

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

史上基金投资第一人的投资心得
操盘31年，22次跑赢市场，投资增长55倍

约翰·聂夫 的成功投资

John Neff on Investing

华章经典·金融投资

J O H N N E F F

[美] 约翰·聂夫 著
史蒂文·明茨

吴炯 谢小梅 译



机械工业出版社
China Machine Press

约翰·聂夫 的成功投资

John Neff on Investing

华 章 经 典 · 金 融 投 资
J o h n N e f f

〔美〕 约翰·聂夫 著

史蒂文·明茨
Steven L. Mintz

吴炯 谢小梅 译



机械工业出版社
China Machine Press

John Neff, Steven L. Mintz. John Neff on Investing.

Copyright © 1999 by John Neff and Steven L. Mintz.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有。侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2007-0468

图书在版编目(CIP)数据

约翰·聂夫的成功投资/(美)聂夫(Neff, J.)著;吴炯,谢小梅译. —北京:机械工业出版社, 2008.4

书名原文: John Neff on Investing

(华章经典·金融投资)

ISBN 978-7-111-23867-6

I. 约… II. ①聂… ②吴… III. 股票—证券投资—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第045018号

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:王洪波

版式设计:刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷 · 新华书店北京发行所发行

2008年4月第1版第1次印刷

170mm×242mm · 16.25印张

标准书号: ISBN 978-7-111-23867-6

定价: 38.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007



献给莉莉 (Lilli)

陪伴我45年的妻子

兼我最好的朋友、知己

和孩子们挚爱的母亲

且是我最忠实的支持者

约翰·聂夫

推荐序一

Foreword

证券投资是很容易产生各种成功者和英雄的行业，每一次的牛市都会产生大量的“股神”、赢家和暴富神话。但是，通常这些来得快去得也快。想想看有几个人还能记得几年前的股市风云人物？所以说，时间很重要，时间是甄别投资行业中成功人士的最有效武器，因为只有那些最顶尖的人才能在漫长的时间中屹立不倒。

经历了漫长岁月检验的成功投资者并不多，而约翰·聂夫就是其中之一。约翰·聂夫执掌温莎基金长达30余年，期间创造了让人瞠目的纪录。我们都知道，大型共同基金很难长期战胜市场平均，但是温莎基金却在超过30年的时间里平均每年领先市场超过3%。这样的成绩看起来似乎没多少说服力，但是要知道这是在承担远小于市场平均的风险下取得的，而且考虑到时间因素，能够长期做到这样成绩的除了巴菲特等少数几个人外，无人还能做到。

有一个值得我们关注的地方是，取得这样的成绩，约翰·聂夫并没有使用什么高深的投资技巧及数学模型什么的，而是使用了最广为人知的投资方法——低市盈率投资法。这就引出了一个问题，投资成绩的好坏往往并不取决于某人是否掌握了某种投资圣经，而是取决于投资者是否能够坚持简单却符合逻辑的投资策略。还好，约翰·聂夫并没有隐藏自己成功的秘密，而是无私地将其30多年的经验和总结公布了出来，在这本《约翰·聂夫的成功投资》中，我们可以重温大师创造辉煌的过程和投资思路的总结记录。

《约翰·聂夫的成功投资》由三部分构成，第一部分



“走进温莎”描写的是约翰·聂夫的童年以及求学过程直至进入温莎基金的历程。第二部分“永恒的原则”，是对投资者最有参考意义的约翰·聂夫的投资思路和低市盈率投资法的详细讲解。第三部分“市场流水账”则是约翰·聂夫30年投资过程的记录，其中有很多成功以及失败的案例是非常好的教学案例。

约翰·聂夫的投资风格概括起来有7条：

1. 低市盈率；
2. 基本增长率超过7%；
3. 收益有保障；
4. 总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳；
5. 除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期性股票；
6. 成长行业中的稳健公司；
7. 基本面好。

从这7条上看，聂夫的投资策略保守的很，用他自己的话说就是，这是一个没有保证的行业，温莎追求的是，尽量让回报和风险的天平倾向回报一侧。这种风格实际上和格雷厄姆的安全边际概念有异曲同工之妙，也都符合孙子兵法里的“不可胜在己，可胜在敌”的原理。

第2、6、7条里我们可以看出，聂夫并不只是单纯地追求低市盈率，也追求增长率，只是和现在流行的追求高增长不同，聂夫追求的是稳健的、可以控制的增长率。一方面这是从保守的角度出发，另一方面，历史统计数据表明，高增长率是无法长期持续的。聂夫还很重视分红率，认为分红率是投资总收益中很重要的一部分，而高分红率和低市盈率往往是相辅相成的。

聂夫本质上是一个逆向投资者，这和他小时候与路标都能辩论的执拗个性有关。聂夫擅长寻找那些目前处于“水深火热”中，但是有潜力的逆向股票，通过这些投资，温莎获取了高额回报。不过这些收益也不是来得容易，因为坚持低市盈率的逆向投资策略，往往使得温莎在牛市里落后市场，而在市场降温时就会遥遥领先。应该说是聂夫的坚韧个性成就了其逆向投资的威名，也成就了温莎的赫赫盛名。不过，我们在学习成功者的时候也不能照搬一切，逆向投资虽然有效却也未必能适合所有的投资者，在投资策略上保持和自己的个性相符是非常重要的，只有这样才能容易坚持下去。

对比同样都是共同基金界大师级别的彼得·林奇，可以发现一个比较有意思的现象，那就是两人都热衷于通过逛商场的方式来选股。聂夫通过逛商场发现的一号码头公司，在6个月内给温莎带来了100%的利润。这都是最简单的实地考察方法，我想这对于普通投资者尤其具有指导意义。作为普通投资者，大部分人没有机会能拜访上市公司老总，获取上市公司经营状况的第一手资料，但是通过这样“踢轮胎”方式的考察，投资者一样可以得到有关公司经营状况的有效信息。

另外一个共同点就是两个人都将目标股票进行了分类，可以按照不同的分类特点来采取不同的投资策略。和林奇将股票分成6类（请参考《彼得·林奇的成功投资》^①一书）不同，聂夫将股票分成了4类：（1）高知名度成长股；（2）低知名度成长股；（3）慢速成长股；（4）周期成长股。聂夫认为高知名度成长股是需要回避的，因为高知名度成长股通常其市盈率也很高，一旦公司不能实现投资群体的期望，那么就会出现迅猛的下跌。我想阐释这一观点最好的例子就是在本次行情中蓝筹股的表现了，曾经一度成为价值投资象征的蓝筹股们出现了大幅的下跌，成为最严重的受灾区。聂夫推崇低知名度成长股，因为低知名度成长股完全符合其低市盈率稳健成长率的投资标准。一旦这些低知名度的成长股被市场发现，那么带来的会是成几倍的上涨。聂夫的投资案例中有很多这样的成功案例。

第二部分“永恒的原则”中提到“卖出的理由”这部分，我认为是最有价值的內容之一，尤其是在目前这种将价值投资和长期持有不卖出等同化的环境中，看一看大师的做法会有很好的参考意义。温莎卖出股票的最终原因有两条：（1）基本面变坏；（2）价格到达预定值。聂夫认为只要基本面安然无恙，不介意持有股票3年、4年甚至5年时间，但是这并不能阻止温莎在适当的时机迅速获利出局。温莎曾经有过持有股票不足一个月的情况。

爱上一只股票是很容易的事情，却也非常危险，温莎买入并拥有的股票都是为了卖出。这种观点可能和国内投资者耳熟能详的长期持有观点相冲突，但是个人认为这种理念和做法更实际一些。因为考虑到概率问题，一个人在上千只股票中选一个百年老店、长期成长的好公司的概率有多大？可口可乐这样的常青树公司中国终有一天也会出现，但是更多的企业会遵循“生老病死”的自然规律。所以，作为普通投资者最好不要过高地估计自己的能力和运气。投资也是一种事业，买和卖之

① 该书已由机械工业出版社出版。

间做到收放自如才能经营好自己的事业。

仔细分析聂夫的成功投资策略就能发现，包括巴菲特、林奇在内的大部分成功者的投资策略其实都很相似。说起投资，其实并无秘密可言，成功的方法就这么简单地放在了投资者面前。那么决定一个投资者成功与否的关键因素到底是什么呢？我认为就是“坚持”二字，只有能够坚持这种简单的投资策略的人，才能有机会最终胜出。读一读书中占了大量篇幅的温莎投资流水账部分，你就能对此有更深刻的理解，而这段实际投资过程的记录结合聂夫的投资策略，也会是最好的投资教材。

孔子说：“温故而知新”，用心学习成功者和先行者的经验，必定能够大大缩短投资者摸索和实践的过程，而《约翰·聂夫的成功投资》则是提供这样经验的一本好书。

权成光

推荐序二

Foreword

约翰·聂夫作为投资领域的杰出专家，恐怕再没有人能在这么长的时间内把这么大的一个共同基金管理得如此出色了，而且以后也很难想象有人会和他做得同样出色。

约翰·聂夫执掌温莎30年有余，这期间温莎的投资记录让人瞩目的同时不免令人感叹。当大多数专业投资经理的投资收益越来越落后于大盘平均收益之时，约翰·聂夫管理的基金却以超过市场平均收益率达3%以上的年平均收益率遥遥领先。（该成绩实际领先大盘3.5%。除去业务开支，在长达1/3个世纪的时间跨度内，净收益率平均高出市场整体收益率达3.15%——年复一年，年年如此。）

请想象一下这个记录的真实含义，同时不可忘记复利增长的神奇效果（爱因斯坦都把复利看做人类的一个伟大创造）。假设24年按复利累乘，如果每年只增长3%，最初投入的资金也将加倍，而约翰·聂夫每年的投资收益超过3%，时间跨度却在24年之外！

约翰·聂夫管理下的基金成果卓著，成千上万的投资者因为这个基金而获得了资金的大丰收。但是，他们购买的温莎基金还有另外一大优势恐怕很少有人知晓。追求更大回报乃人之常情，不过这同样意味着投资者需要为此承担更大的风险。可是，约翰·聂夫承担的投资风险却要低于大市平均值。约翰提醒我们：“做逆向投资者的理由很多，这不过是其中之一。”

确实如此，不过，他还没有说出背后的全部原因。约翰·聂夫太过谦虚，总是不愿对业绩做太多渲染。其实，作为一个逆向投资者或者说能够独立思考的投资者，他之所以



如此成功，一个关键因素就是良好的“纪律”。约翰·聂夫敢于和市场的流行观点唱反调，因为他对所要投资的那家公司比别人知道得更多。他对公司的评估总有着新颖、独到却又合乎逻辑的见解。他知道更多，因为他愿意花更多时间，付出更多精力。

约翰·聂夫获得世界投资领域的最高奖项之时，他的一个“小诀窍”也被公诸天下。每当待在家里的时候（或者说他去的任何其他地方），每到周六下午1点，他就不见了踪影，因为他又躲进了自己的私人空间，进行他不为人知的阅读。他会把《华尔街日报》上的每一则消息一字不落地咽下去，并为下周的工作做好充分准备。不过，这充其量只是他严于律己的一个侧面。借此不同寻常的自律品格，他在专业投资管理中虽然面对着激烈残酷的竞争，却总可以沉着应对，化险为夷。

约翰最强悍、最精力充沛的时候是和证券分析师一同开会讨论的时候，这些分析师包括自己公司的分析师以及主要证券经纪公司的分析师。在对别人的假设、分析和对应决策兴致勃勃地提出反对意见之后，他总要给出自己对价格的合理判断。对于那些“未做充分准备的”人，和聂夫见面很可能演变成不小的“灾难”。但许多优秀的分析师都很欣赏他能给出自己的鲜明观点，毫无保留，并把所有搜罗到的宝贵信息以及个人的真知灼见和盘托出。聂夫“做功课”一丝不苟，因此，他的投资组合换手和交易成本通常维持在较低水平。对投资者而言，纠正错误是必须付出昂贵代价的，不纠正错误则损失更大，因此最好的办法就是少犯错误。而且，过多的短线交易所支付的税款也不可小视。凭借其精湛的投资技巧，约翰·聂夫可以把两者同时最小化。^①

约翰不仅是专业投资大师，更是一个尽心尽职“为投资者谋利”的模范榜样。他把全部心思放在了作为投资管理人的责任心上，放在了每一个信任他，把储蓄交由他打理的普通家庭和个人的利益之上。

我曾经做过一次让我最得意的投资决策。25年前，我以全额保证金买进了 Gemini duo-fund^② 基金的“资本股”。Duo-fund属于一种特殊形式的共同基金，这

① 约翰·聂夫是宾州大学的基金托管人（他从没在那里上过学，不过倒是在这所大学的沃顿商学院教过书）。学校邀请他代为管理学校基金，出于公益心他接受了这项任务，16年之中成果显赫：学校基金从最初的1.7亿美元成长到了18亿美元。约翰还是威灵顿管理公司的三个任职股东之一，他敏锐的投资才能使他的业务水平趋于完美。

② Gemini是“双子星”的意思，duo也是“二重”的意思，表示这种基金分为两个类型，即“资本股”（capital share）和“所得股”（income share）。Gemini基金也由约翰·聂夫管理。——译者注

种信托基金公司发行两类股票，一半是所得股，可以享受全部资金所投资的上市公司的全额分红，另一半是资本股，可以享受上市公司的全额股票增值收益和资本收益，但这种形式的基金现在已经没有了。那时熊市正大兴其道，股票价格远低于过去的估值，投资者的情绪也因长期的折磨变得郁郁寡欢。这对于逆向投资者来说却是大好的机遇，如果这位投资者正好又擅长发现被市场严重误杀的价值股（value stock），那么机遇就更加难能可贵。Gemini的资本股当然也同样遭到了熊市的冲击，其市价折价严重。一旦市场恢复，这些资本股的股价将以和大盘不成比例的速度飞涨，理论上差不多为两倍，这由duo-fund基金的资本结构决定。因为市场会对每一只股票产生一种返回其波动的中值价格的预期，如果价值股回到正常的相对估值状态，那么此时，约翰·聂夫这位投资组合的管理圣手至少也要搭顺风车。因为这种高级市场行为会很快消除当时的不合理折价现象。

约翰那时已是公认的优秀投资经理，成绩超越市场平均值自然不在话下，一次又一次的战绩也充分说明了这一点。所以，我投资的这只股票共有五种互补的力量和理由在里头，它们分别是约翰·聂夫、价值股、均值回归^①、存在折价现象、存在一个2：1的向上杠杆作用，这些因素使我胜券在握。尽管优势如此明显，但这项投资决策的关键因素还不是这全部的五条，而是我值得信赖的约翰·聂夫。因为我可以肯定，他必然会对投资对象精挑细选，对投资组合倍加呵护，同时很好地进行风险防范。

基于美国证券市场有人正在“卖空”的认识，我变得无所畏惧。如果对市场进一步下跌的风险做最坏的打算，我感觉最大的下跌空间也不会超过20%。如果这个数字还算准确，那么此时我最应该做的就是向我的股票经纪人借最大限度也就是30%的保证金，并义无反顾地全力买进Gemini的资本股。^②市场起来了，资本股从折价一跃而变成溢价；价值股变成了市场的宠儿；Duo-fund的杠杆再创神奇；约翰·聂夫则继续鹤立鸡群。所有这五种力量合而为一，再加上第六种力量，即保证金的杠杆效应，顿时使我儿子的教育开支获得了保障。

庆幸的是，从很多方面看，我和约翰·聂夫都算得上早有交情。我第一次在费城遇见他是在35年以前，从第一面起我就至少肯定了两件事情：第一，他头脑灵活、消息灵通、求知欲旺盛；第二，我看好他以及他身上所体现出的那种水手特质。几

① 股价围绕市场的平均估价上下波动的现象，类似价值规律。——译者注

② 特别和继续感谢杰·谢雷德（Jay Sherrerd），25年前是他第一次向我指出，“选择聂夫物超所值。”

XIV

个月之后，帝杰证券公司（Donaldson, Lufkin & Jenrette, DLJ）的投资战略家约翰·科科伦（John Corcoran）进行了一次博学的演讲，内容是股市各个不同领域存在的投资机遇。许多职业基金经理都被深深吸引，一副全神贯注的样子，遐想着那些能够上涨的股票而喜不自胜。但是，约翰·聂夫猝不及防地冒出了一个问题，使会场一下子陷入了尴尬的僵局，他问科科伦：“你如何面对风险呢？”

这让我深有感触：这里有一位真正进行独立思考的投资人。

自此以后，只要有可能，不管在任何场合，我都会仔细地听约翰·聂夫所讲的话，比如他作为自己管理的共同基金的股权所有人发表讲话的时候，在投资管理研究协会（AIMR）发起的专业会议上，在DLJ组织的投资组合经理研讨会上以及近几年作为格林威治金融服务咨询公司（Greenwich Associates）的董事发表评论的时候。

我很高兴向你们承认：从一开始我就强烈鼓动约翰写这么一本书，一是因为我可以读到现在的《约翰·聂夫的成功投资》，二是我的孩子、我的朋友以及相应专业的任何有见地的学生可以从这个伟大的投资者的深刻思考中汲取养分。

查尔斯 D. 埃利斯（Charles D. Ellis）

美国康涅狄格州格林威治镇

1999年6月

导 读

Guided tour

“该看的是有无价值，笨蛋”

作为标题的这句话出自著名的美国基金经理人约翰·聂夫。1992年美国总统大选，克林顿攻击刚在海湾战争中大胜的老布什的软肋，高喊“该看的是经济问题”的口号，并让选民们把注意力集中在不景气的国内经济上，结果赢得了大选。在1999年著名的巴隆圆桌论坛上，聂夫借用这句话提醒被市场泡沫迷惑的投资人应该注意的真相。此时，亚马逊公司的市值超过了世界上所有书店的零售额。更让聂夫不以为然的是，1999年1月，纳斯达克100种股价指数中，微软等7大股票占了指数全部市值（超过1万亿美元）的一半左右。到了1999年6月，《约翰·聂夫的成功投资》快要出版之际，聂夫再次提醒读者：“目前的市场中，市盈率高达28倍，收益率只有1.1%，是我见到过的价值最为高估的市场。以前两次，市场的市盈率超过20倍，最后以戏剧性的方式收场——1986~1987年一次，1971~1973年一次，而目前的情形和这两次很相似。”

尽管聂夫1995年已从温莎基金退休，但他仍用自己的低市盈率投资哲学对当前的市场做出了判断。大半年后，纳斯达克市场崩盘，聂夫再次对了。

早在20世纪90年代，我就读过几篇关于聂夫的访谈录和介绍，印象却不深。2003年，我在中国香港朋友范祖德的办公室书架上借阅了两本台湾翻译出版的投资书籍——《利润通行证》和《约翰·聂夫的成功投资》。两本书的翻译都不



是很流畅,《利润通行证》后来在内地也有译本,但它谈的新兴市场投资发生在20世纪90年代,时过境迁,我早已提不起兴趣。虽然《约翰·聂夫的成功投资》中所说的故事也主要从1970年开始,可是我却不厌其烦,读得津津有味儿。

《约翰·聂夫的成功投资》中有一种原则和精神在于其历久弥新,这才叫经典。

无论从何种角度看,聂夫都是一位严格的价值投资者。

根据美国学者劳伦斯·柯明汉姆的分类,当今世界上有五类投资者模式占据了统治地位:

第一是价值投资者。他们依靠对公司财务表现的基础分析,找出那些市场价格低于其内在价值的股票。这种战略最早可以追溯到20世纪30年代,由哥伦比亚大学的本杰明·格雷厄姆和大卫·多德提出,最佳实践者当然是巴菲特。

第二是成长投资者。他们致力于寻找那些经营收益能够保证公司内在价值迅速增长的公司。著名投资者兼作家菲利普·费雪在20世纪50年代最早采用这种价值投资战略的变种,麦哲伦基金经理彼得·林奇在20世纪80年代对其进行了大胆的扩展。

第三是指数投资者。他们通过购买股票来复制一个大的市场细分,如标准普尔500指数基金。先锋基金的创始人约翰·伯格在20世纪80年代推广了这种战略。

第四是技术投资者。他们采用各种图表收集市场的行为,以此来显示投资者预期是上升还是下降、市场趋势如何以及其他“动力”指标。这种战略被《投资者商业日报》的创始人威廉·欧尼尔所大力推崇,并在20世纪90年代末被人们广泛采用。

第五是组合投资者。他们确知自己能够承受的投资风险水平,并通过建立一个多元化的投资组合来承担这个风险水平。这个理论在20世纪50年代提出,并在70年代被一群获得诺贝尔奖的经济学家所完善。20世纪70年代初,这种战略因普林斯顿大学的经济学家伯顿 G. 马尔基尔的名著《漫步华尔街》^①而开始流行。

事实上,所有投资哲学的核心问题都是价格与价值之间的关系。价值投资者和成长投资者认为价值和价格是不同的;指数投资者不确定自己是否能找出这两者之间的关系;技术投资者只关心价格而不关心价值;组合投资者则认为价格就是价值。

很明显,价值投资者对技术投资者与组合投资者不以为然(反之也如此),对指数投资者可以接受。格雷厄姆就认为这种战略对防守型投资者很有效,而与成长投资者的关系则非常微妙。

① 该书中文版已由机械工业出版社出版。

价值投资者和成长投资者虽对价格与价值的关系持有相同的看法，但他们各自侧重于强调未来的不同方面。价值投资强调确定股票价值并将之与价格相比较，成长投资者则强调由增长带来的价值并将这个价值与价格相比较，它们是“堂兄弟”。

柯明汉姆还认为，成长投资的代表人物费雪为价值投资增添了一个定性分析的传统，即要求投资者们通过仔细分析，找出那些具有长期发展前景的公司（如具有一些商业特权）。价值投资的另外两个传统是格雷厄姆的安全边际原则与约翰·伯尔·威廉姆斯的定量分析（利用公司未来现金流估算现在的内在价值），而巴菲特将这三种传统熔于一炉。

三种传统中的核心是格雷厄姆。我认为，哪怕不精通另外两种传统，通过领会格雷厄姆的理念，我们照样可以成为一个成功的价值投资者，但反过来却不行。

而约翰·聂夫是格雷厄姆原则的忠实执行者。

聂夫从1964年成为温莎基金经理的30年中，始终采用了一种投资风格，其要素是：

- 低市盈率；
- 基本增长率超过7%；
- 收益有保障；
- 总回报率相对于支付的市盈率两者关系绝佳；
- 除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期性股票；
- 成长行业中的稳健公司；
- 基本面好。

这七大风格要素，定量与定性皆有。定性容易理解，定量要做点儿说明。比如第五大要素，不管是业绩还是投资者情绪，周期性股票都显得那么反复无常，不少人因此不愿碰它。这对“人弃我取”的聂夫而言却是个好机会，周期性股票通常占温莎基金仓位的1/3以上。众所周知，周期性股票与成长性股票不同，后者至少从理论上而言只要盈利继续增长，市盈率就会提高，而周期性股票的盈利高峰逼近时，市场知道低谷就在眼前，所以不会为之支付愈来愈高的市盈率。所以，聂夫的低市盈率策略通常是在周期性公司报告盈利转佳之前6~9个月时买入，然后等其反转出。这是没有什么秘密可言的，谁都知道这一点，但聂夫笑谈，人们虽然都知道，但极少有人愿意承担风险，“当华尔街的证券经纪公司建议它们的客户观望时，我

XVIII

们便抢先开始建立仓位了。”聂夫一而再、再而三地买进相同的周期性特征的公司股票，低买高卖，如他曾六次持有石油业巨型公司大西洋富田的股票。

第一大风格要素“低市盈率”贯穿了聂夫的投资哲学，什么是低市盈率？在聂夫的眼里，是指它比当时市场上的一般水准低40%~60%。垂死或经营极糟的公司，市盈率自然也会极低，但如果它符合第二大风格要素，聂夫认为，它就会向我们透露生命迹象遭到低估的信息，尤其是如果伴随着引人注目的股利。

聂夫需要公司一定的成长性，但又未必是高成长股（业绩增长高于20%）。格雷厄姆早在《聪明的投资者》中就指出，高成长股容易“差之毫厘，失之千里”，只要有一个季度的盈利有所滑落，股价通常就会大跌，所谓希望越大，失望也越大。而高成长股如果业绩仅仅符合预期，股价也不会大涨。低市盈率股票就不同了，它们几乎不带任何心理预期，业绩不好，人们也很少给予它们惩罚，但前景一有改善的迹象，就可能激发投资人新的人气。

所以，聂夫不会说出选择成长10倍的股票（这是彼得·林奇的招牌语）的话，因为“知名成长股的市盈率通常最高。价格上涨引来注意，反之亦然——但有其极限。最后，它们的业绩回归正常，增长率将消失。我不希望必须夺门而逃，更不想最后才逃出来。大型成长股有时会跌落泥潭中，这时我才想捡——但即使在此刻我也会有所节制。”

第三大风格要素“收益率”是指股利除以股价的百分比，如果一只股票价格为10美元，股利是5美分，它的收益率就是5%。价值投资者一定是强调股利的，格雷厄姆早在《证券分析》一书中就指出，收益率是公司成长中较为可靠的部分。聂夫的温莎基金的涨幅平均每年超过标准普尔500指数3.15%，其中股利回报率达2%，若没有它，温莎只跑赢大势1.15%。要论收益率，低市盈率又有甜头可尝了，同是两只每股利润2元、发放股利都是0.5元的股票，但股价分别是20元和50元，市盈率10倍的收益率是2.5%，市盈率25倍的只有1%。

第四大风格要素“总回报率”是每股利润增长率加上收益率之和。所谓的“总回报率和市盈率之间关系绝佳”是温莎的经验数据，也即聂夫喜欢买市盈率等于总回报率一半的股票。聂夫自己也承认，到了20世纪90年代中期，这个目标愈来愈难以实现了。成长股爱好者有一种说法，市盈率大致应向每股盈利增长率看齐，也就是说如果每年增长15%，市盈率就是15倍，相比每股盈利增长率，收益率（股利）总是较低的，聂夫的折半价的要求确实难了。

上述是聂夫的低市盈率投资哲学，他还有一个比较别致的“衡量式参与”（measured participation）策略。传统的投资组合策略是行业配置，先看好哪些行业，然后从中选择股票，另外就是选择自上而下或自下而上的投资策略，前者是指先看宏观经济，然后判断哪些股票可能受到有利的影响；后者则直接判断个股的优劣。“衡量式参与”却不局限于上述策略，它把投资品种分成四个大类——高知名度成长股、低知名度成长股、温和成长股与周期性成长股。温莎基金参与每种类别的股票，而不管行业的集中程度如何，只要投资价值最高就行。

当然，“衡量式参与”的灵魂还是低市盈率哲学。高知名度成长股除非最终崩盘而被打入深渊，市盈率肯定是不低的，温莎的参与程度极低，它们在基金的资产中很少超过8%或9%。低知名度成长股的盈利增长率和大型成长股相当，甚至有过之而无不及，但由于规模小、知名度低，只好坐在冷板凳上。温莎基金通常持有低知名成长股的比例在25%以下，它们的特点是：预估增长率在12%~20%，市盈率为个位数（6~9倍），处于容易了解的行业；在明显的成长领域中，居于主宰或举足轻重的地位；历史盈利增长率记录完美（达两位数）；大部分情况中，收益率为2%~3.5%，等等。不过，聂夫提醒大家注意，低知名度的成长股风险很高，其中每五只股票就有一只因基本面不良而下跌——不见得总是到了破产的地步，而是失去增长率，市盈率也随之滑落，结果沦落为普通公司。

第三类是温和成长股，“它们涵盖面广，同时是华尔街的智囊们频繁轻蔑的对象”。聂夫对它们的兴趣很大，因为它们的市盈率低，而且盈利很少一年增长超过8%。由于增长率不高，从低水准翻扬的市盈率可以带来可观的获利。即使撇开成长展望不谈，温和成长股通常能在艰困的市况中守住原来的价格水准，另外还在于它们发放股利时的收益率高于一般水准，有时会达到7%。

第四类周期股已在上面谈过，只是聂夫又把石油和炼铝等基本商品周期股与汽车、航空和住宅营建等消费性周期股区分开来，原因是后者的一些股票的周期性愈来愈淡，使得这个类别的投资更为棘手。例如由于管理趋严和更具成本意识以及经济的周期性减弱，汽车业的波动起伏就不如以前那么明显。利率长期偏低或合理，一般情况下也会延长住宅营建的周期。

如果说聂夫与格雷厄姆有什么大不同的话，就是他并不相信过多的组合投资会分散风险。聂夫回忆自己在温莎的第一天起就下定决心，一见到可望获得高回报率的投资标的，就要建立特大号的仓位，好创一番大事业。“强调行业配比平衡让许多