

巴菲特投资股票有三个与众不同：不看股价，不猜股价，不做差价。

巴菲特本来是与大众相同的小股民，是他的导师格雷厄姆教给了他三个投资秘诀，才让他的投资策略与众不同，投资业绩也与众不同。第一个秘诀是“不看股票，看公司”，第二个秘诀是“不看价格，看价值”，第三个秘诀是“不做投机，做投资”。那么第三个秘诀的关键是什么呢？

在这一章里，我们探讨的主题是，在买入股票时巴菲特如何首先确保投资本金的安全。

在中国这个波动很频繁很剧烈的股市中，讨论安全这个话题，很有现实意义。2006年，股市上涨了一倍多，很多人赚了大钱，于是2007年新年过了不久，有很多新股民纷纷冲进股市，想趁这个大牛市大赚一把。没想到2007年2月27日，中国股市一个最黑的黑色星期二，沪深300指数下跌9.24%，接近跌停，上交所和深交所分别创下近10年来最大单日跌幅，一天市值损失超过1万亿元，真是一次股市大地震。5月29日，国家宣布上调印花税后，股市连续大跌4天，最大跌幅超过20%，市值损失超过3万亿元，相当于我国居民存款损失了20%。2007年10月16日中国股市创下历史新高6124点后连续下跌，11月28日最低跌到4778点，一个半月跌幅再次超过20%。2008年10月28日最低跌到1664点，一年暴跌73%；一些前期涨得很快、涨得很高的股票，这次也跌得很快、跌得很猛，许多人不但把原来赚的全部吐回去了，有些人甚至还赔了大钱。

我去过日本，它是一个地震非常频繁的国家。日本建筑的一个基本前提是：发生地震时建筑安全吗？安全系数有多高？我想，股市也是一个“地震”非常频

繁的地方，甚至可以说，股市震荡的幅度更大，震荡的次数更多，因此股票投资的一个基本前提是：股市发生大震荡时你的股票安全吗？安全系数有多高？

股神巴菲特经历了无数次大跌的股市大地震，却总是能够保持不亏，关键在于他有一个永不亏损的投资秘诀，他认为这是最重要的一个投资秘诀。他是如何得到这个永不亏损的投资秘诀的呢？这个永不亏损的投资秘诀是什么呢？

## 1. 永不亏损的投资秘诀

1894年5月9日，本杰明·格雷厄姆出生于伦敦，一年后随父母移居纽约。父亲曾是英国曼彻斯特大学的数学教授，到美国后改行当了一名机械师和民用工程师。1903年，他的父亲因病去世，留下一个寡母三个孤儿。当时格雷厄姆只有9岁。幸好有妈妈的亲戚接济资助，格雷厄姆才得以继续上学。他聪明好学，刻苦勤奋，以优异成绩考入哥伦比亚大学。1914年，20岁的格雷厄姆以荣誉毕业生和全班第二名的成绩从哥伦比亚大学毕业。


1914年夏天，在卡贝尔校长的力荐下，格雷厄姆来到纽伯格—亨德森—劳伯公司做了一名信息员。信息员，其实是一个跑腿的差事，负责传递各种证券和支票，但是他很快就证明了自己的能力不只这些。第二个月，他被提升到一个只有两个人的债券部当助手。他开始潜心研究债券，写了关于密苏里太平洋铁路公司债券的研究报告，结果大受客户和老板赏识。不久，格雷厄姆就又被提升为证券分析师。升任证券分析师是格雷厄姆一生事业的真正开始。

当时，人们主要关注债券，很少关注股票，对公司基本面的分析尚停留在十分原始、粗糙的阶段。格雷厄姆通过对那些上市公司的财务报表进行系统研究，发掘到一些具有巨额隐蔽资产的公司，使他所在的投资公司大赚。1920年，格雷厄姆又升为纽伯格—亨德森—劳伯公司的合伙人。

格雷厄姆从一个童年丧父的不幸小孩，到26岁年纪轻轻时就成长为一家证券经纪公司的合伙人，可以说是一位少年得志的天才。1923年年初，格雷厄姆离开了纽伯格—亨德森—劳伯公司，决定自立门户。他成立了格雷厄姆投资公司，资金规模为50万美元。旗下的格兰赫基金运作一年半，其投资回报率高达100%以上，远高于同期平均股价79%的上涨幅度，但由于股东与格雷厄姆在分红方案上的意见分歧，1925年格兰赫基金最终不得不以解散而告终。

1926 年 1 月 1 日，32 岁的格雷厄姆成立了一个新的小投资公司本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham Joint Account）继续进行投资管理。1926-1928 年间，格雷厄姆管理资金的年平均投资收益率为 20.2%，远远高于同期道琼斯工业指数的上涨速度。

由于格雷厄姆的业绩非常好，他的公司的资金规模也越来越大。3 年以后，到了 1929 年年初，公司资金规模已从最初的 40 万美元上升到 250 万美元，~~i~~涨了 6 倍多，大部分资金规模增长都是投资收益，而不是客户额外投入的资金。这时格雷厄姆才 35 岁，他已然成了百万富翁。当时的美元可比现在值钱得多，那时的百万富翁相当于现在的半个亿万富翁。格雷厄姆踌躇满志，准备把公司做得更大，赚更多的钱。

令他没想到的是，1929 年 9 月起股市持续大跌，10 月 29 日，星期二，道琼斯指数单日跌幅达 11.5%。这是纽约交易所 112 年历史上“最糟糕的一天”，这是历史上第一个“黑色星期二” 华尔街股市彻底崩溃。道琼斯指数于 1921 年从 75 点开始上升，1929 年达到牛市最高峰 381 点，随后在“黑色星期二”之后的几周之内就跌到了 200 点以下，并于 1932 年达到了最低点——41 点。在大跌之前，只想赚更多钱的格雷厄姆，没有意识到问题的严重性，不但没有及时撤离，反而逆市操作，结果越陷越深，最终濒临破产。在 1929 年 1 月，格雷厄姆的投资公司自豪地拥有 250 万美元的资金规模，但在 1929-1932 年间（经济复苏之前），公司损失了 70%。到了 1932 年年末只剩 55 万美元了。

许多客户开始全部或部分地抽回了本金。鲍勃·马罗尼就是其中之一，他要用这笔资金偿还其他债务。当鲍勃发现自己百万美元以上的投资几乎全部亏损时，这位意志坚强的爱尔兰人也不禁泪流满面。客户们基本上把钱都撤光了，格雷厄姆没钱可管，公司濒临破产，看来只能关门了。这个时候，多亏了格雷厄姆的合伙人纽曼的老岳父艾理斯·雷斯，他看到这两个年轻人打拚得不容易，于是决定支援他们，他拿出 5 万美元，给这两个年轻人来管理，这才使公司免于破产。

在 1929 年股市崩盘之后，很多股灾之前自以为很富有的人，突然发现自己快破产了，一个又一个投机失败者从证券公司的窗口跳楼自杀。股灾之前，格雷厄姆是百万富翁。股灾之后，格雷厄姆成了穷光蛋。1928 年的大牛市，格雷厄姆税前收入超过 60 万美元，绝对是一个百万富翁。格雷厄姆过着有钱人的奢华生活，开着豪华的汽车，住着豪华的洋房。

1929年年初的大牛市顶峰，格雷厄姆在81街和中央公园西边一幢金碧辉煌的30层公寓大厦里，租了18层和19层两层复式的公寓套房，外加阳台。这两套房子共有10个房间，他自己都弄不清到底有几个浴室，靠近顶层的地方还有几个女仆的房间。房租每年高达1.1万美元，租期长达10年。开始，他雇了好几个佣人，其中一个是男管家，兼做他的个人男仆。男仆的职责之一是每天给他按摩一次。但股灾之后，几乎破产的格雷厄姆只好削减庞大的家庭开支，退掉了豪华公寓，辞退了所有的仆人。他自己也变得特别抠门。原来他开着豪华汽车上班，股灾后他只坐公交车，有时甚至为了省几个小钱，宁愿多走两站路。在大牛市他大赚、大富大贵时，格雷厄姆还给母亲买了辆豪华汽车，专门雇了一名司机来开车。股灾大亏之后，格雷厄姆不得不卖掉了给母亲买的汽车，辞退了给母亲雇的司机。他告诉母亲：没有汽车和司机，也能活下去。

但是格雷厄姆自己却差一点活不下去了。富人和穷人是个相对的概念——纽约的穷光蛋可能是非洲的富翁。而且对几乎所有人而言，当他失去4/5的财富后，不管他还剩下多少钱，他都会认为这是一场灾难。格雷厄姆说：这么多的亲戚好友把他们的财富托付给我，现在他们都和我一样痛苦不堪。你们可以理解我当时那种沮丧和近乎绝望的感觉，这种感觉差点让我走上了绝路。在1932年寒冷的初冬，格雷厄姆写了一首小诗表达了他当时绝望得想要自杀的心情：

静静的，软软的，一如轻丝般的飞雪；  
死神亲吻着孤独的人心；  
它的触援冷如冰霜，但总比无尽的忧伤好；  
它的长夜一片漆黑，但总比不绝的悲痛强；  
那灵魂不得安宁的人啊，何处才是你安息之地；  
那可怜的雄鹿啊，你又怎能逃避丛林中的追捕；  
烦恼缠绝着它的大脑，大地是它安息的枕头；  
绝望笼罩着它的心情，泥土是它解脱的良药。

但格雷厄姆最终挺了过来，在大跌、大悲、大悔中开始深刻反思：财富的损失对我来说还不算什么，最让我感到痛苦的是，在大危机出现后我不断地自责，不断地问这是为什么，对大危机能否过去忧心忡忡。格雷厄姆凭着莫大的勇气，汲取了教训，改变了投资策略，苦熬了5年，才把亏损弥补回来。后来又做了几

年，重新成为百万富翁。就在这次股市崩盘几乎让他倾家荡产的教训中，格雷厄姆总结出了一个永不亏损的投资秘诀，正是这个秘诀，保证了他以后投资再也没有亏损过，保证了他能够迅速赚回原来亏损的钱，东山再起。

那么这个投资秘诀是什么呢？

第一条：永远不要亏损。

第二条：永远不要忘记第一条。

这两个投资秘诀你会觉得很熟悉，很像很多老婆给老公制定的家庭纪律：

第一条：永远要听老婆的话。

第二条：永远不要忘记第一条。

我想，所有结婚多年的先生们都明白，牢记这两条家庭铁律能够保证夫妻关系永远和睦。

所有投资多年的人也都明白，牢记格雷厄姆这两条投资铁律能够保证你的投资永不亏损。

## 2 安全第一，赚钱第二

第一条：永远不要亏损。

第二条：永远不要忘记第一条。

千万不要低估格雷厄姆这两条投资铁律的重要意义，其中蕴涵着深刻的智慧。看似普通的两句话到底蕴涵着什么样的投资智慧，我们又该如何解读格雷厄姆教给巴菲特的这条最重要的投资秘诀呢？

孙子兵法有言：“故善战者，立于不败之地而不失敌之败也。是故胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜／战争中，应使自己立于不败之地。投资中，同样要使自己立于不败之地。因此，投资并非赚钱第一，而是安全第一。

安全第一，与其说是一种原则，不如说是一种态度。态度不同，决定了你的思考不同；思考不同，决定了你的行为不同；行为不同，决定了你的结果不同。格雷厄姆提出的安全第一原则，其意义在于要以一种非常慎重的态度来进行投资。在投资之前，首先考虑的不是能不能赚钱，而是会不会亏损。

你投资一只股票的前提是，你以什么样的价格买入这只股票才能确保永远不会发生亏损。如果你购买一只股票，只是想着今天买了，明天有机会赚些钱就卖

了，做个差价，你这时候的态度慎重吗？相反，如果你购买了一只股票，打算持有10年，你这时候会是什么态度？做短线与做长线的态度完全不同。打个比方，你认识了一个女孩子，女孩子人不错，你今天约她出去吃饭，但你只想和她聊聊天而已，你的态度就非常随便。假如这个女孩子很好，你准备娶她当老婆，一辈子跟她在一起，这个时候你跟她约会的态度会一样吗？

格雷厄姆教给巴菲特的投资秘诀看起来很简单，甚至很可笑，但其实很简单，而且很有深意。我们不要只从字面上理解，要从买卖股票的态度上进行理解，它启示我们在投资时要采用一种非常慎重的态度，只有在确保自己永远不会亏损的前提下，我们才决定买入这只股票。我们很多人投资亏损，原因在于他自己没有用心去分析，没有慎重去决策，非常轻率地选股。

格雷厄姆在经历了从大牛市的百万富翁到大熊市的穷光蛋这样的股市大地震后，才总结出这样的投资铁律，他绝不是开玩笑，也绝不是随便说说，其中包含着他一生的投资经验和教训，我们一定要深思之，细察之，慎行之。

因为态度决定一切，态度决定了我们的投资命运。

有这样一个故事：

有一位亿万富翁，要高薪招跨私人司机。消息一出，应聘者人山人海。经过一轮又一轮严格筛选，最终只剩下三位候选人，他们在技术、个人素质等各方面都不相上下。因为关系到自己的身家性命，亿万富翁亲自担任最后一轮的主考官。

最后，亿万富翁提出了一个问题：“假如我现在就坐在你开的车里，前面是一道悬崖，你能够开到离悬崖边多近才停下？”

第一个人说：“我能够开到离悬崖边只有10厘米的地方才停下来，并保证你安全。”第二个人一听不服气，说：“我能够开到离悬崖边只有1厘米的地方才停下来，而我还保证你安全。”

轮到第三个人回答了，这是一个老司机，他说：“老板，我确实不知道我能把车开到离悬崖边有多近才停下来，但是我知道，悬崖边很危险，离悬崖边越远越好，我会离悬崖边很远就停下来。”那么最后谁被高薪录用了呢？第三个离悬崖很远就停下的老司机。

这个故事的寓意在于告诉我们，投资跟开车一样，也是安全第一。你可以这

样想象，你就是那位司机，股票就是你开的车，车上装的就是你的钱，那么你开着车，带着你的钱，你有没有想过，你的这辆车离悬崖边有多远呢？那么，股市上的悬崖在哪里呢？我们知道，股价短期会偏离价值，但是长期会回归于价值，股票的内在价值决定了它的价格，因此，价值就是股价的悬崖边缘。

有人会提出疑问：股价上涨超过价值，可能还会进一步上涨，怎么能说价值这条线就是股价悬崖的边缘呢？

就像你开着车快冲过悬崖的时候，尽管车已经悬在空中，由于惯性，车还会往前跑，甚至还会往上蹿，但是最终这个车还是会掉下来，因为有地心引力。当股价高于价值的时候，可能这只股票的价格还会上涨一段时间，但是最终它会跌落下来，价值就是支撑股价的地面，价值线就是那个悬崖的边缘，只要是股价被高估了，早晚都会跌下来。

很多人投资股票时，态度是赚钱第一，只想着赚钱，总是想赚得最多，却没想到自己投资风险有多大，安全程度有多大。老司机开车的态度是安全第一，离悬崖越远，安全系数越大，掉下悬崖的危险越小。格雷厄姆的态度也是安全第一，尽可能远离股价大跌的悬崖，确保投资安全。

那么，投资者如何才能远离股价大跌的悬崖，立于永不亏损的不败之地呢？

### 3. 安全边际是投资成功的基石

格雷厄姆教给巴菲特的保障投资永不亏损、绝对安全的秘诀，就是尽量购买那些价格远远低于价值的股票，离股价大跌的悬崖也就是价值线越远越好。格雷厄姆把股价低于价值的程度称为安全边际，它相当于你的股票这辆车距离价值这个悬崖边缘有多远。格雷厄姆说：“我把投资成功，永不亏损的秘密精练成四个字的座右铭——安全边际。”<sup>①</sup>

巴菲特在 19 岁时就从格雷厄姆的书中读到了安全边际原则，现在他已经快 80 岁了，做了一辈子投资，他感叹：“安全边际原则仍然非常正确，非常有效，永远是投资成功的基石／

怎么理解安全边际这个概念呢？

---

① [美] 格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 311 页。

安全边际这个概念听起来很高深，其实很简单，就是寻找价格大大低于价值的质优价廉的便宜货。其实我们每个人在生活中都在使用这个方法。女孩子去摊位上买衣服时，为什么会大幅砍价呢？人们去市场买菜时，为什么会还价呢？当然我们想买得便宜一些，省点钱。同时呢，谁都知道，买的没有卖的精，万一估不准值多少钱，多还点价，一般不会怎么吃亏。

像我这种一般不知道什么东西值多少钱的人，也会用这个方法购物。

十一长假，我到超市去买东北大米。平常都是两元钱一斤，过节搞促销，一元钱一斤，便宜了一半，过完“十一”就恢复原价。我赶紧买了两袋。买好大米以后，陪太太逛商场，看到一件名牌西服，平常很少打折，现在过节促销，打4折，只限这7天长假，太太赶紧给我买了一套，大叫“太便宜了”。

为什么我们会买打了5折的大米？为什么会买4折的西服？便宜。

其实股市也是一个大商场，只不过里面的商品都是股票而已。格雷厄姆和巴菲特在股市买股票，就像我们到市场买东西一样，运用的是同样的原则。

所谓安全边际原则，其含义就是像购买价廉物美的商品一样，用相对于实际价值非常便宜的价格买入好股票。基于安全边际进行价值投资，用巴菲特的话来说就是：用4毛钱的价格去购买价值1元钱的股票。其实就是用相当于实际价值4折的价格买入股票，和我买一件打了4折的商品类似。商品的标价并非其实际价值，我们要自己大概估计一下。股票过去的价格也并非其实际价值，我们也要自己大概估计一下。估计股票价值，首先要估计这家上市公司的内在价值。巴菲特会大概估计出一个公司的价值，除以总股本，折算出一股股票的价值，然后和市场价格进行比较，股价明显低于价值就买入，否则就寻找其他股票的投资机会。

遗憾的是，我们在日常购物时运用的基本原则，却偏偏不在股市里运用。在超市里非常精明的购物者，在股市里却变成了非常愚蠢的投资者。人们在超市里看见商品价格下跌会大喜，商品价格上涨会大悲，但在股市里却是看见股价上涨反而大喜，股价大跌反而会大悲。

在超市里，你肯定是商品价格越涨越不买，只买对的，不买贵的，但在股市里为什么股票越涨越买，股价越跌越卖？为什么只买贵的，不买对的？

巴菲特的导师格雷厄姆喜欢做这样的比喻：买股票不是到百货公司买香水。你买奢侈品，往往是只买贵的，不买对的。因为你的目的是让别人说你很有钱，买得起贵的。买股票应当像买日用品。我们平时到超市购买生活用品，只买对



的，不买贵的。你买的目的是为了用，只要能用、好用，越便宜越好。

巴菲特有句名言：“付出的是价格，得到的是价值／其实，价值投资者寻找的就是价值与格之间的差异，这正是投资赢利的来源。

1984年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念格雷厄姆的《证券分析》出版50周年集会的演讲中说，在美国投资界绝大多数持续战胜市场的投资大赢家，运用的都是格雷厄姆的安全边际原则：寻找并利用价值与价格之间的差异。

我们经常说，“富贵险中求”，其实这句话是错的，富贵应该稳中求。在投资中，足够的安全边际才能保证你的富贵稳中求。用中国人的话来说：做事要留有余地。买入股票时在价格上同样要留有余地。因为你对股票价值的估计只能是大概准确，不可能是绝对准确，因此必须在买入价格上留有很大余地，这样万一错误地高估了，也能保证你的买入价格相对于价值而言还是相当便宜的，仍有可能取得不错的回报。

我们做事时，要留有余地，而且要尽置留有充分的余地。在买入股票时同样应该如此，不但要求有安全边际，而且还强调安全边际要足够大，以保证绝对安全。如果巴菲特计算出一只股票的价值仅仅略高于市场价格，那么巴菲特就不会买入。巴菲特喜欢用大桥来作比喻。建设一座大桥，假设建造时设计桥可承受的最大载重量为30吨，但是实际使用时只准许载重10吨以下的卡车通过。大桥通行坚持安全边际原则，才能保证绝对安全。股票投资坚持安全边际原则，才能保证绝不亏损，有这样一个故事：

一位教授，选择了10个人进行心理测试，教授说：“我带你们去穿过一间黑屋子，大家要跟着我走，后面的人搭着前面人的肩膀一起走／

大家都走过去了，觉得很平坦，没什么。教授走到另一端，开了一盏灯。大家一看，吓了一跳。原来他们刚刚走过的是一座独木桥，独木桥下是一个很大的鳄鱼池，十几只鳄鱼大张着嘴游来游去，教授说：“刚才什么都看不见，你们都勇敢地跟我走过来了。现在有了灯，你们再勇敢地跟我走回去／大家都吓得站不起来了，谁也不敢走了。教授连哄带骂，最终才有3个人抱着桥板，哆哆嗦嗦地爬回去了，其他人说什么也不走。这时候，教授又开了一盏灯，大家这才看清，在独木桥和鳄鱼之间，原来还有一层浅颜色的安全防护网，教授说，看见安全防护网了，现在你们可以走回去了吧。有

5个人站起来小心翼翼走过去了。但是，最后还有两个人，说什么也不走。他俩不停地问：“教授，这个安全防护网结不结实啊？”教授抱起一个大石头，往下一扔，安全防护网一点没事，很结实。这两个人才放心，小心翼翼地走了回去。

这个故事的寓意是什么呢？故事中的四类人，代表了股市中四类风险意识不同的投资者：

第一类在黑暗中走过独木桥的人，根本没有风险意识，是无知者无畏。他不知道下面有鳄鱼，所以他也不害怕，就冲过去了。我们很多投资者根本不懂股票投资，别人一说买哪只股票好，他就冲进股市了，正好赶上这两年大牛市，还赚了很多。但是同样是这些无知无畏的投资者，在几年之前的大牛市顶点，也是听别人一说，就冲进去了，结果后来股市持续大跌，他们被套得很深，亏得很惨。无知偶尔也有可能交好运，幸运地赶上大牛市，或者正好抱上一只大牛股，发了大财。但是大部分情况下，无知者尽管无畏，但是一般无利，因为股市大涨的时间总是少数，大牛股总是少数，赚大钱的人也是少数。早晚有一天，那些无知无畏者糊里糊涂赚的钱也会糊里糊涂赔个精光。

第二类人明知下面有群鳄鱼还敢走过去，明知有很大的风险却甘愿冒险，是**M**大无畏。这些人在股票投资中明知一只股票被过于高估了，但想着自己高价买入，后面还可能以更高的价格卖出。他其实是在博傻，博的是后面会有更傻的人，以更高的价格继续买入这只股票，这种叫做胆大无畏，说得再明白一点，这些人其实不是在投资，而是在赌博，拿自己本金的安全来赌博，就像明知道下面有鳄鱼还要爬过去的人一样，拿自己的生命来赌博。可能会有一两次，给他赌中了，正好赌了一只牛股，这只股票会持续上涨一段时间，让他赚些钱。但是大多数情况下，上涨的时间不会很长，没等他抛出的时候，股价就大幅下跌，反而把他套牢了。

久赌必输，在赌场上如此，在股票市场上同样如此。

第三类人，看到下面有安全防护网，才敢走过去，他们是十分谨慎的投资者，在投资中，看到这只股票的股价低于价值，自己的投资本金有相当安全保障的时候，才会买入。这类人在投资中，一般情况下，会取得相当不错的赢利，但是一旦股市发生巨大的震荡，这些人也不一定能够保证自己的投资本金安全。

那么格雷厄姆和巴菲特属于哪类人呢？

他们属于第四类人，不但要看有没有安全防护网，还要确认这个安全防护网足够结实才会走过去。他们看到一只股票的股价低于价值，有一定的安全边际，但他们并不一定会买。他们一定要确认这只股票的内在价值远远高于股价，安全边际足够大，即使股市发生大的震荡，自己的投资也会绝对安全，只有在这种情况下他们才会买入这只股票。

巴菲特投资不但要求安全，而且要求绝对安全，因此他买入的前提不是有安全边际就行，而是要有足够的安全边际。投资就是在不确定中寻找确定性。巴菲特充分认识到这一点，他坚持集中大规模投资一只股票的前提是寻找到了这只股票赢利的确定性，而赢利的确定性来自于充分的安全边际：

“我把确定性看得非常重——只要能够找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无所谓了。承受重大风险的根本原因是你事先没有考虑好确定性。但是以仅相当于证券内在价值的一部分的价格来买入证券并不是冒风险。”<sup>①</sup>

如果没有足够的安全边际，格雷厄姆和巴菲特宁愿不投资，即使错过了赚钱的机会也丝毫不后悔。

能够赚到股价上涨的最高点，就像能把车开到冲出悬崖在空中飞翔一样，的确很刺激，但这其实是冒着巨大风险去赌一把，赌赢了不过赚一笔小钱，但一旦赌输了可能老本就没了，再也没有机会投资了。

人生，只要活下去，就有希望，投资，只要不亏损，就有希望。

原则不动摇，你的心才会不动摇，你的手才会不动摇。投资人只有始终坚持安全边际原则，毫不动摇，才能确保自己永不亏损；如果投资人不能坚持安全边际原则，经常动摇，一遇股市大震荡，就会遭受重大损失。股海风云变幻，万一突然大跌，只有足够的安全边际，才能保护你的投资安然无恙。投资没有安全边际，如同暴雨中没有一把保护伞，高速公路上开汽车没有安全带，狂风恶浪中的轮船没有救生圈，万一遇到风险，怎能保证安全？

在投资中，我们很多投资人总是期望有高人来指点自己躲过大跌，却没有想

---

<sup>①</sup> *Buffett Talks Strategy with Students, Omaha World-Herald, January 2, 1994.*

到，正如国际歌中所唱，“从来就没有什么救世主，也不靠神仙皇帝”，我们只能自己靠自己。

#### 4. 越跌越安全，越涨越危险

格雷厄姆传授给巴菲特的永不亏损的投资秘诀可以浓缩为一句话：安全第一，赚钱第二。前面我从三个角度来解析了这个秘诀的内涵：一是在投资态度上，要时刻保持谨慎，做到永远不会亏损；二是在选股原则上，要股价明显低于价值的时候投资才能远离股价大跌的悬崖；三是在安全程度上，安全边际一定要足够大，才能够保证绝对安全。

那么在什么时候我们才有机会找到相对于价值而言，股价被严重打压而又具有足够安全边际的便宜股票呢？

平常生活中，我们在商场里经常碰到有很多商品打折，而且有时打折打得很厉害，但在股市里会有股票打折而且折扣很大的情况吗？有。那就是在市场犯下愚蠢错误的时候。打球要想战胜对手，取决于两个关键因素：一是你正常发挥不犯错误；二是对手犯下愚蠢错误，使你有机会得分。投资要想战胜市场，同样如此，一是我们自己尽量避免犯错误，二是等待我们的对手市场先生犯下严重错误，以被严重低估的价格卖出股票。正如巴菲特所说：“你一生能够取得多大的投资业绩，一是取决于你倾注在投资中的努力与聪明才智，二是取决于股票市场所表现出的愚蠢程度。市场表现越愚蠢，善于捕捉机会的投资者赢利概率就越大。”拳击比赛中，两个对手大部分时间是在试探，是在躲闪，都在等待对方出现大的漏洞，然后一击制胜。巴菲特就像一只雄狮，远远看着野牛群，静静卧着，看看有没有一头野牛犯下愚蠢的重大错误，离开牛群。巴菲特等待的机会就是有人犯下大错，“股市在那儿，仅仅是作为观察是否有人出价去做某件蠢事的一个参考而已。”<sup>①</sup>一旦发现市场出现错误，巴菲特就会像守候野牛多时的雄狮一样，一下子扑过去，捕获一个大猎物。

巴菲特根据人性发现，市场最容易犯的错误有两种：一种是过于恐惧，一种是过于贪婪。“在投资世界，恐惧和贪婪这两种传染性极强的流行病，会一次又

---

① [美] 珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第103页。

一次突然爆发，这种现象永远存在。”<sup>②</sup>

可以确定的是，恐惧和贪婪肯定会一再发生，肯定会引起股票市场价格与价值的严重偏离。但无法确定的是何时会发生，以及发生时后果有多严重。巴菲特告诉我们，利用市场波动赚钱的方法却始终如一：“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”<sup>③</sup>

当别人过于贪婪时，市场会明显被高估，这个时候你要怀有一颗恐惧之心，不要轻易买入；当市场过于恐惧而且过度打压股价时，会导致很多股票股价被严重低估，别人都恐惧得不敢买入，这时你反而要大胆贪婪，逢低买入。我们很多人喜欢股市大涨，巴菲特却喜欢股市大跌，“股市大跌反而是重大利好消息”<sup>④</sup> 股市大跌时，投资者由于恐惧而纷纷低价抛售，会形成更大的安全边际，巴菲特可以趁机贪婪地大量买入质优价廉的便宜货，当然高兴得很了。巴菲特喜欢大跌，因为大跌才有机会大量低价买入好股票，才有可能以后赚大钱。“只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现。”<sup>⑤</sup> 相反，在股市大涨时，投资者因为贪婪而高价追涨买入，股价大涨使安全边际减少甚至消失，巴菲特想买股票却找不到价廉物美的好股票，当然不高兴了。和大多数人相反，越热门的股票，巴菲特越不感兴趣。“大部分人都是对大家都感兴趣的股票有兴趣。其实，无人对股票感兴趣之日，才是你应对股票感兴趣之时。热门股票反而很难赚到钱。”<sup>⑥</sup>

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。说起来容易，做起来难。那么巴菲特是不是这样做的呢？

1972 年，美国股市是一个大牛市，股价大幅上涨。50 只著名成长股的平均市盈率上涨了 50 倍，简直就是天文数字。由于股价太高，巴菲特管理的伯克希尔公司无法买到股价合理的股票，他为此非常苦恼。“我觉得我就像一个过度好色、喜欢嫖妓的小伙子，来到了一个荒无一人的小岛上，我想买却什么也买不到。”<sup>⑦</sup> 1972 年时，巴菲特的股票仓位不足 16%，84% 的资金都投资于债券。1973 年，股市持续下跌。到了 1974 年 10 月初，道琼斯指数从 1 000 点狂跌到

①② Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1986.

③ Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2000.

④ [美] 珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 107 页。

⑤ 同上，第 104 页。

580点，下跌近一半，每个人都恐惧得不停抛出股票。在大牛市时，巴菲特的投资欲望近乎枯竭。但在熊市里，他的投资欲望却大大膨胀。在熊市的一片悲观氛围中，巴菲特高声欢呼：“买股票的好时候到了。”<sup>①</sup> 巴菲特在1973-1974年美国股市大萧条时期疯狂地买入股票，活蹦乱跳得像一匹小马驹，等到后来股市大幅反弹时，大赚了一笔。

巴菲特这种投资策略在美国股市灵验，在中国股市同样有效。

想一想，2001年6月，上证指数涨到2200多点时，几乎所有股票的股价都过高，但几乎所有人都在疯狂买入股票，却没想到后来的5年上证指数持续下跌，跌幅超过一半。当时，如果你在别人贪婪时恐惧，你就会避免巨大的亏损。

想一想，2005年6月，上证指数跌破1000点时，当时便宜的股票遍地都是，却几乎没有人愿意买股票。如果你当时在别人恐惧时贪婪，到2007年10月上证指数已经超过6000多点，短短两年半你就能赚到6倍以上的惊人回报。

如果你想股市中赚钱，一定要牢记巴菲特的格言：“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。”

其实中国人早就总结出了这一原则：人弃我取，人取我予。别人争相抛弃时，我反而收取；别人争相收取时，我反而给予。

为什么？正如古代著名大商人陶朱公的老师计然所说：“贵上极则反贱，贱下极则反贵。贵出如粪土，贱取如珠玉。”当人人争抢股票，导致股票价格上涨到贵得离谱时，股价往往被过于高估，反而必将下跌，转贵为贱。此时，我们应该把尽管价格很贵但被过于高估的股票看得像粪土一样，毫不留情地卖出。当人人争抛股票，导致股票价格下跌到贱得离谱时，往往股价被过于低估，反而必将上涨，转贱为贵。此时，我们应该把尽管价格很低但被过于低估的股票看得像珠宝一样，毫无恐惧地买入。

旱则资舟，水则资车。越旱越要买船，因为大旱后会有大水；越涝越要买车，因为大水之后往往会有大旱。大涨如大水，大跌如大旱。大涨大卖，大跌大买。越是大涨越要抛，因为大涨之后必有大跌；越是大跌越要买，因为大跌之后必有大涨。

看来巴菲特投资的智慧和我们古人经商智慧是相同的，寻找与众不同的方

---

① L. J. Davis: *Buffett Talks Stock*, The New York Times Magazine, April, 1990.

向，才有可能赚大钱。

需要说明的是，买卖决策的依据不是涨跌的幅度大小，而是相对其价值而言价格是太贵还是太贱。

也许你会问，我要寻找安全边际大的股票，也不能光等着股市暴跌。在股市没有大跌的情况下，如何找到安全边际很大的个股呢？

有这样一个故事：

一位演说家在一个公众场合演讲，他拿起了100元，高高举过头顶。“看，这是一张崭新的百元大钞。有谁想要？”所有的人都举起了手说：“我要，我要，我要……”演说家却把这张纸币在手里揉来揉去，最后变成皱巴巴的一个小团儿，然后他又问观众：“现在还有人想要这皱巴巴的百元大钞吗？”所有的人又都举起了手，说：“我要，我要，我要……”演说家把钞票放在泥地里，用脚踩呀踩呀，踩了好多下，然后从地上捡起这个揉皱了又踩脏了的百元大钞，然后再问大家：“请还愿意要这个又脏、又臭、又烂、又皱的百元大钞吗？”所有的人又都举起了手。

为什么呢？即使钞票揉皱了又被踩脏踩烂，大家仍然会抢着要，因为大家知道它照样能花。

钞票如此，股票呢？

当一家优秀的公司暂时出现问题时，市场担心这家公司解决不了问题，赢利能力会一落千丈，于是人们纷纷抛售股票，使股价大跌。股市上经常会有些基础非常好的公司，由于临时遇见了比较大的困难，或者比较大的问题，导致这只股票被市场抛弃。其实这个公司完全有能力解决这个短期性的问题，然后重新恢复原来的竞争能力。它会继续顺利长期经营下去。其实此时这只被市场抛弃的股票，就像一张被揉皱了、踩烂了、弄脏了的百元大钞，它还是具有与原来一样的长期价值。

有句歌词是“阳光总在风雨后”<sup>①</sup>，而巴菲特则发现：机会总在危险后。正如巴菲特说：“优秀的公司暂时遇到困难，会导致这些公司的股票被错误地低估，这反而是巨大的投资机遇。”<sup>②</sup> 股价大跌会形成巨大的安全边际，是低价买入的良机，随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期赢利能力丝毫

---

① [美] 珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第115页。

无损，股价将会大幅回升，让投资者大赚一笔。

巴菲特深刻领悟了危机的真正含义：危机就是“危”和“机”，危险和机会往往并存。有勇气又有智慧的人，才能从危险中看到机会，抓住机会。巴菲特几乎所有的重仓股都是在某个公司遇到重大危机的情况下趁机低价买入的。在 **GEICO** 公司面临破产时，巴菲特低价买入，20 年间赢利 50 倍。其中一个著名投资案例是美国运通银行。

美国运通是全球历史最悠久、实力最强大的银行之一。1891 年它第一个推出了旅行支票，使人们不带一分钱现金就可以周游全世界。1958 年它又第一个推出了信用卡，引导了一场信用卡取代现金的革命。到了 1963 年，美国运通卡已经发行 1 000 多万张，运通的旅行支票也在全世界流通，就像货币一样通行无阻。当时这家银行在美国的地位有些像现在中国工商银行在中国的地位。但是美国运通后来遇到了大麻烦。一家规模很大的企业叫联合公司，用一批据称是色拉油的货物仓库存单作为抵押，从美国运通进行贷款。后来联合公司宣布破产，清算时债权人想从美国运通收回这笔抵押的货物资产。1963 年 11 月，美国运通调查发现，这批油罐中只有少部分装的是色拉油，大部分是海水。美国运通遭受了重大诈骗，损失估计达 1.5 亿美元。如果债权人索赔的话，可能会导致美国运通资不抵债。这个消息吓得华尔街一窝蜂地疯狂抛售美国运通的股票。1964 年年初，短短一个多月，美国运通的股票股价就从 60 美元大跌到 35 美元，跌幅高达 40%。巴菲特专门走访了他的家乡奥马哈的餐馆、银行、旅行社、超级市场和药店，发现人们仍旧用美国运通的旅行支票和信用卡来结账。他根据调查得出的结论与当时华尔街的普遍观点大相径庭：这场丑闻并没有打垮美国运通，美国运通的旅行支票和信用卡仍然通行全世界。在全国范围内，它拥有旅行支票市场 80% 的份额，还在付费信用卡上占据主导性的市场份额。巴菲特认为，它这次遭遇巨额诈骗，只是一次暂时性损失而已，长期而言，没有任何因素能够动摇美国运通的市场优势地位。于是，巴菲特决定大笔买入。1964 年他将自己管理的 40% 的资金用来买入美国运通公司的股票。后来诈骗犯被抓住并被起诉，美国运通也与联合公司债权人达成和解，继续正常经营。在接下来的两年时间里美国运通的股价上涨了 3 倍，在 5 年的时间内股价上涨了 5 倍。<sup>①</sup>

---

① [美] 安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 212-213 页。



## 5. 不做盲目跟随市场的“牺牲品”

巴菲特在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。而我们大部分人则相反：在别人恐惧时更恐惧，在别人贪婪时更贪婪。要找到股价被严重低估、有足够安全边际的股票，只有清醒的头脑是不行的，还得有巨大的勇气，敢于与众不同，众人皆醉我独醒。因为，人本身是群居性动物，在生活和工作上总是喜欢和群体保持一致，老人总是这样教育年轻人：站在大多数人的一边，一般是不会错的。但在投资中，站在大多数人一边，并不一定是对的，有时是完全错误的。

巴菲特非常喜欢他的老师格雷厄姆讲的一个石油勘探者上天堂的故事，我略作改编，变成股票投机版：

当一位喜欢投机股票的炒股高手准备进入天堂的时候，上帝拦住了他，并告诉了他一个非常糟糕的消息：“你虽然的确有资格进入天堂，但是股票投机者来得太多了，已经把所有房间都占满了，我没有地方安排你了／这位炒股高手一听，想了一会儿后，就对上帝提出一个请求：“我能否进去跟那些住在天堂里的同行们讲一句话？”上帝觉得没什么，就同意了。于是，这位炒股高手就把手革在嘴边大声喊道：“地狱里发现大牛股了！”话音刚落，大门洞开，天堂里住的所有股票投机者都蜂拥冲向地欲。上帝看到这种情况非常吃惊，于是请他进入天堂。但这位炒股高手迟疑了一会儿说：“不，我想我还是跟那些人一起到地狱中去吧，传言说不定是真的呢／

故事听起来有些夸张，但是在股市上这种跟着市场走的现象却很普遍。跟着市场走，说得好听点叫从众，说得难听一点叫盲从我们大家都知道，羊群里的大多数羊总是连方向也不看，就跟着前面的羊走。前面的羊呢，跟着再前面的羊走，最后整个羊群都跟着头羊走。在证券市场上，散户跟着小机构走，小机构跟着大机构走，大家基本上是在看相同的报道，听相同的指标，整个市场就成了一个大羊群。那么在这个股市羊群之中呢，大家都是在想，反正我跟着大家走，肯定没错。结果大家往往都错了。

蚂蚁群就是一个从众的范例。有时一小群工蚁会和蚁群走散。但是由于工蚁基本上没有视力，看不清周围的东西，因此，任何一只蚂蚁都不知道怎样找到蚁群的位置。在这种情况下，所有蚂蚁就只能采取唯一一个可行的办法：跟着前

面的蚂蚁走。如果很多蚂蚁都是这样跟着前面的走，数量越来越多，最后这些就会形成一个圆圈，头尾相连。圆圈形成后，这些蚂蚁相互跟随，一圈一圈地不停爬下去，直至累死。研究人员曾经发现，一群蚂蚁竟然形成了一个周长 366 米的大圆圈，爬完一圈需要两个半小时，然后一圈一圈爬了整整两天两夜。

盲目跟着市场走，很难赚大钱，却很容易亏大钱。巴菲特认为盲目从众就像成群结队集体自杀的旅鼠一样愚蠢。旅鼠是生活在北极圈附近的一种鼠类动物，长得和一般田鼠差不多，尾略短，毛呈黑褐色，有白斑，大的一般也只有成年人手掌那么长。为什么叫旅鼠呢？因为它们经常成群结队地旅行。为什么旅鼠要成群结队地旅行呢？旅鼠的一个最大特点就是繁殖能力强得惊人。旅鼠出生 1 个月左右就能繁殖，一只雌鼠每 5 周就可繁殖一窝，一窝能生七八只小旅鼠。如果环境条件合适，一个旅鼠种群 1 年之内数量就能增长 10 倍。但每隔 4 年，鼠群的数量就达到了顶峰，再也无法增长了。

因为在北欧寒冷地区本来食物就非常缺乏，当旅鼠繁殖过多的时候，这个地区的食物就被它们吃光了。没吃的，它们只能向外迁徙，开始成群结队地旅行了，寻找新的食物来源。后面的旅鼠跟着前面的跑，一群一群聚合在一起，越聚越多，越跑越远。最后当它们来到了悬崖边上的时候，前面的旅鼠收不住脚跳了下去，后面的旅鼠反正就闭着眼睛跟着前面的在跑，也都跳到大海里面去了。差不多每隔三四年，北欧旅鼠就会成群结队地冲下山来，飞快地冲下来，海岸公路、河流和田野阻挡不住它们，老鹰、狐狸和狼狗的袭击也阻挡不住它们，一到海岸边它们就毫不犹豫地纵身跳入海中。到了海里，拼命地游泳，拚命地挣扎，最后精疲力竭，整批整批地淹死，结果成千上万的旅鼠尸体漂浮在蓝蓝的大海上。

巴菲特警告：在股市上，如果投资者以旅鼠般的热情跟着市场走，他们最终也会有旅鼠一般的悲惨命运。

当你想要保证你的投资绝对安全的时候，请你一定要牢记巴菲特所说的旅鼠的故事，想一下，你是不是在盲从于市场，你是不是买入了一只股价过高的股票，而这只股票的股价根本不具有足够的安全边际，追逐这样的热门股会不会让你像旅鼠一样，面临一个悲惨的命运。要避免这种悲惨的命运，唯一的方法就是严格遵循格雷厄姆和巴菲特告诉我们的安全边际原则，在什么时候都要坚持安全第一，在买入股票的时候，一定要坚持股价上有充分的安全边际，这样你才能保证自己的投资绝对安全。

思路决定出路。行为不盲目从众，首先要思想不盲目从众。要想避免旅鼠这种由于随大流而同归于尽的悲惨结局，你就不能盲从于大众，而必须独立思考。格雷厄姆告诉巴菲特，要想在华尔街上投资成功，第一要正确思考，第二要独立思考。巴菲特的合作伙伴芒格告诉我们：“投资中真正需要的是思考而不是参考。”<sup>①</sup> 遗憾的是，很多人只想参考大多数人的意见盲目投资，而不想自己独立思考正确投资。股票市场的情形与著名哲学家罗素在日常生活观察到的现象出奇地相似：“大部分人宁愿死也不愿思考。许多人的确如此／ 思考的对错不在于你是否与多数人意见一致，而在于你的分析推理是否正确。证券分析之父格雷厄姆说：“如果你已经根据有力的事实进行分析得出一个结论，并且你相信自己的判断是正确的，那么就根据自己的判断行动吧，不要管别人是否怀疑或同不同意你的判断。公众与你的意见不同，并不能表明你的判断是正确还是错误的。”

做到与众不同地独立思考确实不易，但是必须如此。

只有独立思考，才能发现市场的错误，避免盲从于市场的错误，进而利用市场的错误，在市场恐慌性抛售时，发现巨大的安全边际，从而既能保证安全，又有机会大赚一笔。正如巴菲特说：“关键在于利用市场，而不是被市场利用。”

而被市场利用，往往是由于参考市场，盲从市场，结果成为市场崩溃的陪葬品。利用市场的前提是，你能够独立思考，发现市场的愚蠢错误。格雷厄姆教给巴菲特最重要的投资秘诀就是安全边际原则，利用市场先生的愚蠢来投资安全边际足够大的股票，这样才有可能做到永远不会亏损。

但只有安全是不够的，我们如何在保证安全的前提下追求更高的投资回报呢？请看下一章《选股如选妻》。

---

① 引自 1990 年威斯科财务公司（Wesco Financial Corporation）年报中董事长致股东的信。