

前面我们讨论了巴菲特选股的方法和标准，解决的是买什么的问题。选股之后，我们面临一个新的问题：买多少？我们的资金是有限的，所以要决定买多少只股票，以及每只股票分别买多少钱，这就是投资组合管理的核心问题。

一般来说，有两种完全对立的做法：一种是分散投资。通俗地比喻，不要把鸡蛋放在一个篮子里，而是买很多股票，每只股票都只买一点。很多人是把很少的鸡蛋放在很多篮子里，持有几十只甚至几百只股票，而巴菲特却反对分散投资，主张集中投资：

‘不要把所有鸡蛋放在一个篮子里’，这种做法是错误的，投资应该像马克·吐温建议的那样，把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好这个篮子。”“我们的投资仅集中在少数几家杰出的公司身上。我们是集中投资者”^①

巴菲特一生主要投资了 22 只股票，一共赚了 320 亿美元。而他重仓投资的股票只有 7 只，这 7 只就赚了 280 亿美元，占巴菲特股票收益近 90%。集中投资其实就是大赌，大赌的目的是为了大赢。巴菲特过去 30 年在股票上只大赌了 7 次，每一次都能大赌大赢，平均收益率高达 7 倍，赚到了其他人小赌几千次也赚不到的钱，那么，巴菲特是如何集中投资，做到大赌大赢的呢？我归纳为两点：大勇、大智。

大赌需要大勇，大赢需要大智。智勇双全，缺一不可。

^① [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 1 页。

1. 大赌需要大勇

首先我们谈第一点：大勇。大家都知道有两个成语，有勇有谋，有胆有识。你有没有想过，为什么勇气放在计谋前面，胆量放在智识前面？原因很简单：没有勇气，没有胆量，不敢行动，再多的计谋和智识也是白搭；有了勇气，有了胆量，即使计谋较少，智识不足，也有可能闯出一条生路。

回顾过去，最让人后悔的，并不是我们做错了什么，往往是那些我们知道本来会做、可做、能做，而且做了会有大幸福、大成功，却因胆小害怕而没有勇敢去做的大事。回顾过去，最让投资人后悔的，并不是我们买错了股票，亏了钱，往往是那些我们可买、能买，而且知道是未来肯定会长期大涨的超级明星股，我们却因胆小害怕没有勇敢地买。

有一个华尔街的投资家，买了一只股票，后来赚了 100 多倍。别人都是恭喜他。他却说，我一想到这个让我赚了 100 多倍的股票，就想跳楼。为什么？我只买了 100 股，只赚了 2 万多美元。

小赌只能小赢，大赌才能大赢。很多人买了大牛股却只赚了一点点钱，为什么？往往是因为我们过于分散投资，每只股票都买上一点点，即使是偶尔买中一只大牛股，这样小赌只能小赚。过于分散投资，其中很少是好股票，大部分是表现平平的普通股票，甚至有不少是烂股票，总体业绩当然表现差了。

巴菲特为什么赚的钱比我们多得多，一个重要原因是，他从不分散投资，根本不会随便乱七八糟地买一堆表现平平的股票甚至是烂公司的烂股票，他只集中投资于少数好公司的好股票。我们和那些成功的名人有一样的大脑，一样的身体，一样多的时间，为什么我们不成功？因为我们没有集中精力做大事。我们往往做了太多不重要的小事，一生却没有做一件真正重要的大事，

一次大成功胜过 100 次小成功，一次大投资胜过 100 次小投资。

巴菲特把自己的投资精力用在做出少数重大投资决策上：“查理跟我很早以前便明白了，一个人在投资生涯中，要想做出几百个聪明的投资决策是极其困难的。随着伯克希尔公司资金规模日益扩大，这种现象越来越明显，我们的投资范围中，能够大幅影响公司投资业绩的投资品种也越来越少。因此我们决定采取一种容易做到的投资策略，我们只需做出几次聪明决策就行了，而不是要求自己经常做出聪明的投资决策。事实上，现在我们只要每年做出一次好的投资决策，我

们就很满足了。

要么不做，要做就集中精力做一些大事；要么不做，要做就集中资金做一些大投资。刀之所以能够砍断筋骨，在于集中力量于刀刃；激光之所以能摧毁一切，在于集中能量于一点。我们要想成就一件大事，就必须集中所有的精力。集中，是成功的关键。这一点在军事上最为突出。兵力的分合使用，体现了军事指挥艺术水平的高低。古今中外一切卓越的军事家，没有不强调集中使用兵力的。《孙子兵法》的《虚实篇》最早提出集中兵力的思想：“我专为一，敌分为十，是以十击一也。”

毛泽东吸取了孙子以十胜一”的思想，总结集中优势兵力的军事原则。他指出：“我们的战略是‘以一当十’，我们的战术是‘以十当一’，这是制胜敌人的根本法则之一。”解放战争时期，毛泽东把集中兵力作为十大军事原则之一：“每战集中绝对优势兵力（两倍、三倍、四倍，有时甚至是五倍或六倍于敌之兵力），四面包围敌人，力求全歼，不使漏网”

在用兵作战上，我们的兵力是有限的，所以要集中兵力，才能确保歼灭敌人力量，才能更快地夺取胜利。在用钱投资上，我们的资金是有限的，所以要集中投资，才能保证资金更快增值。但大赌并非孤注一掷，没有人能百分之百有把握大赢。只赌1只股票，风险太大，连股神也没有把握。那么一段时间内应该集中投资多少只股票呢？10只。巴菲特说：“对于每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股。”巴菲特对自己集中投资的股票数目限制在10只。对1977-2003年巴菲特投资组合的统计分析表明，事实上他集中投资的股票数目平均只有8.4只左右，而占其投资组合的比重平均为92%。

那么我们一生应该重仓投资多少只股票呢？20只。巴菲特说：“在与商学院的学生交谈时，我总是说，当他们离开学校后可以做一张印有20个洞的卡片。每次做一项投资决策时，就在上面打一个洞。那些打洞较少的人将会更加富有。原因在于，如果你为大的想法而节省的话，你将永远不会打完所有20个洞”

巴菲特一生主要投资了22只股票，一共赚了320亿美元。《福布斯》的专栏作者马克·赫尔伯特根据有关数据进行的检验表明：“如果从巴菲特的所有投资中剔除最好的15项股票投资，其长期表现将流于平庸。”

大多数人的公司价值分析能力很可能没有巴菲特那么杰出，所以我们集中投资组合中的股票数目不妨稍多一些，但10只到20只股票也足够了，一定要记住

巴菲特的忠告：越集中投资，业绩越好；越分散投资，业绩越差。

要成大事，往往要经历大风浪。集中投资于少数股票，你的业绩相对于市场难免会波动很大。巴菲特说：“我宁愿要波动起伏的15%，也不愿要平平稳稳的5%”

考虑到股票投资毕竟是有风险的，集中投资的波动性尤其大，所以三种输不起的钱不能用来大赌：

一是吃饭的钱不能动。首先要保证吃饭，没饭吃了，你的股票再跌也得割肉。

二是养家的钱不能动。其次要养家，买房的钱，养老的钱，看病的钱，孩子上学的钱，都不能动，否则没有家，赚再多的钱也白搭。

三是借来的钱不能动。有很多人借钱炒股，想大赚一把。但一旦没赌对，亏大了，借来的钱又急着要还，就只能动用养家的钱和吃饭的钱。

这三种钱用来炒股大赌一把，很有可能会影响你的日常生活和正常的家庭生活，进而影响你投资的心态，越赌越输。所以只能拿输光也无所谓的闲钱来投资股票。不赚也行，赚了更好。用点闲钱，用点闲心，用点闲时，反而可能赚大钱。

2. 大赢需要大智

集中投资是大赌，大赌需要大勇。但只有大勇是不够的，还要有大智。正所谓，有勇还要有谋，有胆还要有识。

为什么？大赌，是在有把握大赢的前提下，否则只会大赌大输。

毛泽东总结解放战争胜利的十大军事原则，其中之一是：“不打无准备之仗，不打无把握之仗，每战都应力求有准备，力求在敌我条件对比下有胜利的把握”

芒格把巴菲特集中投资成功的秘诀归纳为“当成功概率很高时下大赌注”。“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋，但是人类如果努力去了解，努力去感知，通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。而且聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时下大赌注，而其余的时间他们则按兵不动，事情就这么简单。”^①

^① [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第157页。

投资决策的把握就是确定性

投资就是在不确定中寻找确定性，巴菲特充分认识到了这一点，他坚持集中投资一只股票的前提是寻找到了这只股票赢利的确定性。

“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来说就无所谓了。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。”^①

Gnintal & Ca 经纪公司的马歇尔·温伯格对巴菲特重视概率估计确定性的程度深有感触。他回忆起两次与巴菲特一起吃午饭的情景：有一次他们俩在曼哈顿的一家餐馆吃午饭，巴菲特感觉火腿加乳酪的三明治味道很好，额外又吃了一个。几天后，他和巴菲特又要一起出去吃午饭。巴菲特说：“我们还去那家餐馆吧。”温伯格说：“但是我们前几天刚刚到那儿吃过一次” 巴菲特说：“是啊。所以我们为什么还要冒险去别的地方？还是去那家吧。在那儿我们肯定能吃到我们想吃的东西！”

这件事让温伯格认识到巴菲特在生活中运用的是与在投资中运用的相同的“确定性”原则：“这也是巴菲特寻找股票的方式，他只投资于那些赢利概率绝不会让他失望的企业”^②

巴菲特如何计算集中投资的股票盈利概率呢？他的方法很简单：“用亏损的概率乘以可能亏损的数量，再用赢利概率乘以可以赢利的数量，最后用后者减去前者。这就是我们一直试图做的方法。这种算法并不完美，但事情就这么简单。”^③

巴菲特经常说可口可乐代表着几乎肯定的成功概率。首先，可口可乐有着100多年的长期稳定历史。其次，可口可乐有着几十年优秀的经营业绩，公司长期竞争优势毫无疑问会长期持续。再次，巴菲特注意到以郭士达为首的管理层所做的事情与之前的管理者有所不同。他正在卖掉营业业绩欠佳的、与主业无关的农场企业，并将收入所得重新投向主业，并积极向海外市场进军，公司收入有可能爆发性增长。而且他还在买回可口可乐的股票，从而进一步增加了企业的经济

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

② *Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? Fortune, September 22, 1989.*

③ [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第136~137页^④，

价值。在 1988-1998 年间，巴菲特总共购买了可口可乐公司 10 亿美元的股票，占投资组合的 30% 以上。到 1998 年年底这笔投资升值到了 134 亿美元。

但是，在股市上，大部分投资决策并没有百分之百的确定性，我们不可能有绝对的把握，但一定要有较大的把握。把握大到什么程度？有七成的把握就可以了。我们必须冒一定的风险，但前提是有相当大的成功把握，才值得我们去赌。

巴菲特估算风险最经典的案例是富国银行。

20 世纪 90 年代早期，富国银行的股票价格曾高达 86 美元。后来由于投资者担心西海岸的经济衰退会广泛导致商用和民用房地产贷款的损失而开始抛弃加利福尼亚州的银行及储蓄机构的股票，而富国银行是所有加利福尼亚银行中房地产贷款最多的银行。而且由于富国银行并非一次性提取巨额贷款损失超额准备金，而是在两年间陆陆续续提取，这使投资者开始怀疑富国银行是否有能力承受巨大的房地产贷款坏账损失，投资者纷纷卖掉手中持有的富国银行股票。这就是引起富国银行股票价格在 1990 年和 1991 年下跌的原因。

巴菲特却在这时开始大笔买入富国银行股票。1990-1991 年，巴菲特共买入富国银行 500 万股股票，平均买入价格为每股 57.89 美元。巴菲特对富国银行的基本面非常赞赏。1993 年 10 月 18 日的《福布斯》杂志报道，巴菲特在接受采访时说：“我并不是想在此推销富国银行股票，或者抱有其他目的。我只是觉得富国银行是一家非常优秀的上市公司，拥有最好的管理模式，股票价格水平也比较合理。在这种情况下进行投资一般可以获得更好的回报” 1991 年 4 月 15 日《福布斯》的一篇文章中，引用了芒格对伯克希尔投资富国银行的评论：“这完全是在对管理层下赌注。我们觉得他们能比其他人更快、也更好地解决难题。”

巴菲特买入富国银行后，在年报中对这次投资的真正风险有多大做了解释：®

1990 年我们买进富国银行得益于当时一片混乱的银行业股市行情，这种混乱是理所应当的：每个月度都会有一度被大家看好的银行因为愚蠢的贷款决策而被公开曝光。由于接二连三的巨大损失被揭露出来，而且常常是刚刚在管理人员信誓旦旦地保证公司运营一切正常之后，因此在情理之中投资者会得出一个结论：任何银行披露的数字都不可信。在投资者纷纷抛出银行股的风波中，我们才得以以仅仅投资 2.9 亿美元的低价买入富国银行 10% 的股

Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway htc.*, 1990.

份，我们买入的股价低于税后利润的 5 倍，低于税前利润的 3 倍，

富国银行拥有规模庞大的 560 亿美元资产，净资产收益率为 20%，总资产收益率为 1.25%，我们买进这家银行的 10% 股权，相当于买进一家有完全相同的财务特征的 50 亿美元资产的银行的 100% 股权，但是，如果买入后者，我们需要支付两倍于我们买入富国银行股票的资金。而且，买入那家需要支付高溢价的银行会带来另一个问题：我们不能找到一位像卡尔·赖卡特一样优秀的管理者来经营它。在最近几年中，富国银行比其他银行更加不惜代价地吸引人才，但是其他银行却难以从这家银行业大哥大那里挖走人才。

当然，持有一家银行或其他任何公司的股权绝非毫无风险。加利福尼亚的银行面对的重大风险是一场大地震，因为大地震可能会给借款人的经营带来很大冲击，从而殃及贷款给他们的银行。第二个风险是系统性风险，业务萎缩或者金融恐慌是如此严重，以至于几乎对每一家以高杠杆比率经营的机构都造成危险，而无论它们以前经营得多么良好。最后，目前市场上最大的恐慌是，西海岸房地产价值会因为过度开发而暴跌，从而使为这种扩张提供贷款的银行遭受巨大的损失。尤其是富国银行作为房地产贷款人的领导者，投资者认为其非常可能遭受重大打击。

这些危险发生的可能性不可能被根本排除。但是，前两种情况发生的可能性较低，即使房地产价值的大幅下跌也不可能给管理良好的金融机构造成重大的损失。不妨进行如下推算：目前，在剔除了 3 亿美元以上的贷款损失后，富国银行每年的税前赢利大大超过 10 亿美元。如果银行 480 亿美元的全部贷款中的 10%——不仅仅是其不动产贷款——在 1991 年出现问题，即使这些问题贷款造成的损失（包括损失的利息）平均占到本金的 30%，富国银行也能够基本上盈亏持平。

即使是出现如此重大问题的这样一年——当然我们认为这种可能性很低，基本上不会出现——也不会使我们感到沮丧。实际上，在伯克希尔，我们喜欢收购这样的公司或投资项目，即在某一年度可能没有赢利，但在未来股东权益不断增长情况下的预期股东权益报酬率仍然高达 20%，虽然富国银行出现重大问题的可能性很小，但市场对于加利福尼亚出现类似于新英格兰地区的房地产灾难的恐慌，导致富国银行股票在 1990 年的几个月内狂跌了

几乎 50%。尽管我们在那次富国银行股票大跌前以市价买入了一些股票，我们还是非常欢迎股价进一步下跌，因为这使我们能以新出现的恐慌性抛盘的低价买入更多的股票。

结果正如巴菲特所料，市场对于房地产灾难的恐慌并没有出现，1 年之后，1993 年年末富国银行的股价大幅反弹，飞涨到 137 美元，相当于巴菲特买入价格的近 3 倍。

2004 年年底巴菲特所持有富国银行 56 448 380 股普通股，投资成本 4.63 亿美元，2004 年年底总市值 35.08 亿美元，巴菲特投资 15 年总赢利 30.45 亿美元，投资收益率高达 6.6 倍。

赢的概率有多大，赌注就有多大

如果找到了赢利的确定性，巴菲特再大的赌注也敢下，再多的股票也敢买。

巴菲特第一次大赌是重仓买入 **GEICO** 保险公司的股票，巴菲特曾说：“**GEICO** 是我投资生涯的初恋。”那是在 1951 年，那时巴菲特只有 21 岁，正在哥伦比亚大学读 **MBA**，他发现自己崇拜的导师格雷厄姆是 **GEICO** 的董事长，于是他开始下工夫研究：“我阅读了许多保险公司的资料。我在图书馆待到最晚才离开” 那年 1 月的某个星期六，巴菲特乘火车前往华盛顿去 **GEICO** 总部，在那里巧遇到正在加班的董事长助理戴维森，他们长谈了 4 个小时，这让巴菲特对 **GEICO** 一见钟情：“从来没有一只股票像 **GEICO** 这样让我心潮澎湃” **GEICO** 最吸引巴菲特的是，公司重点拓展对象是政府雇员和军人等稳健保守、事故率很低的驾车人士，采用直接邮寄保单的直销方式，相对于保险行业主要通过保险代理人销售的传统方式而言，这种直销方式具有巨大的成本优势。“**GEICO** 之所以能够成功的最重要因素，在于该公司能够将营运成本降到最低的水平，这使它与其他所有汽车保险公司相比如同鹤立鸡群。”

巴菲特在 1951 年先后 4 次大量买入 **GEICO** 股票，投资 10 282 美元，累计买入了 350 股。到年底巴菲特持有的 **GEICO** 股票市值增长到 13 125 美元，而他当时个人资产总共只有 2 万美元，这一只股票就占了 65% 以上。1952 年，巴菲特以 15 259 美元的价钱卖出全部 **GEICO** 持股，1 年左右的投资收益率高达 50%，这一只股票给他赚到的钱相当于他当时个人财富的 1/4。

相反，如果找不到投资赢利的确定性，巴菲特再小的赌注也不下，再少的股票也不买。

每隔两年，巴菲特就要和一些好朋友到加州的水晶海滩去打高尔夫球或桥牌，为了增添乐趣，他们常常赌点什么。20 世纪 80 年代初，有一年他们聚会打高尔夫的时候，GEICO 保险公司的董事长拜恩提议，大家来小赌一把，下 10 美元的赌注。如果有一个人能一杆进洞，他就输给每个人 1 万美元。如果没有人一杆进洞，那么每个人就要输给他 10 美元。所有的人都踊跃参加，赢了就是 1 万美元，输了最多也只会赔 10 美元，太划算了。只有巴菲特拒绝参加。朋友们都不敢相信，巴菲特这个亿万富翁竟然会这么抠门。他们都嘲笑他太小气了。巴菲特也笑了，他说：“我仔细计算过了，一杆进洞的可能性太小了，几乎是不可能的。”巴菲特计算 11 美元赌注的赢钱概率，就像计算 1 000 万美元的赌注那么认真。在有把握出手之前，哪怕只是 10 美元，他的钱包总是锁得紧紧的。

巴菲特说：“如果你在小事上缺乏节制，在大事上就同样无法节制自己” 莫以恶小而为之，莫以赔小而赌之。小赌忍不住乱赌，就会养成习惯，大赌也会忍不住乱赌，这就会让你大输。

只做有把握的事

集中投资更符合我们的生活常识，而分散投资往往属于不得已而为之。你只会集中精力去做你最有能力做、成功把握最大、失败风险最小的事，这样的事很少。你绝不会分散精力去做很多你没有足够能力做、成功把握不大、失败风险很大的事，尽管这样的事很多。

巴菲特认为投资应该运用同样的生活常识，只集中投资自己最喜欢的公司——最了解、风险最小，并且利润潜力最大的公司：

“如果你是一位学有专长的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现 5 到 10 家具有长期竞争优势的、股票价格合理的公司，那么传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。我不明白，为什么那些分散投资的信奉者会选择一家在他喜欢的公司中名列前 20 位的公司来进行投资，而不是很简单地只投资于他最喜欢的公司——他最了解、风险最小并且利润潜力最大的公司里。用预言家梅伊·韦斯特的话来说就是‘好事多多’”

益善’ ”

巴菲特认为分散投资有悖常理，往往是没有把握的选择，是没有办法的办法：“多元化分散投资是针对无知的一种保护。对于那些知道他们正在做什么的人，多元化分散投资毫无意义。”^①

巴菲特喜欢引用百老汇主持人比利·罗斯的话来讽刺过于进行分散投资的那些人：“如果你有 40 个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。 什么女孩都爱，其实什么女孩都不爱，什么股票都想赚一把，其实什么股票也赚不到。

因此巴菲特坚决反对过于分散投资：“我不能同时投资 50 家或 70 家企业，那是诺亚方舟式的老式投资法，你最后会像是开了一家动物园。我喜欢把适当的资金分配于少数几家企业。”^②

有把握的总是少数的

很多人会问：按照巴菲特选股的严格标准，一流业务，一流管理，一流业绩，并且股价相对于价值被低估很多，有足够的安全边际，这样有把握投资的好公司股票实在太少了。

是的。也许有时，你会大叫，那么多好股票我都错过了？没关系。西方有句谚语：“你不必亲吻所有的女孩。”你只要亲吻你的女孩就足够了。你不可能抓住所有的大牛股，甚至不可能抓住很多大牛股。但你只要抓住少数几只大牛股就足够了。事实上你的经验和能力是有限的，你真正有把握的好股票是很少的。关键在于你的机会有多少，而在于机会来临时，你有没有抓住机会大赌、大赢、大赚一把。

物以稀为贵。越是好公司好股票，越是罕见。巴菲特告诉我们，一旦发现，不能轻易放过：“作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的部分股权，而且你可以确定在从现在开始 5 年、10 年、20 年内，这家公司的收益实际上肯定可以大幅度增长。在相当长的

① Wairren BufTett: *The Chairman i Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1993.

② Warren Buffett: *Berkshire Hathaway Annual Meeting*, 1996.

③ Warren Bxiffett: *The Chairman i Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1984.

④ [美] 罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年，第 132 页。

时间里，你会发现仅仅有几家公司符合这些标准，所以一旦你看到一家符合以上标准的公司，你就应当大置买进这家公司的股票。”^①

很多人会不放心，集中投资于这么少的股票行吗？巴菲特宁愿少而精，也不愿多而滥：“只拥有一颗世界上最大的深蓝色钻石希望之星（**the Hope diamond**，重达 45.5 克拉）的一小部分，远远胜过拥有人造假钻莱茵石的 100%。我们拥有的公司谁都会很容易地看出来的确是罕见的珍贵宝石。”^②

巴菲特研究发现，其实早在 1934 年，凯恩斯就提出了集中投资的思想。凯恩斯不仅仅是一位伟大的宏观经济思想家，还是一位传奇式的投资家。关于他杰出的投资才能在位于剑桥的皇家学院（**King's College**）的切斯特基金（**Chest Fund**）业绩记录中可见一斑。

《证券分析》发表的同一年，1934 年 8 月 15 日凯恩斯给他担任董事的普鲁文希尔保险公司的另一位董事 **F·C·斯各特** 写了一封信，其中有一段话，巴菲特非常喜欢：

随着从事投资的年限增长，我越来越坚信，正确的投资方法是将大笔资金投入到一个自己认为非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中。而投资人将资金分散投资到大量自己几乎一无所知并且没有任何理由予以特别信任的企业中，认为据此可以限制风险的看法是完全错误的，当然，遵循这个原则也不能走极端。在实际操作中，根据我的经验，往往取决于特定时期自己的感觉，一个人的知识和经验绝对是有限的，因此，我个人认为，在任何给定的期限里，我完全有把握进行投资的企业数量，很少会超过两三家以上

凯恩斯有句名言：“一只好股票胜过十只烂股票”

集中投资才能赢利最大，这是凯恩斯一生的投资经验总结：“集中投资于少数你最有把握的股票，赢利才会最大”一般说来，杂乱分散的投资组合不会有什么赢利。不赔不赚可能就是最好的结果了。这是我从自己全部投资经历中所得出

① **Warren Buffett: The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., 1996.**

② **Warren Buffett: The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc., 1994.**

③ [英] 凯恩斯：《凯恩斯文集·投资的艺术》，江苏人民出版社，1998 年，第 61 页。

④ 同上，第 81 页。

的经验。^① 巴菲特没想到世界上最著名的宏观经济学家凯恩斯竟然是他的投资知音，正是依靠集中投资于少数超级明星股，巴菲特超越了大盘指数，超越了他的导师格雷厄姆，超越了所有同时代的投资大师，成了最成功的投资者。

3. 大成需要大忍

我们有大赌的勇气，也有判断大赢的智慧，但有把握大赢值得大赌的股票是非常稀少的，股价合理的买入机会也是很少的，大部分时间，我们根本找不到投资机会，根本没有投资机会。很多人会问，没有机会怎么办？

巴菲特的回答只有三个字：忍，忍，忍。

从某种程度上说，巴菲特是一个彻底的机会主义者。不过，他寻找的是有十足把握的机会，不是那种赢的概率很小只能冒险赌一把的小机会。有机会时，该出手时就出手，而且敢出重手，下狠手，大赌大赢一把。但同样重要的是，没有机会时，不该出手时决不出手，再小的赌注也不赌。巴菲特说：“在发现我们喜欢的股票之前，我们会一直等待。我们有十足把握的情况下才会行动，这就是我们的投资风格。”^②

你看足球场上，要得到一个好的机会需要很多时间，很多努力，进球的机会是很少的，首先是防守，先保证不失球，再努力寻找机会，一击成功进球。你看 **NBA** 为什么把球传来传去再投，为的是给最有把握的人，找一个最有把握的机会，再出手。

巴菲特感叹，投资和运动比赛有着惊人的相似之处：“短暂的成功投资机会需要长期的耐心等待”^③ 巴菲特是一个狂热的棒球迷，他非常喜欢美国著名棒球运动员、最伟大的击球手和外场手泰德·威廉姆斯，他发现威廉姆斯的击球原则和自己的投资原则一样：“我们今后仍然坚持运用我们发展到如今庞大规模的成功策略，并且毫不放松我们的投资选择标准。泰德·威廉姆斯在他的传记《我的生活故事》[*The Story of My Life*] 中解释了原因：‘我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须等到一个好球才去击打。’这是本书中的第一原则。 查

① [英] 凯恩斯：《凯恩斯文集·投资的艺术》，江苏人民出版社，1998年，第80页。

② Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1998.

③ Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 2002.

理和我赞同这种观点，而且将尽量等待那些正好落入我们‘幸运区’的投资机会。”

在球场上，一个击球手总是要出手击球的，要不就得下场了。但在股市上，你在任何时候都可以选择出手，也可以不出手，没有人管你，你也不会被罚出场。巴菲特说：“投资是世界上最美好的职业，因为你永远不会被强迫挥棒击球。”

茅台，股价 100 元，出手不出手？万科，股价 10 元，出手不出手？你随时可以出手买入，也可以出手卖出。没有人要求你必须出手，对你来说，不行动也不会受到任何惩罚，最大的损失无非是错过一次机会。

有时整整一天，整整一月，甚至整整一年，你等待着你想要的机会！突然市场先生犯下愚蠢错误了，你关注的好股票股价大跌，有一个巨大的安全边际，你跳起来，果断出手，就抓住这匹大黑马了。我将巴菲特等待安全边际投资机会的态度总结为：该休息时就休息，该出手时再出手。很多投资人，投资上瘾，如同上了烟瘾，一段时间不买卖几次股票，手就痒痒。你问他为什么明知不对偏要做？他会说：“忍不住” 巴菲特说：“如果你认为你每天都要进行投资，你将会犯下很多错误。” 投资要想取得大成功，必须大忍。巴菲特大忍的目的是：“等待出现肥得流油的机会”

大成需要大忍，小忍只能小成，甚至不成。在等待大机会的漫长过程中，投资者要像僧人修行一样，要耐得住寂寞，忍得住诱惑。忍到什么程度？忍到你呆若木鸡。

这个成语来自一个故事

齐王喜欢斗鸡，他想得到一个称霸四方的斗鸡，于是他就请纪渚子帮他驯养斗鸡。过了 10 天，齐王就去问纪渚子：“你给我驯养的那只斗鸡行了吗？” 纪渚子说，“大王，不行” “为什么不行？” “因为这只鸡羽毛张开，盛气凌人，目光炯炯，目中无人，简直是傲气冲天。” 按我们一般人的理解，斗鸡处于这种状态不正好去战斗吗，它这个时候雄风犹在啊 但真正懂得驯养斗鸡的人会说，这个时候根本不行。齐王一听，专家说不行，就再等等吧。

又过了 10 天，齐王又去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？” 纪渚子告诉他：“还不行。” “为什么还不行？” “尽管它的傲气开始收敛了，但是外边别

① Warren Buffett: *The Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, 1994.

的鸡一有响动，它马上就有反应，还想争斗，这还不行，再等等

又过了 10 天，齐王第三次去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？”

纪消子告诉他：“还不行。”

“为什么还不行？”“虽然它对外边的反应淡了很多，但是你看它的目光中，还有疾视，目光太锐利，一有响动，眼睛就过去了，所以这个时候它还太敏锐，还有这种攻击心，不行，再等等。又过了 10 天，齐王第四次去问：“我那只鸡现在驯得行了吗？”“基本上行了。为什么说现在行了呢？”“这个时候虽然外面的鸡还有一些响动，但是它已经不应答了，这个时候，它像个什么样子呢？呆若木鸡。这只鸡现在已经被训练得看起来像个木头一样，它的所有功力都已经内化于心，内致于神。这只呆若木鸡的斗鸡往那儿一站，任何鸡一看见它马上就会落荒而逃，所以说这个时候的鸡可以去斗鸡了。”

忍，就是要克制自己随便投资的欲望。在日常工作等群体行为中，有群体纪律来约束你，所以即便你没有自制力，你照样能够完成工作。但投资是一个非常个人的行为，你需要单独思考，单独决策，所以没有自制力，就无法成功。集中投资，有机会时，大赌大赢。但大部分时间只能等待机会，这时就需要大忍。

大忍是为了大成，但我们得忍多久呢？巴菲特最多忍了 52 年。在投资可口可乐之前，巴菲特观察了可口可乐 52 年。可能你会说：这太久了，我忍不住。巴菲特在 2000 年网络科技股泡沫破裂后，忍了 5 年才重新进入股市。巴菲特过去 32 年只重仓投资了 8 只股票，平均 4 年重仓投资 1 只。也就是说，平均而言，在大笔投资重仓出手的那一年前，巴菲特会忍上 3 年。

3 年不投，一投惊人。这正与中国的一句成语如出一辙，“三年不鸣，一鸣惊人。”

春秋时代，楚国的楚庄王登位执政已经三年了。然而三年之中，默默无闻，没有颁发一项命令，没有管理一件政事。有一天，右司马在宫中侍坐，他非常含蓄地对楚庄王说：“大王啊，有一只鸟停息在南方山上，时过三年，既不展翅飞腾，又不引吭高鸣。请问，这是什么缘故呢？”

楚庄王笑笑回答说：“三年不展翅，是为了让羽翼长得丰满：不飞不鸣，是细心观察民情事理。这样的鸟，虽然不飞，一飞冲天；虽然不鸣，一鸣惊人。您放心吧，您的意思我都知道。”

半年以后，楚庄王就开始亲自治理国家政事：废止了 10 项陈幸，兴立了 9 件新政，诛杀了 5 个不法大臣，起用了 6 位贤德隐士。在楚庄王的治理下，国家日渐强盛，先后灭庸、伐宋、攻陈、围郑，陈兵于周郊，问鼎周王朝。公元前 597 年，于今河南荥阳北大败晋军。公元前 594 年，迫使宋订下城下之盟，并陆续迫使鲁、陈、宋、郑等国归依，使楚国成为春秋五霸之一。

作为一个集中投资者，最起码能够等 3 年，盼 3 年，忍 3 年。在你忍不住的时候，就念念这句咒语：“三年不飞，一飞冲天；三年不鸣，一鸣惊人。”

总结以上我们讲的三点，就是巴菲特集中投资战胜市场的秘诀：大勇、大智、大忍。

大勇，为人之所不敢为；大智，知人之所不能知，大忍，忍人之所不愿忍。

有一天重读《论语》，我恍然大悟，原来巴菲特的投资之道——大勇、大智、大忍，恰恰遵循了孔子传下的三条君子之道：勇者无惧，智者无惑，仁者无忧。只不过，在投资中最后一条是“忍”者无忧。

我们集中投资，大量买入好公司的好股票之后，就面临一个新问题，持有多久卖出赢利最多呢？应该长期持有还是应该短线操作呢？巴菲特是如何选择卖出时机的呢？请看下一章《长期持有》