

# 第一章

## 今天的共同基金产业： 回到未来

约翰·博格（先锋集团的创始人及前主席）

大约 50 年前我给自己在普林斯顿的论文选题时，偶然发现了 1949 年 12 月《财富》杂志上有一篇关于共同基金产业的文章。这篇名为《波士顿的大钱》的文章描写了美国最老最大的共同基金——马萨诸塞投资信托基金并将其描述为“快速发展的，并多少有些争议的，对美国商业有巨大潜在影响力的领头产业”。我立刻意识到我找到了选题。

随后对该产业广泛的研究让我得出了四个结论：一、共同基金应该以“最有效、诚实和经济的方法”经营管理，而基金的销售手续费和管理费应该减少；二、共同基金不应该引导公众期望从管理上得到奇迹，因为基金无法说它比无管理的市场具有任何特权；三、“（基金）的主要功能是对投资组合进行管理”——即行使对投资者资产的托管职责——重点应“在公司的表现……（而不是对一只股票的短期公众评价）”；四、基金的主要职责是服务于股东，对待个人、集体投资者都要一视同仁。

回想起来，当初激发我论文定题的那篇《财富》文章中所描述的产业，如今才刚刚被认可。我预计，该产业还要经过一个时期的，不仅仅只是规模上的成长发展。如果用“大钱”来描述当初那个很小的产业，我真不清楚如今要用什么形容词来描述现在这个巨人。当初基金中的一多半资产都在波士顿，如今那里只占总资产的 1/6 都不到。今日的共同基金已经成为世界范围的产业了。

规模上的巨大变化和现在可提供的基金形式的增多——即基金过去与现在的不同——仅仅是这个产业的特点在明显改变的一个映射。《财富》半个世纪前描述的这个产业是这样一个产业：我们生产什么，我们就卖什么。我们提供能解决小投资者烦恼的基金，这是一个提供管家服务的产

业。而现在我们看到的基金 却是这样一个产业 我们能卖掉什么 我们就生产什么。这是一个让推销员大展身手的产业，由他们在市场中发号施令。这个游戏的名字叫作短期表现。

这种特点上的改变不是幻影。从半个多世纪前《财富》那篇文章出版以来，大量的变化就在这个产业里发生着。我将要列举其中的 9 种 然后总结评价这些变化对投资者的利弊，并用指数分析它们。现在有一些基金公司——但我认为还不够多——正在努力地维持它们原有的特性，然而，共同基金变化得太厉害。现在让我来列举：

### 更大规模、更多种类和更多数量的基金

共同基金已经成了一个巨人。在 1949 年 20 亿美元的基础上 基金的资产已经增长到 2003 年初的 6.5 万亿美元，其复利增长率达 16%。如果是按我们经济增长率 7% 走 则应该是 720 亿美元（这也是复利的魔力），90% 的该产业资产都表现为股票基金或股票导向的平衡基金。如今，这种基金组成不到该产业资产的一半。现在债券基金只占总额的 1/6 货币市场基金虽然从 1970 年才刚刚出现，现在已经占到了 1/3。以前的股票基金产业，现在被扩展到了各种主要的金融工具领域——股票、债券、储蓄存款，这是一个对基金经理和基金投资者都很有利的变化。

基金的数量也在不断增长。从去年的 137 种共同基金发展到现在的 8300 种。更确切地说，普通的股票基金已经由 75 种增加到了 4800 种。没有明显的迹象能够表明这种增长对于投资者有什么好处，从以往的经验来看，过多选择对投资者来说往往是弊大于利。

### 股票基金：从集中到分散

随着股票基金的数量不断增长，目标和政策种类也在不断增多。1950 年，多数的股票基金其主要的组合投资集中在那些资本市场上具有较大资本占有率的美国企业上，其波动性可以大致地用标准普尔 500 股票指数来衡量。如今，这种集中基金只占有极小的份额，大多其他种类都要承受较高风险。3650 只股票基金中只有 560 只被晨星公司（Morningstar）认为接近它们的绩优股祖先。股票基金中的专业术语就可以反映出这个变化。

我们逐渐可以接受一个根据市场股本大小和种类组成的九箱模型。其中一个轴是市场占有(分为大盘、中盘、小盘)另一个轴是投资类型(增长型、保值型、混合型)去年集中的基金很可能今年就在“大盘混合型”模型中了,但它也仅占美国各类基金的 23%,在晨星公司的所有股票基金里仅为 15%。

另外 现在有 450 个专门针对一些行业的基金,从科技到电信(这些基金在最近的经济泡沫中尤为受宠)还有 750 个国际基金,涵盖从投资全球各类公司股份的基金到专门针对某个国家的基金,从中国到俄罗斯到伊拉克。目前的 4800 种基金中每一个都有其自己的针对目标。

半个世纪以前,投资者随便向股票基金的列表投上一标,十之有九就会投中一个和市场平均值基本平衡的基金。而今天,这样的比率是 1/8。当以前的《财富》文章已经注意到大多数基金不过是给投资者“一个道琼斯指数”的时候,也很有预见性地加了一句“能拥有平均值也是一件不错的事”。如今 无论好坏 可能更偏向于坏的那边 共同基金的选择已经成为了一种艺术。

### 从投资委员会到百老汇艺人

基金目标的巨大变化同时引起共同基金管理上的巨大变化。1950 年主要基金基本是由投资委员会管理,但是集体的智慧马上就被个人的光环所掩盖。首先 60 年代中期的“前进 (Go - Go)”时代和最近的经济泡沫给我们带来了几百个更具进攻性的“表现基金”以及新的游戏更要求个人的才华横溢。“投资委员会”已经逐渐消失,组合投资经理渐渐成了行业标准 现在 3650 只股票基金中的 3200 只的模型都列在晨星。

虽然组合投资经理的任期长短只取决于其对基金的操作期限,但组合投资经理时代的到来将基金从陈旧无趣的基于意见统一的投资委员会,推向了一个更具企业家精神的、形式自由的,从而也更少风险的道路。另外,这之后,拥有最好短期记录的经理人,已经在其雇主的公关努力下变成了“明星”而且一个健全的明星系统逐渐形成了。一些组合投资经理也确实明星,如富达(Fidelity)的彼得·林奇(Peter Lynch) 先锋集团(Vanguard)的约翰·奈夫(John Neff) 瑞格·梅森(Legg Mason)的比尔·米勒(Bill Miller)。但是大多还都是彗星,在基金界的苍穹里一瞬即逝。当最近

的熊市瓦解后，组合投资经理的平均任期只有 5 年 而这个系统基本保持原状。

## 转换率暴涨

更多劲力十足的基金出现，对短期表现愈加地重视，以及从投资委员会到组合投资经理的转变，以上三个原因共同使得共同基金投资战略受到影响——最明显的一点就是组合投资转换率的增加。马萨诸塞投资信托和其他在《财富》那篇文章中描述的基金都不谈论长期投资，但都是如此在做，因为那才是真正的托管。但是半个世纪之后，这个最基本的原则也变了，短期投机成了行业风尚。

不光是集中于长期投资的这个原则在变化。事实上，在 1950 到 1965 年之间，很少有基金组合的转换率超过 16%，就是说大多数基金持有股票的平均期限在 6 年左右（见图 1-1）。但随着转化率的稳步增长，经理人们投资组合的年平均转换率惊人地高达 110%。其结果就是与以前 6 年的标准相比，现在的平均股票持有期仅为 11 个月。

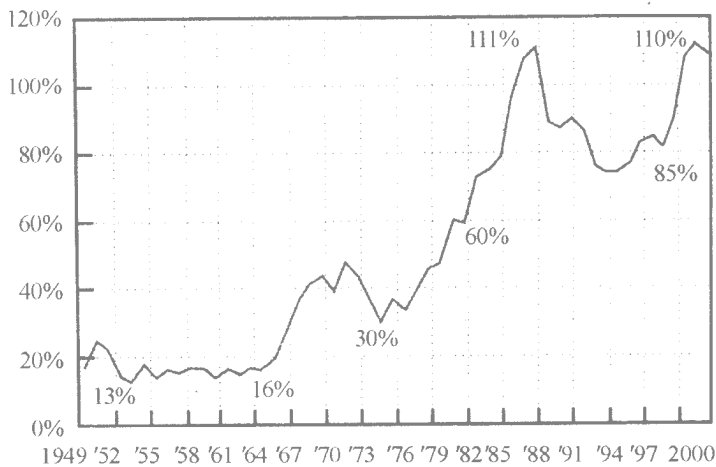


图 1-1 股权基金组合的经理人转换率

这种比较是惊人的。在转换率是 16% 的时候，10 亿美元的基金一年卖出 1.6 亿股票并买入 1.6 亿的其他股票。总交易量是 3.2 亿美元。在 110% 的比率下，10 亿美元的基金每年买卖股票量是 22 亿美元——差不多是过去的 7 倍。即使单位交易价格下降，也很难说如此高的转换率不是资

产持有者的主要负担。

让我澄清一下 如果 6 年的持有期可说成长期投资，而 11 个月的可说成短期投资的话，那么，现在的共同基金管理人都不是投资者。他们是投机者。当我说基金产业已从投资转向投机时，我不是轻言“投机”二字。事实上 在我的论文里面 我用了凯恩斯的术语 将“投机”（预测市场的心理）与“操作”（预测资产的预期产出）相对应。我的总结是：随着基金的成长，他们应该从投机走向操作（我称之为的“投资”）不仅关心股票的价格 还要关心公司的价值。我还得出结论，作为结果，基金管理者应该给市场提供一个有利于证券稳定的、综合的、清楚的并且可分析的需求。我彻底错了。我们不再是股票的所有者了。我们是股票的买卖人，我们已经最大限度地远离了巴菲特时代：他最推崇的投资持有期限是——永远！

### 高股票转换率导致低企业责任

无论高投资组合转换率给基金持有者带来什么 它对国家、对企业的管理，影响是非常可怕的。1949 年，《财富》就写到“(马萨诸塞投资信托基金的格瑞斯华尔德的) 一个可爱观点是：共同基金是支持小股东与企业管理对话的完美拥护者，在股息政策和阻止合并方面为企业穿针引线，并在代理战中努力投入”。在我以前关于共同基金经济角色的论文中，也曾花了一整章谈论他们在企业管理中的角色作用。格瑞斯华德先生在其激进主义理论中并不孤单，我已经注意到美国证监会 (SEC) 在 1940 年也曾呼吁共同基金应该作为“一个企业里大量不善辞令而又效率偏低的个人投资者的代表来发挥作用”。

但是它不是。正如先前提到的，我希望基金可以继续做长期投资的愿望已经破灭，我希望基金可以履行企业一员之责任的愿望也破灭了。当然这两点是紧密相连的：一只基金如果作为一个交易者，关心的是股票的价格 持股期限仅 11 个月，根本就不能等到在企业的年度会议上为其股份投票的那天。对应的 当基金作为所有者 关心的是企业的长期价值时 肯定都会认为企业的管理是最重要的。

尽管半个世纪以前基金只占美国股票的 2% 但是现在已经到了 23%。他们可以挥起一个有效的“大指挥棒”但是 除很少的特例外 他们通常没有起到这种作用。作为他们在管理问题上具有被动性和惰性的结果，我们

发现基金经理在企业管理和会计监督的道德失败上不负一点责任。这也是引起最近的股票市场泡沫和熊市的原因之一。只有这个行业最终能返回本职，重新承担起企业成员的责任，才有可能出现好的转变。

### 基金持有者具有错误观点

这个行业特点的变化很根本地影响了共同基金持有人的行为。在那篇《财富》文章中这个行业被描述为对股票具有同样的偏好（从而打包发行蓝筹股的公司，股东买基金股票并持有它们（译者注：从而股东们也就持有了符合其偏好的投资组合）。20 世纪在 50 年代和之后的十几年里，基金赎回率（基金股票的流动性）平均为每年资产的 6% 意味着基金投资者持有基金股票的时间平均为 6 年。和他们所持基金的管理人一样，基金持有者也在进行长期投资。

但是由于这个行业使得基金变得越来越注重表现，越来越投机、专业、集中——基金越来越像个人股票——也越来越吸引那些根本不考虑长期投资的人。赎回率不断地提高，2002 年时已经涨到了资产的 45% 平均持有率只有两年多一点（见图 1-2）。典型基金投资者的时间范围翻转了整整 90 度。

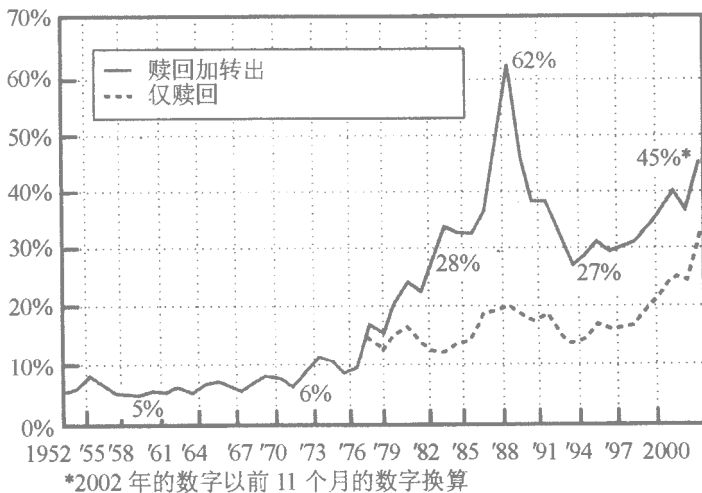


图 1-2 股权基金份额的投资者转换率

从以前的“买并持有”变成现在的“挑和选择”，平均基金持有者从以前

的一次持有一只股票基金变成了四只。“选择自由”成了这个行业的口号。基金超市用其“开放式货架”使得免佣金基金中的资金的快速循环更为方便。交易费以超市上架费用的形式隐藏起来，所以看起来免费的，其实正在以这种方式悄悄地鼓励基金持有者们不停地进行基金交易。“基于昨日的表现来决定明日的冠军”虽然在理论上很有道理，但实际中这种策略通常意味着失败。

### 现代共同基金：产生即为出售

1997年到2002年之间时而繁荣时而萧条的泡沫经济时期人们很容易会把这种持有期的变短归咎于容易上当、反复无常而又感情用事的基金投资者，或者是归咎于金融市场特性的变化。人们会把一些狂热看成明显是由疯狂的公众导致的。但是，这个行业从由来已久的原则——“出售我们所生产的”——跳到现在流行的“制造我们能销售的”，不断地制造新基金来迎合市场的狂热，它才是市场泡沫的罪魁祸首。看看一路当头的科技和电信股票 新的科技、电信、网络基金就有 494 个，而发展最为迅猛的部分也在这里。总的来说股票基金在 20 世纪 50 年代增长了 80%，70 年代增长了 48% 在 90 年代增长了 600%。

我们不光制造这些新基金，而且充满活力和热情地通过股票经纪人和广告销售它们。举个例子：最多的时候，仅在 2000 年 5 月一期的《货币》上就有 44 个共同基金登出了他们的业绩来推销自己。在过去繁荣的 12 个月里，他们的平均收益超过了 85.6 个百分点。在 1998 年到 2000 年之间这个行业将其挣到的 5550 亿美元全都投入了一种新的投机性和高表现的基金，这一点都不稀奇。毫无疑问，当这些钱将股市推高之后，大部分的钱都流向了这些昨日的胜利者。所以当它们再带领市场走下坡路，使投资者的金钱灰飞烟灭的时候，他们的资产还是很大的。市场走下坡路之初，首先是现金的流转停止了，然后又成了负的——仅在这一年就有 180 亿美元的现金流出。今天，整个基金持有者的理性还有待觉醒，他们还没有认识到这个盛大的聚会马上就要结束，等待他们的将是一场宿醉，因为他们从这个大酒杯里饮了太多的酒。

不久就会看到，这种滥造的机会主义的基金将会速生速灭。基金的死亡不断出现，而新基金又马上接踵而来。传统的基金并不在这个不断死亡

的范围，而死的都是些新品种——那些追求刺激股票的、不断哄抬自己业绩的新经济。那些保守的早期基金，正如常言是“经久耐用”的，它们的新派兄弟与它们正好相反，只是“昙花一现”。基金的死亡率越来越高。50年代只有10%的基金在年代末消失，而在上一个十年，一半以上的基金都已经不存在了。现在还没有任何迹象显示这种趋势有停止的可能。仅在2000年到2002年间，有900个基金没了，按照这个比例，还有一半以上的股票基金将要消失。

### 基金的持有费用上升

当把马萨诸塞投资信托基金说成“波士顿的大钱”时，不光是在说它是最悠久规模最大的共同基金，也是说它的费用也最低廉。那篇《财富》文章中提到其年度的管理操作费用仅仅是投资收入的3.20%，总值82.7万美元，在1951年涨到了总资产的0.29%，其中25个大基金的平均管理费用仅为22亿美元，占总资产的0.64%。

50年后的今天有多大的变化！2001年，马萨诸塞投资信托基金的费用比率涨到1.1%——是以前的整整3倍——而这合为1.41亿美元，共占投资收入的87%。尽管股票基金的资产已暴涨到2.7亿美元，平均股票基金的费用比率已经翻了一番，变为1.54%（见图1-3）。所有股票基金的持有者用于基金的花费总数从1950年估计的1500万美元增加到2002年

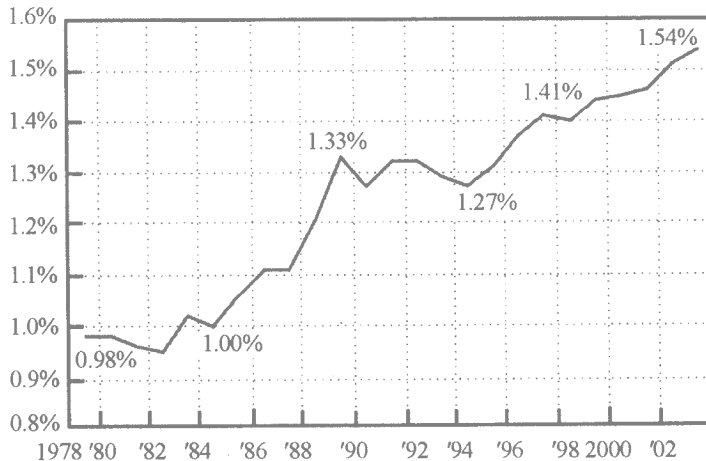


图 1-3 1978—2000 年产权基金费用比率

的 350 亿美元左右。尽管共同基金管理上存在规模经济上的时升时降，基金投资者不仅在规模效益时分享了这种规模经济的收益，更在无规模效益时成了其高成本的受害者。

基金行业报告说，基金的拥有成本已经稳步下降，但是这个说法并非真实。这个下降，仅仅是投资者越来越多地选择无佣金基金和低成本基金，而不是由于各种管理费用的缩减。然而即便是按照行业数据的面值来说，基金的持有费用还是被少说了很多，因为管理费、操作费和出售的手续费只不过是基金成本的一部分，投资组合的转换成本——拥有大多数基金都需要的花费——被忽略了。基金投资者现金支付的部分没被计算。用于选基金而付给金融顾问的钱（部分代替了那些预付佣金）也被忽略了。把所有这些都算在一起，可以很公平地估算，拥有共同基金的所有成本占其资产的 2%—3%。

这意味着什么？2% 和一个普通的基金投资额比起来不过是小菜一碟。这种花费可以被看成是“产权溢价”。这个溢价即是投资者期望股票的回报能比债券更多。但实际平均给基金投资者的回报只是略微比债券持有者的高一点，这还要不计额外的风险。从另一方面看，2% 的费用会抵消 10% 的年度股票市场回报的 1/4。从长期来看，在一个 10% 回报率的股票市场，1 美元以复利计算可以在 30 年后变成 17.5 美元。复利是 7% 时——这个是一般在缴纳各种费后的基金回报率——只会是这个钱数的一半，8.75 美元。这都是费用造成的！现在费用依然快速增长着，这也是一个说明基金行业脱离本行变成一个投资服务专业的迹象。它正越来越向一个消费品产业发展。

## 企业家的征途

多年前《财富》的那篇文章清楚地把重点放在基金管理上，即是一种专业行为——负责托管他人钱财。那篇文章充斥着“托管”和“托管人”，并且还频繁涉及“投资信托产业”。而今天我们可以清楚地发现，销售已经取代了托管，成为这个行业的新焦点。

是什么造成这么巨大的变化呢？可能是托管对于一个 1924 年诞生的产业还是非常重要的，因为在随后发生了经济大萧条和第二次世界大战。可能是在之后的和平、经济稳定繁荣时期，销售才是成功的策略。但我认

为在背后推动这个变化的主要动力还是因为公有基金管理在美国变成了一种非常赢利的行业。企业家可以通过管理公有基金挣到大钱。

事实是在“波士顿大钱”出现没几年，基金行业的整个企业推动力发生了变化。到 1958 年，基金托管人可以通过管理资金获取一笔不小的利润，但是不能通过出售管理公司股份的办法将这些利润转化为资本。证券交易委员会认为，出售基金管理公司就意味着为出售“信托办公室”埋单，这是对基金资产的非法处理。证券交易会害怕，如果这种交易被允许的话会导致咨询活动中的“推销”导致对基金所有者信托的滥用。

但是一个加州管理公司向证交会提出了挑战。证券交易委员会被告上了法庭并且输了官司。到 1958 年年末这个行业建立 34 年来阻碍公开上市发行的门槛终于倒塌了。大量的新发股票随着管理公司的股份一起涌向了市场。投资者们购买基金管理公司股票的理由，和他们购买微软或 IBM 公司股票的理由一样：这些公司的收益会增长，所以其股票价格也会相应地增长。但是新股发行只是一个开始。即使是私人的基金管理公司被大银行或保险公司买去，以一个比较健康的产权溢价投入到这一轮新的商机之中，这个溢价也要达到书面价值的平均 10 倍或更多。“推销”其实已经名副其实。在过去的 10 年中至少发生了 40 起这样的收购案而有些公司的所有权也已倒了好几次手。2003 年在最大的 50 家基金管理公司中加上共同持有的先锋集团只有 6 家公司是私人持有的。另外的 26 家管理公司被美国的巨型财务集团持有，6 家被主要的经理人公司持有，还有 7 家被国外的大财团持有。（在 1982 年）马萨诸塞投资信托及其合伙基金的执行层就将管理公司卖给了加拿大的永明集团（Sun Life）。剩下还有 7 家公司为公众持有（即上市——译注）。

有一点必须搞清楚：当一家公司买下另一家公司时——无论它是不是基金管理公司——都会希望得到一个资本利得：比如说 12%。因此，如果收购价是 10 亿美元的话，收购者就会不遗余力地使之升水，从而挣到至少每年 1.2 亿美元的收入。在牛市中这也许是个容易达到的目标。但是当熊市到来时，我们就将遇到以下几种情况，甚至会某些情况同时出现：（1）削减管理成本；（2）增加新的收费种类（比如分配手续费）；（3）保持甚至提高管理费率；或者（4）把基金公司卖了收回其资本。（证交会对咨询活动中“推销”现象的预见是何其高明！）

很难准确地估计这种将共同基金从私人转向公众——主要是那些大

财团——的产权转移会带来怎样的冲击。但可以确信，这种转移加快了基金产业从专业服务向商业化服务的转变。巨大的管理资产——通常是成亿上兆的美元——聚集在一个屋檐下，被花样百出地利用来尽其所能地增值，这样的—一个基金市场就像在各色商品上贴上商标名称的消费品市场，看起来不像是要使资金管理更加有效，也不像要降低投资者成本，更不像是在实践本行业最初的宗旨——管家和服务。

### 半个世纪的总结：是好是坏？

简而言之，如今的这个行业和多年前所描述的“波士顿大钱”已经大不相同了。我所描述的这些变化基本是客观的，而实际情况更是超乎我的评述。这是一个无限变大的行业。基金的繁多已经使行业的风险变大。基金管理的形式过去绝大多数都是基金委员会，现在已被组合投资的经理人颠覆。基金交易量有了一个迅猛的增长。基金投资者持有股票的时间越来越短。市场活动在基金操作中成了比过去重要得多的部分。基金的花费，无论怎么算，都大幅度增长了。以上种种变化几乎就把私人的基金公司从过去的有专业操作的行业变成了一种充满危险的行业。

所有这些变化都是明显有利于基金经理的。所有基金经理的全部市场股本在 50 年前大概有 4000 万美元，如今大约是 2400 亿美元。诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森博士都未曾想到他在 1967 年说的这句话是如此明智。他说：“在共同基金中只有一个地方可以挣钱，就如同一个性情温和的人在沙龙里只有一个地方可以呆着，那就是在吧台后面，而不是前面……所以我投资了一家管理公司。”

但是回到文章开头提出的问题：这九个变化是否服务于共同基金投资者的利益呢？答案是完全否定的。这是个简单的统计学问题，我们可以用统计的办法来看看沙龙里吧台另一边的人是如何享受服务的。我们用萨缪尔森的方法先来看看这个行业过去的情况，再来看看现在的情况。

●在共同基金时代的前 20 年（1950—1970），股票基金平均的年回报率为 10.5%，比标准普尔 500 指数的 12.1% 差了 1.6 个百分点。无疑，这个差可以算在基金持有者的适度费用上。平均来说，基金达到了整个市场年收益率的 87%。

●在过去的 20 年里（1982—2002），股票基金平均的年回报率为

10.0% 与标准普尔 500 指数的 13.1% 相差 3.1 个百分点，这些基本上都应算在涨了很多的操作费用和交易费用里了。平均来说，基金只达到了整个市场的年收益率的 76%。

可以说，基本上就是费用增长这一项，导致了基金在股票市场上平均收益的大幅下降。但是，这个行业的性质变化造成的后果就是，基金的股东挣的远远比基金挣得少。为什么？首先是因为股东们受到了时间上的惩罚。他们在 80 年代和 90 年代初股票表现好的时候，只在股票基金上投了存款的一小部分。然后，被巨大的牛市所吸引，在牛市已经到达顶峰的时候又中了共同基金市场的阴谋，投入太多积蓄。其次，他们也受到了选择上的惩罚。他们在后来被证明是在最不该的时刻，即泡沫经济的时候，投入太多资金在“新经济”股票中，并且从“旧经济”撤回。

这两种惩罚的结果是：当股票市场在过去 20 年里每年的回报率为 13% 的时候，股票基金的平均年回报率只有 10%。而最近的数据显示，一个基金投资者平均一年只能得到 2% 的回报（见图 1-4）。如果用复利计算这连续 20 年累计的，每年损失 3% 的惩罚，将绝不是一个小数。而实际上的惩罚金额更大——还有 8 个百分点（因为基金收益 10% 而基金投资者年回报只有 2%——译注）。如果投资 1 美元，以 13% 复利计算将变为 11.5 美元，用 10% 计算是 6.70 美元，用 2% 计算只有 1.5 美元。最后的利润仅仅是 50 美分。

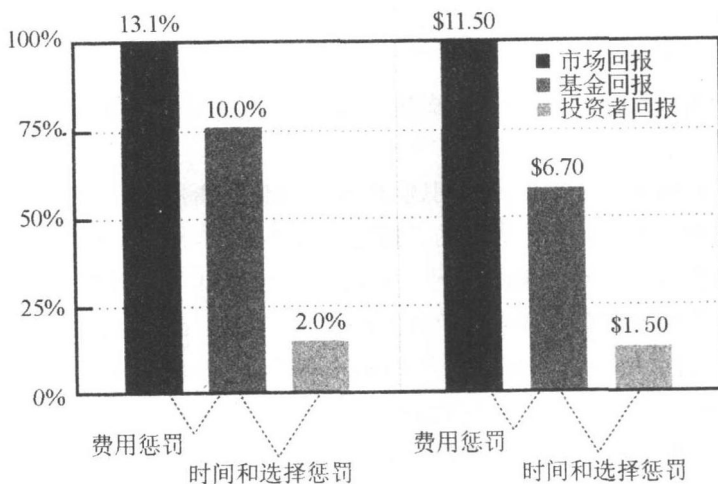


图 1-4 股票市场 基金和基金持有者

这样算法并不精确，但也相差不多。而且我们也无法具体地说到底有多少人把辛辛苦苦挣来的钱交给共同基金管理者后，经历了基金从过去到现在的诸多变化后，还能感到心满意足。那到底以后的共同基金会是怎样呢？我的答案不会让你吃惊。现在是让这个行业回到其本职的时候了，是再让共同基金持有者回到驾驶座位上的时候了，是重新把持有者利益放到管理人和发行人之上的时候了。该让这些恢复到 1940 年基金公司法案要求的那个样子了。

这个行业必须要将其重点重新转回来做到用合理的政策、明智的策略、长远的眼光和较低的成本来广泛地分散投资。这其中一些步骤并不是很费力，比如将交易费率降到合理水平，以减少交易费用；有些步骤可能走起来会是很艰辛的，如减少管理费用和销售佣金，以及减少操作费用。要想提高基金的回报占整个市场回报的比例，这些费用的削减都是非常必要的。

另一方面，要增加股东持有基金的回报，这个行业还要重新安排一下它的“生产链”策略：如果把操作基金比喻为骑脚踏车的话，它应该放松那只踩在“市场”踏板上的脚，而坚定地踩下那只“服务”的脚，以完全坦诚的态度，为投资者提供更好的关于资产分布、基金选择、风险、潜在回报以及费用等的信息。在过去三年市场被破坏后，我就一直坚信，这就是股东们将会要求的。而且在 2003 年年初的一期《财富》上也有文章写到“人们永远不会做违背他们经济利益的事”。

50 多年前那篇《财富》原文的题目叫作“未来 敞开大门”。当时确实是这样。如果共同基金能回到未来——即在未来的某个时刻，能将现在的基金性质变回到从前那样——恢复原有的服务和谨慎特点，这个标题也可以用于现在。如果基金重新把重点放到为股东服务——即为他们提供“最有效、最诚实和最经济的途径”——那么这个行业的前景不只是光明，简直就是前途似锦。

## 第二章

# 反其道而行之

纳德·莱利（美国道富环球投资管理公司首席投资分析师）

旅鼠们会一个接一个充满热望跳下悬崖的故事，其实并没有科学依据。它之所以流行都是由于迪斯尼公司丰富的想象力。他们认为在动画片里让这些可爱的小生物如此死亡会营造出是一个非常悲剧性的情节。

不幸的是，在股票市场，这样来比喻投资者们如何做投资选择却是形象而又符合实际的。事实上旅鼠确实会在食物缺乏的时候，熙熙攘攘地迁徙，但不是大家一起跳下悬崖。它们以自己的方式一个接一个地扎入水中，在寻找食物的过程中，游向来世。

这正像投资者追涨杀跌，股市高涨时头脑发热，低迷时又恐惧害怕的情形。

旅鼠有它们的理由：在寻找食物的时候，它们会本能地成群结队在一起，所以它们的行为是无法避免的。相反，投资者是在较高的意识下进行操作，应该能够做出理性决定。当然这只是在理论上。投资者盲目追随一种东西，并且自己也能意识到的这种心理叫作群羊心理。

关于投资者在市场上的心理和情感写得太多了，但被忽略的也一样多。每次都是，华尔街的投资者总会被股市情绪所控制：好的时候蜂拥而上，坏的时候消极沮丧。他们总是认为好就会一直好下去，坏就会一直坏下去。不管事实多少次证明了这种想法的不正确，大多数投资者都会不可避免地这样做，然后自己走入危险或是遗憾的境地。就好像这样做是天经地义的事。更糟的是，这种做法成了一种自我实现预期的方法，而实际上这种做法只是扩大了虚幻的泡泡或是延长了熊市的时间。

为什么投资者要这样做？因为一些单纯简单的情感——恐惧与贪婪，再加上有旁人煽风点火。

将人们遇到极端危险时要进行的心理控制与投资管理相比，后者简直就是小菜一碟。但成功的投资管理和情绪管理其实是一回事。但不幸

的是，这一课要通过一生的教训才能习得，而且还无法直接传授给那些从没有犯过愚蠢错误，没有付出昂贵代价，也没有说过蠢话的人。

所有上述这些我都曾有过，而且我非常愿意把我的跌伤和淤青翻出来，帮助你避免重蹈覆辙。

## 从经验中学习

对年轻的投资者来说，只有 2001 年那次从牛市到熊市转变的经验告诉过他们情绪对投资的不利影响。实际上，这是新手们残酷而又必上的一课，让他们知道股市不是简单地每年提升 20%。有更多经历的投资者们就能够历数他们从其他市场周期中痛苦习得的教训了。

当我在银行信托部开始我的事业时，正好是 20 世纪 60 年代牛市的尾声。那是时髦 50 (Nifty 50) 的年代——一群科技、消费品、摄影等公司即将超脱生死的时候。今天这些公司的绝大部分都已经不在——这本身也是达尔文主义的一课。但在当时，人们都会接受信托部门的“高明”观点，这个部门管理着养老金和个人巨大数额的资产，而这些“高明”的观点和当时年轻的投资分析师们的观点也一样，即：这些股票一定会一直上扬，并且收入也一定会涨到每年 15%。结果是：每个人都不得不去买这些股票，而且真的买了，直到除了这些股票以外一无所有。

那些 15% 的计划最后往往只是对过高估计的一个辩解。在经济周期的过程中，越来越多的公司迷失了这个目标，随之他们的股票也受到影响。市场开始从时髦 50 转向小股本、实质性的、与日用品息息相关的股票，如矿业、石油和石油开采公司。黄金的价格由固定的每盎司 35 美元，“解冻”到了这个年代末的 800 多美金 / 盎司。石油价格上涨到每桶 40 美金，而印度学者预计在可预见的未来还会上升到每桶 100 美元。与石油、矿产或其他商品相关的公司股票就像时髦 50 当年经历过的那样开始上扬。几乎同时，一些聪明的投资者从人群中脱离，开始经营投资小店，兜售多种多样的，涵盖市场各个板块的共同基金。很快这些新贵取代了银行，成为了卓越的资金管理者。

我被时髦 50 的热潮惊呆了，和我那个小投资圈内的每一个人一样——呆了，但是并不怀疑。我周围的职业老手们总跟着经济周期这辆四轮马车跑圈，还说这都是短期的，是个异常现象。这种自我辩白的心理

在高度统治着人们，这种情况在这个行业中时有发生。不幸的是，我也是又受到一两次这样的打击之后才认识到，任何一个股票或是行业都不能从经济周期中摆脱，而他们的起落往往是又急又快。

当稀缺成为口号的时候，我开始意识到这个事实：OPEC（石油输出国组织，这个当时最常出现的名称简写）禁运对美国生存息息相关的石油。在一次微弱的不景气中，人们相信石油价格会永远上涨，并在上涨的过程中吞没我们对经济的信念，这会使股市变得低迷。就是在这个时候，我开始注意到，股票走势经常和我的判断和期望不同，而我的这些想法都是基于从行业里听到的和从头条里读到的信息。例如，1973年1月《商业周刊》的投资展望专栏再次说到“1973年牛将控制整个股市”。还有巴朗（Baron's）的一个著名板块被介绍为“不带一丝熊样”。就像是与这几位笔者（这里就不再提这几位专业人士）存心作对一样，就在这段时间里，市场出现了一个为期两年的空前大滑坡——这是经济大萧条后最差的时候了——这些错误的估计一直持续到《新闻周刊》在其封面故事中登出“多糟糕的股市暴跌”才停止下来。

“悲观主义给股市前景一盆冷水”（《商业周刊》1976年1月）

《新闻周刊》就是这样来帮助投资者准备过一个悲伤的1976年的。细心的读者现在会发现当时曾在悲观中萌生了一个上扬的反弹，但当巴朗板块在1977年1月的一篇文章中乐观地预言为“7头牛，1头熊”时，这个反弹又停止了。

用了10年的时间，我这个头脑笨拙的作者才终于开始真正明白了——当每个人都同意一个事物的发展方向时，一定会出现一个转折点从侧面捅他们。当然有些投资者（虽然非常少）早已在我之前认识到这点，而且早已通过他们自己设计的方法而不是跟着大众，挣到大笔的钱。如果一种商品的价钱，比如石油或者尼尔森邦克银店的银器，被哄抬得离谱时，供给一定会去迎合需求，使得价位回落，在整个过程中，股价也紧紧跟着商品波动。

与此同时，另一个问题也变得格外清晰，就是大家都唱反调的时候，或者是各种声音嘈杂混乱的时候，一个人保持独立思考是多么困难。思考只是一方面，行动又是另一方面。

80 年代股票市场有一点跌宕下滑，随后又出现复苏。这时问题就出现了——这是牛市，还是泡沫？不管怎么说，在 70 年代通货膨胀曾经相当深刻地影响了当时的经济，消费者价格指数（CPI）以两位数的百分比增加，银行优惠贷款利率上涨了 20 个百分点。消费者会为其贷款利率是 17% 而感到庆幸。美联储不高兴了：沃克尔主席用牙紧咬着经济，就好像咬自己的一支雪茄，将利率定得更高，用力把经济推向了衰退。泡沫终于破了。

我曾试图用我自己的方法替大众设计投资组合，但我很快意识到，在大机构工作时，很难自如地运用自己的常识，也很难做到保持客观。参与游戏或随波逐流的压力无比巨大。迟早你的同事会把你哄骗回他们的行列，或者市场自己会调整你的快慢来与之相符——方法就是指派你的客户来批评抱怨你错过了好时候或是太心急了。

熊市是不会永远持续的。有时候，一些国家的报纸上会登出诸如“萧条期综合征”这样的头条，《新闻周刊》也会在封面上发出“你的存款安全吗”之类的问题。但几乎与此同时，市场却开始回转了。有时候，在相当长的一段时间内，总的看来牛市都没有出现，《新闻周刊》很例外地做出了一个乐观的宣称：“股权资产复苏了。”然而，却很有预见地赶上了一次 10% 的紧缩。

“为什么格林斯潘那么牛？”（《财富》1987 年夏）

如果你喜欢那种长达几个月的狂欢游行，那么这种快乐开始于 1987 年。道琼斯指数开于 2000 点左右，在 8 月底的时候就升到了约 2700 点。但不幸的是，通货膨胀率在这 12 个月里翻了一倍，美联储也收紧银根，弱市的迹象越来越明显。

《财富》关于格林斯潘博士的那篇文章是一个彻底的大暴露。我们中的一些人已经很紧张了，面对不断上涨的利率，市场也无法保持它自己的步调了，所有潜在的缺点都表现了出来。然而，这个时候大家共同的认识却是“现在不一样了，股市能跑得过经济”。在复活节后的星期一，市场出现了一个 20% 的暴跌，令人胆战心惊。这种突如其来的暴跌，恰恰说明在过去几年里市场的爬坡太陡峭了。

文章标题此时又一次反映了职业投资人的情感。“有多糟？”《财富》