

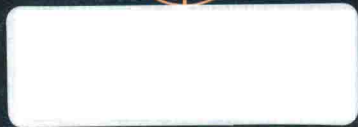
[美] 艾伦·卡尔普·波尼洛 Allen Carpe Benello 迈克尔·范·比玛 Michael van Biema
托比亚斯·E. 卡莱尔 Tobias E. Carlisle 著 肖凤娟 译

CONCENTRATED
INVESTING

集中投资

巴菲特和查理·芒格
推崇的投资策略

STRATEGIES OF THE WORLD'S GREATEST
CONCENTRATED VALUE INVESTORS



巴菲特、芒格、索罗斯等伟大投资者共同的投资风格——集中投资

让资产安全复利增值的投资策略，

芒格却称只有2%的投资者属于这个阵营

颠覆传统资产配置智慧，洞见新一代财富缔造者的成功之道



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS



约翰·威利



[美] 艾伦·卡尔普·波尼洛 Allen Carpe Benello 迈克尔·范·比玛 Michael van Biema
托比亚斯·E. 卡莱尔 Tobias E. Carlisle 著 肖凤娟 译

CONCENTRATED
INVESTING

集中投资

巴菲特和查理·芒格
推崇的投资策略

STRATEGIES OF THE WORLD'S GREATEST
CONCENTRATED VALUE INVESTORS



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS



中文传媒

图书在版编目 (CIP) 数据

集中投资：巴菲特和查理·芒格推崇的投资策略 / (美) 艾伦·卡尔普·波尼洛，
(美) 迈克尔·范·比玛，(美) 托比亚斯·E. 卡莱尔著；肖凤娟译。

—北京：中国青年出版社，2017. 10

书名原文：Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest

Concentrated Value Investors

ISBN 978-7-5153-4871-1

I. ①集… II. ①艾… ②迈… ③托… ④肖… III. ①股票投资—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第199572号

Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest Concentrated Value Investors

Copyright © 2016 by Allen C. Benello, Michael van Biema, Tobias E. Carlisle.

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Youth Press.

All rights reserved.

集中投资：巴菲特和查理·芒格推崇的投资策略

作者：〔美〕艾伦·卡尔普·波尼洛 迈克尔·范·比玛 托比亚斯·E. 卡莱尔

译者：肖凤娟

责任编辑：肖佳于典

美术编辑：张燕楠

出版：中国青年出版社

发行：北京中青文文化传媒有限公司

电话：010-65511270/65516873

公司网址：www.cyb.com.cn

购书网址：zqws.tmall.com www.diyijie.com

印刷：三河市文通印刷包装有限公司

版次：2017年10月第1版

印次：2017年10月第1次印刷

开本：787×1092 1/16

字数：220千字

印张：19.5

京权图字：01-2016-4497

书号：ISBN 978-7-5153-4871-1

定价：59.00元

版权声明

未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、在线信息、数字化产品或可检索的系统。

目 录

- 序：找到瞄准的靶心 005
- 导言：集中投资——知者甚少的投资策略 009
- 第1章 卢·辛普森：战胜市场的自律投资者 015
 巴菲特眼中的投资大师，集中投资典范
- 第2章 约翰·梅纳德·凯恩斯：投资哲学家 053
 声名显赫的经济学家，鲜为人知的集中投资者
- 第3章 凯利、香农和索普：量化投资者 099
 物理学家和数学家的量化集中投资
- 第4章 沃伦·巴菲特：遵循凯利公式的“股神” 125
 价值投资者的集中投资组合
- 第5章 查理·芒格：集中投资之神 153
 寻找质量高于价格的股票，毫不妥协

- 第6章 克里斯蒂安·西姆：实业投资家 185
永久资本、长期投资与长远眼光
- 第7章 格林奈尔学院：捐款基金传奇 229
罗森菲尔德、戈登和威尔逊的集中投资
- 第8章 格伦·格林伯格：偶像破坏者 253
充分研究一家公司，才有自信反驳巴菲特
- 第9章 结语：集中投资者的共同性格 287
罕见的“理性战胜传统”

[美] 艾伦·卡尔普·波尼洛 Allen Carpe Benello 迈克尔·范·比玛 Michael van Biema
托比亚斯·E. 卡莱尔 Tobias E. Carlisle 著 肖凤娟 译

CONCENTRATED
INVESTING

集中投资

巴菲特和查理·芒格
推崇的投资策略

STRATEGIES OF THE WORLD'S GREATEST
CONCENTRATED VALUE INVESTORS



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS



中文传媒

图书在版编目 (CIP) 数据

集中投资：巴菲特和查理·芒格推崇的投资策略 / (美) 艾伦·卡尔普·波尼洛，
(美) 迈克尔·范·比玛，(美) 托比亚斯·E. 卡莱尔著；肖凤娟译。

—北京：中国青年出版社，2017. 10

书名原文：Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest
Concentrated Value Investors

ISBN 978-7-5153-4871-1

I. ①集… II. ①艾… ②迈… ③托… ④肖… III. ①股票投资-研究 IV. ①F830.91
中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第199572号

Concentrated Investing: Strategies of the World's Greatest Concentrated Value Investors

Copyright © 2016 by Allen C. Benello, Michael van Biema, Tobias E. Carlisle.

This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Simplified Chinese translation copyright © 2017 by China Youth Press.

All rights reserved.

集中投资：巴菲特和查理·芒格推崇的投资策略

作者：〔美〕艾伦·卡尔普·波尼洛 迈克尔·范·比玛 托比亚斯·E. 卡莱尔

译者：肖凤娟

责任编辑：肖佳于典

美术编辑：张燕楠

出版：中国青年出版社

发行：北京中青文文化传媒有限公司

电话：010-65511270/65516873

公司网址：www.cyb.com.cn

购书网址：zqws.tmall.com www.diyijie.com

印刷：三河市文通印刷包装有限公司

版次：2017年10月第1版

印次：2017年10月第1次印刷

开本：787×1092 1/16

字数：220千字

印张：19.5

京权图字：01-2016-4497

书号：ISBN 978-7-5153-4871-1

定价：59.00元

版权声明

未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、在线信息、数字化产品或可检索的系统。

目 录

- 序：找到瞄准的靶心 005
- 导言：集中投资——知者甚少的投资策略 009
- 第1章 卢·辛普森：战胜市场的自律投资者 015
 巴菲特眼中的投资大师，集中投资典范
- 第2章 约翰·梅纳德·凯恩斯：投资哲学家 053
 声名显赫的经济学家，鲜为人知的集中投资者
- 第3章 凯利、香农和索普：量化投资者 099
 物理学家和数学家的量化集中投资
- 第4章 沃伦·巴菲特：遵循凯利公式的“股神” 125
 价值投资者的集中投资组合
- 第5章 查理·芒格：集中投资之神 153
 寻找质量高于价格的股票，毫不妥协

- 第6章 克里斯蒂安·西姆：实业投资家 185
永久资本、长期投资与长远眼光
- 第7章 格林奈尔学院：捐款基金传奇 229
罗森菲尔德、戈登和威尔逊的集中投资
- 第8章 格伦·格林伯格：偶像破坏者 253
充分研究一家公司，才有自信反驳巴菲特
- 第9章 结语：集中投资者的共同性格 287
罕见的“理性战胜传统”

序 找到瞄准的靶心

有一次，迈克尔和我前往会见一位投资经理。在出租车上，我们俩萌生了写这本书的念头。由于开展了母基金（Fund of Funds，缩写为FOF）业务，迈克尔会定期采访一些倾向价值投资的基金经理，在他的职业生涯中，至少已经会见了几百位这样的经理人。这次情况有些特殊，迈克尔让我与他随行，并帮忙评价一位新锐经理人。我同意在自己几个会谈的间隙陪他前往。就像出租车不可能是催生出版计划的地方，我们也同样对多年来在观察投资业务的过程中所遇到的奇怪矛盾感到困惑不解：投资人获取的投资回报与他们分析、理解公司的能力并不总是紧密相关。

带着出书的初始念头和几个采访计划，迈克尔和我来到威立出版社，寻求比尔·法隆（Bill Fallon）的帮助。比尔为我们引见了《量化投资》及《反直觉投资》这两本畅销投资书籍的作者，托比亚斯·E. 卡莱尔（Tobias Carlisle）。我们发现这两本书在关于投资的理念上大致相似，特别是与我们计划撰写的书籍的主题——集中投资——也十分契合。我们和卡莱尔一拍即合。他同意加入迈克尔和我，成为合著者。在将采访的原始记录

和投资者及其王牌投资与相应的历史和理论背景相匹配的过程中，他提供了重要的帮助。托比亚斯还帮助对投资策略进行量化测试，以鉴别取得超额市场收益的驱动因素：选择正确的股票，还是选择合理的持有量？

我想起了一个人，我们称之为一号投资者。他的投资收益十分可观，但是一旦碰到那些主观性和技巧性比较强的工作，比如鉴别一家公司的营收和管理状况的时候，他就像一个门外汉。他犯过一些明显的错误——有一次，他极力向同事推荐一家纺织品公司，但这家公司不久就破产了。对我以及当时与我进行交流的其他几个人而言，判断出那家公司缺乏吸引力，甚至充满投资风险并不困难。因此，当看到一号投资者管理的基金业绩表现如此辉煌时，我感到十分困惑。看上去，这位投资者有某种方法能让自己避开那些成本高昂的错误。

我们将另一个熟识的投资者称为二号投资者。在讨论一个行业或者一家公司的时候，他表现得富有真知灼见，而且总能凭借针对相关事件的令人羡慕的准确度和渊博知识，抓住投资机会。然而，二号投资者的投资回报却明显黯淡无光。不知出于什么缘故，他无法充分利用自己的远见卓识。而在众人眼中，这种极其具有价值的洞察力，本应该引导他获得极为丰厚的投资回报。

这一矛盾驱使我们开始思考关于证券分析、投资组合构造的相关话题以及它们与投资回报之间的关系。很明显，仅有分析能力并不足以成就一名真正优秀的投资家。

我意识到那些我十分钦佩的投资家们（这种钦佩只有一部分是源于他们取得的惊人成绩）都拥有一个特征——他们都是集中投资者。他们在构造投资组合的时候，都遵循高专注度的原则，只在少数几只股票上

进行投资，而不是建立广泛分散的投资组合。我们开始研究学界针对组合所做的数学和统计的文献，并且记录那些从集中投资中获利的投资者的方法和成就。我们的第一个任务是采访卢·辛普森（Lou Simpson）和克里斯蒂安·西姆（Kristian Siem），这两位是十分成功的集中投资者，之前从未同意接受关于他们投资风格及方法的采访。当我们完成这个采访后，就开始汇编关于集中投资组合的相关材料，我们的追踪轨迹最终落在凯利公式和约翰·梅纳德·凯恩斯。

在《集中投资》一书中，我们介绍并评析了几种这些出色投资家们运用的投资方法，以向读者展示这些方法如何发挥作用，投资家们又如何操作来达成目标收益。然而，我们有必要提出两点非常重要的告诫。第一，集中投资并不适合每一个投资人。正如格伦·格林伯格所说，彼得·林奇（富达麦哲伦基金鼎盛时期的基金经理，在其任期内赚取了令人咋舌的平均年化收益）绝不是一位集中投资者，他管理的基金在数目众多的股票上都建立了仓位。此外，只有那些准备开展大量调研，能仔细分析手头投资机会的人群，才应该采取集中投资的策略。非专业的投资者没有时间来做一些工作，因此更好的选择就是投资指数基金，或者委托一名有能力的投资经理——最好是一名运用集中投资方法的经理人——进行投资。

第二个忠告更为重要，并同等地适用于专业投资者和业余投资者（或许对于专业投资者而言更有针对性）。我们将之浓缩在传奇武术家李小龙的一句深刻而又谦逊的语录中，内容如下：

目标并不总是意味着必须要实现，很多时候，它只是向我们提供了瞄准的靶心。

这句话出自武术历史上最严格自律的一代传奇之口，很有启发性。与之相似，在本书中，我们的目的不是要让人们遵从伟大投资家们关于投资组合构造的标准范式，而是想向读者提供一些关于怎样成为更好投资者的具体想法。并非每个人都要复制这些伟大投资家们的成就和投资风格，这些介绍更应该作为成功投资之路上的路标。

带着这些忠告，我们相信拥有深度分析能力的一般企业投资者们，能更好地整理他们建仓的股票数目，并重新将他们的资本分配在10至15只股票上。这里，再次引用李小龙的一句名言：

成功的勇士也不过是普通人罢了，只是他们有着惊人的专注度。

艾伦·卡尔普·波尼洛

C ONCENTRATED
INVESTING

导言 集中投资—— 知者甚少的投资策略

一丝不苟的工作加上机敏睿智的脑瓜，可以胜过不能清楚认识自己界限的天才大脑。

——查理·芒格

集中投资是一种知者甚少的投资组合构造方法，它被沃伦·巴菲特、查理·芒格、伯克希尔·哈撒韦公司长期副手卢·辛普森以及本书中介绍的其他一些著名投资家们所采用，并产生了规模庞大的投资回报。尽管在市场沉浮中不时地盛行或落伍，但是作为一项饱含争议的话题，多年以来，集中投资的策略已经被巴菲特和芒格采纳并取得了成功。市场向好时，集中投资很受欢迎，因为它能放大收益；但当市场转坏时，这种策略经常被抛弃——尽管这听上去有点事后诸葛亮——因为它加大了波动。

为了长期取得丰厚的投资回报，人们会控制赌注规模及投资组合专注度，现在是时候重温相关话题了。首先，我们要介绍关于集中投资的一些学术研究，并就其长期投资回报与分散投资进行对比。我们关于集中投资的讨论核心是凯利公式。针对一项投资机会，将给定概率（即盈

利与损失的可能性)和风险收益比(即潜在的回报比潜在的损失)作为变量,这一公式可以计算出合理的投资规模,提供一套回报最大化的数理框架。对任何投资者而言,最美妙的事情莫过于拥有盈利可能性大,且潜在收益远超潜在损失的证券。给出有利的参数输入,凯利公式计算出的仓位规模惊人的庞大,远远超出共同基金或者其他激进管理的投资产品的仓位规模。此外,一些学术研究指出,在集中投资的每一笔投资都足够分散(不投资相同行业等)的条件下,投资中持有的股票数量只要超过一个很小的数额,投资优势就会减弱。而且,数目相对较少的股票(10至15只)构成的投资组合,与广泛分散的指数基金相比,产生的投资回报差异巨大。因此,如果投资者想要寻求超越指数表现的投资回报,集中投资有助于实现这一目标,尽管这种投资策略是一把双刃剑。

投资者可以运用基于传统证券分析的价值投资方法来鉴别潜在的投资机会,并通过输入有利的凯利公式参数(高盈利概率,高风险收益比)来确定投资规模,凭借集中度高的投资组合,来最大化超额收益。

我们有一些独到的途径去接触巴菲特内部交际圈的一些投资者。本书将介绍几位长期(至少10至30年)通过运用集中投资的管理方法取得辉煌业绩的极为成功的投资家。这些投资家的一个共同特征就是都拥有不竭的资本来源,这保证了他们能够承受投资回报的巨大波动,并改变了他们的投资行为。很多人都寻求规避波动性,他们将方差的增加视为风险的扩大。而我们考察的投资者,则倾向于寻求波动。与此同时,在他们参与投资的市场中,他们依然能取得亏损程度有限的投资回报。

这本书介绍了八位在集中投资领域风格不同的投资家。这些接受采访的投资家和捐赠基金都处于现代。其中一位投资家,约翰·梅纳德·凯

恩斯，在目前看来已经成了历史人物，但他是许多集中投资观念的早期运用者，这些观念也被他的继承者们所采纳。本书的目的是梳理产生惊人投资回报的投资原则。尽管这些投资家们在不同的时代开展投资活动，却都在长期中——我们将“长期”定义为至少20年——使他们的投资组合翻了很多倍。考虑到他们都有不竭或者近乎不竭的资金来源，书中的投资家们在现实中并不常见。我们将不竭的投资来源假设为允许他们践行集中投资理念的一个重要因素。本书同样提出了用于确定投资组合中每笔投资规模的数理框架——凯利公式。从这些伟大的投资家们那里总结的结论，和凯利公式指出的结果不谋而合。

现代资产组合理论告诉我们，市场是有效的，任何击败市场并取得超市场收益的企图都只是蛮干，与其回报相比，代价十分高昂。然而，事实表明，至少有一小部分激进的投资经理的确击败了市场表现，并在长期中取得了丰厚的利润。本书和其中介绍的投资家赞同有效市场理论支持者有以下两个主张：

1. 市场基本是有效的。
2. 如果你是一名查理·芒格所称之的“一无所知”的投资者，就应该把市场视为有效市场。

换句话说，想要取得击败市场的投资回报，需要努力工作和渊博的知识。如果你缺乏这些要素，那你最好还是进行分散化投资或者投资指数基金。然而，如果你拥有必要的知识，能够努力地工作，也拥有本书中描述的一些其他特质，那将你的精力专注在少数几只股票上，对你而言更为

有利。集中投资的程度因人而异，本书中的投资家们一般将投资专注在5至20只股票上。投资的股票数目越多，分散投资的好处就越多，投资组合的波动性就越小；但是，在很多情况下，长期的投资回报也越低。在巨额下注和高波动性之间的权衡是投资者自己的选择，但无论是凯利公式，还是书中的投资家们都指出了巨额下注和更高程度集中投资的优势。

读者们可能相当惊讶，下注的规模究竟是怎样计算出来的。这里就再提一次，巨额的下注取决于适当有偏的概率，这些类型的概率分布并不常见，但是数理推导和投资家们都认为，当不寻常的风险收益比出现时，应该巨额下注进行豪赌。有一件重要的事情需要注意，这里的风险指的是资本永久损失的风险，而不是学术研究中常用到的波动性的概念。如果资本永久损失的概率很小，本书中的投资家们在寻找投资机会时，愿意承受短期中暂时的巨额资本损失。也就是说，他们企图寻求有着充分安全边际的投资机会。在这种情况下，公司的资产，或者特许经营权，又或者非杠杆的资产负债表，都能给他们的资本投入提供保护。

书中的投资家们来自不同背景，从英语专业学生到经济学家，不一而足。但不知出于什么缘故，他们最终在投资哲学方面不谋而合。是性格使这些投资家们具有共同之处，并区别于那些在股票市场上碰运气的投资群体。2011年，当被问及对成功的投资家而言，智慧和投资纪律哪个更重要时，巴菲特回答说，性格才是关键：

我可以告诉你们一个好消息，想要成为一个伟大的投资家，你不需要极高的智商。如果你的智商达到了160，可以卖给别人30点智商，因为在投资活动中，你不需要那么多。你真正需要的是