

实 战 经 实 系 列

国际投资基金经理 谈股论道

SHIZHAN
JISHI XILIE

上海证券报专题部 编



中 国 证 券 丛 书
丛书主编 杨天赐 陆国元

Zhong
Guo
Zheng
Quan
Cong
Shu

上海證券報 总策划
中国财政经济出版社



ZhongGuo Zhengquan Congshu

中 国 证 券 丛 书
丛书主编 ● 杨天赐 陆国元

《中国证券丛书》 编委会

顾问委员会

周正庆 王梦奎 桂世镛 黄 达
厉以宁 董辅初 吴敬琏

学术委员会(以姓氏笔划为序)

王广谦 刘 伟 刘福垣 李 扬
吴晓求 张曙光 肖灼基 陈 重
胡怀邦 桂敏杰 曹凤岐 黄亚钧
屠光绍 樊 纲

丛书主编

杨天赐 陆国元

丛书编委

杨天赐 陆国元 罗 林 杨 力
张立宪 李 东

总 序

我国证券市场从无到有,从小到大,发展十分迅速。实践证明,证券市场在促进社会主义市场经济的发展,优化资源配置,促进经济结构调整,转换企业经济机制和建立现代企业方面都发挥了积极的作用。总的来看,证券市场近几年来取得的成绩是显著的,应该给予充分肯定。但是,我们也应该清醒地认识到,我国证券市场建立的时间还很短,还是一个不成熟的市场,当前还存在着诸如上市公司质量不高、市场运行风险较大、有关的法律法规尚不健全等许多亟待解决的问题。

江泽民总书记不久前在为《证券知识读本》一书所作的重要批语中明确指出:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。”这是对邓小平同志有关证券市场论述的重大发展,标志着我们党在总结实践经验的基础上对发展证券市场的认识又有了重大突破。这一重要论断更加坚定了我们搞好证券市场的信心和决心。江泽民总书记在批语中强调:“搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者,务必勤学之、慎思之、明察之,务必在认真掌握其基本知识和有

关法律法规的基础上,不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”当前,我国的国有企业改革和国民经济发展都进入了一个关键阶段,如何正确运用证券手段,使证券市场更好地发挥出为国有企业改革服务,为国民经济持续稳定发展服务的功能,是摆在我们面前的一个新课题。各级党政领导干部、企业领导干部、证券工作者要认真体会江泽民总书记重要批语的精神,自觉地学好证券知识和有关法律法规,在理论学习和工作实践中努力提高驾驭和运用证券手段的本领。

要建立一个发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,我们还有许多事情要做。加强对证券市场的分析研究就是其中之一。近年来,伴随着我国证券市场的发展,我国的证券市场研究工作也有了长足的进步,许多实力雄厚的研究机构相继建立,一大批富有成果的研究专著和论文纷纷问世,证券研究已成为经济学研究中的热门课题,这是一个可喜的现象。但是,就总体而言,我们对证券市场的研究还很不够,研究水平也亟待进一步提高,研究工作离证券市场发展的客观要求还有相当距离。因此,我们必须高度重视对证券市场的研究,花大力气提高证券市场的分析研究水平。我们不仅要重视对国内证券市场的分析和研究,也要重视对国际证券市场的分析和研究;不仅要研究证券市场本身的问题,也要研究与证券市场发展相关的社会、经济、法律诸方面的问题;不仅要研究证券市场过去和当前的状况,还要对证券市场的发展趋势进行探讨,努力把握证券市场的发展规律。在研究工作

中,要树立注重实证、联系中国实际、实事求是的良好风气,摒弃脱离实际、夸夸其谈和照搬西方学术理论的不良风气。我们还要大力提倡调查研究,应及时对证券市场出现的各种新情况、新问题开展深入的调查研究,在充分了解情况的基础上,提出妥善的解决办法。

与此同时,我们还要做好证券知识的普及教育工作。目前我国证券市场参与者中绝大多数是个人投资者,机构投资者所占的比重还很小,而且在我国现有的三、四千万个人投资者中,有三分之一左右是1996年以后新入市的。这些投资者对证券市场了解甚少,认识有限。许多投资者不懂得投资技巧与方法,也不会作宏观分析、企业分析、市场分析,而轻信市场传言,盲目跟风,追涨杀跌,成为市场不稳定因素,也极易使自身的利益受到损失。因此,我们一方面要通过完善法律法规、加强市场监管、规范市场运作等手段,保护好投资者参与证券市场的积极性;另一方面也要帮助投资者了解市场、认识市场,让投资者懂得证券市场投资的基本规则,学会分析、判断与操作的正确方法,提高风险意识,增强防范风险的能力,做一个理性的、成熟的、高素质的投资者。

中国财政经济出版社与上海证券报合作编辑出版的“中国证券丛书”有六个子系列(理论研究系列、统计资料系列、实战纪实系列、翻译经典系列、企业文化系列和教育培训系列),涉及市场理论的研究、统计数据的整理、上市公司基本状况的分析、海外研究成果的介绍、证券投资知识的普及等,涵盖面是比较广的。从其即将推出的首批

图书书目来看,选题也是恰当的。这样一套有系统、有深度、注重实用的大型丛书,现在还不多见。我想,这不仅对于广大证券从业者较全面地了解中国证券市场的发展历程和现状,了解专家学者的理论研究成果有所帮助,而且对广大投资者掌握证券投资理论知识和操作技巧,进而提高风险意识、增强防范风险能力也大有裨益。借此机会,我对这套丛书的出版表示衷心祝贺,并希望国内今后有更多高质量的证券研究和普及教育方面的专著问世。

张志雄

前言

这是《上海证券报》专题部编著的有关投资大师和基金经理的第二本书。

第一本《国际九大投资基金经理访谈录》(学林版)在1997年推出后,印行了一万本,很快售完(我在香港的书店中也曾见到这本书)。于是,我们筹划着再出一本,而且着重于这两年来国际投资理念和趋势。为此,我们在《上海证券报》上开辟了“实战经典”专版,由周莉莎和郑晓舟两位同志担任责任编辑,组织和筹划一些作者将投资大师的最新思想和经验介绍给中国读者。经过近一年的运作,我们从“实战经典”中选出了一部分较为优秀的文章,又新编译了一些比较精彩的投资经理访谈录,并将郭凤霞同志采访的中国海南富岛基金投资四川长虹和苏常柴两篇文章附录于后,作为中国投资基金与国际投资基金在操作、理念等方面的一个映照,终于完成了这本《国际投资基金经理谈股论道》。

本书中的言论很有见地,无须我们一一作出点评。在这儿,我们只概略介绍一下这些言谈的主要背景或假设。

我们可以提出一个看似简单的问题:什么样的投资人或基金经理才算成功?一般的答案是能够持续性地(比如五年以上)跑

赢大市(指数)的人。一般,也就是在这样一个前提下,我们才会问他:“你是如何成功的”?

但,不少人尤其是几乎全部的学院派金融专家都否认这些成功者背后有什么“秘诀”或经验。在他们看来,即使你持续十年甚至二十年跑赢大市,也不过是“运气”,或者说属于“小概率事件”。我们很多人都知道猴子掷飞镖选择股票到头来却战胜基金经理业绩的故事。不过,还有一个“故事”更绝妙:如果有一百万只猴子在打字机上乱打一气,总会有一只猴子写出一本类似《罗密欧和朱丽叶》的书来。而沃伦·巴菲特和彼得·林奇等人就是一百万只猴子中的幸运儿。

这些学者(包括本书中的马尔柯维茨)所依持的根据便是所谓的“有效市场理论”。简单地讲,也就是已知的关于某种股票的任何东西都会反映在当前价格中,而那些有关股票的预测、研究、建议都是徒劳的,甚至被称之为过一把瘾的“投资色情作品”。我曾在《上海证券报》的“财经人物”上写过一篇《傲慢与偏见——萨缪尔森与巴菲特之争》,就是在评论这个问题。而本书中巴菲特的《来自格雷罕姆—陶德村的成功者》就是一篇用事实来反驳“市场有效理论”发现者萨缪尔森的典型之作。

同样是诺贝尔经济奖的得主,默顿·米勒解释“市场有效理论”就比较“圆滑”。他认为,该理论的实质是“天下没有免费的午餐”的经济学常识。如果你想击败市场,获得更多的信息,那你必须投资大量的金钱用于研究、搜集和判断。这样,平均而言,你和那些不这样做的人的收益是一样的。

正因为有了“完全有效市场”和“部分有效市场”的争论,才产生了“消极投资”和“积极投资”的两大流派。消极投资家都是有效市场理论的信奉者或依赖者。有些消极投资者也许曾经“积极”过,但最终发现投资于信息研判的平均收益率为零或更低。

便离开了这个搜寻的行业，将自己的资金或基金指数化，也就成了消极投资者。这也难怪，因为据统计，至少有 75% 的投资基金经理无法跑赢大势。即使这样，消极投资基金经理仍有高下之分，毕竟市场的模拟和指数化也有很多种方法，最常见的是综合指数基金，如标准普尔 500 指数。当然还有新兴市场指数基金、小盘股指数基金、大盘股指数基金等等，不一而足。

最雄心勃勃地希图模拟市场的要算美国 D·E·肖公司，他们利用高等数学工具以及最强大的计算机进行交易、套利。该公司在全世界拥有雇员 350 人，大多数都获有数学和计算机硕士学位，工商管理硕士没有几个，倒有不少火箭科学家。他们尽量将影响金融市场的所有因素都容纳在考虑范围内，通过计算机的最优化的程序来判断、套利和交易。该公司的交易量大得惊人，一般情况下，占到纽约股票交易所每日交易量的 2%，业务繁忙的时候，可以达到 5%。当然，到了这样的程度，恐怕很难说 D·E·肖公司是消极投资者，按公司的说法，市场可能有 10% 是无效的，而公司的做法，是“市场效率的低成本生产者，在获取利润中给市场带来效率”。但用这么大的交易量，创造这么小的盈利空间，公司每年的收益率是多少？除了公司里的人，谁也不知道。《幸福》杂志猜测是每年 18%，D·E·肖公司否认了这种说法，却不判断是偏高和偏低。

不管怎么模拟，只有那些不相信市场有效的“积极投资者”才能称之为有自己的风格。

积极投资的风格有两大类：价值型的和增长型的。价值型风格的当首推证券分析之父格雷罕姆及他的那帮朋友与学生。华盛顿林克斯投资顾问公司的总裁彼得·泰纳斯归结过喜欢价值型风格的人选择公司的标准：第一，低市盈率（或亏损），第二，被市场抛在后面，也即处于被忽视的或周期性的就要发生转折的

行业;公司的过去状况不佳,但是现在有了新的管理层、新资本、新产品,或有较好的这些综合情况的公司。第三,以低于面值的价格出售。第四,隐藏资产。第五,有一个导致股票价格上升的催化因素(见《投资大师谈投资》,北京大学出版社)。

本书中约翰·凯(《股东并不意味着一切》)的观点,我想,至少一些价值型投资者是不会完全同意的。一个公司具备了价值型投资的诸多因素,而管理层却“不思进取”,害得我们许多投资公司的股票就是不动或只往下掉,那只能想办法改组公司,“催化”它一下。格雷罕姆在二次大战前颇善此道,当代的机构股东更是力大无穷。《罢黜董事长》一书的作者,华盛顿管理学院的教授迈可·乌西姆就认为,现在应该提倡股东价值(Shareholder Value)高于公司价值(company value),他进而宣扬,相对于过去盛行的“管理者资本主义”以及更早(20世纪初期)的“家族资本主义”,现在是“投资人资本主义”时代了。

增长型的投资者则会在众多的公司里寻找下述特征:第一,有吸引力的行业基地;增长型行业:在行业中居支配地位或刚刚出现。第二,高收益率和销售额增长率,即行业增长率是整个经济增长率的两倍,甚至更多;公司的增长率在行业中居于前列。第三,合理的市盈率,即市盈率不应比增长率高出太多,如果以20%的速度增长,那么20倍收益的股票价格是合理的。第四,强大的管理层,即在这个公司或以前管理的公司中业绩显著。

大家一定很关心哪种投资风格的回报高,一般而言,各有擅长。一个时期,价值型可能高些;另一个时期,增长型可能更高。从长时段来说,那个回报率更高些,仍有争论,但价值型高于增长型的论调似乎占了上风。不过,价值型的风险一般明显高于增长型。

我曾在《国际九大投资基金经理访谈录》的编后记中强调

过,不管是哪种风格,你都应该坚持住,这里有客观因素(所谓三十年河东三十年河西,风水轮流转),也有主观理由(所谓卖油翁的“唯手熟尔”)。风格风格,是种习性,没有十年、二十年的浸淫其中,难以熟练地掌握。

例如,1997年尤其是下半年,增长型的投资风格大行其道,价值型的投资者颇受冷落;但1998年上半年,以“资产重组”为首的价值型投资又卷土重来,声势一浪高过一浪。我们《上海证券报·市场导刊》从1998年元月4日创办以来,偏好于增长型的投资风格,这与我们编辑的主观选择有关,也考虑到目前的证券信息监管环境。从我们的调查和读者来信看,不少读者是能够理解的,但也有一些读者显得很不耐烦,甚至个别的还有些“特别愤怒”。

当然,这并不意味着我们不解顺势而为的“势头投资者”,这种风格在国际市场上相当风靡,也颇受不少基金经理宠爱。但势头投资很难有一个笼统的定义,只能说他们对信息的反映特别敏感和快捷,一般来说,他们相信“强者恒强,弱者恒弱”,创新高的股票还会创新高,创新低的股票还会创新低,因为这是一种惯性和趋势。他们牢记,“股票买进是为了卖出,卖才是最重要的”。他们甚至可以不知道一个股票(公司)是干什么的,只要势头好就可以了。“势头投资者”中不乏高手,如《国际九大投资基金经理访谈录》中的理查·迪伊豪斯与本书中的韦特·韦登都可以称之为“势头经理”。

“势头经理”强调“卖”,应该说更符合市场交易的本意,因为不管是价值型和增长型的投资者,有时经过较长期的持有和研究熟悉,会喜欢上这家公司,变成真正“投资”了。当然,我这里指的“投资者”是拥有大量资金的人,巴菲特经常会这样,随着自己越来越富,他有时渐渐地去圆拥有几家企业的梦。也就是说,他

可以喜欢几个产品，几家公司，却不必自己创业管理，以通过持有它们的股票，来分享拥有的快乐。

顺便一提，另外两位中国读者最熟悉的索罗斯和彼得·林奇，在常人眼中，也有些怪怪的。我曾在《高深莫测的与故弄玄虚》中谈到索罗斯的各种行为更多的是为了证明自己的晦涩难懂的“理论”的正确性。坦率地说，若不是索罗斯那么有名，谁也不会钻研他的“金融炼金术”。同样，彼得·林奇离开了辉煌的基金经理事业（他的持久性的盈利纪录至今仍保持着，每100个美国人中就有一人投资他主政的富达—麦哲伦基金）；却去从事教育和医疗的非盈利的慈善机构。

从某种程度上而言，势头投资对投资人的要求最高，他必需要有着圆熟的技巧、丰富的经验与良好的市场环境配合。可能最重要的是，要有最准确的信息和处理该信息的手段以及凶悍果断的性格。彼得泰纳斯在采访势头投资基金经理吉莱姆时，听到这样一则故事。1995年11月7日，美林公司的一位半导体行业分析员召开了一次电话会议，他多年来一直跟踪这个行业，在电话中，他认为动态存储芯片的价格在未来1到5个季度将下降40%。当他还在演说的时候，吉莱姆从自己的计算机系统的信息源获取了这一数据，并且吉莱姆发现其税前净收入是47%，而47%减去40%就没剩多少了！当时吉莱姆持有量最大的7种股票中，5种是半导体股票，分别是LSI、艾尔特拉等。电话会议还没有结束，吉莱姆已经把每种半导体股票卖得一股不剩。

那么，另一位“势头经理”德利豪斯当时在干什么呢？泰纳斯那天正巧也在他办公室里，德利豪斯边散步接受采访，边作出抛售全部艾尔特拉股票的决定！对市场信息至少保持一定的敏感性，自然不是势头投资的专利。《上海证券报·市场导刊》创办后，我们在头版上搞了一个长期成长组合，风格是增长型的。我

们的目的,主要是做一些实验,看看在国内的市场环境下,增长型投资组合的效果究竟如何。3月份,上市公司1997年度报告陆续公布,我们组合中的郑州百文在1997年度下半年的收入大幅减少,制作组合的特约分析师希望全部卖出郑州百文,增持东大阿派。但在我们编辑之间却引起激烈的争论,有人认为,长期成长组合刚公布没久,就调换股票,称得上什么长期呢!既然是长期,组合内的每只股票就应该捂住不动。

事实上,长期投资并不意味着对个股公司的信息丝毫不理会,作出必要的调整是常识。最后,经过反复讨论,并写了很长的解释文章,才作出了调整。

既要坚持原则又不教条,就需要我们多学习一点海外的实战经验和体会。本书中香港基金经理杜冠雄分析机构投资者“羊群心理”,我就觉得很有意思。因为我们过去经常说散户跟风大户则兴风作浪,总觉得机构投资人有“理性”,能有稳定大盘之功。但这却又和我们的观察和经验相违。正如我们开头就说过,人们判断你成功与否,往往和大市(综合指数)相比较,这种压力,会很自然地引起机构与基金的“跟势”作风。其他基金减仓,你不减仓,做反了,你独输,则麻烦大了。若大家都做反了,你也能有个交待。这样,大家无意有意地联动,市场波动反而大多了。其实,“羊群心理”不独股市有。有家国内软件公司的人员曾告诉我为什么国内的许多金融机构喜欢买国外的财务管理软件,因为若这种软件出了毛病,反正是国际上通用的,采用的机构就没什么责任。若用了国内新开发的软件,就难以交待了。

事实上,本书还有许多观点值得一谈。如艾德温·弗卢姆的《小盘股大盈利》,有些人爱做小盘股,有些人喜做大盘股,这也可以看作一种“准风格”的分野。据统计,小盘股的回报确实要比大盘股大,但风险也大。

我们在对价值型增长型或大盘小盘盈利的比较时，都会同时加上风险的比较，这一点是很重要的。当我们听到某些基金经理或投资人盈利很高时，同时也应该计算一下他们的投资风险有多高(关于风险的量化，本书中马尔柯维茨的《无名的股票经纪人》有较好的介绍)。当巴菲特听到有人说他的恩师格雷罕姆的实际投资并没有理论那么成功时，回答得就很精彩：“但我们并未经历过 30 年代的股市大崩溃。”

时刻提醒别忘了风险的意义就在这儿，不管我们获得了多大的成功。

1998 年 6 月

布鲁斯·科夫纳

世界级的交易商

今天，布鲁斯·科夫纳(Bruce Kovner)很可能是世界上最大的银行间货币市场(Interbank Currency Market)和期货市场的交易商。仅在1987年一年中，他就为自己以及基金中其他幸运的投资者，赢得了超过3亿美元的利润。在过去的10年里，科夫纳实现了78%的年平均复合收益率的辉煌战绩。1978年初，在科夫纳处投资的2000美元，10年后就成了100多万美元。

尽管有了这些难以置信的交易纪录和巨大的成交量，科夫纳仍努力保持低姿态。他拒绝所有的采访，以此保留自己的隐私和神秘。但这一次，他破例了。

科夫纳说：“看起来我无法避免某些抛头露面的事，而且事情常常被歪曲，变得离谱。我想这次采访至少可以有助于建立一个精确的记录。”

同那些想象中的、持仓总面值可以用几十亿美元来衡量的交易商的形象不一样，科夫纳有着敏锐的理解力与随和的言谈举止。在高杠杆效应的货币和期货市场中，他更像是一名教授，而不是一名大规模的交易商。实际上，科夫纳就是作为一名学者开始职业生涯的。

从哈佛毕业后，科夫纳在哈佛和宾州大学教授政治科学。尽管他喜欢教书，但他对学术生活并没有太多热情。“我总是在上午面对白纸，然后想写些什么辉煌的东西，我没有从这种过程中得到过乐趣。”

70年代早期，科夫纳曾管理过一些政治竞选活动，他想最终自立门户。他放弃了政治，因为他没有经济来源，也没有沿政治的阶梯往上爬的热情，虽然那时他还给各种州政府和联邦政府的部门当顾问。

在寻找职业方向的过程中，科夫纳在70年代中期将他的注意力转到了金融市场。他相信他所受的经济和政治科学的教育提供了最适宜的背景，而且他还发现为做好交易而去分析世界的想法颇具魅力。大约有一年，科夫纳专心地研究市场以及相关的经济理论。他阅读他能搞到的所有书籍。

他深入研究的主题之一是利率理论。“我爱上了收益曲线(Yield Curve)。”