

巴菲特的投资组合

【1】巴菲特的投资组合 1：为何巴菲特这几年总在推崇指数投资？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，之前我们讲过很多巴菲特的书，包括滚雪球他的个人传记，还有巴菲特的第一桶金，他早年间做投资买的那些公司，以及巴菲特如何选出超级明星股，这是他后期转向控股公司之后，如何选股的思路，此外还有，巴菲特致股东的信，这是所有投资人的圣经，今天我们在找来一本书，叫做巴菲特的投资组合，从组合与资产配置的角度，来审视一下巴菲特的思路。作者是罗伯特，哈格斯特朗，也是研究巴菲特的重要作家之一，美盛投资首席投资策略师，董事总经理，号称最懂巴菲特的人，他的另一本书更加有名，回头我们也会带给大家，叫做巴菲特之道。

作者说，他自己做了这么多年投资，深刻的认识到，取得高于平均水平的收益，绝不仅仅是选股问题，更是你构建投资组合的问题。所以巴菲特，是最值得研究的对象，这本书不光是介绍了巴菲特的投资组合，也介绍了很多著名投资人的组合状况以及思路，可以给我们很多的指导。

我们先来看，第一章，叫做集中投资，巴菲特总说自己是集中投资者，他的投资都是集中在几家杰出的公司上。作者经常和巴菲特深度接触和探讨，他说巴菲特和一般的投资者那种盯着屏幕，疯狂下单的模式相去甚远，他把自己的成功，归结于必要的时候，敢于下重注。那么我们就有这么几个问题了，如何找出这些股票，究竟多少算是集中，应该持股多久？这些问题，都会在本书给出明确的答案。

我们平常总是能看到喜欢预测股价走势的分析师和投资者，甚至是基金经理，他们也企图预测未来 6 个月的股价变化，通过选定几个机会更大的股票，形成组合，希望能够从中获利，战胜市场。而另外一种基金，则会买入很多的股票，甚至会买入 100 只个股。买入的股票越多，越分散，那么他的业绩自然也就越是趋近于指数。所以最后市场上就只有两类比较明显的风格，一类是重仓于几只个股的主动基金，另一种就是指数投资，或者是买了一大堆股票接近于指数的投资模式。主动基金经理，总认为，自己可以通过专业知识，击败指数。但是结果却令人很不满意，随着时间的推移，主动投资的效果越来越差，在 70 年代的美国，能有一半基金击败指数，但是到了 90 年代末期，就只剩下了 10%。

之所以会这样，就是因为预测的概率决定的，你以为是并不是你以为的，其实预测的胜率远没有你认为的那样高，而频繁的买入

卖出，则肯定在消耗你的手续费成本。所以最后就会发现，主动基金，跑不赢指数。换句话说就是收益并不多，但成本肯定多，那么自然失败。当年约翰博格建立指数基金的时候，也是看到了这个胜率，所以他才认为指数基金必将成为趋势。果然在最近40年，取得了巨大的发展。

那么巴菲特算是什么呢？如果让巴菲特本人二选一的话，他会毫不犹豫的选择指数基金投资，他甚至说，定投指数这个事太好了，这可以让很多门外汉，都能在市场上赚到钱。一下拉低了投资的门槛。但是他自己却没有这么干，巴菲特选择了第三条路，一种有别于主动选股，还能击败指数的道路。他是通过自己的一整套工具，找出几个可以投资的公司，然后重仓集中持有。而且为了节省交易成本，他基本不卖。这既是将好的公司，与高回报率相结合，从而战胜市场的思路。巴菲特一辈子做过的公司也是少之又少，也就20-30只，行业更是只有4-5个，可能还没有我们现在很多散户此时此刻的持仓多。他之所以这么搞，就是希望能对公司尽可能多的了解，包括业务，财务，管理层，回报等等。甚至巴菲特买入一家公司，自己是要进入到董事会的。所以他完全是以一级市场的心态，在做二级市场的投资。那么你想想，他就绝不可能是看K线，或者几份财报这么简单。甚至要具体实地调研很长一段时。还要跟管理层都成为朋友。

巴菲特自己这么做，他也是这么建议我们，不要去买那些你看起来一无所知的公司。这就要求我们不要买太多，你想巴菲特才买了 20-30 家公司，咱们买 5-10 家就足够多了。最多也别超过 15 家。这样集中投资才更有意义，否则你选了几十家公司出来，那么即便选到了好公司，最后的业绩也是趋近于指数的。

这其实不是巴菲特首创的，而是英国大经济学家凯恩斯，他在 30 年代就说过，靠撒网式的投资更多公司，来降低风险的做法是错误的，因为你对这些公司知之甚少。人的知识和经验都是有限的。凯恩斯说，即便是他，有信心投资的企业也不过就是两三家。后来菲利普费雪也是对巴菲特影响较大的一个人，费雪也是著名的集中投资的倡导者，他说自己宁可投资于几家自己非常了解的公司，也不愿意去投资于众多不了解的公司。费雪一般将自己的持仓控制在 10 家企业左右，其中 75% 的资金会集中在 3-4 家公司上面。他甚至说，你买了不了解的公司，甚至比你没有充分多元化还要危险。当然老齐也多说一句，人家说的是，了解的公司，这是前提，如果你压根就没有了解的公司，或者看似了解实则完全不了解，那你还是多元投资甚至指数投资去吧。绝大多数投资者，可能就属于这一类。根本就找不到自己了解的公司。

费雪对于巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可望而不可求的机会时候，应该敢于下重注。这就是巴菲特后来的概率思维，有把

握才出手，没把握的时候就等待，等到那个又慢又好打的球出现为止。这些道理，打扑克的人其实都明白，有多大的把握下多大的注，投资家和赌徒其实并没有特别大的区别。1963 年，美国运通，由于色拉油丑闻，股价从 65 美元跌到了 35 美元，当人们还在讨论着，这家公司应该对伪造仓储发票负多大责任的时候，巴菲特已经将当时自己 40% 的资产，大约 1300 万美元，都投资在了这家公司上。当时他这笔钱，已经吃下了美国运通 5% 的股份，随后两年，美国运通翻了 3 倍。巴菲特合伙公司获利超过 2000 万美元，他之所以敢这么下注，就是因为巴菲特对这家公司太熟悉了。他也非常看好美国运通的发展，认为这种丑闻，并不会影响公司日后的经营。所以股价很快就能恢复。

股市这个东西他跟我们生活中的常识都是相反的，生活中很多事都是短期很确定，但长期不确定，比我们都讲日久见人心。但是股市投资却越是短期越不确定，把时间拉长，反而确定性就很强了。有些公司你一眼就能看到，他肯定越来越赚钱。那么他其实持续上涨就只是时间问题。有人问了，你是怎么看出来的，其实有很多指标，比如 ROE，净资产收益率很高的公司，通常都是现金奶牛，赚钱机器。只要你买的不太贵，他就会一直上涨。所以投资期限，最少应该是 5 年以上，5 年以下基本上都是傻子行为。最好能考虑 10 年和 20 年。这其中会有很多的价格波动，这都是副产品，必然会出现。但是这种下跌确实很容易触发人性中的恐

惧，甚至一些专业投资者，也未必能够扛得住下跌。

巴菲特是一个忽略波动的大师，他和芒格的观点基本一致，他们压根就不在意波动，芒格经常说，如果你能顶得住价格波动，实际上手里有 3 只股票就足够了。芒格说他自己，就是这种善于顶住风浪的人。这里老齐多说一句，确实有些人经验和知识比较多，对于市场下跌的承受能力会不一样，但是最关键的还是你的仓位，巴菲特和芒格他们有源源不断的现金流，所以他们心态当然好了。但普通人很难。所以更要注意仓位的管理。老齐有句话叫做，别总是试图去考验人性，因为人性根本经不起考验。牛市的时候，你觉得跌 30% 我没问题，但是真到了熊市，也许跌 15%，你就慌得一笔了。老齐见过 2020 年初期的那波下跌，有个哥们做了我们的 442 组合，市场大跌 10%，而他其实只赔了 2%，不行了，忍不住了，哭天抢地，怎么劝都不行了，一会骂老齐是骗子，一会又骂其他好心的小伙伴是托，就这么骂骂咧咧的退出了群聊。实际上他拿到 2021 年春节，至少赚个 15% 没有问题。所以这就是典型的，风险承受能力几乎为零，这得亏是做了组合的，要是直接买个个股，估计他死的心都有了。如果这种心态，其实就十分不建议投资了，因为投资中 80% 的时间都是回撤，20% 才会上涨。所以就算巴菲特亲自带着你投资，你也必然亏损。明天我们来看，巴菲特的网格状模式，以及巴菲特投资理论模型。

巴菲特的投资组合 2：投资的网格状模式

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合。今天我们看巴菲特网格状模式，之前说了，巴菲特的集中投资，是受到凯恩斯的启发，目前在华尔街，已经有很多基金，有目的的在做这种集中投资的布局，比如作者手中的，莱格梅森信托基金，他募集的时候就规定，不能超过 15 只股票，而华尔街第一个做这件事的，是大名鼎鼎的红杉基金。查理芒格把这种事定义为网格状模式，什么意思，芒格解释说，智慧，或者叫做处事本领，并不是简单地数据事实堆积，外加旁征博引，这些显然是不够的，智慧是事实的联合和组合，他认为获取智慧的唯一途径，是将生活履历至于各种思维模式的交叉点上。也就是说，你必须得有各种各样的经历，各种各样的知识，然后把这些知识交叉运用，才能做好投资，这个模式就叫做网格状模式。所以我们之前讲过，穷查理宝典，发现芒格真是一个博学的人，天南海北没有他不懂的。有点跟咱们这的梁宏达老梁差不多，有人说老梁除了双色球不知道，其他都知道。芒格也是如此，区别就在于，芒格都是有用的知识，能帮他赚到大钱的知识。老梁给我们讲的东西，基本上也就听个乐。

芒格还说，你不必成为这些领域的伟大专家，你只要接受一些重要的概念，尽早尽快地将这些原理学好就行了。所以伟大的投资家，通常都是伟大的思想家，巴菲特和芒格就是这样，索罗斯也是这样，在哲学层面，他们想明白了很多东西之后，在做投资的时候就能事半功倍。他们不排斥任何东西，也会建立多种模型，通过多个角度去验证一个公司的好坏。他们不怕浪费时间，因为集中投资，其实一辈子也投不了几家公司，所以有的是时间去进行筛选。相反如果你总是急于交易，那么自然也就不会对企业有更加多元化的了解。所以投资，一开始比的是知识，但是你要想获得超越指数的收益，那就得具备智慧才行，所谓智慧就是超越常人的，在哲学层面的认知。比如巴菲特对于现金流方面的把控，索罗斯对于反身性方面的理解，这些都是他们战胜市场的关键智慧

巴菲特的经历，我们在很多书里都讲过了，就不再重复了，都知道他爸是股票经纪人，也是议员，但是对他的职业生涯没什么帮助，他的本事基本都是跟着格雷厄姆学的，在格雷厄姆纽曼公司工作过一段时间，开始走上投资的正途，后来 57 年成立合伙公司，干到 69 年，发现按照格雷厄姆的方法，已经找不到好股票了，于是就关闭了合伙公司。后来他拿着赚来的钱，完全吃下了伯克希尔，开始了他的控股公司模式。

跟巴菲特同一时代大经济学家马科维茨，建立了投资组合理论，他认为投资者应该先找出自己的风险承受水平，然后根据这个水平，就能倒推出适合自己的资产配置方案。在马科维茨哪里，风险和收益是对等的。所谓风险，其实也就是波动幅度。组合理论也就是控制自己投资组合的波动幅度，从而让自己的心态不会崩溃。后来还有一个叫做夏普的人，发明了夏普比率，用来衡量投资中的风险收益比率，简单来说就是计算一下是否划算。夏普比率越高，投资的性价比也就越高，你也就越容易获得这个收益。后来又引入了一个叫做 CAPM，资本资产定价模型的东西，但这些东西跟把巴菲特的做法完全不同，他们是通过数学，多元化投资，找到那条曲线。从而让风险和收益达到最佳平衡点。

再后来，一个叫做尤金法玛的教授，提出了有效市场理论。认为一切信息都已经反应在了价格当中，主动投资，长期跑不赢指数。当时是在黑暗的 70 年代当中，确实很多基金经理的业绩很糟糕。所以有效市场理论大行其道，华尔街从此发生了变革，以前是基金经理说了算，但有效市场理论之后，大家都去拼命的研究数学和曲线了。关注企业的人，反而越来越少。

巴菲特对此并不以为然，74 年他买华盛顿邮报，很多人都知道，这家公司只 4 个亿美元，但是跌到 8000 万美元了仍然没人敢买，

就是因为他在资本资产定价模型里面，波动过大，说白了就是风险收益不划算，所以市场对这家很有价值的公司产生了偏见，而这个偏见，让巴菲特他们以 4000 万美元捡了便宜。简单来说，市场追求多元化和风险收益比率的时候，会让价值投资者发现一些更好的机会。

所以，在资产定价理论中，波动被视为风险，而在巴菲特这种价值投资者的眼里，波动才是他们发财致富的机会。他早就算清楚了公司的价值，那么股价下跌，反而降低了投资的风险。所以他们一直认为，波动就是风险，降低风险，就要平抑波动这句话就是无稽之谈。老齐解释一下，巴菲特的意思就是告诉我们，只要你能了解这家公司到底值多少钱，那么波动幅度越大，对你来说也就越有利。不但可以赚到企业增长的钱，还能赚到低吸高抛的价差。在巴菲特眼里，最大的风险，就是公司不能创造收益。投资者不能靠公司的盈利收回投资。

为了确保投资的安全性，巴菲特说了四点因素，1 是企业长期经营，2 管理层的能力，3 管理层的人品和沟通是否畅通，4 价格。对于巴菲特来说，风险就来自于这四个因素，如果把这四个因素考虑清楚了，投资就不再具有风险。巴菲特经常告诉我们，股票短期的涨跌无法预测，几率也不会比掷硬币更大。如果你总是想过两天就卖掉它，那么你就将面临巨大的风险，相反你把时间拉

长，有些企业是根本没什么风险的，因为时间会成为他的朋友。比如 A 股市场上那些大牛股，恒瑞医药，茅台，格力，白药，把时间拉长到十年之前，你看看他们是什么价格，无论市场怎么波动，他也不可能赔钱了。有的甚至靠股息就已经收回了投资。

巴菲特有调研企业的能力，而且他是把投资当成一级市场的生意，经常要买下来自己进董事会的，所以巴菲特并不喜欢多元化，他说你调研清楚了，那么集中投资反而降低风险，多元化只是起到保护无知的作用，也就是说，你压根就啥都不了解，那你就去投资指数。这也是老齐这种做财富管理的人，主要的选择，我们就是人手和成本有限，所以没办法进行企业调研，于是就只能通过指数来做多元化管理。进行股债配置。所以说白了就是，做两头，能力强，你就做集中的价值投资，如果能力不强，踏踏实实去搞指数。别在中间地带晃悠。不要为了分散而分散。

巴菲特也经常批评市场有效理论，当然他也有这个资本，他认为价格不总是有效的，因为投资者并不理智，所以他们的出价经常过于情绪化，而且他们对于信息的分析也非常不正确，总是依赖捷径而决定股价。可以说绝大部分的投资者，都不会去分析公司的内在价值。即便有众多机构去研究公司的业绩，但更多也都是强调短期业绩。如果你要是能够站在一个更长期的角度，去把公司看透，那么机会肯定是有的。所以巴菲特的核心观点其实就是

认为，市场并没有反应全面的信息。甚至很多时候市场的定价是明显错误的。老齐也是这么认为，至少在疯牛和疯熊的两个极端，市场是被情绪驱动的，情绪驱动阶段，那么定价就基本上是错误的。而在这两个极端之上，我们至少是有轻松战胜市场的机会的。

巴菲特甚至嘲讽，他希望市场有效理论，永久的在学校里教授下去，那么我们就有更多的机会战胜市场。甚至自己可以为这个事，捐点钱。

那么怎么才能做好投资呢？巴菲特总是觉得，投资很简单，甚至他说，这并不是一场智力游戏，你智商 160 也未必比智商 130 的更有优势。很多大学教授都攻击巴菲特，说他只是幸存的傻瓜，是连续扔 10 次硬币，都侥幸获胜的那个人。但巴菲特不以为然，说有可能大猩猩扔飞镖确实也能取得不错的成绩，但是如果这些获胜的大猩猩都出自一个动物园，难道还是随机产生的吗？他的意思就是说，那些长期战胜市场的人，基本上都出自格雷厄姆的价值投资阵营。所以以巴菲特为代表的价值投资派，并不是幸运的傻瓜，而是实力使然。那么这个格雷厄姆多德一派，到底有哪些为投资大师呢，我们明天接着讲。

巴菲特的投资组合 3：盘点那些投资大师！为何全都是开局不利

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合，昨天我们说了格雷厄姆多德一派，这些人经常能超越市场。今天我们就来梳理几个大师级的选手，第一个就是凯恩斯，他是著名的宏观经济学家，但他还是一个传奇投资家。当时他帮着打理剑桥国王学院下面的切斯特基金，他接手之前，这个基金只投资于债券。而他接手之后，则开始投资于，股票，商品等其他资产。作者评价凯恩斯的投资组合，说他也是一个集中持股的投资家，只精选几个股票。他所谓的分散风险，是将投资分散在不同的行业之中，那些高质量且可预测的企业上面。凯恩斯的回报相当不错，切斯特基金年化回报是 13.2%，远远超过英国股市的平均表现，但是看了一下凯恩斯的业绩走势，我们发现，有几个痛苦的经历，1930 年，1938 年和 1940 年，凯恩斯的回撤幅度，要比整个市场还要大，最要命的是 1938 年，这一年英国股市跌了 16%，凯恩斯他老人家跌了 40%，也不知道是怎么搞得。最后算下来，凯恩斯这个基金的标准差比英国股市高了 2.5 倍，也就是总在暴涨暴跌。

凯恩斯的做法就，在交易周期的不同阶段，掌握股票系统移动的

规律，适当的买入卖出，也就是我们说的追涨杀跌，做行业轮动的思路，但是大多数人，结果上总是晚了一步，甚至完全做反了，变成了高价买入，低价卖出。这个做法反而增大了市场的波动。凯恩斯就是这样，他最著名的理论就是选美理论，他总在想未来一段时间，大家最认可的美女是哪些，于是他就提前买进。好的时候确实收益颇丰，甚至大幅跑赢市场，但是输的时候也很惨。

那么巴菲特是怎么做的呢？1956 年巴菲特自己单干，一开始只有 10.5 万美元，7 个合伙人共同出资，巴菲特他自己就出了 100 美元，怎么看都像个骗子。但是他们的目标却是每年击败道琼斯 10 个点，13 年后，这个目标真的实现了，而且他们早期的回报极高，平均每年击败道琼斯 22 个点，1965 年，那 10 万多美元，竟然变成了 2600 万美元。而在这中间，巴菲特的业绩，竟然没有什么波动，标准差比指数还要低。没有一年是亏损的，也没有一年比道琼斯指数差，这引起了大家广泛的兴趣，巴菲特到底是怎么做到的。作者的判断是，巴菲特买入的那些公司，基本上都已经被市场过度摧残了，因此封杀了下跌空间。而内在基本面又十分良好，所以涨起来特别的快。风险和收益并不对等。说的通俗一点，就是他买的足够便宜，所以波动就小。就这么简单。比如跟着老齐做投资的朋友，也可以把这 3 年的回报走势拿出来，你也会发现自己的波动非常小，为什么？因为市场大跌的时候，我们在做定投，投了一年也才亏 5%，但涨起来的时候，很快就

止盈转配置了。然后就一直在上涨。中间市场大幅调整的时候，我们是有配置做保护，所以回撤幅度有限。

我们再看查理芒格的投资收益，他也跟巴菲特一样，有自己的合伙公司，他一直投资到 75 年，在 69 年之前都很好。也全都是正收益，但是到了 70 年代以后，就坏菜了，73 年和 74 年，芒格的公司，连续赔了两个 30% 多，大幅超越市场跌幅。但最后总的成绩是，年化 18%，也是打败了市场，非常不错。但是收尾的时候，连跌两个 30%，估计合伙人不一定能接受。否则芒格也不会干脆狠心跟着巴菲特干去了。

再看看红杉基金，比尔鲁安，也是巴菲特的同学，他当时也在哥伦比亚大学听格雷厄姆的课，69 年巴菲特关闭了合伙企业，找来接盘的就是比尔鲁安，他这才成立了红杉基金。当时正在兴起漂亮 50 热，IBM 和施乐这样的公司，特别吃香，而红杉基金也是集中投资者，他只持有 6-10 家公司，但是他不追热门，这些公司分布在银行，制药，汽车，保险等多个行业当中。

不过天不遂人愿，红杉基金开局不利，72 年，73 年连续跑输市场 10 个点，74 年虽然跑赢，但也是亏损 15%，所以这三年下来，让他的口碑掉到了地板上。不过后来他开始扭转乾坤，连续保持正收益，也在绝大多数时候，打败市场。最终到 1997 年，红杉

基金的年化回报达到 19.6%，远超标普的 14.5%，不过他的波动率标准差也并不小。

下面我们看，卢辛普森，他原来在西部资产管理公司任职，后来被巴菲特招致麾下，负责政府就业保险公司的投资，也就是我们说的 GEICO 这家公司，在 80 年到 96 年，他的年化平均收益率达到了 24.7%，远远超越市场。巴菲特对此给出了非常高的评价，说比这个收益更重要的是，辛普森用了正确的方法。他总是在价值低估的时候买进。所以导致自己的投资组合，波动很低，只有 87 年和 90 年，出现了亏损，但损失也都在 10% 以内，其他时间都是正增长，而且还有好几年都是 20%，30%，40% 的这种收益，非常了得。巴菲特最后说，我们很少让其他人插手企业控制权和资金流动的事，但是他愿意让辛普森去做，他的出现，确保了伯克希尔哈撒韦后继有人。也就是说，巴菲特是那卢辛普森当继承者在培养的。

作者他们做了个数据，在数据库里找来 1200 只股票，这些公司有个特点，就是可测量，然后让他们随意组合，分为四组，15 只股票的组合，50 只股票的组合，100 只股票组合，和 250 只组合，最后计算收益状况。结果发现 10 年期，大家的收益状况差不多。并没有跑赢标普 500 指数，但是如果用 18 年期的数据来测量，这些组合全都跑赢了 500 指数。最后他们数据结论是，

股票越多，业绩越是平均，比如 250 只股票组合的随机组合，一共有 13000 多种组合，最高的回报是年化 16%，最低是 11.4%。15 种股票组合呢，有 40000 多组，最佳回报可以高达 26.6%，最差的回报是年化 4.4%，这就差出很多了。而且，在这些组合当中，击败市场的概率也不一样，如果你拥有 15 只股票，你击败市场的概率就是四分之一，如果你拥有 250 只股票，你击败市场的概率是 50 分之一。

这么看巴菲特的优势就显露出来了，1 是他只持有很少的股票，2 是他的这些股票都在极低的价值区间购买，所以降低了波动，3 他长期持有，从而极大的压缩了交易成本。4 是用长期源源不断的现金流，逢低就买，这就是巴菲特的绝招所在。所以他才能够长期跑赢指数，并且让波动率非常的低。我们看伯克希尔的业绩表现，非常的稳健，甚至从 65 年开始，一直到 97 年，伯克希尔哈撒韦的每股账面价值，基本都是增加的，从没有一年亏损过。这主要是因为巴菲特买入的那些公司，每年资产都是增加的，也都是盈利的。所以自己当然也就不会亏损。这就是一个漫长的滚雪球的过程。在这期间，年化回报高达近 25%，远高于标普的 13%。而且这还不算完，伯克希尔里面还有很多的非普通股投资，也就是类似债券的这些东西，其实拉低了他的收益，把那些非普通股都排除掉，巴菲特的年化回报高达 29.4%。

比如我们都知道巴菲特酷爱可口可乐，在 1988 年他重仓可口可乐，占据了伯克希尔普通股的 20.7%，后来他继续买入，最高的时候买到了 43%，可口可乐后面几年的平均回报达到了 34.7%，让巴菲特赚的盆满钵满。作者接下来还做了个测算，假设巴菲特没有重仓偏好，而是把他挑选出来的股票，平均分配仓位。结果是年化回报下降了 2.5%，也就是说，虽然都是好股票，但是没有仓位侧重，也一样会稀释收益。再假设，如果巴菲特没有精选个股，而是用 50 只股票的多元化组合，最好的收益也就比市场高出 1.2 个百分点，所以结论就是，在你有能力的情况下，精选个股，并有仓位的侧重，会让跑赢市场的概率大增。尽管价值投资，已经无数次的证明了自己，但是他并没有成为大家普遍接受的观点和看法，市场依旧充满盲目，甚至很多人还都在无脑投资，巴菲特也说，价格 and 价值的差异，仍将继续。那些格雷厄姆的信徒，仍然有着大把的发财机会。

那么有人也问了，我怎样才能发现市场的机会呢？其实也很简单，当某种股票的价格受到华尔街某些羊群效应的影响，并被那些最感性的，最贪婪的，或者最沮丧的人推向极致的时候，那么股市也就丧失了理性。这时候，机会就来了。而这种机会，其实经常出现。

所以能不能捕捉到市场的机会，完全取决于你的看法。如果你根

本不知道价值在哪里，也认为市场价格是正确的，跟那些利空消息相匹配的，那么你显然是不可能抓到抄底机会的。那么问题来了，到底该用什么方法衡量价值，咱们明天接着讲。

巴菲特的投资组合 4：基金们为何也在频繁操作？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合，昨天我们说到了，市场价格经常出错，关键看我们是不是能够对价值有所了解，巴菲特看待业绩的方式，跟我们主流的机构都不一样，他也批评那些分析师，说他们衡量业绩太快，太频繁，稍有不对就马上换股。这么做是非常愚蠢的。这都是价格为锚，短期炒作的心态。在这样的逻辑框架下，你是发现不了价格与价值背离的机会的。甚至很多基金的专业投资者也在这么做，一言不合就换股。持股周期非常短暂。

作者说，基金们的做法经常是言行不一致，他们要求投资者买入并持有，而自己却经常在频繁操作。原因就在于基金的评估体系，让他们很难去关注长期利益。如果短期业绩糟糕，将直接影响基

金经理，甚至基金公司的收益，所以大家都背负了沉重的 KPI，都在为自己考虑。他们的利益，都来自于基金的规模，只要能把基金规模搞大，吸引来更多的投资者，基金就赢了。管你这些人是赔是赚。所以我们看到他们经常抱团取暖，在一些行业里不断地买入，估值很高了依旧再买，就是要做高自己的净值。然后吸引新基民的加入。甚至有时候，基金公司知道以后会暴跌，还特意在发售新基金的时候，给个封闭期。就是摆明了坑你，让你在暴跌的时候跑不了。他好旱涝保收的提管理费，基金管理费上来了。基金经理的收入也就更多了。所以你把他们的利益想明白，自然也就明白了好多事。为啥要玩命发新基金，为啥忽悠你去买新基金。为啥要做那么多的行业基金，为啥要封闭，背后的目的，都是管理费。他们不从业绩分成中赚钱，所以唯一的收入，就是管理费。所以他们本身跟投资者利益并不一致。

华尔街也兴起过一场讨论，说的就是短期业绩和价值投资，真的是水火不容吗？上面我们也说了，那些投资大师，除了巴菲特之外，其他人都出现过业绩低潮，比如凯恩斯，比尔鲁安，甚至是巴菲特的老伙计查理芒格，也连续两年赔了 30%多，这就好比龟兔赛跑，这些人在长期投资中，已经无可辩驳的用业绩证明了自己，但是他们几乎都牺牲了短期利益。相反，那些在短期取得利益的基金，则很可能会牺牲掉长期的利益。所以关键看你将目光锚定在哪里？比如熟悉老齐的人都知道，我们做的其实就是大类

资产配置下的，周期和风格轮动。我们通常都会逆势买进去，老齐让大家投资的时候，是在 2018 年，当时我们带着大家去做定投，结果肯定是那一年赔了。这种主动买套的行为，其实就是立足于长远，如果要是追求短期业绩，我肯定不会这么干，甚至等到市场涨起来，确认了涨幅之后，才会去追，那样的话至少会错过 30-50%的收益。但是他会相对安全。

这些价值投资的大师们都是如此，他们认定便宜的东西，就会大比例的集中买入，但是便宜之所以发生，肯定是在熊市里。那么也就是说，你买完赔钱的概率是很大的。所以这就是牺牲了短期，着眼于长期。也正是因为短期的业绩不佳，才有了长期的超额收益，这都是和谐统一的，也是有因果联系的，没有短期的牺牲，就没有长期的超越。即便是世界上顶级的投资大师，在 30%的时间内跑输指数也是非常正常的现象。当然，如果他们的投资者，不了解这些哲学层面的东西，一遇到下跌就赶紧跑了，那么损失肯定会非常惨痛，比如比尔鲁安的红杉基金，之所以大幅跑输市场，就是因为漂亮 50 这些热门股他没有拿，如果你觉得比尔鲁安不行，卖掉它之后，去追那些热门股的基金，那么马上你就会死无葬身之地。相当于之前白白挨打了两年，换个地方照样挨打。所以频繁追着热点买基金的朋友，其实不会有任何好结果的。投资基金，你也一样会损失惨重。正确的做法是，遇到那些好的基金经理，一定要遵循一个原则，就是买跌不买涨，如果他跑输了

市场，你倒是可以掺和一下，如果他大幅跑赢市场，千万别去追高。甚至在粉丝群里，老齐都会教给大家，年底的时候，比较一下几个基金谁跑的慢，就换成谁，卖掉那个当年跑的最快的。因为绝大多数情况，基金经理都会发生均值回归。

作者说，如果按照现代基金的评价体系，之前我们介绍的那几个投资大师，除了巴菲特之外，很可能就都被炒鱿鱼了，没有基金公司，会容忍他们的业绩，落后市场那么多。这会让投资者对于基金产生严重的怀疑，这种怀疑，将直接导致基金公司的收入减少。这几位大师，之所以还在，能够在日后证明自己，主要得益于他们掌管的都不是共同基金，凯恩斯是学校的捐赠基金，芒格，比尔鲁安这都是合伙公司，卢辛普森则是掌管保险公司。所以你现在知道，巴菲特为啥不做基金经理，而是要给自己设计一个控股公司的模式了吧。他非常厌烦这种基金的考核方式。这种投资者不断进出的模式，会让基金短视化。反而损失业绩。他的伯克希尔控股公司，其实就如同一个大的封闭基金，你们要想卖掉，就去自己找买家接手，反正别想把股份退还给巴菲特。

股神曾说，即便股市关门 1-2 年，我也不在乎，说这话的底气在于，他早就算明白了，自己的投资，可以不通过价差交易就能取得回报。所以作者说，假设自己投资一家企业，得不到每天的报价，这时候你怎么衡量他？其实这就是一级市场的思路了，老齐

之前做一级市场的时候，压根也没有报价，那么我们投资一家企业，看的是什么呢？当然就是他的成长，未来他能多赚钱，别的投资人是否也会看好他。比如我们原来投的一家互联网企业，一开始连办公室都没有，当时给 100 万，就能占股 8%，后来 2 年时间，就有 2000 多万的用户，50 多名员工，一年创造 5000 万营收，没有利润，估值已经来到了几千万。此时再进来的投资人，拿 500 万，才能拿走 8% 的股份。又过了 1 年，公司营收破亿了，利润出来了，那么估值又翻了一倍还多。此时就成了市场上的香饽饽，无数投资人挥舞着钞票要投资，也就在这时候，我们让出了那 5% 的股份，收回了 1000 万资金，3 年 10 倍，还白得了 3% 的股份。这就是一级市场的思路。公司快速成长，才有钱赚。

在二级市场上，虽然公司的成长不会那么明显，但是也要有量级上的变化，比如格力这家公司，2012 年扣非净利润只有 69 亿，而到了 2018 年已经是 255 亿，所以即便市场估值不变，他也得涨好几倍。实际上不算分红的话，格力从 2012 年末到现在，也已经涨了得有 20 倍。所以问题就简单了，我们只要买到这种净利润持续变好的公司，而且买的时候别太贵，自然就可以获得长期的回报。那么股价真的能反应业绩吗？如果是短期，答案是不一定。

比如作者就做了一个研究，持股 3 年，业绩和股价相关性，是

0.13-0.36，也就是说基本没啥关系，持股五年，相关性也只有0.37-0.59，至少还有一半概率，业绩是不反应的。但是持股10年，基本上相关性就到了0.6-0.7，持股18年以后，就稳定的保持在0.7以上，也就是说，你持有的时间越长，反应业绩的概率也就越大。所以我们只要找到业绩不断变好的公司，一直拿着，他终归是可以赚钱的。这也就是为什么，大消费和医药，是出10倍大牛股的重要行业，因为这两个行业，几乎没有周期性。业绩始终在变好。只要你买的不太贵，拿住了，都能赚钱。而且大概率还能跑赢市场。所以投资的关键，其实并不在于多么的多元化，也不在于你到底找到多少阿尔法和贝塔，更不在于那条风险收益曲线，而是找到一个不断变好的企业。唯有持续增加的利润，才能让你产生收益。

无数人问过巴菲特的持股期限，巴菲特回答只有两个字，永远，只要企业仍然产生高于平均的经济效益，而且管理层也愿意分配这些公司利益，那么这只股票就没有任何理由卖掉。按兵不动才是最聪明的策略。不要去天天看那些利率，或者去看华尔街的某些分析和报道，那些东西只会让市场产生波动，但曲折过后，仍然会继续前进。更不要去做那种削峰填谷的事情，某个公司连续上涨可能占你的组合比例过大，此时你就要卖掉他吗？那就相当于芝加哥公牛队，卖掉乔丹一样愚蠢。因为正是这些公司，给你的组合带来了超级收益。

说完了巴菲特的理念，明天我们就具体来讲讲，巴菲特的投资策略。咱们明天见。

巴菲特的投资组合 5：股神的投资决策？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合，昨天我们说到了巴菲特希望永远持有好的公司，只要还能继续赚钱，无论市场怎么波动，哪怕股价暴跌也不要卖出，因为过不了多久他就会涨回来的，你把投资看成是企业，看成生意，而不只是 k 线，自然心里就明白了，压根我就不想赚那个波动的钱，也就不会产生贪婪。

另外，长期持有还有一个好处，就是降低成本，共同基金的换手率现在是每年 100-200%，所以至少得产生 3-5%左右的手续费，也就是说这是固定的损耗，如果你这一年持股不动，那么，你就比共同基金，每年的起点多了 3-5%，这是一个相当大的收益了，长期下来影响巨大，当年约翰博格做指数基金的时候，就是这个

逻辑。我很少调仓，每年固定跑赢你 2 个点。长期下来你肯定会输。即便你做的很好，这个成本你也摊不下来。更何况美国还有资本利得税，你要是赚钱了，卖出来还得交一次税，这样成本就更大了。会严重损害投资收益。

下面我们再来看看巴菲特的投资策略，巴菲特经常说，计算企业的内在价值，既是一门科学又是一门艺术，他的逻辑就是要算出企业全部生命周期内的现金流量，然后再折现到现在，这其实跟债券的估值是一样的，但股票比债券麻烦的地方就在于，债券的利息是固定的，期限也是固定的，但是企业的业绩并不是固定的，期限也没有。尽管巴菲特说，应该把股票看成是 100 年期的债券。但是大家仍然是一脸懵逼。不知道该具体怎么计算。甚至查理芒格出来拆台，他说别听巴菲特瞎逼逼，我也没看他这么算过。那么巴菲特的逻辑到底是什么呢？其实他也只是简单的估算。

比如 1988 年他买入可口可乐，当时长期政府债券的利率是 9%，而经过巴菲特测算，可口可乐的长期增长率是 15%，他觉得这个 15% 的增长率会逐渐降低，所以问题的焦点就在于，到底这种高速增长会持续多久。所以我们可以分别使用，5 年，10 年，15 年三个周期来计算。看到底可口可乐价值多少钱。增长 15 年，肯定是价值最高的，增长 5 年肯定是价值最低的，如果现在的股价，低于增长五年的内在价值，当然就可以买入。而在折现率方面，

他也使用比债券收益率高 3 个点的数值，比如政府债券利率是 9%，他就使用 12%。这样算出来的估值才具备安全边际。当然有人可能抬杠了，这么严格的条件下，能找到可投资的公司吗，算完了不都不符合要求吗，很可能就这样，所以巴菲特才让我们等待那个又慢又好打的球出现了再出手，本来投资就不是每天都能买的。你看巴菲特出手的时机，88 年正好是，87 股灾之后。所以老齐经常告诉小伙伴，熊市里算估值才有意义，牛市和平衡市，基本也就别算了，算了之后你也找不到合适的投资标的。硬要找的话，必然会降低安全边际，然后增大自己的风险。所以巴菲特的精髓就是宁缺毋滥，没有我就等着直到有机会出现为止，买一个算一个，买来就不卖了。

下面我们看巴菲特关于资本成本的考虑，他给了一个公式，就是权益比例，乘以成本，+ 债务比例乘以成本，好比一家公司，资本结构是 60% 的资产 + 40% 的债务，权益成本是 15%，债务利息率是 9%，那么就是 $60\% \times 15\% + 40\% \times 9\% = 12.6\%$ ，如果一个公司能够赚回 15% 的资本回报率，那么我们就可以说，公司增加了经济附加值，也就是说，他的股票市值，一般就会不断的攀升。如果回报率只有 10%，那么股价会持续下降。老齐解释一下，其实这个原理很简单，你的生意回报，比你的运营成本高，那么你赚的钱，就可以持续形成复利不断地赚钱。比如我卖菜，车是租的，摊子也是租的，一天固定的成本 500 块，那么你只要一天能卖出 500

块，这个生意就干的过，如果卖不出这个价，那么就别干了。

这里面有一点，权益成本要始终大于债务成本，也就是说，随着债务增加，杠杆加大，你的实际成本在下降。收益在提高，这也就不难解释，为什么那么多人呢，都愿意加杠杆去投资。所以巴菲特喜欢的是那些，低杠杆公司，或者是无杠杆公司，因为这些公司未来还有更大的潜力，光靠自有资金就能赚很多钱，这个生意也更加安全。说明回报更高。

其实巴菲特心中也是有一个门槛的，也就是每年需要至少增长15%，这样的公司，他才会看。如果连15%都增长不了的企业，其实就没什么太多的投资价值了。他还要求，无论公司的资金干什么，都要有这个回报，也就是ROE净资产回报率达到15%。这两个15%，是巴菲特投资基本保证。其实这样的公司，在任何市场上都是极少数。比如A股，连续十年，ROE大于15%，就这一个指标筛选。就只剩下了38家公司，而且基本都是熟面孔，包括贵州茅台，海天味业，恒瑞医药，长春高新，通策医疗，古井贡酒，华东医药，伊利股份，洋河股份，海康威视，大华股份，飞科电器，片仔癀，老凤祥，苏泊尔，昆仑万维，健帆生物，德赛电池等等。在这里面，你再去找年增长15%的公司，其实范围就非常的小了。当然老齐还是提醒一句，好的公司不等于好的股票，我们挑选出好的公司后，就要耐心等待，等待那个美好的价

格出现。一般在熊市里，大家都远离股票，特别是地量出现的时候，这些公司可以随便买，甚至做个组合买进来，然后就拿住不卖就可以了。平衡市和牛市里，尽量就别买了。好公司，买贵了，也照样会赔钱。就比如巴菲特的最爱可口可乐，如果你是1998年买的，那么对不起，拿到2012年，将近15年时间过去了，你可能还是在赔钱。这也是巴菲特的超能力，他虽然在可口可乐上赚到过很多钱，但面对15年的调整，估计也只有股神才能挺得住，老齐自认没有这个能力。公司再好，我肯定也早就拿不住了。所以不得不说，股神可能并不是真的股神，他真是拿企业当儿子养了。

巴菲特对于公司的管理，也有很高的要求，比如他会使用3个原则，1，理智原则，2 坦白原则，3 抵制机构强迫命令原则。巴菲特始终认为，如果一个公司，有很高的投资回报率，那么他可以不分红，把赚来的钱，都重新再投入其中，比如他自己的伯克希尔就是这么干的，相反如果你这个公司，没有能力赚到那么多回报，那你就应该分红，或者对外投资。总之，你应该为股民的利益负责，不能自己不赚钱，还把大量的现金攥在自己手上。

巴菲特衡量管理能力有几个高招，审查前几年的报告，特别注意管理层对于未来战略的说法，然后，第一步将当时的规划和现在的结果进行比较，看实现了多少。第二步，将之前的战略，和现

在的战略相比较，看哪些发生了观念上的变化，第三步，将该公司的年度报告，和同行业进行比较，你会发现一些真知灼见。一个集中投资的投资者，应该是最适合做管理衡量工作的人，因为他有大把的时间，可以去了解这些公司的现状。追踪公司的年度报告。每年都跟这些公司打交道，你其实已经就变成了深度从业者，对于行业将有非常深刻的认识。老齐还有个招，你要想投资一个公司，你就去找他的竞争对手打听，如果竞争对手对他恨之入骨，还毫无办法，那么这笔投资就相对安全。我们经常说，就喜欢看你这种，看不惯我，还干不掉我的样子。他的竞争对手，最有发言权。

股神投资的考虑顺序总是，先选择公司，再看管理状况，然后再看业绩，最后才是等待价格。所以这个逻辑很重要，公司，管理层，业绩，最后价格。换句话说，如果公司不行，后面也就别看了。老齐理解，选择公司，你得先看行业，再看赛道，然后看他的商业模式。这些其实远比你上来就分析财务报告，重要的多。我们经常看到很多朋友，连公司是干什么的都不知道，就说他市盈率 10 倍，为什么不涨。这其实毫无意义，周期行业的话，市盈率低，反而应该抛售。所以千万别搞混了。

在很多人的眼里，增值和成长是投资中的两大类别，也就是我们所说的价值股和成长股，价值股大家都知道他的价值所在，问题

在于多大折扣去购买，而成长则在于未来的发展速度，但是在巴菲特这里，他却有着不一样的看法？咱们明天接着讲。

巴菲特的投资组合 6：价值和成长其实是一回事

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那 we 继续讲，巴菲特的投资组合，昨天你说到了增值和成长，也就是说，你到底是格雷厄姆模式，还是费雪模式，巴菲特认为价值和成长是一回事，成长只不过是计算过程中的一部分，附属于现金流动。芒格也说，把这两块区分开，根本就是为了多收基金管理费。所以不要总去想，自己到底是要做价值，还是要做成长。即便是最好的价值白马，没有增长，也是白搭，市场也不会给他很高的估值。反过来说，再好的成长，你也得落实到利润上，如果始终没有利润产生，那么最后就是过山车，怎么涨上去就会怎么跌下来。

巴菲特的做法就是二者合二为一，寻找那些未来有发展的公司，并在他们取得一定折扣的时候买进。这也就是他所强调的，任何公司的价值，都等于他生命周期内现金流价值的折现值，跟他同样操作的人其实并不少，比如格莱美森信托，国内也叫作格雷梅

森，这个公司有两个经理，一个叫做恩尼凯内，另一个叫做比尔米勒，恩尼凯内则用了传统格雷厄姆的方式，通过买低市盈率，加上账面价值大打折扣的公司，而米勒则更趋近于巴菲特的打法。算他未来的现金流，然后在适当的折扣买进去。结果是米勒的业绩要好很多，远远超过标普 500，最后他的基金规模超过了 120 亿美元。他的持仓保持在 30-40 只股票之间。但并不是平均分配的，基本上 10 只股票，就占了一半仓位。所以米勒其实跟巴菲特非常接近了。只是他始终保持低调，所以不怎么出名而已。但他其实也是华尔街的一个传奇。老齐补充一下，就这个比尔米勒，连续 14 年跑赢标普 500 指数，震惊了华尔街。但是他在 2005 年之后，好像突然就不行了。2008 年，更是一下赔了一个 55%，让投资人无法接受。如果他要是在 2005 年之前就退休，那么可能就没有彼得林奇什么事了。

比尔米勒在他最成功的那几年，买入了戴尔和美国在线这些公司，他的周转率比较低，只有 11%，也就是说，他的策略很简单，找出好企业，低价吃进，大量持股，长期拥有。他当年的思路，其实跟巴菲特现在投资苹果和 IBM 这类公司有点像，不是刻意追求科技股，而是在科技股里面，找到业绩抓手。以买消费股的心态去投资科技行业。然后去抓那种价值错位的机会。

比如他买入美国在线的时候，当时已经很贵了，达到了 15 美元，

很多人都说，他们看起来像个傻瓜，微软和英特尔会让美国在线完蛋的，但他们测算，美国在线未来的现金流折现后，至少还值 30 美元，所以 15 美元依旧很便宜，甚至有安全边际，当然他们每年都要根据最新的情况重新算一遍，几年之后他们甚至认为美国在线的价值在 110-175 美元之间。如果价格不超过这个上线，他们就倾向于一直拿着。

米勒的意思很清楚，就是别用现在的眼光去看价值，现在他贵了还是便宜了，其实不重要，这个估算是动态的。时间节点是在未来。这也给我们很多启发，如果现在价格并不便宜，但是一年以后他就极度低估 20%了，那么我拿他一年又如何呢？所以这也就是巴菲特说的，对于特别优秀的好公司，只要价格不太贵，就可以买。因为等低价可能不那么容易，最经典的例子就是他买喜诗糖果，当时并不便宜。结果为他赚了大把的利润。巴菲特自己都后怕，如果他要死守格雷厄姆的原则，那么就错过了这一棵摇钱树。

巴菲特从不投科技股，有人借此嘲笑股神落伍了，不懂科技，巴菲特自己也回答过这个问题，他跟格鲁夫和比尔盖茨都是很好的朋友，但是他没办法投资英特尔和微软，因为在他的价值体系里，他实在想不清楚，10 年后的世界是什么样。看不到这些企业的明天，他也就没办法计算现金流量，那么巴菲特模式自然也就崩

溃了。所以他才一直谦虚的说，看不懂这个行业，其实他不是真的不懂，而是没办法用他的价值体系去评估。别说巴菲特了，就是比尔盖茨自己也没办法算清楚 10 年以后，微软的现金流。否则比尔盖茨也就不会从 94 年开始，就不断减持微软的股份了，他减了 45% 出来，找牛人帮他做投资，让 200 亿美元，变成了 900 亿。但是后来有人给他算了一笔账，如果盖茨不减持，现在这笔钱值 3000-4000 亿美元。所以你可以说巴菲特不懂科技，难道你比盖茨更懂科技吗？他自己都没信心，巴菲特怎么可能算清楚呢。后来巴菲特买苹果和 IBM，他投的其实也不是科技，而是消费。这些巨头已经有稳定的现金流了。所以巴菲特模式就又能启用了。

这也给我们一个思考，我们要投资这些成长行业的时候，可以多想一想，10 年以后会怎么样，10 年以后我们还用阿里巴巴吗，还有微信吗？这些还真说不好，甚至格力的空调，也不一定还在，但是茅台应该照样喝，同仁堂的药应该照样卖，那几个银行十有八九也肯定开着。

格雷厄姆当时是有局限性的，他那个年代是可以找到很多的折价价值股，所以他用了低于账面价值的方式去投资。但后来，市场基本归于正常，投资者的数量也在越来越多，很难用格雷厄姆的方式去找到可投资的标的了，于是巴菲特他们就继续延伸了格雷

厄姆的理论，创设了生命周期，现金流折价这个理论。被后人理解为，成长性指标。通过成长性来判断公司未来的发展，就放松了对价格的要求，不过老齐也解释一下，放松价格要求，是不必苛求非得低于账面价值，但是也不是说，你任何时候都能买。明显高估的话，还是会亏损的。

巴菲特酷爱打桥牌，这个大家都知道，甚至他早年间买电脑的目的，就是为了玩桥牌游戏。但他并没有玩物丧志，而是通过桥牌建立了一种胜率思维。所以桥牌和投资都是相通的，局势随时都会发生变化，胜率也在发生变化。需要玩家每时每刻都要重新计算。巴菲特就是在打桥牌中，练就了快速计算的能力，甚至有人问他 99×99 等于多少，巴菲特都能脱口而出，9801。这还不算神奇，那个人又问，100 年内，一幅油画从 250 美元，涨到 5000 万美元，年化收益是多少。巴菲特依旧能够脱口而出，13%。这就让在场的所有人哑口无言。但巴菲特说，这很简单，250 美元到 5000 万美元，差不多要翻倍 17.6 次，那么也就是差不多不到 6 年就翻一倍，7 年翻一倍是 10%，那么最后结果也就是差不多 13%。所以巴菲特是具有数学天赋的，至少在他的脑海中，各种算数关系，都已经形成了表格。就像我们背诵过的乘法口诀一样，让他可以对于年化收益，脱口而出。

有人问这个有什么用，我用计算器计算，也一样可以得到答案，

就是慢点。确实如此，但是快速计算的能力，会影响到他的直觉，让他减少行为误区。比如我们在说一个事的时候，总是喜欢用，可能或者不太可能，而巴菲特想到的就直接是概率。比如当前市场，可能已经进入高位。而巴菲特脑子里会直接蹦出一个数字是60%，证明这个预测的概率是60%，那么这就方便他匹配仓位。还是跟打扑克一样，多大的胜算，匹配多少仓位。在有把握的事情上下重注，在没把握的事情上少下注或者不下注。这样才能赢得最后的牌局。

就比如说，有个人跟你赌色子，你只能猜一个数，那么你的胜算就是6分之一。也就是16%。这样你赢的概率就很小，但是他告诉你一个信息，这是双数，于是你就直接排除掉了3个错误答案，只可能是246，你的胜算就是三分之一，最后他还告诉你，肯定不是4，那么此时你就在2和6里面选，胜算就是2分之一了。在投资中，我们其实也在实践这样的理论。比如在熊市里，你有多大把握去抄底，肯定不超过10%，但是如果已经跌的不反应利好了，此时就已经有3成多的把握了。如果已经缩量，那么就有5成把握。在通过定投指数的策略，其实我们已经有了8成以上的把握。当这些现象一个一个都出现的时候，我们的胜算也就来了。明天我们根据巴菲特的几个投资案例，来具体讲他的概率哲学。

巴菲特的投资组合 7：概率思维

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈。今天我们继续来讲这本书。巴菲特的投资组合。今天我们继续来讲概率。我们在投资中必须要拥有概率思维，所有的预测都不是 100%，他背后一定都有概率，而这个概率才是我们仓位变化的依据，很多朋友专门到机构那去听预测，人家说看涨他就全仓买，人家说看跌他就一股都不留，这么投资必然损失惨重。仓位与概率错位，你是不可能赚到钱的，总在小概率上面重仓，那么你想想会有什么结果。也就是玩的不够久，玩的足够久一定是赔光离场的。所以投资如果简单来说，就是大概率反复做这么简单。

作者举了一个例子，A 公司，现在股价是 18 块钱，他宣布自己在 6 个月内，以 30 块钱的价格卖给 B 公司，市场听说后，迅速将他的股价拉升到 27 块钱。那么巴菲特是怎么分析的？他认为这个事，自己说的可信度很高，但也存在失败的几率。所以 90% 的概率是真的，那么也就是说 90% 的概率，他要上涨 3 块钱，而 10% 的概率失败了，跌回 18 块钱，也就是下跌 9 块钱。那么数学

期望就很简单了，就是 $3 \times 90\% - 9 \times 10\%$ ，最后得到 1.8 块钱，就是说这个消息的数学期望只有 1.8 元的收益。

接下来巴菲特还要考虑时间跨度，也就是说投入 27 块钱，回报 1.8 元，那么预期回报率是 6.6%，半年内实现，折合到全年就是 13.2%。所以可见这个风险套利的收益率其实并不很高。老齐解释一下，这其中这个数学期望，是我们必须要掌握的，就是收益乘以概率-损失乘以概率，如果是正的，说明可以投，如果是负数，那么就不能投资。比如我们经常举的例子，左轮手枪，1 颗子弹，向自己开枪，83% 的概率打不死自己，17% 的概率打死自己。无论给你什么奖励，你都不会玩，因为损失的概率不大，但是损失太大了。所以损失期望就趋近于无穷大，你玩这个游戏，迟早会被自己一枪打死。这是每个人都无法承受的。投资中也是如此，随着向上涨，其实上涨的空间越来越小，向下的空间越来越大，所以亏损的预期在不断变大，我们就需要调整仓位，越涨越谨慎才对。

在看一个实际例子，90 年巴菲特用伯克希尔买下富国银行，一共投资 2.87 亿美元，平均买入价 57.88 美元，当时这笔投资颇受争议，因为富国银行当时正在面临巨大利空，他的股价从 86 美元一路下跌，甚至很多人认为，经济衰退造成的房贷断供，很可能让这家银行倒闭。当时富国银行，刚好是重灾区加州地区房贷

业务做多的银行。所以他应该是舆论的中心。

那么巴菲特为什么敢逆市抄底呢，因为股神太了解银行了，他认为优秀的经营者，完全可以化解这种危机。银行的风险，无非就是坏账，挤兑，全局性金融危机造成现金流枯竭，但是这几个场景的概率都很低。比如，富国银行每年税后赚 10 亿美元，而他放款量的 10%出问题，他应该仍能保住不亏。而一旦这种情况发生，就是所有企业，和整个经济遭遇了严重萎缩。这个概率就更小了。即便这样，他也不会有危险，所以巴菲特断定，损失的概率极低，而市场已经把富国银行的股价压低了一半。那么赚钱的概率也就更大。最后巴菲特在富国银行身上，下了重注。老齐解释一下，他其实就是在赌，加州经济不完蛋，富国银行不完蛋。这个胜算其实超过了 99%。而那些在股价跌了一半还继续卖出的人，则在赌那 1%的概率。所以结果当然也就完全不同。

再看他买可口可乐的故事。如果说富国银行还有 1%失败的概率，那么可口可乐在巴菲特哪里就是一个肯定成功的概率。他已经了解到当时可乐的 CEO 郭思达正在进行改革，把不赚钱的业务都卖掉，然后把钱收回来，投资那些回报更高的业务。而且郭思达自己也在低位买入可口可乐，所以巴菲特断定，可乐的业绩肯定会逐渐变好。88 年的时候，也是刚刚经过了 87 年股灾，巴菲特就算出来，可乐的价值，比价格高了 50-70%，所以他大胆买入。

于是他从此时起，就开始不断买入，一直买了 10 年，1988 年底，可口可乐已经占到了巴菲特 30% 的仓位，价值 130 亿美元。

下面作者讲了一下凯利公式，基本跟战胜一切市场的人，这本书里的内容差不多，作者也是引用了爱德华索普的内容。我们简单来说吧，就是一个叫做凯利的数学家，经过一番计算，他得到了一个公式， $2P-1=X$ ，这个 X 就是你应该押注在赌桌上的资金，P 就是你的胜算，通俗点说就是，你应该下注的资金，等于 2 倍的获胜概率减去 1，如果你的概率有 55%，那么 2 倍就是 110%，减去 1 也就是 100%，那么你就应该在赌桌上押上 10%。如果你的胜率能到 70%，你就应该押上 40% 的资金，以此类推，你有 100% 的把握，那么当然就应该 all in。

这个公式，老齐觉得大家务必要记牢，然后每次投资的时候，一定要想想自己，到底该下多大的注，你要是满仓，那么就说明你有 100% 的把握。

相对来说，赌桌上的 21 点，牌数有限，所以概率计算相对简单。特别是越到后面，算法越清晰。但是在股市上相对复杂的多。有时候你也不知道概率有多大。巴菲特也是人，他也经常看不懂，他的做法就是看不懂或者算不出概率，那就不投就完了。等待那个有把握的事情，再去下注。唯有这样，你才能战胜指数这个庄

家。

这里面有一个普遍存在的巨大风险，那就是错误的估计概率，比如明明只有 60% 的胜算，结果你却觉得有 70% 以上的胜算，然后下注过度。解决办法其实也很简单，减半下注，也就是说，你觉得有 70% 的概率，应该下注 40%，按照减半下注的原则，最后只下注 20%。这就给你的投资加了一个双层保护。虽然有时候，还是会高估，但是综合多次交易，最终的结果。会让交易稳定性明显增加。在投资中，使用凯利公式，会帮你在长期投资中，逐渐扩大优势。也逼着你去思考投资背后的概率问题。所以我们在重复一下， $2P-1=X$ 这个公式， X 就是你要下注的筹码比例， P 就是你的胜算。为克服人性中过分高估自己的弱点，爱德华索普建议，对于最后结果，减半下注。赌注减少了 50%，但是潜在收益，只降低了 25%。所以保守下注，带来的惩罚，并不严厉。甚至还让性价比增加了。

其实我们买到的保险也是一个道理，保险公司为啥很赚钱，他也是在通过数学来计算概率，芒格甚至说，超级灾难保险和集中投资是相似的。超级灾难很少发生，所以我们在绝大多数时刻都可以获得较大的利润，相当于保费都是白拿的。所以在超级灾难保险中，最可怕的年份不是可能发生灾难，而是肯定发生。所以他会某一年突然遭遇重创，这就想凯恩斯，比尔鲁安和辛普森那

样，绝大多数时刻他们都能跑赢市场，但在某一年会突然业绩很糟糕。

巴菲特自己也说，我们会时不时的遭遇这种重大损失，但是我们愿意接受这种重大波动。以换取长期优良的业绩。用其他的方法是没办法获得这么好的业绩的，所以这种不定期的波动，就相当于是一种高收益的成本。我宁愿要波浪起伏的 15%，也不愿意要四平八稳的 12%。

赌马或者赌球的时候都会有赔率，根据一些已知的情况，来给出收益。比如世界杯的时候，巴西踢德国，大家水平差不多，0:1 或者 1:0，这种比分的赔率是最低的，顶多也就是 1 赔 2 的样子，即便你猜对了，也给不了你多少钱。最后踢出来一个 7：1，这种概率极小，赔率是 6500 倍，据说一个荷兰人因为喝大了，随便买了一注彩票，200 欧，最后赚了 130 万欧。买彩票是可以的，因为买彩票那点钱，在你的总资产中根本体现不出来。但是投资是肯定不可以的，因为这种极小概率，基本上是不可能的。能买中的都是神话，买不中的才是常态。所以真正的投资家是不会去碰彩票这种东西的。玩彩票的人，都是社会最底层的穷人。甚至去赌场的人，都看不起买彩票的。因为这是一个纯粹扔钱的项目。当老齐看到胡同口的大爷们，努力的算双色球的号码的时候，我心想，你要是把这种精神用在看书学习上，没准早就发财了

明天，我们再来好好讲讲，如何计算概率的问题，其实有些肉眼可见的概率，大家还是应该能够把握的。

巴菲特的投资组合 8：寻找投资中的预期差

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合。昨天我们说到了概率思维，这是一种投资中的必要思维方式，芒格说，多数人在跟概率和数字打交道的时候，都像一个十足的傻瓜，包括老齐也想不明白，那些人为什么会经常在小概率事件上下重注，按说有的概率是肉眼可见的。比如赌中国股市不完蛋，这个大概至少得有万分之 9999 的胜算吧。但偏偏在最低点，很多人去赌那万分之一，把仓位都抛掉了。而在股市创新高之后，他开始变得兴奋，满仓追高，这就是缺心眼的行为。还有那些算双色球的，要想中大奖，比飞机掉下来的概率都低，即便要中个 10 块钱，概率都小到了只有 0.7%，也就是你买 100 次彩票，得花 200 块钱，而你最后的预期收益，只有 7 块钱。这是多么傻逼的一个事，那些傻老爷们，天

天还在那算的乐此不疲。所以有句话很难听，但却是事实，那就是有些人愚蠢和懒惰的程度，真的是令人发指。只要你稍微勤奋一点，其实都可以获得成功，成功的路上一点都不拥挤。就拿投资来说，踏实下心来，跟老齐读 5 年书，每天只要 10 分钟，你至少超过市场上 95% 的投资者。但这么简单一个事，就是有很多自以为很聪明的人说，想赚我 200 块钱，我才不上当呢！然后继续跟那算彩票。所以有些人穷的你是一点办法都没有。

在投资中，我们需要观察概率，但是有些时候，光有概率是不够的，比如大家都知道的事情，确实概率很高，但此时预期收益已经非常低。比如中国队踢巴西队，傻子也知道买巴西赢，这时候你也买了，后来赢了也赚不到钱。投资也是如此，买那些共识性的机会，不但让你赚不到钱，甚至还会亏掉很多，因为共识性的东西，一定价格很贵。这就属于概率极高，但是预期收益极低，损失的概率虽然很小，但是损失数额足够巨大。所以最后的数学期望值还是负数。所以巴菲特的投资方法就是，投资不是每天都可以做的，一定要等待那个，有概率，更有预期收益空间的事情出现。芒格说，聪明的人，会在世界提供给他们机遇的时候，下重注，但其余时间，则按兵不动。那么什么时候是老天给你机会的时候呢？就是大熊市，巴菲特在 70 年代的时候就说出一个著名的理论，我就好像一个小伙子掉进了女儿国。到处都是廉价的股票，此时就应该集中下重注去投资。即使你没有巴菲特的调研

能力，在这种时候也该毫不犹豫的去押主要指数，因为押指数，就代表去赌国家不完蛋。这个胜算极大。至于预期收益其实也很大，比如沪深 300 指数的估值波动区间是 8-29 倍市盈率，在 2018 年的时候，我们亲眼见到市盈率降到了 10 倍左右，那么也就是说，收益的空间有 300%，损失的空间只有 20%。未来 5 年向上的概率超过 99%，而 5 年不涨反跌的概率连 1%都不到，那么你押指数，还有什么风险？所以其实并非我们看不出概率，只是没认真去思考。思想上的懒惰，就让你白白错过了赚钱的机会，还经常把自己置身于风险当中。那么我们再来看，以 2021 年的视角，沪深 300 已经涨到了 17 倍市盈率，在往上顶多也就 25 倍，也就是说预期收益是 40%多，而往下跌也有 50%的空间，就算涨跌的概率各有 50%，那么显然数学期望也已经基本为零甚至变负，所以单独押注指数的投资已经没有胜算。此时就必须保守了。2021 年大概率会有较大的风险出现。当你听到这本书的时候，可能就已经感受到了。

下面我们来看投资心理，金融的决策，充满了感情色彩。甚至完全不思考，而被直觉所左右。这就是人类大脑的设计逻辑，越是抽象的东西，大家就越倾向于相信直觉。而这个直觉，主要来自于其他人的选择。比如你也不知道这家饭馆好不好吃，于是你就去看好评率。你也不知道这个宝石真不真，那就去看销售量。这

就是我们一直以来应付复杂抽象环境，根深蒂固的方法。但是在投资市场上，这是致命的。因为你的对手变了，你的对手就是那些评论点评的人，所以你跟他么站在一起，就肯定赚不到钱。

从格雷厄姆那时候就开始研究心理学了，格雷厄姆说，投资者的头号大敌并不是股票，而是他们自己。你可以拥有很多的技能，但是如果控制不了自己的情绪，就不可能在投资中获利。巴菲特后来解释格雷厄姆三大原则，1 是要把股票看成企业，2 是安全边际，3 就是用真实投资者的心态对待股市。就是他的市场先生理论。什么叫做投资者心态，说白了就是为上涨和下跌做好心理准备。任何局面的出现都是合理和正常的。市场先生就是个神经病，经常抽风，所以我们不要理睬，千万不能跟着他一起抽风，反而可以利用他的情绪波动，赚到更多的收益。

1997 年一个叫做，泰伦斯奥登的行为经济学家，发表了研究，为什么投资者总是交易过度，在这个研究里，他追踪了 1 万名投资者，7 年的时间，共涉及近 10 万笔交易，首先他发现在，这些账户的年换手率高达 78%，其次，投资者卖出的股票，实际上都是那些未来能够跑赢市场的股票。以一年为限，投资者卖出的股票，要比他们买入的股票，平均收益高 3 个点。换句话说，我们其实总在高卖低买，动的越多错的越多。芒格给出的解释是，虽然在投资中，财务会计和金融知识很重要，概率和数学也很重

要，但是要说最重要的其实是心理学。

大部分人在投资中失败，是源于人的本能，就是在分析越复杂问题的时候，越喜欢走捷径，所以最后就很容易被误导，被别人所操纵。比如机构要想操纵散户，太容易了，散户都是看 K 线图的，那我就给你做出一个完美的 k 线图来，就能让你们在高位接走我的盘，还有更坏的，故意放出兼并重组的消息来，迅速就会在市场蔓延。投资者也就纷纷买入。芒格自己都说，尽管 他有几十年的投资经验，但现在依旧会被误导，所以他选择了双重分析法，先从理智的角度去考虑，看哪些因素是真正起作用的，然后在潜意识里去找那些容易被影响的地方，自己容易被影响，别人也肯定容易被影响，那么我们先人一步觉醒过来，就有利于抓住市场先机。比如别人都在末日狂欢的时候，大家都在贪婪，想多赚一点。但这个时候我们的理性会让我们去回归常识，去看估值，去看资金关系。去看市场情绪到底反不反应利空，一旦市场不反应利空了，说明该买的就基本都买进去了。未来稍有风吹草动，这些人也就该跑路了。所以我们就要提前行动，降低我们的仓位。从而率先防守。

过度自信，是所有人的缺点，每个人都觉得自己的驾驶技术很好，每个医生都觉得自己对病人的治愈率很高。在 投资中也是如此，告诉大家了，市场上 7 赔 2 平 1 赚，但是每个进入市场的人都会

觉得自己是那赚钱的 10%，而且还看不上市场平均收益，总觉得自己至少不应该比巴菲特差。

卡尼曼教授说过，人们最难想象，也最不愿意承认的一件事就是，你并不比一般人更聪明。信心过度，在投资市场上，就造成了交易量过大的现象，更解释了为什么股市总是有巨大的波动，大家的情绪总是会从一个极端，过渡到另一个极端。这也叫做反应过度。诺奖经济学家，理查德塞勒做过一个实验，让两组学生对照做投资，第一组，给他们大量的信息。第二组只给出最近 5 年的短期业绩，然后塞勒让他们分别对今后 40 年，做资产的配置。

第一组接受大量信息的学生，他们只分配了 40% 的资金给股市，剩下的都投到了政府债券里面，而第二组，别看信息较少，但他们的信心更足，他们分配了 70% 的资金给股市，这就是我们经常说的一句话，叫做无知者无畏。

塞勒还有一项研究，那就是他根据过去 5 年的业绩，找到 35 种业绩最佳的股票，以及 35 种业绩最差的股票，然后把他们分别做成组合，并持有 5 年，他说在未来有 40% 的时间里，这些输家都能战胜赢家。也就是说，我们逆向投资在未来的胜算其实更大，而买市场业绩最好的公司，往往赚不到什么钱。因为你能看到业绩好，别人也能看到，所以你买入的时候，就已经很贵了。我们

之前也说到过很多次了，人们需要 2 倍的正面影响，才会抵御负面影响的冲击，所以每个人都会有趋利避害的想法，躲避损失会让他们在投资中，过度保守。但是，在一些时刻，他又会让你毫无道理的抓住亏损股不放，甚至死不认错。明天我们继续来讲，投资心理，对我们收益的影响。

巴菲特的投资组合 9：顺应人性

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，巴菲特的投资组合，昨天我们说到了投资心理的问题，行为金融学里面，有一个心中账户的概念，他指的是，人们随着周围情况的变化，而改变赚钱预期的习惯。举个例子，我们有时候会突然在某个隐秘的角落发现一笔钱，比如衣服兜里，你也不知道什么时候放进去了 100 块钱，此时你就好像觉得这 100 块钱是白捡的，可以随意花掉，但其实这 100 块钱，也是你辛苦赚到的，跟别的 100 块钱没有任何区别，人的心里就是这样，在完全预期之外的钱，大家就倾向于是意外惊喜，花起来也更加的大手大脚。所以一般股市高涨的岁月里，是会带动消费增长的。另外，

大家也更愿意去拿白捡的钱去冒险。比如黑天鹅作者塔勒布，他就做了一个投资模型，90%的资产都放在极其安全的国债里，然后用10%去做极度高风险的投资，比如期货还有外汇。因为90%的国债投资，可以保证他不会亏本，那么他就相当于用10%的收益去赌博了。即便全都亏掉也无所谓。老齐认识一个投资圈的朋友，每次牛市末尾，他都会提前离场，然后拿出正常业绩之外的收益，去赌股指期货和股指期权。这部分收益全赔了也无所谓，而一旦做对了，就能赚到很多钱。大大增厚他的业绩。由于是正常收益之外的部分，所以他的心态就会变得十分良好。往往在最后，他都是能够赚到大钱的。先做多，等市场转势了再做空，顺势而为。当市场跌到了价值区，他就不再玩股指期货了，而是重新开始去建仓布局下一轮周期。有人问啥叫正常业绩意外的收益，比如他的目标就是年化12%，超过这个收益的部分，他都可以拿走去赌期指。好比2018年到现在，基本上收益翻倍了，按照年化12%的要求，他只要保留3年40%的收益就可以，有的时候，可能还要多准备一年，那就是留足57%的收益，剩下的43%，就可以拿走赌股指期货去了。即便这点钱都输了，他也基本完成了投资任务，由于心态轻松，所以效果非常不错。往往最后股指期货的收益，比他正常资产配置价值投资的收益还要高。特别是在牛市最后期，群情激动，暴涨暴跌，股指期货其实非常好做。震荡市里反而到比较艰难。

下面来说说风险承受能力，也叫作风险容忍度，一开始大家都觉得这个不难，做个问卷调查就行了，你能承受多少风险，让用户使劲想。但是这其实都是比较扯淡的方法，因为风险承受能力，都是建立在情感之上的，一旦股市大幅下挫，天天都是各种负面消息，那些激进的投资者也会变得畏手畏脚。相反市场天天上涨，以前只买国债和存银行的大爷大妈，也会忍不住诱惑，开始购买股票。你去问他，就不担心风险吗，他会告诉你高风险才有高收益。但其实他们压根什么风险都承受不了，市场跌 5% 下去，他们就能跟你拼命了。所以老齐总是劝大家，来老齐这里学理财投资的，自己知道就行了，先把自己改造好，不要给别人投资建议。给别人建议这种事非常愚蠢，赚钱了，他觉得跟你无关，不会感谢你，赔钱了，会赖死你。甚至因为推荐投资，最后双方友尽的事比比皆是。关键是，有的投资建议并没有错误，只是中间出现了一定的波折。比如一只股票，先跌 20%，再涨 100%，最后还是赚钱了，但是听你推荐的那个人，在跌 20% 的时候就认赔了，损失惨重，那你说这事赖谁？他肯定觉得赖你，你就不应该在还要跌的时候告诉我。相反也同样，先涨 100%，后来又跌了 20%，你说这回他肯定该赚钱了吧。也不一定，赚钱的时候，对方都没怎么投入，一直只是买了很少的钱，后来他发现确实在涨了，然后逐渐加大了仓位，最后赔钱的时候，是满仓赔掉的，所以可能总的来说，还是赔钱的，那你说，这个又赖谁。所以没有经过系统学习的人，你就算给了他摇钱树，他也会把他当劈柴用的。不用

跟这些人浪费口舌。最后肯定都不讨好。

我们怎么能快速判断一个人的风险承受能力，你就看这个人平常做事是不是会定目标，如果一个人做事特别有计划，总是会提前订立目标，并且执行力很强，那么他通常的风险承受能力就比较强，而且比较真实。相反，如果一个人从没有考虑过目标，每天就是在混日子。那么他说的话你千万别信，他压根就没有风险承受能力。

很多人都让巴菲特去预判市场，他也做出过很多的判断，这些判断大部分都是对的，但是巴菲特对于股市预测这种事，从来都是当成儿戏，包括老齐，我判断市场，也就是判断着玩的，从不会以判断来指导投资，判断归判断，策略归策略，投资其实是应对之道，而并非是打板算卦。

作者列出了一组数据，经济学家对于利率的预测，错误率奇高，31次预测，错了22次。利率这么简单的事情，预测都有这么多的错误，更何况是基于预测做出来的价格反映了。有人说不对啊，你不是经常让我们在低点调整仓位多配权益资产，高位减仓，多配债券吗？这不就是预测吗？这还真心不是预测，这也是应对之策，所谓低位，并不是预测出来的，而是根据市盈率和股债比这些数据，比较出来的，还有观察投资者的情绪，当大家都卖出，

远离股市之后，股市一定在低位。相反当大家都往里冲，就不可能还有便宜的东西。

投资预测为什么难，因为投资市场是人的市场，你的预测，甚至会起到市场的反作用，比如有个人预测很准，之前他连着预测对了几次，那么他的下一个预测就会被市场重视，他预测股市即将到顶，那么可能大家现在就会跑。都想赶在灾难爆发前离开，所以这个人善于预测的能力，反而成为他预测不准的原因。所以预测是什么？本质就是猜未来大家怎么想，所以在绝大多数情况下，你是不可能成功的，几亿人的想法，你不可能猜的到，更别说最后的博弈关系了。唯一我们有胜算的时候，就是市场形成一致性预期的时候，当大家都认为什么是对的，那么也就是说，这个东西肯定是错的。

投资不是去想，市场对于某些信息的反应，而是要想别人看到这些信息之后的想法，甚至更有高层次的投资者，他们要考虑，市场普遍产生这种想法后，会出现什么局面，而这些局面，会让投资者再做出什么想法。举个例子，比如大灾难之后，保险公司巨亏，难道就是利空吗？未必！因为灾难过后，往往大家损失惨重，才会意识到灾害保险的重要性，所以通常都会让投保数量大幅增加。所以那些没有被这次灾难拖垮的保险公司，将从灾难中受益。这就是不同层次的投资者，想问题的方式截然相反，那么做法

自然也就截然相反。邓普顿当年在二战开始后，去投资美国，他想的就是，战争会让美国的工业需求大幅增加，大家一心保家卫国，再也顾不上个人利益。再有就是，只有美国赢了，投资才有意义，这些钱也才有意义，一旦美国输了，希特勒统治世界，你把钱埋在地底下也不安全了。所以在别人疯狂抛售的时候，邓普顿逆向抄底。最后收益颇丰。

我们经常使用市盈率的方式来评估指数，判断指数的高低位，但这个也有问题，因为随着时间的推移，指数已经发生了一定的变化，比如比尔米勒就做了对比，1964 年和 1994 年，标普 500 中的成分股发生了巨大的变化，64 年的时候能源占了 17.8%，基本原材料占了 16.5%，这都是典型的周期行业，到了 96 年。二者分别下降到了 8.9%和 6.9%，占比最大的是金融，30 年间，比重从 2%上升到了 14.6%，现在，也就是 2021 年，标普 500 的权重肯定又发生了变化，科技股的比重极高，苹果，微软，谷歌，脸书，亚马逊 5 家公司占比就已经达到了 24%。所以这也就意味着，即便是指数，市盈率也在逐渐提高。因为科技股，肯定要比金融和周期估值更高。这也给我们提了个醒，简单线性的分析指数的估值范围也是不准确的，必须动态的去看待市场的变化。当我们知道这些之后，在每一轮抄底的时候，可以尽量的提前下手一点，反过来当市场见顶的时候，多给点耐心。别不把市盈率分位数当回事，也别太把他当回事。明天我们讲，如何去击打那个，又慢

又好打的球，创造更好的投资业绩。

巴菲特的投资组合 10：不预测未来？如何赚到超额业绩？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书。巴菲特的投资组合。巴菲特经常说，没有人可以预测未来，他也从未见过，有人可以连续预测正确。但是不预测，并不影响他自己获得傲人的业绩。他从不从那些预测中获利，反而让投资回归了本源。他还提醒投资者，如果你要想求得别人的认同，那么最好别进入股市，股市上要达到令人愉快的共识，代价将是十分巨大的，而那些未来的不确定性，其实并不是什么风险，而是长期价值投资者的朋友。通过他可以赚到更多的钱。

咱们这里棒球并不普及，大家对于这项运动很陌生，但在美国却相当普遍，大家都知道，对于棒球运动来说，首要的规则就是要挑选那些好打的球击打。但棒球运动有个特点，那就是得分逐渐下降。最高的得分记录是 406 分，发生在 1941 年，之后就再也无人打出这个记录。有人说是击球手的水平退化了，但是有专家

则认为刚好相反，是整体的防守能力提高了。其实投资也是如此，巴菲特就好似那个棒球纪录的保持者。他的最佳战绩，永远停留在了 60-70 年代。进入 80 年代之后，随着巴菲特的体量越来越大，他的战绩开始趋近于平庸。原因也是因为他的策略决定的，巴菲特体量小的时候，他可以重仓吃下几家公司，也可以让可口可乐占他持仓的 30%，但是当他掌管万亿美元的时候，已经不可能做到集中投资了。所以无论他再怎么等待机会，也被盛名所累。他买入的公司越多，他的表现也就越会趋近于指数。所以并不是巴菲特退步了，而是没办法集中了。没有多少公司，装的下他的体量了。只有在金融危机当中，巴菲特才能展现一下股神的实力。

巴菲特没机会了，但是我们还有机会，所以一定要记住巴菲特的忠告，1 尽量少挥棒击球，你最好一生之中，给自己限定到 20 次的投资机会，这样你才会更加珍惜。2，耐心等待那个又慢又好的球出现。这两个忠告也是相连的，如果你过度放任自己去广泛投资，那么你通常就无法耐心的等待，真看到那个又慢又好的球出现的时候，你却已经没钱了。我们绝大多数投资者都是这样，当年老齐还是记者的时候去采访，6000 点回落到 5000 点，大家都在疯狂的抢购抄底，跌到 4000 点的时候，还有人往里冲，真等到跌破 2000 点的时候，绝大多数人手上已经没钱了。而这才是未来 10 年股市的大底部所在。

在巴菲特眼里，投资很简单，他不需要学习高等数学，也不需要去破解衍生品的波动，甚至不用管美联储的报告。很多投资者宁愿愿意瞎聊天，到处打听消息，也不愿意好好花 30 分钟，看看公司的财务报告。你说看不懂财务，那么那些会计专业的同学呢？会计多的是，他们不但能看懂财报，甚至有能力做出财报，原来老齐公司的一个财务总监就是这样，他财务水平很高，在四大做了很多年，但是投资水平很差。因为他根本无法耐心的去看上市公司的财报。把自己的知识优势，全都抛在脑后。

芒格甚至一度很纳闷，我们的方法如此简单，但为什么没有被广泛效仿，甚至一些著名的财经类大学，也不教授这套方法。后来有个物理学家库恩提出一个说法，他说这就跟物理学的进步一样，新的学说总要颠覆之前旧的学说，但是会遇到强大的阻力，比如哥白尼认为太阳是核心，这就取代了地心说的提法，后来被活活烧死。所以巴菲特的理论也违背了常识，所以才遭到了理论界的一致排斥。学术界这么多年，一直企图将巴菲特作为反常规者对待，一直在等他出错，好找到反例，但是这一等就是 60 多年，至今也没找到反例。不过在这个过程中，确实有不少投资大师，出现了反例现象，比如之前我们讲的那个雷格梅森的比尔米勒。2005 年之后业绩突然就不行了。时间拖得越久，就对市场有效理论越有利，为什么这么说，1，确实在投资中容易犯错，长期超越市场非常困难。2，你业绩很优秀，于是体量增大，也

会让业绩逐渐趋近于平庸。也就是说，最后人家不用逼你，你自己就得转向分散投资，赚取市场平均收益了。

作者也说了下投资和投机的关系，如果你是个投资家，你会考虑你的资产，也就是你的企业未来会怎么样，如果你是一个投机客，那么你主要关心的是价格而不是企业。格雷厄姆也在很早就分析过了投资和投机的关系，他说自己对于投机并不排斥，甚至市场上本就该有相当一部分的投机者。这是正常现象，但是他感到十分不安的是，有些投资者，不知不觉中养成了投机的习惯。比如我们都说自己是价值投资者，但是在跌的很低的时候，不敢买了，或者总是希望他能够再便宜一点。这其实就是投机的习惯。

作者还做出了一张知识和收益与风险的曲线图，当知识不断增加，收益也会增长，但这不会是一条直线，而是一条向上弯曲的曲线，也就是说，知识一开始的时候是没有什么用的，并不能够给你带来多少额外的收益，直到不断累计，到最后才会爆发出力量。相反风险则完全不一样，没有知识的时候风险最高，当你有点知识之后，风险将迅速降低，随着积累，知识到后期对于降低风险的贡献已经不明显。

综合这两张图，我们就明确了学习的重要性，开卷有益，一开始我们虽然赚不到什么钱，但是学习会让我们避免很多的坑，随着

知识增加，我们基本就把风险控制住了，然后未来就是尽量多的产生收益。在知识低的时候，我们更倾向于投机，但随着知识的增加，投资意识逐渐加强。最后高收益，低风险的投资，和知识与投资的思想，完美融合在一起。

那么该怎么学习呢？巴菲特和芒格的回答就是，学习要靠自己读书，没有人可以梦想出一切的观点。你只能从别人身上学到一些知识。然后融会贯通，为己所用。甚至形成全新的观点和理论。拒绝学习，是一个最为愚蠢的事情，没有之一，相当于你拒绝了别人的经验，和试错的教训，非要把别人都已经踩过的坑再踩一遍。听起来难以理解，但是现实生活中很多人其实就是这么干的。大家可以想想，你身边有多少人，一年连一本书都没看过。老齐认识的人中 80%都是这样的人。那么你怎么进步呢？只能靠自己不断的试错，不断的总结，即便能前进，你的进步速度也会慢的出奇，而且代价极高。所以完全不划算。读书就是在借鉴别人的经验和理论，形成自己的思考。最后形成自己的行动准则。所以老齐总说，在你觉得最近很倒霉，事事不顺心的时候，就努力去读书吧，说明生活提醒你，该认认真真的学习了。

这本书叫巴菲特的投资组合，但他在最后才列出了巴菲特 80-90 年代的持仓变化，比如可口可乐，大都会美国广播公司，政府就业保险 GEICO，华盛顿邮报，吉列，联邦住房贷款抵押公司，还

有一个银行叫做韦尔斯法戈，后来他又买了迪士尼和麦当劳，以及旅行者集团。而到了 2020 年巴菲特的持股明显增多，他重仓的有美国银行，梅隆银行，富国银行，美国运通，美国合众银行，特许通信公司，摩根大通，卡夫食品，可口可乐，通用汽车，还有苹果，visa，穆迪。此外由于疫情泛滥，他把航空股都卖了，买了不少医药股，比如默克制药，辉瑞制药，这些个股占到伯克希尔持仓的 90%以上，如果从类别划分，巴菲特基本把上万亿资金都投在了金融和消费两个类别上。

这就是本书的全部内容了，巴菲特的持仓几乎每个季度都公布，而且变化不太大。有些公司他已经持有了几十年。但是令人十分感到奇怪的是，如此透明的投资方式，却依旧能保持他股神的地位，造假的到处都是，剽窃的更是众多，但是却没人愿意去造巴菲特的假，也没人愿意复制他的投资组合跟股神同步。难怪贝索斯问巴菲特，说你那些玩意就不怕被别人学了去？巴菲特自信的回答，要学早就学了，之所以没人学，就是因为没人想慢慢变富。所以，相比巴菲特公开的持仓组合，以及他的选股策略来说，慢慢变富，才是他的核心竞争力所在。读完这本书，你有什么感悟呢，咱们可以一起交流。老齐觉得，大家最应该记住的一点，那就是，在你最有把握的时候，要勇于下注。努力去看到那个投资背后的胜率。另外就是，记住 $2P-1=X$ 这个优化版的凯利公式，2 倍的胜算-100%，就是你该下注的资金。把这些东西应用于实

践当中，这本书你就没白读。