

集中投资

作者：（美）艾伦·卡尔普·波尼洛 迈克尔·范·比玛 托比亚斯·E·卡莱尔

目标并不总是意味着必须要实现，很多时候，它只是向我们提供了瞄准的靶心。

——李小龙

成功的勇士也不过是普通人罢了，只是他们有着惊人的专注度。

——李小龙

我可以告诉你们一个好消息，想要成为一个伟大的投资家，你不需要极高的智商。如果你的智商达到了160，可以卖给别人30点智商，因为在投资活动中，你不需要那么多。你真正需要的是正确的性格。你需要能够将自己从别人的观点或看法中抽出身来。

——沃伦·巴菲特

长期超额收益的投资原则——集中投资

集中投资是一种知者甚少的投资组合构造方法，它被沃伦·巴菲特、查理·芒格、伯克希尔·哈撒韦公司长期副手卢·辛普森以及本书中介绍的其他一些著名投资家们所采用，并产生了规模庞大的投资回报。尽管在市场沉浮中不时地盛行或落伍，但是作为一项饱含争议的话题，多年以来，集中投资的策略已经被巴菲特和芒格采纳并取得了成功。市场向好时，集中投资很受欢迎，因为它能放大收益；但当市场转坏时，这种策略经常被抛弃——尽管这听起来有点事后诸葛亮——因为它加大了波动。

这本书介绍了八位在集中投资领域风格不同的投资家。这些接受采访的投资家和捐赠基金都处于现代。其中一位投资家，约翰·梅纳德·凯恩斯，在目前看来已经成了历史人物，但他是许多集中投资观念的早期运用者，这些观念也被他的继承者们所采纳。本书的目的是梳理产生惊人投资回报的投资原则。尽管这些投资家们在不同的时代开展投资活动，却都在长期中——我们将“长期”

定义为至少20年——使他们的投资组合翻了**很多倍**。考虑到他们都有不竭或者近乎不竭的资金来源，书中的投资家们在现实中并不常见。我们将不竭的投资来源假设为允许他们践行集中投资理念的一个重要因素。本书

同样提出了用于确定投资组合中每笔投资规模的数理框架——**凯利公式**。从这些伟大的投资家们那里总结的结论，和凯利公式指出的结果不谋而合。

现代资产组合理论告诉我们，市场是有效的，任何击败市场并取得超市场收益的企图都只是蛮干，与其回报相比，代价十分高昂。然而，事实表明，至少有一小部分激进的投资经理的确击败了市场表现，并在长期中取得了丰厚的利润。本书和其中介绍的投资家赞同有效市场理论支持者有以下两个主张：

1市场基本是有效的。

2如果你是一名查理·芒格所称之的“一无所知”的投资者，就应该把市场视为有效市场。

换句话说，想要取得击败市场的投资回报，需要努力工作和渊博的知识。如果你缺乏这些要素，那你最好还是进行分散化投资或者投资指数基金。然而，如果你拥有必要的知识，能够努力地工作，也拥有本书中描述的一些其他特质，那将你的精力专注在少数几只股票上，对你而言更为有利。集中投资的程度因人而异，本书中的投资家们一般将投资专注在5至20只股票上。投资的股票数目越多，分散投资的好处就越多，投资组合的波动性就越小；但是，在很多情况下，长期的投资回报也越低。在巨额下注和高波动性之间的权衡是投资者自己的选择，但无论是凯利公式，还是书中的投资家们都指出了巨额下注和更高程度集中投资的优势。

凯利公式

1956年，凯利的论文在《贝尔系统技术》杂志上发表，论文的题目很普通：《信息率的一种新解释》。

在他的论文中，凯利举的例子是赌客投注棒球比赛——而不是赛马，就像经常报道的那样——通过“无噪声”私人电报，这些赌客在比赛结果公开之前得到完全准确的比赛结果。如果球队旗鼓相当，赌客就能够获得**投注赔率是1:1**——即使他知道游戏的结局。在这个假设的例子中，赌客获得了完美的信息，那么他可以赢得多少就只取决于他选择下多大赌注。他将会下多少赌注呢？如果他赌上他的一切，其资本就会呈指数型增长，n次投注后，他拥有的资金就是原有资金的2n倍。举个例子，如果他开始有100美元，然后就会增加一倍达到200美元，接着就是400美元、800美元、1600美元、3200美元，以此类推。10轮下注之后，原有的投注就会有100 X 2¹⁰美元，即102400美元。要注意的是，在经济学中，资本的指数增长并不少见。凯利认为赌客的资本如果按周算，就相当于一个按周计算复利且每周收益率为百分之百的投资。这让他得出一个关于数值G的方程，凯利把G叫作赌客资金的指数增长率。

现在凯利假想有一个“嘈杂”的私人电报线路，并用它来给赌客传递棒球比赛的结果。传递的信息错误的概率为p，正确的概率为q。现在，如果赌客仍然每次都把他的所有资金全部下注，那么同样的公式仍然会使其资本的预期值最大化，但他也很有可能破产。在传输过程中的任何错误都将会导致破产，并且，如果他总是用电报来搜集信息，那么他肯定会收到错误的传输结果。现在凯利考虑的是，如果赌客只将他资金的一小部分下注，结果又会怎样呢？他应该下多少注？最佳的投注规模应该能够让赌客资金的指数增长率G最大。凯利采用香农信息理论论文里的传输速度定律，将之简化如下：

$$f^* = \frac{bp - q}{b} = \frac{p(b+1) - 1}{b}$$

其中：f*是当前资金用来下注的比例；b为下注净赚到的钱（形式为“b比1”）；也就是说下1美元的赌注可以赢得b美元（并且返还你的1美元的赌注）；

p是获胜的概率；

q是失败的概率，也就是1 - p。

也许这个方程显得比较复杂，它可以进一步简化成“预期获益/赔率”，这是在实际中可以凭经验直观得到的。如果凯利赌客参与一个胜负概率均等且不具备预期收益的赌博——例如抛硬币，投注者不管怎么下注，他可能得到双倍赌注，或者失去赌注——那么，最佳投注是零。**在没有任何优势的情况下，凯利公式不会让赌客参与赌局。如果结果是确定的，凯利公式就会建议把所有资金都压上。**考虑到可控的因素，公式根据所提供的赔率、优势以及赢的概率发生变化。拥有更有利的赔率或更大的优势时就增加投注规模。当赔率较为不利或者优势较小时就减小投注规模。“凯利”式赌客遵循着与传统赌客不同的标准。每一次赌博中，假定是重复投注的话，“凯利”式赌客寻求资本对数期望值——复利回报——最大化。在他的论文中，凯利认为这个模型也可以适用于某些其他的经济状况。此时，公式只需要知道利润再投资的概率和当事人变更投资或下注的资金数量的能力。

书摘1

卢·辛普森有着他自己的投资风格。从某种程度上讲，我们每个人都选择了适合自己天性的投资风格。有很多领域看上去十分复杂，我们就避而远之。如果最终我们没有取得任何优势，那么无论我们之前如何努力地工作，一切都毫无意义。当一个人什么都不做时，他的弹性就很大。这就是他的秘诀之一。按兵不动，这正是辛普森的投资风格、芒格的投资风格以及巴菲特的投资风格。

书摘2

我们尽力效法泰德·威廉斯的击球原则。在他的著作《击球的科学》中，泰德解释说，他将击球区划分为77个小单元，每一个单元只有棒球大小。他很清楚，只在球进入“最佳”单元时去击球，安打率才能达到0.400，而在球进入“最糟糕的”单元，即击1球区的外侧底部角落时去击球，安打率会下降至0.230。也就是说，耐心等待好打的慢球，会铺就通往名人堂之路；无差别地击打来球，意味着走向平庸。

——沃伦·巴菲特

书摘3

卢·辛普森的投资哲学：①独立思考；②投资那些为股东带来高收益的公司；③只支付合理的价格，即使面对的是优质企业；④进行长期投资；⑤不要过度分散投资组合。

书摘4

我越来越坚信，正确的投资之道是将大笔资金投入你认为自己有所了解，并且对其管理信心十足的企业中。指望广泛投资那些你不甚了解，也没有理由抱有信心的企业，借此把控风险，是一个错误。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

书摘5

除了投机交易固有的不稳定性，人的天性中也包含着不稳定性——我们很大一部分的积极行动都取决于一种自发的乐观情绪，而不是基于数理的预期。无论道德行为、享乐行为，还是经济行为，都是如此。我们许多积极行动的决定，其完全的结果将在之后的数天中逐渐呈现。这些决定，只能被理解为动物精神的结果——一种自发的想要有所行动而非保持沉默的迫切欲望，而不能被解释为量化收益与量化概率叠加的加权平均的结果。企业无论显得多么真诚和坦率，都只是假装受自己的招股章程中的条款驱动。比远征南极还要难做到的，就是在准确计算未来收益的情况下进行投资。因此一旦动物精神开始黯淡，自发的乐观开始减弱，留下我们凭借基于数理的期望开展投资，那么企业将会衰退并破产——尽管与之前的获利期望相比，这种对蒙受损失的惧怕并没有一个更合理的基础。

——凯恩斯



尚正基金管理有限公司

客服电话：400-0755-716

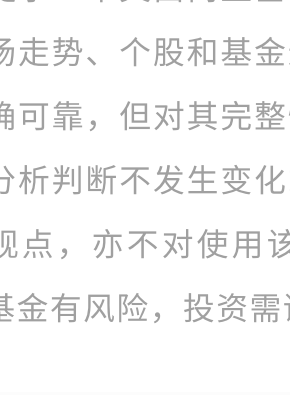
客服邮箱：service@toprightfund.com

公司官网：www.toprightfund.com



微信订阅号

尚正基金



微信服务号

尚正基金管理有限公司