

■ 对于那些致力于在长期最大化组合回报的严肃投资者来说，  
这本书将会是一个非常好的参考

# CAPITAL RETURNS


INVESTING THROUGH THE CAPITAL CYCLE  
A MONEY MANAGER'S REPORTS, 2002-2015

# 资本回报

穿越资本周期的投资：  
一个资产管理人的报告 2002-2015

[英]爱德华·钱塞勒(Edward Chancellor)◎编著

陆猛◎译

 中国金融出版社

# 资本回报

穿越资本周期的投资：  
一个资产管理人的报告 2002—2015

[英] 爱德华·钱塞勒 (Edward Chancellor) ©编著

陆 猛©译

 中国金融出版社

责任编辑：陈 翎

责任校对：孙 蕊

责任印制：张也男

Copyright ©Marathan Asset Management LLP 2016

© Introduction Edward Chancellor 2016

First published in English by Palgrave Macmillan, a division of Macmillan Publishers Limited under the title Capital Returns by Edward Chancellor. This edition has been translated and published under licence from Palgrave Macmillan. The author has asserted his right to be identified as the author of this Work.

北京版权合同登记图字 01-2016-3611

《资本回报——穿越资本周期的投资：一个资产管理人的报告 2002—2015》中文简体字版专有出版权由中国金融出版社所有。

### 图书在版编目(CIP)数据

资本回报——穿越资本周期的投资：一个资产管理人的报告2002—2015  
( Ziben Huibao: Chuanyue Ziben Zhouqi de Touzi: Yige Zichan Guanliren de Baogao  
2002—2015 ) / [ 英 ] 爱德华·钱塞勒 ( Edward Chancellor ) 编著；陆猛译. —  
北京：中国金融出版社，2017.5

书名原文：Capital Returns

ISBN 978-7-5049-8908-6

I. ①资… II. ①爱… ②陆… III. ①投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第042647号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169毫米×239毫米

印张 13.75

字数 204千

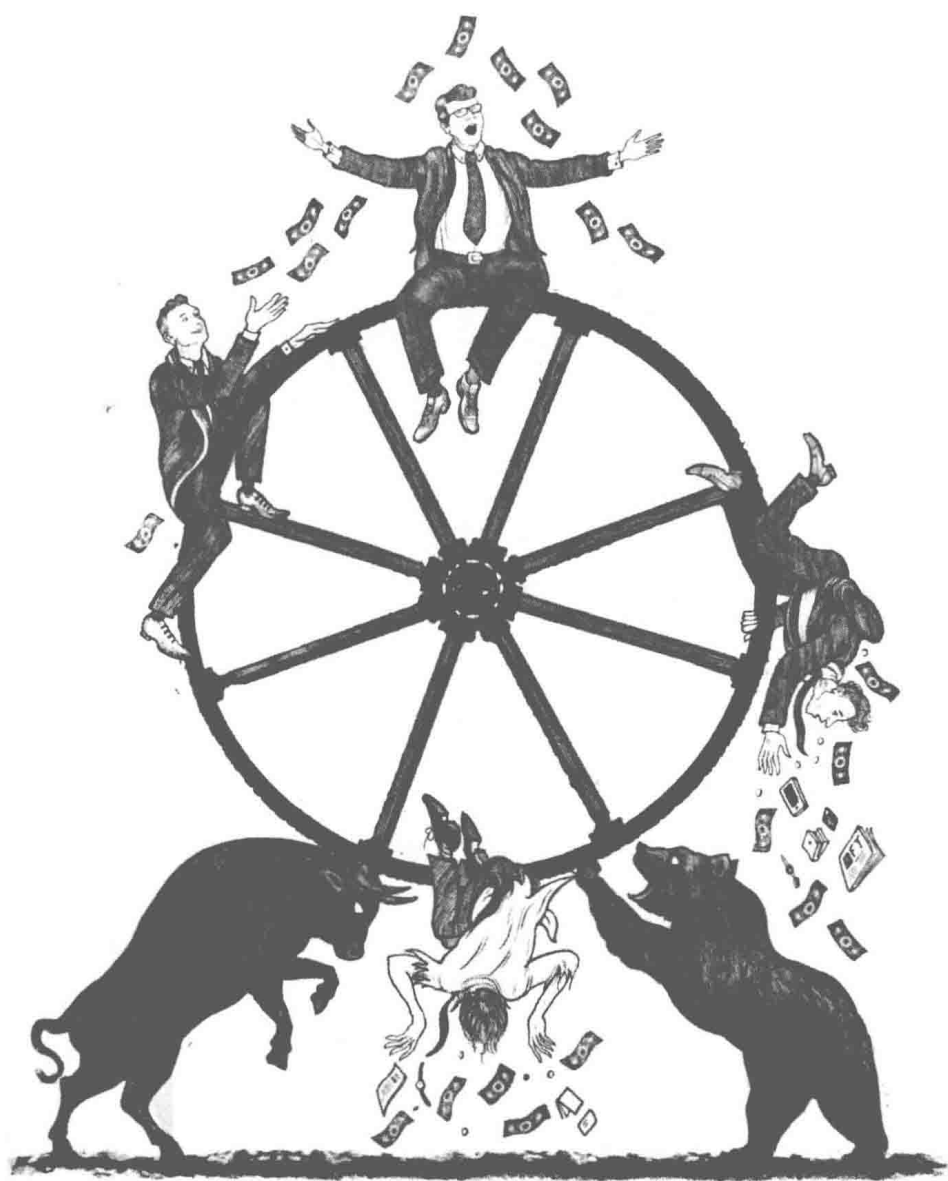
版次 2017年5月第1版

印次 2017年5月第1次印刷

定价 58.00元

ISBN 978-7-5049-8908-6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010) 63263947



华尔街命运之轮  
(大卫·福尔德瓦里作图)

## 序言

马拉松资产管理公司（Marathon Asset Management LLP<sup>①</sup>）很快就要庆祝其 30 岁生日了。在过去的 30 年里，我们的投资哲学有所演进，但关于资本如何运作的两个基本理念却一直占据着重要地位。

第一个理念：高回报吸引资本，正如低回报排斥资本。随之而来的资本的潮起潮落常常以一种可预见的方式影响行业的竞争环境——我们称之为资本周期。我们的工作便是分析这一周期的动态，去了解它何时奏效何时坍塌，以及如何用它来为我们的客户获利。第二个主要理念：管理层资本配置的能力从长期来看非常重要。挑选能以合理的方式配置资本的管理层对于成功地选股至关重要。好的管理人理解其所处行业的资本周期，不会被有利的环境冲昏了头脑。

我们发现，分析资本周期产生的机会常常有很长的孕育过程，因为获利的时点是高度不确定的。作为结果，我们发现我们的方法在投资于相对多数量的股票并且持有较长时间的情况下效果最好。这和我们这个行业的通常做法正好相反，后者倾向于集中持股，以反映基金经理的把握度，尽管持有期限却越来越短。

尽管我们有时候需要费很大劲才能把我们的方法向咨询顾问以及其他金融服务领域里的专业人士解释清楚，但这对我们的客户来说却不是什么难事。后者——养老金、州立基金、基金会和捐赠基金，主要是在美国——

<sup>①</sup> 在美国使用 Marathon-London 的名字进行交易。

常常会有员工具有非金融行业的经验。在向他们解释我们的流程时常常可以听到的一个评论是“这不过是个常识”。幸运的是，这些关于资本周期如何运转以及管理层如何配置资本的理念并没有被我们在投资领域内的竞争者广为接受。这使得全球范围内的投资机会扑面而来。尽管我们犯过无数的错误，但从相对收益来看我们的整体业绩还是非常不错的。

此外，我们的方法在极端压力和市场疯狂的情况下也表现得不错。关于20世纪90年代末的亚洲金融危机以及千禧年交汇之时的科技、媒体和电信（TMT）泡沫，已经被收录在我们的上一部文章合集《资本账户》<sup>①</sup>之中。从2004年起，主要的压力测试是终结于全球金融危机（GFC）的漫长牛市及其灾难性的后果。其对基金经理的挑战是本书的主题。我们犯了无数的愚蠢错误——在TMT泡沫以及GFC瓦砾中接“下落的飞刀”，以及在选择管理层时犯下的数不清的判断错误。我们的耻辱堂里有贝尔斯登，布拉德福德宾利集团（Bradford & Bingley），MBIA，Blockbuster，HMV等。尽管如此，整体业绩还是令人满意的，这也给了我们关于这一投资哲学可靠性的信心。

这一好运相匹配的，我们成功地说服了爱德华·钱塞勒再次作为我们的编著者，为我们编著这些写于2002—2015年的文章，并为我们写了一篇很有见地的导言。我们感谢他以及马拉松公司过去和现在的员工，感谢他们在构建这家公司以及创造这本书上所做的努力。

尼尔·奥斯特勒，创始成员

威廉·亚拉，创始成员

2015年6月

<sup>①</sup> 爱德华·钱塞勒（编），资本账户：一个资产管理人在动荡十年的报告1993—2003。（Capital Account: A Money Manager's Reports on a Turbulent Decade 1993—2003），2004。

## 前言

《资本回报》的出版，正好是在马拉松公司上一部作品《资本账户》出版 10 年之后。我正好也是上一部书的编者。这本书的编排和上一部书也一样。这里的文章都是从马拉松公司的《全球投资回顾》（*Global Investment Review*）中选取的。马拉松公司每年都会写 8 期投资回顾，每期一般会有 6 篇文章，每篇文章大约 1500 字。投资回顾在公司内部被称为 GIR，它是写给马拉松公司的客户，用来介绍公司的投资方法以及对投资世界最新发展的实时看法。

本书收集的文章之所以被选取，是因为它们反映了马拉松公司关于资本周期的投资哲学，后者在马拉松看来对更为广泛的投资大众都应该是有意思的（甚至对于那些会选择读一本不带方程式和数学模型的书的另类经济学家来讲，也可能是如此）。选择的过程不可避免地会造成投资界所谓的“幸存者偏见”：那些未能通过时间检验的文章，或者后来显示根本就是错误的文章被抛弃了，而只有较好的投资判断被选了出来。结果会让马拉松看起来比实际更具有预见力——人们可以很容易就拼凑出更厚的一本骗人的东西来。我的目的并不是要恭维作者们的先见之明，而是想要找出资本周期分析的有趣例子，正如马拉松的分析师在过去 10 年所运用的一样。

像以前一样，我可以按我的意愿编辑，我也使用了此前用的方法。那就是，我先对文字进行编辑，让它们读起来比最初的形式更通顺一些。对一段文字在其写完很久以后进行编辑必然会涉及某些后知之明的偏差。这在某种程度上会削弱《资本回报》作为原始资料的真实性。但是我的目的

是想在不损害原文意思的前提下尽可能地把资本周期分析清晰地展现出来。

这本合集的作者(按字母顺序排列):查尔斯·卡特,大卫·卡尔,马克·戈弗雷,杰瑞米·霍斯金,尼克朗·赫斯特,朱勒·莫特,迈克尔·尼克松,尼尔·奥斯特勒,詹姆斯·塞登,尼克·斯利普,迈克·泰勒,西蒙·托德和凯伊斯·查卡利亚。我甚至获得了比编辑上一本书时更多的帮助来完成这本《资本回报》。西蒙·托德自告奋勇地开始了选题的过程,这在某种程度上是最为繁琐的工作(有超过600篇文章可供选择)。昆廷·卡拉瑟斯承担了最初的助理编辑工作。威廉·麦克劳德帮助做了很多脚注。尼古拉·赖丽处理了很多行政事务,包括打印了很多初稿并给我送来了很多资料。布里奇·特慧慷慨地做了校对工作。和《资本账户》一样,这本书在很大程度上也是我的朋友和前同事查尔斯·卡特的成果。很高兴再次和他一起工作。

爱德华·钱塞勒

2015年6月



## 目录

导言 .....	1
----------	---

### 上部 投资哲学

第一章 资本周期革命 .....	22
1.1 合作的演进（2004年2月） .....	23
1.2 鳕鱼哲学（2004年8月） .....	25
1.3 这次没什么不同（2006年5月） .....	28
1.4 超级周期的悲伤（2011年5月） .....	30
1.5 没有小啤酒（2010年2月） .....	34
1.6 石油价格见顶（2012年2月） .....	37
1.7 石油巨头之忧（2014年3月） .....	40
1.8 资本周期革命（2014年3月） .....	42
1.9 增长的悖论（2014年9月） .....	45
第二章 增长中的价值 .....	49
2.1 引以为戒的标签（2002年9月） .....	50

2.2	持久战 (2003 年 3 月)	52
2.3	双重代理 (2004 年 6 月)	55
2.4	数字护城河 (2007 年 8 月)	57
2.5	质量时代 (2011 年 8 月)	59
2.6	逃脱半导体周期 (2013 年 2 月)	61
2.7	增长中的价值 (2013 年 8 月)	65
2.8	质量控制 (2014 年 5 月)	66
2.9	无人关注 (2015 年 2 月)	69

### 第三章 管理层很重要.....73

3.1	食品换思考 (2003 年 9 月)	74
3.2	踩错周期 (2010 年 8 月)	77
3.3	资本分配者 (2010 年 9 月)	79
3.4	北方之星 (2011 年 3 月)	82
3.5	关于薪酬 (2012 年 2 月)	85
3.6	幸福的家族 (2012 年 3 月)	88
3.7	约翰·鲁伯特的幽默和智慧 (2013 年 6 月)	91
3.8	思想的会晤 (2014 年 6 月)	95
3.9	文化热衷者 (2015 年 2 月)	98

## 下部 繁荣、萧条、繁荣

### 第四章 酝酿中的灾祸..... 102

4.1	酝酿中的灾祸：与盎格鲁爱尔兰银行的会晤 (2002—2006)	104
4.2	开发商的银行 (2004 年 5 月)	112
4.3	危险的资产证券化 (2002 年 11 月)	115
4.4	继续私募股权 (2004 年 12 月)	117

4.5	吹泡泡 (2006 年 5 月)	121
4.6	击鼓传花 (2007 年 2 月)	124
4.7	房地产嘉年华 (2007 年 2 月)	127
4.8	管道街 (2007 年 8 月)	129
4.9	触礁 (2007 年 9 月)	132
4.10	七宗致命的罪 (2009 年 11 月)	135
第五章 活死人		139
5.1	可以买了 (2008 年 11 月)	140
5.2	西班牙去建筑 (2010 年 11 月)	142
5.3	PIIGS 也能飞 (2011 年 11 月)	145
5.4	破产的银行 (2012 年 9 月)	148
5.5	边缘地带 (2015 年 11 月)	150
5.6	资本惩罚 (2013 年 3 月)	152
5.7	活死人 (2013 年 11 月)	154
5.8	放松, 皮凯蒂先生 (2014 年 8 月)	157
第六章 中国综合症		161
6.1	东方谜局 (2003 年 2 月)	162
6.2	打扮的很迷人 (2003 年 11 月)	164
6.3	信贷增长 (2005 年 3 月)	167
6.4	里面隐含着什么 (2014 年 2 月)	169
6.5	价值陷阱 (2014 年 9 月)	172
6.6	落后的人倒霉 (2015 年 5 月)	174
第七章 华尔街的内心世界		177
7.1	一封投诉信 (2003 年 12 月)	178
7.2	私募盛宴 (2005 年 12 月)	182

7.3	圣诞快乐（2008年12月）	185
7.4	前格瑞德斯宾老板逃离中国（2010年12月）	188
7.5	占领德国议会（2011年11月）	190
7.6	节日的问候（2012年12月）	195
7.7	和 GIR 共进午餐（2013年12月）	200
	译后记	205

## 导言

这本书是马拉松资产管理公司专业投资人士撰写的报告的一个合集。在我看来，这些报告与众不同之处在于其侧重于对资本潮起潮落的分析。通常，资本被吸引进入高回报的业务中，而当回报降到资本成本之下，资本则会离开。这一过程不是静态的，而是周期性的——流动是永恒的。资本流动带来新的投资，随着时间的推移会增加产能并将最终压低回报。相反，当回报较低时，资本撤离，产能下降；然后，随着时间的推移，利润又会回升。从更广泛的经济角度看，这一周期和熊彼特“创造性毁灭”的过程类似——因为繁荣之后的萧条，其作用就是要清除在上升时期的错误配置资本。

资本周期方法——马拉松公司用以描述其投资分析的术语——的关键是要理解一个行业内配置的资本数量的变动将如何影响未来回报。或者换一种说法，资本周期分析观察行业供给方面的变化如何影响一个公司的竞争态势。哈佛商学院教授迈克尔·波特在其《竞争战略》一书中写道：“形成竞争战略的实质是要将一个公司与其环境联系起来”<sup>①</sup>。波特非常经典地描述了影响一家公司竞争优势的“五种力量”：供给方和买家的议价能力，替代品的威胁，现有公司之间的竞争程度和新进入者的威胁。资本周期分析实际上是从投资者的角度看，竞争优势如何随时间而变化。

## 典型的资本周期

下面介绍一下资本周期是如何运转的。想象一下某种小部件生产商——让我们称之为马克洛工业。这家公司运行得很好，以至于它的回报超过了公司的资本成本。公司的CEO，威廉·高调先生上了《财富》杂志封面。他的股票期

<sup>①</sup> 迈克尔·波特. 竞争战略 (1980). P.3. 另见. 资本账户. PP.6-7.

权挣了钱，他老婆也不再抱怨嫁了一个乏味的工业家。在9个跟踪马克洛股票的投行分析师里，有7个给出了买入评级，另两个是持有评级。股票的市盈率达到14倍，低于市场平均值。马克洛的股票被几个著名的价值投资者持有。

马克洛的战略规划部预计其产品将面临很强的需求增长，特别是在新兴市场，那里对小部件的人均消费不到发达国家的1/10。在和董事会讨论之后，马克洛的CEO宣布其计划在未来三年将产能增加50%，以满足日益增长的需求。一家著名的投资银行，格瑞德斯宾，为其安排了股票增发以为资本开支进行融资。格瑞德斯宾的斯坦利·切恩先生是马克洛公司高调先生的好友，也是这个交易的主承销商。有关扩产计划获得了《金融时报》Lex专栏的好评。在宣布之日马克洛公司的股价上涨。增长型投资者受股利增长预期的驱动，最近也在买入该股票。

5年后，彭博报道马克洛工业的CEO在长期与一组激进投资者关于公司战略无法达成一致后辞职了。激进投资者在对冲基金真相投资的领导下，要求马克洛关闭其表现不佳的业务。马克洛的利润大幅下跌，其股价在过去12个月下跌了46%。分析师说马克洛的问题在于过度扩张——特别是，其在北卡罗来纳州达勒姆市总投资25亿美元的新工厂发生延期并且预算超支。小部件市场目前由于供给过剩而不太景气。马克洛的长期竞争对手在这些年也增加了产能，而一些新的低成本生产商也进入了行业，包括动态部件公司，该公司的股价自去年IPO以来就一直表现不理想。

小部件市场受到了最近新兴市场增长放缓的影响。中国，全球最大的小部件消费市场，在过去十年大规模扩张了国内小部件的生产，并且在最近还成为了净出口国。有报道说马克洛正在考虑与其最大的竞争对手合并。尽管其股价目前低于其账面成本，但分析师认为短期看情况很不明朗。在剩下的仍然在继续跟踪马克洛公司的三家券商中，有两家给出了卖出评级，一家给出了持有评级。

这个虚构的小部件生产商的起起落落描述了一个典型的资本周期。较高的当期盈利常常使得管理层过分自信，他们把有利的行业环境当作是自己的才能——这一错误又被媒体推波助澜，后者总是在寻找公司英雄和恶棍。投资者和管理层都在做需求预测。这些预测错误率很高，并且常常会有系统性的偏差。在市场好的时候，需求预测常常过于乐观，而在市场坏的时候则过于悲观。

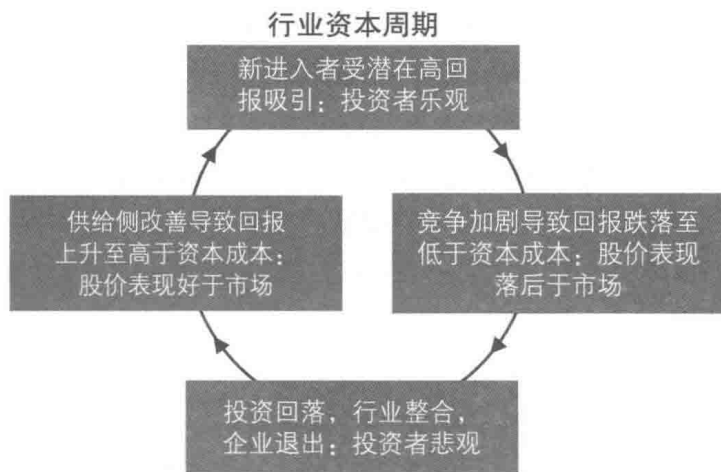
高利润常常会使一个行业放松资本纪律。当利润高时，公司倾向于增加资本开支。竞争对手也会跟着做——或许他们也是同样自大，或者是不想丢掉市场份额。此外，CEO的薪酬常常是和公司的盈利或市值挂钩的，这会激励管理

层们扩大公司资产。当一家公司高调地宣布扩大产能时，其股价常常会上升。增长型投资者喜欢增长！趋势型投资者喜欢趋势！

投资银行家们为资本周期提供润滑剂，在市场繁荣时帮助扩大产能，在市场低迷时则帮助整合行业。他们的分析师在跟踪快速增长的热门行业时是最幸福的（股票的高换手率意味着更多的佣金）。银行家们通过安排 IPO 和股票增发来收费，这些融资被用于资本开支。并购银行家和券商分析师们都不关心长期结果。由于投资银行家的激励偏向短期回报（奖金），不可避免地他们的关注度也会变得短视。这不仅仅是一个激励的问题。分析师和投资人员习惯于外推当期趋势。在一个周期性的世界中，他们的思维却是线性的。

马克洛的例子还显示了在资本支出增加和它对供给的作用之间的时滞，这正是资本周期的特征。在投资和新的产出之间的时滞意味着供给的变化常常是突变的（也就是供给曲线并不是像经济学教科书中所画的那么平滑）并且容易调整过度。事实上，由于供给变化和生产之间的时滞造成的市场波动在很早以前就已经为经济学家们所认识了（这被称为“蛛网效应”）。

当过度产能开始变得明显并且过去关于需求的预测被证实是过于乐观时，资本周期开始下行。随着利润大幅下滑，管理层被更换，资本支出削减，行业开始整合。投资的减少和行业供给的收缩为利润的恢复铺平了道路。对于理解资本周期的投资者，这一时刻可能是遭受重创的股票开始变得有意思的时候。然而，券商分析师和很多短线投资者却常常由于过于纠结于短期的不确定性而未能认识到周期的反转。



资料来源：马拉松公司。

导言图 1-1 资本周期

## 一些最近的资本周期

上面描述的资本周期或许看起来过于简单，并且像是编的。但令人吃惊的是，它其实非常普遍。某些行业，例如半导体和航空业，特别容易发生剧烈的资本周期，导致过度产能频繁出现和总体上令人失望的投资回报<sup>①</sup>。最近几年我们在很多其他行业中见证了这样的繁荣—萧条过程。马拉松公司的上一本书《资本账户》描述了20世纪90年代末TMT泡沫过程中的错误需求预测和过度投资。

在科技股繁荣时，很多电信公司的运行基于一种错误的假设，即互联网流量每100天就会翻倍。这一预测被用来证明诸如世通公司、环球电讯以及一大堆现在被人们遗忘了的“另类运营商”（这是那些小电信公司在当时的叫法）的巨大资本开支是合理的。当泡沫破裂后，这些错误的资本支出被显现出来。此后好多年，电信网络都受这些巨大的过度产能所困扰（被称为“黑暗光纤”，因为网络中耗资巨大铺设的光纤有很大一部分都未被点亮）。

在互联网泡沫之后，一系列资本周期在不同行业发生。全球造船业提供了一个经典的案例<sup>②</sup>。2001—2007年，由于中国在全球贸易中的份额快速上涨推动了船运业的需求，“巴拿马”级船的日运费上涨了10倍。航运业新的订单和日运费有很强的关联。供给侧的反应无疑不可能是立即的——一般来讲一艘新船从订单到交付需要3年时间。但是，2004—2009年，全球干散货船的载重吨由7500万吨翻倍到了1.5亿吨<sup>③</sup>。这一新的供给再加上全球增长放缓的后果就是巴拿马级船日运费价格90%的下跌，这抹去了过去十年的全部上涨。一个在2007年夏天全球金融危机开始前买入船的投资者会亏掉2/3的钱。全球航运公司的股票，例如丹麦的马士基集团，也下跌了同样的幅度。在繁荣期间预定的新船，在市场下跌之后很久仍然在被交割。在本文写作时，航运业仍在因为过低的产能利用率和低运费而苦苦挣扎。

2002年后上涨的房屋价格引起了美国住宅开发行业的另一个资本周期。到2006年美国住房泡沫见顶时，美国存量新房屋数量约相当于每年新家庭形成数量的5倍。西班牙和爱尔兰的房地产市场经历了一个更为明显的上涨，其结果是房屋存量相当于市场繁荣开始前每年供应量的15倍。当住房市场繁荣时，人们

① 关于半导体周期的更多内容，见2.6 逃脱半导体周期。

② 罗宾·格林伍德和萨缪尔·汉森，船运价格和投资的波浪，NBER工作报告，2013。

③ 航运业报告：供给终于占了上风，但现货价格是否会自由浮动呢？DNB市场报告，2013年4月8日。



总可以从乐观的人口预测中为上涨找到理由。在西班牙，事实表明最近的移民潮在很大程度上是房地产繁荣的结果。房地产泡沫破裂后，西班牙经济陷入衰退，大量外国人离开了这个国家。

好多著名的“价值”投资者忽视了资本周期的变动，他们受到了房产泡沫破裂的打击。在2006年美国房屋价格见顶前，住宅开发商的资产快速增长。泡沫破裂后，这些资产被核销。作为结果，那些在住宅繁荣末期接近于账面价值——接近于历史低位——购买美国住宅开发商股票的投资者损失惨重<sup>①</sup>。从资本周期的角度看，有意思的是，尽管英国和澳大利亚经历了类似的房价“泡沫”，严格的住宅监管预防了供给的快速增加。作为结果，英国和澳大利亚的房地产市场很快从金融危机中恢复了<sup>②</sup>。

## 大宗商品超级周期

大宗商品“超级周期”，正如投行所称的，始于2002年互联网泡沫破裂后低利率的年代（见下文，1.3 这次没什么不同和1.4 超级周期的悲伤）。大宗商品价格的上涨受到中国驱动，后者大规模投资的经济经历了持续的双位数的年度经济增长。在金融危机之后，中国投资占GDP的比重进一步上升，达到了50%多，这高于任何一个其他国家曾经出现过的水平。到2010年，中国对某些大宗商品的需求超过了全球总需求的40%，包括铁矿石、煤、锌和铝。中国占大宗商品新增需求的比重甚至更高<sup>③</sup>。这些商品和其他一些商品的价格远高于其历史水平，可以说是达到了泡沫的程度<sup>④</sup>。

随着大宗商品价格的上涨，全球矿业公司的盈利也开始腾飞。他们的资本

---

① 例如，美国大型住宅开发商KB Home在2001—2006年资产经历了28%的年复利增长。到2006年夏天，其股票的市净率为1.2倍。从那时起，KB的账面价值下跌了85%，而其股票价格，在当时已经是远低于历史高位，又下跌了75%。

② 英国住房供给没有对英国房地产泡沫做出反应这一事实，体现在英国住房开发商股票上，则是其相对于美国住房开发商股票在过去十年极佳的表现。

③ 桑福德C.伯恩斯坦估计中国占了2000—2013年新增铁矿石消费的92%。见：美国金属和采矿业：超级周期……超级周期在哪里？2014年7月。

④ 在波士顿的投资公司GMO，我的前雇主，我们把资产价格泡沫定义为偏离趋势两个标准差。2010年，铁矿石是在趋势之上4.9个标准差，铜是3.9个标准差，煤是4.1个标准差，锌是1.0个标准差，铝是1.4个标准差。见：杰瑞米·格兰厄姆，是时候醒醒了：资源充足和价格下跌的日子已经是一去不复返了。GMO，2011年4月。