书籍，2011年他却大力推荐霍华德·马克斯的书《投资最重要的事》，而且说他读了两遍。

霍华德·马克斯是谁？他今年66岁，比巴菲特小16岁，1995年创建美国橡树资本管理公司，现在管理资产规模达800亿美元，是中国最大基金公司规模的两倍以上，相当于巴菲特管理的伯克希尔-哈撒韦公司资产规模的1/5。他的个人财富150亿美元，相当于巴菲特的1/3。

霍华德·马克斯的投资业绩接近于巴菲特，他的投资理念和巴菲特非常相似，他对巴菲特非常推崇：“我认为巴菲特是一个伟大的投资者。”

他们两个人还有一点相似的是，全球投资者非常期待巴菲特每年写给股东的信，而专业投资者同样非常期待霍华德·马克斯写的投资备忘录。

你肯定想不到，巴菲特也非常重视阅

THE
MOST IMPORTANT
THING
推荐序

读霍华德·马克斯写的投资备忘录：“当我看到邮件里有霍华德·马克斯写的投资备忘录，我做的第一件事就是马上打开阅读。现在我读他的书又重读了这些备忘录。”

霍华德·马克斯的这本《投资最重要的事》，其实就是他自己过去20年写的投资备忘录的精华集锦。

巴菲特本人投资水平极高，他推荐的投资书籍极少，怎么会如此推荐霍华德·马克斯的这本书呢？

一是英雄所见略同。两个人都是正宗的价值投资者，都非常信奉格雷厄姆提出的价值投资基本原则。霍华德·马克斯几乎每一章都会引用巴菲特的话，可见他和巴菲特的投资思想是多么相同。

二是英雄各有所长。巴菲特擅长把非常复杂的投资哲理用非常简单易懂的话说出来；霍华德·马克斯则擅长结合自己的投资经验把价值投资基本原则的实践应用解释得非常务实，并结合最新的经济情况和市场情况提出自己的独到见解。

巴菲特最初主要是投资股票，后来更多是收购和经营企业，而霍华德·马克斯完全是证券投资，而且主要是股票投资。所以说从这一点来看，霍华德·马克斯的这本书相当于专门解读自己的股票投资想法、操作方法和心法，他和巴菲特的投资基本原则完全相同，但他讲的比巴菲特更加专注于股票投资，更加详细，更加具有操作性，所以这本书对于以股票为主的投资者更有实践上的借鉴意义。

第二，霍华德·马克斯这本书的核心讲的是超越市场的价值投资“降龙十八掌”。

霍华德·马克斯这本书的中心思想非常明确：如何取得超越市场平均水平的投资业绩？

这个投资目标看似简单，但是要做到相当不简单。他一开始就引用格雷厄姆的话：“投资艺术有一个特点不为大众所知。门外汉只需些微努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是如果想要在这个容易获取的标准上更进一步，则需要更多的实践和智慧。”

如何才能战胜市场呢？

格雷厄姆给出的答案非常精辟：“要想在证券市场上取得投资成功，第一要正确思考，第二要独立思考。”

巴菲特强调投资成功必须将用脑和用心相结合：“要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的思考框架作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种思考框架造成侵蚀。格雷厄姆的书能够准确和清晰地提供这种思考框架，但对情绪的约束是你自己必须做到的。”

霍华德·马克斯说得更加直白：“记住，你的投资目标不是达到平均水平；你想要的是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强有力、水平更高。其他投资者也许非常聪明、消息灵通并且高度计算机化，因此你必须找出一种他们所不具备的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。简而言之，保持正确可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人做得更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须与众不同。”

霍华德·马克斯把超越市场平均水平必须的与众不同的思维称为第二层次思维。为什么说是第二层次呢？因为高人一等，胜人一筹。投资是一门科

学，更是一门艺术，而投资艺术和其他艺术一样，要想卓越出众，既要多用脑，又要多用心：一是如何用脑来进行与众不同的第二层次的思考和决策，想法比一般人更深一层；二是如何用心来坚持与众不同的第二层次的思考和行动，行动上比一般人做得更高一层。

这本书的核心归纳为一句话：逆向思考并逆向投资。

而这正是巴菲特一再重复的他一生最基本的投资原则：在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

巴菲特在致股东的信中是谈得最多的是与众不同的正确投资思考应该是什么，而霍华德·马克斯在投资备忘录中谈得更多的是根据他个人多年的实际投资经验，如何才能做到与众不同地正确思考并行动，因为他深切体会到，在投资上与众不同而且是与绝大多数人都不同，短期业绩压力很大，心理压力很大，比在生活中与众不同更加困难。

年近 70 的霍华德·马克斯从他自己逆向思考并逆向投资的 40 多年投资经验中，总结提炼出 18 件投资最重要的事，也是他认为的 18 种最重要的卓越投资技术，而这些正是巴菲特和霍华德·马克斯这些价值投资大师取得长期战胜市场的优秀业绩的关键，所以我称之为价值投资者的“降龙十八掌”秘籍。

我简要概括如下：1. 最重要的不是盲目相信股市总是有效或者总是无效，而是清醒认识股市相当高效而且相当难以击败，只有真正的高手才能长期战胜市场。2. 最重要的投资决策不是以价格为本，而是以价值为本。3. 最重要的不是买好的，而是买得好。4. 最重要的不是波动性风险，而是永久损失的可能性风险。5. 最重要的巨大风险不在人人恐惧时，而在人人都觉得风险很小时。6. 最重要的不是追求高风险高收益，而是追求低风险高收益。7. 最

重要的不是趋势，而是周期。8. 最重要的不是市场心理钟摆的中点，而是终点的反转。9. 最重要的不是顺势而为，而是逆势而为。10. 最重要的不是想到逆向投资，而是做到逆向投资。11. 最重要的不是价格也不是价值，而是相对的性价比，即安全边际。12. 最重要的不是主动寻找机会，而是耐心等待机会上门。13. 最重要的不是预测未来，而是认识到未来无法预测但可以先作好准备。14. 最重要的不是关注未来，而是关注现在。15. 最重要的是认识到短期业绩靠运气，而长期业绩靠技术。16. 最重要的不是进攻，而是防守。17. 最重要的不是追求伟大成功，而是避免重大错误。18. 最重要的不是牛市跑赢市场，而是熊市跑赢市场。

第三，巴菲特建议最好的投资学习方式是模仿大师。

那么，我们如何才能学会巴菲特和霍华德·马克斯两位投资大师长期战胜市场的“降龙十八掌”呢？

巴菲特建议投资初学者最好的学习方法是模仿大师：“我一直认为，对于刚开始起步的投资人来说，应该寻找已经被证明长期成功有效的投资方法，然后依葫芦画瓢照着做就行了。令人吃惊的是，这样做的人实在少之又少。”

巴菲特自己就是从模仿大师开始的：“50年前我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的10年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票，但是我的投资业绩却非常一般。从1951年起我的投资业绩开始明显改善，但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动，我唯一增加的新的营养成分是格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去10年里自以为是的天真思考。”

连巴菲特都非常重视霍华德·马克斯写的投资心得，我们为什么不重视

呢？

既然霍华德·马克斯已经把超越市场的价值投资“降龙十八掌”写得如此浅显易懂又如此切实易行，为什么我们不像郭靖那样用心模仿和练习呢？

学习价值投资的艺术，和学习打网球的艺术一样，和学习钢琴、绘画等艺术也一样，大师讲的道理相当简单，大师的基本动作也非常简单，但是要做好、做得非常熟练则相当不简单，需要长期坚持练习和实践。所以即使是巴菲特这样伟大的投资大师，80多岁了，还在持续不断地阅读很多好的投资书籍，最近他读了而且推荐大家读的就是霍华德·马克斯的这本书。

这本书巴菲特说他实际上已经读了两遍了。我一听，赶紧两个月读了三遍。现在让我们一起再读一遍吧！

刘建位

汇添富基金公司首席投资理财师

央视《学习巴菲特》节目主讲人

2012年6月8日

很高兴看到本书翻译成中文。过去5年里我常到中国访问，与中国的投资专业人士交流。我发现人们渴求投资理念，并且对我书中所涉及的内容有着良好的接受力。这对我来说意义重大，因为早在20世纪60年代，我在美国宾夕法尼亚大学辅修亚洲研究时，我便初次接触到亚洲思想，亚洲思想因素影响着我的投资理念的方方面面。

接受是我的重要主旨之一：接受周期与变化的必然性，接受事物的随机性，从而接受未来的不可预知性与不可控性。接受能够带来平静，在其他投资者失去冷静的时候，这是一笔伟大的财富。接受的结果便是在投资中拥有行之有效的耐性：对新投资策略的引入与新客户关系的巩固所需的时间保持耐性，也对正确的投资策略得到证实的时间保持耐性。接受、平静与耐性，都是令我深受触动的中国思想的精髓。迄今为止，我到中国访问的时候一直接触到这些思想，我期待在今后的访问中能够接触到更多。

一种有效的投资理念的形成需要数年乃至数十年的时间：多年在市场上的摸爬

THE
MOST IMPORTANT
THING
中文版序言

滚打、事件观察与总结经验教训。希望我在书中所倾入的43年的经验，能够对中国的同僚们有所帮助，帮助他们更快地获益于我多年积累的经验。

霍华德·马克斯

在过去 20 年中，我一直在为我的客户不定期撰写备忘录——起初在西部信托公司，后来在我 1995 年共同参与创立的橡树资本管理公司。我通过备忘录来阐述我的投资理念，讲解金融运作方式，并提供我对近期事件的见解。这些备忘录构成了本书的核心，在后文，你会发现许多摘录于备忘录中的段落，因为我相信，其中的经验教训像切合当年一样适用于现在。摘录时我作了一些小的改动，主要是为了使主旨更为清晰。

“最重要的事”究竟是什么呢？2003 年 7 月，我以此为标题写了一篇备忘录，将我认为投资成功必不可少的要素罗列了出来。备忘录是这样开篇的：“每当我与客户及潜在客户会面时，我不断地听到自己说，‘最重要的是 X。’ 10 分钟之后，变成了‘最重要的是 Y’，之后是 Z，以此类推。”最后备忘录通篇总共讨论了 18 件“最重要的事”。

在原始备忘录之后，我对我认为“最重要”的事作了少许调整，但是基本观念没变：它们都是最重要的。成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。省略

THE
MOST IMPORTANT
THING
简介

任何一个方面都有可能导致不尽如人意的结果。这就是我围绕“最重要的事”这一思想构建本书的原因——每一件事都是构成我所期待的坚固墙体的砖块，缺一不可。

我并不打算写一本投资指南。相反，这本书是对我投资理念的陈述。我视其为信条，它在我的投资生涯中扮演着类似宗教信仰的角色。我信奉这些事情，它们是指引我保持正确轨道的路标。我所提供的信息，是我认为最为恒久的信息。我相信，它们对现在、对未来，都具有重要意义。

这不是一本入门指导书。书里没有永葆投资成功的秘诀，没有手把手的指导，没有包含数学常数和固定比率的定价公式——事实上，数字极少。书中只提供了一种思维方式，它可能有助于你做出良好的决策，可能更为重要的是，帮你避开常犯的错误。

简化投资行为不是我的目标。事实上，我最想表达的是投资有多么复杂。试图简化投资的人带给受众的是极大的损害。我会照常对待收益、风险、过程；无论任何时候，我对特定资产类别和策略的讨论只为阐明我的观点。

再谈一谈本书的结构。如上所述，成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。但凡有可能，我会立即同时讨论所有方面。然而遗憾的是，语言的局限性迫使我每次只能谈一个话题。因此我先以讨论市场环境这一投资发生的场所为开端，继而讨论投资者自身这一影响投资成功与否的因素，以及为了提高成功机会投资者应做的事情。在最后几章，我尝试将各种想法归纳到一起。不过，因为我的理念是“有机统一的”，所以有些想法会在不止一章里被反复提及，请读者容忍我的重复。

我希望读者认为这本书的内容是新颖、发人深省甚至是带有争议性的。如果有人告诉我，“我很喜欢你的书，它证实了我读过的一切”，我会

觉得很失败。我的初衷是分享那些你未曾想到过的关于投资的想法和思维方式——简单的几个字“我从未这样想过”，将令我无比欣慰。

读者会发现，我花在讨论风险以及如何限制风险上的时间，比花在讨论如何实现投资回报上的时间还要长。在我看来，风险是投资最有趣、最有挑战性的一个重要方面。



当潜在客户想了解橡树资本管理公司成功的原因时，他们的首要问题通常大同小异：“你们成功的关键是什么？”我的答案很简单：历经 40 余年发展与磨砺所形成的有效的投资理念，以及掌握着高超的技术、有着共同文化和价值观的个人对该理念的贯彻执行。

投资理念来自何处？我可以肯定的一件事是，在迈入投资生涯的门槛时，没有谁的投资理念已完全成形。投资理念由各种来源的各种想法长期积累总结而来。不在生活中积累经验教训，就不能形成有效的理念。幸运的是我的一生既拥有丰富的经验，也经受过巨大的教训。

在两所杰出商学院的求学时光是非常有效并具有挑战性的：在沃顿商学院攻读大学本科时，我接受了理论研究之前具体而定性的教育，在芝加哥大学商学院，我接受了理论性的量化教育。重要的并不是具体的学习内容或学习过程，而是面对两种主要投资思想流派，我必须思索如何将其融会贯通成为我自己的方法。

重要的是，理念源自持之以恒的警醒。你必须要知道世界上正在发生什么，也必须要知道这些事件将导致什么结果。只有这样，你才能在类似的情况再次出现时吸取教训。大多数投资者做不到这一点——它比什么都重

要——因此他们注定将屡次遭受经济繁荣与萧条周期之害。

我喜欢说：“在你得不到你想要的东西时，你得到的是经验。”好光景只会带来坏经验：投资很容易，你已经了解投资的秘密，你不必担心风险。最有价值的经验是在困难时期学到的。从这个意义上讲，我“有幸”经历过一些重大事件：阿拉伯石油禁运、滞胀、20世纪70年代漂亮50股票的崩盘以及“证券之死”；1987年的黑色星期一，道琼斯工业指数在一天之内暴跌22.6%；1994年的利率高涨，导致利率敏感型债务证券跳水；新兴市场危机，1998年的俄罗斯债务违约和美国长期资本管理公司的彻底垮台；2000～2001年科技股泡沫的破裂；2001～2002年的会计丑闻；以及2007～2008年席卷世界的金融危机。

经历过20世纪70年代尤为重要，因为那个时候挑战无处不在。事实上，在70年代想找一份投资工作是不可能的，也就是说，你必须在70年代还没有到来之前进入投资领域，才能积累那个年代的经验。有多少在60年代开始投资工作的人，直到90年代末科技泡沫开始颤动的时候还在继续投资工作的？没有多少。大多数专业投资者是在80年代或90年代才进入这个行业的，他们无从知晓，市场的跌幅竟然还会超过1982～1999年所看到的5%的最高跌幅。

如果你阅读范围广泛，那么你可以向有着伟大思想的人学习——对我来说最重要的有：查理·埃利斯的《输球游戏》（《金融分析家杂志》，1975年7～8月刊）、约翰·肯尼斯·加尔布雷斯的《金融狂潮简史》（纽约：维京出版社，1990），以及纳西姆·尼古拉斯·塔勒布的《随机漫步的傻瓜》^①。

^① 《随机漫步的傻瓜》已由中信出版社出版。——编者注

他们都对我的思想产生了巨大影响。

最后，我有幸能够直接向杰出的思想家学习：约翰·肯尼斯·加尔布雷思教我了解了人性的弱点；沃伦·巴菲特教给我耐心和逆向投资；查理·芒格教给我合理预期的重要性；布鲁斯·纽伯格教给我“概率与结果”；迈克尔·米尔肯教给我“自觉风险负担”；里克·凯恩教给我设置“陷阱”（能赚很多而不会赔很多的被低估的投资机会）。与彼得·伯恩斯坦、赛斯·卡拉曼、约翰·伯格、雅各布·罗斯柴尔德、杰里米·格兰瑟姆、乔尔·格林布拉特、托尼·佩斯、奥林·克雷默、吉姆·格兰特以及道格·卡斯的往来，也使我获益匪浅。

令人高兴的是我接触到了我前面提到的所有要素，并且多年来一直有意识地将它们结合到为公司服务——从而为客户服务——的投资理念中。这并不是唯一正确的方法——解决问题的方法多种多样——但它适用于我们。

必须指出的是，如果没有非凡的橡树资本管理公司的共同创始人——布鲁斯·卡什、谢尔顿·斯通、拉里·基尔、理查德·马森和史蒂夫·卡普兰——的卓越执行力，我的理念不会有太大价值。我很幸运地在1983～1993年与他们合作。我相信任何理念都比不上基于此理念而采取的实践，在投资领域里尤其如此。如果没有这些合伙人以及橡树资本管理公司同僚所取得的成就，那么我在这里分享的理念将不会引起人们的重视。