

前面几章，我们讨论了如何选股票，如何买股票，买多少股票，那么买入股票之后，我们应该持有多久呢，应该什么时候卖出呢？

投资者分为两派：一派是短线，就是短期持有。赚一些就卖出，这叫落袋为安，赔一些也卖，这是割肉止损。短线讲究的是炒股，快进快出，挣的是快钱，尽管是小钱，但积少成多。另一派是长线，就是长期持有。短期赚一些并不卖，为的是长期赚大钱。短期亏一些也不卖，看的是未来长期还会大涨。长线讲究的是捂股，慢进慢出，挣的是慢钱，但赚的是大钱。

短线与长线相比，谁的业绩更好呢？

短线像是跳来跳去的兔子，长线像是行动缓慢的乌龟。其实，在股市上，每天都在进行着龟兔赛跑。

我们大家都知道第一次龟兔赛跑的故事，让我们再来看看第二次龟兔赛跑的故事：

兔子觉得自己输了比赛后，非常不服，要进行第二次比赛。乌龟说：“好，这次咱来个更远的比赛，跑个马拉松。”兔子说：“行，牛拉松我也不怕！”这次兔子再也不敢睡觉了，它不停地一跳一跳地往前跑。但是兔子有个毛病，它喜欢东跳跳，西跳跳，结果尽管它跑的速度很快，但由于不断变换方向，它前进的距离有限。而乌龟认准前进的正确方向，一直不停地往前爬，最终又一次率先到达了终点。这时，兔子不知在森林里的什么地方正跳来跳去找不到方向呢。

童话中的乌龟战胜了兔子，现实中龟兔赛跑的结果如何呢？

在股市上，同样是乌龟战胜了兔子。短线频繁买卖的投机者就是一个东跑西跑却迷失目标的兔子，而长期持有的投资者就是朝着一个方向不断前进并最终成功的乌龟。而巴菲特就是最成功的投资者。

过去 30 多年来，70% 以上的基金经理连市场平均水平也达不到，而巴菲特却以 1 倍多的优势战胜了市场。巴菲特战胜市场的秘诀就在于长期持有，他的大牛股都是这样长期炼成的。

巴菲特的 7 只重仓股票都是他买入后，一直持有，持有几年，十几年，甚至几十年，一股也不动。他持有的时间，比很多人婚姻持续的时间还要长得多，他长期持有的收益率，也要比市场平均水平高得多。巴菲特如此解释他投资成功的原因：用屁股赚钱比用脑袋赚得更多！

我把巴菲特的长期投资之道称为飞翔的乌龟：寻找业务一流、管理一流、业绩一流的卓越公司，然后长期持有该公司的股票，一动不动。虽然像个乌龟，却是一个坐在价值创造飞机上的飞翔的乌龟。

人无翅膀，坐上飞机，照样会飞。同样，你不必是商业天才，也不必是亿万富翁，只要选对好公司，以合理价格买入股票，长期持有，就如同坐上财富的飞机，业绩照样会飞得更高。相反，像兔子一样，天天东奔西跑，频繁买进卖出，尽管跳得很欢，速度很快，但前进距离有限，想要飞却怎么样也飞不高。

1. 选股重要，持股更重要

我们做事要有始有终，慎始慎终。但大部分人是虎头蛇尾，有好的开始，却没有坚持到一个好的结尾。在投资上，人们往往过分强调选股，却忘了要想最终取得好的赢利，持股同样重要，甚至更重要。

事实上，选股并不难。

1997 年 1 月 1 日—2007 年 10 月 15 日间，中国股市目前近 1 500 家上市公司中，共有 230 只股票涨幅超过 10 倍，平均每 6.5 只股票里就有 1 只是 10 倍股。

在 2002 年 1 月 1 日—2007 年 10 月 15 日间，中国股市目前近 1 500 家

上市公司中，共有 78 只股票涨幅超过 10 倍，平均每 19 只股票里就有 1 只是 10 倍股。

在 2004 年 1 月 1 日 - 2007 年 10 月 15 日间，中国股市近 1 500 家上市公司中，共有 90 只股票涨幅超过 10 倍，平均每 17 只股票里就有 1 只是 10 倍股。

在 2006 年 1 月 1 日 - 2007 年 10 月 15 日间，中国股市目前近 1 500 家上市公司中，共有 108 只股票涨幅超过 10 倍，平均每 14 只股票里就有 1 只是 10 倍股。

在过去 10 年上涨 10 倍甚至百倍的股票中，很多都是我们日常生活和平时工作中非常熟悉的，比如茅台、万科、美的、格力等。可见选中一只 10 倍股，成功的概率比选个好老婆的概率都大。但是，为什么大多数人没有赚到 10 倍呢？为什么呢？原因很简单：拿不住。选股并不难，难的是持股。

要想赚到大钱，不但要选对大牛股，还要拿住大牛股。正如巴菲特所说：“用屁股赚钱比用脑袋赚得更多很多人只重视绞尽脑汁来选大牛股，却不能把屁股稳稳地坐在选到的大牛股的牛背上，他们不停地从一个牛背跳上另一个牛背，结果骑了很多牛，却没能跑多远。回头一看才发现，其实骑着任何一只大牛股，都能跑得很远。大牛股，拿得住，你就会是大牛人。大牛股，拿不住，你就会被最后悔的人。

学习巴菲特，在股票上实现长期巨大的收益，就一定要拿得住股票。

记住，股票投资绝不是闪电战，而是持久战，最后的胜利在于坚持，坚持，坚持。

我们读的童话，结尾往往是一样的，王子和公主结婚了，从此开始了幸福的生活。但是，结婚只是一个开始，他们婚后几十年漫长的生活中，他们真的能幸福相伴一生吗？他们吵架吗？他们中的一个会移情别恋吗？也许童话中的王子与公主会一生幸福相守，但现实生活中很多相爱的恋人，在漫长的婚姻生活中，会发生很多争吵，很多矛盾，并不是所有的夫妻都能够幸福相伴一生的。只是选对一个伴侣是不够的，要得到幸福的婚姻，还需要用一生来相互关爱。

只选对一只股票是不够的，要得到巨大的回报，还需要很多年时间长期持有。想得到的回报越大，需要持股的时间也越长，可能是几年，十几年，甚至几

十年。对于幸福婚姻而言，选妻重要，伴妻同样重要；对于成功投资而言，选股重要，持股同样重要。

巴菲特告诉我们，选股如选妻，选择之后应该如何呢，伴股如伴妻。也许你会笑：是真的吗？真的。那么，巴菲特和他的股票长期相伴幸福吗？巴菲特长期持有的7只股票仅投资42亿美元，到2004年年底赚取了270亿美元，投资收益率平均高达638%以上。

巴菲特自己算了一笔账，发现自己选了一辈子股票，不如长期持有一只股票。

1919年可口可乐股票上市，当时40美元买入的投资人，如果将所收到的股利再投资，到了1938年可获得3277美元，19年增值80倍。即使是在1938年才投资可口可乐股票，照样不晚，到1993年年底55年还能增值625倍。如果是从1919年开始投资可口可乐，一直持有到1993年，则会增值5万倍。

巴菲特感叹：我出生得实在太晚了。假如我早一点出生，像我爷爷那么大的年纪，我从1919年就买入可口可乐，那我的投资回报率就是5万倍。那个时候只要我拥有100万美元，全部买入可口可乐股票，就足够了，然后什么股票也不用选，什么股票也不用投，现在可以轻轻松松地赚到500亿美元，照样是世界上第二大富翁。可惜巴菲特1930年才出生，这个全世界最聪明最智慧的投资大师，费尽了力，收购很多企业，买了很多股票，才攒到500亿美元的财富，和只购买可口可乐一只股票的收益一样多。可见，持股有时比选股更加重要。选到超级明星股，如同选到一个大飞机。但要顺利到达目的，我们还要保证我们的屁股老老实实坐在飞机上，甚至用安全带把自己牢牢绑在飞机上，才能克服所有的恐惧，顺利到达目的地。

那么如何才能做到长期持有，做一只会飞的投资乌龟呢？

巴菲特说长期投资很简单，只要拿住就行了：只有你选对了股票，而且这家公司一直情况良好，只要一直拿住股票就行了。

长期投资真的这么简单吗？听起来很简单，其实很不简单。老百姓都知道：创*难，守业更难；结婚多年的夫妇都清楚：相爱难，相守更难。投资多年后，很多人也会发现：选股难，持股更难。

2007年10月，巴菲特第二次来到中国，他接受了央视二套《经济半小时》的专访。

记者付豫问：“价值投资这个词在中国很流行，但是，有人简单地把价值投资等同于长期投资或者特许经营权，您能告诉我们价值投资的精髓到底是什么吗？”

沃伦·巴菲特说：“投资的精髓，不管你是看公司还是股票，要看企业的本身，看这个公司将来5年、10年的发展，看你对公司的业务了解多少，看你是否喜欢并且信任管理层，并且如果股票价格合适你就持有。”

记者付豫问：“这容易实践吗？对于一个普通人？”

沃伦·巴菲特说：“有时候简单但是不容易，不需要巨大的智慧，一般的智慧就可以，但很多时候需要一种稳定的情感和态度，赚钱不是明天或者下个星期的问题，而是你在买一种未来5年或10年能够升值的东西，不难去描述，但有些人发现真正做的时候很难做到，很多人希望很快发财致富，我不僅怎样才能尽快赚钱，我只知道要随着时日增长赚到钱。我从来不做投机，有时候在二级市场做一小部分，对很多股票我都是投资很长时间的，所以我们拥有良多企业，企业为我们带来赢利，我们有很多方法赚钱，中石油就为我们带来了大量的赢利，但是我们不频繁买卖股票。”

巴菲特反复宣讲这样的投资理念，投资股票其实就是投资公司，必须长期持有，这样你才能作为一个股东享受公司创造的价值增值，其实每一个普通人都可以用这样的理念积累长期的财富。

巴菲特曾经对伯克希尔公司的股东说：“希望你不要认为自己拥有的股票仅仅是一张价格每天都在变动的凭证，而且一旦某种经济事件或政治事件使你紧张不安，就会成为你抛售的候选对象，相反，我希望你将自己想象成为公司的所有者之一，对这家企业的股票你愿意无限期地持有，就像你与家庭中的其他成员合伙拥有一个农场或一套公寓那样。”

你买了房子后，并不会因为房价一时的上涨下跌，就买来卖去。你娶了妻子后，并不会因为感情一时的变化，就离来离去。恋爱、结婚是一时的行为，但最终得到幸福的婚姻，却需要一生的相守。很多人都轰轰烈烈地相爱过，但相对来说能够相伴一生、幸福到老的却很少，原因在于他们没有能长相守。买入股票是一时的行为，但长期持有、收获巨大的赢利需要几年甚至几十年的时间。很多人都找到了并买到了大牛股，但只有很少人真正赚到了大钱，原因在于大部分人

拿不住，没有长期持有。为什么巴菲特能够做到长期持有，真正拿得住，而我们大部分人选到大牛股也拿不住呢？关键在于巴菲特有三颗非常与众不同的心：决心、信心、耐心。

2. 决心：死了都不卖

巴菲特能做长期投资的第一颗非常与众不同的心是决心。

随便认识一个女孩，是小事，只需要花点心思，但娶一个女孩，却是一桩大事，需要很大的决心。做一件小事，只需付出很少的精力、很少的时间，不需要什么决心；但做一件大事，往往需要付出很多的精力、很多的时间，必须下很大的决心。

巴菲特是决心最坚定的长期投资者，在投资界，没有人比巴菲特更以长期投资而闻名。他的决心到什么程度？死了都不卖。“我最喜欢持有一只股票的时间是：永远。”^①“我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。”^②“我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业终生相伴。”^③巴菲特在伯克希尔 1986 年年报中说：“我们可以公开声明，我们希望永久地保留我们的 3 种主要持股：大都会美国广播公司、GEICO、华盛顿邮报公司／

股市中有两种对立的持股策略：长线与短线。长线是长期持有，选对了一只股票后就长期持有。短线是短期持有，选了一只股票后，根据对行情走势的判断，高抛低吸，波段操作。很多人认为短线持有只是玩玩，输赢都没有多少钱，只是一件小事；但是长期投资，而且用很多钱长期投资一只股票，是一件大事，需要下很大的决心。

说起来好像很复杂，其实很简单。长期持有像是一生情，短线操作像是一夜情。在生活中，大部分人都知道应该追求一生情，但在投资中，大部分却喜欢追求一夜情。大部分人是短线波段操作，经常是今天买，明天就卖，只持有一夜，巴菲特称之为“一夜情”，他说这些人根本不配做投资者，只是投机者。“我认为把

① [美] 珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 169 页，

② Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1996.

③ 同①，第 168 页。

这种频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为爱情主义者一样荒谬^①

短期内快进快出，根本不是投资，而是投机。中国人对短线操作有一个更加通俗的说法——炒股。有人讽刺炒股套牢的人，炒股炒成股东。因此，有人开玩笑地说谈恋爱谈到后来结婚的人：长期套牢了。真正相爱的人不愿只有一夜情缘，而甘愿相守一生做永久的伴侣。

巴菲特不炒股，不做差价，宁愿主动套牢，心甘情愿长期做股东，甚至愿意相伴一生，当永久性股东。并非所有的女孩都值得一生相伴，但确实有些女孩值得一生相托。（幸运的是，我们只能娶一个老婆，但我们却可能拥有好几只好股票。）并非所有的股票都值得永久持有，但确实有一些股票值得一生持有。既然要做一辈子的股东，你就不会考虑短线买入、卖出，做什么差价，你就会慎重考虑公司未来的长期发展前景。因为你的利润只能来自公司赢利的增长。

婚姻幸福的秘诀是，与真正值得爱的人一生相守，到死都要爱；投资成功的秘诀是，与真正值得持有的优秀公司股票一生相守，死了都不卖。巴菲特坚决反对做短线：如果你不想持有一只股票 10 年，就不要持有这只股票 10 分钟。

巴菲特的意思是，如果不想长期持有，你根本就不要买。如果你没有做长线的打算，根本就不要随便做什么短线，这样不但不会赚钱，甚至还会亏钱。

也许你会有疑问，股票是用来炒的，只有套牢了，没办法了，才当股东，这样主动被套牢怎么赚钱呢？

错误。股票不是用来炒的。股票是公司股权的凭证。你不会把你个人投资的公司来回买卖，也不应该把一家上市公司的股票来回买卖。正如巴菲特所说：你买的不是股票，而是公司。

苏轼说：“古之立大志者，不惟有超世之才，亦必有坚韧不拔之志。”你要学习巴菲特，首先问问自己，我下定决心长期持有了吗？

3. 信心：不卖更赚钱

巴菲特能做长期投资的第二颗非常与众不同的心是信心。

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 199L

决心长期持有的前提是对长期持有收益会更高有着坚定的信心。

与爱人长相守，一生只爱一人，死了都要爱，并不是一种盲目的行为，而是对来来幸福有充分的信心。无数人的婚姻经验表明，与一个心爱的人相伴一生，幸福的程度要远远大于与无数个你根本不了解的人风流一夜的幸福。长期持股，死了都不卖，并不是一种盲目的行为，而是对未来回报有着充分的信心。

巴菲特一生的经验发现：长期持有一只股票数年甚至数十年，收益率远远高于短线频繁买卖数百只股票。

“我们也并不认为其他人能够像蜜蜂一样从一朵小花飞到另一朵小花来取得长期的投资成功。”生活中有那么多人痴迷于买彩票，想中奖一夜发大财，却不愿努力工作辛苦赚些小钱积累成大钱。巴菲特早已明白，短线波段操作，看起来似乎赚钱又快又多又爽，其实事实正好相反，天天累得要命地快进快出，只能赚小钱。长期持有，一动不动，却能轻轻松松、慢慢赚大钱。

巴菲特说得没错吧？没有，巴菲特之所以决心长期持股不动，关键在于他对长期投资更成功有着巨大的信心，而且这种信心建立在理性的分析上。对于投资者来说，一时的暴利并不代表他在长期（数年甚至数十年）内的赢利，经常的微利却可以转化成长期内的巨大收益。

长线投资比短线投机更成功，关键在于复利的巨大威力，这正是巴菲特长期投资的根本信心所在。复利，是世界第八大奇迹。

爱因斯坦说：“人们所知道的最大奇迹是什么？是复利。”

富兰克林说：“复利这块神奇的石头能够把铅变成金子的。记住，金钱是会增值的，钱能生钱，钱能生更多的钱。”

巴菲特的长期合作伙伴芒格感叹道：“如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓。”

巴菲特之所以今天能够拥有巨大的财富，关键在于复利。如果你在 53 年前的 1956 年，巴菲特刚刚开始管理投资时，给他一个 1 万美元的小雪球，巴菲特现在会把它变成一个 3 亿美元的超级巨大的雪球。也许你没有想到，这个超级大雪球只有 50 层，平均每一层只比上一层增厚 24.2%。1962 年在巴菲特合伙公司的年报中，巴菲特推算了 1492 年西班牙女王如果不支持哥伦布航海而将 3 万美元以复利进行投资的话，100 年后收益将高达 2 万亿美元，这个结果让我们对复利的力量大吃一惊。

想象一下，你手里有一张足够大的白纸。现在，你的任务是，一张纸厚度只有 0.1 毫米，也就是说 1 万张纸才有 1 米高。那么，把它折叠 52 次，它有多高？一个冰箱、一层楼？或者一栋摩天大厦那么高？不是，差太多了，它的厚度是 0.2 毫米的 51 次方，累计超过 2.25 亿公里，超过了地球和太阳之间的距离 1.5 亿公里的 1.5 倍。到现在，我拿这个例子问过十几个人了，只有两个人说，这可能是一个想象不到的高度，而其他想到的最高的高度也就是一栋摩天大楼那么高。折叠 52 次的高度如此恐怖，但如果仅仅是将 52 张白纸各折一次后放在一起呢？只不过是 10.4 毫米。这就是复利与单利的区别。

长期投资就像是将一张纸连续折叠很多次，短线投机就是将一张纸折叠一次，然后再折叠另一张纸。显然 52 张纸各折叠一次，远远不如一张纸连续折叠 52 次。与你根本不了解的女人各过上一年，远远不如与一个心爱的女人连续过上 52 年，成为金婚夫妇。事实上，每结婚又离婚一次，成本是巨大的，巴菲特告诉我们，投资同样如此，在同样的复利利率下，连续多次进行不 M 的投资，收益率远远不如长期持有单一的投资。因为每次买入又卖出股票一次，交易成本和税收成本也是巨大的。成本越大，你最终拿到手的净利润越少。频繁买卖投资，利润会随着复利大幅增加，同样成本也会由于复利大幅减少，造成投资净利润大幅减少。而长期投资于单一项目有两重好处：一方面能够通过复利快速增收，同时由于交易次数大大减少而快速节支。

巴菲特小时候看漫画时，就明白了长期投资一个股票远远好过短期频繁投资多个股票的道理。

巴菲特小时候最喜欢的连环画人物是李尔·阿伯纳。这个美国名字不好记，我们就简单用中国话称其为“阿呆”。

阿呆人又笨，又邋遢，一直在纽约贫民区过着快乐的单身汉生活。有一天，他看到了当地第一大美女，名字叫 **Appassionata Van Climax**。阿呆叫她阿美，觉得她是世界上最美的人，是他的最爱。但阿美怎么会看得上又穷又笨的阿呆？她只对有钱的百万富翁感兴趣。阿呆翻遍所有的口袋，也只有 1 美元的硬币，想要得到美人比登天还难。遭到阿美的严词拒绝之后，阿呆无奈之下，急中生智，就去找当地最聪明的智慧老人摩西求助：“智慧老人啊，你快帮我出个主意吧。”智慧老人说：“很简单，你去玩老虎机，用你手里

仅有的1美元，一次翻1倍，这样1美元变2美元，2美元变4美元，4美元变8美元，赌上20次，翻上20倍，你就会赚到1 048 576美元，你就是百万富翁了，阿美不就是你的人了吗？”阿呆一听，恍然大悟，赶紧依计而行。他走进一家小旅馆，把他身上仅有的1美元硬币投入老虎机中，结果竟然中了大运，哗啦啦，一时之间赢的钱流得满地都是。但是，阿呆严格遵照智慧老人的建议，一次只翻1倍，他只捡起了其中的两块硬币，然后再去找下一次翻倍的机会了。

看到这里，巴菲特就把漫画扔进垃圾堆里，开始研读真正的投资大师也是他后来的导师格雷厄姆的著作。巴菲特计算了一下，发现阿呆找的这个智慧老人显然言过其实。他显然没有预计到，阿呆竟然那么呆，过于盲从他的指示，赢再多的钱也不要，一次就只翻1倍。另外，他也忘了考虑税收的影响。

假设阿呆也像其他美国公司一样，必须负担高达35%的联邦所得税，即使他真的能够每年成功翻1倍，那么20年后只能积累到22 370美元。事实上，即使他继续每年使投资翻倍，由于每年需要缴纳35%的所得税，他也还得再等上7年半才能挣到100万美元，才能成为获得阿美芳心的百万富翁。但是，阿呆将他的1美元原始资本只放在唯一一个投资项目上，而且连续长期持有27年半，直到这项投资连续翻了27.5倍，投资收益又会如何呢？在这种情况下，在最后一年，也就是过了27年半之后，阿呆可以赚到2亿美元，一次性缴纳7 000万美元的税之后，还可以得到1.5亿美元的税后利润，他不仅仅是百万富翁，而是亿万富翁了。

巴菲特说：“这宗小故事告诉我们，作为必须纳税的投资人，相对于以一定复利利率的连续多次投资，以同样复利利率增长的单一投资能够实现多得多的回报。不过我怀疑许多伯克希尔的股东老早就已经明白这个道理了。”

这正是巴菲特强调长期持有的根本原因，巴菲特在一封写给合伙人的信中说：“手段与目的绝不能混淆，目的只能是税后的复利收益率最大化。”

巴菲特之所以采取长期持有的一个重要原因，是尽可能减少缴纳资本利得税，使税后长期收益最大化。几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税。但资本利得税只有在你出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此是否缴纳资本利得税对于投资者来说是可以选择的。投资者既可以选择卖出股票并对获得利润部分缴纳资本利得税，也可以选择不卖出股票从而不缴税。由于

存在资本税收，所以投资者在投资中需要将税收考虑在成本之内，追求税后收益的最大化。

尽管中国目前对股票投资并不征收资本利得税，但其实目前的印花税在一定程度上代替了资本利得税的部分功能。从我国证券市场的长远发展来看，以资本利得税代替证券交易印花税也是大势所趋。因为免征印花税、改征资本利得税，是全球证券交易税制演变的趋势。显然目前我国不具备开征资本利得税的基础，但从长远看，随着证券市场结构逐步完善，投资行为日趋理性化，税收征管水平的提高，资本利得税很可能出现在我们生活中。因此，为了我们未来取得更好的税后投资收益，我们必须考虑资本利得税的巨大影响。

即使不考虑资本利得税，只考虑印花税和佣金等交易成本，频繁短线买进卖出，由于复利的作用，也会大幅减低总的投资回报率。这是巴菲特坚持长期投资而反对短线买卖的另一个重要原因。

对于长期持有来说，交易师佣金等交易成本在投资总额中所占的比重很少。而短期持有频繁买进卖出，佣金等交易成本累积起来将在投资总额中占较大的比重，相应地会减少投资收益。投资者交易次数越多，他所需要支付的佣金也就越多。这样如果投资者想获得超过市场平均水平的超额收益，他每笔投资的收益都应当比市场平均水平还要高出几个百分点，以弥补交易成本。比如，如果你想超过市场平均收益率 8%，而预期市场平均收益率为 10%，同时，由于每笔投资的佣金和交易费用平均占交易金额的 2% 以上，那么你每笔投资收益率要达到 20% 以上。

查尔斯·埃里斯的研究证明了股市中的一个规律：交易次数越频繁，投资收益越少。

他提出了以下一个简单的公式以说明周转率（交易频率）对投资收益率的影响。

$$\text{投资需要达到的收益率水平} = \frac{(\text{周转率} \times 2X) + Y + (Z \times \text{市场平均收益率水平})}{\text{市场平均收益率水平}}$$

其中：

X = 包含买卖价差在内的佣金成本平均值

Y = 基金管理费与保管费

Z = 基金经理人希望达到的收益率水平

他的研究表明，资金周转率超过 200% 的投资者，除非其每笔交易都高出市场平均收益率几个百分点以上，否则他不可能达到股市平均收益水平。

1988 年加州大学戴维斯分校的教授特伦斯·奥迪恩和布拉德·巴伯的研究进一步证明了频繁交易将导致投资收益率水平的降低。他们分析了 1990 年至 1996 年 12 月 31 日 6 年内的 78 000 个家庭的股票交易记录。这些家庭平均的年收益率达到 17.7%，稍稍高出市场 17.1% 平均收益率水平。然而扣除佣金后，净投资收益率水平为 15.6%，比市场平均水平低 1.5%。他们对每年家庭不同投资组合周转率下净收益率进行了比较，发现随着交易次数的增加，收益率将会进一步降低。交易最频繁的 20% 家庭的年净收益率只有 10%，而交易次数最少的家庭年平均收益率则高达 18.5%。如果以复利计算，经过 10 年、20 年后，这种收益率的微小差别将对投资者的财富造成巨大的差别。他们的研究结论是：过度自信会导致过度交易。投资组合并不能解释投资收益率的差异，只有频繁交易造成的交易成本增加能够合理解释这些家庭差异很大的投资收益率水平。

当然，长期持有的前提是你拿的是真正好公司的股票。

复利的力量取决于两个因素：时间的长短和回报率的高低。同样的时间内，回报率对最终的价值数量有巨大的杠杆作用，回报率的微小差异将使长期价值产生巨大的差异。

巴菲特则对 10% 与 20% 的复利收益率造成的巨大收益差别进行了分析：“1 000 美元的投资，收益率为 10%，45 年后将增值到 72 800 美元，而同样的 1 000 美元，在收益率为 20% 时经过同样的 45 年将增值到 3 675 252 美元。上述两个数字的差别高达 50 倍，这让我感到非常惊奇，这么巨大的差别，足以激起任何一个人的好奇心。”

这正是为什么巴菲特只投资具有很高回报率的优秀公司，这些公司的高回报率最终会反映在股价的高增长上。而这些超级明星股的收益率可能只比普通公司平均回报率水平高几个点，但长期而言，总的回报会高十几倍，甚至几十倍。

4. 恒心：涨跌都不卖

长期投资要有决心，有信心，但这还不够，还要有第三颗心：恒心。

因为长期投资是一个漫长的过程，比马拉松的过程要更加漫长，甚至比婚姻

的过程还要漫长。一个成功的婚姻，双方要有决心，有信心，但在漫长的婚姻过程中，更要有恒心，相互容忍体谅，才能历经一次次风波后，收获幸福。一个成功的长期投资，比婚姻更加需要恒心，因为你的对方不是一个有感情的人，而只是一个无法交流感情的公司，只是一堆有数字的股票。这需要你更加坚忍。

巴菲特根本不打算短期操作赚钱：“我从未期望通过股市买卖股票赚钱。我们买入股票时假设股市第二天会关闭，甚至在 5 年内股市不会重新开始。”

我曾经在网上看到一个小故事：

有一大群小青蛙，有一天在外面玩，看到旁边有一个高耸入云的铁塔。

有几个小青蛙突发奇想：“我们能不能爬到塔尖上？”大家一听，激愤澎湃：“爬！”于是大家就一窝蜂地开始爬了。爬啊爬啊，大家才发现，铁塔看起来不太高，爬起来才知道很高很高。太阳晒得它们气喘吁吁，爬着爬着，它们汗流浹背。有的小青蛙就发牢骚了：“我们傻不傻，咱们为什么要爬啊？这么高何时才能爬到顶呢？”有一只青蛙就停下来，不爬了。又有两只停下来，不爬了。又有四五只停下来。过了不久，大家都停下来了，开始嘲笑自己原来的想法：“我们真是挺傻的，干嘛爬这么高的铁塔呀？”这个时候，大家忽然发现，有一只最小的小青蛙还在爬，它的速度并不快，但却一步不停、一点一点地往上爬。大家都惊呆了，不再说话，都看着那只最小的小青蛙往上爬呀爬，它以缓慢的速度最终爬上了塔尖。等到它下来以后呢，大家都非常敬佩它，就问它：“到底是一种什么样的力量让你爬到塔尖的呢？”这只最小的小青蛙一声不吭。大家再问。这只最小的小青蛙还是一声不吭，原来这只小青蛙是个聋子。大家才恍然大悟：当大家议论商量不爬的时候，它根本听不见。它就一个人继续不停地往前爬，最后竟然成了唯一一个爬到塔尖的小青蛙。

事实上，我们经常听到长期持股发大财的传奇故事，某某老太太买了什么什么股票，结果她忘记了，一放就是好多年，最近股市一火，她才想起来，结果发现该只股票大涨了几十倍。这种人就类似于故事中那只聋子小青蛙，如果她记得自己买有股票，又经常听到股市议论的话，发现赚了一点，或者跌了一点，可能早就抛了，反而不会长期持有到最后，根本不可能赚到大钱。

请注意，巴菲特不是聋子，不是瞎子，他天天在股市里，天天看书、读报，

对股市动静非常清楚，但他却是主动锁定，主动套牢，对几只决心长期持有的股票，无论大涨，还是大跌，坚决长期持有，一股也不抛。这种坚忍非一般人所能比，我称之为达到了中国古代圣贤孟子所谓的“大丈夫的三重境界”。

贫贱不能移：大跌也不卖

你的伴侣遭受失败了，遇到困难了，没钱了，没权了，你是不是应该抛弃他呢？如果你对他有信心，就应该与他共同奋斗，等待东山再起。你购买股票的好公司暂时失败了，遇到熊市股价大跌了，你是不是要割肉呢？会的，大部分人都会的。有一个很流行的做法叫止损。是的，在亏损 10% 或者 20% 的时候，坚决割肉，确实能够止损。

听张忻帆先生讲过一个故事：他曾问一个像没头苍蝇一样斩仓逃跑的朋友：“你那么着急用钱？”

“不是，是怕再跌下去／

“能不能不因恐惧而卖股票？正如不因飞机颠簸而跳机！”

“道理我懂，但我就怕股价掉下来一时半会儿回不来／

“5年之后还回不来吗？10年之后呢？长期看不是很清楚、很明了会赚钱吗？”

“关键是我等不了那么多年呀？太慢了！”

受得了飞机颠簸，却受不了股价颠簸，在生活中，与爱人再吵架，也不会分手，但手里的股票一有动静就想抛，甚至不惜割肉止损。但止损只会让你一损再损。因为你止损后还要再买入其他股票，你并没有把握下一只股票就一定会赚钱。如果你看准了，就不要随便割肉止损。就像你的孩子一样，如果你对他有信心，就绝不能因为他一两次考不好，就放弃他。

一个孩子与父亲一起来到一个小农场。孩子在玩耍时发现几棵无花果树中有一棵已经死了。它的树皮已经掉落，树枝也不再呈暗青色，完全枯黄了。孩子伸手碰了一下，只听“吧嗒”一声，树枝折断了。孩子对爸爸说：“爸爸，那棵树早就死了，把它砍了吧！我们再种一棵”可是爸爸阻止了他。他说：“孩子，也许它的确是不行了。但是，冬天过去之后它可能还会萌芽抽枝的——它正在养精蓄锐呢！记住，孩子，冬天不要砍树。”果然不出父亲所料，第二年春天，那棵好像已经死去的无花果树居然真的重新萌生

新芽，和其他树一样在春天里展露出勃勃生机。其实这棵树真正死去的只是几根枝杈，到了夏天，整棵树枝繁叶茂，绿荫宜人，和其他的树并没有什么差别，

“冬天不要砍树”这句话一直鼓舞着当年的那个小男孩，每每遇到让他沮丧、伤怀的事，他都靠着这句话顺利地度过了一个又一个家庭和事业上的危机。只要不轻易放弃，凡事都有转机，

2001年6月-2005年6月的大熊市，如同股市的寒冬，很多好公司股价照样大跌。如果你割肉止损，如同在冬天砍树，就再也没有春天复苏的希望。其实，你只要再坚持两年，不但可以弥补损失，还可以获得3倍左右的巨大赢利。股市曾经冲到6000点以上，即使是你在2000点以上的高位买入，你的财富照样会增长3倍。

婚姻上贫贱不能移，投资上照样要贫贱不能移。切记，冬天坚决不能砍树，春天才有可能复苏。

贫贱不能移，需要对爱情有坚定的信仰。

冬天不砍树，需要对春天有坚定的信仰。

坚持，首先需要坚持者本人有坚定的信仰。

《圣经》里有一个故事：

乌斯有一个叫约伯的人，他正直、敬神，从不做不义的事。他有一个幸福的家庭，妻子为他生了7个儿子和3个女儿；家里有7000只羊、3000只骆驼、500头牛和500头驴；他还有成群的仆人。他是东方最有名望的人。

有一天，众天使都聚在神面前，撒旦也混在其中。耶和华问撒旦：“你从哪里来？”

“我走遍大地，从那里来。”

“那你看见我的仆人约伯没有？地上再也找不到像他那样正直、敬神的人了。”

“约伯怎么会无缘无故地敬神呢？还不是因为你保护他和他的家，保护他的一切，他的幸福由你所赐，要是你伸手毁了他的一切，他还会敬重你吗？”

“好吧，”耶和华说，“我现在把他的一切都交给你，只是你不可伸手加害于他。”

撒旦得到耶和华的准许，开始降灾难在约伯身上。

一天，约伯的儿女正在他们的长兄家里喝酒，突然一个报信的跑到约伯这里，气喘吁吁地说：“牛在耕地，驴在旁边吃草时，士巴人忽然闯进来，掠走了牲畜，还用刀杀死了众多仆人，只有我一个人侥幸逃脱／又有一仆人跑进来：“天火烧死了羊群和众多仆人，只有我一个人侥幸逃脱／又有一个仆人跑进来：“迦勒底人分成三伙闯进来，掠去了所有的骆驼，还用刀杀死了众多仆人，只有我一个人侥幸逃脱／又有一个仆人跑进来：“你的儿女正在长兄家中喝酒，忽然拉风大作，吹倒了房屋，你的孩子，都被压死在里面，只有我一个人侥幸逃脱。”

眨眼之间，约伯失去了一切，亲人和财产，但他并没有抱怨什么。他站起身，撕裂了衣服，剃光头发，伏在地上，说：“我赤身而来，也要赤身而去。耶和华赐予我生命，也要收取我的生命。我永远歌颂耶和华。”遭到如此的不幸，约伯仍敬神、爱神。

又有一天，众天使再次聚在神面前，撒旦也混在中间，耶和华问撒旦“你从哪里来？”

“我走遍大地，从那里来。”

“那你看见我的仆人约伯没有，地上再也找不到像他那样正直、敬神的人了。虽然你无端地给他带来那么多灾难，他仍然对神一心不二／

“那是当然，每个人都愿意放弃一切来保全性命，要是你伤及他的身体，他还会敬奉你吗？”

“好吧，”耶和华说，“现在我把他交给你，只是你不要害他性命。”

撒旦得到耶和华的准许，开始降灾难给约伯本人。约伯在突然之间从头到脚长满毒疮，他只好坐在炉灰中，用瓦片刮身子。妻子对他说：“你还固执己见吗？放弃你的信仰吧！”

“你怎么说出这种愚昧的话来？”约伯责怪妻子，“难道我们只肯享受神赐的福，却不愿意接受神降的灾吗？”

受过这么多苦难，约伯没有说出一句对神不恭的话。约伯的三个朋友安慰他，说你现在受苦是因为上帝在惩罚你的罪。约伯却坚持认为自己是无辜的，他们争执不下，向上帝询问却得不到答案。最后上帝终于出现了，他并没有解释为什么约伯会受苦，他只是表示，很多事情人类是无法知道的，而

约伯知道得太少，争论得却太多，不过约伯仍是一个有信仰的人，所以上帝又给了约伯两倍于先前的财富。

约伯苦尽甘来。后来，他有了 14 000 只羊，6 000 只骆驼，2 000 头牛，1 000 头驴。妻子又为他生了 7 个儿子，3 个女儿。他的女儿们是世上最美丽的女子，她们和兄弟们一起，共享父亲的产业。此后，约伯又活了 140 年，得见四世同堂的幸福日子。

对于约伯来说，他的坚持在于对神的信仰，对于价值投资者来说，长期投资的坚持在于对价值规律的信仰。价值规律是永恒的，这是一个绝对的信仰，如果投资者坚信价值规律，坚信价格最终回归于价值，在任何困难的情况也坚决持有，最后可能会获得双倍甚至百倍的回报。

在某种程度上，买入后暂时发生账面亏损，让价值投资者遭受心灵和资金上的双重磨难，是股市对价值投资者的考验，考验他对价值投资的信心，考验他对价值规律的信仰，只有经受住考验的人，才有资格享受巨大的财富升值。

孟子的《孟子·告子下》：^{*}故天将降大任于斯人也，必先苦其心志，劳其筋骨，饿其体肤，空乏其身，行拂乱其所为，所以动心忍性，增益其所不能。

在股市上，天将降大“财”于斯人也，必先苦其心志，劳其筋骨，打压其股票。

没有人知道你的股票什么时候会突然上涨，也没有人知道为什么中国的股市会经历长达 4 年的大熊市。所以你买入股票的原因不应该是这只股票马上会涨，因为没有人知道股票什么时候会涨。你买入的原因应该是你相信这只股票的价格比真实的价值低了很多，你相信它最终肯定会涨。即使你买入后这只股票继续大跌，你照样相信它最终肯定会大涨。

贫贱不能移，不能移的是你对价值规律的信仰，坚信价格最终会回归于价值。坚信春天还会来临，你才能做到冬天不砍树。坚信价格最终会回归于价值，你才能做到熊市不砍股，不会因为暂时下跌而割肉止损，结果抛出了本来能够赚 10 倍的大牛股。

威武不能屈：落后也不卖

很多人股票被套牢了，反而能够耐心持有，长期投资。但他们受不了的是：

别人的股票涨得快，自己的股票涨得慢；别人的股票涨得多，自己的股票涨得少。受不了自己的股票不如人，于是就抛掉，换热门股。结果呢？最后发现自己抛掉的才是真正的大牛股。

只要你坚信自己选的公司有长期竞争优势，那么别人的股票再涨，大盘再涨，也不能屈服，绝不换股，长期持有。这就是威武不能屈。

从1995-1999年，美国股市累计上涨超过25倍，是一个前所未有的大牛市。最重要的推动力是网络和高科技股票的猛涨，而巴菲特却拒绝投资高科技股票，继续坚决持有可口可乐、美国运通、吉列等传统行业公司股票，结果在1999年牛市达到最高峰时大败给市场。1999年，标准普尔500指数上涨21%，而巴菲特的业绩却只有0.5%，不但输给了市场，而且输得非常惨，相差20%以上，这是巴菲特输给市场、业绩最差的一年。在1999年度大会上，股东们纷纷指责巴菲特，所有的报刊传媒都说巴菲特的投资策略过时了，但巴菲特仍然不为所动，继续坚决持有可口可乐等传统行业的股票。

最终结果证明，股神巴菲特是正确的。

2000年、2001年、2003年美国股市大跌9.1%、11.9%、22.4%，累计跌幅超过一半，而同期巴菲特的业绩却上涨10%以上，巴菲特以60%的优势大幅度战胜了市场。人们不得不佩服巴菲特的长远眼光，也不得不承认股神的选股更高明。

那么巴菲特为什么面对网络科技股的大牛市也坚持投资传统行业股票呢？

比尔·盖茨是巴菲特的好朋友，为了劝说巴菲特买微软的股票，盖茨专门坐飞机飞到奥马哈这个小城，到巴菲特家里，整整对巴菲特讲了三四个小时，巴菲特仍然拒绝购买。巴菲特对盖茨说：尽管我们公司不买，但咱们是好朋友，我用个人账户买100股。只买100股，世界首富哭笑不得。过了几年，随着科技股泡沫破灭，微软股价也大跌。巴菲特感叹：“碍于友情面，我犯了一个重大投资错误。”

巴菲特为什么坚决不买网络科技股呢？

巴菲特说：“在投资中我们根本无法解决的一个问题是，我们没有能力判断出，在高科技行业中，到底是哪些公司拥有真正长期可持续的竞争优势。”

大家想想，在10年前，你能想象出电脑、网络的发展变化如此巨大，如此迅速吗？根本不可能。连比尔·盖茨也曾说过“一个人只需要640K的内存就足够了”，但现在这一点内存连一首歌也存不下。

相反，巴菲特相信，再过几十年，人们照样要喝可口可乐，用吉列刀片刮胡子，这些公司未来还会拥有十分出众的竞争优势，长期持有肯定会有良好的投资回报。

很多散户做的是短线，巴菲特做的是长线，而且是 10 年、20 年的长线，他不关注一时的涨跌，关注的是 10 年之后能够涨多少。

巴菲特相信，选择那些能够长期持续保持竞争优势的优秀企业，无论是大牛市还是熊市，长期持有肯定能够取得良好投资业绩。正如巴菲特的导师格雷厄姆所说：投资并不需要天才，只需要适当的智商、良好的原则，以及最重要的一点，就是坚韧的性格。

坚韧才能不拔，否则一看自己的股票老不涨，没有别人的股票涨得多，就把这个大牛股给连根拔掉了，怎么会有后来的鲜花盛开呢？

有一次，松下电器公司招聘一批基层管理人员，采取笔试与面试相结合的方法。计划招聘 10 人，报考的却有几百人。经过一周的考试和面试之后，通过电子计算机计分，选出了 10 位佼佼者。当松下幸之助将录取者的材料一个个过目时，发现有一位成绩特别出色、面试时给他留下深刻印象的年轻人未在 10 人之列。这位青年叫神田三郎。于是，松下幸之助当即叫人复查考试情况。结果发现，神田三郎的综合成绩名列第二，只因电子计算机出了故障，把分数和名次排错了，导致神田三郎落选。松下立即吩咐纠正错误，给神田三郎发录用通知书。第二天公司派人转告松下先生一个惊人的消息：录用通知书送到时，神田三郎已经死了，他因为没有被录取而跳楼自杀了。听到这一消息，松下沉默了好长时间，一位助手在旁也自言自语：“多可惜，这么一位有才干的青年，我们没有录用他。”松下摇摇头说，“幸亏我们没有录用他。意志如此不坚强的人是干不成大事的。”

目前社会上有些中学生一次考不好就自杀，大学生一遇挫折就失落，就是禁不起一时的失败，而放弃坚持的勇气。他们总习惯干“老子天下第一”，受不了别人比自己强。这种人在投资中也不会成功，他们一看别人的股票威武就屈服，一遇到投资挫折就割肉，就向市场投降。

你对价值的判断是正确的，股市最终会用价格肯定你的正确，但是这需要一个长期的过程。有时会比你预想的短一些，有时则比你预想的要长很多。如果你中途放弃抛出了，你就不会等到这一天。而巴菲特能够做到长期持有，关键在于

不为市场所动，不为别人所动，别人的股票再威武也不屈。威武不能屈，不能屈的是你对股票价值判断的信心，对价值投资的信心，这样才能最终等到成功的那一天。

富贵不能淫：大涨也不卖

太多的投资人，只能共患难，不能同富贵。这种人被深度套牢了，反而会破罐子破摔，把股票放那儿不动了，长期持有，但一旦赚了钱，他们反而总想抛，落袋为安。

有很多人都持有过大牛股，但却没有赚到大钱，为什么？

赚了一点就跑了，拿不住。但他们总是捡了芝麻，丢了西瓜。赚了一个 10% 的涨停板，丢了 1 倍的收益。赚了 1 倍，丢了 10 倍。

那么多人买过万科、买过云南白药这些百倍股，有几个人赚了 100 倍？

巴菲特持有华盛顿邮报公司股票 33 年，上涨了 128 倍。如果他赚 1 倍、2 倍、3 倍甚至 10 倍就抛了，他怎么会赚到 128 倍？

要想赚到大钱，就必须长期持有。要想长期持有，就得大跌也不卖，不涨也不卖，大涨也不能卖。这就是富贵不能淫。小富即安不行，小赚就抛不行。长期投资要的是大富大贵。我们不能只看巴菲特的重仓股赚了多少倍，还要看他长期持有了多少年。

能忍才是真勇士

巴菲特长期持有的恒心三重境界，体现最完美的是可口可乐。

巴菲特 1988 年投资可口可乐 10 亿美元，到 1996 年就涨了 9 倍，第 8 年上涨了 12 倍，达到 120 亿美元，巴菲特却并没有抛掉。尽管你持有的股票已经涨得很高了，却并不卖出，这就是富贵不能淫。

到了 1999 年，这时网络科技股大涨数十倍，甚至百倍，但巴菲特却不为所动，也不移情别恋。看到别的股票短期涨得更高也不换，这就是威武不能屈。

后来可口可乐曾经跌了一半多，巴菲特也不抛。看到自己的股票短期大跌也不抛，这就是贫贱不能移。

可见，巴菲特长期比别人赚得更多，关键在于他比绝大多数人更能忍。

苏轼在《留侯论》中有精妙之论：

古之所谓豪杰之士者，必有过人之节，人情有所不能忍者，匹夫见辱，拔剑而起，挺身而斗，此不足为勇也。天下有大勇者，卒然临之而不惊，无故加之而不怒，此其所挟持者甚大，而其志甚远哉也。

苏轼告诉我们，真正的豪杰志士的过人之处在于，忍受人情有所不能忍者。很多股民，股票一涨，有些小利，就落袋为安；股票一跌，赔些小钱，就割肉止损逃跑。涨也忍不住，跌也忍不住，这种投资人根本没有什么自信和镇定。能忍才是真豪杰，巴菲特正是这样的豪杰之士，大涨数倍而不惊，大跌数倍而不怒，一直不涨不跌也不急。因为他的目标要比一般人远大得多，这正是他为什么能够持有华盛顿邮报公司的股票 33 年，赢利 128 倍，能够长期持有可口可乐股票赚 T 80 多亿美元的真正原因。

长期投资绝不等于死了都不卖

我们一生中会有很多朋友，但只有极少数是值得以性命相托、一生不负的朋友，我们一生中会认识很多异性，但只有极少数可以作为一生相守的终身伴侣，我们一生中会接触很多公司股票，但只有极少数公司股票是值得几年甚至几十年长期持有。

巴菲特主张长期投资，但绝对不是全部股票都要一生持有，死了都不卖。

那么巴菲特主张的长期投资，期限到底应该是多长呢？

很简单。长期投资的标准和长期存款一样，最短的长期投资是 5 年，中等的长期投资是 10 年，最长的长期投资是 20 年以上到永久持有。

按照 5 年、10 年、20 年以上三种持有期限，巴菲特长期持有的股票类型可以分为三个圆圈。

最里面的核心圈是一生持有的股票，这类股票极少，巴菲特一生也只对 4 只股票声明过终生持有，至死不分开。巴菲特声称自己对 1 800 家上市公司非常熟悉，但他在 1977—2004 年长达 27 年间，重仓持有三年以上的股票只有 22 只，这 22 只股票中巴菲特只把大都会美国广播公司、政府雇员保险公司和华盛顿邮报三家公司的股票列为要一生持有的股票。后来他又把可口可乐加入了死了都不卖的名单。

第二圈是长期持有 10 年以上的股票。这占巴菲特长期持股的大部分。

第三圈是长期持有 5-10 年甚至更短时间的股票。5 年对我们绝大多数人已经是超长的长期投资了，但对于巴菲特来说只是他长期投资中的短期投资。

学习巴菲特，最流行的误区就是把长期投资极端化，把长期投资等同于永久投资。

2007 年，一首流行的歌曲《死了都不卖》唱响大江南北，人们想当然地长期持有，结果当上证综指从 2007 年 10 月的 6 124 点跌到 2008 年 9 月的 1 664 点，短短一年暴跌 73% 之后，人们才明白：死了都不卖，不卖都死了。

2007 年 10 月中国股市突破 6 000 点，很多股票市盈率高达 50 倍甚至 100 倍以上时，你明明知道股价过于高估，为什么不趁机高卖出呢？

巴菲特也犯过类似的错误，在 1999 年牛市泡沫最严重的时候，巴菲特多次警告股价被严重高估，但并没有及时卖出。

在 2003 年年报中，巴菲特坦承自己在大牛市时没有及时减持重仓股是一个重大错误：“2003 年我们增加了一些 **WellsFargo** 股票，除此之外，我们前六大重仓股仓位调整的时间分别是，可口可乐 1994 年、美国运通 1998 年、吉列 1989 年、华盛顿邮报 1973 年，穆迪 2000 年。股票经纪人根本不喜欢我们这种人。对于目前我们持有的这些股票投资组合，我们的看法既不是特别兴奋，也不是十分负面。我们拥有的是一些非常优秀的企业的股份，虽然 2003 年这些企业的内在价值都有相当大的增长，但是这些企业的业绩优异表现已经反映在它们的股价之上了。这个结论也会导致一个让我本人不太高兴的推论：在股市大泡沫期间，我没有卖出一些重仓股，确实是犯了一个大错误。如果我现在认为这些股票目前的价格充分反映了内在价值的话，你肯定会怀疑地问，4 年之前的 1999 年股市大泡沫时，这些股票的内在价值比现在低得多，股价比现在高得多，那我在想什么呢。我自己也很疑惑／

2004 年的年报中，他再次深刻反思自己的错误：“自从我们最初买入以后，由于市场市盈率水平的提升，我们持有的公司股票股价的涨幅在相当程度上超过了公司赢利的涨幅。就某一年度而言，公司股价表现与经营业绩表现经常偏离，有时候甚至偏离到非常离谱的程度。在 1999 年的网络股大泡沫期间，股价的涨幅远远超过经营业绩的表现，但泡沫破灭之后，则恰恰相反，股价的跌幅远远超过经营业绩的表现”

巴菲特最后悔的可能是可口可乐，他在 1988 年 6 月开始买入的时候，股价

在 3.33 美元左右，到 1998 年 7 月已达到 71 美元以上。在巴菲特做出以上反思的 2000 年 10 月，股价已跌到 34 美元左右了，6 年间从最高点跌了一半以上，巴菲特持有的可口可乐股票市值减少了 50 亿美元。

不过，巴菲特最可贵的是，他绝不重复犯同样的错误。

比如中石油，从 2003 年 4 月初开始，巴菲特通过伯克希尔公司不断增持中石油（HK: 0857），至 4 月 24 日共买入中石油 23.38 亿股，占中石油全部 H 股股本的 13.35%，总投资 4.88 亿美元。巴菲特持股成本估计为每股 1.15 港元左右。

巴菲特看中的是中石油发放的红利非常丰厚，相对于低迷的股价而言，股利收益率非常高。在 2005 年 4 月 30 召开的伯克希尔 2004 年度股东大会上，巴菲特在回答投资者问题时对中石油内在价值分析如下：“几年前，我读了这家公司的年报之后就买进了，这是我们持有的第 1 只中国股票，也是到目前为止最新的一只。这家公司的石油产量占全球的 3%，这是很大的数量。中石油的市值相当于艾克森美孚的 80%。去年中石油的赢利为 120 亿美元。去年在《财富》500 强公司的排行榜上只有 5 个公司获得了这么多利润。当我们买这个公司的股票时，它的市值为 350 亿美元，所以我们是相当于去年赢利的 3 倍的价钱买入的。中石油没有使用那些财务杠杆。它派发赢利的 45% 作为股息。所以基于我们的购买成本，我们获得了 15% 的现金股息收益率”

巴菲特 2007 年 7 月 12 日开始分批减持中石油股票。巴菲特买什么或者卖什么总是会引来全球投资者的关注和效仿，这一次他清仓中石油同样成为财经新闻的焦点，但令人感到意外的是，从巴菲特第一次开始减持中石油开始计算，中石油的累积升幅达 35%，他因此少赚了至少 128 亿港元，这一次股神似乎失算了，

《经济半小时》记者付豫问：“如果您没有卖出中石油，您的利润还将大幅提高，为什么中石油不能成为一支永远不被卖出的股票？”

沃伦·巴菲特：“你知道的，有很多像这样很好的企业，其实我希望我买了更多，而且本应该持有更久。石油利润主要是依赖于油价，如果石油在 30 美元一桶的时候，我们很乐观，如果到了 75 美元一桶，我不是说它就下跌，但是我不像以前那么自信，30 美元的时候是很吸引力的价格，根据石油的价格，重石油的收入在很大程度上依赖于未来 10 年石油的价格，我对此并不消极，不过 30 美元一桶的时候我非常肯定，到 75 美元一桶的时候我就持比较中性的态度，现在石油的价格已经超过了 75 美元一桶。”

2007年7月12日巴菲特开始分批减持中石油，10月19日全部清仓，卖出均价在12-18港元左右。就在3天前的10月16日，上证综指创下18年以来最高的6124点。如果巴菲特没有全部卖出的话，一年之后的2008年10月中石油股价最低跌到4.02港元。

即使是有决心、有信心、有恒心长期持有的公司，在持有的过程中，巴菲特也一直密切关注公司业务的发展，一直紧密监视公司业绩的变化。

巴菲特1984年开始买入大都会美国广播公司的股票，1986年大笔增持，并公开声明，要永久持有，死了也不卖，但持有10年之后，1996年迪士尼收购了大都会美国广播公司，巴菲特观察了1年后，就果断决定抛出，到1999年全部抛出。

1989年巴菲特刚买入可口可乐时，并没有决定长期持有，但买入后，对可口可乐的认识越深刻，对可口可乐的期发展就越有信心，最后他决定永远持有。

交朋友是一个不断观察对方、不断了解对方的过程，有些新朋友会变成老朋友，有几个老朋友会成为一生最要好的朋友。但这样的朋友始终是极少数的，一生有6两个足矣。

持股也是一个不断观察公司、不断了解公司的过程，有些暂时持有的股票会变成长期持有的股票，有几只长期持有的股票会变成终生持有的股票。但这样的股票始终是极少数的。像巴菲特这样一生能找到可口可乐公司、华盛顿邮报公司、GEICO 保险公司等为数极少的几只超级明星股。

真正值得长期相交一生不变的朋友，绝不会多，只有很少，只有几个，甚至一两个生死之交，一生足矣。

真正值得长期持有一生不卖的超级明星股，极少极少，巴菲特的成功告诉我们，只要发现几个超级明星股，赚的钱就一生足矣。

希望你能像寻找一生相守的朋友一样，寻找超级明星股。

希望你能像对待一生相守的朋友一样，一生不离不弃，大跌也不抛弃，大涨不放弃。不抛弃！不放弃！

