

## 人们赖以生活的承诺 \*

我记得从我的大学时代起 这一话题就常被人们提起 不过现在我对其中的内容已经淡忘了。如今这个话题仍然常被人们提起 但原因还不甚清楚。

我们从历史中可以看出其中的含义。这里我们谈及的历史是大家所熟悉的 但我们的焦点和角度将和以往的方式不同。实际上 我们的目的在于提供一个假说 这种假说也许能够解释这一超级牛市的历史。

### 从最初到 60 年代

在金融市场历史上的大部分时间内 机构投资者和信托投资者投资于债券 而富有的个人投资者投资于股票。公共投机如昙花一现 而且富有的个人投资者也投资于债券 但股票市场绝大部分是富有的个人投资者的天下。

50 年代早期 当我以投资律师的身份起步时 这种结构仍然大行其道。我们所有的客户都是富有的个人投资者 机构投资者凤毛麟角 至少在接下来的 10 年中机构投资者在股票市场上仍是少数。保险公司、慈善基金以及信托机构仍然没有突破过去的限制 它们只持有最少量的股票。不那么富有的个人投资者 仍然处在市场的外围 他们中的大部分还没有足够资金进入股票市场 有些人确实手头有些钱 只是没有足够的勇气。V-J 日过头的 10 年左右时间是个规避风险的年代 无论是在社会、政治还

是经济方面。从 1949 年~1954 年 从股票上获得的红利比从国债上获得的收益平均要高 365 个基本点 这一差距比 20 年代的两倍还多。

那时人们总是担心随时有可能会再次回到大萧条年代 随着这种念头的逐渐淡漠 环境开始有了变化。这种变化从 50 年代后期悄然开始 在 60 年代变得越发明显起来。在那些年里 留有 30 年代后遗症的那批人已经逐渐从历史舞台上消失了 要么退休 要么去世——这种发展变化有助于形成一种对未来更加充满希望的观点。资金流向市场 人们满怀期望 认为没准这就是能够使他们发财的地方 而不只是那些已经富了的人存放他们财产的地方。这是一个相当重要的转折点。

## 养老基金的影响

与此同时 在 60 年代期间 流入股票市场的养老基金不断增加,70 年代这种势头更加迅猛 给股票的投资过程带来根本性的变化。投资的全部目的始终就是为了赚钱 但是一个投资者到底能够从市场上赚多少钱呢 大家都在不停地思考这一问题。谁能回答这个问题 难道是华尔街的精算师 华尔街和精算师本来就是自相矛盾的 然而 没有一个对投资回报精确的估计 固定收益的养老金就无法操作。他们做出了一系列的承诺 违背这些承诺就意味着自毁前程。在 70 年代早期信用危机之后,实际上, ERISA 出现的目的就在于信守这些承诺。

慈善基金随后加入到这一过程中。与大多数的投资者一样, 这些基金对投资回报很少有明确的要求 他们只是在面对任何情

况时都尽自己所能。在 70 年代中我们所遇到的大部分基金 在该领域我们做成了很可观的咨询生意 都是通过华尔街的知名人士所组成的委员会来管理他们的投资 没有聘请专职的投资经理。

那时大量的基金都在不正当地利用税收系统的一个明显漏洞。这些家伙一般来说所持有的大部分是捐献股票 (donor stock) 这样可以使捐赠人继续控制他们的公司 同时也使他们的股份逃避了财产税 红利逃避了所得税。做善事只是次要的目的 随着大量的免税红利流入了基金的口袋 这一目的往往被完全忽略。

到 70 年代 国会采取措施堵住了这一漏洞。国会要求这些基金每年至少交出 5% 的资产或全部收益 取其高者。在通货膨胀的 70 年代 国会的这一要求是致命的 直到后来政府放宽了要求 要求基金每年交出其总资产的 5%。尽管如此 由于大多数基金认为他们应当永远经营下去 于是收益率超过 5% (扣除通货膨胀因素 就成为必须达到的投资目标。不久 教育捐赠资金也开始考虑像养老基金和慈善基金那样 建立明确的投资目标及系统的费用原则 以便管理和控制资本从捐赠基金流向大学的预算中。

承诺在不断增加。到 80 年代来临的时候 更多的人获得了某种承诺 通常比过去获得的要多 这意味着依赖于一定回报率的新投资集团正在崭露头角。在 80 年代兑现这些承诺看起来比人们想象中要容易 投资组合中仍然含有通货膨胀年月所持有的付息票债券 股票市场的牛市还在以令人震撼的能量发展着。设计出能够恪守承诺的最小风险方法从来都不简单 但此时的计算还没有染上急功近利的色彩

答案会产生出新的问题 敌人就是我们自己。为了兑现这些承诺 投资者大量集中于有望获得高回报的资产。除了经济环境中的增长因素外 这也极大地推动了牛市的进一步发展。经过了 70 年代那段黯淡时光以后 尽管股票和长期债券价格的上涨可能曾经一度大受人们的欢迎 但是投资者自己却使将来实现所要求的回报变得更复杂了。利息丰厚的债券即将到期 或者很快就被发行人回购。长期国债的平均回报率从 80 年代的 10.5% 下降到 1990~1994 年的 8.7%。股票市场的平均收益率从 4.2% 下降到 3.0%。

现在实现既定回报率目标 兑现这些承诺 的唯一办法就是冒更大的风险。机构投资者的投资组合中国债和高等级的公司债券的比重在不断下降 而现金则变得一文不直。发展时间很短的外国市场对投资者的吸引力大增 低质量债券的收益率与国库券收益率之差不断缩小 越来越多的非常规和流动性差的资产也不足为奇了。由于这些流动性差的资产与投资组中其他资产的相关性较低 因此它们看似能够降低投资组合的风险 但是实际上它们却隐藏了大量并且是极高的特有风险 并且它们与投资组合中其他资产的相关系数的稳定性也值得商榷。如果要获得投资者所要求的回报 除了提高效率之外就别无他法了。

## 欢迎个人投资者

在这个过程中 出现了 401(k) 现象 最初是微不足道的, 但是随后逐渐显露端倪。其最强大的动力来自于人口高峰期 这些人现已年近 40。从前人们会说人生 40 岁才开始 但是在 90 年

代,40岁就已经是担忧退休养老问题的年龄了。突然出现了如此众多投资新手 别人告诉他们应当考虑具有一定回报的投资。现在轮到这些人作出承诺了 只不过这是向自己作出的承诺而不是向别人。最不会让你失望的人就是你自己。

从事金融策划的人增加 经纪人公司向潜在的客户推出了一个又一个投资研讨会 金融方面的出版社也加入进来 为这些面临养老问题的人士提出各种建议 现在离他们退休只剩下 20 年左右的时间了 而且时间在一天天地临近。私人机构对工作稳定性的忧虑以及公共部门对社会稳定性的忧虑则更加剧了这种危机感 并且使得这些人愈发地认为自己必须要对自己作出承诺。

于是,个人投资者加入了机构投资者的行列 他们也不得不相信承受风险是唯一的选择。然而 对于大多数投资新手来说,“承担风险”就意味着投资于股票市场 但是 这种投资于股票的决策是非常时髦的 并且广为人们所接受 他们并未真正意识到“承担风险”的实质 即资产回报率有可能大大低于所承诺的回报率。人们总是会得到这样的宽慰 不必担心价格的波动性 长远地看,一切都会变好。尽管事实上股票市场的上涨减少了投资者们信守自己承诺的机会 但是人们对价格的上涨感觉甚好以至于他们忽视了较高的价格对预期盈利的负面影响。还存在其他的选择么?

先离开正题 有两个相互关联的观点值得一提。这两个观点都能说明个人投资者当时的心态。

首先 最近我和 TIAA/CREF 的 Martin Leibowitz 及三位金融策划专家一起参加了一个访谈节目。我们面对的是一群天真的听众。在听过了几位听众使用‘有趣’这个词来描述他们的投

资活动之后 Leibowitz 感到有必要发表自己的见解 提醒这些个人投资者谨慎对待投资 冷漠视之 而不是把它当作娱乐的工具。

第二 公众仍然认为 能够在牛市中选择几支回报最高的股票——特别是具有相当风险的高科技股 是投资业绩显赫的证明。这就带来了另外一个现象。1998 年 11 月 16 日 华尔街日报给出的一个图表说明 相对于纽约证券交易市场 (NYSE) 的总成交量来说 大宗交易的比例由 1995 年的 56% 缩减到 1998 年 10 月的 48%。按照该报的报导 该比例下降最主要的原因是有很多人投资者整天通过他们的计算机进行交易 这样可以通过使用贴现的经纪人来最大程度地降低交易成本。这的确很有趣。

## 无论如何，投资的历史没有结束

所有这些历史都是我们所熟悉的 只不过在这里我们强调的是 长期以来大大小小的投资者不断增加的承诺给资本市场带来了压力。这使得投资者不能冷静客观地看待投资 而且在这个过程中投资者要承受相当风险 变得急功近利 这和以往的经济有很显著的不同。

如果这一假说成立的话 它就能够更好地解释市场变化的模式 这要胜过那些过于简单化的观点 例如认为市场变化的模式可以用‘下跌即买进’效应来解释。为什么这种‘下跌即买进’的观点在 90 年代如此适合 而以前却不是这样 的确 我们从 1987 年的情形就能够很清楚地看出‘下跌即买进’策略是多么有效，1958 年、1962 年和 1970 年的情形也是如此。在任何情况下 证券价格下跌后走势趋向平稳总是会令人恐慌的。我们的观点是：

投资者现在认为 除了避开各种股评所推荐的股票 别无其他选择 正是这种带有偏差的决定而不是单纯的勇气导致了下跌即买进策略。

我们不得不面对这样一种可能 即股票市场上只有一个上帝——长期的利益观念,Jeremy Siegel 是这方面的倡导者。整个商业最终会被证明是一个自我实现的系统 有很多人都不不同程度地相信只有股票市场才能使他们的承诺变成现实。在这样一个决策过程自动化的世界里 对于像我们这样的公司经过周密的计算所提供的估值和预期回报 人们可能会觉得很可笑 认为这和成功地执行投资策略无关。

新的形势所造成的冲击足以动摇现有的投资信念。我们可能会轻易地就否认这个事实。这种冲击在目前条件下有可能会逆转潮流 不过它必须要比过去 20 年中在经济与金融环境中所出现的扰动更大、更持久才行。

彼得·L·伯恩斯坦

\* 本文最早见于彼得·L·伯恩斯坦的通讯《经济与投资组合策略》,1998年12月1日。感谢作者允许我们在这里重印了这篇文章。

## 洞悉投资

### 在时空跨度中不断变化着的投资模式\*

#### 投资模式的传播

投资理念的传播过程也许可以形象地比作水波的扩散。随着鹅卵石落入水中，水波以同心圆的形状向外扩散。这种投资鹅卵石的发源地来自于美国。二战以后股票市场的上升，其动力一度曾来源于美国大学的学术研究。低廉的计算机使用费用、研究生廉价的劳动力以及具有创新精神的高级教授，他们中有 6 位现已获得了诺贝尔经济学奖，都对诸如资本资产价格模型、有效市场假说、业绩评估以及衍生产品市场的成长等概念的发展起了一定的作用。

并不是每一项投资技术同时在世界的每一个地方都适合。某一投资理念在不断传播的过程中与其他投资理念交互作用，产生出新的投资模式，然后传播到外围的市场。与此同时，在它的发源地又出现了新的变化。技术和通信加快了投资理念向外传播的速度，直到最终它的影响到达了新兴市场。随着这一过程不断地重复，它的周期也变得越来越短。

我们可以把投资世界划分为三个部分——美国、美国以外的发达国家市场以及新兴市场。大多数美国机构投资者有专门的队

伍负责其中的每一个部分。在有些情况下 他们还按照地域对每一部分市场的投资队伍做进一步的细化。

这种投资世界的格局在二战以后得以迅速形成。实际上 如果我们再向前追溯，目前这种长时间的牛市可以从 1942 年的中途岛战役算起。如果我们看看从那时起的股票投资模式 我们就能够看到有两次主要行情 每次持续一二十年。而第三次行情也许已经开始了。

## 1945~1970

二战刚刚过后 人们普遍预期会有全球性的不景气——几乎世界上每一次主要的冲突之后都是如此。令人奇怪的是 在美国，人们兴趣点主要集中于股票市场上 这促进了少数公司的成功，这些公司被称为“五十强”。它们在管理技巧、产品研发以及财务资源方面具有绝对优势。在这个增长年代中 投资者始终对经济增长持怀疑态度 而且传统的怀疑态度像一堵墙一样挡在市场的面前 不过 同时摆在市场面前的还有投资常青藤一定会爬的支架。

“买得高 卖得更高”在这一时期是占统治地位的投资风格。相比其内在的价值而言 股票的供求关系成为影响市场的主要因素。这里 我们把一位量子物理学家的话加以改动：“似乎有一个潜在的价格转轮在向正的方向偏转。”——市场上一些股票的价格变化不大 而那些价格上扬的股票其价格还会升得更高。对这一时期市场的另一种描述恐怕就是“投资回报持续增长的经济”。最终 这一时代结束于 1967 年的动荡以及接下来 1973~1974 年间美国市场剧烈下挫过程中成长性基金的滑坡。

美国以外的发达国家市场——基本上是那些参与二战的主要发达国家 无论是战胜国 还是战败国 ——在这个阶段都把战后重建作为当务之急。在欧洲的马歇尔计划以及在日本及亚洲由麦克阿瑟将军主持的相应工作代表了当时的潮流。除了在英国以外 这些计划一般来说是围绕着改善基础设施来进行的 并没有在发展私人股票投资方面产生多大影响 直到这一时期的后半段 政府才开始有计划地直接支持私人投资的发展。

据我们现在掌握的情况 在二战刚刚过后的那段时期里 新兴市场国家的重点是实施维持生存的计划 目的是使那里的人们远离饥荒和疾病 并提供一些基本生存条件。那时 这些国家忧虑的不是市场经济的发展 而是如何吃饱 穿暖 有地方住。

## 1970~1990

二战后时代和它在世界其他市场的相应影响于一代之后结束 几乎在同时 关于有效市场的学术研究在美国受到关注。在这个阶段获得投资的公司出现了一些新的变化 它们推出指数投资产品 向大众普及价值评估方法的动态以及新的价格相关的评估技术。人们的投资原则变成了“低买 高卖” 这是以 Warren Buffett 这样的新民间投资英雄的出现为标志的。一些新兴的公司 例如其中的 Batterymarch 公司 为机构投资者普及了估值技术，对美国这种新出现的市场模式给出了自己的见解。

在欧洲和亚洲 国际知名的大公司 看起来极像当年的“五十强” 在投资活动中广受青睐。西门子 日立 索尼 飞利浦，Bayer 及其竞争对手们成为了更富冒险精神的美国机构投资组合中的组成部分 它们还是美国以外更面向固定收益的机构投资

者的首选股票。

几乎和美国 1945~1970 年间完全一样的模式在重复出现着 只不过是在不同的地区 在不同的市场。

开发机构于是将它们的注意力从二战后的废墟转移到那些饱受人口膨胀之苦的更贫穷国家。在很多情况下 这种基于土地的经济对农业中所固有的动荡与周期性缺乏缓冲能力。这些以前一直担心生存问题的国家现在开始建立市场经济的基础。这些地方开始建立市场结构 但在很大程度上受到政府计划的影响。

## 1990 年以来

对于当今美国而言 归纳投资模式的特点从某种意义上来说 变得更加主观臆测。在我看来 适当的投资风格应是灵活、折衷、而快速的——几乎是面向交易的。大的机构投资者发现由于组织的原因这些技巧正是它们所无法使用的。要想能够在当今的市场上赚到钱 很必要的一点就是要能够针对外部动荡灵活地作出反应 机构投资者的组织结构是围绕着顾问设置的 而且对文档存在着过多的要求 这使得这些机构投资者几乎完全失去了这种灵活性。

当今的机构投资者就像中世纪的军队那样穿着鲜艳的制服，站成一排 等待着躲在树后衣衫褴褛的游击队的屠杀。在今天的市场气候下 你愿意做哪类人 是身着红色制服的英军战士还是 Ethan Allen 的绿林小子 我们只要回想一下美国独立时期和当年越南以及铁托领导的南斯拉夫的最终结果 我想我们就能够猜得出美国投资风格的结果。

价值 这个此前 20 年美国市场上提得最响的名词 现在转移

到了日本和欧洲。日本及日本投资者都在同时接受了相同的投资风格。在欧洲 这一过程建立得稍慢一些 因为那里的投资者们还在继续采用传统的挑选股票的投资方法。然而 我们的确看到，在几乎所有的投资机构中都建立了量化分析研究小组以及它们对于指数投资的吸引力——很明显这一切都是早先美国成功投资实践的翻版。

几十年过去了 最初美国那种投资模式又在进一步向外传播。现在 新兴市场反映出当年美国‘五十强’时期的情形——或者说 至少在 1997 年 7 月亚洲金融危机出现以前是这样。全球性的大企业可以在最意想不到的地方找到 而且投资的目标就是在意想不到的地方以意想不到的价格找到世界级的公司。这还是有 可能的 这些在新兴市场上强大的企业会变得更强大 因为在这些市场上管理资源和外部提供的金融资本似乎很短缺 很有限。

曾经在发达国家市场上管理过成长性股票的经理们一旦见到这样的公司立刻就有一种回到家的感觉 他们对这样的公司很熟悉 因为他们曾经有过相似的经历 对于这些曾在美国和其他发达国家市场上有过类似经验的经理们来说 新兴市场又为他们带来了新的机会 让他们又看到了当年‘五十强’的影子 使得他们开始了第三次的职业生涯。

## 合适的地点，恰当的方式

对投资不甚乐观的人们有这样一句老话：“不是经理挑市场，而是市场挑经理。”这种心态反映了这样一种事实 辉煌的机会是均等的 只不过是市场在选择它自己的英雄 反之则不然。

前面我描述了投资模式的传播方式 按照这种投资模式的建立过程来说,上面的说法就不尽然了。而事实是 经理们可以自由地漫步于整个世界来寻找适合他们的投资模式——一位不断成熟的经理可以在美国有一段成功的投资经历 然后在美国以外其他发达国家做经理 接着又在新兴市场找到合适的落脚点 这三种投资生活都差不多基于同一种投资原则。一个人可以完全采用传统投资方法而不断变幻投资的地点 或者他可以在同一个地方投资而不断改变投资技术。

你怎么能够知道一个成长型的公司在 1945 年以及后来的情况 过去我知道这一切是因为我曾亲眼目睹。当我现在再一次看到类似的公司出现在一个新兴市场时 我就敢说“,这样的公司能够在世界范围内具有竞争力 而不管它设立在什么地方。”

现在美国的投资模式是灵活、快速、模糊的。美国以外的发达国家市场的投资风格是结构化的、系统的、适合于根据个人特点进行调整。而尽管全球经济处于危机之中 新兴市场却是最具增长潜力的地方 如果我们回顾一下很久以前那段日子里的高质量投资模式 就不难看出这一点。

作为市场的学生 从地域上讲我们必须向外看 去寻找熟悉的 在其他市场上重复出现的投资模式——同时向内看 看看未来的投资模式将会怎样。

\* 这篇文章最早见于“股票投资模式的一个通用模型：投资模式关于地域和时间的可预测性”，《投资组合管理》期刊 20 周年纪念特辑（21 卷，第 1 册，1994 年秋）。



## 第一部分

投资大师

和他们的思想



## 第一章

### 积极的投资组合管理

有没有可能获得超出市场平均水平的收益 任何投资者都会提出这个最重要的问题。如果你的答案是否定的 而且你认为市场机制本身就是有效的 那么消极的投资或者说 指数投资 —— 购买同一类资产中各种各样证券的组合 —— 恐怕就是你的选择了。支持这一观点的理由包括降低了费用 减少了纳税 而且从历史上看 事实上指数基金的业绩胜过了大部分积极的基金 请参见“ 市场有效性 ”和“ 指数投资 ”两章节 )

但如果你的答案是肯定的 你认为是有可能战胜市场的 那么你就应当实行积极的投资组合管理。支持这一观点的理由包括 证券市场有各种各样超乎常规的地方 如果能够加以利用 所获得的收益就有可能超出消极的投资组合 请参见“ 投资心理 ”一章 )在投资者的压力下 有些公司有可能会有更佳的表现 请参见“ 公司治理 ”一章 )而且事实上 有很多投资者和管理者的业绩长期以来都超出消极投资的水平。

但是 积极的投资者们仍然必须面对业绩要超出消极投资策略的挑战。从根本上讲 这包括两类决策。首先是资产的分配 在你的投资组合中 资金在股票、债券以及其他投资工具中以什么样的比例进行分配 请参见“ 全球化投资 ”和“ 投资策略 ”两章