

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的这一敏感问题开始。

当今的有价值证券管理：二者择其一

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

活跃的有价值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。活跃派基金经理认为，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

予普通股长期投资的人来说，尤其应如此。巴菲特用他那独特的语言风格说道：“通过定期地投资于指数基金，那些门外汉投资者可以获得超过多数专业投资大师的业绩。”

然而，巴菲特旋即又指出还有第三种选择，一种有别于活跃派资产投资组合，但又能击败指数基金的战略。这就是集中投资战略。

集中投资：总体描述图

“找出杰出的公司”

多年来，沃伦·巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择是基于一个普通常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股值上。巴菲特的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况以及评估它的管理状况而不是用于跟踪股价。

这并不意味着分析公司——找出一切能够告知此公司经济价值的信息——是一件容易的事。事实上，分析公司是颇费一番工夫的。但巴菲特经常说做这项“作业”所费的心思比竭尽全力保留在股市的顶尖地位要少，其结果是长期受益。

巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每一个投资机会。这些基本原则在《沃伦·巴菲特的投资战略》(Warren Buffett Way)一书中已详细讲述并在下一节“少就是多”中加以总结。我们可以将这些原则视为一种工具

带。每一个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为我们区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报提供了方法。

如果使用得当，沃伦·巴菲特的基本原则将会带你走进那些好的公司从而使你合情合理地进行集中证券投资。你会选择长期业绩超群且管理层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也定会产生高额业绩。这就是集中投资的核心：将你的投资集中在产生高于平均业绩的概率最高的几家公司上。

概率论这个源于数学的理论是构成集中投资原理的重要概念。在第6章你将会了解到更多有关概率论的原理以及如何将它运用于投资。目前，只要将“好的公司”与“高概率回报”联系起来想就可以了。通过你的分析，你已经找出历史成绩优秀的公司并由此推断出未来的良好前景，那么现在就你所知的一切换个角度去考虑——从概率的角度去考虑。

“少就是多”

你还记得巴菲特对投资“门外汉”的忠告吧？即投资于指数基金。巴菲特下面的这段话才更有趣且符合我们的写作目的：“如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选5~10家价格合理且具长期竞争优势的公司。传统意义上的多元化投资(广义上的活跃有价证券投资)对你就毫无意义了。”

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀

沃伦·巴菲特投资方略的基本原则

企业原则

这家企业是否简单易懂？

这家企业是否具有持之以恒的运作历史？

这家企业是否有良好的长期前景？

管理原则

管理层是否理智？

管理层对它的股民是否坦诚？

管理层能否拒绝机构跟风做法？

财务原则

注重权益回报而不是每股收益

计算“股东收益”

寻求高利润率的公司

公司每保留1美元都要确保创立1美元市值

市场原则

企业的估值是多少？

企业是否会被大打折扣以便低值买进？

传统多元化投资的问题出在哪儿？可以肯定的一个问题是：你极有可能买入一些你一无所知的股票。“对投资略知一二”的投资者，应用巴菲特的原理，最好将注意力集中在几家公司上——“5~10家”。其他坚持集中投资哲学的人则建议数量应更少些，3家就够了。对于一般投资者来说，合理的数量应在10~15家之间。这样我们就回答了前面的问题，究竟多少算做

“少数几种”？答案是不超过 15 家。事实上，具体数字不是最关键的，最关键的是要了解集中投资后面的投资原理。如果将集中投资应用于几十种以上的投资组合，它就土崩瓦解，失去其意义了。

沃伦·巴菲特经常从英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯 (John Maynard Keynes) 那里获得思想源泉。1934 年凯恩斯在给商业同行的一封信中写道：“通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少更无特别信心……人的知识和经验都是有限的，在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过二三家。”凯恩斯的信构成集中投资的雏形。

另一位更具深远意义的影响者是菲利普·费舍尔 (Philip Fisher)。他对巴菲特的影响已经逐渐被人们注意到。费舍尔是一位杰出的投资咨询家。他从业近 50 年并著有两本重要论著：《普通股与非普通利润》 (*Common Stocks and Uncommon Profits*) 和《普通股通往财富之路》 (*Paths to Wealth Through Common Stocks*)。这两本书都深受巴菲特的喜爱。

费舍尔也是著名的集中证券投资家；他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。费舍尔是在 1929 年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的。他仍清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀

要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”一般情况下，费舍尔将他的股本限制在 10 家公司以内，其中有 75% 的投资集中在 3~4 家公司身上。

他在 1958 年《普通股》一书中写道：“许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”40 年以后的今天，费舍尔已是 91 岁高龄的老人，但仍然不改初衷。他告诉我说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了。我知道我想购买最好的股，不然我宁愿不买。”

肯·费舍尔(Ken Fisher)作为费舍尔的儿子，也是一位出色的资金管理者。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资方略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

“押大赌注于高概率事件上”

费舍尔对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可望而不可及的极好机会时，惟一理智的做法是大举投资。像所有伟大的投资家一样，费舍尔绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会亲自一趟趟拜访此公司，如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于此公司。肯·费舍尔指出：“我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。”

今天，沃伦·巴菲特响应着这一思想：“对你所做的每一

笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的 10% 以上投入此股。”

现在你明白为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过 10 个股了吧，因为每个个股的投资都在 10%，故也只能如此。然而集中投资并不是找出 10 家好股然后将股本平摊在上面这么简单的事。尽管在集中投资中所有的股都是高概率事件股，但总有股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

玩扑克赌博的人对这一技巧了如指掌：当牌局形势对我们绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士的眼里，投资家和赌徒并无多大区别。或许是因为我们都从同一科学原理——数学中获取知识。与概率论并行的另一个数学理论——凯利优选模式(Kelly Optimization Model)也为集中投资提供了理论依据。凯利模式是一个公式，它使用概率原理计算出最优的选择——对我们而言就是最佳的投资比例（这个模式以及它那令人拍案叫绝的诞生的故事将在第 6 章中介绍）。

当沃伦·巴菲特在 1963 年购买美国运通（American Express）股时，我不敢肯定地说，他已经在选股中运用了优选法理论，但这笔购买是这一理论的真实写照，也是巴菲特的勇气所为。50 年代到 60 年代，巴菲特作为合伙人服务于一家位于内布拉斯加州奥玛哈（Omaha）的有限投资合伙公司。他目前仍住在那里。这个合伙企业使他可以在获利机会上升时，将股资

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀

的大部分投入进去。到1963年这个机会来了。由于提诺·德·安吉利牌色拉油丑闻，美国运通的股价从65美元直落到35美元。当时人们认为运通公司对成百万的伪造仓储发票负有责任。沃伦将公司资产的40%共计1300万美元投在了这个优秀股票上，占当时运通股的5%。在其后的2年里，运通股票翻了三翻，巴菲特所在的合伙公司赚走了2000万美金的利润。

“要有耐心”

集中投资是广泛多元化、高周转率战略的反论。在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资最有机会在长期时间里获得超出一般指数的业绩。但它需要投资者耐心持股，哪怕其他战略似乎已经超前也要如此。从短期角度我们认识到，利率的变化、通货膨胀、对公司收益的预期都会影响股价。但随着时间跨度的加长，持股企业的经济效益趋势才是最终控制股价的因素。

多长时间为理想持股期呢？如你所料这里并无定律（尽管巴菲特可能会说短于5年的期限是傻子的理论）。我们的目标并不是零周转率，走另一个极端是非常愚蠢的。这会让我们丧失充分利用好机会的时机。我建议一条经验准则供你参考，将资金周转率定在10%~20%之间。10%的周转率意味着你将持股10年；20%的周转率意味着你将持股5年。

“价格波动不必惊慌”

价格波动是集中投资的必然副产品。传统活跃证券投资中，

使用广泛的多元化组合会使个体股价波动产生的效果平均化。活跃投资证券商们心里非常清楚，当投资者打开月度报表，看到白纸黑字清清楚楚地写着他们所持的股跌了时，这意味着什么。甚至连那些懂行的人，明知股票的下跌是正常交易的一部分，仍对此反应强烈，甚至惊慌失措。

然而你持股越多越杂，单股波动就越难在月度报表中显示出来。多元化持股对许多投资者的确是一剂镇定剂，它起到稳定由个股波动产生的情绪波动的作用。但平缓的旅程亦是平淡的旅程。当以躲避不愉快为由，将股票的升跌趋于平均的时候，你所获得的只能是平均回报。

集中投资寻求的是高于平均水平的回报。我们在第 3 章中将会看到，不管从学术研究上还是从实际案例史料分析上，大量证据表明，集中投资的追求是成功的。毫无疑问，在追求的旅途中，充满颠簸，但集中投资者忍受了这种颠簸，因为他们知道，从长期的角度看，所持公司的经济效益定会补偿任何短期的价格波动。

巴菲特本人就是一个忽略波动的大师。另一位这样的大师是巴菲特多年的朋友和同事查理·蒙格 (Charlie Munger)。查理是伯克谢尔·海舍威公司 (Berkshire Hathaway) 的副总裁。那些倾心钻研并酷爱伯克谢尔公司出类拔萃的年度报表的人都知道巴菲特与查理彼此支持，互为补充，二人的观点有时如出

一辙。蒙格与巴菲特在态度和哲学观念上亦丝丝相扣，互为影响。

在60年代和70年代，蒙格与巴菲特当时的情况一样，也在经营一家他有权大力押赌注的合伙证券公司。他决策的理论逻辑与集中投资的原则一唱一和。

查理解释说：“早在60年代，我实际上参照复利表，针对普通股的表现进行各种各样的假设分析以找出我能拥有的优势。”查理对各种场景进行分析，包括证券组合中所需股票的数量以及预期的波动。这是一种直截了当的计算。

“从玩扑克牌中你就知道，当握有一手对你非常有利的牌时，你必须下大赌注。”查理说。他的结论是，只要你能顶住价格波动，拥有3支股票就足够了。他还说：“我知道从心理上我能顶住价格的波动。我从小就是由善于顶住风浪的人抚养长大的。所以我是实施我自己这套方法的最理想人选。”

或许你也是属于善于处理波动变化的众多人选之一。即便你生来不那么走运，不属于这类人，你也可以获取他们的某些特点。你所做的第一步是不断改变自己的言行及思维方式。获取新的行为和思维方式并非一日之功，但当你渐渐地教会自己面对市场的诡秘变幻，处变不惊、镇定应对是完全可以做到的。

你或许愿意学习一些投资心理学的知识（见第7章）。社会学家称此领域为金融行为学，他们已开始对投资现象的心理因素

进行认真的调查。使用另一种衡量标尺来评估成功对你也是有所帮助的。如果看到指数下跌就会使你心脏病发作，你最好赶快投向另一种衡量业绩的怀抱。这种方法不会利剑穿心，但同样奏效(巴菲特会说更加奏效)。这种新的衡量方法包括经济标准的概念，这个将在第4章中予以讨论。

如前所述，集中投资是一个简单的概念。它汲取了彼此相关的逻辑学、数学和心理学原理的精华。基于本章中对这些原理的综述，现在我们可以使用具体的指导方针式的措词来对这个基本概念加以重新定义。

总之，集中投资包括下列行为：

- 使用《沃伦·巴菲特的投资战略》中的原理，选择几家(10~15)在过去投资回报高于一般水平的公司。你相信这些公司有很高的成功概率，而且能继续将过去的优秀业绩保持到未来。
- 将你的投资基金按比例分配，将大头押在概率最高的股上。
- 只要事情没有变得很糟，保持股本原封不动至少5年(超过更好)。教会自己在股价的波动中沉着应对，顺利过关。

格状模式

沃伦·巴菲特并不是发明集中投资的人。集中投资的基本

沃伦·巴菲特的投资组合：

掌握集中投资战略的秘诀

原理是在50年前由约翰·梅纳德·凯恩斯首先提出来的。巴菲特所做的，而且做得非常成功的是亲身实践了这一原理，然后才将它冠名。令我感到震惊的问题是：华尔街一向以自觉效法成功而著名，为什么至今仍对集中投资这一战略不闻不问呢？

1995年，我们启动了莱格·梅森集中信托基金（Legg Mason Focus Trust）。这是第2家有目的地购买15(或更少)种股票的共同基金。[第1家这样做的基金是红杉基金（Sequoia Fund），他们的故事将在第3章中讲述]。集中信托的成立使我有机会亲自尝试集中证券投资并获得了宝贵经验。在过去的4年里，我有机会与股民、投资家、咨询家、分析家以及其他券商和金融媒体打交道。我了解的情况使我深信，集中投资战略与目前投资市场占主导地位的投资方略有天壤之别。最简单的事实是他们的思维方式不同。

为了帮助我了解这种思维差异，查理·蒙格使用了网格状模式(Latticework of models)这一强有力的比喻。1995年，蒙格为南加州大学商学院（University of Southern California School of Business）基尔福德·巴比考克（Guilford Babcock）教授的班级做了一个报告。报告题目为“人类处世本领的最基本分支：论投资专长。”这篇报告后来被《杰出投资家文摘》(OID)转载。对查理来说这次报告很有趣，因为它的中心议题围绕着一个很重要的内容：人是如何获取对智慧的真正理解，或者他称之为“处世本领”的。