

1
HZ BOOKS

Mc
Graw
Hill
Education

KEYNES

K E Y N E S ' S W A Y T O W E A L T H

明智的投资最终要靠明智的经济理论

在股市遇见 凯恩斯

「股神级」经济学家的投资智慧

[美] 约翰 F. 瓦辛科 著 郭武文 译
(John F. Wasik)



机械工业出版社
China Machine Press

在股市遇见 凯恩斯

「股神级」经济学家的投资智慧

[美] 约翰 F. 瓦辛科 著 郭武文 译
(John F. Wasik)

KEYNES
KEYNES'S WAY TO WEALTH



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

在股市遇见凯恩斯：“股神级”经济学家的投资智慧 / (美) 瓦辛科 (Wasik, J. F.) 著；郭武文译。
—北京：机械工业出版社，2015.111

书名原文：Keynes's Way to Wealth: Timeless Investment Lessons from the Great Economist

ISBN 978-7-111-51743-6

I. 在… II. ①瓦… ②郭… III. 凯恩斯, J. M. (1883 ~ 1946)-生平事迹 IV. K835.615.31

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 239804 号

本书版权登记号：图字：01-2015-2048

John F. Wasik.

Keynes's Way to Wealth: Timeless Investment Lessons from the Great Economist.

ISBN 0-07-181547-5

Copyright © 2014 by John F. Wasik.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of McGraw-Hill Education (Singapore) Pte. Ltd. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司合作出版。

版权 © 2015 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

在股市遇见凯恩斯：“股神级”经济学家的投资智慧

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：施琳琳

责任校对：董纪丽

印刷：北京天宇万达印刷有限公司

版次：2016 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开本：147mm×210mm 1/32

印张：7

书号：ISBN 978-7-111-51743-6

定价：45.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版 本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

约翰·瓦辛科的书粉碎了约翰·凯恩斯只知拥护政府干预经济体系的传说。它探究了凯恩斯在经济动荡时期充当基金经理的鲜为人知的角色，他的股票市值、风险对冲以及行为理论等概念引出了成功的投资策略，对今日的投资人来说仍然可资借鉴。

——安德鲁·莱基

雷诺兹国家商业新闻学中心主任

瓦辛科精彩地展现了凯恩斯如何从交易转变为买入并持有，成为令格雷厄姆、多德、巴菲特和约翰·博格交口称赞的价值投资人。

——拉里·斯威德罗伊

白金汉资产管理联盟负责人兼研究总监

约翰·瓦辛科奇妙地将凯恩斯的经济思想与他日常管理资产时所做的决策联系起来。本书以简练流畅的语言，从最真实的方面阐明了凯恩斯的货币思想，同时还难得地呈现了他从作家转变

为经济学家和投资人的历程。

——赫莱茵·奥伦

财经作家

尼克松曾经说过，如今人人都是凯恩斯派。然而就个人投资而论，只有像沃伦·巴菲特这样的人物才算得上。读读约翰·瓦辛科这本讲述凯恩斯如何赚取并保持财富的好书。如果我们依照书中所说的凯恩斯派投资计划来行事，就会大大提高保障子孙后代经济前景的成功概率。

——托马斯·盖根

律师

约翰·瓦辛科以生花妙笔叙述了凯恩斯作为大宗商品、股票和债券投资专家的故事。我建议对凯恩斯或是对投资感兴趣的人都读读这本书。

——滋维·博迪

波士顿大学管理学教授

本书透过世界有史以来最具魔力的经济学家的故事，揭示了永恒的投资原则。这本书提供了每一名投资者都不可不知的经验教训，以及在积累财富和保持财富方面历经时间考验的实用方法。无论是投资新手还是历练老成的投资行家，此书都是必读之作。

——安德鲁·斯托尔曼

律师

本书对经济学的贡献与《聪明的投资者》对挑选股票所起到的作用一样。瓦辛科让我们得以站在以往百年间最重要的金融思想家的肩上。不仅如此，本书还让大家了解到凯恩斯本人的故事，知道他的哪些失误与成功激发了后世卓越的思想。金融领域古往今来最重要的人物在瓦辛科笔下获得了新生——凯恩斯不只是一名经济学思想家，他还在金融市场上亲身经历着痛苦与迷醉。

——李·蒙森

特许金融分析师、注册理财规划师，Portfolio 公司首席投资官

约翰·瓦辛科再度来袭！本书从新的角度透视了全球最著名经济学家的投资手段。通过本书我们发现，他不仅是弃旧开新的基金经理人，还通过指导众多资产组合而富甲一方，日后的巴菲特等人便采用了他当时所依据的价值原则。这真是发人深省。

——汤姆·莱顿

《ETF 趋势》发行人

1946 年去世的经济学家凯恩斯仍然是美国左右两翼的政治靶子。瓦辛科揭示出了凯恩斯不为人知的一面。他通过自己的尝试与失败，凭着“过人胆略”拟定了适用于任何投资人的合理策略，无论他们是收看福克斯广播公司还是微软全国广播公司的频道。

——比尔·巴恩哈特

《芝加哥论坛报》金融专栏作家

关于凯恩斯的文献汗牛充栋，本书作者却打算填补其中的一道缺口，也就是透过凯恩斯的生活、工作和传世经典来分析凯恩斯的投资理论。作者此举值得称赞，何况他的叙述十分生动，不仅非专业人士读来欲罢不能，就连对凯恩斯有了解的学者同样也会不忍释卷。

——玛利亚·克里斯蒂娜·马库佐

罗马第一大学教授

约翰·瓦辛科在其新作《在股市遇见凯恩斯》中凭着深入细致的调查资料，以引人入胜的文笔写出了凯恩斯往往被人忽略的一面——他是一位规避风险的投机家，在那个对冲基金或基金经理尚不存在的时代，他就敢把自己和别人的钱押到大宗商品、货币、股票及债券上。瓦辛科避开理论家才懂的重大经济学论题，以讲故事的方式娓娓道来，讲述凯恩斯在战争和大萧条时期从事价值投资所取得的成功，从而让读者看到他的经济学理论和金融实践方法赖以形成的基础。

——诺米·普林斯

高盛公司原执行董事

献给

亚瑟·斯坦利·瓦辛科
(Arthur Stanley Wasik)

投资家凯恩斯

在我们这个“后泡沫”时代动荡不安的经济环境中，世界各地的焦点都集中在处理全球经济减速时彼此对立的两种政府政策。第一种政策依据的是以奥地利经济学家弗里德里希·哈耶克（1899—1992）为代表人物的自由市场观念，它宣扬削减政府支出，减少赤字和债务，然后让国民经济通过不受约束的商品与服务市场而实现增长。

与此相对，英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（1883—1946）所主张的“凯恩斯主义经济学”则呼吁强硬的政府干预，目的是通过所谓的“注资刺激”来扩大经济需求总量——增加政府支出，提高赤字和债务（至少在恢复经济增长之前），以联邦刺激资金来弥补私营部门支出的不足。

1950年我还在普林斯顿大学主修经济学时，第一次读到凯恩斯论述这一主题的鸿篇巨制《就业、利息和货币通论》（以下简称《通论》）（*General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936

年)。我得承认，那时候自己稚嫩的头脑还有点消化不了这本书的要义。不过其中的第 12 章“长期预期状态”对我来说却清晰明晰、令人折服。这一章还穿插了关于投资的一些高明方法，结果对我 1951 年的毕业论文《投资公司的经济作用》(*The Economic Role of the Investment Company*) 产生了深刻影响。除此之外，我后来的许多小品文章和演讲，以及我在 1993 年以后撰写的 10 本书中的 9 本，无一不曾濡染凯恩斯的智慧。由此可见，我根本的投资理论的启迪者乃是投资家凯恩斯，而不是经济学家凯恩斯。

当我获悉报人约翰 F. 瓦辛科将在你此刻手中的这本书中专注于凯恩斯的投资智慧时，不禁颇为喜悦。我很快就发现本书不啻随珠荆玉——不仅内容翔实、引人入胜，而且流畅洗练，读来痛快淋漓，不愧是波澜老成的报人之作。我把它推荐给大家。

正如本书的副书名——“股神级”经济学家的投资智慧所示，凯恩斯辉煌的投资生涯为今天的投资者制定和实施明智投资策略奠定了坚实的基础。瓦辛科在第 9 章给出“财富密钥”的 10 条规则，对此我完全赞同。事实上，这 10 条规则正是我本人投资组合的核心原则。更重要的是，这些成功的投资规则构成了我于 1974 年创立的投资公司先锋集团的基本投资策略。这些基本的价值观实际在诸多方面，均建立于 60 多年前我在普林斯顿毕业论文中表达的观点。它们经受住了时间的考验。

凯恩斯勋爵在我漫长的职业生涯中所起的作用，正说明了易于理解和阐述的完善观点是如何在岁月的洗礼下历久弥坚的。《通

论》及其发人深省的第 12 章已经出版近 80 年，我想凯恩斯本人也会对这些投资者投资思想和投资计划的经久传承感到惊讶吧。

我先讲讲凯恩斯区分投资和投机的故事。1925 年，凯恩斯介绍了投资者假定未来与过去类似的愚蠢偏好。他警告道：“将基于过去经验的归纳论证应用于未来非常危险，除非我们能明辨其（过去）广泛成因。”

实业与投机

10 年后，凯恩斯在《通论》一书中集中地解释股票收益的两大原因。其一是实业——“在整个生命周期预测资产的预期收益”；其二是投机——“预测市场心理”。两个因素共同说明投资者的“长期预期状态”。

从他在伦敦的有利位置看来，凯恩斯观察到“纽约为世界最大的投资市场之一，投资在此市场的势力非常庞大……美国人很少为收益而投资，除非他希望以后会有资本增值，否则，他并不十分愿意购买一项投资。这就是说，美国人购买一件投资品时，其希望的收获倒不在于未来的收益，而在于投资的市价波动对他有利。换句话说，他就是以上所谓的投机者”。如今距凯恩斯写下这段话已有 80 年，情形依然如此，而且更加强烈。

当时主要由个人拥有股票，而个人很大程度上并不了解商业运作或估值，导致由短暂、无关事件带动的过量，甚至荒谬的短期市场波动，基于此，凯恩斯相信短期投机能压倒长期实业。他

(准确地)指出现有投资收益的短期动荡会导致积极和消极情绪的不合理波动。

凯恩斯补充称职业投资者的知识和判断力都超出一般私人投资者，如果听凭没有专业知识的人去从事投资固然会使市场变幻莫测，但专家之间的竞争也许可以矫正这种趋势。职业投资者的精力和才干并不在于他们在对投资品整个生命周期的收益进行长期预测方面比常人高出一筹，而仅仅是在预测短期市价依据惯例的变化方面比一般群众稍超前一些。因此，他把市场描述为“智力游戏的战斗不在于预测未来好几年后的收益如何，而在于预测近几个月后市价的变化”。

年轻学生与年迈大师的分歧

我在 1951 年毕业论文中引用了凯恩斯的结论，但当时年纪尚轻，竟鲁莽地对大师提出异议。我在论文中指出，职业投资者并未屈服于无知市场参与者的投机心理，而是集中于实业。我所预测的成为一个大得多的共同基金行业，投资组合经理“为市场提供稳定、复杂、开明的分析型证券需求，该需求本质上基于企业(内在)业绩，而非企业股票价格所反映的公众评估”。可叹！我所预测的行业职业投资者对实业的复杂和分析重点完全未能实现。相反，共同基金对投机的注重却增长数倍。得分结果：凯恩斯 1 分，博格 0 分。

有趣的是，凯恩斯很清楚预测股票收益率并不可靠，他指出

“如果在预期时把非常不确定的因素看得太重，当然不是明智之举”，并补充道“这里的‘非常不确定’并不是‘不可能’”。因此，凯恩斯在预测个股收益时，并未尝试量化实业与投机的关系，也没有考虑通过数百只股票的多样化投资组合来使个股风险多元化。然而数十载后，我突然想到要专注于股票投资组合并量化实业与投机的关系。

量化凯恩斯对实业和投机的区分

20 世纪 80 年代末，基于我对金融市场的研究和亲身经验，我总结出股票收益的两个重要来源：①经济，②情绪。我把凯恩斯所谓的实业称为“经济”，“投机”则可以表达为“情绪”。我将经济定义为投资回报，即股票投资组合初始股息率加上随后的年收益增长率；将情绪定义为投机回报，即投资者为每一美元收益愿意支付的价格变化，本质就是投资者对投资组合公司未来收益估值（贴现率）变化产生的回报。

简单地将投机回报与投资回报相加，即为股票市场投资组合产生的总回报。举个例子，如果股票开始的股息率为 4%，随后 10 年的收益增长率为 5%，则投资回报为 9%。如果市盈率从 15 倍增加到 20 倍，则 10 年间 33% 的增幅即可转化为每年约 3% 的额外投机回报。把两个回报率加在一起，股票总回报率为 12%。这并不复杂！

这种非常简单的分离实业和投机（即投资回报和投机回报）

的数值方法已在实践中得到证明。而我（再次！）大胆地认为凯恩斯勋爵会赞同对其理念进行数学延伸。数十年光阴辗转来到新世纪，将标准普尔指数的 500 只股票看作投资组合，我们可以以优良的精度计算出美国股票实际赚取的总回报（见表 0-1）。

表 0-1 多样化股票投资组合收益来源 ^①										(%)	
	1		2		3		4		5		
	投资回报						(3+4)				
	股息率		收益增长率		(1+2) 总计		投机回报 ^②		总市场回报		
20 世纪	3.5	+	4.7	=	8.2	+	0.8	=	9.0		
20 世纪 10 年代	4.3		2.0		6.3		-3.4		2.9		
20 世纪 20 年代	5.9		5.6		11.5		3.3		14.8		
20 世纪 30 年代	4.5		-5.6		-1.1		0.3		-0.8		
20 世纪 40 年代	5.0		9.9		14.9		-6.3		8.6		
20 世纪 50 年代	6.9		3.9		10.8		9.3		20.1		
20 世纪 60 年代	3.1		5.5		8.6		-1.0		7.6		
20 世纪 70 年代	3.5		9.9		13.4		-7.5		5.9		
20 世纪 80 年代	5.2		4.4		9.6		7.7		17.3		
20 世纪 90 年代	3.2		7.4		10.6		7.2		17.8		
21 世纪	1.2		0.8		2.0		-3.2		-1.2		
1900 ~ 2009 年 平均值	4.5	+	4.3	=	8.8	+	0.3	=	9.1		

①标准普尔 500 指数。
②估值变化，按十年期市盈率乘数年增率或年减率测量。

股票投资回报（第 3 栏）经证实极易受合理预期的影响。初始股息率（第 1 栏）是确定股票回报的关键且又被低估的因素，在投资时即为已知。各个十年期股息率对投资回报的稳定贡献始终为正数。

除去萧条的 20 世纪 30 年代，其他各个十年期收益增长率（第 2 栏）的贡献也为正数，每年通常为 4% ~ 7%。年度总投资回报率仅有两次（分别于 20 世纪 30 年代和 21 世纪头 10 年）不足 6%，仅两次超过 12%。但如果我们认识到公司收益增长率与美国国内生产总值（GDP）增长率具有显著的一致性，则此相对一致性也并不奇怪。

投机回报则具有投机性质，几十年来一直正负交替。如果市盈率处于历史低位（比如低于 10 倍），则其随后 10 年有可能上升。如果市盈率处于历史高位（比如高于 20 倍），则其有可能下降（不过无论是哪一种情况，我们都不知道何时会发生变化）。尽管如此，正如凯恩斯提醒我们的，未来从来都不确定，可能性也不是总能得到证实。但这种简单的计算投资回报和投机回报再把它们加在一起，从而预测股票总回报的方法，在过去几十年来成功地建立了股票市场回报的合理预期。

重点在于：长期看来，投资经济，即实业决定总回报；而短暂投资情绪，即投机在短期极为重要，最终却证实为几乎毫无意义。如表 0-1 所示，过去 110 年来，美国股票 9.1% 的平均年收益包括 8.8% 的投资收益（4.5% 的平均股息率加 4.3% 的年平均收益增长率）以及仅 0.3% 的投机收益，收益源于市盈率随时间的必然增长，从 10 倍增长至 18 倍并在整个时期内分摊。总而言之，投资美国商业长期来看是盈利的。

“动物精神”

凯恩斯在第 12 章结尾提出关于投机不稳定性的几点思考，并因此留下一个属于所有时代的词语——“动物精神”。

除了投资以外，还有其他不稳定因素起因于人性特征。我们的积极行为很大一部分是由乐观情绪所决定的，而不是由道德方面、快乐方面或经济方面的冷静计算决定的。我们做一件事情假如要经过很多天以后才知道结果，那么，要不要做这件事大概不是先用可得利益乘以可能性，求出一个加权平均数再做决定；大多数是受一时的本能冲动，一种油然而生的想动不想静的驱策而行事的。

不管企业发起的缘由做得多么坦白诚恳，假如真是如上所说利益计算的结果，那只能是自欺欺人。企业精确计量未来的利益得失，也仅比南极探险依靠计算未来的利益得失略胜一筹。一旦本能冲动衰退，乐观情绪动摇，一切都靠计算行事，企业也就萎靡不振，离死期不远了……

在第 12 章的结语中，凯恩斯似乎认可了我将其股票市场运作结论量化的卑微尝试。他敦促投资者勿要认为“任何事情都是由不理智的心理波动决定的”，并重申投机回报的不稳定性。当他把

长期预期状态描述为“往往稳定”时，他其实指的是在整个生命周期掌控投资的是投资回报，即经济而不是情绪。

凯恩斯强调影响未来的投资决策不能依赖于严格的数学期期，这一点当然是正确的。未来总是不确定。但若凯恩斯能活到今日，他可能会惊奇于分散投资产生的影响，降低个股风险、缩小预测范围，并且就我们所知，提高对所有股票投资组合公司收益的预测能力（至少对于美国，或许能延伸至全球投资组合），公司收益应当以与国家、世界经济长期增长率相应的速度增长。

凯恩斯传世经典的主要贡献

凯恩斯巨著发表的八十多年来，金融格局经历了沧海桑田的变迁，但他非凡的思想在今天依然能引起人们的反响。最引人注目的或许就是一大批经验丰富、备受推崇的实操型投资者使用的投资策略正是效仿了他。除其他人外，本书列举了伯克希尔－哈撒韦的“奥马哈先知”沃伦·巴菲特、经典著作《聪明的投资者》的作者本杰明·格雷厄姆、耶鲁大学发展捐赠基金先锋投资经理大卫·斯文森以及 GMO 口齿伶俐（很少出错）的经理杰里米·格兰瑟姆。

当然，我很荣幸能够成为约翰·瓦辛科列出名人中的一员，很大一部分原因是我于 1975 年创立了世界上首个指数共同基金，只比先锋集团的创建晚几个月。先锋集团拥有独特的共同（股份制）架构，现在全球最大的基金公司。在所有这些长期投资者