

第一部分

概 览

介 绍

我想在此之前你已读过投资方面的书，可能是有关股票市场的书籍，或者是那位传奇式的、管理着美国最大共同基金的基金经理 富达—麦哲伦基金的彼得·吕奇最近撰写的畅销书。也许你还充满好奇，想进一步了解著名基金经理的经营轶事，并从他们的经历中逐步了解成功的要诀。也许你想知道，为什么这些基金经理的成绩能如此长期辉煌。而众多的其他经理却表现平平，甚至惨遭失败？成功者们是否都采用了一些共同的方法，或有某些共同的特点？如果你有上述疑问，本书不会令你失望。阅读本书，你会有更多的收获。

本书将向各位提供下述内容：

- * 与当今最杰出的投资思想家交谈，令你扩大视野，增长知识，有时甚至会感到充满激情。
- * 分析大师们的投资技巧与风格，分析的重点将主要集中在股票市场投资，哪些方面是有效的，哪些方面是无效的。
- * 展示我们这些投资顾问们，在发现和追踪投资大师上，所采用的最新技术，并说明如何将同样的技术应用于你的投资计划。
- * 设计一个投资计划，以便你自己选择股票或选择投资大师

来为你选择股票。同样，重点也在那些有效的方面。

* 最后，我们将澄清一些打着投资顾问旗号，广为扩散的误导性说法。

本书的任务是让你在金融天地中有所发现。我们不仅要与伟大的基金经理交谈，还要与一些杰出的学者交流看法，因为他们的工作有助于我们了解投资市场是如何运作的，有助于我们切合实际地认识市场。我们将向经理们提出一些有针对性的问题，如，他们是怎么做的 都做了什么 我们还要了解 他们成功的原因。我们将仔细考察这些大师们的不同特点，归纳出决定他们成功的特性。我们要发现，造就了巨大成功的特性是否是共有的，或仅仅是一些特性的组合。最后，在确定了这些特性后，要看一看我们能否也发挥这些特点，以帮助自己的投资决策。

《投资大师谈投资》重点在于一类投资 普通股票的投资。这是因为，普通股票是多数人了解并常用的投资工具，是最佳的长期投资工具。我不想用一些奇特但对你无所用处的投资技巧来让你炫目（我承认 在让你一瞥未来投资业时 有所例外）。但总的来说，我认为你很忙，无暇阅读那些对你毫无用途的技巧。

我的目标是，你能从与我共度的时光中受益，并脱颖而出成为一个更好的投资者。因此，我们的采访中没有对冲基金经理、货币交易商、套利商、衍生产品专家等人物。这是因为 从这些人身上并不能学到你我进行投资时的有用之物。相信我，靠读一本书你是无法像保罗·图德一样进行货币交易，或像乔治·所罗斯一样进行日元—马克的掉期交易。但你却能从买卖股票并业绩突出的专家身上有所收获。这并不意味着我们的大师们一点都不用复杂的技术，其中一些确实在用。你在后面会了解，他们的多数用法及其运用的目的。

你也许会奇怪，我为什么要写这本书。作为一名专业的投资顾问，我睁眼时的大部分时间都在分析投资经理的业绩、特点与特

性。显然，在大约二万个注册的投资顾问中，只有为数不多的一些是真正的大顾问。我很想了解这些有限的几个的情况。他们有什么共同的特点，是什么造就他们成为这一行业中顶尖的人物？最重要的，我们能从中学到什么？

我的公司是林克斯投资顾问公司，与其他注册的顾问公司不同，我的公司不管理资金。一些个人和机构雇佣我们。我们只提供投资咨询，发现和跟踪最优秀的基金经理。大机构雇佣了咨询公司后，就可以免受那数以百计的经纪人与基金经理的推销、叫卖声之苦。此外，他们相信真正优秀的基金经理、投资大师很少会出去兜销他们的业务的。他们不需要！

为什么我在挑选经理、决定投资上能够有所成就，为什么我自信我会帮助你挑选、帮你做投资决策？因为，我的事业就是始于监督机构推销员，当时我是史密斯·巴尼公司国际部的负责人；后来，在我作为纽约交易所的一家投资银行的总裁时，我意识到真正的投资天才是极为罕见的。于是，我创建了林克斯公司，我把分析和确定那些真正的投资天才，作为我毕生的工作，我要让这些投资大家突现于数以千计的一般投资顾问。今天，已有数十个大大小小的机构及个人雇佣我的顾问公司，为他们设计长期投资策略，其中的一些机构和个人的名字诸位可能已经耳熟能详。

当今的投资咨询业务正变得越来越复杂。新工具的出现常常促进了对风险与回报的更准确分析，并使人们更容易了解这些重要的因素之间如何相互作用。诺贝尔委员会也已经意识到投资领域取得的成就，并将诺贝尔奖授予这一领域的经济学家。我们的大师中有两位就是诺贝尔经济学奖的获得者。我将与你共同领略其中一些工具的奥妙，以便你能得益于这些先进的手段，增加你的财富。

噢，还有一些事要说。我在金融业服务三十多年后，对那些向公众散布的所谓投资建议极为反感。有许多事情我惑然不解，更难

以接受。比如，为什么会有如此之多的书本和文章，在公认的成功投资道路和投资时间问题上，刻意要误导投资者？为什么出版商和作者要大量推销所谓的“在股市上迅速致富计划”，来困扰无辜的大众？是的，我也喜欢“三年翻一翻的十只股票”或“90年代增长最快的股票”，我真希望致富就这么简单。

那么，那些所谓成功的投资者写的投资建议的书又怎么样呢？我知道有一个 17 岁的聪明小孩，他也写了一本投资方面的书。这些书难道就是你希望得到的伟大投资理念的来源吗？理发匠和舞蹈演员的投资建议怎么样？他们也出过投资方面的书。我试问你一下：如果你听说有一个小孩，或者是水管工发明了一种切除阑尾的简便方法，你会去购买一本书，并照本画葫芦地试一试吗？还是要找医生看？为什么在投资上，当某人刚刚获取微小的一点小成绩，就会出来教你，教你怎样做得比那些毕生从事投资的专家更好？你真的相信在投资领域也有某种巫术，而数百万在这一领域工作的专家就发现不了？我困惑不解。

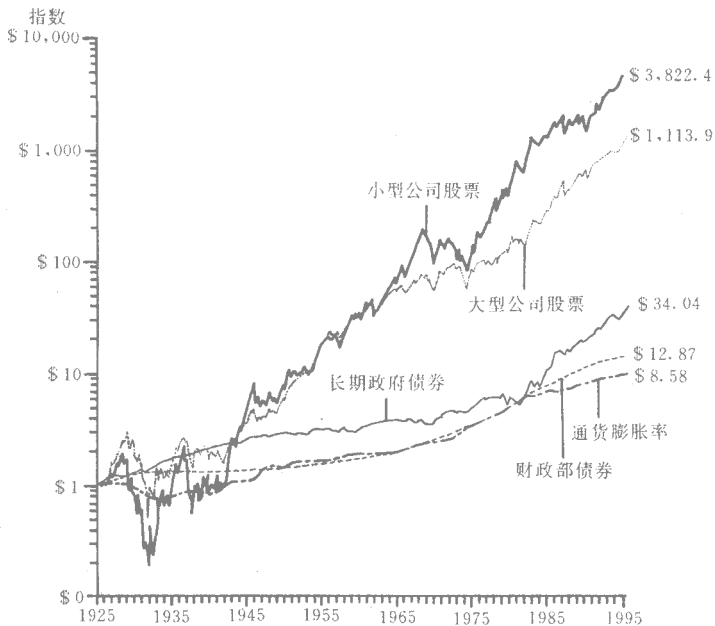
在《投资大师谈投资》中，我将把你带到当今最伟大的投资思想家那里，向你展示致富的最安全办法：投资于普通股票。你会听到大师们的声音，并向他们学习。我不希望你因为一些愚蠢的建议而苦恼。我将教你如何区别运气的投资者与真正的投资天才。我保证，我们会澄清所有这些无稽之谈。我将带你走访本世纪最伟大的投资大师，并向你说明如何利用他们的集体智慧，来保证你投资的成功。你还会学到当前用于分析股票投资的风险与回报的最先进技术。最后，我还将应用从大师那里学到的技术，提出一些特定的投资建议。

普通股票是唯一的最佳的长期投资工具。注意，关键是“长期”。自 20 年代初以来，无任何一类资产的业绩超过普通股票，即使考虑了 1929 年大萧条及 1987 年的大股灾的影响，也是如此。

如果，你对此有所怀疑，请看一看图 1。伊博森事务所称这张

图为“投资美国资本市场的财富指数”。我称其为“饥饿的股票经纪人眼中的世界伟大之图”。它勾勒出了 1925 年以来小公司股票、大公司股票、长期政府债券及短期国债的收益变化情况。图中还显示了消费者价格指数曲线，以表示通货膨胀。总之，该图告诉你，如果你在当时对每一类资产分别投资 1 美元，1995 年底你会得到的价值。

投资美国资本市场的财富指数（年末） 1925 年—1995 年 1925 年末 = 1 美元



资料来源：根据《股票，债券，票据和通货膨胀 1996 年年鉴》（芝加哥伊博森事务所）数据计算。

图 1

为了让问题更形象，我们假设你祖父母在 1925 年决定为你投资 2 000 美元。你祖母要把钱投在股票上，因为她认为大公司会持续增长你祖父的观点不同他比较有远见，他预见到了 1929 年的大危机。因此，他决不愿把孙子的钱放在股票上冒险。不，要给予孙、留下点东西的唯一办法，就是把钱放到安全的美国政府短期国债上。公司会倒闭，但美国政府不太可能完蛋。由于祖父与祖母俩人的意见不一致，最后双方达成个妥协（这也是他们俩能够长久保持婚姻关系的原因）。他们决定将钱分开，1 000 美元投于股票，1 000 美元投于短期国债。这张图告诉你结果怎样。祖父的 1 000 美元到 1995 年底达 1.287 万美元，刚刚超过通货膨胀的增长，因为相当于消费者价格指数的价值也涨到了 8 580 美元。祖母的 1 000 美元变成了 111.392 万美元。现在你已经是百万富翁了。噢，为她的灵魂祈祷吧。（是的，这张图还显示，如果你把 1 000 美元投到小公司的股票上，你现在就有 380 万美元了。但我们不用选择这么极端的例子。）从中，你可以看出，为什么股票经纪人和基金的销售商如此喜爱这张图了

尽管祖母很聪明，但她只做了一次投资决策，然后就让它沉睡了 70 年。你和我不可能这么有耐心。我们要做好，而且要做得更快祖母没有大师们指导她投资，只好让市场来完成所有的工作。你很快就会听到一种极具说服力的声音，他们认为祖母的观点是对的。但你也看到我们的多数大师做得比市场总体好，这也正是我们要追求的。

本书还要向大家展示，我们为客户选择投资经理所用的许多技巧我们在采访不同的投资大师时，也运用了这些工具。你会掌握一些风险测定技术，用于分析投资经理实现他的回报时所承受的风险；你也会了解到风格在普通股票投资中的重要性。在开始之前，先看看选择投资大师的标准：

投资方法

听起来似乎很简单，是吗？实际上，有许多投资上的新方法也是听起来很好，甚至觉得不会失败，但却经不住逻辑与推理的检验（我受过耶稣会的教育，所以认为这一点很重要）。我并不是说专家们在想什么，而是说这个投资方法对我们的钱是否有用。我想可以从大师们那里得到答案。我不想详细了解那些复杂的投资程序，但应该知道投资过程是否合理。

突出的长期投资业绩

在投资工作上，你见不到少年天才。有些人认为较短经验的新手也可以是伟大的投资家，他们靠的不是运气，我实在是不敢苟同。在本书中，你只会见到经验丰富的专业投资家。新手再伟大尚难成气候。本书也不介绍那些凭运气在大牛市中，有二三年好业绩的人。我们能从这些人身上学到什么呢？

低的相对标准差

如果你尚不知道标准差是什么，很快你就会知道。简单的解释就是，它是一种测定投资组合波动性的工具，将某一特定组合的波动性与市场整体的波动性进行比较，你就能得出组合相对于市场的风险。这里的理论是，如果你组合的波动性高，即价格的上下变动幅度长期较大，你组合的风险就比波动性低的组合的风险高。

高的夏普比率

这是一相对较新的工具，用于测定风险调整后的回报，它是由

威廉·夏普教授提出的，并以他的名字命名。夏普教授是诺贝尔经济学奖获得者，也是我们要采访的大师之一。通俗地说，夏普比率测量对承受的一定风险你取得了多少额外的回报。其理论是，如果你要得到额外的回报，你就要准备承受额外的风险。夏普比率测量投资经理为实现上述目标完成的工作的好坏。

多领域

我们会看到运用不同风格和规模特性的经理。如果你现在不知道风格在投资管理中的重要性，很快就会看到。你还会学到为什么投资的公司规模很重要。简单地说，有些经理专门投资于小公司，另一些专于中型公司，还有一些专于大公司。

这些就是要用于选择大师的标准。我们把这些标准叫做“筛子”。它好比是筛数据、颗粒、或黄金的筛子，留下来的只是符合标准的东西。我不想采用一个机械的选择标准，比如，用每年回报为20%来选择经理。这样做，每个人都会。我们要深入研究大经理们长期的风险调整业绩。我们要探寻的是投资天才之本原，那些造就其伟大或成为大师的特性和品质。

你也许会问，阅读本书并能从中获益，预先需要多少投资知识。回答是，不需很多。你能将《投资大师谈投资》一书置于手边，至少说明你对投资感兴趣。我想你可能已读过一二本投资方面的书。如果没有，最好是先读一下安德鲁·托比的《最佳投资指南》。这是我所读过的最好的投资方面的一本书，我甚至对安德鲁的写作能力感到忌妒。当然，还有彼得·吕奇的书，也是最好的。

在开始旅程之前，我们要进行一些“飞行训练”。为能从采访中汲取最多养分，你需要知道如何和为什么选择不同的经理，我们要问他们哪些问题。为了保证你我更好地沟通，我将用例子来介绍一

些最新投资术语。第一部分介绍一些基本规则和定义有些内容你可能已熟悉，但可能并不知道它们的确切含义。我将介绍一些目前专业人员用于分析回报与风险的技巧。在这一领域已有重大的发展，我相信你对此会有深刻的印象。我要迅速补充一句，这不是一本科技书，而是用你我都明白的文字写的书。我会用浅显易懂的文字，解释复杂而又神秘的投资术语。

在第二部分，你要拿起铅笔和纸张。我们马上就要进行第一个采访。他们都是本世纪最伟大的投资大家，显示过真正的投资天赋。我们还要与一些伟大的投资学者交谈，他们对当代股票投资艺术与科学作出了巨大贡献。我们应该听听他们的声音，了解当代的投资思想。当我们结束了一个采访，进入下一个采访时，我们仍然记住刚刚学到的东西，并把所有从理论家与实践者中获取的信息加以综合，以便探寻到通往成功投资秘诀的线索。

在第三部分，我们将列出我们的观点，并通过数据进行检验。我们会讨论从采访中得出的要点，并分析结果。我们试图回答以下一些问题：

- * 对我们中的多数人来说，投资于股票是否是走向富裕的最明智选择？
- * 如果投资于股票，是我们自己投资呢，还是让别人为我们投资，哪个更好？
- * 是否可能持续地战胜市场？
- * 哪一种投资风格最好？
- * 投资天才们有哪些重要的特点？
- * 从大师们身上学到的内容中，哪些方面可以用于我们自己的投资计划？
- * 我们如何才能像大师们一样成功？

听完大师们的谈话，根据掌握的信息，我们就开始探路工作。是否学者与一流的基金经理已经在股票投资上发现了某种致富的公式？当今投资科学的箴言与最成功的基金管理的实践者的行为之间是否存在某种联系？如果是，我们要追踪这种联系。最后，我们要回答，我们中的每个人如何利用这些信息，最大化我们的财富。

我们要学会的一个关键问题是，如何避免错误。我们要看如何避免愚蠢的投资行为，以减少风险。我们将考虑各种投资方案，投资风格，及如何应用我们掌握的知识。我们将确定哪些对我们是正确的投资策略。我们还会考虑，让其中的一些大师替我们管理资金的可能性。像我这样的职业顾问如何选择投资专家，在你的投资计划中如何应用这些技巧，也是我们在书中要说明的。最后，我们将根据采访中得到的技巧，提供一些特定的投资建议及一些可以实际使用的样本组合，作为本书的结束。

30 年的经历告诉我，真正的投资天才是极少的。也许这就是为什么只有极少数的基金经理能够在相当长的时间里战胜市场。因此，除非我们抛弃所有的书本，只买指数基金，否则我们在选择投资专家或选择股票时必须非常、非常小心，非常、非常理智。

现在，你已了解，我希望你们能脱颖而出，成为较明智的投资者。人们经常认为，他们读了彼得·吕奇的书，就能成为像他一样的投资专家。不，不要期望一夜之间你就会和我们的大师一样。但你如能经常接触这些投资于股票、债券的投资家，对你显然是有好处的。因为，股票与债券是你我经常可能购买的，而大师们管理的共同基金有时是有最低的购买数量要求的，这些要求可能是你我达不到的。所有这些人都会有些见解，都能帮助我们提高知识和财富。

谢谢！

交易的工具

本章我们将讨论一些技术与术语，以便我们之间及与采访的经理之间相互对话。别担心 这不是学校 你不用把它们背下来。事实上，有些你可能已经知道了，那就再复习一遍。其中会有些较新的技巧，是我们和一些机构投资者用来构建组合和管理风险的。最后，我还提供一些业绩测定技巧，我相信你不会忘记，而且从今以后，你看待共同基金业绩的方式会有所改变。

首先是基本知识。

积极与消极投资

在你决定投资于股票之后，最重要的问题就是：是想比市场做得更好呢，还是满足于市场提供的回报。

积极投资 积极投资是指选择股票的一种作法。显然，成功的积极管理就必须战胜市场。要么回报比市场高，要么回报一样，但风险低。书中的多数大师都是积极的基金经理，他们长期超过市场。但我认为，也应该有一些消极管理，以便观察两者各自的优势。

消极投资 消极投资基本上是指购买市场指数基金就属于这一范围。这些基金业绩基本上与市场指数相当或略微超过书中的学术大师多属于消极管理的倡导者。他们不相信你除了运气之外能够长期战胜市场。

消极投资也变得复杂了。像多维基金顾问公司，就采用多样的指数基金，进行风险与回报的不同配置。这些方法已经受了时间的考验。雷克斯·辛格费尔德，诺贝尔经济学奖得主比尔·夏普 默顿·米勒及另一位著名的经济学家尤金·法玛将会说明消极投资的好处。

应该采用消极投资，还是积极投资？你我一起听听双方的观点。我们听完各方的意见之后，在书末我会提出我的观点。

风险的测定

为了能公平地评价投资业绩，我们就必须考虑经理们在提供回报时所承受的风险量大小。我们中的有些人对风险的承受能力会比别人强。为此，我们必须清楚我们所承受的风险大小。因为，回报高于平均值，那么通常就会有较高的风险。换言之，如果我告诉你我可以把你的钱翻倍 你会很高兴。但我如果又补充说 你要冒丢掉所有钱的风险，你可能就会思之再三。事实上，这与我们到赌场，把一叠钞票放在转盘的红色区上的情形完全一样。如果我们对了 钱就翻倍 如果输了钱就没了。概率大约是 50 对 50。显然很少有人愿意把积蓄这么赌。

那么如何来测量投资中的风险呢？没有一个十全十美的办法。目前已提出的最好方法就是用波动性。用投资语言来说，高波动性等于高风险 低波动性等于低风险。这里 波动性是指股票、组合或市场总体的价格或价值变动的范围。从理论上讲，价格的波动范围越宽，风险就越大。

贝塔 贝塔测量的是，相对于市场，股票或组合的波动性。在多数情况下，把标准普尔 500 指数作为测量股票或基金的贝塔值的基准。这样，如果基准为 1.0，贝塔值为 1.1 表明，你的股票的波动性比市场高 10%。同样，贝塔值为 0.85，说明你股票的波动性比市场低。有点概念了吗？

标准差 这是另一个测定投资风险的办法。贝塔是一相对值，是组合波动性与市场波动性之比。标准差是测量组合的波动性，即价格的波动程度。低的标准差意味着，每月的价格变动范围很小。高的标准差，说明组合价格每月变动很大。这样，波动性就成了风险。很简单，对吗？

但也许，标准差是一个误解最深的投资概念。原因之一是，标准差定义为总体方差的平方根。第二原因是，其公式为：

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}}$$

其中 S 为标准差， \bar{X} 为样本均值， n 为观测值的数量。

好，我们现在用通俗易懂的语言进行解释。要义是，你的组合波动得越利害，你潜在的风险就越大。标准差就是测量这种波动情况的指标。我想下面的例子能清楚地解释这个问题。假设你计划去旅行，很自然，你希望未来的气候宜人。你会了解一下几个地方的中间气温（中间是最高温与最低温的中间点）。你选了两个地方：火奴鲁鲁和明尼阿波利斯。火奴鲁鲁历史中间温度是 73.5 度（华氏温度），明尼阿波利斯是 75 度。两个地方似乎都是理想的选择。但如果你选择明尼阿波利斯作为明年二月的旅游地，你可能会大吃一惊。

这就是标准差的问题了。火奴鲁鲁的气候标准差低，而明尼阿波利斯的高。火奴鲁鲁的气候标准差低，因为火奴鲁鲁历史温度是

从 53 度到 94 度，而明尼阿波利斯温度则从 -34 度到 105 度。尽管两地的中间温度相差无几，基本上都是 74 度，但高温与低温的差别很大。

你可能会认为这个例子很蠢，但哥伦比亚广播电台曾报道，亚特兰大奥林匹克委员会向国际奥林匹克委员会组委会报告，他们美丽的城市的平均温度是 70 度。这说明两个问题：要么组织者对标准差知之甚少；要么他们显然从未在 7 月到过亚特兰大。

测定风险回报

我们知道理想的投资策略是以最低的风险实现最高的回报。但这就好比上天堂：想做却不知道如何做。但如果我们能确定，冒的风险越大，回报就越大，那选择就比较容易了。

这就要求我们应分析承受的风险量，并根据我们预期及实际实现的回报来衡量风险。标准差指标告诉我们，标准差越高，波动性越大，我们损失或挣钱的风险就越高。但它并没有告诉我们，哪位经理既有可能提供高回报 又可能带来低风险。不过 别失望 我们有工具来测量它。

阿尔法 我们已知道，贝塔测量股票相对市场的波动性。如果我们分析业绩情况，最好是能够知道回报有多少因市场的增长而来，有多少是得益于经理的选股能力。这就是阿尔法要做的事。简单地说，它就是测量非市场带来的回报。换言之，它是经理取得的超过市场的那一部分价值。这样，阿尔法大于零，表明经理增加了价值；小于零，表明经理减少了价值。

夏普比率 这是最近刚采用的风险回报的测定指标。它是以前诺贝尔经济学奖得主，比尔·夏普的名字命名的。夏普比率测量组合回报的风险。将高于无风险回报率（通常是短期国债的回报）的

部分除以某一段时间内的标准差，得出的结果就是每一单位风险产生的超额回报。

我听到你在问，阿尔法与夏普比率之间有何不同？记住，阿尔法测量的是，按照组合的贝塔调整后，超过市场回报部分的组合回报。比如，假设一个组合的贝塔为 1（意味着波动性与市场相同），组合的回报为 11%，市场的回报为 10%。在这种情况下，阿尔法就为 1%，即 11% 减去 10%。当然，这表明经理为组合增加了价值。但为得到额外的回报，他承受了多少风险呢？夏普比率测量的就是他所承担的风险量。

夏普比率的作用就在于，它能让我们确定，我们增加一定的风险，经理能为我们带来多少的回报。下面是一些基金经理截止到 1996 年 3 月 31 日的 5 年间的回报、标准差、夏普比率的例子。

基金经理	复合年回报	标准差	夏普比率
私人资本管理公司	21.8%	6.85	2.55
道奇 & 考克斯公司	14.2%	5.19	1.90
贝内特—劳伦斯公司	32.6%	15.78	1.79
平等资本管理公司	26.8%	13.36	1.68
标准普尔 500(包括分红)	14.65%	7.44	1.39

资料来源：迪安·威特，加利福尼亚。

从这个表，你可以看出，夏普比率比较一致。无论风险的高低，比率越高，为承担风险获得的回报就越高。

在例子中，私人资本管理公司标准差相对较低，夏普比率较高，这表明，对我们承受的风险，这家基金经理公司给我们带来的回报最高。现在看看贝内特—劳伦斯公司，它的标准差高，夏普比