

[美] 基尔科·卡赞坚 / 著

沈思 巴洪 / 译

纽约金融研究所共同基金作家

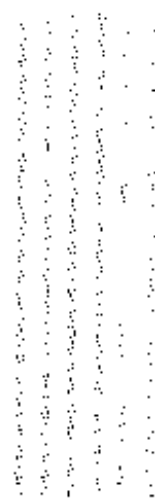
华尔街^的金融大鳄

WIZARDS OF WALL STREET

来自世界顶级业绩
的共同基金管理人
决胜股市的观点和策略

MARKET-BEATING INSIGHTS
AND STRATEGIES FROM THE
WORLD'S TOP-PERFORMING
MUTUAL FUND MANAGERS

经济日报出版社



第一部分

华尔街的金融大鳄

戴维·阿尔杰

弗雷德·阿尔杰管理基金



弗雷德·阿尔杰管理基金，是华尔街的一个神话。公司创立于 20 世纪 60 年代，造就了今天一些最聪明、最受人尊敬的投资管理者。今天，公司由创立者的弟弟戴维·阿尔杰 (David

Alger) 掌门。当投资交易商的职业生涯像他们喜欢的高价股一样翻云覆雨时，生活对于戴维和他的公司却好得不能再好了。这位现年 56 岁的管理人，管理着 16 个基金会和无数私人投资，资产超过 130 亿。其中最成功的基金——Spectra，是公司惟一的无佣金基金，在过去的 10 年中保持了所有独立基金中的最佳记录。他还管理着另外几个基金，都在上一个 3 年期和 5 年期统计表中名列前茅。说起来颇有些滑稽，公众只是在 1996 年以后才可购买 Spectra，而这之前，它只是一个 800 万资产的封闭型基金，仅在纽约股票交易所交易。

如果戴维在念大学时没有惹恼他的哥哥，恐怕还没有今天的风光呢。作为对弟弟使用了粗暴态度的道歉，弗雷德·阿尔杰透露给戴维一些关于股票的小道消息，结果，戴维真挣到了钱，他立刻着了迷。起初，他为其他的投资公司工作，几年后，勉为其难地加入了哥哥的公司。从那时起，他就在纽约世界贸易中心的公司办公室里办公。

虽说戴维有这样的名声——使用高压手段，偏爱盘子较小的股，但他收益的大多数来自他持有的大公司，比如说，微软、辉瑞和家庭用品公司等。戴维说，实际上他从来不仅仅关注小盘股，尽管最早引起世人对公司基金族系关注的是他早年在阿尔杰小盘基金中的成功。

戴维是《躁动不安的多头》的作者，书中详细阐述了他最新的股市观察。他认为，道琼斯在今后的几年中会突破2万点大关。他也是网络股的主要支持者。

卡赞坚：你的家族在密歇根有很长的从政历史。

阿尔杰：我父亲，弗雷德里克·阿尔杰·Jr1952年时竞选州长失败，当时他是驻比利时大使。我的曾祖父在威廉·麦金雷做总统时做过州长、参议员、战时国务卿。在南北战争中是第五密歇根骑兵部队的将军。

卡赞坚：你的家族富有吗？

阿尔杰：不。这是个颇为滑稽的故事。在密歇根州，我曾祖父拉塞尔·阿尔杰很富有，但他是个步履蹒跚的大亨。他挣下大笔财富，不幸的是，大萧条时期我祖父丢掉了大部分，留下的又被我父亲花光了。我从小到大堪称是养尊处优：我们有大房子，成群的仆人，家族是那个州的名门望族。但在现实中，我们的钱差不多都光了。如果父亲多活10年，我真不知

道他怎么过，他基本上耗尽了我們所有的财产。我 23 岁时，他去世了，我母亲去世得更早些，他们没留给我任何说得出口的东西。我在优越的环境中成长，二十多岁时他们把我扔给了自己，而且几乎没有遗产，成长时我嘴里含着银勺子，半道上他们却把银勺子拿走了。现在，我在这个世界上拥有的每一个钢镚儿都是自己挣的。

卡赞坚：是你哥哥弗雷德启发了你对投资行业的最初兴趣？

阿尔杰：是的。我哥哥比我大 9 岁，他在商学院读书时就对投资发生了兴趣。弗雷德在 1964 年建立了我们公司，当时我正在上大学。事实上，那时我打算做刑事律师，股票市场没有什么让我感兴趣的。这样，我在 1965 年从密尔顿学院转到哈佛去主修美国史。翌年，我去看哥哥，跟他发生了摩擦。因为我与一位年轻小姐在他的公寓中过夜，弗雷德和他妻子冲我大发雷霆。后来，他没有道歉，却给了我一些股票信息。我从女友那儿借了一些钱，投资那只股，它表现极佳。我想：“哇！这事可真容易！干吗我要做律师呢？”在那一刻，我改变了我的职业计划。那年夏天，我为一个投资企业工作，最后转到了密歇根大学商业学校。从那时起，股市算是把我套住了，我脑子里转悠的只有股市。毕业后，我确定我想在纽约工作，尽管不一定要和哥哥在一起。

卡赞坚：这么说你最初不打算加盟你哥哥的企业？

阿尔杰：绝对没这个打算。事实上，我们两个谁也没这么想。

卡赞坚：你在哪儿开始的？

阿尔杰：在欧文信托基金做金融分析师。那个公司正认真促进进取型资金管理。他们雇佣了一些年轻的 MBA 做分析

师。这个工作棒极了，我有很大的活动范围。在我们之前，他们根本没有其他的分析师。我成为高级汽油、零售、特情股票分析师，虽说没什么经验，但我能够参与许多钱的操作。翌年，我被一个研究时装用品的公司挖走了，那个公司现在不存在了。我非常幸运，蒙上一只股，它使我小有名气，这就是 Milgo 电器公司。这是 1969 年最热门的股。

卡赞坚：你是怎样发现这只股的？

阿尔杰：我不认为是我发现了它，某人可能对我说起过它。这个公司制造调制解调器。那个时代，没人听说过什么调制解调器，我促进了这个概念的流行。我不过是销售内情而已。那时，股市很热，你实际上并不需要数字，它有点像今天的网络股，你只需要一个大宗股票的内情。内情是这样的：Milgo 制造了一个匣子，可以让一个计算机和另一个计算机对话。人们觉着，那是他们听说过的最大概念。股票翻了许多许多倍，它使我名声大振。人们向我提供了许多工作，包括一个大投资银行的研究指导。想想我才 25 岁，仅仅发现了一只好股，这太不可思议了。我拒绝了这个机会，借用克劳奇·马克斯的话，我不想参加一个笨到了要雇我做研究指导的公司，我的知识还不够。1971 年时，弗雷德·阿尔杰管理基金还很小，也开始了对研究的努力。雇佣我，我哥哥有同样的顾虑。

卡赞坚：你哥哥给你什么职位？

阿尔杰：分析师。

卡赞坚：你今天的职位是什么？

阿尔杰：我的官称是总裁、CEO 和首席投资顾问。

卡赞坚：谈到培养成功分析师的队伍，你们公司本身就有了不起的历史。

阿尔杰：是这样。他们中知名的有：汤姆·马尔西科，他

现在是马尔西科投资管理的掌门人。海伦·杨·海斯，她是雅努斯基金 250 亿国际投资的主管。托尼·韦伯，他是 Alleghany Veredus 进取增长基金的舵手，还有沃伦·拉默特，雅努斯基金的另一位经理（也是本书的人物之一）。

卡赞坚：公司创办在活力四射的 60 年代，现在名声显赫。它是怎样取得今天的成功的？

阿尔杰：公司经历了三个反复。第一个是从 1964 年到 70 年代中期，在那一段时间，我们分出几个基金，但主要是为富有的个人管理钱财。我们非常小，5 个家伙在一间房子里管理不到 1 亿的资金。70 年代中期，通过了 ERISA（雇员退休养老保险法），所有的大公司都开始四处网罗理财高手。他们雇佣我们公司管理养老金，立刻，现金滚滚而来，我们管理的资产冲高到 30 亿。我们有两个小型封闭型基金，但是到 1986 年，我们几乎成了纯粹的养老金管理人了。那个时代的大部分时间中，我们都有上乘表现。在 80 年代，我们做了许多很有创意的事。我们启动了自己的训练项目，先前提到的那些人就有接受过训练的。我们还开办了寻找分析师的猎头公司，将我们的计算机系统彻底联网。但至关重要的是，我们有了研究方向的成长性股票选股人。1986 年，我们决定使公司多样化，并打算进入共同基金行业，所以开办了阿尔杰基金。为配合它的开办，我们进行了声势浩大的广告宣传，不过，那恐怕是有史以来最坏的广告攻势。它花了我们 1700 万，实际上整个企业都赔了进去。它传达了每一种可能传达的糟糕信息，是个千真万确的灾难。我们的计划是，SEC（美国证券交易委员会）才开始允许做业绩广告，我们认为这是必须利用的机会，因为我们有这么棒的业绩，但最后，却把一个我们不喜欢而我哥哥喜欢的广告策划弄上了电视。广告词是：一个为理财而生的天

才。这事让我们明白了一个真理：你可以把自己看成任何什么东西，然后你就会得到一个支持集团。我的意思是说，即使你说自己是一个恋童癖者，你也会发现有一个集团支持那玩意。但有件东西你不可以这么称呼自己，那就是管自己叫天才，每个人都会因此而仇视你。人们觉得我们的广告太炫耀、太张扬，反应极坏。更糟糕的是，得罪了现有的客户基础。他们认为，我们要抛弃养老金基金，做零售共同基金类业务了。我猜，他们认为这样会使我们不太认真，我们开始丢失客户，接着就是 1987 年的股崩，我们失去了三分之二的业务。管理资产从 1986 年的 30 多亿下降到 1990 年的 10 亿多点。

卡赞坚：纯粹因为业绩吗？

阿尔杰：1987 年，业绩跌落了。但 1988 年恰是一个非常宝贵的股市年，所以我们没有退步得太多。对于公司，那是一段惨淡的时光，接着，奇迹发生了。1989 年，我们的小盘基金成为美国第一号基金，我们突然被大量报道，资金开始流入。几年后，我们硕果累累，开始涉足各种年金业务。所有这一切结束了我们 10 年养老金基金管理人的局限，并开始了共同基金管理人的阶段。我们壮大了，管理大约 130 亿资产，除了其中的 20 亿外，都是一种或者另外一种共同基金。我们管理 3 个独立的基金族系，加上一个海外投资，一个叫做 Spectra 的独立的免手续费基金。

卡赞坚：听上去这是公司最好的时候了。

阿尔杰：最近的两年对我们来说妙不可言，我们的业绩堪称上佳。

卡赞坚：现在你管理着多少基金？

阿尔杰：16 个。

卡赞坚：你真是个忙人。

阿尔杰：我是我们所有基金的共同投资经理。每一个基金都有一位非常能干的投资经理，他们和我一起工作。我在投资方面只用一半时间，30%的时间花在市场上，20%在管理上。

卡赞坚：你最初参加到公司中和哥哥相处愉快吗？

阿尔杰：不。我们那时的关系非常不稳定。由于我最初的成功，我希望被当做平等的合伙人，而哥哥却认为我是个乳臭未干的家伙，需要使唤到死，而不用付任何报酬，可以尽可能强硬地对待。他不想让我有一点点觉得自己懂得股票的念头。在头5年中，两种观念冲撞得相当激烈，以后，我们相处得极好。那一段就如人们说的，是历史了。

卡赞坚：你哥哥介入公司的日常管理吗？

阿尔杰：日常管理？不，他退休了，但他还是董事长和最大的股东。很多年以来，他都没有就投资进行决策了。从1989年起，他基本上把一切都移交给我。

卡赞坚：他为什么退休呢？

阿尔杰：有几个原因。一是我基本上已经接管了投资和市场运作，他原来也只是负责管理。第二，我猜他觉着是退休的时候了。他想到国外生活， he 现在是海外移民，大部分时间都在国外度过。他离婚又结婚了，我认为在其他什么地方曾有某种开始新生活的因素。他现在住在瑞士的日内瓦。

卡赞坚：你的公司有多少人？

阿尔杰：大约170人。

卡赞坚：其中有多少分析师？

阿尔杰：如果全算上，研究人员大约是20个。

卡赞坚：据我所知，你有一个“阿尔杰见习分析训练项目”，它作用如何？

阿尔杰：以前，我们只雇佣大学生。现在，我们雇佣两种

人：BA 和 MBA，还有从其他行业转行过来的。他们与一个高级分析师组成团队进行工作。他们开始时主要是做总括表，参加会议、做笔记、反馈他们的发现。这是一个很罗嗦的工作。1 到 2 年后，根据带领他们工作的分析师的意见，我们让他们参加注册金融分析师(CFA)系列考试（三个考试的联考，可以得到其称号）。通过水平二的考试后，他们要承担更多的责任，他们不推荐股票，但是做大部分基础工作。一旦成为 CFA，他们便会得到提拔成为全职分析师。

卡赞坚：为什么 CFA 的称号对你来说这么重要？我采访的大多数管理人都没有它，但他们肯定是非常成功的。

阿尔杰：是非常重要。因为我们启动这个项目时，雇佣的仅仅是大学毕业生。既然他们没有 MBA，甚至没有商业学位，我们就需要某种衡量尺度，使我们相信，他们确实胜任证券分析的计算和基础工作。我们感到，CFA 对于 MBA 是一个很好的代用品。

卡赞坚：对年轻分析师来说，华尔街的机会是不是增长了？一旦股市不够景气，这种机会是不是就会萎缩？

阿尔杰：我认为机会是巨大的。当然，我们现在看到人们付高薪争取优秀雇员的竞争愈演愈烈。这一类事永远跟着市场转。

卡赞坚：你典型的一天是什么样的？

阿尔杰：得看我这一天集中在股市还是做市场。有些日子，我整天演讲、上电视、出门访问未来客户、会见客户。若没有太多的市场工作，我就集中在股市上。我会见投资经理，仔细检查投资组合，倾听他们对股票的意见，对所有关于股票的新计划我都有否决权。分析师带着自己的意见来，我倾听，批准他们的判断。我常在计算机上花很多时间审查我们的全部

投资组合，提出许多问题。然后我会在交易处逗留数小时。在那里，我们设了一个办公地点。我需要看看股市发生了什么，好的或是坏的都要了解。

卡赞坚：所有的事都是你说了算吗？

阿尔杰：是的，对我们购进的每一只股票。

卡赞坚：你谈到了市场工作。今天，我们几乎把基金管理人当成演艺明星了，得到资产的惟一方式是做好市场工作，保持良好形象。把基金管理人当成摇滚明星，你对这事怎么看？

阿尔杰：我不敢肯定这事糟糕成从前那个样子，但 60 年代那会儿，它确实失控了。我认为，今天的基金管理者，即使名声赫赫，都没那个时代来得炫耀。不过，毕竟这是一种经营，人们想知道谁在管理他们的钱。我花了大量时间和财务计划人及经纪人谈话。我参加会议的时候，这些人都想和我合影，或者让我在书上签字。我觉着有点莫名其妙。他们说：“让客户知道我和你有个人交情，这真的很重要。”比如说，我在德国特别受欢迎，我们在那里发行我们的基金。我曾到德国旅行，每一个个体经纪人都排着队和我照像。

卡赞坚：我们谈谈你的投资方法吧。你起初是和小盘股联系在一起，也许这是因为你早期在那个资产等级中有很棒的业绩？

阿尔杰：其实，这完全是误解，我们根本不是专门做小盘股的投资管理人。事实上，我们的基金恐怕仅有 20% 是小盘股。最近一些年，我们集中在大盘的成长性基金，比小盘表现好得多。不过，你是对的，我们的小盘基金在 1989 年表现得相当好，所以人们对我们有这种看法，但是不准确。我们是进取型的成长性管理者，我们的方式自 1964 年以来就是一样的，我们要买美国增长最快的公司的股票，我们是只对国内的

成长性股票管理人，我们对市场任何规模的资本都感兴趣。我们也坚信自下而上研究投资目标的方式。我们有自己的研究部门，维持它开销很大。对于我们，研究的真正意义是，如果你有更好的研究，从长期看，你最终会是赢家。这就是我们的哲学。我们不买外国股票，即使买，在任何一个投资组合中也不会超过 5%。

卡赞坚：你不买外国股票，是因为你认为人们不该持有外国公司，还是因为那个领域你不精通？

阿尔杰：两者都有一点。那个领域确实不是我们的专长，但是，美国的情景令我们着实振奋。我们认为，美国的经济是最有活力的经济；我们相信，我们是全世界的技术领头人，并且这种领导正在加速。美国的市场无论广度和深度都是最了不起的，这个市场有最透明的财会体系。从长期看，当这么多优秀公司都在美国时，我们看不出有多少理由应当投资在其他什么地方。

卡赞坚：你的几个基金在过去 5 年中都名列前茅，它们持有相同的股票吗？

阿尔杰：没有，它们没有。事实上，是相当大的不同。

卡赞坚：从选股这个角度，你对小盘和大盘寻找相同的特征吗？

阿尔杰：基本上是的，公司越小，我们越需要它快速增长。一个很大的、每年有 40% 增长率的公司很难找到，但是，较小的公司不得不增长那么快才可以生存下去。

卡赞坚：我们谈谈你投资的组合过程吧。你怎样开始？

阿尔杰：我们在自下而上的基础上完成这个工作。每个分析师小组追踪 50 ~ 150 家公司作为一组，他们的工作是发现那一组中最好的股。他们必须向我和其他投资管理人推荐股票。

卡赞坚：小组按照行业划分吗？

阿尔杰：是的，某些小组跟踪更多的公司。我们或是接受推荐，买这些股票，或是拒绝。推荐进行得迅速扼要，什么都用不着写出来，只是口述。如果我们感觉这些陈述有道理，立刻投资。批准一只股也就在数分钟之内。

卡赞坚：你理想的股票有什么特点？

阿尔杰：它必须正在快速成长，既在头线也在底线。我们逐股进行评估。当分析师推荐一只股时，他或她对那只股必须已经立案研究了。我们所谓的“目标倍数”，也就是为了得到预期的收益——这只股售出时所期望增长的倍数。一旦我们建立了目标倍数，就将其输入计算机，使我们能够比较着那个目标追踪该股的表现。我们将这叫做“潜力增值”，或者说，我们认为这只股还留有多少价值。我们追踪、排列，按照“潜力增值”分选所有的公司。一旦到达上述目标，我们就做出买或者卖的决定。我们还有一个非常好用的软件，它能够使我们以各种方式对所有投资进行全景监视。我们称之为“管理沙漏理论”——既自下而上也自上而下地考虑股票。

卡赞坚：每只股票购进之前你都建立价格目标吗？

阿尔杰：一点不错。

卡赞坚：是否能以新近购进的某只股做例子，向我说明一下运作过程？

阿尔杰：Express Scripts 是一个中等公司，我们在 62 元的价位上买进，我们的目标价格是 95 ~ 100 元，以 35 倍于 2000 年每股 2.3 元的盈利为依据，该公司有英特网的成分，所以又增加了一点。我们将目标输入计算机，计算机追踪这只股的每日表现，一旦到了 100 元的价位，我们就认为潜力增值降到了零。

卡赞坚：有没有这种时候，你们会提高目标价格？

阿尔杰：可能会的。一旦它下降到低增值水平，我们就要和分析师讨论，决定怎么行动。比如，我们现在正在讨论思科系统公司，它最近交易价格在 60 倍盈利上。我们的目标是 70 倍盈利。

卡赞坚：这意思是说，一旦到了 70 倍盈利，你们就会出手？

阿尔杰：不是必须的，但是我们要密切关注。我们可能只是缩减仓位，既然它是一个优秀的大公司。

卡赞坚：如果你建立起一个价格目标，股票没有上扬反而下跌，你会怎么样？

阿尔杰：我坚信技术面分析。我把所持股票的图表在周末全部拿回家，然后给它们打分。如果一只股下跌，图像很坏，我们就考虑出局。另一方面，如果图像坏，我们可能利用弱势作为一个购进点。

卡赞坚：你显然常常出售。你的转手率从百分比上说，大于许多基金。你还有其它抛出的理由吗？或者，严格地说，这是一条价格目标纪律？

阿尔杰：如果基本面有任何问题，我们都会立刻抛出的。如果我们的分析师为一只股建立了某种目标，它没有达到，我们也会抛。我不认为粘着公司直到问题解决是个好法子，一旦他们解决了问题，我们可以再回来嘛。但这也不是说，稍稍低于内部数字我们就让它们出局，那样做是愚蠢的。但如果它是一个意味深长的问题，我们就会卖掉它，等问题解决了再关注它。

卡赞坚：抛出股票时，把纳税的问题考虑进去吗？

阿尔杰：不，在理想的环境中人们会这么做。可我不能仅

仅因为缴税而不去收获成果。

卡赞坚：我采访的许多管理人说，人们要买优秀的公司，并且长时间持有它们。这种观点错了吗？

阿尔杰：没有，它是理想化的，完美的。但有两点很重要：一，能够多年持有的优秀公司极少；二，你并不知道你已经发现了一个优秀公司。如果一只股一路上扬，超出了自己，你无法确定它是否会变成一只长线的大成长股。

卡赞坚：就是此刻，是否有一只股你可能考虑一下，并且说，我想购进并且永久持有这个公司？

阿尔杰：我不这样认为。

卡赞坚：在任何一个既定的时间段里，你的基金可能持有多少股票？

阿尔杰：这依赖于基金和投资规模。小盘基金中，我们建仓规模较小，所以，在这些账户中，我们可能拥有 100 或者更多的公司。而大盘基金则差不多达到 60 到 80 个。

卡赞坚：很清楚，你坚信多样化投资，也使用杠杆。

阿尔杰：我们只不过把它当作一个整速轮。如果我们变卖证券会损失资产，我们便使用杠杆避免不得不进行的投资清理。我们并不蓄意地使用杠杆，虽说我们有权通过募股这么做。

卡赞坚：有没有某些板块现在是你的重点？

阿尔杰：在技术领域，我们的持有量总是在 25% 到 45% 之间。

卡赞坚：是有目的呢，还是恰巧这些股票符合你的标准？

阿尔杰：市场增长较快的部分在技术板块，这是肯定的。所以，那就成了我们想要集中的地方。

卡赞坚：你在你的著作《躁动不安的多头》中写道，你认

为，医疗保健领域是投资者应该关注的地方。

阿尔杰：对的，但就现在来说，我们在这个板块的比例非常低。医药股票由于它们的增长率变得很昂贵，我们觉得倒是应当抛出了。有很好的例子，整整一组股票到达了我们的多倍型价格目标。

卡赞坚：你的大盘基金表现好过你的小盘基金，你希望这种趋势将来能继续下去吗？

阿尔杰：我认为，今后中盘会表现得更好，小盘最终也会有良好表现，但这需要时间。大盘会继续表现良好。

卡赞坚：你的市场观点对你们的投资计划有多大的影响？

阿尔杰：潜移默化地发生影响。我们喜欢把自己当做自下而上寻找目标的选股人，但是很清楚，我的市场观点影响了分析师分析股票的方法。

卡赞坚：如果行情看跌，你募集现金吗？

阿尔杰：为了募集现金，我们不得不经常行情看跌。我们常常不得不期望大跌，跌 25% 左右，甚至盼着这种事情发生。

卡赞坚：你和公司见面吗？

阿尔杰：我们一直就在与公司会面。我个人只是偶尔会见公司，每年一次，我们持有量最多的公司的管理层过来拜访我们。

卡赞坚：所以严格地说，这不是一个数字游戏，你确实要掌握公司情况。

阿尔杰：绝对是这样。我需要了解他们的产品、他们的管理、他们的竞争对手。我们很愿意认为，我们对我们的公司比其他任何人了解得都清楚。

卡赞坚：个体投资者无法接触到管理层，你的分析师也是