

顶尖价值  
投资者的忠告

The  
Most  
Important  
Thing  
Illuminated

Uncommon Sense for  
the Thoughtful Investor

Howard Marks

【美】霍华德·马克斯 著

李莉 石继志 译

投资

最重要

的事

这是一本难得一见的好书。

——沃伦·巴菲特

# 投资 最重要 的事

顶尖价值  
投资者的忠告

The  
Most  
Important  
Thing  
Illuminated

Uncommon Sense for  
the Thoughtful Investor

Howard Marks

[美] 霍华德·马克斯 著

李莉石 译

图书在版编目(CIP)数据

投资最重要的事 / (美) 霍华德·马克斯著; 李莉, 石继志译. -- 3版. -- 北京: 中信出版社, 2019.3  
书名原文: THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED  
ISBN 978-7-5217-0060-2

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

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第025644号

THE MOST IMPORTANT THING ILLUMINATED by Howard Marks  
Copyright © 2013 by Howard Marks  
Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.  
All rights reserved.  
本书仅限中国大陆地区发行销售

投资最重要的事

著者: [美] 霍华德·马克斯

译者: 李莉 石继志

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)

承印者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开本: 787mm×1092mm 1/16

印张: 17.75 字数: 174千字

版次: 2019年3月第3版

印次: 2019年3月第1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 978-7-5217-0060-2

定 价: 78.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

献给我一生挚爱的

南希

简、贾斯廷、罗茜、山姆

安德鲁、雷切尔

## 推荐序 1

### 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》，而且他说自己读了两遍这本书。

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，且他对巴菲特的投资理念非常推崇：“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之处，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邮件阅读其内容。现在，我读他的书又重读了这些备忘录。”

霍华德·马克斯的《投资最重要的事》，收录了他自己过去20年写的投资备忘录的精华集锦。

巴菲特的投资水平极高，且他推荐的投资书籍极少，那么他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。两个人都是价值投资的拥趸，都非常信奉格雷厄姆提出的价值投资的基本原则。霍华德·马克斯几乎在书的每一章都引用了巴菲特的话，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通俗易懂的话说出来；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方法解释得非常务实，并结合最新的经济情况和市场情况提出自己的独到见解。

巴菲特最初主要投资股票，后来更多地收购和经营企业，而霍华德·马克斯只投资证券，而且主要进行股票投资。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，他和巴菲特的基本投资原则完全相同，但他比巴菲特更加专注于股票投资，他的投资备忘录更加详细，更加具有可操作性，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是超越市场的价值投资的“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，但是要实现它却相当不简单。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。门外汉只需些许努力与能力，便可以取得令人尊敬（即使并不可观）的结果。但是如果人们想在这个容易获取的标准上更进一步，就需要更多的实践和智慧。”

如何才能战胜市场？

格雷厄姆给出的答案非常精辟：“人们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结合：“人们要想在一生中获得投资成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或机密信息，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为你提供这种思考框架，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，你想实现的目标是超越平均水平。因此，你的思维必须比别人更好——更强大有力、水平更高。正因其他投资者非常聪明、消息灵通，并且高度智能化，所以你必须让自己具备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……其中包含的含义是，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所必需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？因为它代表高人一等，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：一是如何用脑进行与众不同的第二层次的思考和决策，想问题比一般人更深入；二是如何用心坚持与众不同的第二层次的思考和行动，行动上比一般人做事更高明。

这本书的核心可被归纳为一句话：逆向思考并逆向投资。

而这正是巴菲特一生一再重复的最基本的投资原则：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谈得最多的是与众不同的正确投资思维应该是什么，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，会让投资人的短期业绩压力变大，心理压力变大，这比在生活中做到与众不同更加困难。

霍华德·马克斯从他自己逆向思考并逆向投资的40多年的投资经验中，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，而是清醒地认识股市相当高效而且相当难以被击败，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发生于人人恐惧时，而发生于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，而是中点的反转。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，但可以先做好准备。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.最重要的不是在牛市时跑赢市场，而是在熊市时跑赢市场。

第三，巴菲特建议的最佳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”？

巴菲特建议投资初学者最好的投资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，这样做的人实在太少了。”

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上升，但这并非由于我改变饮食习惯或者开始运动，我唯一添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，远远胜过我自己在过去10年里自以为是的天真思考的结果。”

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？

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

学习价值投资的艺术，和学习打网球的艺术一样，和学习弹钢琴、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，需要长期的坚持练习和

实践。所以即使是巴菲特这样伟大的投资大师，虽已 80 多岁了，但还在持续不断地阅读很多好的投资书，最近他读过而且推荐大家读的就是霍华德·马克斯的这本书。

巴菲特说他实际上已经读了两遍这本书了。我一听，赶紧在两个月内读了三遍这本书。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

中央电视台《学习巴菲特》节目主讲人

## 推荐序 2

20 多年来，霍华德·马克斯一直在用“来自董事长的备忘录”来指导投资者。在写作《投资最重要的事》一书时，马克斯从备忘录中汲取精华，将他最重要的投资经验结集成书。毋庸置疑，他是一位杰出的投资家；同时，他又是一位伟大的导师、一位有着深邃思想的作家，《投资最重要的事》就是他对所有投资者最慷慨的馈赠。

透过《投资最重要的事》，读者不仅能够从马克斯来之不易的投资智慧中受益，还能学习 4 位久经沙场的投资大师——克里斯托弗·戴维斯、乔尔·格林布拉特、塞思·卡拉曼以及哥伦比亚大学商学院副教授保罗·约翰逊的精彩洞见。这个强大的组合中的每一位评论者都为马克斯的著作贡献了独到的视角，他们都展现出各自不同的投资风格。戴维斯似乎有着与生俱来的卓越投资能力，他的成功得益于奉行价值投资及进行严格的行业筛选。投资类畅销书《股市稳赚》（*The Little Book That Beats The Market*）一书的作者格林布拉特以其对非理性投资行为的敏锐洞察而大获成功，近期他的关注焦点已经逐渐从企业拆分扩展到整体市场的异常现象上了。卡拉曼则在保持近 30 年的惊人业绩纪录的同时，一直在进行积极的风险规避——如果读者知道他是多么执着于“下跌防护”的话，就会更加了解取得这样的业绩是多么不可思议。最后，拥有近 30 年经验的投资专家、当过 20 年客座教

授的约翰逊将会为读者揭示他是如何将市场智慧融入他的证券分析和价值投资的课程中的。

4位大师从自身的投资理念出发，对马克斯的投资哲学产生共鸣、做出完善并偶尔发表不同的意见，他们的批注在深度与广度上扩充了马克斯的观点。甚至马克斯本人也在书中不时进行穿插点评，以揭示贯穿全书的深层主题，并阐明其投资建议的重点所在。此外，与第一版相比，全新升级版增加了一章来阐述“合理预期”的重要性。全新升级版《投资最重要的事》乃当今5位杰出的投资思想家的集大成之作。

最重要的是，无论全新升级版还是旧版的《投资最重要的事》，都为发展价值投资法则做出了不可估量的贡献。价值投资始于哥伦比亚大学，以1936年本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著的《证券分析》的问世为开端。2001年，赫尔布伦投资中心在哥伦比亚大学商学院成立，从此以后便成了价值投资的学术阵地。

令人欣慰的是，赫尔布伦投资中心在本书的诞生过程中扮演了重要角色。《投资最重要的事》最初构思于哥伦比亚大学学生投资管理协会主办的赫尔布伦投资中心年度投资会议上。得知马克斯将出席会议，哥伦比亚大学商学院出版社创始人迈尔斯·汤普森建议他以自己的备忘录和投资理念为素材写一本书。马克斯对于能在价值投资的诞生地将自己的投资智慧结集出版一事很感兴趣，同时他知道自己的理念会得到赫尔布伦投资中心同人的支持。一年后，在赫尔布伦投资中心年度投资会议举办期间，《投资最重要的事》正式出版，而全新升级版《投资最重要的事》则于2012年举行管理协会会议期间面世。

全新升级版《投资最重要的事》秉承了价值投资领域的优良传

统：无私地分享投资理念、见解和智慧。赫尔布伦投资中心很欣慰能够与这本划时代的伟大著作携手共同见证它的贡献。

**布鲁斯·格林沃尔德**

**赫尔布伦投资中心主任**

## 中文版序言

与许多其他领域一样，中国投资领域的专业技术水平正在不断地提高。我愿意相信，我的《投资最重要的事》——至今在中国的销量已达15万册——为这一过程贡献了微薄的力量。2005年之前，我还从未到过中国。仅仅10年后，我已经无数次访问中国，并与成百上千位愿意采纳我的投资方法的投资者交流畅谈。

很高兴看到《投资最重要的事》全新升级版在中国出版。全新升级版增加了以下内容：

我个人的进一步评论，特别是针对几个贯穿全书的重要主题。

- 4位投资界领军人物对初版内容的点评，分别是
  - 克里斯托弗·戴维斯——戴维斯投资顾问公司的投资组合经理，股票投资领域的资深人士。
  - 乔尔·格林布拉特——哥谭资本公司创始人及业绩卓著的执行合伙人、作家，他著有三本畅销书，其中包括《股市稳赚》。
  - 保罗·约翰逊——久经考验的专业投资者，哥伦比亚大学商学院副教授。
  - 塞思·卡拉曼——盛名卓著的价值投资者，著有《安全边际》（*Margin of Safety*）一书。

- 哥伦比亚商学院金融资产管理中心赫尔布伦讲座教授、赫尔布伦投资中心主任布鲁斯·格林沃尔德撰写的新前言。
- 新增了一章，将“合理预期”纳入成功投资需要知道的最重要的事当中。

希望本书以及本书所依托的理念能继续在中国得到广泛的支持，引发有意义的讨论，并帮助我的中国朋友们取得更大的成功。

霍华德·马克斯

2015年7月

## 序 言

在过去 20 年中，我一直在为我的客户不定期撰写备忘录——起初我服务于西部信托公司，后来则服务于 1995 年我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，并提出我对近期事件的见解。这些备忘录构成了本书的核心，在后文中，你会发现许多摘自备忘录的段落，因为我相信，其中的经验教训像切合当年实际一样适用于现在。在摘录时我做了一些小的改动，主要是为了使主旨更加清晰。

保罗·约翰逊：在遇见《投资最重要的事》之前，我在哥伦比亚大学商学院教书时从没有用过教材。自 2011 年秋季开始，我选用这本书作为我的价值投资和证券分析课的第一本教材。马克斯的讨论对于我的讲座内容是很好的补充。

“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”。

在写完原始备忘录之后，我对我认为“最重要”的事做了一些调整，但是基本观念没变：它们都是最重要的。成功的投资得益于同时对各个方面保持密切关注。省略在任何一个方面都有可能导致的不尽如人意的结果。这就是我围绕“最重要的事”这一思想构思本书的原因——每一件事都是构成我所期待的坚固墙体的砖块，缺一不可。

保罗·约翰逊：这一注解贯穿《投资最重要的事》全书的主题，对理解马克斯的投资观点至关重要。我认为，需要向商学院学生解释的最具挑战性的投资理念是，投资需要同时平衡许多基本问题。《投资最重要的事》非常明确地指出了这一点。

我并不打算写一本投资指南。相反，这本书是对我的投资理念的陈述。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。

霍华德·马克斯：本书主要讲的是我所谓的“投资与人相关的一面”，它不需要太多的金融分析或投资理论——更多的是关于如何思考、处理干扰投资思维的心理影响，同时介绍了许多投资者在思考过程中所犯的错误的。当我说“如何思考”时，并不表示我的方法就是唯一的方法，它只是一个示例。要想取得成功，你必须要有严谨的思考过程，但并不一定要采用我的。

这不是一本入门指导书。书里没有保证投资成功的秘诀，没有手把