

学习学习再学习



——生活中的投资经典

张志雄 著

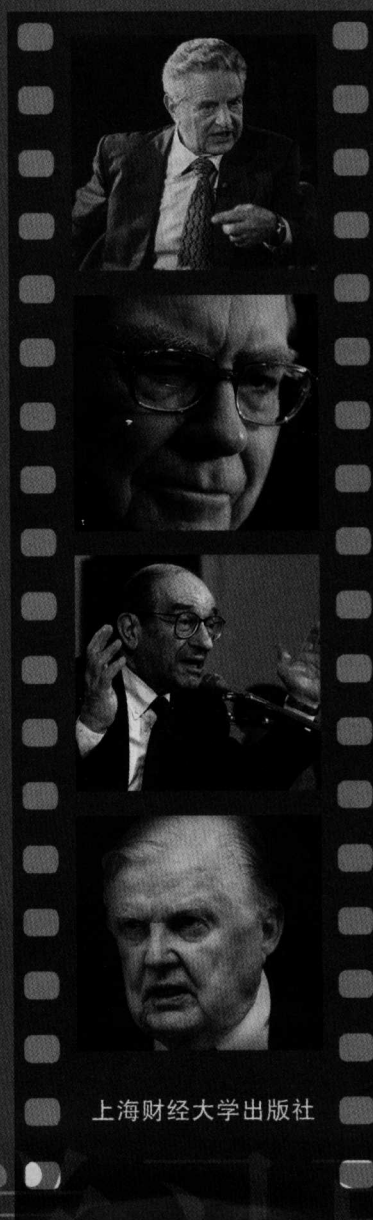


上海财经大学出版社

学习学习再学习

——生活中的投资经典

张志雄 著



上海财经大学出版社

学习学习再学习

图书在版编目(CIP)数据

学习,学习,再学习——生活中的投资经典/张志雄著. —上海:上海财经大学出版社,2006. 1

ISBN 7-81098-468-3/F·423

I. 学… II. 张… III. 投资-通俗读物 IV. F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 105050 号

☐ 策 划 黄 磊
☐ 责任编辑 黄 磊
☐ 封面设计 未 名

XUEXI XUEXI ZAIXUEXI

学习,学习,再学习

——生活中的投资经典

张志雄 著

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

上海市印刷七厂一分厂印刷

上海市远大印务发展有限公司装订

2006 年 1 月第 1 版 2006 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 24 印张 357 千字

印数:0 001—5 000 定价:33.00 元

目 录

第一篇 大师背影

重读彼得·林奇.....	3
彼得·林奇的投资哲学	12
巴菲特的新传奇	25
巴菲特论公司治理	43
精确的错误与模糊的正确	49
巴菲特的智与愚	55
约翰·聂夫论价值投资	62
邓普顿 15 条投资法则.....	69
艾略特的忠告	72
倾听查理·芒格	74
新兴市场投资护照	76
卖空的智慧	79
期货交易潜规则	81
一个老投机者的告白	83

68 年的交易原则	88
体验金钱——经历两次大股灾的专业投资人	92

第二篇 往昔回眸

探访管金生	103
德隆之殇	115
“牛人”启示录	120
你一定要读原复生	134
H 股躁动	146
股底惊魂	156
香江及时雨	165

第三篇 国际视野

KKR 公司的故事	177
我们向国际基金经理学习什么	187
狗有几条腿	192
股票期权、豪宅和过度激励	194
特朗普这个人啊——	197
光荣与梦魇——玛莎·斯图尔特的兴衰史	208

第四篇 阅读经典

投资理财经典 55 本(上篇)	223
投资理财经典 55 本(下篇)	245

第五篇 投资感悟

我们厌恶的是风险还是损失——行为金融学对股市的解释(上)	273
------------------------------------	-----



你为什么害怕踏空——行为金融学对股市的解释(中).....	278
做几件正确的事——行为金融学对股市的解释(下).....	282
我们的游艇在哪儿.....	287
成长,只有成长	302
股价涨跌与投资圈评价.....	309
另类投资:你输得起吗	313
赌场经济学.....	318
创业诡计.....	327

第六篇 黄金简史

黄金简史.....	347
黄金股的机会和陷阱.....	369
跋:在途中	375

第一篇

大师背影



重读彼得·林奇

阅读彼得·林奇还是十几年前的事，当时对这位美国富达公司麦哲伦基金的经理印象最深的一点是他强调日常生活经验有助于股票投资，譬如，你可以通过对家门口百货店或餐饮店业务兴旺与否的观察，来选择这家公司的股票。对大多数无缘调研上市公司又重视基本面的投资者来说，这可是个福音。

这么多年过去了，我又重读了几本林奇自己写的以及别人写他的书，发现有许多过去没有注意的地方。

首先是林奇非常勤奋，他每月走访公司 40~50 家，一年五六百家，当然这是《新金融大亨》的作者约翰·雷恩的调查结果。而在《战胜华尔街》一书中，林奇于



东方证券·透视所有时代最伟大的投资经典

战胜华尔街

彼得·林奇 著 胡雪峰 等译



华尔街一代投资大师彼得·林奇的精彩自述

重读彼得·林奇



1982年曾回答电视台主持人什么是他“成功的秘密”时说：“我每年要访问200家以上的公司和阅读700份年度报告。”不管怎样，数量相当惊人的。林奇不仅调研美国的上市公司，而且还到海外寻找好股票，他曾坦言：“除了约翰·坦普，我是第一个重仓持有国外股票的国内基金经理。”在1985年9月中旬的一次国际调研活动中，林奇用3周时间调研了23家上市公司，收获颇大。他在瑞典去了该国最大的公司沃尔沃，而瑞典惟一的一个研究沃尔沃汽车的分析员竟然没有去过该公司。当时，沃尔沃的股价是4美元，而公司的每股现金也高达4美元。林奇的妻子卡罗琳也到了欧洲，但他们俩却不能同去威尼斯，因为那儿找不到一家值得拜访的上市公司。林奇的痴迷可见一斑。

结婚20年，林奇只度过两个专门假期，他曾对约翰·雷恩回忆其是如何度假的：“我去日本，5天的时间考察公司，在香港见到卡罗琳，于是我们在中国逗留了大约两三天，然后我考察曼谷的公司，又在曼谷观光，接着我飞往英格兰，在那里考察了三四天的公司。那是一段美好的时光。”

卡罗琳肯定不会认为那是“一段美好的时光”。也许他们有契约吧，1990年年中，林奇告别了麦哲伦基金，解甲归田了。

林奇在位期间，一些数据让人惊讶：

他一年的行程10万英里，也就是一个工作日400英里。

早晨6:15他乘车去办公室，晚上7:15才回家，路上一直都在阅读。

每天午餐他都跟一家公司洽谈。

他大约要听取200个经纪人的意见，通常一天他要接到几打经纪人的电话，每10个电话他大约要回一个，但一般只交谈90秒钟，而且还好几次提示一点关键性的问题。

他和他的研究助手每个月要对将近2000个公司检查一遍，假定每个电话5分钟，这就需要每周40个小时。

与林奇相比，中国基金经理一定会汗颜。我敢肯定，中国目前最勤勉的基金经理的工作强度顶多是林奇的1/3，而一般的经理也就是林奇的1/10，甚至更少。（如果哪位中国基金经理认为我的估计错了，请和我联系，我一定公开认错。）

第二个让我惊讶的事情是林奇买卖股票奇多且奇快。林奇大约有 1 400 种证券,其中最大的 100 种代表着一半的总资产,最大的 200 家代表着 2/3 的总资产。在一个普通的工作日,他的交易大约是买进 5 000 万美元,同时卖出 5 000 万美元,也就是说,他每天卖出 100 种股票,也买进 100 种股票(三位交易员负责),而且林奇的交易只有不到 5% 是大于 1 万股的:

“在我买的股票中,3 个月中,我仅对其中不到 1/4 的部分感到乐观。因此,如果我碰到了 10 种股票,我会愉快地把 10 种都买进来,然后再进行调查研究。也许随后我不喜欢其中的几种,但我会继续持有我喜欢的几种,增加它们的量。”林奇的投资组合永远都在变,许多证券仅保持一两个月,他觉得自己的工作越出色,周转率就越高。

这又是一个逆反投资的例子,许多专家都批判股市出现的高换手率是投机高涨的数量表征,许小年就曾通过中国股市和美国股市换手率的比较,指出前者严重投机。

这也难免,一般的投资专家最多同时经营 20~30 种股票,林奇投资数千种股票,确实匪夷所思。

也许有人说,是由于麦哲伦基金规模巨大,林奇才能这么做。这种说法有一定道理。在 1977 年,林奇担任麦哲伦基金经理的第一年时,1 800 万美元的盘子组合,包含了 41 种股票,但换手率是 343%,而且其后三年的换手率都达 300%。林奇对此的解释是麦哲伦对新客户封闭买进,却遭到大约 1/3 的赎回,他为了换股不得不抛老股票。

1981 年麦哲伦基金是 1 亿美元。1982 年林奇被称为“过去十年中最成功的共同基金经理”取得了 305% 的收益率,麦哲伦成了一只 4.5 亿美元的基金,在 3 个月内,他购买了 166 家股票。1983 年中期,林奇的投资组合中有 450 只股票,而年底就达到了 900 只,资产升值至 16 亿美元。

如此多的股票组合,是否会成为一个指数基金,从而由“主动型基金”变成“被动式基金”而无法战胜主场?

林奇认为绝不会如此。他举例道,在 900 只股票组合中,其中 700 只股票的资产总和还不到基金总资产的 10%。

那么,为什么要少量持有这点头寸呢?



林奇的解释是：(1)公司本身盘子非常少，即使他持有达到投资上限（总股份的 10%），其总量也极少；或者(2)他也不能确信这些公司是否真的值得投资。而买这点股票，只不过是了解公司情况提供方便罢了。

这是一种很新颖的思路：“投资之后再进行调整。”若调查觉得好，就加码买进，不行就抛掉。一般来说，林奇“事后诸葛亮”的概率是 10%，也就是他考虑十家公司后，会对一家公司真正感兴趣。

第三个让我惊讶之处是林奇如何选择重仓股。林奇是基金经理，当然要组合投资，可他更看重重仓股对基金的贡献。他说：“如果你有五种股票，三种下跌 75%，一种上涨了 10 倍，一种上涨了 29%，那么，这五种股票仍然会令你干得很出色……因为这么去做，你在上涨 10 倍的这种股票上赚足了钱，远远抵消了你那些下跌 50%、75% 甚至 90% 的股票所带来的损失。”在选股方面，林奇和巴菲特一样，讲求常识，对高科技股一般不碰，碰了也不那么成功。不过，在选择时机上，他并不遵循“常识”，20 世纪 80 年代初，股市对汽车工业不景气反映恶劣，尤其是美国的第三大汽车厂商克莱斯勒被预期破产，股价只卖 2 美元，林奇却开始看好汽车业，他先调研了福特公司，但发现克莱斯勒更好，单单公司有超过 10 亿美元现金这件事就至少使它两年内不会破产。于是，1982 年春夏之交，他大量吃进克莱斯勒股票（整个麦哲伦基金的 5% 的资产），这是证监会所允许的最大持股比例，按林奇的说法，如果法规允许的话，他会把基金资产的 10%~20% 都放在该公司上。

克莱斯勒股票后来快速上涨，林奇又在福特和沃尔沃上建仓，一直到这 3 只股票价值占麦哲伦总资产的 8%，加上绅宝和丰田，汽车股作为一个板块，占到基金总资产的 10.3%。在整个 1984 年，林奇一改从前频繁交易的做法，坚持买入一持有战略，基金的前 10 位股票的数量一直没有多少变化，其中就包括上述 5 只汽车股。

最终，林奇从福特和克莱斯勒两只股票上分别赚了超过 1 亿美元的利润，加上从沃尔沃赚的 7 900 万美元，造就了麦哲伦基金出众的业绩。

重仓股容易出现流动性问题，尤其是小盘股。但林奇不这么看。要找能成长三倍乃至十倍的股票，道一琼斯指数股比一般小公司难多了。小盘股确实“交易稀薄”，不一定能在 5 天内买入或卖出，可是林奇认为做

股票就等于找对象,易于离婚不是好理由。“如果你一开始就做出了明智的选择,就不要想着放弃。而如果不是这样,无论如何你都会一团糟。这个世界上所有的流动性都不会将你从痛苦和磨难中拯救出来,并且很可能因此而失去一大笔钱。”

林奇以 20 世纪 70 年代初的大热门股宝丽莱(相机)为例,它在 1973 年一年内就损失了 90% 的市值。宝丽莱是家大公司,流动性很好,谁都有把握在短时间内出售大量股票,而且它下跌了 3 年,任何人都有机会离场,但为什么最后还是有几个专业投资人士没有离场呢?

到了 20 世纪 80 年代末,汽车股露出败相,1987 年,林奇减了汽车股仓位,到了 1991 年,汽车股票从它们前期高点下落 50% 之多。由于中国汽车股在 2003 年和 2004 年经历了大喜大悲的日子,林奇的经验教训值得汲取。

看好中国汽车股的一个重要理由是,它也会重复中国彩电在 20 世纪 90 年代中期的故事,产品持续产销两旺,在中国形成巨大的消费场。如果我们仔细捉摸林奇下面的一番话,可能犯的错误会小些:

“经常被误认为是蓝筹股的汽车类上市公司是典型的周期性股票。买入一家汽车类股票,并把它捂在手里 25 年,就像是飞跃阿尔卑斯山一样,你可能会从中获得收益,但无法像登山者那样享受到全部上上下下的乐趣。”这才是问题的关键,汽车股不是消费类股票不是家电股,它是典型的周期性股票。”

“由于 2003 年和 2004 年也是中国周期性股票大行其道、又因宏观调控而分崩离析的阶段,因此,我们对刚远去的经历并不陌生。又由于中国主流投资界“国际化估值”理论,对于市盈率异常重视,觉得低于市盈率的周期性股票很安全。事实上,周期性股票的市盈率并非越低越好。林奇已深有体会:“当一家周期性公司的市盈率很低时,那常常是一个繁荣期到头的信号。迟钝的投资者仍然抱着他们的周期性股票,以为行业依然景气,公司仍然保持高收益,但这一切转瞬即变。精明的投资者已经抛售这些股票,以避免大祸。”

“当一大群人开始抛售某只股票时,价格只可能往一个方向走。股价一下降,市盈率也随之下降,使这些周期性股票看起来比以前更有吸引



力,但这只是一种将让你付出昂贵代价的错觉。不久,经济就陷入停滞,周期性公司的收益惊人地下降。在更多的投资者急于脱手股票时,股价将急落直下。在市盈率很低的时候买入收益已经增长了好几年的周期性股票,是短期内减少你一半资产的有效办法。”

林奇的最后一句话道出了许多投资周期性股票的中国人近一年来的处境。

相反,高市盈率对周期性股票未必是坏消息,通常这意味着企业已经度过了最艰难的日子,不久其经营情况就会改善,收益会超过分析人员的预期,基金经理将急切地开始买入这只股票。这样,股价就会上升。

由于周期性股票一旦起劲便会涨个不停,因此大家都跃跃欲试。可是,根据林奇的经验,也因为周期性股票的实质是预期游戏,使得要从它们身上赚钱倍加困难,“最大的危险就在于买得太早,等不及上涨又去抛掉”。林奇认为自己投资周期性股票的成绩是中等偏上。

在这点上,投资周期性股票类似“赌”大势反转,寻找大底同样充满着艰难和挑战。不过,区别在于,如果你是铜、铝、钢铁、汽车或造纸之类周期型行业中的“内部人”,那么是可以一试这类股票的,而能找到大底并行动的人则是凤毛麟角。

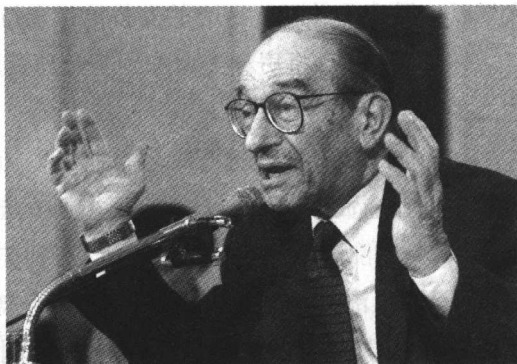
林奇时代的麦哲伦基金的另一只重仓股房利美也值得一述。

不同股票有不同的买法。有些股票是因为“没什么其他股票好买了,买点这个”;有些是“可能这股票有潜力”,也买了;还有些股票是“现在买入过两天抛出”;有些股票是“替丈母娘买点”的,还有人“替丈母娘,叔叔、伯伯和外甥侄女们买的”,有的是“卖了房子买进股票”,甚至“把房子游艇全卖了,就是要买这只股”;最厉害的是“房子游艇全卖了还不算,要叫丈母娘、叔叔、伯伯和外甥侄女们也跟着卖,然后拿了钱去买这只股票。”

林奇认为,房利美正是最后的这类股票。

留意美国经济的人,应该知道房利美这家住房抵押贷款公司。该公司于1938年由美国国会创建,并获得政府信用支持,后来在20世纪60年代初私有化。其主要职能是购买抵押贷款资产,然后将基金的打包成债券出售给投资者。2004年,房利美爆发会计财务丑闻,2005年4月初,老谋深算的格林斯潘一改过去模棱两可的态度,坚决要求限制房利美和

另一家住房抵押贷款公司房地美的规模,因为两家公司的规模已接近全国住房贷款的 1/4,它们却在利率和提前偿付方面存在重大风险。



格林斯潘,美国经济的指挥家

这不是房利美第一次面临危机了。20 世纪 70 年代,房利美的经营模式是“短借长贷”,以较低的利率借入资金,用这些钱买入高利贷的长期按揭贷款,赚取利差受益。到了 20 世纪 80 年代初,短期利率跃升到 18%~20%,但公司在 20 世纪 70 年代购买的长期借款利率为 8%~10%,利差收益反而为负值,于是股价从 1974 年的 9 美元跌到 1981 年的 2 美元,并传言即将破产。也就在这时,房利美结束了“短借长贷”的行为,采用了包装抵押贷款,创造了一种“按揭支持证券”、然后卖掉的盈利模式。

这样,当时的房利美从中获得了很高的佣金收入,并把利率风险转给了新的买主。

林奇投资房利美的过程十分曲折。他于 1997 年在 5 美元的价位上建立了头笔仓位,但很快抛掉它,只赚了一点钱。1981 年房利美的股价跌到了 2 美元,1982 年投资市场因公司领导人和经营模式的变革,股价从 2 美元反弹到 9 美元,这是典型的周期性股票走势。1983 年,房利美真正开始赢利,股价却一潭死水。1984 年底,房利美占麦哲伦基金总资产的 0.37%,而股价却跌了一半,从 9 美元跌至 4 美元。1985 年,林奇觉得房利美的历史负担解决得差不多了,增仓至 2%,进入麦哲伦基金持仓前十位的股票,而房利美的股价从 4 美元已反弹到 9 美元。1986 年,林奇将房利美持仓量收缩到 1.8%,而股价从 8 美元涨至 12 美元,公司盈利也从 1985 年的每股 0.52 美元提升至 1.44 美元。

1987 年,房利美股价震动颇大,这也和当年的股灾有关,股价从 12 美元升到 16 美元,后又跌到 12 美元,再回到 16 美元,最后在 10 月份的

大暴跌中跌至 8 美元。这时的麦哲伦基金持有 2%~2.3% 的仓位。

1988 年,林奇将房利美增加到基金总资产的 3%,而公司每股盈利已达 2.14 美元。

1989 年,林奇发现巴菲特也持有 220 万房利美股票,便在年底加仓房利美至基金资产的 5%,这又是重仓股的最高限额。这年,公司股价终于从 16 美元涨到 42 美元。1990 年,房利美因海湾战争从 42 美元跌至 24 美元,后又涨到 38 美元。1991 年,林奇离开麦哲伦之后,后任经理萧规曹随,仍保持该股票头号持有仓位,股价则从 38 美元涨到了 60 美元。

由于富达公司旗下的其他基金也同样重仓持有房利美股票,结果在整个 20 世纪 80 年代,它们获得超过 10 亿美元的利润。在当时,这在金融史上是破纪录的事。

面对今天凄风苦雨的房利美,林奇会再度出手吗?我们不清楚,可是,从当年林奇的投资房利美经历看,他能获得这样的成功,绝非偶然。

因为这时,林奇从一只活跃的兔子变成了耐心的乌龟。

确实,林奇对投资房利美的描述让人想起了另一位著名的基金经理和价值投资大师约翰·奈夫的经典故事。从资历来看,约翰·奈夫是林奇的前辈,他在 1964 年便执掌威灵顿公司旗下的温莎基金,一直到 1995 年退休,而一直到 1983 年,林奇的目标便是赶超全美第一的温莎基金。奈夫比林奇做基金经理早了 13 年,却晚离开 4 年,在 30 余年的投资生涯中,其投资业绩的每年平均值超过市场报酬率 3% 以上。从复制效果看,每年 3%,只要 24 年,原本的投资便会倍增。而且,如果投资人在 1964 年投资 1 美元,到奈夫退休时已是 55.46 美元。

奈夫曾津津乐道的一个投资故事是有关花旗银行的。1987 年,由于 JP 摩根的股价大涨,让只有 7~8 倍市盈率的花旗银行显得很有吸引力,于是温莎大举买进,但低市盈率反映了投资人忧虑花旗对拉丁美洲国家的放款可能会恶化的担心,而公司的亏损也创了纪录。到了 1990 年初,温莎买了更多的花旗股票,仍与市场舆论逆向操作,那一年,花旗的股价是 14 美元,温莎的平均持股成本是 33 美元,而且在所有温莎投资的股票中,只有花旗的盈利不如预期,奈夫反而加仓,这是需要勇气的。

1991 年,花旗已使市场绝望,人们开始破口大骂。《商业周刊》把花

旗形容为“噩梦”，《机构投资者》在报道花旗的文章中插有全页死鱼的照片，众议院银行委员会主席暗示花旗可能技术性破产，到1991年底，花旗股价只有8美元。

温莎此时持有2300万股花旗，有5亿美元资产被套，但奈夫自称“压根儿没想到在报酬率令人满意之前卖出持股”，相信花旗盈利很快将上涨回升，枯木逢春。1992年初，花旗盈利和股价果然明显回升，到年底，温莎竟反败为胜，在花旗股票上有了利润。

奈夫和林奇的回忆如此细微乃至有点沾沾自喜，是因为反向投资或逆势操作有极大的风险，并需承受沉重的压力。更何况执着和固执绝大多数时难于区分，甚至它们是一种现象的两种描述而已。因此，在事后我们须记住这只勤勉而且幸运的兔子的一番忠告：

“流行的说法是‘利空买入，利好卖出’，这话可能会产生误导。出利空消息时买入股票可能会造成惨重损失，因为坏消息通常会变得越来越多。但又有多少人在听到英格兰银行的利空消息之后买入，而眼睁睁地看着股价从40美元跌到20美元，又从20美元跌到10美元，再从10美元跌到5美元，从5美元跌到1美元，最后跌到0，而吞掉了他们100%的投资呢？”