

他们是重量级的投资专家，
无论过去，现在，还是未来，
他们都一直会左右着世界投资市场的趋向



巅峰投资家

〔英〕詹姆斯·莫顿 (James Morton) 著 杨晴川 译

INVESTING
— *with the* —
GRAND MASTERS



中央编译出版社
CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

华北水利水电学院图书馆



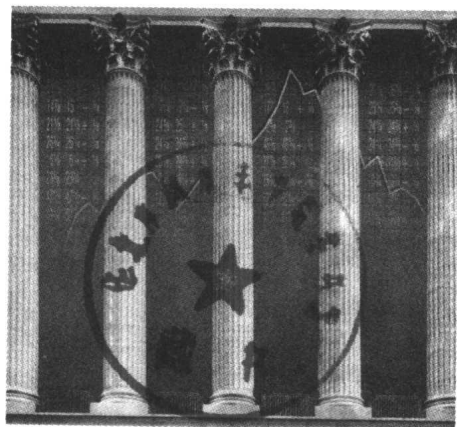
206492632

F835

Z052

巅峰投资家

〔英〕詹姆斯·莫顿 (James Morton) 著
杨晴川 译



F835
Z052

INVESTING
— *with the* —
GRAND MASTERS



中央编译出版社
CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

649263

京权图字 01 - 2003 - 3450

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by

© Pearson Education Limited 1998.

本书业经 Pearson Limited 授权, 由中央编译出版社独家出版中文版本

非经书面许可 禁止任何形式的转载、复制或摘录

图书在版编目(CIP)数据

巅峰投资家/(英)莫顿著; 杨晴川译,

- 北京: 中央编译出版社, 2004. 5

ISBN 7-80109-897-8

I. 巅…

II. ①莫… ②杨…

III. 投资—经验—英国

IV. F835.614.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 043540 号

巅峰投资家

出版发行: 中央编译出版社

地 址: 北京西城区西直门内冠英园西区 22 号(100035)

电 话: 66560272(编辑部) 66560273 66560299(发行部)

h t t p: //www. cctp. com. cn

E - mail: edit@ cctpbook. com

经 销: 全国新华书店

印 刷: 北京瑞达方舟印务有限公司

开 本: 787 × 1092 毫米 1/16

字 数: 383 千字

印 张: 27.875

版 次: 2004 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

定 价: 45.00 元

各界对本书的赞誉

本书用清楚、明白的方式，对投资技术进行了价值难以衡量的诠释。在过去的数十年中，事实已经证明了这些技术的巨大价值。

——罗宾·艾斯皮内尔 澳大利亚国家银行财政学家

本书生动形象地描述了这些英国最卓越的投资大师的思想，同时，它也囊括了大量的投资建议。

——阿里克斯·邦斯 SBC Warburg

这些权威的评论，迸发着分析主义的火花。通过对这些巅峰投资家的专访，本书为读者展现出大量的新颖思想。

——唐·邦廷 投资战略专家 马塞逊安全机构

作为一名证券行业的经纪人，我曾经与本书介绍的多位大师一同工作。我发现，莫顿在这部书中令人惊讶地保留了这些大师们的风范。不管你是否是一位积极的投资者，并且正在为使自己的投资组合获得最大的回报而孜孜以求，也不管是否你正在依赖他人来帮助你管理自己的投资组合，阅读本书都可以使你在管理自己的存款时，增进投资决策的质量。

——戴维·克林 威廉姆斯·冯·布罗公司

本书囊括了顶尖投资专家的精髓和实践技巧。

——克里斯·吉尔克瑞斯特 《IRS 报道》“投资通讯”栏目编辑

在这个投资机会不断变化的时代，投资经理人的角色变得日趋重要。这一点，在《巅峰投资家》中得到了进一步地证明。

——马克·汗德逊 PGC 公司的董事

无论对投资新手，还是对资深投资人，本书都可以为他提供极大的帮助。本书的若干结论都具有特别的价值。

——朱丽亚·特瑞戈 AVD 咨询公司执行经理

最后，本书可以促使个人投资者向基金经理人询问一些聪明的问题。

——贾斯廷·U. 斯图尔特 巴克雷经纪公司商务计划经理

致 谢

毋庸置疑，一本这种类型的书完全可以由一个人单独完成，但其他人的帮助也是不可或缺的。在此，我想特别感谢我的妻子埃伦。长期以来，我把家中的厨房当作书房，并占用了无数个周末和夜晚一本接一本地写书，但她都忍受了下来。她的宽宏大度和不断鼓励一直支持着我，成为我最大的力量来源。

皮特曼出版公司的同仁为此书的出版做了大量工作，尤其是我的出版人理查德·斯塔格。他是为此书提供改进意见和新鲜创意的源泉。克莱尔·鲍威尔和西尔维娅·纳什为反复修改书稿付出了长期而艰苦的努力。我还想感谢切尔弗顿地产公司总经理马休·卡蒂西尔，他为我完成此书提供了实质性的帮助。最后，我还想感谢帮助我完成《巅峰投资家》的其他6位人士，他们是：

海外和殖民地投资信托董事 威廉·埃克尔斯

福希耶合伙公司财务主管 克里斯托弗·福希特

丘比特·廷德尔公司董事 查德·P. 皮斯

福希耶合伙公司董事 迈克尔·罗林

吉尼斯·马洪企业财务公司总经理 克里斯托弗·斯坦福斯

摩根－格伦费尔资产管理公司投资管理主管 德维纳·沃尔特

序 言

对投资行业而言，两年是一段漫长的时间。如果你观察一下证券交易所的显示屏，你就会发现，对于瞬息万变的价格走势而言，两小时有时就好像“永恒”一样遥遥无期。所幸的是，《巅峰投资家》面向的读者是投资者而不是交易商。

尽管一种股票、债券或货币的价格可以在几分钟内发生剧烈的波动，但价值的变化却要缓慢得多，而那些久经考验的估价方法则基本保持不变。尽管许多人不这么认为，但市场的反复无常实际上确实对投资者有利。因为市场越是变化不定，市场价格和真实价值之间的差距就越大，也就越能转化为具有吸引力的投资机遇。

与两年前相比，当我们再次观察英国顶级投资大师这一群体时，就会发现，在近来的市场动荡时期中，他们的理财方式几乎无一例外地都有完美的表现。这非常令人振奋。如果某位读者当初采用了这些投资大师的投资策略，那么，他就很可能在投资方面取得优异的战绩。两年来，这些投资大师在激烈的市场竞争中始终保持着出色的业绩，并使相关的市场基准相形见绌。

不管再过两年、十年还是二十年，这些大师们的投资策略都将经久不衰：

- ◆ 约翰·阿米蒂奇做市场分析时，第一件事就是要看一看投资对象公司有没有一个强有力的管理层。这种做法可谓一针见血。
- ◆ 安东尼·博尔顿一直在供给和需求之间寻找长期变化趋

势。这一策略不断地帮助他避免损失，并使他得以在企业重组浪潮来临时各个领域挑选出优秀的投资对象。

- ◆ 彼得·埃弗雷顿主张紧随市场的资金流动趋势。这一策略的效果在欧洲的上升市场和亚洲的螺旋型下降市场中都得到证实。
- ◆ 霍华德·弗莱特对国际资金流动的关注也取得了同样的成果。
- ◆ 科林·麦克莱恩采取跟随现金和避开债务的策略，这使他能够从良好的长期投资和漂亮的短期交易中获益。
- ◆ 尼尔斯·陶布善于收购最佳资产并识破国家间的价值差异，这使他总能比大众投资者和市场指标领先一步。

对于普通的投资者而言，上述策略及其背后的细枝末节在1996年市场情况相对较好时是一套有用的策略工具，在1998年也同样如此。在投资回报率呈现戏剧性变化的今天，这些策略的重要性也许较以往更为突出。

在本书第一版问世(1996年)以来的两年中，我们评出的这些英国顶级投资大师发生了什么样的变化？读者们一定对此十分关心。但不必担心，14个月后，读者们又会看到一本与本书非常相似的书籍，虽然它只描述了8位投资大师(本书介绍的是12位)，但其中有一半是本书重点介绍过的人物。这再一次肯定了我们当初评选英国投资行业顶尖人物时是具有先见之明的。

令人鼓舞的是，本书提到的绝大多数投资大师至今仍活跃于投资领域中，并不断取得新的成就。

- ◆ 埃杰顿公司的约翰·阿米蒂奇总是得益于置身正确的投资地点，尤其是欧洲大陆。我要重申一下，本书把他介绍给读者并非偶然，因为他能够准确地识破一些仍在发生中的重大变化，比如，趋同现象降低了正在加入欧元区的所有二级经济体的利率；他还认为，产业合理化对于投资价值

具有额外的帮助作用。而数据显示，他是正确的。他的基金回报率自成立之初增长了43%，而且1998年的回报率是世界平均指标的近一倍。他发现，欧洲大陆的企业已经开始改变策略，着手将重点放在所用资本回报率方面，并更多地听取股东意见。阿米蒂奇和企业界高级管理人员打交道已有多年，所以能够非常老道地区分哪些人是真心诚意的、哪些人只是对这一管理理念方面的根本性变化动动嘴皮子。

阿米蒂奇指出，欧洲企业之所以在服务领域管理得比较好，主要得益于如下几个方面：

- ◆ 持续削减成本；
- ◆ 合理安排行业混合比例；
- ◆ 更广泛地使用信息技术；
- ◆ 改善与股东的关系，进行更多的交流与沟通；重视股票回购，而不是股权发行。

阿米蒂奇比较关心价格评估水平，这体现在他1998年8月的一个投资组合上面。该组合的欠缺头寸超过15%，而净长期投资仅为65%。尽管如此，他还是认为，在通货膨胀率和债券回报率都很低的时期，人们必须在那些高质量、能够持续成长的企业身上投资。一家优质企业在20世纪80年代中期以12倍市盈率进行交易，这个价格在当时是便宜的。如果它目前的市盈率为20倍，相对而言也还算是一笔好买卖。阿米蒂奇的投资领域只涉及欧洲的赢利企业以及基本上尚未实施重组计划的行业——因此他现在仍然很喜欢意大利的电信公司。

- ◆ 尽管目前已是英国最大的20只基金之一，而且从不涉足业绩很好的蓝筹股，安东尼·博尔顿的富达特别形势基金还是继续在同类基金中率先取得了两位数的增长。在1998

年7月前的两年中，富达特别形势基金取得了49%的回报率。同时，他经营的另一只基金——富达欧洲信托基金则取得了67%的回报率。这两只基金的长期复合预期年回报率一直保持在23.3%~24.4%之间。

博尔顿仍然相信，最好的价值能够在中小企业身上得到实现，并认为这种投资组合方式终将胜出一筹。他发现，目前中小企业的资产价格在某种程度上已经反映出衰退迹象，而且企业越小，衰退对企业资产价格造成的损害就越大。由此造成的企业相对估价差距意味着大企业能够在较高的溢价水平上对中小企业进行非稀释性收购。因此，博尔顿1998年的投资活动一直把重点放在选择那些对其他企业具有吸引力的企业股票上，而不光只做廉价股。服务业和金融业继续成为他在欧洲投资的主要领域；而且，和阿米蒂奇一样，他也喜欢意大利的电信公司。

博尔顿投资活动有一个新特征：他开始关注那些在伦敦劳埃德保险市场做生意的投资信托公司。1998年6月，“有限”信托是富达特别形势基金最大的一项投资。博尔顿认为，这些信托公司在和保险公司交易时折价太多，因此价格将会回升。这种横向思维体现在他在比较行业估价时所采用的创造性方法上。

❖ 坐镇香港的彼得·埃弗雷顿1997年处于亚洲最大的一场经济衰退(亚洲金融风暴)的中心地带。当香港归还中国时，他对市场采取了一次明智的行动：在过去12个月里在恒生指数上作短期投资，并在东南亚其他地方做类似的买卖。他隐约感到，由于日本经济还将面临更多的问题，因此，亚洲经济复苏之路仍然漫长。对于亚洲市场的中期前景，埃弗雷顿认为，在私人资产和债务领域存在着不同寻常的价值。但他同时告诫个人投资者目前要远离这一领域。同时，他认为印度尼西亚和韩国的上市资产现在已基本全部崩盘。在亚洲重建金融市场，需要由专业投资家来

操作，同时还要理顺一些社会关系。

在东欧市场，埃弗雷顿遵循自己关于选择正确市场的名言，使他的丽晶基金成为首批进入东欧的国际投资先驱者之一。在那里，他设立了一系列国家基金。如今，埃弗雷顿看出了东欧股市过热的问题，于是他把早期收益变现，并更为积极地转向固定收入领域。这种资产配置方式使丽晶基金在过去 12 个月中同时成为俄罗斯和乌克兰的最佳基金。埃弗雷顿认为，现在东欧市场仍处于发育阶段，而根据目前该地区面临的危机来看，这一市场将在中期出现反弹，并同时使债券和股票产生具有吸引力的投资回报。他指出，在东欧投资必须要有耐心，而当街头出现流血事件时，就应该乘机低价买进股票。即使考虑到政治风险，从全球范围来看，东欧市场仍具有吸引力。

◆ 霍华德·弗莱特被证明具有先见之明，因为他准确地预测到全球新兴债券市场将出现通货紧缩，并正确地估计了低度通货膨胀对成熟市场利率和债券价值的影响。他还预见到日本经济将持续停滞不前。目前许多投资业内人士(如埃弗雷顿)认为，日本经济的停滞期将比原来预计的更长。在 1997 年亚洲金融危机爆发前，弗莱特适时降低了他的基金对亚洲股票的投资。虽然目前弗莱特对亚洲的投资权重设置仍然较低，但他对亚洲长期投资前景持非常乐观的态度。1996 年 8 月~1998 年 9 月，弗莱特的投资组合出现了一个显著变化：减少对美国资产的关注而转向重视欧洲资产。

◆ 1997 年初，迈克尔·哈特结束了数十年辉煌的投资生涯，从海外和殖民地投资信托退休。在哈特带着他一生挣下的一大笔钱告老还乡前，他还在很短的时间内掌管过英国投资信托协会。目前，他经营过的主打基金——海外和殖民地投资信托基金继续在同类基金中保持领先。

- ◆ 理查德·休斯在 1996 年很不走运，但在到 1998 年 3 月为止的 12 个月当中，他管理的 M&G 复苏基金重新走上了胜利之路，并取得高达 51% 的回报率。近两年来，他在投资策略上的最大变化就是“非工业化”。在过去的 18 个月中，休斯投资组合中的工业股权重由 33% 下降到 17%，因为他预见到英镑升值将会给工业领域造成问题。休斯还擅长从一些看似无用但基础良好的企业当中购入股份。这种技巧在企业发生并购时吸引了一些企业买家从他手中高价买走这些股份。因为这些买家看重的是长期价值，并愿意为此支付一些溢价。
- ◆ 莱昂纳德·利希特继续做着一名积极的私人投资者，同时他也入股格兰维尔·戴维斯公司（依格赖特基金的母公司）。只要他出现在某个公司的股东注册处，该公司的股价一准会上升。依靠选股高手的名气，他顺理成章地在广大个人投资者中吸引了许多追随者。1997 年，他买入戴维·格拉斯联合公司的重要头寸，并在不到 7 个月的时间里使投资回报率达到 53%。利希特也在进一步关注私人股票和风险投资领域。
- ◆ 和安东尼·博尔顿一样，科林·麦克莱恩也积极地对与劳埃德保险市场有关的信托公司进行大规模投资（乔治·索罗斯也曾这么做）。其中一些信托公司已经通过重组报答了他的信任。他同时认为 CLM 信托和新伦敦信托仍有更多价值可以挖掘。

麦克莱恩同时也进军真正的对冲基金领域。他通过集中关注价值对立面的方法，挑选出有吸引力的股票作短期投资。他成功地出售了英国生物科技公司、英国钢铁公司、丹卡公司和韦尔集团等股票，这也证明了他的投资策略在预测估价过高和估价过低时同样有效。他一直在英国工业企业和零售商当中寻找短期投资机会，并继续选择正确的时机进行投资。

随着欧洲企业重组步伐的加快，欧洲经济复苏吸引了他的注意力。和博尔顿一样，麦克莱恩喜欢对服务和金融行业作长期投资，因为他认为那里收益最高。通过观察价格变动，麦克莱恩仔细地总结出他对价值的见解。“我们不要竭泽而渔，而要为那些没有得到正确研究或理解的企业融资。”

麦克莱恩的业绩总能遥遥领先于所有基准利率，这并不奇怪。根据 AITC 评级机构的统计，他的主打基金之一——许可证和价值投资信托在成立最初的五年中，一直在其所在领域排名第一。到 1998 年 7 月 27 日为止的 4 年半时间里，他的欧洲基金总共取得 380% 的回报率，从而在高度竞争的欧洲基金领域位居榜首，这一业绩几乎是欧元指数增幅的两倍。同时，麦克莱恩的苏格兰价值基金自成立以来的总回报率也比同期英国股票平均收益高出 79%。

◆ 佩里格林·蒙克里夫继续对市场采取平衡策略，既降低了风险，也没有为此牺牲多少利润。在此期间，除去各种费用，他的主打对冲基金保持着超过 21% 的净回报率。

蒙克里夫在目睹了世界新兴市场历时 12 个月的动荡后认为，要在控制风险的同时找到获取高额回报的机会，最令人激动的地方似乎应是欧洲的发达市场。面对反复出现的风险，他指出，由于单个市场的成长和欧洲大陆投资文化的发展，投资估价方法已经发生巨大的变化。他还认为，由于欧洲大陆的企业资本结构复杂，这将创造出额外的投资机遇。例如，德国大众汽车公司的优先股以大约相当于普通股价格 30% 的折价上市交易，但它的收益却比普通股高。德国还有一些金融工具，它们的收益率比普通股高两倍，但却以相当于普通股 50% 的折价进行交易。这些金融工具同时还包含了应对股价全面下滑的看跌期权。

蒙克里夫相信，能够承受一些风险的投资者不应该忽略日本这个市场。他指出，日本有许多股票折价低于票面价格 50% 的赢

利企业，如松井建设公司、特诺克斯公司、尤尼克公司和日本铿工公司，它们都值得投资者耐心等待。从实际效果上说，投资者在购买这些公司股票的同时已经获得了利润。

在蒙克里夫看来，1998年的日本尤其令投资者感兴趣，这主要是因为那里出现了两种新趋势。一是投资者在日本的可兑换债券中能够取得明显的回报；二是从金融实力足以支持高负债的日本公司身上，投资者能够取得以日元计算超过5%的收益。这类公司包括韦斯科公司和大丰建设公司。与此同时，从目前许多情况来看，日本企业自身也正抓紧这个机遇，纷纷出台证券回购计划，开始回购可转让债券。

※ 网络股和信息技术服务行业的兴起并没有让迈克尔·莫尔这样的价值投资者感到格外兴奋。尽管他为此错过了市场上升阶段出现的一些赚钱机遇，但他绝不会让新技术的短暂光彩转移他对价值基本要素的注意力。他从不赶时髦，而只从事低风险交易，以期获得持久的回报。

无论莫尔的投资策略多么保守，在到1998年7月31日为止的十年中，他的两只主打基金——法律与债券信托和银行家信托，仍然在国际一般类别的投资信托中稳居前列。他的投资者在这两只基金中获得了四倍于本金的收益。莫尔在1997年5月至8月间将他惟一的一项海外大型投资从台湾撤出，而这种回避新兴市场风险的策略后来被证明是正确的。

展望未来两年的投资前景，莫尔最担心的就是西方国家正面临的通货紧缩，同时目前债券市场与股市之间的反差也预示着一个熊市时期的开端。尽管莫尔并不认为西方国家正在走入长期通缩状态，但他指出，对于美国 and 英国的大多数制造业企业而言，利润已开始出现周期性下降。在这种背景下，美英主要的周期性企业的股价从1998年9月开始下跌，使企业的利润空间受到挤压。而这种现象也许最终会蔓延到欧洲大陆。

莫尔还担心，俄罗斯的金融危机将使远东市场的问题更为严重。他认为，俄罗斯可能出现贱金属、贵金属、石油和天然气倾销现象，从而进一步削弱工业原材料的缓冲功能。然而，如果这些问题影响到俄罗斯的农业部门，将会改善其粮食价格的前景。

在对未来两年持谨慎态度的同时，莫尔认为将来仍会出现良好的投资机遇。“我觉得一方面我们不应过分悲观，但另一方面，我们也要意识到，类似 1972 年至 1974 年那种由通缩而不是通胀导致的熊市时期即将到来。我个人认为，对英国而言，考虑到目前的现金水平，以及未来两年内出现重大利率下调的可能性，投资前景仍然不错。如果英镑贬值，将对目前处于困境、正在衰退的英国制造业有所帮助。”

如果出现这种情形，莫尔久经考验的价值投资法则一定会再次大显身手。所以我们可以预期莫尔将取得更多优秀业绩，他的股东们也将继续受益。

◆ 威尔士亲王已经确立了他作为英国头号原始资本投资者的地位。在过去两年中，他的亲王青年商业信托为 8000 多家企业提供了创业基金。这些企业的生存率一直保持在 60% 左右，而且它们也不断产生出良好的投资回报。其中最突出的企业当数迪伦·维尔克创立的“电玩”公司，它从事电脑游戏的经销。1994 年，维尔克从亲王信托借了 2000 英镑作为本钱，而仅过了 6 年，该公司的市值就达到 600 万英镑！也就是说，这个企业年均投资回报率是 740%，令人刮目相看。

维尔克的故事并不是特例。以下的数字更能说明问题：由亲王青年商业信托帮助过的 100 家最大的企业如今总营业额超过 1 亿英镑，在三年时间里几乎翻了一番。目前亲王青年商业信托正在向发展型资本领域拓展业务。他在 1998 年创立了苏格兰青年股票金融服务基金，目的是缩短他的基金与专业风险基金之间在所

能提供的原始资本最大值方面的差距。这个新的基金由默里·约翰斯顿公司的一名中级职员进行具体管理，它可以向需要帮助的企业提供3万~5万英镑的资金，并给予法律和财会方面的支持。从亲王的这个新基金中受益的第一家企业是戈登·罗斯焊接服务公司，它专门为半导体行业制作管件。在作者的新书《查尔斯王子：打破循环》中，对此事和亲王在其他方面的工作有更为详细的叙述。

◆ 尼尔斯·陶布在他辉煌的投资生涯中又踏上了一个新台阶——他成立了自己的企业：陶布-霍德森-斯通奈克斯合伙企业。同时，他和他的团队还在继续经营原来属于圣詹姆斯宫资本管理公司的一些基金，如“价值实现”基金。该基金在上一个财政年度中增长了43.3%。与此同时，他管理的RIJ资本伙伴基金也取得了26.5%的回报率。目前，陶布在世界范围内继续寻找比较收益，并由此找到了一些更有趣的金融工具，如朝鲜债券。

美国投资大师沃伦·巴菲特不久前出价收购科隆再保险有限公司的母公司——通用再保险公司，这进一步肯定了陶布的预测：再保险行业是一个成长中的市场。因此，陶布如今可以十分自如地选择把所持股份卖给巴菲特，或在巴菲特为该公司少数股东创造出股东价值时坐收渔利。和埃弗雷顿一样，陶布发现东欧和中欧具有重要的市场价值。可口可乐-阿马蒂尔公司在中东欧的出色表现证明了他对可口可乐公司业务扩展方向的预测，而他对可口可乐-阿马蒂尔公司的投资将是一项前途光明的长期生意。

上述投资大师的主要成功经验都被概括在本书第14章“投资成功的秘诀”中，其中的一点一滴都具有实际意义，尤其值得从事大宗投资的人学习。比如，陶布大胆地使英国商业联合保险公司和劳斯莱斯公司在他的“价值实现”基金投资组合中占

有 9% 的份额；而麦克莱恩则通过对比企业的现金流和报表利润，从而找到被高估的股票进行短期投资。

上述这 9 名英国投资大师目前仍然处于事业的巅峰期。无论现在还是将来，他们的投资策略都将继续引导大众投资者。在投资行业中，被实践证明的经验和专业技巧是无可替代的。通过阅读《巅峰投资家》，读者将发现关于创造财富的指导方针，而这些方针在新千年中将继续发挥作用。

1998 年 9 月