



汇添富基金  
世界资本经典译丛

# 战胜标准普尔

——与比尔·米勒一起投资

The Man Who  
Beats the  
S&P: Investing with  
Bill Miller

[美] 珍妮特·洛 著  
(Janet Lowe)

上海财经大学出版社



F830.59/152

2008




汇添富基金·世界资本经典译丛

# 战胜标准普尔

——与比尔·米勒一起投资

[美] 珍妮特·洛 著  
(Janet Lowe)

张甦伟 译

 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

战胜标准普尔:与比尔·米勒一起投资/(美)洛(Lowe, J.)  
著;张甦伟译. —上海:上海财经大学出版社, 2008. 1

(世界资本经典译丛)

书名原文: The Man Who Beats the S&P: Investing with Bill  
Miller

ISBN 978-7-5642-0014-5/F·0014

I. 战… II. ①洛… ②张… III. 投资-基本知识  
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 175624 号

- 责任编辑 刘 兵
- 封面设计 未 名
- 版式设计 孙国义

ZHANSHENG BIAOZHUN PUER

**战胜标准普尔**

——与比尔·米勒一起投资

[美] 珍妮特·洛 著  
(Janet Lowe)  
张甦伟 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](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

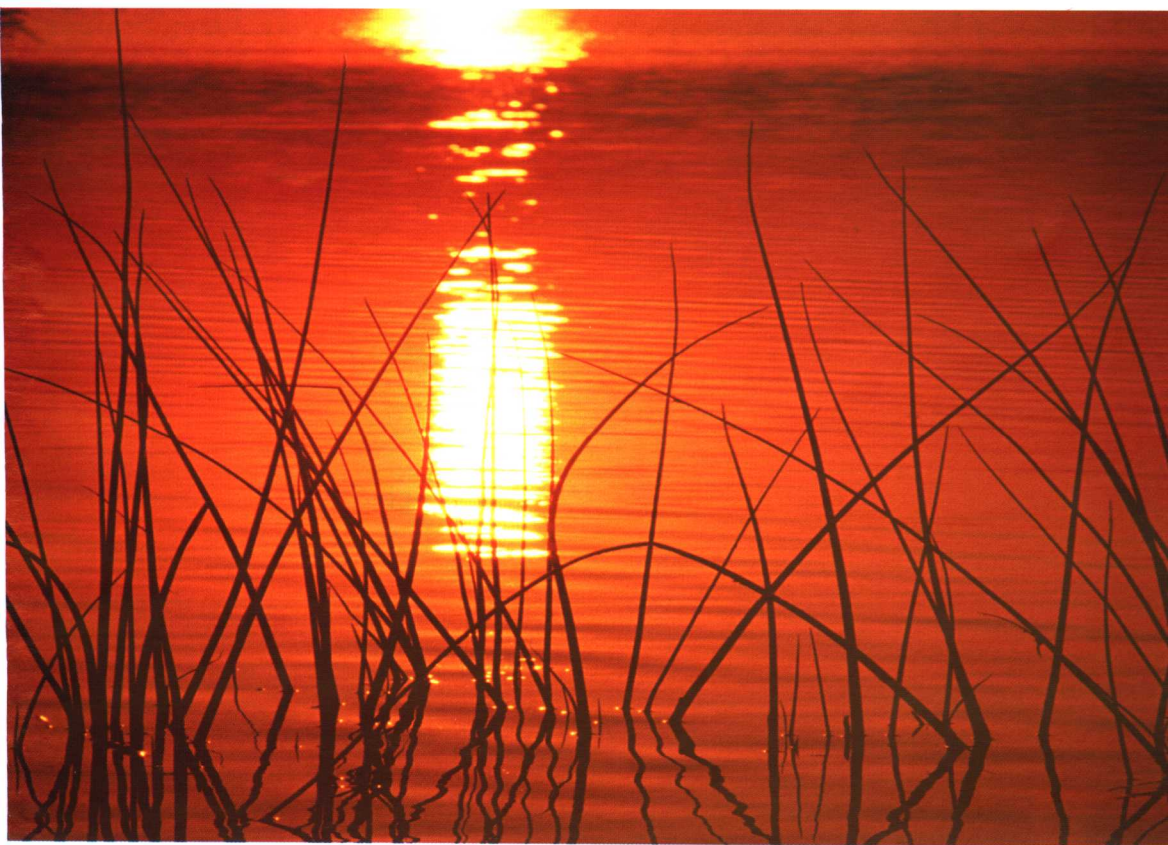
上海远大印务发展有限公司装订

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13 印张(插页:2) 212 千字

印数:0 001—5 000 定价:29.00 元

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  
这些书筒  
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 林 军

编 委

黄 磊 袁 敏  
韩贤旺 钱 慧  
魏小君 王 波  
曹翊君 田晓军  
柳永明 周继忠  
骆玉鼎 崔世春

策 划

黄 磊 钱 慧

## 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，无数投资人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1873年的伦巴第街，下至彼得·林奇之后的华尔街当代杰出基金经理



人比尔·米勒，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的风采，让您领略投资世界中的风景。

丛书不乏经典之作。其中的**《伦巴第街——货币市场记述》**堪称是金融领域的传世之作。该书作者——19世纪经济学家沃尔特·白芝浩在书中总结了当时的经验与教训，时至今日，仍然值得我们认真回味。书中对于银行处理金融危机的意见——“初期警钟到来时，我们必须始终拥有随时可以动用的准备金，这样才可以轻松地走出恐慌。那些认为不需要准备很多的准备金的观念，不仅会引起恐慌，还会将恐慌升级成疯狂”，在今天仍不失其现实意义。美联储前主席格林斯潘和美国前财政部长鲁宾，都将该书作为经常翻阅的床头书，从中汲取经验和灵感。时隔百年，该书在1999年、2001年、2005年、2006年和2007年多次再版，可见其在今天仍然具有很高的借鉴价值。丛书中的另一本——**《攻守兼备——积极与保守的投资者》**，有助于投资人从纷繁复杂的信息中抽丝剥茧，形成自己对公司的财务状况、管理层经营能力、股票买入价是否低于公司资产净值等的独立判断，进而利用自己的结论做出投资与否的决策。该书自1979年首次出版以来，2006年再次重版。这也印证了耶鲁大学教授斯坦·加斯特卡的判断：“《攻守兼备——积极与保守的投资者》绝不会过时！”**《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》**一书通过市场风险和时机选择的介绍，为投资者提供了一种有效的公式化投资策略。著名金融史学家威廉·伯恩斯坦将该书与格雷厄姆的**《智慧投资者》**、麦基尔的**《漫步华尔街》**相提并论，认为：“自1991年首次出版以来，《价值平均策略》声誉鹤起，已逐步成为经典作品。”1996年、2006年该书不断再版。另一本经典**《浮华时代——美国20世纪20年代简史》**则追溯了从第一次世界大战之后的繁荣到1929年股市大崩盘的一段历史。《芝加哥每日论坛报》称之为“一部将历史记录和综合报道完美结合的伟大作品”。1931年出版后，该书迅速销售50余万册，并于1932年登上畅销图书榜（非小说类）的第二位。此后，该书于1959年、1964年、2000年、2007年不断重版，属于常青藤式的书籍。

丛书中汇集了投资大师们的智慧。**《忠告——来自94年的投资生涯》**一书记录了罗伊·纽伯格这位世纪老人神秘且精彩的人生。作为唯一一位经历华尔街1929年和1987年大崩盘却毫发无损的职业投资家，其自传中所介绍的有关投资技术与战略战术等诸多方面，不能不引起我们的重视。同时，除了其令人称道的成功投资经验之外，罗伊·纽伯格对于成功、

金钱、艺术和财富的价值观以及对于新技术的积极态度，也是支持其将近一个世纪处于不败之地的不可缺省的重要因素。如果您阅读了《**尖端时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验**》，您就可以全面了解美国五位杰出基金经理——比尔·奈格伦、安迪·史蒂芬斯、克里斯多夫·戴维斯、比尔·弗里斯和约翰·卡拉莫斯的投资理念和投资策略。这些基金经理人的投资风格相去甚远，但他们的交集，即投资中均实践和坚守的共同原则，却具有普遍的意义。在另一本著作《**战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资**》中，叙述的是美国顶尖基金经理人比尔·米勒的成功之道。比尔·米勒所管理的莱格—梅森基金虽然近两年来业绩下滑，但其保持的1990~2005年连续15年战胜标准普尔指数的骄人业绩，至今无人望其项背。书中通过对比尔·米勒分析方法和投资策略的记述，揭开了比尔·米勒保持十余年成功投资的秘诀。《**伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析**》通过透视巴菲特旗下的伯克希尔·哈萨维公司，揭示了这个巨大财富王国背后兼具实用性和个性的投资哲学，浓缩了一个价值投资者30余年来的成功经验和心得。巴菲特在阅读该书后，认为作者“对伯克希尔·哈萨维公司了解得非常透彻”！

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中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。2005年和2006年我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的明证。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比尔·米勒，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、比尔·米勒等人更加幸运的是，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良好投资回报。

“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,力求使投资人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。我们还拟与上海财经大学出版社一起,推出后续的《华尔街的扑克牌》、《点津——来自大师的精彩篇章》、《福布斯英雄》、《华尔街 50 年》、《黄金简史》等 8 本图书。

“日出江花红胜火,春来江水绿如蓝。”悠远的新年钟声,宣告着 2008 年春天脚步的临近。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,迎来更加美好灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监

2008 年 1 月 1 日

资本

经典译丛



The World  
Classics  
of Investment

## 序

以上海证券交易所建立为标志算起,我国的资本市场建立与发展至今已 有 17 年了,投资者也达到了 7 000 多万。随着市场经济改革的逐步深入,我国的证券投资基金业也正在逐渐成长壮大,基金投资的理念实际上是注重价值投资。在价值投资发展史上,本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪和沃伦·巴菲特无疑是三位最有成就的代表者,他们都为证券投资领域的发展做出了杰出的贡献。本杰明·格雷厄姆为证券分析奠定了清晰的逻辑并提出了“安全边际”的思想;菲利普·费雪把“成长”的观念引入价值投资体系;而沃伦·巴菲特则贡献了“特许经营权”的概念。这些思想和观念不仅丰富了证券投资理论,还在实践中得到了成功的运用。尤其是沃伦·巴菲特,他的投资理念受到无数投资者的推崇,被认为达到了 20 世纪价值投资的巅峰。在证券投资这个特殊的领域中,人才辈出。进入 21 世纪以来,比尔·米勒(Bill Miller)的名字正在受到越来越多的关注,甚至被认为是新经济价值投资的旗手。

比尔·米勒是当代著名的投资专家,是莱格—梅森价值信托(Legg Mason's Value Trust)的专业基金经理人,截至 2005 年,他所打理的基金创造了连续 15 次战胜标准普尔 500 指数的纪录,此前彼得·林奇保持着连续 7 年战胜基准的纪录。米勒所取得的成就使他成为继彼得·林奇之



后最为耀眼的明星。《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》通过追踪比尔·米勒作为基金经理连续 11 年(截至 2001 年,原书出版于 2002 年)战胜标准普尔指数的非凡纪录,从投资理念、思维方式、估值方法、投资组合管理等方面完整地阐述了米勒的价值投资方法和价值投资体系。

米勒的成就不仅在于创造了共同基金业的一项纪录,而且在于他的成就就是建立在对价值投资创新和发展的基础之上。前不久,一向回避科技股的沃伦·巴菲特开始买进米勒重仓持股的泰科国际(Tyco International Ltd.),可以视为对米勒的最大褒奖。

我国的证券投资基金还很年轻,尽管国内的开放式基金也设置各种基准,但大多只是将其作为一个标识,真正把战胜基准作为投资理财首要目标的基金经理很少,这实际上是投资理念不完善所致。

我们还需要不断学习和吸取先进的投资理念、理论,以及有益的投资方法和投资技巧。在我看来,《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》一书对于正处在转折时期的中国证券市场和基金业具有重要的借鉴意义。

首先,本书的出版有助于我们了解和学习国外先进的投资理念和估值方法。米勒与众不同的投资理念、估值方法以及完整的投资组合管理策略值得国内的基金管理人借鉴。随着股权分置改革的全面推进,中国股市终将进入全流通的新时代,持续了几年的疲软市场也终将改观。及时掌握价值投资、长期投资的理论与方法对基金管理者来说是必需的,也恰逢其时。

其次,有助于我国投资者树立价值投资理念。米勒的成就表明,价值投资不仅适用于传统经济,而且同样适用于新经济。投资于科技股并不只是概念的炒作,而且应当,也可以在价值投资的框架内进行成功的投资。

第三,有助于基金管理人确立战胜基准的信心。米勒通过价值投资、长期持股和积极的组合管理,持续地取得了超额收益,米勒取得成功的意义在于证实了只要基金管理人理念正确,方法得当,他们完全能够驾驭市场,获得成功。

张魁伟先生早年毕业于上海财经大学,获工商管理硕士,1997 年进入证券业,先后任职于华夏证券有限公司、上海海威资产管理有限公司、东吴证券有限责任公司东吴基金管理有限责任公司等机构,从事投资银行、证

券分析和证券投资工作。现任职于长信基金管理有限公司。在长期的基金管理工作中,积累了丰富的实践经验,工作之余坚持科学研究,密切关注国外证券市场和基金业的发展动态和趋势,努力钻研国外同行总结的相关理论和相关的实践经验,花费了大量的业余时间和精力,精心翻译了《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》一书。在我看来,书中所总结的经验对我国基金管理人和投资者应有很好的参考价值,很愿意向读者推荐。同时也希望我国的基金管理者也能早日取得对推动我国基金业发展有重要贡献的成果。

戴国强

2008年1月

## 前言

比尔·米勒似乎不像是一个超级投资明星的候选人。不像乔治·索罗斯，米勒的操作平实无险，不会冲击到整个政府；不像彼得·林奇，米勒没在大金融机构工作；不像沃伦·巴菲特，米勒天性不善于表现自己。声音柔和、高个谢顶的米勒貌不惊人，喜欢沉思冥想。如果不是他身材高挑、举止优雅，你甚至不会在人堆里注意到他。然而，尽管缺少同行们的表演才能，他还是吸引了众多忠实的追随者。理由很充分：截止到2001年，他在共同基金业的纪录无可争辩是最佳的。

本书讲述的是一个人通过到处寻找线索，做出惊人的独立投资决策，从而成为投资冠军的故事。他阅读老书、参加新生代科学研讨会、寻找最好的观念。虽然与数字打交道，但他会马上告诉你只有数字是不行的。莱格—梅森共同基金团队的一名成员丽莎·拉普阿诺(Lisa Rapuano)提醒世人，米勒的技术并不是简单易学的。然而，尽管不简单，它们还是能够被理解的，如果投资者有思考的决心，就能够掌握它们。

读了这本书，你就能成为另一个比尔·米勒吗？不可能。有些人连续战胜市场，但是很少有人能够仿效他们的成绩。米勒说：“他们的技巧无法

传授,因为那不是运算法则。”〔1〕这是典型的米勒式语言,他经常让人如坠五里云雾。

在阅读本书时,应该牢记以下几点。作为莱格—梅森共同基金单位的领导人,米勒管理或者参与管理着若干只基金。不过,本书主要介绍的是他的旗舰——使他闻名遐迩的基金——莱格—梅森价值信托(Legg Mason Value Trust),这就是那只创下纪录的基金。不过,本书也用了些别的投资决策案例,如总收益信托(Total Return Trust)单独购买的一些股票。这只基金后来并入美国领袖公司基金(America's Leading Companies Fund)。书中将提到这些基金,用以说明某些特定的观点。

不断有人猜测米勒可能会自立门户,组建自己的公司,或者跳槽到比莱格—梅森更大的公司。米勒说那不大可能。为什么要离开莱格—梅森?其他雇主会这么宽容吗?“我可以暂时搞得一团糟,而他们也不会不耐烦”,他开玩笑说。〔2〕

尽管本书充满了观点、概念和原理,但它也有很多数字。为了方便读者,我用图表概括了一些公司的基本财务信息,这些公司对于说明价值信托的成绩具有重要意义。图表收录在附录四。因为我经常使用术语或习语,读者可能不太熟悉,因此,本书还附有一个术语表,谨供参考。

许多人对本书做出了重要的贡献。奥斯汀·里纳斯(Austin Lynas)协助研究和制作图表,其帮助难以估量。阿瑟·Q. 约翰逊(Arthur Q. Johnson)慷慨地提供了他的智慧和专业技能。艾丽丝·弗莱德·玛特尔(Alice Fried Martell)一如既往地是最理想的文字助理。琼·欧奈尔(Joan O'Neil)、德波拉·英格兰德(Debra Englander)以及约翰·威利父子公司的所有员工提供了最好的建议和帮助。罗伯特·哈格斯特龙(Robert Hagstrom)、厄尼·基恩(Ernie Kiehne)、达琳·奥伦奇(Darlene Orange)、珍妮弗·墨菲(Jennifer Murphy)、马克·尼曼(Mark Niemann)、丽莎·拉

〔1〕 Diane Banegas, "Mutual Fund Manager Bill Miller Sees Value in Business Network," *Santa Fe Institute Bulletin*, Winter 1998.

〔2〕 Karen Damato and Aaron Lucchetti, "Bull Run: Mr. Miller of Legg Mason Will Beat S&P 500 for 9th Year in a Row," *Wall Street Journal*, December 31, 1999.

普阿诺、戴尔·维特劳弗(Dale Wettlaufer)以及其他莱格—梅森的职员都非常友好,乐于助人。我尤其感激比尔·米勒从百忙中抽出时间和我交谈。虽然受益于所有这些帮助,我仍要为本书负责,如有任何差错或疏漏,责任尽归于我。

这里提及的许多人都在纽约市生活和工作。他们勇敢地度过了美国历史上最可怕最艰难的时刻:2001年9月11日世界贸易中心和五角大楼遭受恐怖袭击。尽管承受着痛苦和悲伤,但是他们仍然耐心地帮助我,使我能够完成本书。荣耀归于你们,我衷心地感谢每一个人。

珍妮特·洛

(Janet Lowe)

加利福尼亚 德尔马

(Del Mar, California)

2001年秋

# 目 录

总序 .....	1
序 .....	1
前言 .....	1
<b>第一章 比尔·米勒：新经济价值投资的神投手 .....</b>	<b>1</b>
智能竞赛 .....	2
遭遇调整 .....	3
“我曾经是白雪公主，但如今我已不再清白。”——梅·韦斯特 .....	4
价值投资是死亡还是过时了？ .....	5
经验老到的重击手 .....	6
成长 VS 价值 .....	7
米勒对价值的定义 .....	8
对抗趋势 .....	10
像全明星那样做 .....	11
米勒的教练 .....	13
成功的团队 .....	15



实况解说 .....	16
投资的智力游戏 .....	18
标准普尔中隐藏的地图 .....	19
回归传统策略 .....	20
逃离 .....	21
成也科技,败也科技 .....	22
机会信托 .....	22
大师精选股权基金 .....	23
让开,摇滚明星 .....	24
<b>第二章 思维方式 .....</b>	<b>26</b>
显微镜下的经济学 .....	27
实用主义的背景 .....	27
物理学的介入 .....	29
确定性的丧失 .....	30
股票市场中的蜂群 .....	31
一个具有实用价值的概念 .....	33
并行的世界 .....	34
报酬递增还是报酬递减? .....	35
成本优势 .....	36
先发优势 .....	37
网络效应 .....	38
习惯养成 .....	38
锁定 .....	39
站在颤动的地面上 .....	40
无解之题——习惯成自然 .....	41
另一方面 .....	41
错误假设的危险 .....	42
理论并非现实生活 .....	43
“没人再去那里了。那儿太拥挤。”——约纪·贝拉 .....	44
圣菲风格的经济学 .....	45



资本

经典译丛



TheWorld  
Classics  
of Investment