

解读全球最成功基金经理的投资理念

债券之王

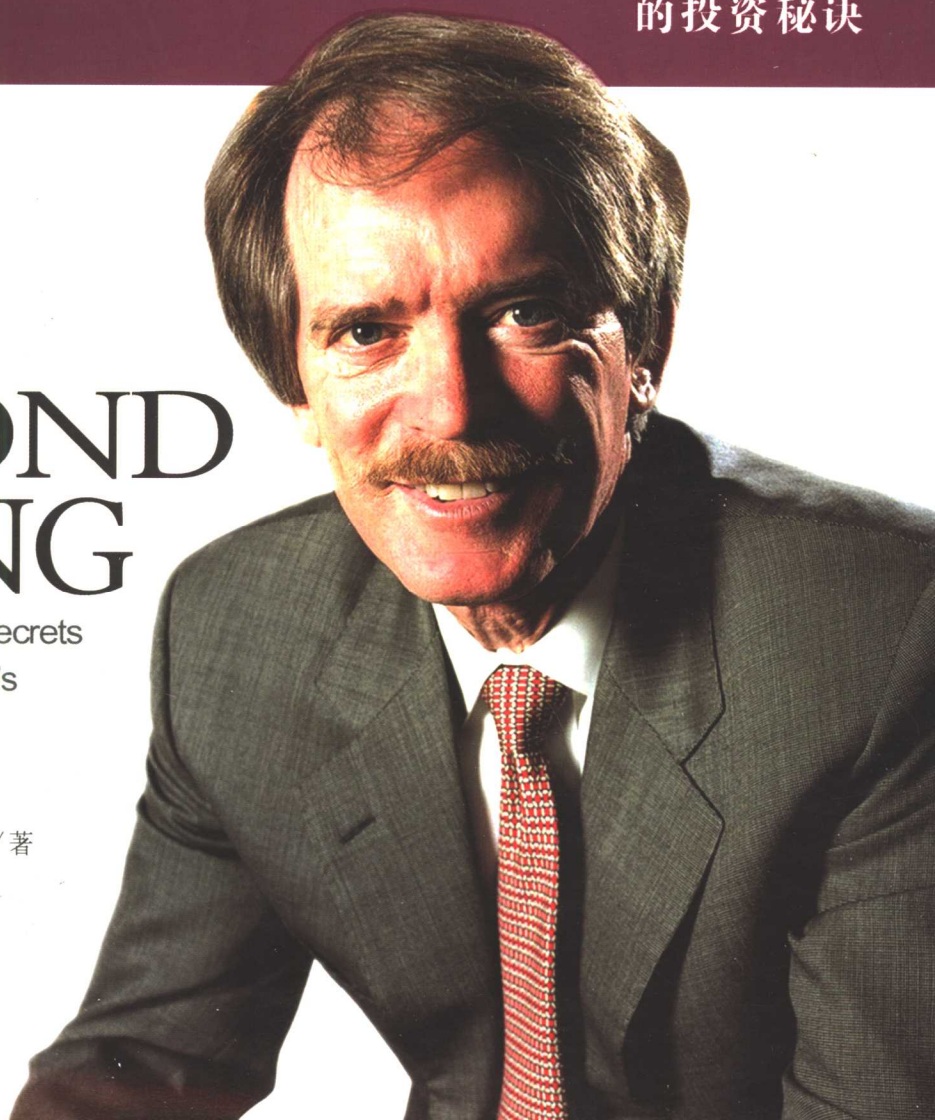
比尔·格罗斯

的投资秘诀

THE BOND KING

Investment Secrets
from PIMCO's
Bill Gross

莫西·米德尔顿 / 著



债券之王

比尔·格罗斯

的投资秘诀

蒂莫西·米德尔顿 / 著

陈利贤 / 译

沈志彦 / 校

图书在版编目(CIP)数据

债券之王: 比尔·格罗斯的投资秘诀/(美)米德尔顿(Middleton, T.)著; 陈利贤译. —上海: 上海译文出版社, 2007. 4

书名原文: The Bond King: Investment Secrets from PIMCO's Bill Gross

ISBN 978 - 7 - 5327 - 4237 - 0

I. 债... II. ①米... ②陈... III. ①格罗斯, B. 一生平事迹②金融投资—经验—美国
IV. K837. 125. 34 F837. 124. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 023698 号

First published in Great Britain and the United States in 2004 by John Wiley & Sons Inc.

The Bond King: Investment Secrets from PIMCO's Bill Gross

by Timothy Middleton

Copyright © Timothy Middleton, 2004

Chinese translation copyright by Shanghai Translation Publishing House

ALL RIGHTS RESERVED

This edition is published by arrangement with John Wiley & Sons, Inc.
Translated by Shanghai Translation Publishing House from the original English language version. Responsibility of the accuracy of the translation rests solely with Shanghai Translation Publishing House and is not the responsibility of John Wiley & Sons, Inc.

根据 John Wiley & Sons, Inc. 2004 年版译出

图字: 09 - 2005 - 221 号

本书中文简体字专有出版权

归本社独家所有, 非经本社同意不得连载、摘编或复制

债券之王: 比尔·格罗斯的投资秘诀

[美] 蒂莫西·米德尔顿 著

陈利贤 译

沈志彦 校

上海世纪出版股份有限公司

译文出版社出版、发行

网址: www.yiwen.com.cn

200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc

全国新华书店经销

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1020 1/16 印张 14.5 插页 3 字数 142,000

2007 年 4 月第 1 版 2007 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5327 - 4237 - 0/F · 173

定价: 30.00 元

如有质量问题, 请与承印厂质量科联系。T: 021 - 56135113

中文版序

致中国读者：

人们普遍认为，中国在世界舞台上的崛起是 21 世纪最重大的经济发展趋势。比尔·H·格罗斯作为一名开拓性私人投资者，他创立的公司——太平洋投资管理公司(PIMCO)，在上世纪 90 年代向中国大举投资，从此一发不可收拾，成为世界上对发展中国家最大的债务投资者。格罗斯认为中国人注定会在世界历史的长河中叱咤风云。

诚然，格罗斯及其太平洋投资管理公司已在上世纪规模最大的美国债市呼风唤雨。美国信用市场总额高达 37 万亿美元之巨，超过中国的国内生产总值 14 倍以上。^①美国固定收入市场包括国家、地方政府、公司和家庭的债务。以住房抵押债券为主的美国个人的借款总额是美国政府借款的两倍以上，公司借款又超过个人债务两倍以上。所有这些借款，从自动融资到信用卡，投向新的工厂和机场，这正是格罗斯以及太平洋投资管理公司全神贯注的瞬息万变的市场动向。

中国已是美国债市的重要投资者。美国是中国最大的贸易伙伴，而中国通过购买美国债券，主要是国库券，为近 30% 的美国贸易赤字融资。中国用美元和其他货币作为维持人民币价值的储备。两国的贸易

如此不平衡——近 22% 的中国出口输往美国，而只有 3.9% 的美国出口销往中国——以至于在过去十年间，人民币相对于美元稳步上扬。

在 35 年以前，债市规模要小得多，典型的情形是投资者直接向发行者购买债券，持有到期满。几百年以来债市都以这种方式运作，在欧洲、亚洲或是北美都是如此。但此后一些因素促使美国出现了加速性通货膨胀。而对债市而言，通货膨胀有百害而无一利，因为贷款人拿回本金时价值减少了。面对这一切，要有全新的方法对债券进行有效的投资。

就在发生这些新情况时，格罗斯在加州一家中型保险公司开始了他的投资者生涯。格罗斯独领风骚，对债市进行了一场革命，其间太平洋投资管理公司成为最大的投资者。格罗斯的影响力如此之大，以至于他的意见往往成为包括股市在内的金融市场的头版新闻。

格罗斯白手起家，美国人称之为“霍雷肖·阿尔杰^②的故事”。霍雷肖·阿尔杰是 19 世纪的美国人，就同一主题写了一百多本书：即使你又贫穷又无权无势，但只要你诚实努力地工作，在逆境中奋斗不息，永远努力做正确的事而不是跟风，你就会成功。这是“美国梦”的定义，格罗斯实现了这个梦想。

大学毕业后，格罗斯带着他的全部家当 200 美元来到拉斯维加斯，每天赌博长达 19 小时。4 个月后，他积下了 1 万美元的赌资，用以支付商学院研究生的学费。他常说，他在赌桌上学到的戒律使他的投资生涯受益匪浅。他学会了怎样稳健下赌，以便永远有足够多的赌资而不至于出局，怎样在时来运转时敢于下大赌注。

① 截至 2006 年底，中国的 GDP 值为 20 万亿元人民币。——译者

② 霍雷肖·阿尔杰 (Horatio Alger 1832—1899)，19 世纪末美国最受欢迎的畅销书作家，专门写穷孩子从贫穷变为富有的故事。——译者

他的竞争力大得令人难以置信。他在办公室里揣摩市场，酝酿利用市场进行有利交易的方法，而不是滔滔不绝地讲个不停。工作之余，他全身心投入高尔夫球，在美国电话电报公司(AT & T)卵石滩全国泛美锦标赛参加过无数次比赛。他的积分足以使他与老虎伍兹进行双打比赛。

格罗斯的创造力也很强。他在职业生涯之初就认识到金融市场有长期和短期的趋势。前者是战略性变化，可能需要多年才展现出来；后者是几天、几周或几个月出现的事件或发展动向。它们也许是长期趋势的一部分，也许毫不相干。它们甚至与长期趋势相悖。其他投资者将大部分重点放在战略和战术两个方面的其中之一，而格罗斯和太平洋投资管理公司则不然，对这两个基本方面予以同等的重视。格罗斯虽然长期以来一直是最好的固定收入投资者，但他并不满足于此。他还努力争取每天都领先于竞争对手。太平洋投资管理公司的企业文化是：像对待企业历史上最重要的一天那样对待每一天。

格罗斯是不能被克隆的天才，一个奇才！人们把他与沃伦·巴菲特相提并论，巴菲特是世界上业绩最辉煌的股票投资者。可是格罗斯从不因自己的成就沾沾自喜，而是从一开始就将自己视为比他本人重要得多的团队的一员。他携同两位同事威廉·波德里希和詹姆斯·马齐创立了太平洋投资管理公司，也给他带来了企业投资者的美名。今天，太平洋投资管理公司在海外的一家办事处就有比其本部更多的员工，投资的资产超过太平洋投资管理公司头十年的投资总额。

今天的太平洋投资管理公司是美国最杰出的固定收入投资企业，已经踏上了成为世界第一的征程。全世界的投资者都可以从比尔·格

罗斯以及太平洋投资管理公司学到许多东西。他们的集体努力为世界各地的经济增长提供资金,而在这方面,谁也比不上格罗斯有效、高效和经济。

蒂莫西·米德尔顿



序

我们都知道最古老的职业是什么,但很少有人知道一些最新的职业,例如:积极的债券管理艺术和科学。显然,太平洋投资管理公司和比尔·格罗斯是本书的重点,其令人信服的积极的固定收入证券组合管理的经历,展示了太平洋投资管理公司的辉煌业绩以及比尔·格罗斯本人的领导才能。固定收入管理令人着迷,却又错综复杂,它对我们的经济体系极为重要,并且是使自己财富增长的重要途径——如果你知道你在做什么。可是市场上许多投资者对固定收入的基本知识知之甚少,他们同成千上万无知的人一样在股市中一次又一次地受骗上当。

的确,早在三十年前,贷款人把钱贷给借款人,直至借款人还款时收取利息。那时借贷款就这么简单,人们还没有在期满前将金融工具卖给其他投资者而不断进行交易的概念。温文尔雅而又保守的持股人——主要是保险公司、储蓄银行、个人信托公司和退休的有钱人——对这种极端的做法一定连想都不敢想。当时只有政府债券的数量不大的交易,数量有限的几家大牌公司在纽约股票交易所上市,除此之外就是安静的柜台交易市场。

人们不禁要问,债券交易的发展为什么要那么长时间。信用市场

和任何其他市场一样也会出现资产定价失当的问题。没有什么令人信服的理由来解释为什么在贷款有效期内交易的原先定价不得改变,因为各种具体情况和经济环境的基本因素不大可能一成不变。信用的质量随着借款人财务状况的改变而变动。债券经常涉及期权,诸如看涨期权或可转换成股份的证券,其价格随期权价值波动而波动,而波动的模式也是不确定的。

最后,贷款人最大也是最可怕的“敌人”就是通货膨胀,即归还的钱买不回当时放贷时能够买到的东西。但在 20 世纪 60 年代以前,通胀仅仅只是一种战时现象,一旦和约签订就马上消失。从 1800 年至 1965 年,美国的通胀率平均每年只有 0.8%;在这 165 年中只有 84 年物价是上升的,其中包括 14 年的战争。只要稍稍留意过去那么长时期内的通胀情况,就足以使贷款人相信买入并持有债券战略是上策,这一点深信不疑。

债券市场是这样的波澜不惊,甚至利率理论的演变也是惊人的缓慢。19 世纪的古典经济学家认为利息与所有价格一样,是由永恒不变的供求定律决定的。如果利息是资金的价格,那么储蓄的供给和工商企业对投资的需求就是其主要的决定因素。这一简单的范例表明利率只有微小的变动。

1930 年,耶鲁大学著名经济学家欧文·费雪提出了这样一个思想,即利率反映了通胀预期和实际资本供求关系。鉴于在此之前英国或美国的经济史上还从来没有发生过结构性通胀,这是一种深刻而又独到的见解,但即使这一假说还缺乏经验的支持,费雪仍坚持己见。

在大萧条最严重之时,约翰·梅纳德·凯恩斯对“实际”利率的古典观点发起了猛攻,其中也包括对费雪的攻击。凯恩斯强调资本成本在对工厂设备进行投资的商业决策中的关键作用。然而,他坚持认为

利率不是由资本的供求关系决定的,甚至不是由通胀预期决定的,而是作为一种风险管理工具,在相对于银行体系提供的流动性供应不确定的情况下,取决于规避风险的投资者对流动性的需求。

1938年,弗雷德里克·R·麦考利出版了论述债券市场、商品价格与股票价格的权威性著作,对费雪的观点予以痛斥(麦考利是我个人的一位朋友,他告诉我说凯恩斯的观点不值一驳),并对费雪的观点在当时缺少经验支持的情况下穷追猛打。在历史统计方面,不规则情况俯拾皆是,足以满足麦考利的需要。可是随着和平时期的通货膨胀在20世纪60年代末和70年代日益严重地对世界各国经济形成威胁,最终证明费雪关于通胀预期对利率的影响的论断是正确的。

然而,我们必须感谢麦考利:在反对费雪的观点并形成自己的论点的过程中,他进行了极其重要的开拓性研究。麦考利认识到他必须依据长期利率的严谨的定义建立自己的理论。他在研究该理论的过程中注意到,债券的到期日尽管重要,但不一定等于是贷款人收回本金之时。尽管债券的期限长达20年之久,但6%的单利也可使他不到17年就收回原来的投资;通过对半年3%的有息债券再投资,投资者可赚取足够多的额外利息以更早收回投资。因此,麦考利提出了“收回投资的持续期”的概念,一般意义上是指用以度量借款人归还的利息现金流与本金等于贷款人的贷款金额所需的时间长度。在评估债券价格因利率变动而发生涨跌时,收回投资期作为一种红利会影响到额外收益,说明收回投资期是一种战略因素。今天在债券市场上麦考利对收回投资期的定义是风险度量的基本尺度。

然而,在20世纪60年代中期之前,债券市场本身死气沉沉。直到二次大战结束15年以后,通胀率才开始从每年1%爬升到2%,年利率升到2%以上,不久超过3%。到1968年通胀率超过4%,物价明显上

扬；到1970年物价以每年6%幅度攀升。固定收入的投资者最终开始醒悟了。由于长期国库券的收益率随着通胀率上升，流通中的债券价格空前大幅下跌。不久关于债券的讽刺语“没收证”成了流行语——而债券曾一度被认为是人人都可操作的最安全的投资。

设想有位投资者在1965年对价格为100美元的30年期债券投资10万美元，约定收益率为4%。15年后该债券价格将跌至45美元，即每投资1000美元现价为450美元。由于通胀造成可怕的损失，那笔450美元能买到的东西还不到1954年450美元的40%的钱可买到的东西。买入（债券）—持有的方法看起来越来越没有意义。债市不再像以前一样了。

1972年，当最严重的损害仍在预料之中时，一本薄薄的论述债券投资的新书一石激起千层浪，使积极的债券管理成为现实——的确，这是必然的。《收益率曲线内幕》一书作者是所罗门兄弟公司的两位经济学家西德尼·霍默和马丁·莱博维茨。此书最终使债券投资管理人领悟到了他们的固定收入工具的复杂性以及这种复杂性带来的交易机会。从多方面讲此书确是一本入门书，书中所讲道理在今天的人们看来都是理所当然的，但在那时很少有人看出其重要性。作者开门见山地指出“人们对计算债券收益的美元与美分的重要性太不当回事，有时甚至是误解了”。

例如，计算债券到期满时的收益率的数学假定，半年利息或息票支付额是以购买债券时约定的收益率相同的回报率进行再投资的。这种巧合的结局难得一见。当利率为2%~3%时，债券持有人按这种利率将其利息收入再投资没什么作为。但将期限超过20年的债券、利息为6%或更高的收入再投资就全然不同了。现在你谈论的是实际资金，数量上可能超过贷款本金。你在引用复利的功能——用霍默和莱博维茨

的话来说是“利滚利”——使这额外的收益来源成为投资者最终利润的主导因素。

此书接着说明债市价格的起伏,这种现象在过去价格稳定时代谁也不用去费心考虑,但现在它既是机遇又是风险的根源。为展开论述,霍默和莱博维茨详细叙述了债券交易的各种类别——“债券互换”——这能给活跃而善于分析的投资者带来利润。

几乎在霍默与莱博维茨的著作出版的同时,几个无所畏惧的职业投资者,基于多数投资者在投资环境日益不稳定的情况下依然我行我素坚持买入持有而使债券普遍定价失当的情况,决定着手尝试积极管理的战略。通胀的暗淡前景与债市的日益动荡带来了太多的新机遇。这些开拓者不久就因精妙的利率和收益率曲线预测以及因明显缺乏流动性的市场造成的诸多低效率而取得了令人羡慕的业绩,从而诞生了积极的固定收入管理这一行当。

这些开拓者中有称为“太平洋共同”(现为“太平洋人寿”)的一家西海岸保险公司,很早就对证券投资采用积极的固定收入管理法。在1971年它建立了一家称为太平洋投资管理公司(PIMCO)的子公司,专门为顾客积极管理投资。比尔·格罗斯一开始就在那里:这是他从加州大学洛杉矶分校商学院毕业后的第一份工作。

本书接着讲述真人真事,下面的章节很精彩。

彼得·L·伯恩斯坦

2003年11月

前言

比尔·格罗斯花一定的时间倒着看世界，确切地说是在练习瑜伽。他不理会生活与生意中的传统古训，在他长达 30 年的投资生涯中，这种态度使他受益匪浅。格罗斯掌控着 3 600 亿美元的固定收入资产，源源不断地带来年平均超过 10% 的收益。

格罗斯的与众不同之处在于他的远见卓识，他几乎总在其他人之前看到债券投资潜在的机遇。也许格罗斯对投资业的最大贡献，就在于提出固定收入投资组合可以交易而不只是持有，这是一种积极管理、提高总收益的高见。格罗斯第一个提出了债券投资总收益的概念，并且在今天，他掌控着世界上首屈一指的积极管理的共同基金，而其名称说明了一切：太平洋投资管理公司总收益基金。

这是一个自己曾经讨厌债券的投资者的精彩故事。格罗斯并未扬言要成为债券之王，但毫无疑问他已是投资领域的大师，“债券之王”的桂冠非他莫属。本书将就其投资理念与方法娓娓道来，呈现给大家一个充满魅力的不可思议的人。

1982 年，格罗斯为太平洋投资管理公司的新闻简报《投资展望》写了一篇文章，我觉得这篇文章特别生动。文章标题为“刺猬时代”，引用

了艾赛亚·伯林爵士的文章“刺猬与狐狸”。格罗斯在文中用刺猬作比喻解释他远期或长期的投资观。伯林写道：“狐狸懂得很多，但刺猬知道一个大道理。”他引用的是古希腊诗人阿尔基洛科斯的格言。格罗斯将市场比作为狐狸，不断追踪进入视野的最新的東西，而将自己比作为刺猬，紧盯着长远的大事。1982年，市场还未认清保罗·沃尔克指出的新的反通胀现实，还在看着债券市场前十年的熊市。格罗斯则朝前看，预测20世纪80年代将是新一轮牛市。他的预测之所以正确是因为他的眼光是正确的，而这正确的眼光来自于他为理解周围的世界所作出的全身心投入的不懈努力。

伯林的文章贴切地描述了格罗斯的个性。他写道：“有两种人相互之间的反差很大，一种人是将什么事都和惟一的中心目标，一个多少是一致或明确的体系联系起来，从这个目标出发去理解、思考和感觉事物——一个惟一的普遍的组织原则，他们的所作所为所言体现的正是这一点；而另一种人，追寻许多目标，这些目标常常是互不相关的，甚至是矛盾的。即使有什么联系的话，实际上也只是由于某种心理或生理的原因，并没有什么道德或审美的原则。”格罗斯是只“刺猬”，不是一位糟糕的哲学家。

本书接着叙述比尔·格罗斯的从业经历以及我们可从他的经验与投资战略中学到什么，这样就很少讲到他作为丈夫与父亲的故事，然而这些是他最感自豪的角色。他的第一次婚姻由于太专注于事业、忽视家庭而结束；而在他19年前再次结婚时，他下定决心更多地关注家庭生活。近来定期阅读他文章的人会了解到他的妻子休和他十多岁的儿子尼克——了解多了，以致经常到太平洋投资管理公司的人们会问起他们的近况。

私下里的格罗斯与本书中你读到的人并无二致，只是他所关注的对象不同罢了。工作中他寻求更多的回报；生活中，他经常与妻子休一起

街上漫步,两人争着捡回随意扔在地上的硬币,因为这会带来好运。有人计算过,比尔·盖茨不值得弯腰去捡起一张百元美钞——因为他在日常工作中每一秒钟赚到的钱比这要多。而格罗斯会高兴地争捡地上的一美分,这纯粹是出于非经济的原因。他毫不忌讳别人说他有点迷信。

格罗斯待人坦诚,愿意与人分享自己的秘密,即便是让人知道他的失败经历与弱点。在他的个人生活与工作中,他都会无保留地承认自己的差错,即使有点勉强。我曾问他怎样认识其妻子时,他苦笑一下告诉了我。看起来比尔与休都在婚介所进行了登记,但比尔第一次要求约会时她未予理会。6个月后他又要求约会,她改变了主意,同意与他见面并一起喝茶。他告诉我说“坚持到底就会尝到甜头”。他到了约会地点才发现将钱包留在办公室了。他在走廊内想当掉手表,但无人愿买,所以他只好叫休付账。休付了账,一切证明,她是个精明的投资者。

格罗斯目前正在帮儿子尼克通过驾驶考试,孩子现在15岁,在加州这意味着下一个生日就能领到驾照了。比尔说他已经立下规矩:“他自己能驾车是件好事,”他说,“只要他自己能够安全驾驶,就没问题。但我要严肃告诫他,一旦吃到罚单,就取消他的驾车资格。”

在多数情况下,格罗斯都住在太平洋投资管理公司总部附近靠海的占地一万平方英尺的家中,置身于满屋子的历史、哲学和地缘政治书籍以及他搜集的邮票中,还有休认定现代艺术是她在家可做的事之后开始画的十几幅画。休源源不断地画画,以至于她的丈夫说:“我们将不得不买更大的房子了。”

但本书探究的是比尔·格罗斯作为债券之王的角色。我们读此书可从格罗斯自己艰苦奋斗获得的经验中受益。然而更重要的是,书中展现了格罗斯对投资市场的“刺猬观”,他的高瞻远瞩有助于读者更好地为明天作好准备。

推荐序

有效的债券投资应是两种能力的结合：宏观经济分析能力与市场交易能力。缺乏其中的任何一种，在债券市场上投资就会如茫茫大海上没有罗盘的帆船，不仅不可能如期到达目的地，触礁沉没恐怕也在所难免。

所以，对于广大机构投资人或者普通投资者而言，有一个好的老师或者说是榜样的指引是必不可少的。中国的读者无疑是幸运的，因为放在我们面前的这本书正提供了这样一个机会：它向我们介绍了一位具有深厚宏观经济分析能力与强大交易能力、有“债券之王”之称的人物，他叫比尔·格罗斯。依我看来，本书所述的格罗斯故事，至少能告诉我们有关债券市场投资的以下几点：

一是，债券市场是那些立志于通过投资管理来实现人生价值的重要而具有挑战性的领域。它同样可以使你获得丰厚的投资收益，并享有令人尊敬的市场声誉。财富排名居全球第十位的格罗斯在投资界的盛誉，就是最好的证明。

二是，对于那些想成为优秀债券投资者的人而言，勤奋与智慧的要求可能更高。债券市场波动幅度相对较小及其收益固定的特性，决定

了在这一广阔的市场上，必需“斤斤计较”，而且应当像蜜蜂那样勤快，在每个交易日都得苦苦寻求市场机会，这样才可能经过常年的日积月累，积少成多，最终成为财富创造长河中的顺势而为者和集大成者，才能抵达浩瀚的财富海洋。

三是，总收益投资法是格罗斯的债券投资策略，恐怕也是想学习格罗斯债券投资理念的人士所应遵循的法则。债券投资的总收益理应是债券利息收入与随市价变动而产生的资本利得的加总。对一位专业债券投资经理而言，不仅要争取债券的利息，还应争取到一切可以挣到的资本利得。否则，普通人就根本用不着将资金委托给专业投资经理去投资。所以，债券投资经理不仅仅要盯住不含利息的“债券净价”，也要盯住含有利息的“债券全价”。从某种程度上讲，对一定信用级别的债券而言，其利息收入好挣，资本利得却要难挣得多，因为影响债券市价波动的因素非常繁杂，甚至可以说，凡是影响权益类证券市价波动的因素都会影响债券市价，那些对前者影响不大或没有影响的因素也会影响到债券市价波动。所以，总收益投资法的债券投资策略更需要投资经理对影响债券市场的诸多繁杂因素具有敏锐的反应能力和高超的洞察分析能力。

四是，格罗斯长期优秀的债券投资业绩最主要的来源在于其对长期经济形势与周期性经济形势的准确把握，这是格罗斯成功的最关键点，也是最重要的。在几十年的债券投资生涯里，格罗斯基本上都能超前地意识到债券市场的变化，提早构建与调整其债券投资组合，而且也总能在第一时间嗅到短期内周期性经济因素的影响，从而抓住市场波动的瞬间，或者兑现其收益，或者控制风险，或者在被大多数人认为是短暂的“市场混乱”中“摸条大鱼”。更给我们读者启迪的是，格罗斯这种超出常人的能力实际上是来自于他数十年如一日的、对长短期经济