



汇添富基金·世界资本经典译丛

智慧

——菲利普·凯睿的投机艺术

[美] 菲利普·L. 凯睿 (Philip L. Carret) 著

上海财经大学出版社



汇添富基金·世界资本经典译丛

智 慧

——菲利普·凯睿的投机艺术

[美] 菲利普·L. 凯睿 著
(Philip L. Carret)

王煦逸 王 倩 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

智慧:菲利普·凯睿的投机艺术/(美)菲利普·L. 凯睿(Carret, P. L.)著;王煦逸,王倩译. —上海:上海财经大学出版社, 2008. 12

(世界资本经典译丛)

书名原文:The Art of Speculation

ISBN 978-7-5642-0357-3/F·0357

I. 智… II. ①菲… ②王… ③王… III. 投资学
IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 198103 号

□ 责任编辑 卢 著
□ 封面设计 钱宇辰
□ 版式设计 孙国义

ZHI HUI

智 慧

——菲利普·凯睿的投机艺术

[美] 菲利普·L. 凯睿 著
(Philip L. Carret)
王煦逸 王 倩 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15.75 印张(插页:2) 258 千字
印数:0 001—4 000 定价:28.00 元

汇添富基金·世界资本经典译丛

第一辑



《攻守兼备——积极与保守的投资者》
定价：39.00元



《伦巴第街——货币市场记述》
定价：25.00元



《伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析》
定价：28.00元



《忠告——来自94年的投资生涯》
定价：25.00元



《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》
定价：30.00元



《浮华时代——美国20世纪20年代简史》
定价：35.00元

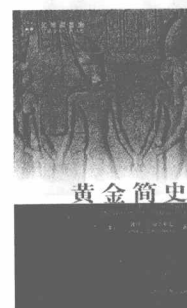


《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》
定价：29.00元



《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》
定价：29.00元

第二辑



《黄金简史》
定价：43.00元



《投资存亡战》
定价：32.00元



《华尔街五十年》
定价：30.00元



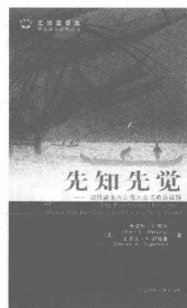
《华尔街的扑克牌》
定价：37.00元



《标准普尔选股指南》
定价：31.00元



《铁血并购——从失败
中总结出来的教训》
定价：42.00元



《先知先觉——如何避免
再次落入公司欺诈陷阱》
定价：29.00元



《戈尔康达往事——1929~
1938年华尔街的真实故事》
定价：33.00元

第三辑



《大熊市——危机市场
生存与盈利法则》
定价：28.00元



《共同基金必胜法则——
聪明投资者的新策略》
定价：42.00元



《华尔街传奇》
定价：26.00元



《智慧——菲利普·
凯睿的投机艺术》
定价：28.00元



《投资游戏——一位
散户的投资之旅》
定价：30.00元



《孤注一掷——罗伯特·
康波并购风云录》
定价：32.00元

地址：上海市武东路321号乙 邮编：200434
电话：021-65904895 021-65903798 021-65904705

网址：www.sufep.com
传真：021-65361973

拨动琴弦
唱一首经典
资本脉络
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然
依稀可见



千百年后
人们依然会穿过泛黄的书架
取下
这些书简
就像我们今天，怀念
秦关汉月
大漠孤烟

.....

汇添富基金·世界资本经典译丛

编辑委员会

编委会主任

丛树海

编委会执行主任

张 晖 于东升

编 委

黄 磊	袁 敏
韩贤旺	钱 慧
于凌波	刘劲文
魏小君	王 波
曹翊君	郭 君
金德环	田晓军
柳永明	骆玉鼎
周继忠	崔世春

策 划

黄 磊 于凌波

总序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资者渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It's simple to be a winner, work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上



及 1644 年的华尔街,时间跨度长达 300 余年,汇添富基金希望能够借此套丛书,向您展示投资专家的大师风采,让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一辑、第二辑里,我们为您奉献了《伦巴第街》、《攻守兼备》、《价值平均策略》、《浮华时代》、《忠告》、《尖峰时刻》、《战胜标准普尔》、《伟大的事业》、《投资存亡战》、《黄金简史》、《华尔街的扑克牌》、《标准普尔选股指南》、《华尔街五十年》、《戈尔康达往事》、《铁血并购》、《先知先觉》等 16 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第三辑中,我们还将向您推荐 6 本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫财富路,智慧最可贵。本辑丛书为广大投资者准备了一席精彩纷呈的投资智慧大餐。其中的《**共同基金必胜法则——聪明投资者的新策略**》一书作者约翰·C. 鲍格尔通过援引潘恩和格雷厄姆的著作,向人们说明了一个简单的道理:在长期内,要想获得最大可能的市场收益率,就必须降低买入和持有基金的成本。而基民要做的,就是购买运行成本低、没有或很少有佣金的基金,尤其是低成本的指数基金,然后持有尽可能长的一段时间。本书最大的启示就是投资者财富的变化与管理其财富的共同基金的治理结构是分不开的。共同基金的治理结构对个人投资者财富的影响的深刻见解是本书的最大卖点。《**智慧——菲利普·凯睿的投机艺术**》则涵盖了 20 世纪初在经济繁荣和经济萧条形势下的明智投资行为,汇聚了菲利普·凯睿投机型投资艺术理念的精髓,深入剖析了影响股价起落涨跌的各种因素,向投资者提出了恳切的忠告。作为传世之作,它属于历史,更属于当今经济形势下的股市投资者。阅读本书将是一个赢得智慧的过程,更是一个获得享受的过程。而《**投资游戏——一位散户的投资之旅**》一书记叙了作者约翰·罗斯查尔德亲身经历的、为时一年的一次投资之旅。作者以一个普通投资者的视角、尖锐而诙谐的笔触,深入而幽默地描写了散户投资者在追求财富时所遭遇的困境,从股本的筹集到股票的选择,从见识分析师和买方到对股票经纪人的认识,从如何预测到内幕消息的利用,内容涉及整个投资世界,包括其中的人物、机构、习俗和传说。

本辑丛书还继续为读者展示华尔街数百年来传奇往事,演绎一代金融大亨的并购风云,解读应对熊市危机的生存法则。《**华尔街传奇**》由弗雷德里克·希爾和约翰·穆迪两位作者合作完成。本书上篇“华尔街故事”主要介绍从 1644 年至第一次世界大战的近 300 年间,华尔街如何从最初

的一处牲口围栏演变成了世界的金融心脏,内容涉及美国历史上众多著名事件,譬如为争取出版自由的战斗,《独立宣言》的产生,独立革命的序幕,美国定都,华尔街由政治家的学校中心走向世界瞩目的经济中心,等等。下篇“资本大亨”主要刻画了在华尔街演变为世界金融中心的过程中几个资本大亨如何运筹帷幄、叱咤风云的传奇故事,譬如摩根财团的崛起,钢铁大亨的诞生,巨额融资的顶峰,华尔街与第一次世界大战的关系,等等。《孤注一掷——罗伯特·康波并购风云录》则生动地描绘了美国20世纪80年代的全国性并购热潮——新一代无所畏惧的企业家空手套白狼,以几乎不掏自己分文的方式赚到了数不尽的财富。加拿大房地产开发商罗伯特·康波借贷110亿美元先后收购了美国两大零售业百货公司——联盟百货和联邦百货,这一以小搏大的壮举使他从初至华尔街的无名小辈摇身变为美国顶级投行和经纪商趋之若鹜的“卓越价值客户”!并购产生的巨额佣金和贷款利息诱使经纪商和投行一步步陷入重复借贷的深渊,甚至不惜押上自己的所有资本。先凭借过度杠杆融资,再以出售被收购公司资产还债,最终导致原来运营良好的公司破产,康波并购案对零售业、垃圾债券市场等的负面影响远远超过大多数人的想象。该书最早于1991年出版,并于1992年、2000年再版。《大熊市——危机市场生存与盈利法则》一书对世界上历次不稳定的处于转折的危机市场进行了独特、深刻的解读,提供了关于在价格调整时如何获利(或至少减少损失)的建议。通过美国著名金融类畅销书作家罗斯查尔德诙谐、睿智的笔触,19世纪以来美国股市几次从空头转向多头的历史经验跃然纸上,相信所有的投资者,无论是新手还是专业人士,都会从中得到解读危机市场的丝丝线索。

投资者也许会问:我们向投资大师、投资历史学习投资真知后,如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念?

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略,相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题:

首先,中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明,在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的,同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩,就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的,坚守价值投资,肯定会有良好的长期回报。

其次,我们的经历还表明,在中国股市运用价值投资策略,必须结合中

国股市以及中国上市公司的实际情况,做到理论与实际相结合,勇于创新。事实上,作为价值型基金经理人的彼得·林奇,也是在反思传统价值投资分析方法的基础上,推陈出新,才取得了超越前人的业绩的。

最后,有一点需要强调的是,我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运的是,我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境,我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场,我们有一批成长非常快速的优秀上市公司,这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持基于深入基本面分析的价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好的投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”十余年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资者能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。

“冬天已经到了,春天还会远吗。”本辑资本经典译丛出版之际,国内证券市场正经历着自2007年底以来牛熊转换的剧烈阵痛。冬寒刺骨,阴风凛冽,投资者信心严重受挫。“天涯也有江南信,梅破知春近。”相信本辑丛书的顺利推出,将会为投资者带来严冬之际的缕缕馨香和点点春意。面对熊市,投资信心与智慧不可或缺,须知熊市肆虐之时,牛市亦非久远矣。

“辉煌源于价值,艰巨在于漫长。”对于投资者来说,注重投资内在价值,精心挑选稳健的投资品种,进行长期投资,将会比花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期,站在东方大国崛起的高度,不妨看淡指数,让自己的心态从容超越股市指数的短期涨跌,让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加辉煌灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监

2008年12月28日

译者的话

当前金融危机肆虐全球,对世界经济产生了巨大的负面影响,也使许多投机活动承受了重大损失。此时重新阅读本书可以对投机有一个全面的认识,译者希望本书能够为当前的金融从业人员提供一个认识投机的视角,从而使得 20 世纪 20、30 年代经济危机后的经验能为当前经济的复苏带来有益的影响。本书的翻译工作得到了各界的大力支持,在此要感谢徐峥嵘先生、王鹏先生和我们的学生朱浩及史雯婷做出的贡献。译者希望本书的出版能给读者带去帮助。

王煦逸 王 倩
2008 年圣诞于同济园

前言

好逸恶劳、只想凭投机发一笔横财的人将不会从本书中得到任何益处。本书谨为那些被控制证券价格不断涨涨落落的神奇力量所吸引、希望能够借此对证券价格有一个全新认识的人所写。

成功投机需要资金、勇气和判断力,三者缺一不可。然而,仅仅拥有天生惊人的判断力还不够,投机者需要不断磨砺自己的判断力,以在变幻莫测的金融界中认清方向。笔者希望本书会为读者带来帮助。

序言

百岁老人菲利普·凯睿(Philip L. Carret)先生 1996 年编写的经典著作《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》一书包含了从他爷爷去世那年直至 1931 年(当时正值大萧条时期,道一琼斯指数跌到 40 点以下)投机的全部精髓。凯睿在 20 世纪末被人尊称为第一互利基金“先锋基金”的创始人,1929 年启动价值 1 000 美元的投资基金在今天竟然已经价值 230 万美元,就连沃伦·巴菲特(Warren Buffett)这样一个不轻易断言的人在谈到凯睿的事迹时也不得不赞叹该基金是“美国历史上最好的长期投资项目”。

即便放到今天,《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》依然像它在 1920 年时那么深奥和迷人,通过阅读我们可以了解“纽约证券交易所的股价要受法国政策、德国银行状况、中国金融市场、阿根廷小麦作物状况、墨西哥国会态度以及其他种种国内外因素的影响”。

读了《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》的人能更好地把握当前投资和投机形势,并为将来的投资拓展更好的技巧,本书汇集了当今最敏锐的洞察力和最深入的研究:

- 20 世纪早期成长型公司的总回报几乎是股票收入的两倍,对此现象的解释就是法律条款保护成长型股票持有者的利益,使其收到的复利利率不低于银行存款的利率。

● 20 世纪 20 年代各普通股的不同表现超过了市盈率^{〔1〕}带来的影响,表现在“具体针对某一股票时,价格收入比例可能没有任何意义”。

● 可兑换债券的回报风险比要远大于普通股的回报风险比。另一方面,“在股市繁荣期间(如 1924~1929 年的牛市),普通股持有者的优势还是很明显的”。

● 债务是投机的生命线,明智地通过举债经营购买含股息普通股的人将会使投资回报翻一番。而利率可能不会直接控制股市,“货币利率的上涨往往要比股票价格的下跌快;货币利率的下跌也要比股票价格的上涨快”。

读《智慧——菲利普·凯睿的投机艺术》是一种享受。本书最初撰写于凯睿在《拜伦报》当学徒期间。它起源于该刊物流传中沉淀下来的英雄史诗般的优良传统,出版物中诸如埃伯森(Abelson),拜伦(Barron),鲍姆(Baum),布莱格(Bleiberg),格兰特(Grant)和尼尔森(Nelson)这些名字定当永留青史,书中所涵盖的话题在 1931 年成为永恒的话题,作者已将它们变成了传世之作。图 F.1 体现了作者的机智与英明。

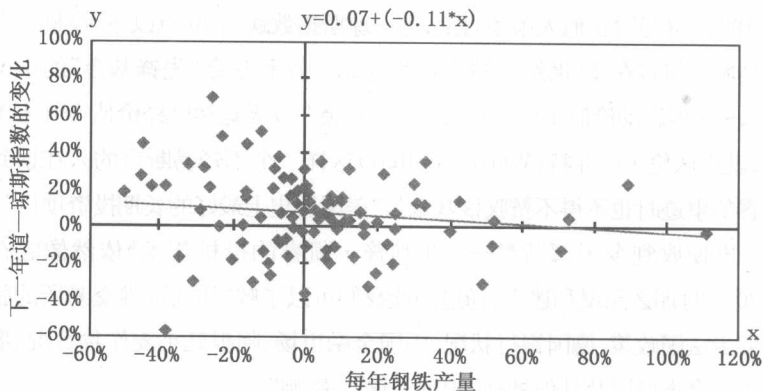


图 F.1

凯睿的工科背景使得他能够进行实验和观察,70 年的研究使他的结论不断丰富和完善,从而得以支持他总结的大多数规则。

最鲜明的一个例子就是他在第九章中对卖空机制的颂扬。第九章一开始就对卖空机理和作用做了生动的描述,华尔街的卖场上到处都是卖空

〔1〕 市盈率=股价/每股税后纯利。

者(空头)。这种现象的主要原因不是“他们害怕垄断”，而是——正如凯睿提到的——是对每年都为普通股争取 10% 的利润这一趋势必将破灭的恐惧。这种趋势从 18 世纪凯睿祖父一代起就被认为是全球普通股的特性，而经纪人无法支付贷方余额上的利息使这一问题雪上加霜。然而，即便在凯睿写于 1929 年大恐慌期间的“卖空”一章中，他也根据常识得出了结论：“如果业余证券商最终决定把短期卖空留给那些做投机买卖的人去做，那么这将是一个有利可图的决定。”

类似的告诫还可见于凯睿对投机者的第三条训诫：“至少把一半以上的资金放在能产生固定收益的证券上。”对债券持有者资本回报的研究表明，它们与通货膨胀息息相关。为何不将 100% 的投机资金投入普通股上呢？这样企业家就会一直为提供长期风险投资的人支付 10% 的资本回报了。类似的是凯睿的第十条训诫：“当股价变高、利率增长、商业繁荣时，至少应把一半资金投放到短期债券中。”问题是我们无法知道股票价格什么时候“高”，传统的标准备受广大证券商的青睐，他们也就很自然地成为这些标准的忠实客户，然而，使用这些标准的证券商殊不知自己在道一琼斯工业指数上涨期间错失了最终的 4 500 点。

在凯睿大量的建议性研究、格言和投机洞察中，笔者最欣赏的是炼钢炉指数。传奇的克利夫兰的统计学家科隆内尔·莱昂纳德·阿耶(Colonel Leonard Ayer)发现当时炼钢炉状态与接下来的股市趋势变化有着密切联系。当开工的炼钢炉数超过总数的 60% 时，应该抛售股票。这个指数以及其他很多类似的指数，都慢慢被陶森(Townsend)总结出来，并由此产生了 20 世纪 40 年代的预测服务。陶森逐渐与他的一个员工——特尔斐(Delphic)达成了伙伴关系。特尔斐才华横溢，喜爱数字运算，他创立了和商品有关的新指标。后来他成为陶森—格林斯潘经济顾问公司(Townsend & Greenspan)的所有者，并在哥伦比亚大学深造了 30 年，获得博士学位，之后在中央银行继续自己的事业。

凯睿从 1892~1924 年间的股市指数出发，总结出“炼钢炉指数与其他指示方法共同成为股票最有可能的走势的基础”。尽管人们仍然记得生铁的辉煌时代，但炼钢炉指数并没有让人去考虑影响资本的更重要因素，比如教育、品牌、技能和顾客忠诚度，但炼钢炉指数的确给我们带来了许多值得回味的东西。为纪念凯睿先生，笔者已经根据 1995 年以前的所有年度数据将这些指数进行了更新，这些数据的时间跨度与凯睿先生的年龄相

等。直到 1975 年笔者一直都在使用炼钢负载量数据,到 1994 年又开始使用工业负载量数据。炼钢炉指数的年变化与 12 个月后的股票之间的相关系数是-0.20(如图 F.1 所示),正如凯睿所说:“没有哪个证券商可以忽略这条建议。”钢铁负载系数每年 100% 的增长率预示着股市来年 4% 的下跌率。

菲利普·凯睿的机智与智慧

即便是最高级的证券,也难免会有一定的投机风险。并不是说你像一只鸵鸟一样把头扎到沙滩中,然后高喊“我从不投机!”风险就随之减少了。

水往低处流解释了地球引力的问题,同理在证券市场,证券价格一直在寻找着价值的平衡点。

无尽的地平线向有志成为投机者的人无限延伸。

在股市一直下跌期间,一个证券交易新手问拉赛尔·赛哥(Russell Sage)是否认为股票会反弹。“它们一直以来就是这样的。”他简要回答道。

就像大海一样,股市从来都不是风平浪静的。

我们已经提过了一般证券交易者面对利润时的胆怯和面对损失时的固执。对此的解释可能就是人们不能及时调整自己的思维使其与价值改变的观念相适应吧。

某一方向长时间的变化后接着就是向反方向长时间的变化这一规律是很明显的。

就像其他有道理的解释一样,当生活安逸时,多数人就会丧失努力工作的优良作风。

1919 年和 1920 年丝绸衬衫时代的繁荣后便是 1921 年令人心痛的衰落。

价格的过度增长与所有的兴奋剂使用过量一样,最终会导致同样的恶果。

餐桌对鲜鸡蛋的需要是一成不变的,而母鸡却对人们的食欲无动于衷。随着季节的变化,它们的产蛋能力也有所不同。

某些证券交易者不还贷款的事实不足以证明以贷款方式进行投机是不对的。贷款对于那些借贷适度的证券交易者来说是一个很有用的工具。