



汇添富基金
世界资本经典译丛

尖峰时刻

——华尔街顶级基金经理人的投资经验

Five Key Lessons
from Top Money
Managers

[美] 斯科特·凯斯 著
(Scott Kays)

上海财经大学出版社



F830.59/142

2008



汇添富基金·世界资本经典译丛

尖峰时刻

——华尔街顶级基金经理人的投资经验

[美] 斯科特·凯斯 著
(Scott Kays)

王舒宁 译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

尖峰时刻: 华尔街顶级基金经理人的投资经验/(美)凯斯(Kays, S.)著;王舒宁译. —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: 5 Key Lessons from Top Money Managers

ISBN 978-7-5642-0100-5/F · 0100

I. 尖… II. ①凯… ②王… III. 基金-投资-基本知识
IV. F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 184231 号

□ 责任编辑 吴晓群
□ 封面设计 未 名
□ 版式设计 孙国义

JIANFENG SHIKE

尖 峰 时 刻

——华尔街顶级基金经理人的投资经验

[美] 斯科特·凯斯 著
(Scott Kays)
王舒宁 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

宝山蕤村书刊装订厂装订

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15.5 印张(插页:2) 253 千字

印数:0 001—5 000 定价:30.00 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 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》声誉鹊起,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《**尖峰时刻——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

世界
经典译丛

TheWorld
Classics
of Investment

序

我所在的公司管理共同基金投资组合已达十五年之久。在选择证券时,我们通常会尽可能地走访基金经理,然后再将客户的钱投入适当的投资组合。走访基金经理的目的是为了尽量多地了解这些基金经理的投资策略,譬如,他们为什么买入或卖出某只股票,如何控制风险等。这些年来,我有幸走访了国内许多顶级基金经理,同时也走访过一些业绩表现不够稳定的基金经理——他们曾在特定的环境下将基金运作得很好,但长期来看,他们却落在了同行的后面。

我逐渐意识到,在同行中始终属于佼佼者的那些真正出色的基金经理,他们都拥有一些共性。我注意到,他们能够更加清楚地阐述自己的策略——倒不是说他们一定有多么刻板的方法,但是对于自己想搜寻哪些类型的股票、想避开哪些类型的公司,他们通常有更加清晰的想法。在尽可能获取最大收益的同时,顶级基金经理们都有随时可用来限制损失的风险控制措施。他们在基金运作中遵循铁的原则,不会随大流或为提升短期绩效而改变自己的风格。

我决定通过一种更加正式的途径找出顶级基金经理们的共同做法,并为此走访了五位国内最优秀的基金经理。我特意选择了五位投资风格及投资理念迥然不同的基金经理,因为能在投资策略相似的专业投资者中找到共同之处,这并没有什么值得大惊小怪的。我并没有笼统地与他们讨论他们的投资策略,相反,我就他们投资流程中的每一个步骤与他们进行了

序



深入的探讨。一位基金经理甚至将其用于公司评估的工作表复印给了我。我甚至深入研究了这些基金经理们的成长历程,以了解哪些早期经历造就了他们的投资风格。每一位基金经理都不吝赐教,并且审阅和校订了与自己有关的章节,以确定我是否准确阐述了其投资策略的精髓。本书第二章到第六章介绍了我从走访中获得的信息。接下来,我深入考察了每位经理的投资流程,以期找出共同之处。尽管每位经理对于投资都有着明确而又独到的见解,但我还是发现了他们的五大共性。本书第七章将详细介绍这五大共性。

为了使本书有别于其他介绍著名基金经理的书籍,我从两个方面做了努力。

第一,我尽可能多地提供有关所选基金经理实际投资流程的详细信息。我跳出了他们的一般信念,分析了他们在实际选择证券时是怎样运用自己的策略的。

第二,我并没有停留在仅仅探讨基金经理们的共同做法上,而是用几个章节的篇幅构建了一个融合了这些做法的投资模型。能了解一般投资原则固然很好,但是我还希望能为读者提供一个具体的工具,以便他们能对所学内容加以运用。在最后一章,我以三家公司为例,说明了应用这一模型的方法。

在了解了专家们的投资策略之后你会发现,他们中没有任何两个人的投资方法是完全相同的。确实,正确的投资方法并不是惟一的!正因为如此,你必须判断哪种方法适合你,哪种方法不适合你。

希望你在提高投资技能、增加个人财富的同时,能够愉快地实践所学到的知识和试用新的技巧。祝愿你研读完《尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验》之后,能够获得巨大的个人成就和经济回报。

致 谢

我为写作本书而走访的几位基金经理,无一例外都强调他们的成功不是单靠个人技巧获得的,而是团队努力的结果。写书也是一样。如果没有其他许多人的帮助,我也不可能写出这本书,对于他们,我深表感谢!

我要感谢五位基金经理——大约翰·卡拉莫斯(John Calamos Sr.)、克里斯多夫·戴维斯(Christopher Davis)、比尔·弗里斯(Bill Fries)、比尔·奈格伦(Bill Nygren)和安迪·史蒂芬斯(Andy Stephens)——抽时间和我交谈,并与我分享他们的故事。坦白地说,他们已取得巨大的成就,却能够如此坦诚和热心,这确实令我吃惊。

每位经理都至少派了一名代表来协助我,经理们的相关活动均由他们来协调。在他们的努力下,整个过程得以顺利推进,同时,对于我所询问的问题,他们也都及时给予了答复。非常感谢大卫·米勒(David Miller)、丹·格瑞芬坎普(Dan Greifenkamp)、戴斯瑞·马兰嘉(Desiree Malanga)、金玛丽·扎莫特(KimMarie Zamot)、罗素·威斯(Russell Wiese)、迈克尔·尼锐(Michael Neary)、凯利·阿诺德(Kelly Arnold)、杰夫·凯利(Jeff Kelley)和克拉丽斯·特玛子安(Klaris Tamazian)。

苏珊·哥伦布(Susan Golomb)不愧为业界最顶尖的出版经纪人之一。她很早就看好这本书,并将我看成是与她一样的真正的专家。她所提供的服务对我来说非常重要。

我的编辑帕梅拉·梵·吉森(Pamela Van Giessen)一直支持约翰·威

利出版集团发行本书。她所提出的一些很有价值的建议,使本书得到进一步完善。此外,她还花了很多时间向我介绍图书行业。

我的合伙人艾伦·麦肯奈特(Alan McKnight)是一位十分耐心的听众,他帮助我认真思考了本书中所讨论的许多概念。

我的女儿伊丽莎白(Elizabeth)在最终的编辑中给了我很大的帮助。无论是表达得清楚的地方,还是表达得不到位的地方,她都会告诉我。能有几位作家像我一样幸运,拥有一个自己也出版过作品的十几岁的女儿?

非常感谢我所有的孩子——伊丽莎白、埃里克(Eric)、塞思(Seth)、雷切尔(Rachel)、佩顿(Peyton)和卡洛尔(Carole),让爸爸将好几个月的时间全部忙自己的事。我已准备好重新承担起父亲的责任,我将拜访你们的学校、给你们换尿布、陪你们在蹦床上玩耍、在睡觉前给你们讲故事,并教你们学习《圣经》。

注册会计师、注册理财规划师、法律职业博士(JD)奥利弗·韦尔奇(Oliver Welch)二十年来一直都是我的良师益友。无论在业务上还是生活上,他都给了我很多指导。他一直相信我能在上帝的帮助下做好任何决心要做的事。

我的父亲安索·凯斯(Ancil Kays)在我完成这本书的时候与世长辞。在失去他的爱之后,他勇往直前的精神成了我的榜样。我将深深地怀念他。

最后,我想感谢我的妻子丽莎。为了让我腾出时间在图书馆潜心写作,她一手操持家务,一人承担起孩子们的家庭教育工作,同时还照料着一个刚出生的婴儿。尽管从我写作第一本书的过程中她已了解到自己要做出怎样的牺牲,但从我最初萌生写作本书的念头开始,她就一直鼓励我追求我的目标。亲爱的,你是最了不起的!

斯科特·凯斯
(Scott Kays)

2005年5月

于佐治亚州亚特兰大市

资本

经典译丛

TheWorld
Classics
of Investment

目 录

总序	1
序	1
致谢	1
第一章 理性的回归	1
我们曾战胜过困难	3
投资大师	3
投资者的心态正在发生变化	5
第二章 安迪·史蒂芬斯——艺匠中盘股基金首席投资组合经理	7
个人背景	8
安迪的投资流程	11
构建成功的投资组合	18

投资组合管理的一般原则	22
创造价值	22
案例分析：西部无线	23
小结	24

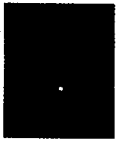
第三章 比尔·奈格伦——奥克马克基金的奥克马克精选基金

首席投资组合经理	26
个人背景	27
比尔的投资流程	33
成长型投资与价值型投资的划分误区	43
展现比尔投资风格的典型范例：家得宝	45
小结	47

第四章 克里斯多夫·C. 戴维斯——精选美国股份投资组合

经理	48
个人背景	49
戴维斯的投资流程	56
两家公司的故事	67
成长型投资者与价值型投资者常犯的错误	69
抛售准则	69
风险管理	70
主题投资	72
错误墙	73
未被认识到的丑闻	74
小结	74
附录：再投资回报率计算	76

第五章 比尔·费里斯——桑伯格价值基金和桑伯格国际价值基金投资组合经理	79
个人背景	80
费里斯的投资流程	85
小结	97
第六章 大约翰·卡拉莫斯——卡拉莫斯成长基金投资组合经理	98
个人背景	99
约翰的投资流程	106
小结	121
第七章 五位投资专家的五大共同原则	123
投资框架	124
五大共同原则	125
小结	137
第八章 艺术家与技术师的结合——确立投资理念和制定投资流程	138
流程来自于理念	138
确立投资理念	139
理念范例	143
制定投资流程	145
小结	151
第九章 找出限时特卖品	152
价格与价值	152
飞碟、大脚怪和折价股	153



价值型投资与成长型投资	154
将公司视为投资机会加以分析	155
小结	158
 第十章 评估股票价值	 159
资金的未来价值	160
未来收入流的现值	163
建立估值模型	167
小结	183
 第十一章 橙色店铺中的巨大价值	 184
公司背景	184
管理层	185
管理层变更	185
变革公司及其文化	186
是机会还是陷阱	187
分析	188
 第十二章 市盈率、价值成长率和内含报酬率	 192
市盈率	192
价值成长率	196
内含报酬率	198
高成长性公司的额外风险	204
股价隐含的增长率	207
小结	209
 第十三章 行动起来!	 210
进行筛选	210