

巴芒演义

可复制的价值投资

WARREN BUFFETT & CHARLIE MUNGER

沃伦·巴菲特

一部关于价值投资的百年历史
一张“股神”精心编织的大网
一代投资大师们的精彩人生
一条关于成功投资的康庄大道

查理·芒格

唐朝 著

REPLICABLE
VALUE INVESTMENT



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

巴芒演义

可复制的价值投资

WARREN BUFFETT & CHARLIE MUNGER

沃伦·巴菲特

一部关于价值投资的百年历史
一张“股神”精心编织的大网
一代投资大师们的精彩人生
一条关于成功投资的康庄大道

查理·芒格

唐朝 著

REPLICABLE VALUE INVESTMENT



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

巴芒演义：可复制的价值投资 / 唐朝著.

—北京：中国经济出版社，2020.3

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4607 - 9

I. ①巴… II. ①唐… III. ①投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 032593 号

责任编辑 燕丽丽

责任印制 巢新强

封面设计 赵 飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京富泰印刷有限责任公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 23.75

字 数 320 千字

版 次 2020 年 3 月第 1 版

印 次 2020 年 3 月第 1 次

定 价 69.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市东城区安定门外大街 58 号 邮编 100011

本版图书如存在印装质量问题，请与本社销售中心联系调换（联系电话：010 - 57512564）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 57512600）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 57512564

自然从不飞跃。

——戈特弗里德·威廉·莱布尼茨

推荐序

在严肃的历史中潇洒穿行

投资界著名的隐士唐朝先生刚刚完成一本新书——《巴芒演义：可复制的价值投资》，这是一本表里俱佳、文质彬彬的书。

“巴芒”顾名思义指的是巴菲特、芒格。《巴芒演义》是以巴芒故事为中心、以中国传统章回体形式写就的一本财经图书，这种形式我还是第一次见到。

这本书记录了价值投资产生的历史背景、发展脉络，以巴菲特、芒格这对老搭档为中心，展现了一个个历史上伟大投资家活灵活现的故事，以及他们之间盘根错节、拐弯抹角的细腻交织，有着类似“七大姑家二舅的侄子在干吗”之类的细节，既有史海钩沉，也有投资理念、投资案例的讲述。

它覆盖了近一个世纪的美国金融界的宏大历史，记述了财经大舞台上很多故事的来龙去脉，从格雷厄姆、多德到施洛斯、鲁安师生两代的流光溢彩，从蔡至勇到米尔肯玩转华尔街的精彩旁门，从香农、凯利到

索普、尤金的象牙塔学术发展，从收购伯克希尔“错失千亿美元的错误”到华盛顿邮报的死里逃生……这是一本严肃的具有史料价值的财经历史书。

老唐为了此书的写作，附录中列出的参考书籍达到72本之多，就像蚕需要吃进许多桑叶才能吐出丝一样，老唐也是要消化融会了很多书后，才能写出如此酣畅淋漓的锦绣文章。这也为大家节省了一一阅读并在大脑中将**这些书相互串联、彼此印证的时间和精力**。

《巴芒演义》的一个重大特色是表达通俗，以中国人的思维习惯写作。通常，财经类书籍多以枯燥无味为特征，更由于多是舶来品的缘故，很多图书在翻译的过程中也多存在言不达意、晦涩难懂的问题，使阅读体验大打折扣。

老唐再一次展现了其一贯卓越的“中翻中”才能，不但文字表述流畅，还将每一章的题目呈现为传统的章回体，也就是《三国演义》《封神演义》目录的样子。全书共四十二回，带着浓郁的中国风在严肃的历史中潇洒穿行。

这是唐朝的第四本著作，也是我为他写的第三篇书序，记得最初他邀我为《手把手教你读财报2：18节课看透银行业》一书写序，催稿甚急，以至“夜中不能寐”，害得我凌晨三点就披衣捉笔，终于在黎明时分完成了那篇《工匠精神话唐朝》。时光一晃已三年，如今读来那是我写过的最佳书序。

当市场还在遭受因疫情的恐慌节后大跌8%的折磨，当全世界还在担心4000亿蝗虫去向的时候，老唐已经悄然完成了一本可以流传后世的新著。

他曾经生意受骗，曾经投资爆仓，自谦“学历不高”、读书多又“话痨”，但在同样的环境中，他已练就了不一样的心态，就像苏轼的

那首《定风波》中所写“同行皆狼狈，余独不觉”。从东坡居士这首词中抽出四句，也正是对老唐很好的描述：

莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行。

一蓑烟雨任平生，也无风雨也无晴。

不消沉、不放纵、不怨天尤人，嬉笑怒骂，快意思仇，这正是老唐的潇洒。老唐是投资江湖中的隐者，从不抛头露面，从来隐姓埋名。提起老唐，你脑海中会出现什么形象？

有人会想起“事了拂衣去，深藏身与名”；有人会想起“舟遥遥以轻扬，风飘飘而吹衣”。隐世高人、卧虎藏龙，存而不现、若隐若现，这是中华文化中最令人羡慕的一种状态，老唐做到了。

如今我要向老唐好好学习，不仅仅是投资知识和能力，还有潇洒的人生态度。看着他三竿而起的超脱，看着他与相濡以沫的人驰骋大好河山，不由得喟然感叹“非无江海志，潇洒送日月”！

巴菲特日前公布了致股东信，伯克希尔持有 1280 亿美元现金，2019 年净利润 814 亿美元。尽管 2019 年伯克希尔仅上升 11%，大幅落后于标普 31% 的升幅，但自 1965 以来上涨了 2.7 万倍。

巴菲特 90 岁、芒格 96 岁，两人加起来近两百岁，他们用一生完美演绎了一部《巴芒演义》。如今，我和老唐加起来近百岁，如果谈到愿望的话，希望大家在下一个百岁时光里，学习英雄、争当英雄，谱写中国自己的演义。如果有那么一天也有一本书的话，就叫《天朝演义》，如何？！

杨天南

2020 年 02 月 28 日

自序

《巴芒演义》的三重价值

价值投资者群体内部，在一些相当重要的投资原则上经常会出现严重的分歧和争论，如烟蒂还是成长，集中还是分散，个股还是指数，借助杠杆还是拒绝杠杆，永远不卖还是高估出手，赌宏观国运还是看微观企业，等等。

这些持不同观点的投资者，基本都能搬出不同的大师语录为证，甚至有时能遇到同一位投资大师在同一个问题上，有过意思完全相反的表述。这让很多投资者，尤其是初学者非常困惑，结果导致他们在不同投资风格之间摇摆，并为此浪费了财务自由道路上最宝贵的东西：时间。

这本《巴芒演义》，老唐意图写出价值投资从无到有的演化史。全书以巴菲特和芒格这对搭档的投资思想成长过程为线索，将近代投资领域多位知名大师的投资思想及代表性案例一一搬上舞台，力求全面展现以上理念分歧所发生的特殊时代背景、适用环境及其变化过程。

这些投资大师包括本杰明·格雷厄姆、伯纳德·巴鲁克、约翰·凯

恩斯、菲利普·费雪、沃尔特·施洛斯、爱德华·索普、克劳德·香农、亨利·辛格尔顿、比尔·格罗斯、迈克尔·米尔肯、彼得·林奇、乔尔·格林布拉特、约翰·博格……多种风格的代表人物。

这些鲜活的面孔、各成体系的投资思想、精彩绝伦的投资案例，与巴菲特和芒格的成长融合在一起，足以让读者不再孤立、呆板地背诵大师语录，而是能够按照自身实际情况和现实环境，选择最适合自己的投资模式并明白背后的原因。

这是《巴芒演义》的第一重价值。

出于兴趣，老唐读过很多有关巴菲特投资思想和投资案例的书籍和资料，我发现一个普遍存在的问题：巴菲特经常被简单化和标签化。似乎巴菲特之所以成为“股神巴菲特”，是因为他掌握了某种绝密的估值技巧，或者某种常人不具备的特殊能力，所以才能精准地发现一个又一个被其他投资者忽视的投资对象，从而创造出天文数字般的财富。

这种简单化和标签化，很容易给大量基于企业基本面分析的投资者造成一种普遍的畏难情绪，似乎必须要有巴菲特那样的能力和认识，要去看准企业，要能准确预测企业的经营情况，才可能在投资中获得良好收益。

然而，事实并非如此。正如老唐在本书扉页上引用的德国哲学家、科学家兼数学家戈特弗里德·威廉·莱布尼茨的名言“自然从不飞跃”，巴菲特并不是天赋异禀，也不是突然顿悟。他也是从普通人一步步成长起来的，也犯过大多数普通人会犯的错误，走过大多数普通人走过的弯路。

通过观摩他跌跌撞撞的投资体系成型史，或许你会惊奇地发现很多众所周知的成功案例，如蓝筹印花、布法罗晚报、华盛顿邮报、盖可保险、可口可乐、通用再保等，背后都有我们普通人完全能够理解的逻辑

支持和思考过程。当你读过这本书后，如果你也面对那样的情况，作出巴菲特同样的决策一点儿也不难，甚至可以说是顺理成章的事情。

这些投资对象也不是买下后就可以坐等收钱，巴菲特同样经历过犹豫徘徊甚至大额浮亏，遇到过很多意料之外的问题，然后被迫去努力解决问题，一点点修正自己的投资理念和决策流程。正是在这个过程中，他一步步变成了“股神”。

知道他是“股神”，对我们其实没有多大价值，但知道他如何从普通人一步步成长为“股神”，却有可能成为引导我们成长的路标。是的，即使读过《巴芒演义》，你可能还是成不了巴菲特，但成为更好的自己、更富裕的自己，却是非常有可能的事情。

这是《巴芒演义》的第二重价值。

第三重价值是她的易读性和趣味性。

正如赢得比赛首先要能够跑完全程，对于大部分学习者而言，投资理念类书籍的生涩枯燥可能是第一道拦路虎，是投资者一次次鼓起勇气，又一次次灰溜溜撤退的主要原因。如果你面临这样的困境，那么《巴芒演义》或许能协助你在轻松愉悦的阅读体验中，完成自身投资体系的建设。

认真地说，这是一本用茶馆评书和章回体小说的外壳包裹着的、严肃正统的价值投资理念和实战手册。她充满八卦和细节的茶馆评书风格，章回体小说一般的阅读体验，应该能够帮助你透彻理解价值投资的理论体系演化过程，让你脑海里散落的关于投资的碎片故事，变得有序，变得完整，变成一套相互勾连的系统，变成你股海捞鱼的工具。

本书所有数据和事件细节，均有来源。但为避免破坏阅读体验，老唐没有一一用脚注的形式说明来源，而是将相关资料和图书收录于文后的参考资料中。

不过，由于老唐不懂英文，阅读的都是中译本资料。不同来源的资料之间如果发生数据或事实冲突，我尽可能按照自己的理解，选择更权威的（如伯克希尔年报数据优先），更可信的（如官方传记优先），更合乎逻辑的数据或事实。

鉴于本人水平有限，其中涉及个人理解的部分，错误在所难免。欢迎投资领域的朋友们莅临老唐的微信公众号“唐书房”指教沟通。谢谢，祝朋友们永远快乐地行走在价值投资的康庄大道上。

唐朝

2019年12月26日

目 录

引 子 / 1

- 第 一 回 受磨难获得奖学金 本杰明步入华尔街 / 5
- 第 二 回 格雷厄姆小试牛刀 设立基金志得意满 / 11
- 第 三 回 代客理财风生水起 投资课程顺势推出 / 19
- 第 四 回 巴鲁克逃顶写传奇 大崩溃突袭显神威 / 27
- 第 五 回 重捡烟蒂起死回生 宗师理论日臻成型 / 33
- 第 六 回 投资奇才走入课堂 烟蒂兵团初具规模 / 39
- 第 七 回 施洛斯埋头捡垃圾 能力圈凸显大智慧 / 47
- 第 八 回 烟蒂照样与时俱进 标准需随现实微调 / 53
- 第 九 回 巴菲特初窥保险业 戴维森倾囊传秘籍 / 61
- 第 十 回 高额回报知行不一 疑心种子悄悄萌芽 / 69
- 第 十 一 回 天外有天学会避税 内幕消息运用分歧 / 77
- 第 十 二 回 巴菲特拒任接班人 奥马哈传奇初起步 / 85
- 第 十 三 回 烟蒂也须天时地利 控制投资兑现价值 / 93
- 第 十 四 回 捡烟蒂树最佳模板 不小心成过街老鼠 / 101
- 第 十 五 回 冲动收购伯克希尔 损失超过千亿美元 / 109

- 第十六回 不甘心试图找出路 犯糊涂再次走臭棋 / 117
- 第十七回 巴菲特嘲讽蔡至勇 华尔街追星中国佬 / 125
- 第十八回 风口飞猪现出原形 东山再起创下奇迹 / 133
- 第十九回 耗尽人品黯然离开 慈善八卦聊度余生 / 141
- 第二十回 市场风格难以适应 解散基金图个清静 / 147
- 第二十一回 股神赌神偶然相逢 投资赌博原理互通 / 155
- 第二十二回 赌神索普创造传奇 香农凯利协防有功 / 163
- 第二十三回 凯利公式暗藏隐患 投资奥秘各有不同 / 171
- 第二十四回 米尔肯入狱坑索普 神业绩变招疑乔尔 / 179
- 第二十五回 压力催生神奇公式 格老否定证券分析 / 187
- 第二十六回 巴菲特专注搭讲坛 懂平衡芒格双丰收 / 197
- 第二十七回 芒格推动思想进化 喜诗展示优质魅力 / 205
- 第二十八回 世家子弟广结人脉 圈子贡献赚钱良机 / 215
- 第二十九回 巴菲特身陷欺诈案 大律师背书保清白 / 223
- 第三十回 收购报业四面楚歌 步步申诉向死而生 / 231
- 第三十一回 家庭妇女被迫掌舵 新闻女王两难选择 / 241
- 第三十二回 关键战役邮报登顶 长期持股高额回报 / 249
- 第三十三回 盖可保险绝地逢生 伯克希尔如虎添翼 / 257
- 第三十四回 乐观出价通用再保 遭受重创公开忏悔 / 267
- 第三十五回 曲线减持暗动心机 偷鸡不成险蚀把米 / 277
- 第三十六回 可口可乐双重错误 通用再保持续失血 / 287
- 第三十七回 蹚浑水拯救所罗门 看笑话围观赌金者 / 297
- 第三十八回 指导思想与时俱进 投资首选指数基金 / 307
- 第三十九回 指数基金英雄丰碑 思想源泉宏观鼻祖 / 317

目 录

第 四 十 回 先锋集团一鸣惊人 伯克希尔渐显颓势 / 327

第四十一回 金钱束缚降低回报 投资正道共有四条 / 335

第四十二回 农地案例投资真谛 别瞅傻子坚持瞅地 / 343

附录 A 大师们的收益率 / 351

附录 B 美元价值速算 / 354

参考资料 / 355

致 谢 / 361

引 子

1929年10月28日，黑色星期一，道琼斯指数暴跌13.47%；

1929年10月29日，黑色星期二，道琼斯指数暴跌11.73%。

对于亲历者来说，这绝对是一生中最糟糕的记忆。似乎整个华尔街都陷入疯狂抛售的狂潮中，卖单如同潮水一样持续涌入，直接导致交易所自动报价机显示的行情滞后超过两小时。

简单地说：美国股市崩溃了，大崩溃！

这是纽约证券交易所成立以来最黑暗的两天的，也是美国历史上影响最大、危害最深的经济事件，直接影响到所有西方国家甚至整个世界。以此为标志，美国进入长达十几年的经济大萧条。

1929年11月11日，黑色星期一，道琼斯指数暴跌6.82%；

1929年11月12日，黑色星期二，道琼斯指数暴跌8.92%。

……

伴随部分主流知名企业的股价下跌超过三分之二，从10月28日到11月13日两个多星期时间，就有大约300亿美元财富灰飞烟灭。这数额大致相当于美国在第一次世界大战中的总开支。成千上万的美国人无助地看着一生的积蓄在短短几天内烟消云散，恐怖和悲痛笼罩着股市、笼罩着美国、笼罩着整个西方世界。

然而，正如中国古语所言，“否极泰来”。最糟糕的状态里，往往隐藏着希望的萌芽。人类有史以来最伟大的投资家，被誉为世界头号“股神”

的沃伦·E. 巴菲特，就孕育在这看不见希望的大崩溃里。

“1929 年秋天，我母亲怀我的时候正赶上股市大崩溃，”巴菲特说，“我非常喜欢 1929 年的股市大崩溃，因为那是我生命的起点。我的父亲当时是一位股票经纪人，1929 年秋天股市崩溃后，他不敢给任何人打电话，因为那些人无一例外地正在遭受前所未有的巨大损失。所以，每天下午他不得不待在家里。当时家里没有电视机……你懂的。我母亲是在 1929 年 11 月下旬受孕的（我 1930 年 8 月 30 日出生）。所以，在我的内心深处，对于 1929 年股市大崩溃始终有一种亲切感。”

当然，诞生于大崩溃并不必然成长为“股神”。在学习本杰明·格雷厄姆的投资体系之前，巴菲特并没有表现出过人的投资天赋。如果一定要在他身上寻找一些与普通孩子不同的“神迹”，大概也就是少年巴菲特喜欢数字、喜欢阅读、喜欢金钱，并且愿意为获取金钱付出劳动。

从大约 6 岁起，巴菲特就从爷爷的杂货店里买进整包的可乐、口香糖，然后挨门挨户拆零推销，从中赚取批零差价。稍大点，巴菲特还在体育场卖花生和爆米花，在小区捡废书报卖给废品收购站，在草丛或池塘里捡旧高尔夫球清理后出售，在爷爷的杂货店里干体力活挣工钱，在凌晨四点半去取报送报，几年如一日（包括节假日）……所有这些，都是为了挣钱。

大概 10 岁时，巴菲特在图书馆里读到一本书，书名叫《赚到 1000 美元的 1000 招》。巴菲特不仅从中看到很多赚钱的方法，更重要的是他第一次知道了复利的概念。经过充满幻想的计算，10 岁的巴菲特向小伙伴们庄严宣布，自己计划在 35 岁前成为百万富翁。

伴随年龄的增长，少年巴菲特在坚持送报业务的同时，继续开发其他“生意”，诸如销售邮票、台历、杂志，出租弹子游戏机，自编马经卖给赌马的赌徒，等等。有趣的是，巴菲特编写马经，结果自己也信了，下注参与，输掉 175 美元后认赔收手。

通过上述经营活动，少年巴菲特高中毕业时，已经赚到超过 5000 美元

的巨额财产（大约相当于2019年的5.6万美元或40万元人民币）以及一个农场——15岁时花1200美元买下，租给佃户耕种，20岁时以翻倍价卖掉了。

凡事必有代价。巴菲特忙碌于挣钱，心思逐渐偏离了学习和学校，各科成绩直线下降，也因此经常遭受老师的批评。或许是逆反心理作祟，巴菲特变成一个“爱搞破坏的捣乱分子”，甚至还和部分小伙伴一起去商场偷东西卖。一个典型的迷失于金钱的“问题少年”，让父母和老师们陷入绝望。

幸运的是，父亲对症下药，以不允许继续送报挣钱作为要挟，击中了小财迷巴菲特的软肋。巴菲特逐步回到正途，最终以350名同学里的第16名从高中毕业，并按父母的意愿进入位于费城的宾夕法尼亚大学沃顿商学院读书。

沃顿商学院创立于1881年，是全美顶级的商学院。将在本书出场的龙套人物，至少还有7位也毕业于沃顿：《证券分析》的合著者戴维·多德教授、兼并天才罗纳德·佩雷尔曼、传奇基金经理彼得·林奇、美国现任总统唐纳德·特朗普、橡树资本创始人霍华德·马克斯、“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯、以神奇公式闻名的基金经理乔尔·格林布拉特。只不过在巴菲特进入沃顿商学院时多德教授已毕业27年，佩雷尔曼4岁，林奇3岁，特朗普、马克斯和米尔肯还在吃奶，乔尔则还要再等10年才出生。

其实巴菲特不想上大学，他想立刻开始他的赚钱大业。但出于对父亲的尊重，巴菲特还是去学校报到了。好在沃顿商学院的会计、行业分析、商务法律等课程让小财迷受益匪浅。至于其他课程，巴菲特的兴趣没那么浓厚，再加上不适应费城的气候，他很想回到家乡奥马哈，回到他熟悉的地盘去。

不知是幸运还是不幸，1948年11月父亲竞选议员连任失败，不得不再次回到奥马哈，重操旧业成为一名股票经纪人。巴菲特趁机要求回家乡读书，并如愿以偿进了父母的母校：距离奥马哈只有一小时车程的内布拉斯加大学林肯分校。