

战胜华尔街

——全美头号职业炒手的股票经

张 锐 戴建忠 编译



彼得·林奇
**PETER
LYNCH**

大炒手的职业生涯
如何分析上市公司
机构投资策略揭秘
个人投资者成功的关键
林奇的选股艺术
发现大赢家--选股实例

暨南大学出版社

目 录

第一章 导言：人人都该买股票 (1)

——林奇忠告，买股票是最好的投资——股票与债券投资回报的比较——速成亿万富翁：梦想与现实——业余投资人的优势——选股技术：简单的方法效果更好——投资成功的关键：耐力胜过头脑。

第二章 圣·安吉利斯奇迹 (7)

——专业炒手的光环与基金的实际业绩——股市是一个经常拿“不及格”的地方——业余选股的衰退与信息技术的进步：鲜明的反比——圣·安吉利斯投资组合：中学生创造的奇迹——林奇第一准则：决不投资于你画不出来的东西——职业炒手的诘难——圣·安吉利斯选股格言——1万个投资俱乐部不会错：业余选股人的骄人成绩——投资俱乐部：委员会制度的好处。

第三章 投资的基础之一：投资方式比较

..... (21)

——个人投资基本方式：储蓄、收藏、买房、买债券、买股票——储蓄的优势：回收期短、安全可靠；利息较低——收藏：自然价值因磨损而下降，同时由于年代久远而升值——买房是极有利的投资，分期付款的优越性——买债券：债券也有风险——买股票：最好的投资方式。

第四章 投资的基础之二：股票投资观念

..... (33)

——股市获胜的秘诀：长期投资——投资股票也是一种婚姻：金钱与投资的婚姻——你不必在选股方面是个天才，但需具备耐心与勇气长期持股——跟随市场节奏：适得其反的投机——共同基金的优势：专家管理与分散风险——你我不能战胜职业运动员，但肯定可以战胜职业炒手；职业炒手的局限性——自己选股：令人激动的冒险生涯——不可能永远正确，抓住十年不遇的赢家是关键——模拟投资必要的训练——自己选股的五种基本方法：投镖、小道消息、专家意见、经纪人的买入清单、做自己的研究——投资股票不是精确的科学，未来只能猜测但要作有把握的猜测。

第五章 投资的基础之三：实战准备 …… (49)

——实战的兴奋无可替代，人们像记得自己的初吻一样记得第一次买股——年轻人投资股票的困难所在——直接投资计划：纽约股票交易所的大好事——股票交易所对于国家经济的重要性——经纪人的作用——股票交易是怎样进行的——如何阅读股票行情。

第六章 投资的基础之四：股票的背后 … (61)

——持股的额外奖赏：股东的权利——股份公司为什么不敢隐瞒真相——公司的绝对逻辑：追求利润——股价为什么能上涨？——成功选股人的起点：找出未来能够增加收益的公司——股票的贵贱如何衡量——上市公司对其利润的四种处理方式——如何抓住能涨 12 倍的股票，耐克与强生的例子。

第七章 看不见的手 …………… (75)

——谁是有钱人？他们是如何致富的？《福布斯》首富排行榜剖视——华伦·巴菲特，靠炒股成为美国首富的人；你对炒股的前景还有疑虑吗？——亿万富翁的秘诀：全心全意做自己的事，不为成功所惑——企业历史：可口可乐的故

事——英雄们：企业家是真正的英雄。

第八章 理解数字：如何读懂财务报告 … (89)

——选股人应该学点会计知识——范例设计：
巴克雷与康普斯皮克公司——资产负债表、损益
表、现金流量表解读：数字背后的故事——历史上
最快速简明的会计培训。

第九章 周末的焦虑 …… (101)

——为什么股市的大跌往往发生在周一？周末
的焦虑阴魂不散——吉米·罗杰斯：成功的炒手绝不
让周末的焦虑左右自己的投资策略——林奇第二准
则：你不能从后视镜看到未来——相反理论：理发师
与期权，买股票的大好时机——一片看淡声中，林奇
开始建仓——不受干扰的最好办法：按固定的计划
投资股票——纪律与信念：美国会继续存在——股
市下跌只是个循环事件，就如明尼苏达州的冬季
——每次下跌都是买进廉价股票的大好时机。

第十章 基金之旅 …… (111)

——美国有多少种基金？——基金投资组合
设计——林奇第三准则：只要你挑选基金，很可能
就选中一只好基金——为什么基金业绩不如市场
指数？四种解释——基金家族：基金的五种基本

类型——如何挑选基金？按过去的业绩挑选基金是徒劳无功的办法。

第十一章 经营麦哲伦：早期 …………… (127)

——麦哲伦基金的历史——1977年：受命于危难之际——初期经历：选股、换股——1978年：初战告捷；麦哲伦第一份年度报告——经验主义选股策略：猎犬的本能——持股策略：消极策略与进攻性策略——年换手率高达343%——两难选择：小基金的困窘与拔苗助长的格言——早期的收获：自己做研究的价值——访问公司：林奇成功的秘诀——
二流股票：小的不仅是美的，而且是最能赚钱的。

第十二章 经营麦哲伦：中期 …………… (143)

——一天的工作日程——投资成功的关键：把注意力集中在公司上，而不是股票上——忠实公司的独特之处：所有基金经理独自进行研究工作——选股理由：能在90秒内说清楚吗？——球队教练不会交流战术，但基金经理却乐于互通情报——什么人的建议最有价值？——给市场分析人员的忠告——钟爱连锁经营模式的公司——抵抗恐惧训练：发现克莱斯勒股票——大牛市开始了，林奇换股——林奇悖论：小基金买大公司股票，大基金买小公司股票——1983年，麦哲伦资产突破10亿美元。

第十三章 经营麦哲伦：晚期 …………… (159)

——做研究的时间与持股数量之间的比例关系
——持股数量与投资成绩有关系吗？——我为什么要持有 1400 种股票——不起眼的持股可能引出大机会：简·贝尔的例子——金融股票与汽车股票——制定“行业”菜单的两种方法——所谓“流动性”：选股票犹如选对象，易于离婚不是理由——机构操作：逐步建仓原则及其例外——投资会议：一项节约精力的设计——国外股票市场——欧洲股票的大机会：沃尔沃汽车与斯堪的亚保险公司的故事——麦哲伦资产突破 50 亿美元——交易清单太长了——1987 年股灾：始料不及的灾难——保证金交易的风险——股灾的教训：手中绝不能没有现金——总结：麦哲伦最大的赢家 and 输家。

第十四章 艺术、科学与跑腿 …………… (181)

——选股是艺术与科学的综合——资产负债表不能预测未来——“玩”股票的谬论：股票如女人，永远猜不透——林奇选股：艺术、科学加跑腿，20 年不变——高估的市场：令人沮丧——不祥的讯号：价格超出收益线——最简单的炒股赚钱方法：元月效应——限制选股的数量与交易次数是很好的策略——看到自己卖掉的股票涨了一倍是怎样的感觉——投资是一部情节连贯的小说——买股票不能是因为它比以前便宜，卖股票也不能是因为它比以前贵。

第十五章 选购股票：零售业 (191)

——最喜欢的投资灵感来源：商厦对于选股的
优势——美容小店的故事——高市盈率、高增长率
的股票最终是赢家——高收益支撑的高股价犯错
误的空间不会大——零售业股票的迷人之处——
股市不是讨论贪心问题的场所。

第十六章 坏消息中的预期 (201)

——到职业炒手不敢涉足的地方去找黑马——
房地产市场：恐怖地带暗藏的生机——第一皮尔公
司：在不景气中占领市场——万众公司：回购股份
的双重好处——林奇第九准则：内部人员买自己公
司股票是利好讯号——三分钟资产负债表训练方法
——公司前景：要有明确的计划。

第十七章 荒漠之花：萧条行业中的大赢家 (211)

——睁大眼睛在萧条行业中寻找机会——林奇
第九准则：对经营而言，竞争不如垄断——萧条行
业中大企业的共同特征——西南航空公司：无为而
治——皇冠包装公司：低成本运作的典范——纽考
钢铁公司：降低成本与改进技术是成功之道——肖
氏织业公司：谁能相信地毯业中也能找到翻 50 倍
的股票？

第十八章 绝妙的买进 (221)

——如何比较金融机构实力——储蓄贷款社的三种类型——尝试实现：神信储贷社的奇迹与泡影——回流储贷社：50年的积累如泡沫一般毁于一旦——黄金西部储贷社：沉稳与精明是经营成功企业的完美组合——如何评价储贷社：一些必须知道的内容——林奇第十一准则：当股市分析员感到厌烦之时，正是买进之机。

第十九章 深入了解储贷社 (233)

——研究公司：你不需要成为专家，但要了解企业运作的基本思想——企业名称：新潮和复杂的名称令人感到公司想象力的枯竭——跟公司总裁打听情况的技巧——储贷社上市：与众不同的上市方式；赚钱的奥妙。

第二十章 循环型股票 (245)

——行业从萧条到繁荣的循环如季节一样可靠——华尔街的急躁使循环型股票的投资日趋复杂——循环型股票的独特之处：市盈率不能太低——炒作循环型股票：预期游戏——费尔普斯·道奇公司：解剖循环型企业——不存在精确预测价格的先知，但可以对价格水平作基本的判断。

第二十一章 饭店股票：把钱放在嘴里 …… (253)

——如果你在 60 年代买了肯塔基股票——连锁饭店成为增长最快的企业——麦当劳是现代股票史上的奇迹——机会就在你的眼皮底下——连锁饭店的高速增长期为 15~20 年——并非扩展越快越好——一个不怕竞争的行业——把钱放在嘴里再安全不过了。

第二十二章 半年检查 …… (261)

——买了就忘是很危险的——半年检查不是只看看股票价格——了解实情的重要性——上市公司在干什么——增资、减资或换手——美容小店等实例。

第二十三章 结语：25 条黄金规则 …… (275)

——多年经验的总结——并非灵丹妙药，但“有百利而无一害”——林奇战胜华尔街的“法宝”——天不会塌下来；相信你自己。

第一章

导言：人人都该买股票

——林奇忠告，买股票是最好的投资——
股票与债券投资回报的比较——速成亿万富翁：梦想与现实——业余投资人的优势——选股技术：简单的方法效果更好——投资成功的关键：耐力胜过头脑。

我曾经证明,如果你希望在明天有更多的钱,你就必须把一部分资金投入到股票中。也许我们会在今后的两年或三年甚至五年之中遭遇熊市,你会希望自己最好从未听过股票这个词。虽然整个 20 世纪充满了熊市,更不用提大萧条,然而,有一点是无可争议的事实:投资于股票或投资股票基金的资金,最终的回报远远高于债券、存单或其它有价证券。

一个退休的基金经理有资格提供投资的忠告，而不是信仰的忠告。然而，多数人继续钟情于债券的现实，促使我重登布道的讲坛。

在我的上一本书《华尔街崛起》中，我试图一劳永逸地证明，把钱投入股票远比投入债券或其它有价证券有利得多。然而，为什么这个国家 90% 的投资仍然注入到这些并非最好的项目之中？

整个 80 年代是现代股票史上第二个黄金十年（50 年代略好），但是，家庭资产中投资于股票的比例却在下降！事实上，这个比例一直在稳定地下降——从 60 年代的 40% 到 80 年代的 25%，再到 90 年代的 17%。在此期间，道琼斯指数翻了四倍，投资人却撤离了股市。即使投在共同基金上的比例，也从 80 年代的 70% 下降到 90 年代的 43%。这是对于个人和国家未来福利的一种灾难，这种灾难不能再不加阻挡地持续下去。

上一本书中，我曾经证明，如果你希望在明天有更多的钱，你就必须把一部分资金投入股票中。也许我们会在今后的两年或三年甚至五年之中遭遇熊市，你会希望自己最好从未听过股票这个词。虽然整个 20 世纪充满了熊市，更不用提大萧条，然而，有一点是无可争议的事实：投资于股票或投资股票基金的资金，最终的回报远远高于债券、存单或其它有价证券。

最具说服力的证据，可以在《爱泼斯坦 SBBI 年鉴》上找到。1993 年年鉴第一章，在“1926—1989 年平均年回报”的标题下面，有这样一个表：

平均年回报

	1920	1930	1940	1950	1960	1970	1980
普尔 500 指数	19.2%	0%	9.2%	19.4%	7.8%	5.9%	17.8%
小企业股票	-4.5%	1.4%	20.7%	16.9%	15.5%	11.5%	15.8%
长期政府债券	5.0%	4.9%	3.2%	-0.1%	1.4%	5.5%	12.6%
长期企业债券	5.2%	6.9%	2.7%	1.0%	1.7%	6.2%	13%
国库券	3.7%	0.6%	0.4%	1.9%	3.9%	6.3%	8.9%
通货膨胀率	-1.1%	-2%	5.4%	2.2%	2.5%	7.4%	5.1%

投资天才会把所有资金在 20 年代投到标准普尔 500 上,而在 1929 年转到长期企业债券并在整个 30 年代持有,40 年代转移到小企业股票,50 年代又转回到标准普尔 500,60 年代、70 年代再转移到小企业股票,80 年代重新回到标准普尔 500。按照这个理想的策略投资,你已经是亿万富翁,在法国海滨过着豪华生活。我真希望拥有这样的天才,能在事前预见一切;用“事后诸葛亮”的眼光来看,一切都是那么明显。

因为我从未遇到过这种方式发家的亿万富翁,我只能假设,相对于我们这些正常智力水平的人来讲,这种亿万富翁实在是寥若晨星。我们普通人没有办法预知,下一个十年中债券的收益是否会高于股票。事实上,在表中七个十年中,只有在 30 年代债券收益超过股票,这对于专心持股的人是一种重大鼓舞:你将有 6:1 的机会超出持有债券。

此外,即使在极少的年代里,债券持有人获得超过股票的收益,也完全不能与其它年代股票超过债券的收益相比,如 40 年代和 60 年代。在上表涵盖的 64 年中,如果用 10 万元投资长期政府债券,现在的价值为 160 万,而如果投资标准普尔 500 指数股,现在的价值为 2550 万。

买股票吧!即使这是你从本书中得到的唯一收获,那么写

这本书的辛劳也就物有所值。至于投资于大型股还是小型股，以及如何挑选股票等问题，都从属于这个基本的要点——购买股票！这里，我特别要鼓励业余投资人，不要放弃。我以前曾经讲过，一个业余投资人花费少量的时间去研究公司或行业，则他所了解的知识，足以匹敌 95% 的专家——拿佣金的基金经理人。

相当数量的基金经理会认为这纯属胡扯，然而，离开麦哲伦基金的两年时间里，却再次强化我的信念：业余股民确有优势。对于不相信这点的人，我可以提供更多的证据。

在第二章“圣·安吉利斯的奇迹”中，我介绍了一帮波士顿地区教会学校七年级学生，他们创造了一项令华尔街职业炒手艳羡不已的两年投资纪录。

另外，一些成年的业余投资人宣称，多年以来他们的业绩一直超过他们的专业同行。这批成功的选股专家，属于由国家投资协会发起的投资俱乐部，他们的年回报率同圣安吉利斯的学生的记录一样，令人艳羡。

这些股民有一个共同的特点：比之专业投资经理人所使用的复杂技术，他们的选股方法更简单，效果更好。

不论你使用什么方法选股或挑选股票投资基金，最终的成功与否取决于一种能力，即不理睬环境的压力而坚持到投资成功的能力；决定选股人命运的不是头脑而是耐力。敏感的投资人，不管他多么聪明，往往经受不住命运不经意的打击，而被赶出市场。

我没有现成的公式可以提供，谁也不能保证你买到了合适的股票就一定赚钱。无论你对公司多么了解，你不能肯定自己的投资会有满意的回报。但是，如果你了解决定零售商、银行或汽车制造商盈亏的因素，你肯定能提高赚钱的机会，这些因素将在后面加以讨论。



* 纽约证券交易所是世界上最大的证券交易所，在此上市的公司达 15000 多家。这一放置在纽约证交所前的铜牛，重达 3175 公斤，是吉祥的象征。谁不希望股市牛气冲天？

一位鲁莽的驾驶者撞上这一铜牛，铜牛丝毫无损，而车子却撞坏了。投资股市犹如驾车，小心为上，别和股市较劲。

第二章

圣·安吉利斯奇迹

——专业炒手的光环与基金的实际业绩
——股市是一个经常拿“不及格”的地方——业余选股的衰退与信息技术的进步：鲜明的反比
——圣·安吉利斯投资组合：中学生创造的奇迹
——林奇第一准则：决不投资于你画不出来的东西——职业炒手的诘难——圣·安吉利斯选股格言——1万个投资俱乐部不会错：业余选股人的骄人成绩——投资俱乐部：委员会制度的好处。

如果执行一个固定的投资计划,不理睬市场发生了什么变化,你会得到丰厚的回报,而如果在大多数投资者恐慌性抛售的时候追加投资,你会得到更加丰厚的回报。

如果你挑选五种不同的成长型股票,你会发现其中三种同你的预期差不多,有一种会碰到意想不到的麻烦而令你失望,剩下一种则会有超乎你想象的成绩,给予你惊人的丰厚回报。

业余选股是一门行将就木的艺术,就如烤饼的技术一样;庞大的基金经理人队伍被付以高薪从事资产组合的工作,就像一大群人在一起用各种原料做蛋糕,我为此感到遗憾。

在我本人还是基金经理的时候,就已经感觉到这种现象的困扰。

如今,我也加入了业余选股人的行列,利用业余时间进行投资,而这种现象更让我觉得困扰。

业余炒股的衰减趋势,在 80 年代的大牛市中得到加速,经过这轮大牛市,个人投资者持有的股票更少了。我试图找出其中的原因。原因之一是财经传播媒介给予华尔街一种名人待遇,一种夸大其实的宣扬。华尔街的职业炒手受到如同摇滚歌星的礼遇,给业余投资人一种错误的印象,认为自己没有希望同这些戴着工商管理硕士头衔,穿着高档风雨衣,夹着便携式电脑的天才们相比。

不敢同这些“天才”们在市场上交战,于是,大量的个人投资者把自己的资金投入共同基金,以求分享“天才”的光荣。而事实上,接近 75% 的基金其业绩甚至低于市场指数,“天才”并非愚蠢的保护伞。

但业余投资者减少的主要原因,是经济上的损失。人类的天性是对愉快的事情乐此不疲,人们热衷于收集棒球卡、古典家具,老式鱼具、硬币、邮票,不停地装修房屋并出售,因为这些活动有趣而且有利可图。人们离开股市,是因为他们已厌倦了赔钱。

通常有钱人或社会成功人士最初都会把钱投入股票,这些人已经习惯了在学校拿“优”,股市却是一个惯于拿“不及格”的地方。如果你买期货或期权并试图战胜市场,你很可能全部得“不及格”。对很多人来讲,这正是他们逃到共同基金旗下的主

要原因。

这并不意味着他们从此不再买股票。

某个时候也许在路边听到财政部门的内幕消息,或在公共汽车上偷听到某人的谈话,或在杂志上发现什么新东西,于是决定用自己“玩”的钱赌一把可疑的前景。把投到共同基金的资金的钱视为“正经钱”,同自己炒股“玩”的钱分开,是最新的动向。

这一动向助长了选股人的任性,因为他们本来就没打算赚多少钱,只是“玩”一把而已。

随着选股作为一项严肃工作的消失,评估公司收益、增长率等等的技术,同老式家庭菜谱一样逐渐被遗忘。散户对这些信息越来越没有兴趣,经纪行也不再主动提供这些信息。分析专家忙于向机构游说,没有精力去教育普通大众。

与此同时,经纪行的计算机却不停地收集公司的资料,并且可以按客户的要求组织成任何形式。大约一年前,忠实公司研究部负责人瑞克·斯波兰,曾就资料来源及所谓的分屏问题对几家顶尖的经纪公司作了调查。分屏是指计算机打出具有某些共同属性的公司清单——比如,过去20年中分红保持增长的公司排行。这对投资人进行公司分析非常有帮助。

在史密斯·巴里公司,阿尔伯特·伯纳扎提介绍说,他们公司能够就大约2800家公司中的绝大多数提供8~10页的财务信息;美林公司可以做10种参考数据不同的分屏,查尔斯·斯瓦伯公司能够提供一种令人印象深刻的资料服务……,然而所有这些服务的需求并不大。美林公司的汤姆·瑞利报告说,他们顾客中只有不到5%的人从股票分屏中受益。雷曼兄弟公司的乔纳森·史密斯说,普通投资人对雷曼公司能够提供的资料服务的利用率不到10%。

在过去的年代中,更多的人自己挑选股票,经纪人本质上是一个有用的资料来源。许多老式经纪人是某一特定行业、或某

一批特定公司的专家,能够向客户介绍详细的情况。

有人嘲笑老式经纪人就象华尔街的家庭医生,这个喜剧色彩的头衔是从对公众意见的抽样调查中得出来的。在公众眼中,股票经纪人的形象低于政客和二手车推销商。

然而,过去的经纪人自己做更多的独立研究,而现在的经纪人则越来越依赖经纪公司的资讯。

新一代的经纪人除了股票还要推销更多的东西,比如年报、合伙契约、逃税指南、保险策略、存单、债券投资基金、以及股票投资基金等。他们必须了解所有这些“商品”,至少达到足以推销出去的水平。他们没有时间,也不愿意去做深入的研究。并且,由于自行选股的客户越来越少,也几乎不需要他们提供选股的建议。事实上,经纪人最主要的委托已经转移到别的地方,比如共同基金、期权等等。

越来越少的经纪人向客户提供个人指导,而鼓励用闲钱作变幻莫测的投机气氛越来越浓厚,加上对专业技巧大肆渲染,公众对自行选股感到绝望也就顺理成章了。

然而,别对圣·安吉利斯的学生们说这些。

圣·安吉利斯投资组合

在波士顿地区阿林顿的圣·安吉利斯学校,一帮精力充沛的七年级学生扮演了资产经理人的角色。下表是1990年他们挑选的股票。他们的老师和投资顾问,朱安·莫莉莎相信,不需要便携式电脑和工商管理硕士头衔,一样可以干得很出色。

圣·安吉利斯投资组合

公司名称	1990 ~ 1991 收益(%)
沃尔—马特	164.7
耐克	178.5
沃尔特—迪斯尼	3.4
雷米特	68.8
L.A.基尔	- 64.3
彭太克	53.1
盖普	320.3
百事可乐	63.8
福德连	146.9
托普斯	55.7
索万拉食品	- 38.5
IBM	3.6
莫比尔	19.1
总回报	69.6
标准普尔 500	26.08

你不会对《科帕尔报告》或《福布斯》杂志上找到这样出色的投资结果。圣·安吉利斯学生们的投资组合在两年中创造了近70%的收益率,而同期标准普尔 500 平均只有 26%的收益,两者之间有惊人的差异。同时,圣·安吉利斯的成绩超过 99%的

共同基金。

共同基金的经理人因为他们所从事的职业而得到相当可观的收入；可这些孩子们则为能和老师一道享用一顿免费的午餐，看一场电影而喜气洋洋。

我从办公室的一本剪贴簿中得知这件事情，剪贴簿里面列出了他们的纪录和他们每个人画的图画，这件事令我总结出林奇第一准则：

林奇第一准则：决不投资于任何你画不出来的东西

这条规则适用于许多成年人，业余或专业的投资人，他们有一种倾向，忽视看得见利润的企业，偏好技术复杂的风险企业并因此而赔钱。毫无疑问，投资者应避开这些玄而又玄的公司的股票；有家公司制造“记忆模式”，它的股票非常不幸的从 16 美元跌到 25 美分，谁能画得出“记忆模式”？

为了对圣·安吉利斯的成绩表示祝贺，并学习他们成功的秘诀，我邀请这个小组到忠实公司的经理餐厅共进午餐。这个餐厅还是第一次提供比萨饼。在那里，莫莉莎女士——她在圣·安吉利斯当老师已经有 25 年——介绍了她的做法。她每年把全班学生分成四个人一组，每组假设拥有 25 万美元资金，然后让他们竞争，看谁做得最好。

每个小组都有自己的绰号，如“华尔街女士”、“赚钱机器”等等，甚至还有“林奇帮”。他们学习阅读财经报纸《投资日报》，考察具有潜在吸引力的公司并逐个研究。然后他们坐在一起，讨论得到的资料并决定股票的选择。

这个程序跟华尔街的基金经理们差不多，虽然他们比这些孩子们更熟练一些。

“我强调每个组合至少包括 10 种股票，其中有一到两家能提供相当不错的分红条件，”莫莉莎女士说，“但我的学生们决定

选择一种股票之前,必须清楚地说明这家公司是干什么的,如果他们不能向全班说明这家公司提供什么服务,或生产什么产品,他们就不能购买这种股票。买你了解的东西是我们的原则。”

买你了解的东西对许多职业炒手来讲,是一种过于复杂的策略。

可以预期,职业炒手会对圣·安吉利斯的结果会提出种种批评。(1)“这不是真的”。的确如此,但这能说明什么?也许职业炒手们应该庆幸,孩子们并没有进行真正的投资;如果真的投资的话,基于他们的业绩,数十亿美元也许会从共同基金转到这些孩子们的手上。(2)“任何人都会挑选这些股票”。果真如此,为什么他们(职业炒手)自己不挑选这些股票?(3)“这些孩子们碰巧运气好”。也许是,但莫莉莎女士班上,有些四人小组的成绩比这个全班记录更好。

1990年小组冠军是安德普·卡斯提昂尼、格雷格·拜拉奇、保罗·尼赛尔、马特·基廷,他们挑选的股票及其理由如下:

迪斯尼 100 股(“每个孩子都知道它”)

克罗格 100 股(“我们喜欢它的产品”)

托普斯 300 股(“谁没有交换过棒球卡”)

麦当劳 200 股(“我们都爱吃麦当劳”)

沃尔—马特 100 股(“蓬勃发展的象征”)

索万拉食品 100 股(“从《投资日报》上看到的”)

吉非·鲁伯 5000 股(“当时太便宜了”)

哈斯布罗 600 股(“它是一家玩具公司”)

泰柯玩具 1000 股(“它的玩具挺棒”)

IBM 100 股(“早熟的成年人”)

国民比萨 600 股(“没人能拒绝比萨饼”)

新英格兰银行 1000 股(“它还能跌到哪儿去”)

1991年度小组冠军是凯尔·斯宾拉里、布里安·胡佛、戴维·

卡蒂、特伦斯·凯尔南，他们把“资金”分配在下列股票上：菲利浦·莫里斯、可口可乐、特萨柯、雷顿、耐克、默克、花花公子。其中默克和特萨柯因其良好的的分红引起他们的注意。

全班的孩子们在海湾战争期间知道了雷顿公司。

当时，这些孩子们给驻扎在沙特阿拉伯的美军写信，他们同罗伯特·斯威西尔少校建立了固定的通信联络。少校向他们描绘了飞毛腿导弹击中他的营地附近时的情景。当孩子们得知雷顿公司生产爱国者导弹，几乎迫不及待地开始研究这种股票。“这是很好的感觉，”莫莉莎女士说，“这种武器挽救了斯威西尔少校的生命，而我们则由此产生了金融方面的兴趣。”

圣·安吉利斯的小股票专家们结束对忠实公司的访问之后，为表示谢意，邀请我参观他们的学校。在那儿，孩子们送我一盒他们自己录的磁带，里面记录了他们自己的心得和策略，下面是其中的部分内容：

“嗨，我是罗瑞。记得上次您告诉我们，在过去 70 年中，股票下跌了 40 次，所以投资者要想赢就得长期投资……如果我投资，我就会把钱一直放在市场里。”

“嗨，我是费里西提。我还记得您给我们讲的西尔斯（百货商场）的故事，西尔斯大厦建成的时间……如果我投资股票，我要把钱投在一家有足够成长空间的公司里面。”

“嗨，我是吉姆。我记得您说有些商场进入所有大城市的时候，沃尔—马特公司却做得更好，他们进入所有的小城市，那里没有竞争对手。……昨天，沃尔—马特是 60 美元一股，他们宣布每 10 股送 5 股。”

“我是威利，我只想告诉所有的孩子们知道中午吃比萨饼的时候，都很高兴。”

“嗨，我是斯蒂夫。我想告诉您，我说服了我们小组购买耐克的股票。我们用 56 美元一股的价格买进，它现在的价格是

76 美元。我有很多耐克鞋，穿着舒服极了。”

在磁带的最后，他们齐声重述下列格言，这是我们都应记住并且经常重复的格言，这些格言能把我们从将要犯的错误中挽救出来：

“好公司通常每年增加分红。”

“你能在很短的时间内赔钱，但得花很长的时间赚钱。”

“做股票不是赌博，买一家公司的股票是因为你相信他们会干得很好，而不只是股票的价格问题。”

“你能从股票市场赚很多钱，然后你就可能赔钱。”

“买股票之前，你必须研究这家公司。”

“在股市投资，必须坚持分散投资的原则。”

“必须投资于几种股票。因为你买的每五种股票之中，可能有一种非常赚钱，一种真的糟透了，其它三种还过得去。”

“不要迷恋于一种股票，保持开放的心胸。”

“不能随便挑一种股票——你必须先花功夫研究。”

“买一种公用事业股票很不错，因为它能给你很高的分红；但赚钱是在成长型股票中。”

“长期而言，买小公司的股票是最佳选择。”

“买一种股票不能是因为它便宜，而是因为你了解它。”

莫莉莎女士尽力培养业余选股人，不仅是她的学生，而且还鼓励她的同事发起一家他们自己的投资俱乐部，取名“华尔街奇迹”，这个俱乐部有 22 名成员，“包括我和斯威西尔少校，”她说。

“华尔街奇迹”已经有相当不错的记录，但比不上学生们的记录，“我告诉其他老师，”莫莉莎女士说，“这些孩子们比我们干得更好。”

1 万个投资俱乐部不会错

全国投资者协会总部设在密执安州的皇家橡树公园,来自这里的资料显示,按照一定方法选股的成年人,同孩子们一样,投资成绩超过市场指数。这个组织代表 1 万家选股俱乐部,并出版指导手册和一种月刊,帮助业余股民。

在整个 80 年代,投资者协会的大部分记录超过标准普尔指数,也超过四分之三的共同基金。1991 年,61.9% 的记录不低于标准普尔指数,1992 年,这个比例上升到 69%。这些投资俱乐部成功的关键之一,是他们按照一个固定的时间表投资,避免了对市场涨落的猜测,并且不允许冲动的买或卖。投资者通过退休金或其他补助金账户每月投入相同数量的资金,他们从这种严格的规律性做法中获益匪浅。

忠实公司技术部门按照我的要求做过一个计算,其结果证明了按计划投资的的有效性。

如果你在 1940 年 1 月 31 日用 1000 美元购买标准普尔指数,52 年后,你的账户上将有 333793.30 美元。这只是一个理论值,因为 1940 年还没有指数基金,但这样假设可以给你一个印象。

如果你在每年的 1 月 31 日投进 1000 美元,52 年后,你的总数 52000 美元的投资将变为 3554227 美元。

最后,如果你有勇气在每次股市下跌 10% 以后投进追加 1000 美元(52 年中总共发生了 31 次),你的 83000 美元的投资将变成 6,295000 美元。

由此可见,如果执行一个固定的投资计划,不理睬市场发生了什么变化,你会得到丰厚的回报,而如果在大多数投资者恐慌性抛售的时候追加投资,你会得到更加丰厚的回报。

投资者协会的这些俱乐部在 1987 年 10 月的股灾期间,仍然遵守他们自己的时间表,无视一片恐慌的舆论,继续购买股票。

个人可能会被吓出市场,但在俱乐部里,必须有大多数人投票通过。委员会制度并不总是一件好事,但在这种情形中,却制止了任何卖出股票的愚蠢行动。集体决定是俱乐部的原则,它使得俱乐部成员共同投资的成绩,胜过个人投资。

俱乐部每月聚会一次,在会员家中或在当地旅馆租用会议室。他们交换各人的看法,并决定下个月买什么。

每个会员负责研究一两家公司,并掌握公司最新的动态。这样,避免了轻率的选择。

没有人会站起来说:“我们该买家庭购物网络公司的股票,我听出租车司机说这是很保险的。”当你知道自己的意见会影响朋友的钱袋时,你会认真做功课。

在 40 年的经验中,投资者协会学到了很多,就如我在麦哲伦基金一样。头一件是如果你挑选五种不同的成长型股票,你会发现其中三种同你的预期差不多,有一种会碰到意想不到的麻烦而令你失望,剩下一种则会有超乎你想象的成绩,给予你惊人的丰厚回报。

由于你不可能事先知道哪种股票会更好,哪种股票会更糟,所以投资者协会建议在投资组合中不少于五种股票,他们叫做“5 的原则”。

投资者协会出版的《投资者手册》中有几条重要的格言,可以加到圣·安吉利斯学生们的格言中去:

“不买太多种类的股票,否则你会记不住他们的资料。”

“有计划地投资。”

“记住考察公司的财务实力和债务结构,以防在不景气的年头有妨碍公司长期发展的因素。”

为了帮助投资者深入了解有关资讯,投资者协会除了提供《投资者手册》之外,还提供一种分析教程,教你如何计算收益增长率和销售增长率,如何在收益的基础上判断股价是否合适,以及如何阅读财务报告等等。对于那些愿意与大家探讨或希望做一些更深入研究的投资者来讲,这是相当有益的。



* 个股的好坏取决于公司的经营管理状况，同时也受到宏观经济形势的制约。图中自左至右的图表，显示了美国零售业指数、失业率及联邦储备金的走势和变化。

如果失业率持续上升，零售业指数回落不止，而联邦政府又回天乏力的话，华尔街股市能牛气冲天吗？虽然大多数人口袋中缺钱时，麦当劳仍不乏顾客光临，可谁还会急着换一辆新车呢？因此，关注宏观经济形势的变化对股市投资者同样重要。

第三章

投资的基础之一：投资方式比较

——个人投资基本方式：储蓄、收藏、买房、买债券、买股票——储蓄的优势：回收期短、安全可靠，利息较低——收藏：自然价值因磨损而下降，同时由于年代久远而升值——买房是极有利的投资，分期付款的优越性——买债券：债券也有风险——买股票：最好的投资方式。

当你投资债券,你只是放了一笔贷款。但如果你投资股票,你就买下了公司的一部分。如果公司生意兴旺,你可以分享。如果公司分红,你会得到红利。如果公司提高红利,你的收益就会增加。

你不需要成为百万富翁或千万富翁之后才开始投资股票,即使你没钱投资,比如失业或年龄太小还不能就业,或者一无所有,你也可以做选股游戏,这是没有风险的非常好的训练方法。想当飞行员的人会先到航空模拟器上训练,在不会有真实空难的情况下从错误中学会飞行。

投资的基本方式有 5 种：储蓄、收藏、买房、买债券、买股票，5 种方式各有千秋，我们逐一比较。

储蓄

活期存款、定期存款以及大额可转让存单等都是短期投资工具，它们有其优越性：有利息、回收期短、安全可靠。

短期投资工具最大的缺陷是利息较低，有时甚至低于通货膨胀。从这点来讲，储蓄可能是亏损的投资方法。当油价从每加仑 1.10 美元涨到 1.40 美元，或电影票从 4 块涨到 5 块，这就是通货膨胀；换个角度来讲，通货膨胀就是花更多的钱才能买到某样东西。

近年，通胀率保持在略低于 3% 的水平，也就是说你的每一个美元在一年中贬值 3 分。储蓄和投资的首要目标是超过通胀率，就是说在最近几年中，投资收益必须超过 3% 才能抵销通货膨胀。

储蓄存款通常不能弥补通货膨胀的损失。扣掉利息付税之后，近 20 年中有 10 年存款实际是亏损的。这是把钱存在银行的主要问题，短期来讲，这笔钱是安全的，但长期而言，很可能不能补偿税收及通胀的损失。所以，如果通胀率高于存款利率，以储蓄方式投资实际是赔钱。存款帐户是资金集聚的场所，任何时候你要支付账单都能很快从那里取出钱来。存款帐户也是积攒现金的场所。但是，长期而言，你不会从中受益很多。

收藏

收藏范围广泛，从古董车到邮票、古钱币、棒球卡，当你把钱

投在这些项目之中时,你希望将来能以更高的价格出售,从中获利。有两个原因可以使之成为现实:其一,随着时间流逝这些东西愈益稀缺,人们愿意用更高的价格去购买;其二,通货膨胀造成货币的贬值,使这些东西价格上升。

以收藏方式投资的麻烦在于,这些收藏品可能丢失、被盗、磨损,或由于火、水、风等自然因素受损。其中一些因素可以投保,但保费昂贵。藏品的自然价值由于磨损而下降,另一方面,又由于年代久远而升值,收藏者永远希望年长日久带来的升值超过磨损等原因造成的贬值。

收藏是一项非常专业的工作。

成功的收藏家不仅是收藏品方面的专家,同时也是市场和价格的专家,有很多东西需要学习,其中有些可以从书本中学到,有些则完全靠经验。

对所有潜在的收藏者、尤其是年轻的收藏者来说,首先必须了解买一辆新车不是投资。投资这个字眼在最近的汽车广告中出现,但如果你看到这些广告,千万不要为之迷惑。古董车是一项投资,它们被存在车库里而很少使用;新车在日常使用中会迅速贬值,甚至比货币贬值速度还要快,没有什么东西能比汽车更快地吃掉你的存款——除非是游艇。

买房

买一所房子或一套公寓对大多数人来说是最有利的投资。

较诸其它投资方式,买房有两大优点:一是等待升值期间你可以住在里面,二是你可以借钱买房。

房价一般以跟通货膨胀相同的速度递增,这种情况下,你不赚不赔。但你买房并不是一次付清房款。一般而言,首期只付20%,余下的80%由银行借钱给你支付,即抵押贷款。你要为

所借的钱支付利息,这可能需要 15 到 30 年时间,具体时间要看你跟银行之间是如何约定的。在此期间,你可以住在这所房子里,不用操心房市萎靡、房价下跌;而在股市上,价格下跌很可能把你吓出市场。只要你住在里面,房子就会升值。如果你卖掉房子赚了钱,则需为赚的钱纳税。在你的一生中,政府会给你一次免税售房的机会。

如果你买一所 10 万美元的房子,年增值 3%,那么一年之后,你的收益增加了 3000 美元。表面看起来,这个 3% 的收益率跟存款的利息持平,但实际上,买房的收益超过存款。在买房的 10 万元交易中,你实际上只从口袋里掏出 2 万美元,所以,在第一年年底,你实际上是 2 万美元的投资获得 3000 美元的收益,收益率为 15%。当然,在这个过程中你要为抵押贷款支付利息。但是你有一次免税售房的机会(除非政府决定取消免税),当你还清全部贷款之后,你在这所房子上的投资实际增值不少,这是很多人没有想到的。

如果你得到一笔 15 年的抵押贷款购房并一直住在这所房子里,那么 15 年后,当你还清贷款,你花 10 万美元买下的房子现在价值 155797 美元;感谢房价每年 3% 的升值!

让我们举例说明。

乔·比格利和莎莉·卡特威尔都是沃尔—马特公司的助理经理,挣同样的薪水。卡特威尔住在自己以抵押贷款形式买下的房子里;而比格利则被父母赶出家门,他可以选择买一所房子或公寓,但他没有足够的钱支付首期费用,所以他只能去租一套公寓。卡特威尔每月房屋按揭所花的钱比比格利的房租略多一点,加上她还得购买房屋保险,支付草坪剪修费用,以及偶尔还得花钱维修。因此,比格利的手头比较宽裕,理论上讲,他可以用手头上的闲钱去买股票,为将来建立一笔资产。但他没有这样做,他把钱花在立体声音响以及高尔夫球训练等上面。

如果一个人不能省下钱来买房子,也很难指望他会省下钱来买股票。

一家人为买房省吃俭用是普遍现象,但你可曾听说过一家人省吃俭用是为了买共同基金?

因为拥有一所房子,卡特威尔已经形成省钱和投资的习惯。只要她继续支付抵押贷款,她就强制性地为这所房子投资。而由于她购买共同基金赚了钱,从而才有足够的钱来支付购房的首期费用,所以她今后很可能会继续投资共同基金,只要她手中有余钱。15年后,当她还清全部贷款,她就拥有一笔可观的资产,并且每月的一笔大帐单也从此消失;而比格利则一无所有,房租则比他刚搬进去时还贵了。

买债券

债券是一种凭证,表明你把钱借给某人。债券同时注明借款的数量、还款期限以及借款人支付的利率。虽然通常的说法是“买债券”,但实际上你没有买任何东西,你只是放了一笔贷款。债券的卖方,也叫做发行人,实际是向你借钱,债券本身是交易的凭证。

世界上最大的债券发行人是山姆大叔,美国政府一旦缺钱就会印发新的债券。政府现在欠债约 5000 亿美元——每个购买政府债券的人都是政府的债权人。国内外的公司、个人甚至还有外国政府,总共向山姆大叔贷款 5000 亿美元。他们把这些债券作为凭证放在自己的保险箱里。最终,这些债务都得偿还——因此赤字危机接连不断。同时,政府还得为这 5000 亿借款支付利息,山姆大叔因此一步步滑向破产边缘。

这是我们自己造成的困境,政府向这么多人借了这么多钱,联邦税收的 15% 都得用来支付利息。

年轻人最熟悉的债券之一是美国储蓄债券，老一辈把储蓄债券作为礼物送给儿孙是众所周知的现象。他们不是直接把钱交给儿孙，而是把钱以购买债券的形式借给政府，多年之后，政府把钱连同利息还给他们的儿孙。

美国政府并不是唯一的债券发行人。地方政府也通过发行债券来筹集资金；同样，医院、机场、学校、社区体育场馆、各种类型的公共设施以及数千家公司也发行债券，债券供给十分丰富。在任何经纪人办公室里都有债券出售，买债券就像在银行开帐户或买股票一样简便。

债券在本质上跟大额存单很相近，都能得到利息，并且事先知道能得到多少利息、支付方式以及何时能够收回本息等。两者之间的主要区别，是大额存单期限较短，几个月到两、三年时间，而债券期限较长，也许要等上5年、10年或30年时间才能收回本息。期限越长，通胀使利息贬值的风险就越大。因此，债券利息高于大额存单、存款等利息，投资人的风险需得到补偿。在正常情况下，30年期的债券利息高于10年期，10年期利息高于5年期，依此类推。投资人要考虑他们能够接受多长期限的债券，以及多高的利息才能补偿所冒的风险，很费一番脑筋。

如今，全美各种债券超过8000亿美元，债券比股票更为普遍。同时，在各主要交易所，有超过7000亿美元市值的股票挂牌交易。关于两者价值的辩论也持续不断，债券与股票各有优劣。

股票风险高，但潜在回报率也比较高。为了理解这个问题，我们举例说明。

比如有两种选择，一是购买麦当劳的股票，一是购买麦当劳的债券。如果你买了股票，那么你就成为公司的所有人之一，拥有各种权利，麦当劳公司多多少少会关注你，他们会给你送年报、邀请你参加年会，并以股票红利的形式给你分红。

如果公司 1.6 万家汉堡包店效益好,公司会提高股利。即使没有股利,如果麦当劳生意兴隆,股票价格就会上升,你可以按高出买进价的价格出售股票并从中获利。但另一方面,没人能够保证麦当劳前景看好,你能得到红利,或股票将会升值。如果股价跌到你的买入价之下,麦当劳公司不会给你补偿,他们没有作任何承诺,没有义务把你亏的钱还给你。作为股票持有人,你没有一份安全的资产,你必须对风险进行权衡。

如果你买了麦当劳债券或任何债券,情形完全不同。

你不是公司所有人,你只是债权人,就是你把钱借给麦当劳使用一段时间。

麦当劳也许今年的生意特别火爆,但从未听说过公司会提高债券利息来回报债权人。作为债券持有人,最糟的是看着股价窜上屋顶而自己却得不到一分钱的额外好处。

麦当劳就是个好例子。1960 年以来,股价(经过拆股调整)从 22.50 美元上升到 13570 美元,麦当劳债券持有人却没有这份幸运。如果你买 10000 美元十年期债券,并持有十年,你可以拿回本金和利息,除此之外别无所有。

实际上,由于通货膨胀的影响,你拿到的钱要打折扣。比如债券利息每年 8%,而通胀率在这十年中年均 4%,这样,虽然你拿到 8000 美元利息,但通货膨胀使你损失 1300 美元,而你原来的 10000 美元本金由于通胀现在只值 6648 美元,所以这笔十年的投资实际年回报率不到 3%。这还是税前回报,如果考虑到纳税因素,最终回报接近于零。

债券的好处,是虽然股票上涨时你失掉机会,但股票下跌时你也避免了损失。如果麦当劳股票从 13570 美元跌到 22.50 美元,股票持有人痛哭不已,而债券持有人则可以暗自窃喜。因为麦当劳债券不受股票价格影响,不论股市如何变化,公司必须在到期日向债券持有人支付本息,这就是为什么债券风险低于股

票。债券有保障，当你购买债券，你事先就准确知道你能得到多少利息，而不用亮着灯躺在床上为股价波动操心。你的投资是有保障的，至少比投资股票有保障。

但是，仍有三种情况可能使你的债券投资受到损害：

其一，是你在到期日之前出售债券。提前出售只能在债券市场碰运气，债券市场上价格如股票一样每日波动，如果提前出售，很可能拿不回本金。

其二，是债券发行人破产，不能偿还本息。这种情况主要看谁是发行人，比如美国政府永远不会破产——政府可以印发更多的货币。因此，政府债券的购买人肯定可以收回足额本息。其他发行人如医院、机场或公司就不能提供这样的保障，如果他们破产，债券持有人会损失很多钱，通常他们能拿回一部分，但不是全部投资，有时候则会分文无归。发行人不能完成支付叫做违约，为避免碰上违约，精明的购买人会在购买之前审查发行人的财务状况。此外，有些机构对债券风险进行评级，因此，投资者事先可以知道各债券的风险程度。强大的公司如麦当劳其安全级别很高——麦当劳债券支付违约的可能性几乎为零，实力较差的公司其安全级别很低。听说过垃圾债券吗？就是安全级别最低的债券。当你购买垃圾债券时，你冒着极大的风险，可能收不回本金。因此，垃圾债券支付的利息高于其它债券，以此作为投资者承担额外风险的补偿。

其三，也是持有债券的最大风险，是通货膨胀。我们已经介绍过通货膨胀如何损害投资收益。持有股票长期而言会超出通货膨胀并得到相当不错的收益，但债券却办不到。

买股票

买股票应该是最好的投资方式。

如果你投资于马匹或宠物猫,你还得喂养它们,股票却不需要。

股票也不会像古董车那样被损坏,或象房屋那样会漏雨,需要维修。

如果碰到火灾、水灾或被盗,你可能失去收藏的棒球卡,但股票不会失去,表明你持有股票的证书可能被盗或被烧掉,但公司会另外送你一张。

当你投资债券,你只是放了一笔贷款。但如果你投资股票,你就买下了公司的一部分。如果公司生意兴旺,你可以分享。如果公司分红,你会得到红利。如果公司提高红利,你的收益就会增加。

数以百计的公司有逐年提高分红的习惯,这是对股票持有人的奖励,公司绝不会提高债券的利息。

5000 多万美国人体会到投资股票的好处,这一数字大约占总人口的 1/5。

他们并不是最有钱的那些人,开着劳斯莱斯房车,像你在《富人的活法》中所看到的一样;大多数股东都是有正当职业的普通人:教师、公车司机、医生、学生,你的亲戚朋友或邻居。

你不需要成为百万富翁或千万富翁之后才开始投资股票,即使你没钱投资,比如失业或年龄太小还不能就业,或者一无所有,你也可以做选股游戏,这是没有风险的非常好的训练方法。想当飞行员的人会先到航空模拟器上训练,在不会有真实空难的情况下从错误中学会飞行。

你也可以创造自己的投资模拟器,在没有真实损失的情况下学习投资;很多本可以从这种方法中受益的投资人却是以一种更为艰难的方式学会了投资,即在实战中学会了投资。

亲朋好友可能会警告你远离股市,他们会告诉你买股票就如同把钱扔掉,因为股票市场如赌场一样不可靠,他们可用自己

的亏损来证明这一点。但前面所说的事实却有力地反驳了他们的观点，如果股票就如赌博，怎么可能在几十年时间里给股东以如此之大的回报呢？

当人们在股市上持续亏损时，并不是股票的错。

一般而言，股票是随时间而增值的。

投资人赔钱 99% 是因为他们没有计划，他们在高点买进，然后因为缺乏耐心或恐慌，而在股市不可避免的下跌中，在低点抛出。

他们的一贯做法是“买高卖低”，这是你应该避免的。你要有一个计划，本书的目的就是帮助你理解股票以及发行股票的公司。



* 苹果电脑公司曾在个人电脑方面独领风骚。但由于决策失误,错过了发展机会,从 80 年代中期开始逐渐走下坡路;现在,它的市场占有率仅为 7.8%,股票价格不到 30 美元一股。可见,选股不只是选一个有潜力的行业,关键还要有一个深谋远虑的管理层。

这是苹果电脑公司总经理迈克尔·斯宾德(左)和董事会主席迈克·马库勒在记者招待会上。他们由于管理不善,即将离任。

第四章

投资的基础之二：股票投资 观念

——股市获胜的秘诀：长期投资——投资股票也是一种婚姻：金钱与投资的婚姻——你不必在选股方面是个天才，但需具备耐心与勇气长期持股——跟随市场节奏：适得其反的投机——共同基金的优势：专家管理与分散风险——你我不能战胜职业运动员，但肯定可以战胜职业炒手；职业炒手的局限性——自己选股：令人激动的冒险生涯——不可能永远正确，抓住十年不遇的赢家是关键——模拟投资必要的训练——自己选股的五种基本方法：投镖、小道消息、专家意见、经纪人的买入清单、做自己的研究——投资股票不是精确的科学，未来只能猜测但要作有把握的猜测。

这是一种婚姻，金钱与投资的婚姻。你不必在分析该买哪种股票方面是个天才；但如果你没有耐心和勇气去长期持有股票，你只是一个投机者。区分投资者好坏的标准并不总是头脑，而通常是纪律。钉住你的股票不管其他，不理睬所有“精明的忠告”，像“木偶”一样行事。

试图跟随市场节奏你会发现自己在市场底部即将反转时退出市场，而在市场升到顶部即将反转时进入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明，人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘了另一种危险——踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中却没有股票。

长期投资

股票投资成功并不要求你是一个数学专家，你也不需要是一位会计师，虽然懂一点基本的会计知识，非常有益。如果你能够阅读并且能做小学五年级水平的算术，你就具备了基本技能，剩下的就是要有一个计划。

股票市场是一个年轻人占很大优势的地方。

你的父辈或祖辈可能对股票比你懂得多——多数情况下他们是从自己在股市中所犯的错误中学到的；当然，他们可用于投资股市的钱也比较多。但你却拥有最宝贵的资本——时间，时间在股市中会创造奇迹。

开始投资的时间越早越好，实际上，早年投入的一小笔钱多年之后的价值超过今后投资的一大笔钱。你有没有听到过这句古老的格言：“时间就是金钱！”也就是说“时间能够赚钱”。

让时间和金钱去工作，你只须坐下来等待结果。

如果你已决定投资股票而不是别的东西，比如债券，你就已经消除了最主要的误区，作出了明智的选择。

我这样说是假定你是一个长期投资者，决定钉住一种股票而不管发生什么事。那些一两年就把钱抽出来的人，不应该把股票作为投资首选。你不要看今年到明年股票价格会怎样变动，当股市回调股票贬值时，那些把钱撤出来的人会比把钱投进去的人损失更大。

应该计划投资 20 年或更长时间，这个时间足以使股票从最惨重的股灾中恢复过来，并足以累积利润。年均 11% 的回报是过去的股票创造的，没人能够预测未来。但经过 20 年每年 11% 的增长，1 万美元的投资会魔术般地变成 80623 美元。为了得到这 11% 的回报，你必须或多或少地对股票表示忠诚——

这是一种婚姻，金钱与投资的婚姻。你不必在分析该买哪种股票方面是个天才；但如果你没有耐心和勇气去长期持有股票，你只是一个投机者。区分投资者好坏的标准并不总是头脑，而通常是纪律。钉住你的股票不管其他，不理睬所有“精明的忠告”，像“木偶”一样行事。这是50年前一位股票经纪人弗雷德·茨威德的忠告，他在自己的著作《顾客的游艇在哪里》一书中提出这个忠告，现在仍然适用。

人们总是到处寻找在华尔街获胜的秘诀，长久以来真正的秘诀就是一条：买进有盈利能力企业的股票，在没有极好的理由时不要抛掉。

股价下跌不是好理由。

站在镜子面前发誓自己是一个长期投资者，毫无疑问不会卖掉自己的股票，这很容易办到；随便问一群人，有多少愿意做长期投资者，你会得到一致的答案，现在你很难找到一位宣称自己不是长期投资的投资者。但当股价下跌时，真正的考验来临了。

后面，我们会更多地说到所谓股灾、回调、熊市的细节；没有人能够准确地预测熊市什么时候降临，但当熊市真正降临，90%的股票价格下跌时，很多投资者自然地感到恐慌。

他们听到电视节目主持人用“灾难”这样的字眼描述形势，于是他们担心股票价格会跌到一钱不值，而他们的投资将血本无归，他们决定挽救剩下的钱，于是他们抛售股票，即使赔本也在所不惜。他们对自己说，拿回一部分总比什么也拿不到要好。就是在这个时候，人们突然间变成了短期投资者，虽然他们曾信誓旦旦地宣称自己要做一个长期投资者。他们被情绪控制，并且忘记了当初买股票的理由——在好公司里拥有股份，他们陷入恐慌，因为股价很低。他们不是等待股价回升，相反却以低价抛出股票。

没有人强迫他们这样做，他们自己急着要赔钱。

由于认识不到这一点，很多人陷入了市场周期的误区。如果你说他们是市场投机者，他们会否认，但任何因为股价的升降而买卖股票的人都无疑是投机者。

市场投机者试图对股价的短期波动进行预测，希望获取快速的利润。

极少有人能以这种方式赚钱。

实际上，任何人如果能够连续地预测市场，他或她的名字早就列入世界首富排行榜，排在亿万富翁华伦·巴菲特和比尔·盖茨之上。

试图跟随市场节奏你会发现自己在市场底部即将反转时退出市场，而在市场升到顶部即将反转时进入市场。人们会认为碰到这样的事是因为自己不走运，实际上，这只是因为他们想入非非。没有人能够比市场精明，人们还认为，在股市大跌或回调时投资股票是很危险的。其实此时只有卖股才是危险的，他们忘了另一种危险——踏空的危险，即在股市飞涨的时候手中却没有股票。

一些关键性时刻能够实现或破坏整个的投资计划。80年代股市兴旺的5年中，股票年均涨幅26.3%，遵守纪律坚持计划的投资者获得几倍或更多的收益，但这些收益绝大部分来自于40天，而5年中公开交易共1276天。如果你在这40天中离开了股市，以图避开下一次回调，那么你就得不到年均26.3%的收益，而只能得到4.3%的收益；银行的大额存单也能获得这个收益，并且风险小得多。

因此，如果你想获得股市的最大收益，尤其是在你还年轻，时间站在你一边的时候，最好的选择是把尽可能多的钱拿来买股，然后任凭它在股市里沉浮。在股市下跌的日子里你会承受痛苦，但只要你不抛售股票你就不会有真正的损失。如果你充

分投资,你就会充分享受股市魔术般不可预测的变动带给你的好处。

共同基金

现在,我们已经有两个结论:第一,应该投资于股票;第二,只要公司继续经营良好就应该持股不变。

下一个要决定的问题是自己选股还是委托他人选股。

很多人会选择轻松的方式,特别是对数字感到乏味的投资者。他们既不想关心柯达公司的收益意味着什么,也不想关心耐克公司是否生产出比锐步公司更好的鞋。这是基金产生的原因——为那些想拥有股票又怕麻烦的投资者服务。

在共同基金中,你唯一要做的事就是把钱送去。基金会给你一定数量的份额,你的钱和其他许多人的合在一起,然后由专家负责管理;至少你希望能有专家负责,因为你要靠他来决定买什么股票以及买进、卖出的时机。

共同基金除专家管理之外,还有另一个优势,它同时投资于多家公司。只要你持有基金份额,你就自动成为数十家甚至数百家公司的股东,不论你在基金的投资是 50 美元还是 5 万美元,你都能拥有基金所持每种股票的一部分,这比持有一种股票风险要小。如果你单独投资你可能只买得起一种股票。

标准的共同基金使你可以从 50 或 100 美元开始投资,并且你有更多的钱时可以增加份额。

投入多少以及投入的时间由你决定,你可以每隔一个月、三个月或六个月投入相同数量的钱;间隔长短不重要,只要你坚持投资。

你能看出这种分期投资计划的好处吗? 你对股市波动方向的担心现在可以结束了。

在回调或熊市时,你喜欢的基金份额价格下调,所以你可以按低价多买一些,而在牛市中你只能以高价买进。长期而言,成本摊平而利润累积。此外,很多基金还以现金形式发红利,你可以花掉这些钱作为对自己投资基金的奖励,或者是把这些钱再投入基金购买更多的份额,这叫做“再投资选择”。如果选择了这种方案,你的红利会自动转成投资;拥有的份额越多,将来能得到的就越多。

你可以通过报纸了解你投资的基金的经营情况。基金份额的价格每天都上下变动,并且其波动同基金资产组合中的股票价格的波动相关。所以你要投资于由能干的经理掌管的基金,并且要支持他们,因为他们干得越好,对你越有益。

离开基金很容易,你可以在任何时候拿回你的钱,全部或部分都行,基金会立即送给你一张支票。你的目标是以高出买入价很多的价格卖出份额。

投资基金的时间越长,潜在的利润越大。

在分享基金收益的同时,你也要付一份基金管理费用,这一费用一般约占投资额的 0.5% ~ 2%,具体比率视各基金而定。这就是说每年要拿出投资的 0.5% ~ 2% 作为基金费用,基金要为其股票交易支付佣金。

基金经理不管费用如何总想把工作干好,希望自己比别人聪明,挑选的是些好股。

这些职业选股人相比数以百万计的业余选股人有一个优势,对业余选股人来讲,选股是一种爱好,而对职业选股人来讲,选股是一份工作。他们要上财经学校学习怎样分析公司、怎样审查财务报告等技能,他们有图书馆、高性能计算机以及一个研究班子来支持其工作。如果有关于某公司的重要新闻,他们会立即知道。但是另一方面,职业选股人也有很多不足之处,使得与他们竞争也不是不可能。你我不可能在桌球游戏中战胜职业

选手,也不可能和脑外科专家比着做脑外科手术,但肯定有机会战胜华尔街的职业炒家。

基金经理们是在同一块股票牧场吃草的羊群,买进其他人也买进的股票会感到舒适,并极力避免跑出圈子、闯入陌生领域。所以他们会错失令人激动的机会,在这个圈子之外能够找到的机会。那些年轻的、经验不足的公司尤其受到基金经理的轻视,而这样的公司常常会成为行业的明星和股市的最大赢家。

自己选股

如果你有时间和兴趣,你可以致力于令人激动的冒险生涯:挑选股票。这要比投资共同基金做更多的工作,但也会从中获得更大的满足感,随着时间流逝,你或许能比大多数基金干得更好。

不是说你选的股票都会涨——有史以来没有哪个选股人100%的正确,华尔街著名的投资专家华伦·巴菲特犯过错误,彼得·林奇的错误可以写几本书。

在众多的股票中找到几个十年不遇的大赢家才是你真正需要的。如果你有10种股票,其中三种是大赢家。一两种赔钱,余下六、七种表现一般,你就能大赚其钱。如果你能找到几个翻三倍的赢家,你就不会缺钱花,不管你同时选了多少赔钱的股票。如果你懂得如何了解公司的发展状况,你会把更多的钱投入到成功的公司中去。你也不需要经常把你的钱翻三倍,只须在一生中抓住几次翻三倍的机会,就会建立相当可观的财富。假如你开始投资时用1万元,然后有5次机会翻三倍,你就得到240万美元;如果有10次翻三倍的机会,你的钱就变成了5.9亿美元,而如果有13次机会,你就成为美国最富的人。

实际上,投资共同基金与自己选股并不矛盾,很多投资者两

样兼备。

许多对共同基金的忠告，如尽早开始投资，制定投资计划并执行计划，不为股市下跌所动等等，也同样适合于你自己选股的投资。你面前的问题有两个：我该如何挑选股票？我从哪里弄钱去买这些股票？因为在认真挑选之前就把钱投进去是件很危险的事情，所以你应该在实际入市之前先做一些练习。

很多人因为对股票一无所知而赔钱，数量之多令人吃惊，这种事无时不有。有的人一生中从来没有投资经验，然后突然之间收到一大笔退休金并全部投入股票市场，他们甚至都不知道“红利”同“红脸”的区别！他们应该接受一点正规的训练，就象在驾驶学校里学开车一样。不了解交通规则，教练是不会让学员开车上路的。

如果没有人来训练你，最低限度你可以进行自我训练，从书上找到各种策略，开始亲身感受各种股票的市场特性。

年轻人再次具有独特的优势，你可以想象投资的情形，因为你还有几十年的时间。当你真正用钱进行投资时，你完全可以有充分准备。

你可以用模拟资本来开始股票投资训练，即想象你用10万或100万美元来买进你喜欢的公司股票。比如，你喜欢的5家公司是迪斯尼、耐克、微软、本·杰利和百事可乐，你可以把10美万元分成5份，每份2万美元，假定选择1995年4月21日作为开始的日期，你的模拟投资是如下情况：

公司名称	股价(美元)	2 万元购买的股数
迪斯尼	$54\frac{3}{4}$	365
耐克	$73\frac{1}{8}$	274
百事可乐	$41\frac{1}{4}$	485
本·杰利	$12\frac{5}{8}$	1,584
微软	75	267

你已经选好了股票并记下了它们的价格,现在你可以关注你的收益或亏损,就象真正投进资金一样。你可以把自己的结果拿来跟父母在房地产上的投资结果进行比较,或与各种不同的共同基金相比,或与你朋友的股票投资相比。

国内很多学校已经在课堂上引进了选股训练。

经济学教育证券中心开发了一套叫做“股市游戏”的节目,在 1994 ~ 1995 年度,有超过 60 万学生在玩这个游戏。

他们分成若干队,每队都要决定自己买什么股票以及资金的分配。这个游戏从开始到结束大约费时 10 周,成绩最好的队赢得游戏;各学校的优胜队再同其他学校、其他地区的优胜队竞争。玩“股市游戏”既有趣也有教育意义,尤其是玩游戏的学生们接受了有关投资基本知识的教育,对结果不是太在意。这种游戏有个问题,即时间不够长,13 周、26 周或一年之后股票价格的变动很大程度上靠运气。一种股票可能在 13 周内是输家,但 3 年或 5 年后却是最大的赢家;也可能相反,13 周内是赢家,以后却每况愈下。

长期表现好的股票,是那些长期业绩良好的公司的股票,投资成功的关键是找出成功的公司。

在“股市游戏”训练中要想取得好成绩,除了关心股价之外,

还要做更多的工作；你必须尽可能地了解你选中的公司，知道是什么因素影响公司的经营。

有 5 种基本方法用于选股：

1. 投镖

向股票清单掷飞镖，击中哪只股票就买哪只股票，这是选股的最低级办法。你也可以闭上眼睛用手指代替飞镖。也许你运气好，击中一只干得不错的股票——但也可能运气不好。这种方法最大的好处就是省事，如果你倾向于随机地选股，你最好是避开这一行去投资共同基金吧。

2. 小道消息

是选股的次低级方法。某人告诉你买这种股票，说它即将大涨。这人可能是你最好的朋友、你的英文教师、你的哈里叔叔、理发师、汽车修理工或花匠，也可能你在公共汽车上偷听到某个消息，偷听来的消息常常更令人激动。有可能哈里叔叔直接跟某公司有关系，确实知道他所讲的情况，这样的消息很有用——是进一步研究的重要线索。

但小道消息的危险性在于本是子虚乌有，只是传闻而已。

典型的例子比如听人说：“家庭购物网络公司干得很好，精明人把钱都用来买这种股票，赶紧去买，否则就迟了。”有些人买一个 50 美元的烤炉会事先比较几家商店的价格，但听到这种传闻后，却毫不犹豫地用几千块钱去买“家庭购物网络”公司的股票，只是因为怕错过机会，怕错过据传“家庭购物网络公司”的股票能翻四倍的机会。

实际上，如果他们不买这种股票而它确实翻了四倍，他们也没有损失一分钱。人们不会在自己没买的股票上赔钱，只会在买进“家庭购物网络公司”股票并当它的价格下跌就抛出时赔钱。

3. 专家意见

你可以从电视上或报纸上了解到专家意见。基金经理、投资顾问或其他华尔街人士源源不断地提供专家意见。很多人听信这类建议,数百万读者或听众跟你得到的是同样的观点。如果你不能抵抗消息的诱惑,那你最好是听这类专家意见,胜过哈里叔叔的小道消息。一般来讲,专家发表意见之前,已经做过分析研究,而哈里叔叔对自己的谈话内容则不甚了了。

听从专家意见的麻烦在于,你不知道专家什么时候改变自己的看法,你没办法了解这一点——除非他又回到电视上介绍自己的观点,而你又碰巧正在收看这个节目。否则你只有抱着这种股票,因为你认为专家喜欢它;而他已经不喜欢这股票了,你却仍然抱着。

4. 经纪人的买入清单

股票经纪人向来喜欢推荐你该买哪种股票,通常这样的推荐并非出自经纪人的头脑,他们从办公楼的分析专家那里得到这些看法。这些人是训练有素的福尔摩斯,他们的工作就是打听公司的动向,并根据自己了解的情况发出买卖指令。

经纪公司收集来自分析人员的买卖讯号,并列成一张清单,发给每位经纪人,包括你的经纪人——如果你有经纪人的话。通常这样的清单会作分类:保守型投资者、积极型投资者、有红利的股票等等。如果你跟经纪人一起从这些清单中选股,你可能有一个相当不错的投资组合。通过这种方法,你可以借助经纪公司的研究力量并从中选出自己最喜欢的股票。这比听从专家意见有很大的优越性;如果经纪公司改变主意,把买单中的某种股票列入卖出清单,你的经纪人会及时通知你。

如果他没有这样做,那就把这经纪人列入你的卖出清单中,炒他的鱿鱼!

5. 做自己的研究

这是选股的最高级形式。你选中这只股票因为你喜欢这家公司，而你喜欢这家公司是因为你已经对它做了里里外外的研究。你的研究做得越多，你就越少依赖他人的观点，并且越能评价他人的观点或传闻。你可以自己决定在什么时候买什么股票。

你需要两种信息：一种是亲眼所见，一种是分析数字而得到的信息。

第一种信息，你可以随时得到。走进一家麦当劳店，或任何其他上市公司所属分店（如果你就在那儿工作更好），你可以自己判断公司的运作是否有效率；是人浮于事还是人手不够，管理有序还是杂乱无章。你可以了解雇员的精神面貌，也可以感觉到管理层花钱是铺张还是节省。如果你面对顾客，你可以了解顾客人群，他们是在收费台前排队吗？是不是地方太小？他们对商品满意吗？这些细节能够告诉你很多关于总公司管理的信息。

你有没有看到过一家乱糟糟的盖普店或一家空荡荡的麦当劳？

盖普或麦当劳分店的雇员长期以来看到公司成功的管理，他们可以把他们的余钱投资于自己所在的公司。如果别的商店以同样或更低的价格提供更好的商品，更好的服务，那么自己的商店就会失去顾客，商店职员最早知道竞争对手正把顾客拉走，他们可以转而投资竞争对手公司的股票。

即使你不是在公开上市的公司里工作，你也可以从顾客的角度来了解情况。每次购物，吃汉堡包，你都可以得到有价值的信息。在商店里闲逛，你可以了解哪些商品畅销，哪些商品滞销。

观察你的朋友，你可以知道他买哪种牌子的计算机，喝什么

牌子的苏打水,喜欢看什么样的电影以及是否穿着锐步鞋等等,这些都是重要的线索,可以引导你发现合适的股票。

你会吃惊为什么那么多人忽略了这些线索,成千上万的人在各种行业里工作,每天都与潜在的投资对象有接触,却从未利用过第一手资料的优势。

医生知道哪家制药公司生产最好的药,但他们却不买制药公司的股票。

银行工作人员知道哪家银行实力最强,费用最低,放贷最精明,但他们却不去买银行的股票。

商店经理或商厦经营者能够知道每月的销售额,因此他们肯定知道哪家零售店出售最好的商品,但有几个商厦经理因为投资零售业股票而致富?

一旦你开始用选股人的眼光打量世界,你就会关注某个公司及其经营状况,你也会开始留意它的竞争对手是否比你关注的公司干得更好。

当人们排队购买克莱斯勒公司生产的小型货车时,不止是克莱斯勒的销售人员能够意识到克莱斯勒公司正获得创纪录的利润,别克公司的销售人员坐在空荡荡的展厅里也能意识到别克的顾客正转向克莱斯勒。

这种现象把我们引向财务报告上的数字,一家公司生产流行产品并不意味着你就应该买这种股票,投资之前你还要知道很多东西,你要知道这家公司花钱是精打细算还是大手大脚,你要知道公司欠银行多少钱,你要知道销售额是否在上升以及上升的速度,你要知道公司在过去几年中赚了多少钱以及预计在将来能赚多少钱,你还要知道这种股票的价格是合理、低估还是太高,你还要知道公司是否支付红利;如果支付,红利是多少以及隔多长时间会提高红利。总之,收益、销售额、负债、红利以及股价,这些是选股人必须知道的数字。

有些人在学校里学习过如何了解和分析这些数字，因此这不是本书应深入探讨的问题，最好的办法是用一个具体的例子来说明如何基本读懂这些数字，我们在后面会举个例子。

没有哪个投资者能够了解所有在美国挂牌交易的、超过13000家上市公司的情况，因此职业和业余投资者都同样被迫把他们的选择限制在某个特定类型或行业之中。例如，有些投资者只买那些提高分红的股票，有些投资者则专选年收益增长率超过20%的股票。

你可以限定在某个行业，如公用电力、饭店或银行等等，你也可以限定小公司或大公司、新公司或老公司等等，你也可以专门挑选那些经历了困难时期正试图复苏的公司。分类的方法不计其数。

投资不是一门精确的科学，不论你多么用功地研究这些数字，不论你对公司的过去了解多少，你不能肯定它的将来会怎样。明天会发生什么永远只能猜测，你作为一个投资者的工作是作有把握的猜测，而不是盲目的猜测。你的任务是选股票并以不是太高的价格买进，然后关注有关这家公司的好消息或坏消息，你可以利用自己的知识把风险控制最低水平。



*摩托罗拉是世界电信业巨头之一，它的产品品种丰富，市场占有率逐年增加。数年前，中国人还不知摩托罗拉为何物；而现在，我们身边10个使用传呼机的人必有七、八人使用的是摩托罗拉的产品。

正如林奇指出的，如果某个上市公司的产品有口皆碑，大家都爱用，买它的股票！你会成为大赢家。

第五章

投资的基础之三：实战准备

——实战的兴奋无可替代，人们像记得自己的初吻一样记得第一次买股——年轻人投资股票的困难所在——直接投资计划：纽约股票交易所的大好事——股票交易所对于国家经济的重要性——经纪人的作用——股票交易是怎样进行的——如何阅读股票行情。

感谢家用电脑和电子收录器,人们现在不用等到第二天的报纸来查看自己的股票。现在,人们可以看屏幕,或打一个 800 查询电话询问股价;甚至还有手持式移动接收器,与卫星相联,投资者可随身携带、随时查询。但所有这些技术都有一个缺点:驱使你为每天的涨落而操心。让情绪随股票的涨跌而起落是令人精疲力尽的事情,并且不会带来任何好处。如果你是一位长线投资者,那么迪斯尼股票明天或下个月是涨是跌或横盘都勿需牵怀。

实战选股

你可以从早到晚玩“股市游戏”，但实战的兴奋是无可替代的。

人们记得自己买的第一种股票就像记得自己的初吻一样。

不论将来你会买多少种股票，你永远不会忘记第一种股票。从这一点来讲，如果有什么东西能够阻碍你，那就是钱。

年轻人有投资的时间，却没有钞票。不是什么钱都可以安心地投入股市，必须是维持生活之外能够多年不用的余钱，才能用于炒股。

如果你有一份业余工作，挣的钱能用于投资，那是再好不过。如果不是这样，也许你该在渡假的时候向家人暗示，这是父母、祖父母、叔叔婶婶能够起关键性作用的地方，年轻人投资本钱的最大来源是亲戚朋友。

当他们问你在生日、圣诞节或其它节日需要什么礼物时，告诉他们你要股票，让他们知道如果让你在一双耐克鞋或一股耐克股票之间选择的话，你宁愿要股票。这会给长辈留下深刻印象，他们会对你的远见和成熟感到吃惊，你在家中的地位也会上升。

如果他们自己持有股票，他们可以简单地转让一部分给你，从而使你得以开始投资。转让手续不成问题，也不需费用或佣金。每代人都有成千上万的青年以这种方式进入投资领域，祖父母将他们的股票送给孙儿辈已成风气。很多祖父母习惯于用债券代替股票，如果你有这样的祖父母，你最好给他们看看债券、股票的收益比较图表，让他们认识到给你好公司的股票更为有益。

父母、祖父母会传给年轻人一些股票，而年轻人用自己的钱

买股票却是越来越困难。

有两个主要的障碍：其一，大多数股票交易由经纪人经手，但如果你不到 21 岁，你不能在经纪人那里独立开户；其二，大多数经纪人要收佣金，从 25 美元到 40 美元不等。如果你以 47 美元买一股百事可乐的股票，你得付给经纪人 40 美元，佣金几乎同股票一样贵。没有一个肯花 87 美元去买 47 美元一股股票的投资者会成功。这种不幸的局面正在改变，有些上市公司已经开始越过经纪人，直接向公众出售少量的股票。毕竟，如果麦当劳能卖给你汉堡包，为什么就不能卖给你它的股票呢？

已经有大约 80 家公司实施所谓“直接投资计划”，个人投资者可以购买少量的股份，公司只是象征性地收点手续费，比佣金最低的经纪人也少得多。

1960 年，纽约股交易所曾经邀请披头士乐队到交易所表演；从那以后，“直接投资计划”算是华尔街为年轻人做的最大的好事。

第一信托投资公司副总裁，“直接投资计划”发起人吉姆·沃尔普说，至少有 850 家公司已经表示愿意加入该计划。

通过“直接投资计划”，你可能买不到，仅为一般的股票因为大多数公司要求有一个最低的购买限额，从 250 美元到 1000 美元不等，视各公司而不同。你必须存够 250 美元或公司要求的数目。但跟只收象征性佣金给年轻人的好处相比，这只是一个小小的不足。

这项计划还有一个最大的好处，即一旦你有第一次买进，你就可以在任何时候直接从公司购买股票，而不用花一分钱的佣金。并且，任何时候公司发放红利，你的那部分都会自动转换成更多的股份。多数情况下，你直接与公司的发行部门打交道，不需要通过经纪人。

请关注这项令人激动的新计划，它可以帮助数以百万计的

被关在股市之外的投资者进入股票市场。

如果你执著于每次买一股的念头，有一项方案可以帮助你，但首先你的家庭要参加国家投资者协会。

国家投资者协会是国内几百个投资俱乐部的支持者。1996年元月，一个会员资格的年费是35美元；会员每月可以收到一份叫做《更好的投资》杂志，提供有用的信息帮助你成为更好的选股人。该杂志提供的大多数材料是为有经验的投资者准备的，也有一些是针对入门者的，你可以从中学到很多东西。除此以外，你还可以从协会开列的151家公司中挑选股票，每次购买一到十股，收费只有7美元。这项“买一股股票”方案是为孩子们设计的。

根据各州的法律，你必须年满18岁或21岁才能自行购买股票，但父母或监护人可以按你的利益行事——不管怎样，你需要一个人帮你取得俱乐部会员资格。

这项方案是这样运作的。

国家投资者协会向你提供151家你可以买股票的公司名单，从中你选出想买的股票，并找出它们的价格，然后把你的买入名单寄到国家投资者协会，并附上一张按现价购买的支票，加上每家公司7美元的手续费，另加10美元的“价格浮动”。例如，麦当劳股票现价40美元，你要寄上57美元。为什么要10美元的“价格浮动”？如果你寄出之日到你的指令执行之时这段期间内股票价格上涨，这附加的10美元就要用来补偿价差。任何情况下，这10美元都不会浪费，剩下的钱可以用来帮你购买别的股票。

从这时开始，国家投资者协会退出舞台，你直接与公司的代表打交道。

由于国家投资者协会名单上所有公司都实行红利再投资计划，因此每当公司分红时，你都会得到增加的份额。你可以在任

什么时候增买股票,只付象征性的手续费。

如果你想卖掉股票,可以找一个股票经纪人,也可以书面通知公司的代理人,他们会在次日处理股票,并以当时的价格水平为准,股票售出之前你不知道成交的确切价格。

如果你加入了国家投资者协会,就能够顺理成章地加入它的某个投资俱乐部。

在全国的城镇、乡村以及学校都有国家投资者协会的俱乐部,甚至有些监狱也有这样的俱乐部。加入俱乐部就如同在“股票游戏”中加入一个队,区别只是在俱乐部里你是用真正的钱投资。多数俱乐部每月聚会一次,交换最新的选股心得。股票的买卖以投票多数为准;每个会员每月投资一个固定的数额,可以是 50 或 100 美元,取决于大多数人的意见。

从结果来看,大多数人在俱乐部的投资成绩好于个人成绩,这是由于俱乐部的行动纪律性比较强。他们不能出于恐慌而抛股,因为头脑冷静的会员会投票否决。

如果没有充足的理由说服大家,也不能买进任何股票,这就迫使大家回去分析研究。

如果某人说:“我推荐迪斯尼股票,因为我在咖啡馆听到一个小道消息。”那他一定会受到大家的嘲笑。

股票交易所

如果让你举出 5 个机构的名称,没有它们这个国家就不能维持一个月,你会举出哪些机构?军队?警察?国会?法院?电力公司?医院?闭上眼睛想一想,然后作出你的选择。

你的名单中有没有包括股票市场或债券市场?

多数人不会包括。当我们考虑提供食宿等基本服务机构时,华尔街不会是首先考虑到的。但事实上金融市场对整个国

家来讲是非常重要的,而不仅是对股票或债券的所有者。

白宫可以关门一个月,世界会照常运转。

但如果没有了股票或债券市场,整个经济系统就会停止运转,那些需要抛股变现的公司或个人非常不幸,由于没有市场,也就没有买方。

已经有 5,000 亿美元赤字的政府不能再依靠发行债券来维持开支,这样政府只有两种选择,两种都不好的选择:其一,印发成吨的钞票,货币贬值、物价飞窜;其二,停止支付账单,这会使几百万美国人失去主要的收入来源。企业破并银行破产,人们冲向最近的银行想救回他们的钱,却发现银行已经破产。商店关门、工厂关门,成千上万的人失业,在街头徘徊,搜寻吃剩一半的比萨饼。我们所知道的文明迅速走向崩溃,所有这一切都是因为关闭了金融市场。所以,金融市场比我们想象的要重要得多,没有它国家将无法维持。

经纪人的作用

如果要买一定数量股票,你只能透过一种途径——找经纪人。如果你是认真地对待投资,最终会离不开经纪人,经纪人是你与股票市场之间的桥梁。

你不能走进股票市场自己买卖股票,必须通过经纪公司的经纪人来进行。

你已经听到过这些名字:梅里尔·林奇、密斯·巴利、丁·惠特、查理·斯瓦伯等等,斯瓦伯现在还活着,惠特已经去世。其他几个名字都会是合伙人的名字,梅里尔先生与林奇先生,史密斯先生与巴利先生等。

经纪公司总是希望给人一种印象,即他们公司历史久远,稳定可靠。虽然实际上他们之间经常合并、经常改名。

所有较大的经纪公司都处理股票、债券以及共同基金的买卖,并遵守由政府制定的同样规则。除此之外,则各不相同。所谓提供全能服务的公司,如梅里尔·林奇(美林)、史密斯·巴利等,收取的佣金高于“折扣经纪人”如斯瓦伯。还有所谓“大折扣经纪人”,收费很低。全能服务的经纪公司收取的额外费用使你能够得到经纪公司的建议,作为一项规则,折扣经纪人不提供建议,他们只是按照你的指令进行买卖交易。这样你必须作出决定,除了挑选股票以外,还要挑选经纪人。

最好的办法是跟你所在地区的几个经纪人交谈——尤其是你的亲朋好友推荐的经纪人。

如果你不喜欢第一个经纪人,还有很多可供选择。其中有些人经验丰富,对股票投资非常精通;也有一些是刚刚经过短期培训,对股票所知不多。跟经纪人建立很好的关系是投资乐趣的一部分。

一旦你选定了经纪公司和经纪人,下一步就是开户。

很多州规定投资年龄同饮酒年龄一样,16岁可以驾车,16岁可以参军,但只有达到“成年”才能与经纪人打交道。你可以绕过“成年”规则,办法是让你的父母或监护人去开户,有点像限制性驾驶证,你驾车但身旁必须有一位成年人关照。

如果你开了户,签署了必要的文件,给了经纪人你准备投资的钱,并告诉他你准备买迪斯尼股票;这时,全能服务的经纪人就会从他们专用的电脑中调出迪斯尼的档案,并告诉你公司的最新消息。他们也会提供由经纪公司分析人员做的研究报告。如果这些分析人员工作认真,他们的意见是非常有价值的信息来源。如果分析人员此时不看好迪斯尼公司,或认为其股票被高估,你的经纪人会建议你别买迪斯尼,换一家经纪公司认为不错的股票。如果你已经做过研究,并仍然认为迪斯尼股票应该买进,那你可以坚持自己的意见。毕竟,这是你的钱。

下一步要考虑的是迪斯尼股票的买入价，这里也需要作出选择。

你可以按市价买入，即是说按你的指令送到华尔街的当时价格买进。

你也可以采用“限价”指令，指定一个限价，希望有人愿意卖给你。限价指令存在一个机会问题，你希望以特定价格买进，但可能成交，也可能不成交。

比如说你的经纪人从电脑上查到并告诉你迪斯尼的现价是每股 50 美元，你决定以市价买入。经纪人通过电脑把你的指令传到纽约股票交易所。

这是世界上最古老也是影响最大的股票交易所，还有一些其他的交易所，但迪斯尼股票在这里挂牌——意味着迪斯尼股票只能在这里出售。

在纽约股票交易所，每天有超过 100 万股的迪斯尼股票买进卖出，加上其它 2600 家挂牌交易的股票，每天的成交量超过 3.38 亿股。你可能会想不通，站在迪斯尼股票台前的专家怎么能够处理这么多数量的交易，答案是，他不能。多数投资者不知道 85% 的指令是通过电脑到达专家台前的。电脑处理交易所内外的股票交易，华尔街投资公司的交易部门利用电脑直接跟其他公司的交易部门进行交易。有一个良好的电脑系统，就不需要几百个穿着特定服装的交易员跑来跑去，大多数叫买叫卖的过程在屏幕上完成。纽约股票交易所有一套特殊的撮合系统，专门处理小额股票，比如你买进迪斯尼股票的指令会直接输送到它的电脑，电脑自动与另外某人的卖出指令撮合成交。

整个股票交易是无形的，不象你在跳蚤市场或车房的交易，股票交易不是面对面的交易。

这样也许更好，你不用坐在那里听迪斯尼股票的卖者给你解释他为什么要卖掉股票，就象你买邻居用过的二手车那样。

可能有很多原因使交易的对方愿意卖出你想买进的股票，也许他需要这笔钱支付学费，或维修房屋或外出度假，也许他不喜欢最新的迪斯尼影片，他对公司的前景不像你那样乐观，也许他找到了别的股票。但不管他们动机如何，都与你无关，如果你做过分析研究，你知道为什么要买。

电脑完成你的买卖撮合之后，这个消息会通过电子行情接收器在财经网络的电视屏幕上显示。

你有没有注意过连续不断的数据串？每个数字串都是实际发生的股票交易的记录。例如，“DIS50, \$ 50”表示 50 股迪斯尼股票以每股 50 美元的价格成交。因此，如果你以 50 美元的价格买进 50 股迪斯尼股票，全世界都能知道。因为这个小小的数字串“DIS50, \$ 50”会在所有投资公司或经纪公司的电子屏幕上显示，从波士顿到北京都能看到。

安迪·沃尔霍是著名的广告设计师，他曾经说过，透过现代传媒，每个人都能在 15 分钟内成为名人。沃尔霍是在说笑话，但任何一笔 50 股以上的股票交易只要 5 秒钟就能让全世界都知道。

阅读股票行情

买进迪斯尼股票的第二天一早，你会迫不及待地冲向报摊，买份报纸看看你的股票现在值多少钱。

这是每个选股人每天早上要做的事，洗澡、刷牙之后，穿上衣服，倒杯咖啡，然后就是仔仔细细地读报。这是每天第一件重要的工作。

了解谁是投资者的办法之一，是看他读报，投资者不会像其他读者那样，先看幽默、体育或某个专栏作家的专栏，他们会直接翻到财经版，然后用手指顺着股票栏往下找，看看他们买的股

票昨天的收市价。

他们的表情会迅速变化,你在自己的家里也可以观察到这种现象。

你坐在早餐桌前,你的父亲正在浏览股票行情(这种事通常都是父亲做,虽然越来越多的妇女产生兴趣)。如果你父亲脸色不好,冲着你说他已经告诉你多少次了,关掉浴室的灯省电省钱,你就可以肯定他的股票下跌了。如果他喊着“感谢上帝”并且提出增加你的零花钱,你可以肯定他的股票上涨了。

在工作时间内只要交易所开门,股票交易热络,股票价格就会每分钟变化。在收盘铃响交易停止之前,每种股票都有当天的最后一笔交易,这笔最后交易的价格,就叫作收盘价。这个价格会出现第二天早上的报纸上,以如下格式排列:

过去一年中最高价:62 ⁷ / ₈					过去一年中最低价:37 ³ / ₄			
股票名称	红利	收益%	市盈率	成交量	最高价	最低价	收盘价	升跌
迪斯尼	0.36	0.06	23	11090	57 ³ / ₄	56 ³ / ₄	57 ³ / ₈	+1/4

大量信息压缩在这个小空间里。

第一行表示过去一年中该股票的最高价与最低价,过去一年中迪斯尼股票最高、最低价分别为 62⁷/₈、37³/₄,变化范围不小。

事实上,纽约交易股票所挂牌的股票一年中的变化幅度平均约为 57%,大约 1/3 的股票年变化幅度在 50~100%之间,约 8%的股票变化幅度超过 100%。某股票年开盘价 12 美元,最高升到 16 美元,最低跌到 8 美元,其变化幅度为 100%,从 16 美元到 8 美元。华尔街习惯于用 8 分位计数,而不用小数点。因此,你会听到“今天涨了 1/8 点,而不是今天涨了 10 美分”;同样,“今天上涨 25 美分”会表示成“今天上涨 1/4 点”。在华尔街,1 点表示 1 美元。

后面 4 栏分别表示该股昨天交易时间内的最高价、最低价、收盘价,以及与前一天收盘价相比升跌的比率。

红利是公司给股东的奖励。有些公司分红很高,有些分红很低,有些则没有分红。本栏数字 0.36 表示 36 美分,这是迪斯尼公司今年的红利——每股 36 美分。下一栏“收益”与红利相关,是用公司红利除以当日收盘价所得比率,表示以目前价位投资迪斯尼股票的资金回报率。

市盈率是以公司的年收益除以股票价格,这不需要自己计算,每天的报纸都会登载市盈率。

当人们考虑买哪只股票时,市盈率可以帮助你判断这个股票是便宜还是太贵。

市盈率因行业不同而不同,某种程度上也会因公司不同而不同。

目前市场的平均市盈率为 16,迪斯尼的市盈率 23 说明相对平均水平而言,股价偏高。但由于迪斯尼的市盈率在过去 15 年中的变化范围是从 12 到 40,因此,23 的市盈率并没有脱离常轨,其股价高于平均水平是因为迪斯尼股票很受欢迎。

感谢家用电脑和电子收录器,人们现在不用等到第二天的报纸来查看自己的股票。现在,人们可以看屏幕,或打一个 800 查询电话询问股价;甚至还有手持式移动接收器,与卫星相联,投资者可随身携带、随时查询。但所有这些技术都有一个缺点:驱使你为每天的涨落而操心。让情绪随股票的涨跌而起落是令人精疲力尽的事情,并且不会带来任何好处。如果你是一位长线投资者,那么迪斯尼股票明天或下个月是涨是跌或横盘都无需牵怀。

第六章

投资的基础之四：股票的 背后

——持股的额外奖赏：股东的权利——股份公司为什么不敢隐瞒真相——公司的绝对逻辑：追求利润——股价为什么能上涨？——成功选股人的起点：找出未来能够增加收益的公司——股票的贵贱如何衡量——上市公司对其利润的四种处理方式——如何抓住能涨 12 倍的股票，耐克与强生的例子。

这个简单的道理——股票价格与公司赢利能力直接相关——经常被忽视，甚至老练的投资人也忽视。观看行情接收器的人开始认为股票价格有其自身的运动规律，他们跟随价格的涨落，研究交易模式，把价格波动绘成图形，在本应关注公司收益的时候，他们却试图理解“市场”在做什么。如果收益增加，股价注定要涨，可能不会马上就涨，但终究会涨。而如果收益下降，可以肯定股价一定会跌。低收益降低公司价值，就像一支乐队失去了听众卖不出去唱片一样。

持股的额外奖赏

股票非常民主，没有先入为主的偏见。

股票不在意谁拥有它，黑人或白人，男人或女人，外国人或本国人，都无所谓。不象有名气的乡村俱乐部，加入之前要通过资格委员会的审查。

如果你意欲购买股票，成为上市公司的股东，公司不能以任何理由阻止你；而一旦你成为股东，公司也不能以任何理由把你踢出去。

如果你持有迪斯尼公司的一股股票，你可以享受同持有100万股的股东相同的基本权利。

你会被邀请参加公司的年会，在那儿你可能坐在华尔街专家的旁边，听公司最高主管解释他们的经营策略。你会得到免费咖啡和热狗，以及在重大事情上投票的权利，诸如选举董事会成员等等。董事会成员不是迪斯尼的雇员，也不对公司老板负责。他们制定战略，并关注公司老板的工作。说到底，公司是为股东存在的，董事会就是股东利益的代表。

上市公司采用一股一票的形式进行表决，因此，如果你拥有一股股票，那么你这一票与持有100万股的股东投票相比，可以忽略不计。但是，公司对每一票都相当严肃。很多股东不会为了参加股东大会而中断自己的正常生活，千里迢迢来到加利福尼亚，因此公司为缺席的股东寄去选票。如果你忘了填，他们会提醒你。任何时候你觉得不喜欢公司的管理层、公司的政策或公司的发展方向，你都可自由地行使你的否决权——卖掉股票。

一年四次，你会收到公司的报告，告诉你公司现在干得怎么样，销售额进展情况，以及盈亏情况等。

每年一次公司寄出年度报告，对一年的情况作出详细总结。

大多数年度报告印刷精良，并有几页图片，看上去很像杂志。一开头是关于公司头面人物的个人资料，接着是一年大事的回顾，真正的内容是财务数字。这些数字有好几页，除非受过阅读财务报告的训练，否则这些数字会令你感到困惑和枯燥。你可以找一本好的会计教材来接受训练，这样，枯燥的数字会变得令人兴奋。这些数字是隐含许多信息的密码，学习一样“译码”技能能够为将来带来好处，还有什么比这更令人兴奋？

公司必须寄出所有报告，不能说忘了寄出一份。

公司不能取消年会，不能隐瞒事实。不论实情多么糟糕，他们必须报告整个形势，好的坏的都要说，这样股东能够全面了解情况。这是法律。如果装配线出了毛病，如果公司产品卖不出去，如果公司赔钱，或公司高级主管卷款而逃，或某人陷入法律纠纷等等，公司都必须如实通告。公司有意误导股东会受到严厉的处罚，当事人会被罚款或送进监狱。即使并非有意（这种情况比较多一些），误导股东的公司也会在股票市场上受到惩罚。如果大股东意识到他们没有被告知全部真相，他们就会立即抛售股票，大量抛售会导致股价急跌。

丑闻公布之后，股价一天之内跌去一半的情况并不少见。

如果某种股票一夜之间跌去一半，会使所有投资者感到困惑，也包括公司内部人士，从首脑到最底层的员工。公司首脑往往持有大额股份，因此为自己的利益着想，他们也会坚持如实通报而不是夸大其辞。他们知道真实情况迟早会公布于世，因为公司受到成百上千的股东的关注。

那个“肮脏”的词——利润

公司从事经营的基本目的只有一个，不论是上市的股份有限公司还是私人公司，不论公司属于一个人还是属于一百万人，

目标都是相同的：他们要赚取利润。

利润是扣除全部费用之后的剩余。

所有的经营，不论是通用电器、百事可乐公司，还是周末你在车道旁给人洗车，目的都是一个：利润。如果不是为了赚钱，你不会提着桶，拿着海绵站在烈日下。也许你喜欢洗车，但这并不意味着你愿意免费洗车。公司的股东也是如此，他们成为股东不是为了能够参加年会和收到年度报告，他们买公司的股票是因为他们期盼公司赢利并从中分享利润。

有一种错误的观念仍然存在，即认为谋取利润的人是贪婪的、险恶的，是对社会其他人的掠夺。因为任何时候某人的利润，都是别人的支出，这种观点在上一代人之前更为普遍，如今在少数人头脑中仍旧存在。

一个人的所得即是别人的所失，本质上是一种教条，在大学校园或其它什么地方还很时髦，以此来谴责资本家的发家致富。

英国 18 世纪伟大的经济学家亚当·斯密二百年前就写过一本名著《国富论》，人人都该读读这本书；只要我们有资本主义和利润的动机，斯密那只用来形容市场经济规律的“看不见的手”就会引导金钱流向最有效率的地方。

个人电脑是“看不见的手”起作用的一个例证。

当个人电脑出现，人们被它吸引的时候，一批新的公司形成了。其结果是它们能以更低廉的成本，制造出更好更快的电脑。激烈的竞争迫使成本维持在较低的水平，竞争也迫使很多公司退出角逐。但幸存下来的能以最低的价格生产最好的产品。

适者生存不仅是动物世界的规则，资本世界也是如此。

经营良好、利润增加的公司股票市场上会得到奖赏。公司经营得好，股价就会上升，这使投资者高兴，也包括持有股票的管理者和雇员。反之亦然，股价下跌令投资者愤怒，他们会给公司施加压力，迫使公司更换无能的经营管理者，恢复赢利。

赢利高的公司吸收投资的能力也强,随着额外资金的流入,公司有能力更新换代使自己变得更强大,更具有竞争力,形成良性循环。适者生存,弱者淘汰,这就避免了在弱者身上浪费更多的钱。随着实力较差的企业退出市场,资金逐渐流入较强的公司,并得到更有效的利用。

任何企业的雇员都应努力而为。

公司没有利润,他们就会失去工作。利润是成就的标志,它意味着某人能提供有价值的东西,别人愿意购买。挣到利润的人就有动力在更大的规模上争取成功,这就意味着提供更多的工作机会和更多的利润。市场经济不是赌博,富裕并不是靠使别人变穷而得到。当富人变得更富,穷人也比从前富裕。

增长

每个持股人都希望公司增长,这不是说规模更大,需得搬进更大的办公楼,虽然搬进更大的办公楼也是增长的标志之一。

这里的增长是指利润增加,公司今年比去年赚更多的钱,就象去年比前年赚得多一样。

当投资者讨论“增长”的时候,他们指的不是规模,而是赢利能力,即收益。

一家公司若能在一年内收益翻番会在华尔街引起狂欢,因为这种速度的增长实在是少而又少。规模大名气也大的公司一年能有 10~15% 的收益增加就心满意足,更有朝气的新公司可能会以 25~30% 的速度增长。但要记住,这是指的收益,只有收益才是股东需要的,才是引起股价上涨的原因。

假设你有一个朋友准备成立一支摇滚乐队,这个朋友需要钱来买些器材,于是他向你建议,你提供 1000 美元,他给你 10% 的乐队股份,你们两人就此签约。

在乐队开张之前,看起来你做了一笔愚蠢的交易,用 1000 美元换取乐队 10% 的股份,而他们的唯一资产就是用你那 1000 美元购买的扩音器。但如果乐队被某个当地俱乐部雇用,在每周五晚间的舞会上演奏,每周能有 200 美元的收入。现在乐队就具有了扩音器以外的价值:它开始有收益。你的 10% 的股份意味着每周 20 美元收入。如果乐队受到欢迎,收入增加到 400 美元,一夜之间收益翻倍,你的收入也增加到每周 40 美元。同时,你签的那份合约也不是白纸一张,如果愿意你可以出售合约。但如果你对乐队有信心,你就会保持你的股份。也许有一天乐队会非常成功,那时你这 10% 的股份会带来意想不到的财富。

买进迪斯尼、锐步或其它公司的股票跟你投资摇滚乐队是出于同样的原因,指望迪斯尼、锐步或其它公司增加收益,这些收益的一部分会以股价上涨的形式返回于你。这个简单的道理——股票价格与公司赢利能力直接相关——经常被忽视,甚至老练的投资人也忽视。观看行情接收器的人开始认为股票价格有其自身的运动规律,他们跟随价格的涨落,研究交易模式,把价格波动绘成图形,在本应关注公司收益的时候,他们却试图理解“市场”在做什么。如果收益增加,股价注定要涨,可能不会马上就涨,但终究会涨。而如果收益下降,可以肯定股价一定会跌。低收益降低公司价值,就像一支乐队失去了听众卖不出去唱片一样。

这是成功选股人的起点:找出在未来若干年能够增加其收益的公司。股票价格长期来看每年上升 8% 不是偶然的,因为一般公司每年能够增加 8% 的收益,加上你本来就有 3% 的红利。按照这样的假定,如果你投资一家有代表性的公司,机会对你有利。有些公司会做得更好,但一般而言,他们能增加 8% 的收益并付给你 3% 的红利,这样你每年的收益是 11%。

但是股票价格本身不会告诉你这笔交易是否有利。常听人说“我要避开 IBM 公司的股票,因为 100 美元一股太贵了”,这可能是因为他们没有 100 美元,买不起股票。但事实上每股 100 美元与 IBM 公司是否太贵毫无关系,每股 100 美元可能是廉价,也可能不是,这要取决于 IBM 的收益。如果 IBM 每股年收益 10 美元,市盈率只有 10 倍,在今天的股票市场上该算便宜。另一方面,如果 IBM 每股年收益 1 美元,市盈率 100 倍,那当然太贵了。

市盈率是个很复杂的题目,值得深入研究,这里指出几个值得注意的地方。

如果你考虑一大批公司,把他们的股票价格加在一起,然后除以他们的收益,就会得到一个平均的市盈率。在华尔街,道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数以及其它指数都做这方面的工作,叫做“市场乘数”。

市场乘数是个很有用的工具,可以告诉你在任何特定时间,投资者愿意为其收益付多少钱。

市场乘数上下浮动,但有一个范围,一般在 10~20 之间波动。1995 年的平均市盈率是 16,这意味着一般而言,股票既不便宜也不贵。

一般而言,公司能够增加收益越快,愿意为此付钱的投资者就越多。

因此朝气蓬勃的新兴企业其市盈率达到 20 甚至更高,人们期望从这些公司得到较大的回报,并愿意为此支付较高的价格。较老的、著名的公司其市盈率多处于中下水平,相对其收益而言,股价比较便宜。因为这些公司四平八稳,难得做出奇迹。有些公司稳定增加其收益——即成长型公司,另有一些公司收益不稳定,如循环型企业。汽车、钢铁等重工业往往在特定的经济条件下收益很高,他们的市盈率低于成长型企业,因其表现不稳

定，能赚多少取决于经济条件，这是难以预测的。

公司赚得多不等于股东受惠多，因此下一个大问题是：公司怎么用这笔钱？一般而言，可以有四种选择：

第一，把钱再投入经营，进行有效的自我投资。用赚到的钱开办更多的商店、建设新的工厂，使其收益增长更快；长期而言，这种做法带给股东更大的利益。增长迅速的公司可能用掉所有的赢利并获取 20% 的回报，这要比你我把钱存进银行的回报高得多；

第二，把钱浪费在公司的喷气机、豪华的办公室或高级主管的薪水上面，或者买下别的公司并把太多的精力转移到新公司身上。这种做法损害股东利益，毁掉本来是不错的投资；

第三，回购公司股本，减少在市场的流通股份。公司为什么要这样做？因为市场流通的越少，股票价值就越高。回购股份可能对股东非常有利，尤其是以较便宜的价格回购；

第四，公司可以支付红利，大多数公司都这样做。红利并非总是好事——支付红利意味着放弃自我投资的机会。然而，红利对股东是非常有利的。红利是公司鼓励你持股的方式，这笔钱直接送进你的口袋。如果你既想持股不变又需现金，红利正当其需。或者，你也可以用红利买进更多的股份。红利还有心理上的好处，在熊市或调整市场上，不管股票价格怎么变化，你仍能得到红利，这给你以心理上的支持，不会因为恐慌而抛售股票。成千上万的投资者专买支付红利的股票，如果你有此意，可以跟华尔街的研究公司——穆迪服务公司联络，穆迪公司的服务项目之一是把每年提高红利的公司汇编起来，名单登在《穆迪红利手册》上。

如何抓住能涨 12 倍的股票

如果你想对某种股票投资，必须了解公司情况。

很多投资者在这点上陷入困境，他们买进股票，却并不了解情况。于是他们跟踪股票价格，这是他们唯一了解的细节。

如果价格上涨，他们认为公司经营不错，而如果价格不动或下跌，他们就会厌烦或动摇，于是卖掉股票。

把价格与实情混淆起来是投资者犯的最大错误，导致人们在股灾或调整时抛售股票，因为那时价格最低，他们认为可能公司状况极糟。这使他们错过了在价格最低时增买股票的机会，而此时公司却是蒸蒸日上。

实情会告诉你公司内部发生了什么，这不是很容易了解得到的，有些实情了解起来比较难。如果公司有很多分公司，那么了解实情就更为困难。即使情况并不复杂，也未必就能得出结论。但有时形势很明了，普通投资者都能看出来，知道就会有令人激动的事情发生。

我们举两个不同时期的例子，1987 年，耐克；1994 年，强生。

耐克公司业务简单，生产运动鞋。

了解耐克有三个关键问题：第一，耐克鞋今年的销售量是否超过去年？第二，它的利润率高吗？第三，明年能不能卖出更多的运动鞋？后年呢？1987 年，投资者从季度和年度报告中可以得到一些明确的答案。

自 1980 年上市以来，耐克股票弹性极大，从 1984 的 5 美元跳升至 1986 年的 10 美元，然后又跌到 5 美元，1987 年再次弹升至 10 美元。看看周围的情况，就会明白运动鞋市场的前景再好不过了。人人都穿这种鞋，甚至小时候没穿过这种鞋的成年人也不例外。运动鞋各种各样，网球鞋、跑步鞋、篮球鞋……你

还能说出不少名目。很明显运动鞋的需求正在增长，而最大的供应商就是耐克。

但耐克当时却身处困境，销售额、收益以及预期销售额都在下降，这是令人沮丧的，所有收到 1987 年第一季度报告的股东都发现了这一点（同许多公司的习惯一样，耐克的财务年度从 6 月份开始，所以 1987 年的第一季度在 1986 年 8 月结束）。第一季度销售额下降 22%，收益下降 38%，“期货”（订单）下降 39%，这不是买进耐克股票的好时机。第二季度的报告在 1987 年元月 6 日寄出，跟第一季度一样糟糕；第三季度的报告也好不到哪儿去。然后，在 1987 年 7 月收到的第四季度报告和年度报告，显露一线生机。销售额仍在下降，但只下降了 3%；收益仍在下降，但订单增加了，这意味世界各地的商店要买更多的耐克鞋。如果这些商店认为卖不出去，他们是不会订购这么多的。

阅读耐克的年度报告，你会发现尽管几个季度的收益都在下降，但公司的赢利仍然可观。

因为生产运动鞋是低成本行业，不象钢铁工业须得建造和维护费用昂贵的工厂，做运动鞋只需要一间大房子，一组缝制设备以及相对而言比较便宜的原材料，耐克公司有大量现金，财务状况良好。

当翻开 1988 年第一季度报告（截止 1987 年 9 月），你几乎不敢相信自己的眼睛：销售额增加了 10%，收益增加了 68%，订单增加了 61%，耐克转运了。实际上这轮好运持续了 5 年多，连续 20 个季度销售额与收益持续增炒。

铸在 1987 年 9 月，你得为股票的价格操鹑：它一下子就从 7 美元窜到 12.5 美元。

股票价格在随后的股灾逐大又幅下滑。

如果你静观其变，这次你走运了。

那些把价格与实情混淆的投资者抛掉了所有股票，包括

耐克。

他们听到最新的评论预言世界性的金融市场崩溃,在这纷买嘈杂之中,你保持了冷静的头脑,因为你知道耐克的实际情况正越来越好。

股灾给你一份赠礼:以低价买进更多耐克股票的机会。股价在股灾中跌到 7 美元,并在这个价位盘整了 8 天,所以你有足够的时间给你的经纪人打电话。从这时开始,耐克股票开始了持续 5 年的上升,同时公司的情况也越来越好。到 1992 年底,耐克股价达到 90 美元,是 1987 年你买进价的 12 倍!即使你错过了在股灾后以 7 美元价格买进耐克,你仍可以在 3 个月、6 个月或一年之后买进,你收到的季度报告继续显示公司状况极佳,这样,虽然你的钱不能翻 12 倍,但也可以翻 10 倍、8 倍、6 倍。

强生的实情一目了然,任何投资者都能了解的更近的例子是强生股票。不需要任何特别的才华,如果你看过它的 1993 年的年度报告,就可以得出跟彼得·林奇同样的结论:投资这家公司。

1993 年的年度报告在 1994 年 3 月 10 日寄出。首先注意到的是印在报告内封里的该股票过去几年的价格曲线,从 1991 年底的 57 美元连续下降,现在的价格是 $39\frac{5}{8}$ 美元。这么好的公司,股票却在上升的市场里表现这么糟,你会怀疑什么地方出了差错。想从年度报告中找出点坏消息,看到的却都是好消息,收益连续 10 年稳定上升,已经翻了 4 倍,销售额也稳步上升。

公司在报告中提到他们已经连续 10 年提高股票红利,实际上公司已经 22 年提高红利,或许强生公司想做个谦谦君子。

报告第 42 页可以看到公司的生产能力提高了,1983 年,强生公司有 77400 名员工,制造并销售价值 60 亿美元的产品;1993 年,有 81600 名员工,制造和销售价值 140 亿美元的产品。产销额增加一倍多,雇员人数只增加 4200 人,由此可见,强生公

司生产效率提高,成本下降,公司的工人更有效地利用了时间,为公司股东以及他们自己创造出更高的价值。

很多工人持有股票,即使没有股票,随着销售额和利润的增加,他们的收入也增加了。

从报告第 25 页和 42 页可以看到,公司一直在回购其股份:1993 年回购 300 万股,10 年中共回购 1.1 亿股,为此花了几十亿美元。

股份减少意味着每股收益增加,引起股价上涨。

报告第 29 页的平衡表显示公司现金及可流通证券超过 9 亿美元,公司总价值 55 亿美元——总资产。公司长期负债 15 亿美元,比例适中;从这张平衡表来看,强生公司绝无关门之虞。

也许你想从报告中挑出点毛病。会不会强生公司没有为将来准备好应对之道呢?报告封面的标题否定了这个疑问:通过新产品获得增长。正文中有详细数字:1993 年 34% 的销售额来自最近 5 年内面世的产品。在报告第 42 页可以看到公司 1993 年投入 10 多亿美元用于研究和开发,相当于销售额的 8%,用于研究和开发的预算在 10 年内翻了一倍。很显然,公司正实施以新产品求增长的计划,他们没有打瞌睡。

我们来比较一下公司的收益与股票的价格。

1994 年预计每股收益 3.10 美元,1995 年是 3.6 美元,相应的市盈率分别为 12 和 11 倍。未来收益总是很难预测的,但强生公司过去的可预测性极高。如果这个结果是正确的,那么它的股票非常便宜。此时股票市场的平均市盈率是 16 倍,而强生公司比一般的公司要强得多,强生欣欣向荣,诸事顺遂,收益增加,销售增加,前景看好。但其股价却下滑到 39⁵/₈ 美元,就在收到报告的几个星期内又继续下滑到 36 美元。这种情况令人难以置信,结论只有一个:公司什么地方出了毛病引起股价下跌。

公司本身没有问题,毛病出在“医疗改革恐惧症”。

1993年,国会正讨论各种医疗改革方案,其中包括克林顿政府提出的方案。投资者担心如果克林顿的方案成为法律,医疗保健业会受到伤害,因此他们抛售强生以及其它医疗保健公司的股票,整个行业都在挣扎。如果克林顿方案出台,部分担心会成为现实。即使这样,强生公司相比其它典型的医疗保健企业受害较小。从报告书第41页可以看到,公司50%以上的利润来自香波、浴液等日常消费品,与医药无关。克林顿的目标只是医药,不论从哪个方面看,强生公司受到的影响是有限的。

只需花上20分钟阅读其年度报告,就可以相信强生股票395/8美元的价格实在是便宜。

强生公司的情况并不复杂,你不需要是位职业炒手或者毕业于哈佛商学院就能明白。这是很简单的形势:股票价格下跌而公司的基本面正在好转。

同耐克的例子一样,你勿需急着买进它的股票。

彼得·林奇1993年底在《今日美国》上撰文推荐强生股票,当时股价是44⁷/₈美元。1994年春,路易斯·鲁克塞尔在《华尔街周刊》上再次推荐,当时股价是37美元。虽然我推荐之后股价又跌了7美元,但这没有关系。最新的季度报告告诉我,公司的销售额、收益都在上升,情况越来越好,这是低价买进更多股票的大好时机。我在1994年中再次公开推荐强生股票,这时股价又弹回到44美元,但仍然是很便宜的。到1995年10月,股价上升到80美元,18个月之内翻一倍。

第七章

看不见的手

——谁是有钱人？他们是如何致富的？
《福布斯》首富排行榜剖视——华伦·巴菲特，靠
炒股成为美国首富的人；你对炒股的前景还有
疑虑吗？——亿万富翁的秘诀：全心全意做自
己的事，不为成功所惑——企业历史：可口可乐
的故事——英雄们：企业家是真正的英雄。

如果你发现喜欢做的事并全力以赴，金钱自然会来。最终，你有足够的钱过上舒服日子，手拿一杯饮料坐在游泳池边。但你也许不会那样，你会觉得坐在办公室里工作有无穷乐趣。

这里给投资者一个有用的忠告，要像猎犬一样专心致志，心无旁骛直到证据出现在你的鼻子下面。

谁是有钱人？他们是如何致富的？

每年《福布斯》杂志都要刊登美国最富有的 400 人名单及其简介，在企业界人士中非常流行，读起来很有意思。你可以知道这是些什么人，是什么使他们致富，以及这个国家多年来的变化。

1982 年《福布斯》首次登出这个名单。当时的首富是唐纳德·克·路德维格，一位船王。其次是保罗·盖提，他是最古老的方式得到的财富：继承遗产。前 10 名中有 5 人来自亨特家族，他们是得克萨斯的石油富翁。

12 年前的名单上很多人出自洛克菲勒或杜邦家族，还有弗里克、惠特尼、梅隆家族——都是可以追溯到 19 世纪的大家庭。“继承遗产”这个词在简介中出现的次数不低于 65 次，65 位继承人中至少有 12 位控制着家族企业。

1993 年的名单上继承遗产的人数比 1980 年少多了，说明美国财富分配有所变化。第一，保住财产并非易事，即使亿万富翁也不容易。遗产税拿走一大块，除非继承人谨慎明智地投资，否则会让他们祖先赚钱的速度把钱耗掉；第二，美国仍是机会之邦。精明的年轻人如微软公司的比尔·盖茨，可以在《福布斯》的名单中凌驾于巨富洛克菲勒、梅隆、盖提、卡耐基之上。

在 1993 年的名单上，位居盖茨之前的只有华伦·巴菲特，他靠选股成为资产百亿的富翁。巴菲特是历史上第一个靠选股成为首富的人，他的策略很简单，没有诡计，没有花招，不玩市场游戏，只是买进好公司的股票然后一直持有到它不再有生气。但结果却是令人振奋：40 年前巴菲特开始选股生涯时如果你在他那里投资 1 万美元，现在就值 8000 万。绝大多数收益来自耳熟

能详,人人可买的股票;可口可乐、吉列、《华盛顿邮报》等。

如果你对炒股的前景还有疑虑的话,再看看巴菲特的纪录吧。

如果把杜邦家族看作一个人,那么,1993年《福布斯》名单上只有43人是靠继承遗产成为巨富的。

我们看到昨日巨富的后代越来越少,而霍拉肖·阿杰斯这样的人却越来越多。

霍拉肖·阿杰斯出身寒微,靠勇气、运气与头脑逐步登上今天的地位。

哈里·赫姆斯利——里奥娜的丈夫、多家酒店的老板,起初只是一家房地产公司收发邮件的职员。

戴维·吉芬,音乐界巨富,曾经在威廉·莫里斯公司的收发室工作。

雷·克罗克,麦当劳的创始人,是一位旅行推销牛奶搅拌器的推销员。

山姆·瓦尔顿,沃尔—马特连锁店的创始人,起初是J·C·彭尼公司的培训员。

罗斯·佩罗原是IBM的推销员。

卡提斯·雷罗伊·卡尔松,邮票交易大王,一位瑞典移民、杂货店主的儿子,曾经为一家公司卖肥皂,每月挣10美元;以50美元贷款开始创建了金邦邮票交换公司。

在400位最富的人中,有退学经历的数目惊人。

从比尔·盖茨开始,他从哈佛退学;接下来是克尔克·克柯里安,一位种水果的拉丁美洲移民的儿子,高中退学;雷斯·威克斯勒,法学院退学;吉芬,大学退学;保罗·阿伦,从华盛顿州立大学退学;特德·特纳,从布朗大学退学后来又返校重修;劳伦斯·吉·爱立森,从伊利诺斯大学退学;戴维·霍华德·默多克,高中退学;

约翰·理查德·辛普罗特,八年级退学……但不要因为这些人曾经退学,于是你也退学。他们开始工作的时候,没有大学文凭也能找到一份不错的工作,现在几乎不可能。此外,他们每人都已掌握了所需的基本技能,他们不是为了逃避功课而退学,他们退学是为了创办公司或追求自己的兴趣。

目前这个时代可以有无数种途径使你成为亿万富翁,任何行业都有可能。一些值10亿美元的创意来自地下室、车库或小城镇的商店门前,并且是从很微不足道的投资开始起步。

电脑巨人惠普公司就是从戴维·帕卡德家车库里价值538美元的电子元件发展起来的。

阿姆维公司从一间地下室开始,在这里,理查德·马尔文·德沃斯与杰伊·范·安德尔用他们从底特律一位化工技术人员那里买来的配方生产肥皂。

400位首富中,只有31人从房地产业发迹;只有18人来自石油业,因此保罗·盖提的名言“早起步,玩命干,采石油”已经过时。

有几位是从经纪公司或基金公司起步的,另有约30人从新闻媒体发迹,至少20人与电子和电脑有关。

1982年400名首富与现在首富最大的区别,是他们拥有财富的规模。那时,如果有1亿美元就可以榜上有名,但现在即使有3亿美元也仅能刚刚入选。从排在前面的名单来看,现在有25人的财产净值超过20亿美元,而在1982年仅有5人。

也许菲茨吉拉德的名言“富人与你我有别”是对的,但从《福布斯》名单上找不出证据。

有钱人也是形形色色,各不相同:高的、矮的,胖的、瘦的,漂亮的、丑陋的,高智商的、智商平平的,奢华的、俭朴的,吝啬的、慷慨的。很多人成为巨富之后仍保持从前的俭朴习惯,数量之多令人吃惊。

山姆·瓦尔顿，沃尔—马特的亿万富翁，口袋里的零钱足以买下一队豪华轿车，却开着一辆老掉牙的雪佛兰牌车。他可能去过巴黎、伦敦、罗马或其它《富人的活法》中描写的地方，但他却跟妻子一起，住在阿肯色州一套两居室的房子里。

华伦·巴菲特也是不为成功所惑的人，仍然住在内布拉斯加州的奥马哈，仍然喜欢读书和桥牌。

戈尔顿·阿利·摩尔，金童半导体公司的创始人，英特尔公司的创始人之一，仍然每天开着他的小货车去办公室。

这样的例子不胜枚举；他们靠自我奋斗成了百万富翁、亿万富翁，仍然过着俭朴的生活，避免抛头露面。他们富甲天下，仍然每天长时间工作。“生活安宁”、“躲避媒介”是《福布斯》描述这些富翁时常用的词。

这些人仍然做着当初给他们带来成功的工作。

如果你发现喜欢做的事并全力以赴，金钱自然会来。最终，你有足够的钱过上舒服日子，手拿一杯饮料坐在游泳池边。但你也也许不会那样，你会觉得坐在办公室里工作有无穷乐趣。

可口可乐如何起步的

上帝并没有说过“来个可口可乐吧”，造物主与可口可乐毫不相干，除非你认为上帝在约翰·史蒂兹·佩姆伯顿出生的时候就有这个念头。

佩姆伯顿 1869 年从佐治亚州的哥伦布来到亚特兰大，在他的年龄足够让人放心的时候，进入专利药品行业。

那时人们还不太相信广告，也没有食物及药品管理局监督产品。因此，也就没什么东西能够阻止佩姆伯顿，他在家用浴盆内把各种成分饮料（主要是酒精）混合起来，分装瓶中，然后作为一种灵药拿去销售。

当时的专利药品差不多都是这样制成的。

佩姆伯顿的饮料是多种成分的混合物,标签上说明这是一种“脑兴奋剂,能够治疗各种神经症”。在推销中,佩姆伯顿宣称这种饮料可以治疗头疼、歇斯底里症以及忧郁症,并可以使人情绪良好,这就是最初的可口可乐。

佩姆伯顿第一年花 373.96 美元作宣传,但只售出 50 美元的饮料,消费者并不相信他的故事。5 年后,他们仍然不买这种饮料,佩姆伯顿也懒得去说服他们,于是他把配方连同设备一起卖给一位亚特兰大的药剂师,阿沙·坎德勒,坎德勒总共花了 2300 美元。

坎德勒是个宗教徒,他从配方中剔掉了酒精及可可叶。这样,到 1905 年,可口可乐就成了完全不含可卡因的饮料。这是件好事,因为 1914 年起吸可卡因成为非法,如果不改配方,喝可乐的人就要进监狱。修改后的可口可乐配方是本世纪保护得最好的秘密,目前仍然安全地存放在佐治亚信托公司的保险库里。

坎德勒改了标签,把“脑兴奋剂”、“能治疗各种神经症”之类语意含糊的词去掉了。1916 年,他发明了曲线型的瓶子,现在是全世界都认可的可乐标志。1916 年,国会对企业开征新的税目,坎德勒极为愤怒。为了免交更高的税款,坎德勒把公司以 2500 万美元的价格卖给亚特兰大银行家欧内斯特·伍德鲁夫,他的儿子罗伯特成了可口可乐总裁。

伍德鲁夫接手不久就把公司变成公开上市的公司。

1919 年,他们以每股 50 美元的价格发行 100 万股。这是个曾令很多股东失望的股票,尤其是可乐的生产成本提高价格上涨之后,愤怒的销售商们提出抗议并威胁要取消合同,可乐的销量大减,公司濒于破产。

感谢罗伯特·伍德鲁夫的严格削减成本计划,可口可乐公司终于坚持到 1929 年的大萧条。

大萧条是绝大多数公司的灾难,但却帮了可口可乐的忙。

虽然人们口袋里的钱很少,出门没有新衣新鞋等等,但他们仍然喝可乐。这里给投资者一个有用的忠告,要像猎犬一样专心致志,心无旁骛直到证据出现在你的鼻子下面。30年代的经济很不景气,但由于可口可乐赢利很高,它的股价从1932年的20美元涨到1937年的160美元。想想你的钱翻了8倍,而周围的人却以为世界末日即将来临!

就像在大萧条的灾难中受益一样,可口可乐从另一次灾难——第二次世界大战中也受益匪浅。世界各地的人们看到美国大兵喝可口可乐,于是他们决定模仿,美国士兵成了有史以来最有效的免费商业广告。

战后可口可乐成为第一批跨国公司,可口可乐的标志出现在六大洲的墙上和建筑物上,成为美国生活方式的标志。俄国人对此很恼火(70年代他们跟百事可乐签了合同),我们同俄国彼此成为对方的导弹目标,但他们却担心着一种软饮料的进攻;甚至在法国,共产党也试图抵制可口可乐。

要想充分享受可口可乐股票的好处,你得有耐心持股20年,直到1958年股票价格再次飞升。1958年5000美元的可口可乐股票到1972年价值10万美元。一生中有几次机会在14年里把5000美元变成10万美元?除非你中了大奖或做别的非法勾当。

在1972年的股灾中,可口可乐股票同其他股票命运一样,下跌了63%并且3年内没有动静。直到1985年,耐心再次得到奖赏,股价再度飞升,可口可乐股票使你1984年的5000美元变成1994年的5万美元。

伍德鲁夫时代在50年代中期结束,他退休了。他把自己的一大笔钱捐献给医药、艺术及爱默里大学;他也捐赠土地在亚特兰大建起了疾病控制和预防中心,并捐赠给亚特兰大艺术中心

一笔不少的钱,虽然他从不喜欢去博物馆或听交响乐。他的许多捐赠都是匿名的,但人们都知道是伍德鲁夫捐赠的——在亚特兰大还有谁这样富有、这样慷慨?亚特兰大人爱叫他“无名先生”。

罗伯特·贡塞塔 1981 年接管可口可乐帝国,他与前任总裁堂·柯夫一起组建了一支惊人的队伍,把可口可乐的国际销售发展到新的高度。195 个国家的人民像喝水一样喝可口可乐,考虑到世界水资源供应紧张的现状,也许喝可口可乐更好一些。

英雄们

在学校,我们讨论哈姆莱特是英雄还是懦夫,李尔王是愚蠢还是贪婪的女儿的牺牲品,或者拿破仑是一个伟大的将军还是掠夺土地的暴君。但我们从来没有讨论过山姆·沃尔顿是英雄还是恶棍;山姆·沃尔顿创办沃尔—马特公司而致富,是好事还是坏事?迪斯尼公司的迈克尔·艾斯勒又如何?他是一头有钱的猪还是公司的救星?

橄榄球星乔·蒙塔那是全国知名的人物,被奉为神明。毫无疑问,他作出了贡献,但蒙塔那与山姆·沃尔顿或李·亚科卡相比,谁是英雄?谁创造了更多的工作机会?

亚科卡没有像乔·蒙塔那那样买下一支负债累累的球队,但他使克莱斯勒公司起死回生。

克莱斯勒濒临绝境的时候,不仅 115948 名工人有失业之虞,而且向克莱斯勒供应轮胎、铅、钢材、汽车玻璃、真皮座椅等等的工厂也要被迫解雇工人。亚科卡挽救了克莱斯勒,也挽救了至少 30 万份工作。乔·蒙塔那挽救了多少份工作机会?

蒙塔那能够吸引球迷到现场看比赛,间接帮助了售票员、叫卖热狗的小贩,这当然是好事。但亚科卡保住的工作不是卖热

狗之类,其中很多是高技能职位,每小时工资 20 美元。30 多万收入不低的工人应该感谢亚科卡给了他们工作,帮助他们维持家庭,送孩子上大学。

商业巨子杰克·威尔赫是不是比一位著名的节目主持人更重要呢?罗伊·瓦格洛斯,这位帮助默克公司开发多种新药的博士,是不是比好莱坞影星朱迪·弗斯特、戴安娜王妃或 NBA 明星沙奎勒·奥尼尔更重要呢?如果来一次投票,我会投威尔赫和瓦格洛斯的票。

美国的公司领导人并不是金钱掠夺者,他们的主要目的不是为了有自己的私人飞机,好去世界各地玩高尔夫球。

雷德·史密斯不是因为缺钱才创建联邦捷运公司,史密斯当时已经很富有。他这么做是为了挑战,是要创建一个效率高于邮局的邮政系统,史密斯的成功使邮局的服务也大为改观。由于这些人最终都拥有大量的财富,所以常常被当成恶棍,与抢银行的或诈骗犯联系在一起。不少人以为这些人从公司给自己开一张 1000 美元万的支票然后扬长而去,随意开销,而这些钱并不是他们自己的钱;这是一些人看不起公司领导人的主要原因。

多数情况下,大公司领导人的财产主要来自于持有公司的股票,级别越高,以股票代替现金作为收入的可能性就越大。主管人员一般都有“选择权”,使他们能够以特定的价格买进更多的股份。

但主管人员的这些好处,只有在公司经营良好、股票价格上涨的情况下才能得到。如果公司经营不善,股价下跌,他们会损失一大笔钱,还不如拿一笔现金收入。

以股票作为收入使公司领导与股东站在同样的立场,当他们从股票中赚大钱的时候,其他投资者也从股票中获利,这是双赢游戏。同此,当迪斯尼公司总裁迈克尔·艾斯勒从他拥有的迪斯尼股票中赚到 5000 万美元时,你不该抱怨而应该欢呼,因为

这意味着迪斯尼公司在他的领导下正日益兴旺,股票价格持续上涨,大大小小的投资者都得到了好处。

我很乐意打赌艾斯勒这样做并非为了钱。像大多数他这个级别的人一样,他已经很有钱,但他仍然每天工作,为什么?因为他喜欢挑战,喜欢在竞争中获胜,经营企业需要悟性、勇气和精明。装配线上可能千篇一律,但董事会或办公室里却并非如此。

在给邮局一个教训的同时,弗雷德·史密斯和他的联邦捷运公司也创造了就业机会。所有我们的公司英雄都创造了就业机会。

我们并不是总能听到创造就业机会,相反,我们经常听到的是失业。

从过去几年的报纸上看,你会认为美国已经没有工作机会了。每次翻开报纸,就会看到又一家大公司裁员;记者并没有深入挖掘题材背后的内容。美国最大的 500 家公司在 80 年代裁员 300 万,90 年代也是同样。

裁员对失去工作的人自然是痛苦的,但对整个国家来讲并不是危机。从更大的范围来看,裁员是有益的。多数情况下,裁员是逐步进行的:某人退休后该职位不再补缺。但这些裁员有一个目的:使公司更有竞争力,能够应付未来的挑战。如果那 500 家大公司没有在 80 年代里裁员 300 万,那么,越来越庞大的工资单就会毁掉公司,使他们不能与效率更高的对手竞争。因此,如果没有进行这样的裁员,我们也许会失掉 1000 万或 1500 万个就业机会,国家也许会重新陷入另一次大萧条。

重建竞争能力的浪潮可以追溯到 1982 年,我们刚刚经历了二战以后最严重的衰退。在这次大危机中,公司的领导人作出一个有历史意义的决定,他们决定改变以往的经营方式。

1982 年以前,公司在经济循环中蹒跚前进,繁荣时期增加

工人,萧条时期减少工人。经营不好的时候逐步减压,先是消除加班现象,然后是年纪较大的工人提前退休等等。1982年之后,各类公司都致力于提高效率,华尔街称之为结构重组、规模适当、缩减规模、或“减肥”。

不管叫什么,它意味着降低成本,提高生产率;不仅是为了渡过萧条,而且会使公司更有竞争力、利润更高。

以强生公司为例,它有将近30年收益持续增长的纪录。过去,它不会把规模优化放在优先的位置考虑,但在“减肥”潮中,即使强生这样强有力的公司也认识到必须采取措施控制成本,同时继续开发新产品;这就是为什么过去15年中公司利润率大幅提高,股票价格也上升到前所未有的高度的原因。

跟1982年相比,与美国现在更健康,这与公司经营方式的转变密不可分,包括裁员以增加竞争力。

媒介没人注意到这一点,他们仍然认为公司领导人忙于打高尔夫球。

各公司并没有因此而自满。今年可能收益不错,但他们操心的是10年后会怎样。

泛美、东部、班尼夫是三家著名航空公司,相继倒闭,各公司不想步其后尘。

让公司更有竞争力并非注意关灯以节约用电之类的事情。比如说,某公司投资1亿建一个新厂,使用与旧厂同样的劳动力可以增加15%的产出。这额外的15%能帮助很多人,公司可以拿出5%给员工加薪,让员工满意;可以削减5%的价格,让消费者满意;可以增加公司的利润,让股东满意。当然,这15%可以作不同的划分,重要的是公司竞争力增强后会有多方面的好处。

提高生产力的另一途径,是以较少的失误制造更好的产品。

较少的失误意味着顾客较少的抱怨,较少的道歉电话以及较少的换货、维修费用等等。如果企业能把失误比率从5%降

到 0.5%，就可以省出大量的时间和金钱。

美国企业界另一支重要的力量是中、小企业。

没人能够精确地算出小企业提供了多少工作机会，但我们知道 80 年代共有 210 万家新企业开张，其中有大有小，有成有败。如果平均来看，假定每家小企业雇佣 10 人，总数即为 2100 万人，是 10 年间大企业裁员总数的 7 倍。

在 210 万家企业中，有一部分佼佼者最终成为上市公司，他们的成长速度惊人地快。1985 年，最好的 25 家新企业销售总额为 3100 万美元，不到爱克森公司销售额的一半，IBM 公司 1985 年的收益是这 25 家公司收益总和的 4 倍。10 年之后，他们的销售总额是 2250 亿美元，雇佣 1400 万名员工。

1975 年，迪斯尼还只能算个小企业，今天，它已是巨人。

它的创始人瓦尔特·迪斯尼是迪斯尼公司的超级英雄。迈克尔·艾斯勒也是。特爱罗公司在 1985 年是一家中型企业，但今天的销售额已经超过吉列，雇佣人数比固特异轮胎公司多 2,000 人。阿姆根公司 1975 年还不存在，1985 年公司人数不到 200，但今天产值已达 20 亿美元，1995 年的收益超过 3 亿美元，公司的英雄是乔治·本·莱斯曼和戈尔登·宾德。

这使我们看到了英雄的重要性。

IBM 是计算机工业的庞然大物，但至少 20 年来缺乏英雄的领导。公司在信息服务方面的优势输给了佩罗的公司，软件方面则败在微软公司手下，微处理器不敌英特尔，个人计算机的头号霸主地位让给了康柏公司。国家的繁荣有赖于小企业变成大公司并日益强大，如果我们这 25 家小企业停滞不前，其结果是就业机会的不增长甚至失业增多。

在美国，我们应该为小企业的上升和大企业的兴旺这样的完美组合而感到幸运。在欧洲你找不到这样的组合，他们缺少小企业。我们有如此之多的成功故事，如果开列出来名单都会

占好几页,把名单缩小到 25 家是很困难的,很多优秀的公司被剔掉了。我们可以轻而易举地列出 250 家小公司的名单,他们在过去 20 年中都有卓越的表现。

这份英雄公司的名单对你如何投资赚钱是很好的示范。

投资大、小企业都能赚钱,但如果你专注于小企业,你可能干得惊人的好。

在我们开列的英雄公司名单上,大公司中有 3 家股价翻了 10 倍:美国国民抵押协会、吉列和可口可乐。

而在 1985—1995 年期间,小企业中股价翻 10 倍的有 6 家,翻 25 倍的有 3 家,翻 40 倍到 50 倍的有 3 家。你可以看到阿姆根公司的股价从 1.36 美元涨到 84 美元,奥拉克勒股票从 0.83 美元涨到 42 美元,康柏股票从 1.09 美元涨到 50 美元,这是惊人的涨幅。你还可以看到,为什么在股市上并不需要永远正确。假如你有 10 家小企业的股票,其中 3 家其销售额从 4000 万降到零,股票价格从 20 美元跌到零,而同时有 1 家公司其销售额从 4000 万上升到 8 亿,股价从 20 美元上升到 400 美元,那么,这 1 个大赢家的收入足以抵你的损失。

第八章

理解数字：如何读懂财务报告

——选股人应该学点会计知识——范例设计：巴克雷与康普斯皮克公司——资产负债表、损益表、现金流量表解读：数字背后的故事——历史上最快速简明的会计培训。

公司高级主管必须得刻作这样的判断,如果他们轻视研究或者不更新其厂房、设备,他们就会冒被竞争对手打败的风险。另一方面,如果他们砍掉资本及研究费用,短期内公司收益会大大增加。多数情况下,高收益会刺激股价上涨,博得股东欢心;而由于没有把钱花在更新设备上面,公司可以宣布提高红利,进一步获得股东的拥护。但如果公司丧失了优势,竞争对手逐渐占领了市场,这种欢心和拥护只是短命的。公司的销售额会下降,收益会下降,股价也会下降,不久之后,公司也许不能支付一分钱的红利。

在商业中，一个数字抵得上 1000 文字。不管公司主管在年度报告正文中讲些什么，报告后面的数字会给你详细的、深刻的印象的信息；如果选股成为你的爱好，你最好学点会计知识。

为了帮助你读懂财务报告，我们设计了一个范例，在标准的财务报告中你会看到完全相同的格式。

我们假设一个叫巴克雷的人开了一家名叫康普斯皮克的公司。

巴克雷是一位来自硅谷的科学家，利用业余时间发明了一种叫做“交互界面”的装置，可以帮助计算机用户处理文字指令——诸如开、关、拷贝等。他把自己的车库改装成实验室兼工厂，制作出这套设备。

我们看看他的财务平衡表(资产负债表)，资产负债表列出公司所拥有的一切，和公司所欠的一切。我们把这个表叫做平衡表，因为它们总是平衡的。标准的平衡表分成左、右两栏，左边是资产，右边是负债。康普斯皮克公司的起动资金是 10 万美元，是巴克雷以自己的房子作抵押向银行借来的，他把这笔钱投资于他的新办公公司。在第二天的平衡表流动资产栏下有两个项目：现金：5 万；厂房、设备(固定资产)：5 万；巴克雷购置设备用掉 5 万美元。迄今，巴克雷还没有工厂，因为他是在自家的车库里工作的。

接下来是折旧。

折旧来自于厂房、办公楼、设备、桌椅等资产由于时间造成的价值损失，企业可以扣除这部分价值损失，未开发的土地不能折旧。国际会计师协会制定了一套对所有物品从打字机到折叠床的折旧标准，建筑物通常可以在 20 ~ 25 年中折旧完毕(注销)，其它如机器、电脑等等折旧期限短得多——视项目不同从 3 ~ 15 年不等。第二天的平衡表显示，累计折旧一项没有内容，

这是因为巴克雷还没有进行折旧。

现在我们看看平衡表的下半部分，流动负债栏。这是公司负债情况，在第一天，康普斯皮克公司没欠别人一分钱，巴克雷的 10 万美元银行贷款是他个人的——他以房子为抵押的贷款，公司负债为零。

流动负债下面是权益。公司获得权益的途径有两种：销售股票或从经营中赚钱。第一天，康普斯皮克没有从经营中赚钱——注意公司的保留收益为零，所以它唯一的权益是巴克雷投资的 10 万美元，即已投入资本。

再往下是负债及股东权益，这是总付债、已投入资本及保留收益的总和。

接着是流通在外的股份，当巴克雷向公司投资 10 万美元时，他给自己发行了 1 万股份，这样每股价值 10 美元，显示在第一天的账面价值栏下。这是巴克雷自己的决定，他也可以给自己发 1000 股票，每股价值 100 美元。

看过第一天的情况之后，我们来看看以后的进展。

先看看第一年年底的情况，在流动资产栏下，我们看到公司现金只剩下 25000 美元，巴克雷把其它的钱用在业务经营及产品制造上。现在有应收帐款 19500 美元，这表示巴克雷的某些主顾已经购买了他的产品，但尚未付清帐单。这 19500 美元是属于公司但尚未收到的钱，是顾客欠公司的钱。

接下来我们看到有 3 万美元存货，这表示有价值 3 万美元的产品躺在巴克雷的车库里尚未卖出去。未卖出去的商品作为资产计算，虽然不能保证巴克雷一定能按正常的价格把这些货卖出去。

固定资产栏下我们看到累计折旧 1 万美元，巴克雷已经“注销”了价值 1 万美元的设备。他花了 5 万美元购置这些设备，现在登记的价值只有 4 万美元。由于折旧，他能享受扣除 1 万美

元所带来的税收方面的好处。因为他的设备属于高淘汰性质，所以按照国际会计师协会的规定，他可以每年扣除 20% 的折旧。在负债栏，我们看到有 1 万美元的应付帐款，这是巴克雷欠别人的钱，表示所有他尚未付清的帐单：电话费、水电费、原材料供应商的钱等等。

在权益栏下，我们看到保留收益有 4500 美元，这是巴克雷从第一年经营中获得的利润，公司现在的权益总值 104500 美元，包括巴克雷最初投资的 10 万美元，加上公司经营收益 4500 美元。巴克雷对他的利润有处置权，他可以把这 4500 美元作为红利装进自己口袋。但他没有这样做，而是把钱再投进公司以获得业务增长，这是为什么把这些收益称作“保留收益”的原因。

巴克雷的公司现在价值 104500 美元，因为巴克雷给他自己发了 1 万股票，所以现在每股价值 10.45 美元，即“每股权益”或“账面价值”已是这个数。

再往下看，第二年及其以后的数字表明康普斯皮克公司业务扩大，销售额增加存货及应收帐款也都增加了。

在第二年，我们看到一个新的项目，银行负债 121000 美元，这次巴克雷不是以私人名义而是以公司名义从银行借的钱。康普斯皮克公司需要这些钱以应付规模的扩大：新的设备、更多的存货、新的工人等等。你有没有注意到银行负债没有列在权益栏下？银行给公司贷款，但并不是公司的所有者。巴克雷仍然拥有全部的 1 万股份，经过两年赚的钱没有取出来之后，他现在的权益总值为 114500 美元。

经过 5 年的发展，公司已有现金 18 万美元，加上其它项目公司总流动资产 744500 美元。

在固定资产栏下，我们发现巴克雷增加了这方面的支出，第二年年末固定资产总值 12 万美元，到第 5 年年末迅速上升到 50 万。巴克雷一定是离开了自家的车库，在别的地方建了一个

小工厂,并且安装了新设备。同时他的折旧也增加了。不同类型的企业有不同水平的资本费用,例如钢铁厂费用庞大,而油井在开钻之后的资本费用很小;广告公司几乎不存在资本费用,他们所需要的只是一间办公室和几张桌子。巴克雷的资本费与钢铁厂不能比,但相对于他的预算,也是不小的开支,这是高新技术产业的特征。

在负债栏下,我们发现巴克雷已经还清了银行贷款,在第5年底,银行负债为零。他从哪儿弄钱还清贷款?

在权益栏下可以找到答案。投入资本从10万美元猛增到70万美元,巴克雷一定发行了新的股份并且卖掉了一部分股票。注意到流通在外的股份一栏的变化吗?原来只有1万股,全部属于巴克雷,现在有15,000股,别的投资者买下了股票。从投入资本一栏中可以了解到,现在的投入资本总共70万美元,我们知道巴克雷开始投入只有10万美元,因此这位新的投资者为康普斯皮克公司新发行的5000股股票支付了60万美元,获得巴克雷的公司1/3的所有权。

第5年年末的每股权益猛增到59.63美元,换句话说,康普斯皮克公司现在的每股帐面价值为59.63美元,这表示巴克雷自己的1万股现在价值596300美元,他最初的10万美元投资以及他的辛勤工作开始有了回报。

那位神秘的投资者为什么愿意花60万美元,相当于每股120美元的价格买进公司的股票?因为他看到巴克雷干得很好,相信销售额及利润还会继续增长。

这家小公司的规模每年成倍增长。

从损益表的每股收入一栏可以看到,第一年是0.45,第2年是1美元,第5年是6美元。那位神秘的投资人每股花了120美元,收益是每股6美元,这是基于5年的收益状况;拿这个股价(120美元)除以收益(6美元),我们得到其市盈率为20

倍，高于纽约股票交易所目前的平均水平。

他这么做是因为他了解小企业快速增长的潜力，他知道这有风险，但如果一切正常，总有一天康普斯皮克会成为公开上市公司，其股票会成为翻 10 倍、20 倍甚至 50 倍的大赢家，那时他的钱会增加很多倍。如果巴克雷有别的选择，不会把他钟爱的康普斯皮克股票卖出三分之一；他这么做只是因为他确实需要资金来扩大公司。他的成功造成了资金上的困窘，卖股票是增加现金的最简单途径。放弃三分之一的股权更能保证康普斯皮克的发展。巴克雷很清楚，拥有一家资金状况良好的企业 67% 的股权，比拥有一家资金捉襟见肘的企业 100% 的股权要好。

顺着这条路走下去，巴克雷在某个时候会需要更多的钱，那也许是公开上市的最好时机。

在此之前，巴克雷为他的目标作出了重大的牺牲。他放弃自己“真正的工作”，全副身心投入他的公司，只拿微薄的薪水，刚够维持基本的生活费用。他最初的投资来自于抵押住房的贷款，为偿还贷款要付出更高的利息。他忙于工作，无暇渡假，也付不起渡假的费用。巴克雷的妻子也得超时工作，用自己的收入尽可能地支付家庭开支。夫妇俩都在家里吃饭，避免去价格昂贵的饭馆。开公司之前，他们四年换一辆新车，现在却一直用着他们的旧车。他们的生活标准下降了许多，但他们都心甘情愿，巴克雷的妻子同他一样，对康普斯皮克公司充满信心。

我们还是回到数字上来。

现在，我们来看看损益表，从损益表可以深入地了解公司内部运作：赚了多少钱，花了多少钱。第一年在销售收入栏，我们看到康普斯皮克公司卖出价值 20 万美元的产品，同时，放在银行的存款获得 2500 美元的利息收入，因此，康普斯皮克第一年的收入是 202500 美元，按照会计术语，这叫做“净收入”。再往下看，我们可以找出这些净收入的去向，这是成本部分，从中

可以了解原材料及劳工的费用,销售及管理费用等等。在第一年,你还会注意到巴克雷在研究与开发方面用去2万美元,他努力改进自己的产品,使竞争对手难以把他挤出去。

并非所有的公司都像康普斯皮克这样费用较重,这也是你买股票之前应该考虑的一个问题:这家公司是否资本密集型企业?它是否需要庞大的费用来维持其销售队伍以及产品的研究与开发工作?如果是这样,那就意味着本可装进投资者口袋的钱有相当一部分变成了成本。

如果你投资一家供应砂石的公司,它的研究及开发费用接近于零,因为公司不需要改进砂石来适应技术进步;此外,公司的销售费用也很低,因为它不需要聘用复杂的销售队伍来估量砂石市场。

同样,生产汉堡包的企业其研究与开发费用也很低,改进汉堡包是很难的事情;销售队伍的工资也较低,销售汉堡包不需要高文凭。但在康普斯皮克公司,巴克雷不可避免地要支付较高的销售费用。他需要训练有素的销售人员,能够懂得什么叫交互界面,并能向公司用户和计算机商店作解释和说明。

巴克雷的某些资本费用及所有的研究与开发费用我们称之为“非限制性的”,即他并不是非花这笔钱不可,没有人迫使他做研究工作或提高设备的性能。

公司的领导必须决定在资本费用及研究方面花多少钱,或公司能不能不花这些钱。

公司高级主管必须得刻作这样的判断,如果他们轻视研究或者不更新其厂房、设备,他们就会冒被竞争对手打败的风险。另一方面,如果他们砍掉资本及研究费用,短期内公司收益会大大增加。多数情况下,高收益会刺激股价上涨,博得股东欢心;而由于没有把钱花在更新设备上面,公司可以宣布提高红利,进一步获得股东的拥护。但如果公司丧失了优势,竞争对手逐渐

占领了市场，这种欢心和拥护只是短命的。公司的销售额会下降，收益会下降，股价也会下降，不久之后，公司也许不能支付一分钱的红利。

巴克雷也可以不花研究及资本费用，他完全可以走一条轻松的路，给自己发一大笔红利作为奖赏。而随着短期收益的大增，他可以使公司更加赚钱并吸引买家买下他的股份，他可以卖掉公司然后去玩高尔夫球。

但是，正如我们前面介绍的那些英雄一样，巴克雷没有这样做，他保留了研究及资本费用，因为他对公司的未来充满信心。

也许某一天，康普斯皮克变成一个拥有 1 亿美元资产的大公司，他会卖掉公司，买下两个高尔夫球场和私人飞机；但他多半不会这样做，他会竭尽全力去想如何把公司变成 2 亿美元的企业。

接下来是我们的老朋友：折旧。

在第一年，巴克雷扣除了 1 万美元折旧费，这是作为成本。一定时期之后，他的设备就会过时，他得花 1 万美元来更换，这就是政府允许他的公司在计算利润以便交税时可以扣除折旧费的原因。企业更换厂房、设备的费用必须支付。

下一步是税前收益，我们看到，山姆大叔扣税之前，康普斯皮克第一年收入 7500 美元，其中 40% 即 3000 美元得交给政府，剩下 4500 美元的净收入留在平衡表上。如果公司不分红（康普斯皮克就是如此），净收入就与保留收益相等，这也是公司的利润。

康普斯皮克公司增长很快，各栏数字累加迅速。到第 5 年底，公司的销售额将近 200 万美元，原材料及劳工费用 100 万，研究及开发费用 21 万，年度研究预算是当初投资总额的 2 倍；康普斯皮克一年的利润为 90 万美元。

现金流量表可以帮助你了解资金的运动轨迹。

在第一年的资金来源一栏,4500美元的净收入再次露面,加上1万美元折旧,10万美元最初资本,以及1万美元应付帐款,构成总值124500美元资金来源。资金运用则对费用情况作了更详尽的说明:5万美元用于厂房及设备,3万美元存货,19500美元应收帐款。用现金流入124500美元减去上述几项总值99500美元现金流出,余额25000美元作为现金项目显示在平衡表上;这种形式的对称性对一个会计人员来讲,是一种美。

恭喜你完成了有史以来最短期的会计教程。用你现在所学到的知识,可以去阅读真实的年度报告,其中有些内容会对你有真正的意义。

资产负债表

	第一天	第一年底	第二年底	第五年底
流动资产:现金	50000	25000	40000	180000
应收帐款	—	19500	49500	254500
存货	—	30000	80000	310000
总流动资产	50000	74500	169500	744500
固定资产总值	50000	50000	120000	500000
累计折旧	—	10000	34000	250000
固定资产净值	50000	40000	86000	25000
总资产	100000	114500	255500	994500
短期负债:应付帐款	—	10000	20000	10000
银行负债	—	—	121000	—
一年内长期负债	—	—	—	—
总流动负债	0	10000	141000	100000
长期负债	—	—	—	—
总负债	0	10000	141000	100000
权益:已投入资本	100000	100000	100000	700000
保留收益	—	4500	14500	194500
权益总计	100000	104500	114500	894500
负债与股东权益	100000	114500	255500	994500
流通股本	10000	10000	10000	15000
每股净资产	10.00	10.45	11.45	59.63

收益表

	第一年底	第二年底	第五年
销售收入	200000	400000	1900000
利息收入	2500	1000	1900000
销售收入	200000	400000	10000
净收入	202500	401000	1910000
成本			
原材料及工人工资	110000	204000	1000000
销售及管理费用	55000	111000	448000
研究与开发费用	20000	40000	210000
折旧	10000	24000	102000
利息支出	—	6000	—
总成本	195000	385000	1760000
税前收益	7500	16000	150000
缴税(40%)	3000	6000	60000
净收入	4500	10000	90000
流通股本	10000	10000	15000
每股利润	0.45	1.00	6.00

第九章

周末的焦虑

——为什么股市的大跌往往发生在周一？
周末的焦虑阴魂不散——吉米·罗杰斯：成功的炒手绝不让周末的焦虑左右自己的投资策略——林奇第二准则：你不能从后视镜看到未来——相反理论：理发师与期权，买股票的大好时机——一片看淡声中，林奇开始建仓——不受干扰的最好办法：按固定的计划投资股票——纪律与信念：美国会继续存在——股市下跌只是个循环事件，就如明尼苏达州的冬季——每次下跌都是买进廉价股票的大好时机。

坚守信念跟选股不应该相提并论,但后者的成功依赖前者。你也许是世上最好的财务分析专家,或者精于市盈率的分析,但如果没有信念,你也会相信那些消极的报道。你也许会把自已的资产投进一家不错的基金,但没有信念,你也会在感到恐惧的时候把它们卖掉,而毫无疑问,此时的价格最低。

成功的投资人与股市下跌的关系,就同明尼苏达州的居民与冬季的关系一样,你知道它会发生,并且做好了准备。如果你中意的股票跟其它股票一起在下跌,你会趁机多买一些。

在股市赚钱的关键,是不要被吓跑。这一点怎样强调都不会过份。每年都会有大量关于如何选股的书问世,但如果没有强烈的赚钱欲望,所有的资讯都是白费力气。

在餐桌上或股市中,决定结果的是耐力而不是头脑。

在共同基金中,投资者勿需分析公司或追踪市场,这些工作一般人认为是很头疼的。投资者如能不为经济形势焦虑,不看重市场的状况,而只是按固定的计划进行投资,其成绩往往好于试图预测市场调整投资的那些投资人。

每年的巴伦投资年会上,我都要强调这个教训。1986年以来,我每年都参加这个会议;在一月份,我们聚在一起,花八个小时说说笑话,传递一些小道消息。会议的内容大仓在随后的三期周刊上发表。

年会在中午开始,分成两个部分。第一部分是讨论金融市场的总体情况,我们要讨论经济形势何时转向、以及世界末日是否将临等等。这个部分很令我们头疼。

这种总体性讨论是否必要,值得研究。因为这种讨论同业余投资者在餐桌上、健身俱乐部,或周末在高尔夫球场上的讨论没有什么不同。这是在周末,人们有空余的时间来思考从电视或报纸上得到的令人沮丧的新闻:全球变暖、全球变冷、苏联解体、经济衰退、通货膨胀、文盲、医疗费用、穆斯林原教旨主义者、预算赤字、有组织的犯罪、性丑闻、金钱丑闻,甚至体育版内容也能让你犯病。

关注这类新闻对没有股票的人来讲,只是感到压抑,而对投资人来讲,则是一种危险的习惯。

如果艾滋病会死掉一半消费者,而臭氧层的破坏会杀掉另一半人,或者森林消失将使西半球变成新的沙漠,谁还愿意持有盖普公司的股票呢?

你或许不会说：“我决定卖掉盖普股票，因为我在星期天的杂志上看到一篇文章，讨论全球气候变暖的效应。”但正是这种周末逻辑的作用，促使股市的暴跌往往发生在周一。

而每年的12月也常常是赔钱的月份——12月有较长的假期，数以百万的人有闲暇来考虑世界的命运；这并非偶然。

“周末的焦虑”是我们这些专家在已往年会头一半时间的例行公事。1986年，我们担心的是格莱姆——鲁德曼削减赤字方案，以及国会将有什么样的行动；还有能否减少贸易赤字等等。1987年，我们担心美元崩溃，外国公司在我们的市场上大肆倾销，海湾战争可能导致全球性石油短缺，外国人不再购买我们的股票和债券，以及里根总统不能竞选第三次连任等等。

你总不能时时刻刻忧心重重，有些人的担心比别人多，有些人今年愁得觉也睡不好而明年则喜笑颜开。

我们这些专家之中也有一两个对未来常常抱着乐观的态度。事实上，在1987年，我们对经济形式以及股市是最为乐观的，但恰好这一年发生了著名的千点暴跌。唯一在这一年发出警告的专家，是吉米·罗杰斯。1988年，他再次敲响警钟，提醒注意全球股价的崩溃。罗杰斯以预见跌市时卖空股票而著称。虽然他对市场的灾难有敏锐的洞察力，但他很少在巴伦年会上讨论空头观点。

一个成功的职业投资者是不会让“周末焦虑”去左右自己的策略的。

这是一帮经验丰富的职业炒手，掌管着属于别人的数十亿美元，但在年复一年的巴伦年会上，对于我们是否即将面临全球性衰退或复苏却有不同的意见。

1988年的年会上，即股市暴跌的两个个月之后，我们的忧虑达到顶峰。我们刚刚经历了这次大崩溃，于是很自然地想到明年该换人了。这次经历令我总结“林奇第二准则”：

林奇第二准则：你不能从后视镜里看到未来。

祖诺夫先生在 1988 年在巴伦年会上公开宣称：蜜月结束了。意思是牛市到头了，这是那一天最乐观的说法。在其余的时间里，我们都在讨论是否会出现一个标准的熊市。“道·琼斯指数会跌到 1500 点以下”，或者一个毁灭性熊市，“消灭金融市场上的所有人和全世界投资者”（吉米·罗杰斯的忧虑）并导致“世界范围的经济大萧条，像我们在 30 年代所遇到的那样”（保罗·特德·琼斯）。

在担心毁灭性熊市和世界范围大萧条的同时，我们还忧心忡忡地讨论贸易赤字、失业率以及预算赤字。

参加巴伦年会之前，我本来就很少能够睡个好觉，而在这次会议之后，我做了三个月的恶梦。

1989 年的年会比 1988 年稍为乐观。

还是祖诺夫先生告诉我们，按照中国的历法，这一年是蛇年，不吉的标志。1990 年我们再次聚会时，预言的大萧条没有任何发生的迹象，道·琼斯指数爬上了 2500 点。然而，我们又找到了撤出股市的新理由，我们相信，经过了七年的上升之后（1987 年虽然经历了暴跌，但年线仍略高于 1986 年），一个下跌行情不可避免。我们现在的担心，是行情太顺利了！我那些阅历丰富且不易吓倒的朋友们，已经在讨论把钱从银行取出来放到家里，因为他们认为银行系统也可能崩溃。

1990 年悲观情绪超过 1980—1982 年，那时投资者对股市失望已极，以至于谈到股票就马上更换话题。

1990 年，人们对股市不再简单地避而不谈，相反，他们会热心地告诉你，他是如何在证券市场上搏傻的。我偶然听到出租车司机推荐债券，理发师大声宣布他购买了“股票出售权”（一种契约，规定股票持有人拥有在指定时期按约定价格卖出一定数

量股票的权利),他企图以此方法在股市下跌中赚钱。

我相信,理发师通常属于从未听说过期权交易的那一部分人,但现在他们居然用自己的钱进行如此复杂的金融交易。伯纳德·包鲁克曾经说过,连鞋童都在买股票的时候,大跌即将来临。如果他的观点正确,那么,当理发师都知道“股票出售权”的时候,应该是买进股票的大好时机。

我收集了1990年秋季部分报刊的大标题,反映了当时的公众心理:

“最新失业率给职业炒手的重击”(《华尔街日报》)

“你的工作保得住吗?”(《新闻周刊》)

“房地产市场极度萧条”(《新闻周刊》)

“高租金将年青人拒之‘房’外”(《商业周刊》)

“房地产危机波及金融机构”(《美国新闻》)

“赤字预案提交国会:凶多吉少,不是良方”(《华尔街日报》)

“美国经济:无尽的雨季”(《华尔街日报》)

“消费者瞩目未来:极度失望”(《商业周刊》)

“美国还能竞争吗?”(《时报》)

雪上加霜的是海湾的沙漠中还有一场战争。新闻煤界云集五角大楼的情况通报室,数以百万计的人正是从这里知道了伊拉克和科威特的位置。分析家们在讨论如果训练有素的伊拉克军队使用生化武器,我们将会有多少尸体运回国内。1991年1月15日,当我们在巴伦年会集中时,关于尸体数目的阴影依然缠绕心头。祖诺夫预言道·琼斯指数会跌到2000点,低于1987年暴跌的水平;而迈克·普莱斯认为会跌去500点,马克·帕金斯甚至认为道·琼斯要跌到1600—1700点。

只有成功的投资者能够参加巴伦年会,所以,很多人相信,我们有办法预防灾难。

同全国人一样,我知道代号为“沙漠风暴”的行动有可能演

变成一场旷日持久、血流成河的灾难。

但是,选股的本能促使我注意到竞相抛售导致股价跌幅惊人。出掌麦哲伦基金以来,我从未经手只有几百万的交易,但在我个人的账户中增加了一些内容。1990年10月,《华尔街日报》注意到我在个人账户中增加了W·R·格罗斯和莫里森·肯顿生公司的股票份额。我在这两家公司的董事会兼职,我告诉记者这只是我增购股票的20%,如果价格再跌,我还会多买一些。

这是一场好戏,上演的是训练有素的选股人面对莫测的股市前景如你选择的故事。

报上标题充满消极性,道·琼斯指数长久以来已跌去600点,连出租车司机都在推荐债券。基金经理人已经把12%的资产变成现金,而参加年会的专业同行至少有5位预言会有严重的衰退。

当然,现在我们知道战争的结局远非曾经预言的那样恐怖,(除非你是伊拉克人)股市不仅没有下跌33%,相反,标准普尔500指数上涨了30%,道·琼斯指数也上涨了25%,小型企业的股票平均上涨了60%。所有这一切,使得1991年成为20年来最好的年头,如果你关注了我们这些专家的预言,你可能错失良机。

广而言之,如果你密切关注过去六年以来,我们在“巴伦年会”上的悲观论调,你可能已经被吓得退出股市,从而错过了现代史上最强劲的牛市。那些有幸忽视了世界末日即将来临的投资人,这个期间的资产翻了三到四倍。下次当你讨论股票投资的时候,如果有人告诉你日本将要崩溃,或一颗出轨的流星将要击中纽约股票交易所,请你记住这次发生的事。

“怀疑和恐惧给股票市场笼罩上了一层浓厚的阴影。”《巴伦》杂志在1991年年会一个星期之后,登出了这句话。其时股市正孕育着牛市的胚胎,这次牛市使道·琼斯指数创下新高。

更大的画面

你可以对自己说：“下次股市再跌，我会不理睬那些坏消息而买进下跌的股票。”但是，由于每次危机看起来比上一次更糟，因此，要想做到对坏消息不理不睬越来越难了。

最好的办法，是按固定的计划购买股票，许多人在他们的投资俱乐部中就是这么干的。毫无疑问，他们比那些根据自己的感觉而把钱挪进挪出的人成绩好得多。

“感觉先生”的麻烦，是在股市涨了600点而股价已经高估之后感觉股市会更好，而在股市跌了600点股价普遍低估的时候却感觉股市会更糟。如果你不是按照严格的纪律每月把一定量的钱投进股票中，你就得想办法坚守一种信念。

坚守信念跟选股不应该相提并论，但后者的成功依赖前者。你也许是世上最好的财务分析专家，或者精于市盈率的分析，但如果没有信念，你也会相信那些消极的报道。你也许会把自已的资产投进一家不错的基金，但没有信念，你也会在感到恐惧的时候把它们卖掉，而毫无疑问，此时的价格最低。

我正在谈论的是什么样的信念？那就是相信美国会继续存在下去，人们会继续在早上起床穿衣，生产服装的公司会继续为股东盈利；相信随着老企业的消失，更令人激动的新企业如沃尔一马特、联邦捷运、苹果电脑等会取而代之；相信美国是一个勤奋工作且富于创造的民族。

每当我对现状感到怀疑和沮丧，我就把注意力集中到“更大的画面”，“更大的画面”值得了解，如果你期望在股市上能够坚守信念的话。

“更大的画面”告诉我们，在过去的70年中，股票平均每年提供11%的回报，而国库券、债券、定期存单的回报不足一半。

尽管本世纪以来股市发生了大大小小的“灾难”，每次都有上千条理由让人相信世界末日即将来临，但持有股票的回报两倍于持有债券。就赚钱来讲，相信这些资料并据此行动，长期的效果远胜于相信 200 个专家或顾问关于经济衰退的预言。

此外，在股票战胜其它债券的这 70 年之中，曾经有过 40 次超过 10% 的大跌，其中 13 次跌幅达到 33%，包括 1929—1933 年的暴跌。

我相信，1929 年股灾留下的记忆，对于促使上百万的投资人逃离股市、转而涌向债券或货币市场所起的作用，远胜于其它个别的因素。

如果说这是一种创伤综合症，那么，它的代价太高了。

所有把钱转向债券或货币市场以逃避下次股灾的投资者，不仅错过了股市 60 年的丰厚回报，而且还得承受通货膨胀的侵害；对财富而言，这种与日俱增的侵害超过任何一次危机。由于那次著名的股灾之后，接踵而至的是大萧条，我们学会了把股市的灾难与经济的崩溃联系在一起。并且我们相信，股灾是经济萧条的先导，这个错误的观念在公众心中根深蒂固。事实上，1972 年的股市暴跌，可与 1929 年的股灾相提并论（业绩卓著的公司如贝尔玉米卷公司其股价从 15 美元跌到 1 美元！），但并没有导致经济萧条。1987 年的股灾也没有。

或许还会有大的股灾，但是，既然我没有掌握预测股灾的武器，那么，试图提前保护自己又有什么意义呢？当代 40 次股灾中，如果我每次卖光了股票，我每次都会后悔。即使发生了最大的股灾，股票的价格总会涨回来。

股市下跌并不是惊人的事件，它是个循环事件——就像明尼苏达州的冷空气。

如果你生活在寒冷地区，你能预期会结冰；这样当你走到户外，发现气温在零度以下，你就不会认为下一个冰川纪水将到

来。你会穿上大衣,往人行道撒盐化冰,并且告诉自己,到夏季天气又会热起来。

成功的投资人与股市下跌的关系,就同明尼苏达州的居民与冬季的关系一样,你知道它会发生,并且做好了准备。如果你中意的股票跟其它股票一起在下跌,你会趁机多买一些。

下一次10%的下跌——也许我写完这本书的时候就已经发生。在麦哲伦年度报告中,我常常提醒持股人这是不可避免的。在阴影笼罩股市的日子里,这40次下跌的故事告诉我,又是一次买廉价股票的好机会。

第十章

基金之旅

——美国有多少种基金？——基金投资组合设计——林奇第三准则：只要你挑选基金，很可能就选中一只好基金——为什么基金业绩不如市场指数？四种解释——基金家族：基金的五种基本类型——如何挑选基金？按过去的业绩挑选基金是徒劳无功的办法。

从某个角度来讲，股票基金与股票并无二致，受益的唯一途径是长期持有。这需要坚强的意志，对于那些容易被吓出股票市场的人来讲，投资股票基金不能解决问题。股市回调期间，最好的基金亏损速度高于股票平均跌幅是常见现象。

教训就是：不要在过去业绩的图表上花太多时间，这倒不是说不该挑选有良好纪录的基金。较好的办法，是选择并盯住一只稳健的基金，不要试图抓住每个浪头而在基金之间换来换去。

人们认为共同基金可以承担投资的困难——免去投资者选股的麻烦,其实不然,因为现在你要操心该选哪家基金。

按最新的统计,目前已有 3565 只基金;1266 只资产基金,1457 只债券和收入基金;566 只货币市场基金,以及 276 只短期市政债券基金。1976 年的时候,还只有 452 只基金。基金蓬勃发展的势头还没有停止的迹象。我们已经有全国性基金和地方性基金,套利基金和部门基金,价值基金和增长基金,单一基金和混合基金,对冲基金、指数基金,甚至还有专门投资基金的基金。最近,基金发展达到一个里程碑:基金数量超过在纽约交易所和美国交易所挂牌交易的个股数量,而股票中有 328 只实际上是变相的基金。

设计资产组合

两年前,新英格兰的一帮老式投资人提出了如何设计投资组合的问题,当时我们受邀去帮助一家非盈利机构重建投资组合。像其它非盈利机构一样,他们一直处于资金缺乏的状态。多年来,这家机构的投资由一位单独的经理人负责,他把资金分配在股票与债券上,大多数投资人也是这么做的;重建其投资组合时令我们遇到的问题也跟其他投资者一样。

首先,我们要决定股票与债券的混合持有是否应当改变,这是一件有趣的工作,对投资而言,最初的选择即投资是以增长为主还是以收入为主对将来的影响是最大的。

就我自己的家庭投资组合来讲,被迫稍微偏向于债券,因为我现在需要依靠投资的收入来维持日常开销,我已经不拿工资。但我仍然强烈地倾向投资股票。

多数人重视收入,却忽视增长。这种现象比之于 80 年代更

甚,当时共同基金中尚有69%的钱投资于股票;1990年,这一比例下降到43%。如今,全部基金资产大约75%滞留在债券或货币市场上。

债券大行其道是政府的福音,政府为了弥补财政赤字而无止境地发行债券,但对债券持有人来讲就不那么走运了,他们本应购买股票。正如我前面所说,股票远比债券慷慨,过去70年中股票回报率年均10.3%,而债券只有4.8%。

股票好于债券的原因并不复杂。随着公司的成长和利润的增加,股东也分享到利润的增加,股票红利提高了。

红利在成功的股票投资中作用显著;如果你全部挑选过去10年、20年红利持续递增的股票作为自己的投资组合,你想赔钱都很难。

《穆迪红利手册》是我最喜欢的枕边消遣书之一,书中列出了这一类公司的名单,从中我了解到有134家企业在过去20年中保持了红利不断提高的记录,还有362家公司保持了10年记录。这是在华尔街成功的简单途径:从穆迪名单中挑选股票,然后一直持有到它从名单上消失。

普特兰姆经营的一家基金,“普特兰姆红利增长基金”就是坚持这种策略。

债券大受欢迎的原因之一,是老年人掌握着大部分资金,而老年人倾向靠利息生活。

有收益能力的年青人总愿意买股票,为将来创建一份财富,并在年纪大了之后靠利息生活。但是这种“年轻人买股票,老年人买债券”的模式已经过时,今天的人寿命增加了。

如今,一个62岁的健康人正常的预期是可以再活20年以上,还得忍受20年的通货膨胀对其货币购买力的侵蚀。指望债券和大额存单渡过幸福晚年的老人发现情况并非像他们想象的那样乐观。他们心须在投资组合中考虑增长因素,才能在未来

20年中保持其生活水平。

由于目前利率水平较低,即使有大笔资金的人也很难靠利息来维持舒适的生活。

我们估算一下,一对退休夫妻把全部财产50万美元投入短期债券或大额存单会是怎样的结果。如果利率下调,他们的收入会大幅下降。如果利率上升,他们的收入增加,但通货膨胀率也会上升。如果全部50万美元用来购买年息7%的债券,他们的收入稳定在35000美元,但由于年均5%的通货膨胀率,10年后这笔钱的购买力下降一半,15年后下降三分之二。因此,从退休以后的某一年开始,这对夫妻或许被迫取消旅行计划,或者动用老本,那会进一步减少将来的收入以及打算留给孩子们的遗产。

除非特别富有,否则不投资股票好日子难以为继。

显然,应当在股票上投资多少,取决于你能拿出多少以及在多长的时间内你需要用这笔钱。

我的建议,是尽可能地增加股票投资比例。

我对那家机构提出了同样的建议,此前他们的投资组合是股票、债券各占50%。债券部分当时年收益为9%,股票的红利收益为3%,整个投资组合的年回报是6%。正常情况下,债券会持有到预定期限并按原价退回,因此组合中的这一半没有增长的潜力。至于股票部分,红利之外,可以预期每年有8%的升值。因为历史地看,股票平均回报11%,3%的股票红利加上8%股价的上升。因此,这样的投资组合,即50%的股票年升值8%,50%的债券价格不变,总的增长率是每年4%——刚够抵销通货膨胀。

如果我们调整一下,情况会如何呢?

增加股票,减少债券,这家机构短期内要牺牲部分收入,但这种短期的牺牲,会由股票升值及红利提高的长期效应而补偿。

债券、股票比例的调整所引起的增长与收入的变化见表10—1。表中所列三种情形下,投资者总额都是1万美元,我们假定债券利息为7%,股票红利3%,年增值8%。

情形 A:1 万美元全部投资债券。20 年中,持有人总共获得 14000 美元利息,到期拿回本金 1 万美元。

情形 B:债券、股票各 50%。20 年共得债券利息 10422 美元,加上 6864 美元股利收入,到期总值 21911 美元。

情形 C:全部买股票,20 年共得到收入 13729 美元,到期总值 46610 美元。由于股票红利不断增长,投资组合中的红利收入最终会超过债券利息。因此在情形 B,实际收入比情形 A 多 3286 美元,在情形 C,总计损失收入不过 271 美元,但却充分享受了升值的好处。

如果把这个分析深入一步,理论上讲把钱投资于债券是毫无意义的,即使的确需要收入。表 10—2 列出了另外一种情况下的计算结果。

我们假定投资额为 10 万美元,每年需要 7000 美元收入以维持生活。

通常给这种情况(需要收入)的建议是买债券,但我们反其道而行之,假定全部投资于股票。

第一年,股利收入 3000 美元,这笔收入不够开销,于是你卖掉 4000 美元的股票,考虑到股票年升值 8%,第一年底资产总值为 108000,扣除 4000 作为开销,余额 104000 美元。

第二年,股利收入增加到 3120 美元,你还需卖掉价值 3880 美元的股票。年复一年你需要卖掉的股票越来越少,股利收入越来越多,到第 16 年,这个组合的股利收达到 7000 美元,从此,你不再需要卖掉股票来维持生活。

到第 20 年,你原来 10 万美元的投资已经增长为 349140 美元,加上已经花掉的 146820 美元,你的收入四倍于开始的投资。

在股票与债券选择中还有另外一种情况——你不能承受收入的损失,这里,恐惧再次发挥作用。

股票并非总是以每年 8% 的速度增值,很多年份里股价会下行。以股票作为债券替代品的投资者不仅要承受股票价格的回调,而且还得准备以很低的价格卖掉股票以维持生活,开头阶段尤其困难,股价的一轮回调可能使你的资产价值跌到买入价之下,再来一次股灾可能使你的资金全部被消灭,这是人们不能承受的。正是基于这样的担心,很多人虽然看过了表 10—1 和 10—2,相信长期而言投资股票是明智之举,却依然把钱投资于债券。

让我们假定你买进股票的第二天,市场出现回调,一夜之间你的资产贬值 25%,你责备自己不该拿家里的米袋子去赌博,但只要你坚持不卖,结果仍然好于买债券。电脑算出的结果是,20 年后你的资产总值 185350 美元,将近初始投资的一倍。或者我们想像更糟的情况:持续 20 年严重的经济萧条,股票红利及年均升值只有正常年份的一半。这种情况如果出现,将是现代金融史上最深刻的灾难。但如果你仍然坚持全部投资股票并每年取出 7000 美元作为生活费用,那么最终你仍能得到 10 万美元,这个结果同持有债券相同。

债券与债券基金

我们已经谈过了债券与股票的混合持有问题,下一步是债券投资如何分配的问题。

我不是债券爱好者,就目前来讲我更钟情于股票。但我要把个人的偏好暂时放在一边,谈谈债券的投资。

表 10—1 股票与债券的相对价值

	年末债 券价值	债券 收入	年末股 票价值	股息 收入	总收入	年末总 资产
情形 A: 第 1 年	10000	700	—	—	700	10000
100% 债券 第 2 年	10000	700	—	—	700	10000
第 10 年	10000	700	—	—	700	10000
第 20 年	10000	700	—	—	700	10000
20 年总计	10000	700	—	—	700	10000
情形 B: * 第 1 年	5000	350	5400	150	500	10400
债券 50% 第 2 年	5200	364	5616	162	526	10816
股票 50% 第 10 年	7117	498	7686	300	798	14803
第 20 年	10534	737	11377	647	1384	21911
20 年总计	10534	10422	11377	6864	17286	21911
情形 C: 第 1 年	—	—	10800	300	300	10800
100% 股票 第 2 年	—	—	11664	324	324	11664
第 10 年	—	—	21589	600	600	21589
第 20 年	—	—	46610	1295	1295	46610
20 年总计	—	—	46610	13729	13729	46610

* 为保持 50/50 的比例,资产组合必须不断平衡,即随着股票的增值,不断把资产分配到债券上以维持债券的比例

表 10—2 100% 股票投资策略

(起始股息 3% ,假定股票价值及股息年升值 8% ,每年最低开支 7,000 美元)

年	年初股票价值	股息收入	年末股票价值	开支	年末总值
1	100000	3000	108000	7000	104000
2	104000	3120	112320	7000	108440
3	108440	3250	117200	7000	113370
4	113370	3400	122440	7000	118840
5	118840	3570	128350	7000	124910
6	124910	3750	134900	7000	131650
7	131650	3950	142180	7000	139130
8	139130	4170	150260	7000	147440
9	147440	4420	159230	7000	156660
10	156660	4700	169190	7000	166890
小计	(1—10)	37330		7000	166890
11	166890	5010	180240	7000	178250
12	178250	5350	192510	7000	190850
13	190850	5730	206120	7000	204850
14	204850	6150	221230	7000	220380
15	220380	6610	238010	7000	237620
16	237620	7130	256630	7130	256630
17	256630	7700	277160	7700	277180
18	277160	8310	299330	8310	299330
19	299330	8980	323280	8980	323280
20	323280	9700	349140	9700	349140
小计	(11—20)	70660		76820	349140
总计	(1—20)	107990		146820	349140

因为持有债券而在夜里能够睡个好觉的人,其实很容易被惊醒。30年期年息8%的国库券只有在30年低通胀的条件下,才是安全的。如果通货膨胀率达到两位数,8%的利息至少低于通货膨胀20~30%。这种情况下,如果你卖掉债券,你会赔钱。如果你持有30年,到期肯定能拿回本金,但那时的钱只相当于现在的本金的一小部分。不像酒或棒球卡,钱是随着时间而贬值的,例如,1992年的美元只有1962年美元价值的1/3。

关于债券的另一种错误看法,是认为通过基金买债券比较安全。

毫无疑问,如果是公司债券或低等级的垃圾债券,通过基金购买比较安全,因为基金投资的分散性可以限制风险。但债券基金并不提供对于高利率的保护,高利率长期债券的最大危险,是随着利率的提高,债券基金同单独的债券一样迅速贬值。

政府债券基金的发起人声称,专家管理可以提高回报率,因为他们可以更好地掌握买、卖以及套利的时机。

表面来看,这种情况经常出现,一份研究报告指出,在1980~1986年的6年期间,债券基金的收益高于单独的债券,有时甚至一年高出2个百分点。但专家管理的好处被基金管理的费用抵销。报告作者建议,债券基金应致力当前收益的最大化。我自己没有作类似的研究,不好肯定或否定作者的结论,但我知道持有7年期债券至少可以保证到期收回本金,而中、长期债券基金却不能保证,投资者售出基金份额的价格取决于债券市场。

股票与股票基金

从某个角度来讲,股票基金与股票并无二致,受益的唯一途径是长期持有。这需要坚强的意志,对于那些容易被吓出股票市场的人来讲,投资股票基金不能解决问题。股市回调期间,最

好的基金亏损速度高于股票平均跌幅是常见现象。

我在麦哲伦基金期间,有九次股票平均跌幅超过 10%,每次基金跌幅都超过股产票,但反弹回升的速度也超过市场平均水平——关于这一点,我在后面还要作详细解释。

要想从反弹中受益,你就得坚持投资。

在给股东们的信中,我警告说麦哲伦有在市场风浪中沉浮的趋势。

从理论上讲,如果人们事先有所准备,那么这类事情的发生会令他们不舒服,但不会使他们神经紧张。大多数人会保持平静并继续持有其股份,有些人则不会这样。

华伦·巴菲特曾经告诉我们,如果你不能忍受你买的股票跌去 50%,那你不应该玩股票。这句话同样适合用于基金。

不堪忍受基金短期损失 20~30%的人,不宜投资增长基金或一般性资产基金。也许他们该选择债券、股票兼容的平衡基金,或资产分配基金——他们都比单纯的增长基金平稳,当然,最终的回报也比较低。

林奇第三准则:只要你挑选基金,很可能就选中一只好基金。

这句话说起来容易做起来难。

过去 10 年中,75%的资产基金市场表现低于平均水平。实际上,如果基金经理赶上市场平均水平,他就可以跻身基金的前四分之一排行。这是一个现代悖论,看起来多数基金经理达不到平均水平不合逻辑,但情况就是如此——1990 年是连续第八年多数基金的收益,达不到标准普尔 500 指数的平均收益水平。

这种怪现象的原因还不是很清楚。

一种说法认为,基金经理是很差劲的选股人,如果他们砸烂电脑,扔掉图表,结果可能更好。

另外一种观点是认为华尔街存在羊群心理,盛行跟风,基金经理只是装着追求卓越,其实骨子里就盯着指数,平生的目标就是赶上市场平均水平。不幸的是,残存的创造性阻挡了他们,因此,他们甚至连简单一点的事也不会做。这种情况在一些大作家身上也出现过,他们想写一些思想简单的畅销书,却写不出来。

第三种也是更宽厚的观点,是构成指数——尤其是标准普尔 500——的股票是那些有代表性的大公司股票,近来都有大幅上升,所以在 80 年代战胜市场要比 70 年代困难;大量买进大公司股票促使其价格上升。外国人也投资我们的市场,而他们喜欢买那些著名大公司的股票,所有这一切使股价上行。另一方面,70 年代一些著名的股票由于公司本身经营太差而失败,有增长能力的公司如默克继续兴旺发达,但他们的股价却原地不动,因为已经被高估。第四种观点认为,指数基金的流行创造了自我实现的神话。越来越多的大机构投资指数,越来越多的钱注入指数成分股之中,促使其价格上涨,形成指数基金战胜市场的现象。

因此,我们是不是该忘掉市场上的数百种基金,而投资一家或几家指数基金呢?

我同基金问题头号权威迈克尔·利帕讨论了这个问题。

他向我提供了一张表,这张表比较了一批市场基金与指数基金的业绩。利帕的这张表证实了我们已经谈过的现象,即近年来指数基金胜过市场基金,并且经常有较大的差额。如果你在 1983 年元旦投资范佳德 500 指数基金 10 万美元,然后忘掉这事,那么,到 1991 年元旦你可以庆祝自己有 308,450 美元装进口袋。而如果投资一家平均水平的市场基金,你只能得到 236,367 美元。指数基金连续八年的优势,在 1991 年被打破。在过去 30 年中,市场基金与指数基金并驾齐驱,市场基金略占

上风。

所有花在挑选基金上面的时间与努力多数情况下没有效果,除非你非常幸运地选中了为数不多的几家收益持续超出市场水平的基金,否则你的研究效果为零。

利帕本人也看出了,试图通过分析年度报告挑选明年的赢家,这种做法是无效的。

然而,希望永远存在,人类的精神在华尔街同样起作用。投资者的目光总是会在基金之间转来转去,以期找到一个持续的赢家。

基金家族日趋复杂的今天,了解基金基本类型对于理解基金、挑选基金是非常重要的。迄今,基金的基本类型有如下五种:

1. 资本增值基金。基金经理人有充分的自由度,可以购买任何类型的股票,不受任何特定教条的束缚。麦哲伦基金就是属于这一类型。

2. 价值基金。基金经理挑选股票的主要根据是公司的资产,不是当前收益,包括自然资源型企业、拥有不动产的企业、有线电视网络、管道公司等等。许多所谓的价值型企业为购买资产而大量负债,他们期望在还清欠债之后收益能有大幅增长。

3. (品质)增长型基金。基金经理投资的对象,是中等规模或结构合理的大型企业,能够以可观的、稳定的速度发展,每年增加收益15%以上。这一类型的基金排斥循环型股票、低增长的蓝筹股以及公用事业股票。

4. 急速增长型基金。基金经理主要投资于小企业。几年来,这些小企业的股票落后于市场,但1991年后突然起动。

5. 特殊事件型基金。基金经理选择的对象,是那些一般情况下普普通通,但特殊事件的发生会改变公司前景的股票。

了解你所购买的基金属于何种类型,对你作出是否继续保

留的判断很有帮助。这样,如马里奥·盖伯里价值基金的收益连续四年低于市场水平,这一事实本身不足以成为放弃盖伯里基金的理由(事实上,盖伯里基金 1992 年回升)。因为价值型股票不受市场欢迎,价值基金如盖伯里基金没有办法与正受欢迎的增长型基金相比。公平的比较应是在同类基金间进行。如果多年来,盖伯里基金的表现优于林德勒(另一家价值基金),那就有理由继续持有盖伯里份额。但如果盖伯里的表现不如约翰·特普雷顿(著名的增长型基金),那么这不是盖伯里的错,这是价值型投资模式的问题。

实际上,如果在价值型基金普遍不景气的时候,某个价值基金却比其对手都干得好,这也许并不是一件值得庆幸的事情(其他类型基金企业也是一样),因为这一基金可能投资了其它类型的股票。这有可能是基金经理对价值型股票厌烦了,或者对价值型投资模式感到厌烦,尤其是当按照这种模式投资看来不起作用的时候。

基金经理的缺乏纪律在短期内可能取得好结果,但这种好处多半只是昙花一现。当价值型股票卷土重来时,他们可能没有全部投资于这种类型的股票,他们的股东因而不能得到应有的回报。

敏感的投资者可以检查基金的半年或年度报告,看看基金经理是否买进的都是他们应该买进的股票。比如说,不应该在价值型基金的投资组合中看到微软公司的股票,因为微软的股票不属于价值型;我认为,应该超越普通投资者的眼光来评价基金经理的工作。

全明星队伍

在为前面提到过的那家非盈利机构计投资组合时,为了保

正在适当的时候至少有部分资产投资于适当的地方,我们挑选了 13 位不同的基金经理人,包括一位价值型经理、两位品质增长型经理、两位特殊事件型经理、三位资产增值型经理、五位急速增长型经理、一位只投资红利持续提高企业的经理,以及三位投资可转换债券的经理。我们希望组成一支“全明星队伍”,能够每年都战胜市场。

如果你是一位普通投资者,你可以简单地复制这种策略,比如说,把你的投资分成六份,然后投资于前述五种类型的基金,加上公用事业基金或资产—收入基金。

1926 年以来,急速增长型股票以相当的差额超出标准普尔 500 指数,所以在这类股票上投资一部分总是好主意。你也可以同时选择指数基金与市场基金,你可以买进标准普尔 500 指数基金,它包括了品质增长型股票;鲁塞尔 2000 指数基金,它包括了急速增长型股票;价值型基金如盖伯里、林德勒以及迈克尔·普莱斯基基金;以及资产增值型的麦哲伦基金。

最简单的方法是把钱分成相等的 6 份,买 6 种基金,新增加的投资也照此办理。复杂一些的办法,是调整不同基金的买入的比例,向滞后于市场的基金增加新的投资,要记住只能是新的投资。因为个人必须为缴税而操心,过多的买进、卖出以及调换基金不是好办法。

比较标准普尔 500 指数与鲁塞尔 2000 指数过去 10 年的市场表现,你可能看到一种模式,急速增长型股票变动性较大,而小企业股票价格的波动更大。在 1990 年之前的 5 年中,急速增长型股票相对表现不佳,标准普尔 500 指数上涨 114.58%,而鲁塞尔 2000 指数上涨了 47.65%。但 1991 年急速增长型股票却有上佳表现,鲁塞尔指数在 12 个月内上涨了 62.4%,有些股票表现更好,超过鲁塞尔 2000 指数,获得 70~80% 的收益。显然,1990 年是投资急速增长型股票的好年头。

挑选赢家

如何挑选一只能够超出其对手的基金呢？

多数人看过去的业绩，他们研究跟踪基金表现的分析报告，检查过去1年、3年、5年的成绩。有人把大量的时间和精力投在这个方面；这方面的专著及文章也不计其数。然而，除极少数例外，大多数人的这种努力只是浪费时间。

有些人在去年的名单中挑选最大的赢家。这种做法愚蠢之极。去年的赢家很可能是基金经理人赌某个行业或某类公司，并且很走运地赌赢了。明年如果他不再走运，他的基金很可能在名单上垫底。即使根据过去3年、5年的成绩来挑选基金也不管用。

《投资视点》杂志的一份研究报告显示，如果在1981~1990年期间，你根据前3年成绩挑选基金，最终的结果是低于标准普尔500指数2.05%，如果根据过去5年或10年的成绩来挑选，你可以稍稍超出标准普尔500指数0.88%和1.02%，这还不够弥补在基金之间换手的成本。

那么，如果根据过去5年或10年的表现挑选基金，然后持有5年，结果又如何呢？根据前者，你不会超过标准普尔指数；根据后者，甚至会落后标准普尔指数0.61%。

教训就是：不要在过去业绩的图表上花太多时间，这倒不是说你不该挑选有良好纪录的基金。较好的办法，是选择并盯住一只稳健的基金，不要试图抓住每个浪头而在基金之间换来换去。

第十一章

经营麦哲伦：早期

——麦哲伦基金的历史——1977年：受命于危难之际——初期经历：选股、换股——1978年：初战告捷；麦哲伦第一份年度报告——经验主义选股策略：猎犬的本能——持股策略：消极策略与进攻性策略——年换手率高达343%——两难选择：小基金的困窘与拔苗助长的格言——早期的收获：自己做研究的价值——访问公司：林奇成功的秘诀——二流股票：小的不仅是美的，而且是最能赚钱的。

股票市场是一个变化无穷的地方，大的回调可以在没有任何事件发生的情况下持续很长时间。一到这种时候，报刊编辑避开华尔街，没有人在鸡尾酒会上谈论选股票。投资者的耐性受到痛苦的检验，执着的选股人就像不合时令的旅游者一样感到孤独。

事实上我从来没有全面的战略，我挑选股票完全是经验主义方法，像受过训练的警犬一样嗅来嗅去。

最近，我把最新的“红鲱鱼”（华尔街行话，指招股说明书）从我的桌子上清走，并从积满灰尘的架子上抽出厚厚的麦哲伦报告书，试图回味 13 年来经营这家基金的历程。忠实公司计算机专家盖伊·塞伦多罗、菲尔·沙伊尔以及杰奎斯·佩罗德帮助我进行这项工作。特别是佩罗德，他帮助我打印了所有的最大盈利和最大损失股票的清单，这张单子的指导性意义比我想像的要大——即使我对其中的某些结果感到吃惊。

我写这个回顾的过程，是希望能够对其他的基金经理及业余投资者有所帮助，他们可以从我的错误中吸取教训，或者仅仅是满足那些想知道我做了些什么以及如何做的人的好奇。

我将把这些内容按早期、中期、晚期的顺序分别介绍，这是外交家写回忆录的格式。这样安排只是便于组织材料，并非有意夸大选股人的重要性——我曾经是、现在仍然是一名选股人。

麦哲伦基金不是自我而始。内德·约翰逊 1963 年开办这家基金，最初叫做忠实国际基金。后来，肯尼迪总统发起的外国投资税则，迫使国际基金的经理们卖掉外国股票而改买国内股票。1963 年 3 月 31 日改名为麦哲伦基金，当时麦哲伦基金持有份额最大的是克莱斯勒公司的股票，这家公司 20 年后从破产的边缘复苏，也成为我持股的最大份额。

麦哲伦基金创建之时，我还是波士顿学院的一名学生，周末兼做高尔夫球童。

那是基金兴旺的年代，人人都想买基金，甚至我母亲（一位并不富有的寡妇）都有一本基金指南。一位做兼职基金推销员的学校老师劝她购买忠实资产基金。我母亲信奉东方思想，对这家基金由一位中国人主管非常中意。这位中国人名叫格利·蔡，同内德·约翰逊一样，是麦哲伦出类拔萃的基金经理。

如果不是推销员告诉她，我母亲绝不会知道有位中国人管

理着忠实资产基金。

一批批的基金推销员在全国到处跑,许多是业余的,同吸尘器、保险或百科全书推销员一起去敲人家的门。

我母亲赞同一种计划,即每月投资 200 美金买忠实资产基金来保障我们的将来。她并没有执行这一计划,而忠实资产基金的增长持续超过标准普尔指数。

50 年代,该基金业绩是市场平均水平的三倍,60 年代前六年是市场的两倍。

股票市场是一个变化无穷的地方,大的回调可以在没有任何事件发生的情况下持续很长时间。一到这种时候,报刊编辑避开华尔街,没有人在鸡尾酒会上谈论选股票。投资者的耐性受到痛苦的检验,执着的选股人就像不合时令的旅游者一样感到孤独。我受雇为忠实公司的分析员时,市场正处于这样的沉闷时期;股价由峰顶滑入低谷,这是 1972—1974 年的崩溃,是继 1929—1932 年大萧条以来最大的一次熊市。

突然之间,没人愿意买共同基金,人们已失去兴趣。生意难做,推销员不再推荐基金,回过头来推销真空吸尘器,或其它在基金热销之前他们推销的任何东西。

人们逃离股票基金,而把资金投向货币市场或债券市场。

忠实公司从这些基金中获得不少利润,足以维持不受欢迎的资产基金继续生存。幸存的资产基金为争取不多的愿意投资股票的客户而竞争。不同的资产基金之间的差别是很小的,绝大多数被称作“资本增值基金”。这是一个含意模糊的概念,给了基金经理购买股票的自由,循环型股、公用事业股、成长型股、特殊行业股等等任何类型的股票都可以购买。资本增值基金在各种股票的比例上有差别,但对于客户来讲,他们看起来像是同样的产品。

1966 年,忠实麦哲伦基金有 2000 万美元资产,但随着客户

的减少及资金的逐步抽出而减少到 1976 年的 600 万。这个规模不足以支付电费账单,更不用说薪水了。600 万美元资产按 0.6% 的比率每年只有 36000 美元的管理费。

于是在 1976 年,麦哲伦与另一只不合时宜的基金,有 1200 万美元资产的埃塞克斯基金合并。埃塞克斯基金一度拥有 1 亿美元资产,但市况不佳时表现太差,导致 5000 万美元的赋税亏损结算。忠实公司的管理层和信托人认为麦哲伦基金可以免去埃塞克斯基金的赋税亏损。

这就是我 1977 年被提名为基金经理时的状况;两只基金合而为一,总共 1800 万美元资产,5000 万美元的赋税亏损结算,萧条的股票市场,为数不多且迅速减少的摇摆不定的客户;并且,由于忠实公司把麦哲伦基金转为封闭式基金,所以没有办法吸收新的客户。直到四年之后的 1981 年,麦哲伦重新转为开放式基金,人们可以重新购买麦哲伦的份额。

这四年的封闭引起传媒的广泛重视,公众的观点是忠实公司设计了明智的战略,等到基金市场记录良好再推出来以刺激销售。

实情并非如此,忠实公司自然希望持续吸引更多的客户,我们被迫停止是因为公众缺乏兴趣。基金业务太不景气,经纪公司解散了他们的基金部门,没人留下来向为数不多的客户推销基金份额。

我相信,基金的不景气使我在开头四年中受到的祝福多于责备。这使我得以在不被注目的条件下学习做交易和犯错误,基金经理同运动员一样,如果渐进成长会干得更好。

一个市场分析员可能熟悉 25% 的上市公司(我自己熟悉纺织、冶金和化学工业),但没有办法让他能够胜任资产增值基金的经营,这样的基金可以买任何股票。我在 1974 年到 1977 年之间担任忠实公司研究部负责人,并参与投资委员会的工作,这

个经历使我对其它行业有所了解。1975年,我开始帮助波士顿一家慈善机构管理投资基金,这是我在基金方面的第一次直接经历。

我一直保存着走访上市公司的日记本。

1977年10月12日,我走访了通用胶片公司。这次造访印象不深,因为该股票我没有买。当时该股价不到1美元,而如今已超过30美元(这个价格已经过分股调整,因此,可能跟你看到的交易价格不相符)。

但股市是仁慈的,通常给蠢人第二次机会。

头几个月里,我忙于换股;卖掉我的前任中意的股票,换上我自己看中的股票,并且不断地卖股变现以偿付投资人的赎回。到1977年12月,我持有份额最大的股票是康柯里公司,计51000股,总值833300美元;当然10年后这是微不足道的数字。另外,我买的股票还有汉斯公司、美国联邦国民抵押协会、贝尔玉米卷公司等。我买汉斯公司的股票,是因为我妻子对他们的一种产品着了迷。我下达买进贝尔玉米卷公司的股票指令时,交易员查理·马克斯菲尔德问我:“那是什么?是墨西哥电报公司吗?”

我喜欢康柯里公司是因为它们发明了一种新的乙烯地板,可以像地毯一样,不用拼接缝合就可以铺满整个厨房。这家公司还利用生产装配式房屋的模式化技术,为国防部制造军用舰艇;据说康柯里公司装配式护卫舰前景看好。

我喜欢贝尔玉米卷公司是因为它的产品墨西哥玉米卷味道好极了,国内90%的人还没有品尝过,还因为这家公司有良好的记录、漂亮的资产负债表以及像邻居车库一样简陋的办公室。

林奇第四准则：公司办公室的奢华程度与公司给股东分红的递减幅度成正比。

我最初挑选的股票看起来并无共同之处。从一开始，我就着迷于一种似乎无可理喻的组合。引人注目的是缺少化工行业公司，我当分析员的时候，曾经相当彻底地研究过化工行业。

1978年3月31日，我接管麦哲伦已10个月，麦哲伦的年度报告面世。

报告书的封面是精致而古老的南美大陆地图，标出了陆地及河流的名称。三只美丽的西班牙帆船（假想为当年麦哲伦的）快乐地驶向智利的合恩角。后来，麦哲伦基金愈益壮大而复杂，而封面的图案却愈益简单。不久以后，内陆、河流的西班牙名称被抹掉，三只帆船变成了两只。

我记得1978年3月的报告显示，基金资产12个月内升值20%，同期道·琼斯指数下降了17.6%，标准普尔500指数下降39.4%。成功的部分原因是因为我是个“新手”。

在给基金份额持有人的信中，我这样描述我的策略：减少汽车、航空、铁路、公用事业、化工、电子以及能源行业的持股比率，增加金融机构、广播、娱乐、保险、消费品等行业的持股比例。

事实上我从来没有全面的战略，我挑选股票完全是经验主义方法，像受过训练的警犬一样嗅来嗅去。

我特别关心细节，例如，为什么一家拥有电视台的公司今年比去年更赚钱？相反，我不太关心在某个行业的持有比例。我会见一位广播公司的负责人，他告诉我公司的业务有所改善，并且给我一份对他们构成最大威胁的竞争者名单。然后我检查细节，然后通常是停止购买别家广播公司的股票。我在所有的行业中寻找目标，说明选股人行业 and 知识有限并不是一件危险的事情。

由于麦哲伦基金是一家资本增值基金，因此我可以不受限制地买任何东西——从各种类型的国内股票到国外股票，甚至债券。这给我充分发掘猎犬本能的自由，我可以不受增长型基金经理行事方式的限制。当所有成长型股票被高估——这种情况每隔几年就发生，增长基金经理不得不买被高估的股票，只能从矮子里面拔将军。而我却可以不碰这些股票，另辟蹊径。

1978年元月，我们告诉股东“麦哲伦的投资组合主要由三种股票构成：特殊行业型、被低估的循环型，以及中、小规模的增长型公司”。

一年之后，我对麦哲伦基金的投资原则作了扩大的解释：麦哲伦基金的目标是通过投资于有吸引力的普通股达到资本增值目的，我们选择的股票主要是以下5种：“中、小规模成长型公司、前景有所改善的公司、被低估的循环型公司、高收益和分红增长的公司以及企业资产的真实价值被市场低估的公司……，从将来的角度看，外国股票将在基金中占有相当比例”。

灵活性是关键。总是可以找到被低估的股票，早期我发掘出的两个最大的赢家是大型石油公司：恩勒克石油公司和荷兰皇家石油公司。一般人认为只有2,000万资产的基金应把注意力集中在增长速度较高的中、小企业，而不是大型石油公司。但是我注意到荷兰皇家石油公司正在好转，华尔街却没有认识到这一点，于是我买进。

在麦哲伦还只是一家小基金的时候，我曾经把15%的资产投到公用事业股票中。公众认为麦哲伦的成功得益于成长型股票，但我们从未将一半以上的资金投进这类股票中。

买股票的消极策略，是在所持投票表现不好时，找出新的借口（华尔街的才能有相当一部分仍然用于寻找借口）。

我的策略是进攻性的，不断寻找更好的机会，发现更好的股票来换掉我已经选中的股票。1979年是股市的好年头，标准普

尔指数上升 18.44%，麦哲伦的资产升值 51%。在写年度报告时，我再次面临解释自己策略的挑战，似乎我一开始就应该有一种策略，于是，“增加房屋租赁业、饭店以及零售业的股票比例”成了我最好的选择。

我钟情快餐业是因为这个行业容易理解。在一个地区获得成功的快餐连锁店很容易在其它地区复制成功。我亲眼看到贝尓玉米卷公司在加里福尼亚州开了很多连锁店，成功之后逐渐东移，在这个过程中其收益每年增长 20% 到 30%。

我买了乡村饭店的股票，随后造访了它在佐治亚州麦肯开的一家分店。我是应罗宾逊·汉弗雷邀请飞到亚特兰大参加一个投资会议，并决定顺便到这家饭店去看看。地图显示麦肯离我住的亚特兰大酒店只有几英里的路程；然而，这段路似乎超过 100 英里，拥挤的交通使我在路上花了一小时。最终，我在那儿享受了一份满意的晚餐，并对乡村饭店留下了深刻的印象。这只股票被我列入 50 种最重要的股票清单中，为麦哲伦基金赚了不少钱。

我对亚特兰大地区的自选式超级商场作了实地调研，这家货物齐全的商场名叫家庭购物中心。我对商场彬彬有礼的服务印象很深；当然，商场的货物齐全，价格便宜，雇员专业知识丰富，也给我留下深刻印象。它的股票价格当时只有 25 美分，我亲眼目睹了这家企业并买进了这只股票，但是一年后卖掉了。在 15 年中，它的价格从 25 美分一直涨到 65 美元，15 年翻了 260 倍。我发现了它却没有充分享受它的收益。

即使没有从家庭购物中心的股票中赚到钱，麦哲伦 1979 年的成功在 1980 年又得以重演。这一年我们的收益率是 69.9%，而标准普尔指数升幅为 32%。我们最大的持股比例是赌博业、保险业以及零售业。

回顾早期的经营情况，我对换手率之高感到吃惊：第一年

的换手率达到 343%，投资组合中包括 41 种股票。

1977 年 8 月 2 日，我卖掉了 30% 的股票。从这时开始，我以令人目眩的速度买卖石油公司、保险公司的股票，每个月都有消费行业的股票进进出出。1977 年 9 月，我买了一些循环型股票，到 11 月就把它抛掉了。秋天我们增加了美国联邦国民抵押协会及汉斯公司的股票，次年春天全部换手。我的最大持股从康柯里公司换成一家电信公司，然后又换成一家保险公司，然后又换了几家公司。我似乎每个月都要捣腾佛费斯公司的股票，直到它被摩托罗拉公司兼并，才停止买进卖出；我依稀记得这家公司似乎与计算机终端有关，但我到现在都不能明白解释它到底是干什么的。

幸运的是，我从来不在我不懂的事情上投入大量的钱，包括波士顿地区 128 号公路沿线（硅谷）的绝大多数高技术公司。

我在选股方向上的突然转变大多不是由于战略上的任何改变，而是因为我咨询了新公司并且觉得它比上一家公司更好。

我可以选择同时持有多家公司的股票，但是对于一家小基金来讲，我不能享受这种奢侈。为了准备现金买新股票，我必须卖掉老股票。每天我似乎都能听到某些公司前景的传闻总是比上一年更激动人心。

我这种频繁交易导致每年都面临挑战。股东们阅读报告书时对这种方式有些敏感，“麦哲伦从价格已经回升的循环型股票转到销售和收入增加的非循环股票”是我每年都要重复的解释，随后是“麦哲伦减少了可能受经济滑坡影响的企业的股票，然而，我们将继续增加被低估的循环型股票的持有比例”。

我现在读这些报告时发现，很多我持有几个月的股票其实应该持有更久一些。这不是无条件的忠诚，而是应该钉住那些越来越有吸引力的公司。我的后悔清单有一系列公司的名称。如阿尔伯森公司，我买进不久就卖掉了，这只股票后来翻了 300

倍；还有联邦捷运公司，我以 5 元的价格买进，不久以 10 元的价格卖出，两年后它涨到 70 美元。

提早放弃这种好股票，正应了“拔苗助长”的格言，这是我最喜欢说的话，自己却成了牺牲者。华尔街投资专家华伦·巴菲特的投资技巧同写作才能同样为人称道，他曾经在一个晚上打电话给我，希望允许他在年度报告中引用这句话，我受宠若惊。

据传许多投资人以每股 11,000 美元的高价拥有巴菲特的伯克郡·哈兹维公司股份，只是为了得到他的投资报告，这使伯克郡·哈兹维成了有史以来最贵的杂志订费。

在麦哲伦转为封闭式基金的四年时间里，没有新客户以及高比例赎回（达到全部份额的 1/3）迫使我卖掉老股票以挑选新股票。这段经历使我自己熟悉了大量公司和行业，并懂得了影响价格涨落的因素。当时，我并没有意识到这其实是在为掌管百亿美元的大基金作准备。

最重要的收获之一，是懂得了自己做研究的价值。

每年我要到数十家公司的总部去访问，并在地区性投资会议上结识数十人（这个数字不断增加，80 年代初期达到 200）。

忠实公司开始实施一项新措施：公关午餐，即跟那些懂得如何经营保险公司或铝业公司的高级主管一起用餐。以往，我们跟办公室的同事或股票经纪人一起用餐，谈谈高尔夫球赛事或波士顿红袜队的比赛，气氛亲切，但却不如公关午餐对投资更有价值。

这种午餐制度后来扩展到早餐和晚餐。每星期，娜塔丽·特卡丝提供一份打印的名单，类似学校的菜谱（周一比萨饼，周二汉堡包等），只不过我们的“菜谱”是客人的名单，如周一是美国电报电话公司、家俱仓库公司，周二是某某公司等等，总有几种不同的选择。因为我不可能参加全部的餐会，所以我作了安排，尽量与我还没有投资的公司主管见面，看看是否漏掉了有价值

的信息。比如,如果我对石油公司不看好,我就会与石油公司主管一起用餐,这种交谈可能使我了解到,石油工业是否即将复兴的最新动向。

这种信息总是对有关人士直接或间接有益,不论是制造商,还是供应商。

波士顿作为基金之都,使我们能够不出城就了解数百家公司的情况,许多公司的经理或财务主管在各家基金之间转悠,向买主通报他们公司的最新情况。

除了这种早、中、晚的餐会之外,公司还鼓励分析人员及基金经理参加每天下午与其他公司有关人员的闲谈会,以获取信息。

公司邀请一批客人来谈谈情况,我们也向他们交流一些信息。当一家公司告诉我们有关公司的事情,这些事情往往是华尔街的每个人都想知道的,这是为什么这种闲谈会如此重要的原因。我可能与西尔斯公司的人谈一谈,知道地毯的销售情况。壳牌石油公司的一位副总裁可能告诉我石油、天然气以及石化制品市场开始走软,这个消息会促使我卖掉生产乙烯的公司股份,因为这类股票的价格不久即开始下跌。这样的随意闲谈,十次有两次能获得一些重要的内容。

我自己每月至少一次与重要行业的代表会谈,了解这个行业是否开始转向或其它被华尔街忽略的最新动向,这是一个非常有效的警报系统。

我常常以这样一个问题结束会谈:你最尊敬的竞争对手是谁?如果公司主管承认其对手干得一样好或者更好,这是最有力的证据,我会马上买进他们竞争对手的股票。

我们得到的信息并非专业性强,或高度机密的资料;我们的客人乐于分享他们所知道的信息,我发现大多数公司代表既客观又诚实。公司经营状况不好,他们承认;如果认为经营状况将

会改变，他们也会告诉我们。

人类有自私和多疑的毛病，总是怀疑别人的动机，尤其是涉及到金钱的时候。但在我数千次与希望我购买他们公司股票的人打交道的经历中，只有为数极少的几次听到假话。

事实上，华尔街的谎言比梅因街要少，这倒不是因为金融业人士比大街上的商人更像天使，而是因为他们太不受信任，以至于每句话都要受到证券交易管理委员会的审查。他们是不允许说假话的，流传的谎言在下一个季度的收益报告公布之前就会失掉市场。

我总是很仔细地记下在午餐时或会议上碰到的每个人的名字，他们中的很多人我每年要联系多次，成为极有价值的信息来源。对那些我不太熟悉的行业他们教会我如何阅读其资产负债表，以及应该提出什么问题。

我以前不了解保险业，直到我认识了几家保险公司的主管，他们用闲谈的时间，给我上了一堂关于保险业的速成课。我没有保险专业人员那样的知识，但我知道保险公司收入增减的基本因素，能够正确地提出问题。我认为保险业的专业人士应该利用他们的优势，注意保险公司的股票；而不是去买铁路公司或废弃物管理公司的股票，他们对这些公司一无所知。

如果说无知是福，那么这种“福”是要付一大笔学费的。

说到保险业，我在1980年3月曾经把基金25.4%的资金投到财产或灾害保险公司。因我买了这么多保险公司的股票，他们把我当作保险业最好的朋友，邀请我在他们的年会上演讲。如果他们知道我在一年以后，也许会把保险公司的股票全部卖掉，换成银行的股票，也许就不会邀请我参加保险年会了。

1980年，利率上升到创纪录的水平，这是卡特政府的末期，美国联邦储备银行已经启动了经济的闸门。

在这种环境下，银行业的股票普遍低于其理论价值，虽然银

行业前景看好。当我坐下来思考降低利率会有什么样的影响时,我才发现这种形势。

那时我正参加由罗宾逊·汉弗雷组织的亚特兰大地区投资会议。事实上,在会场外面我已经顺便去了一趟亚特兰大第一银行,这家银行连续 12 年保持高收益率。显然,投资者低估了它的价值。5 年后,当这家银行与北卡罗来纳州的沃切维亚银行合并时,它的股价翻了 30 倍。华尔街总是对能够生存或不能生存的各种企业感兴趣,而经营状况稳定的银行如亚特兰大第一银行则不受重视,它的市盈只有市场平均水平的一半。从这时开始,我对地区性银行的品质留下深刻印象,并且对投资者的轻视感到困惑。

像 NBD 这样的银行,多年以来保持 15% 的增长率,跟其它的高速增长企业一样,但在股市上,它的市盈率要低得多。大概投资者认为,银行是个庞然大物因而步履蹒跚。

对地区性银行的误解创造了大量的买进机会,麦哲伦投在银行股票的比例,高于市场平均水平四到五倍,原因就在于此。我喜欢那些在当地有牢固基础,并且高效而审慎地从事商业信贷的银行。到 1980 年,我把 9% 的资产投入 12 家不同的银行。

在 1981 年 3 月的年度报告中,我高兴地看到麦哲伦股东的钱袋几乎翻了一倍;基金资产一年中增值 94.7%,而同期标准普尔指数只上升了 33.2%。

虽然麦哲伦连续 4 年超过市场,但份额持有人的数目仍不断下降,这个时期共有 1/3 的份额被赎回。不知道为什么会这样,猜测大概是这些人在基金合并时的损失终于补回来,于是变现走人。大量的赎回在一定程度上抵消了资本的增加,使麦哲伦的增长率打了折扣。4 年之间翻了 4 倍,本该有 8000 万美元的资产,但实际只有 5000 万。头两年,我只能持有 50 到 60 种股票,到 1980 年中,增加到 130 种,由于赎回的影响,我们被迫

退到 90 种股票的规模。

1981 年，麦哲伦与撒冷基金合并。

撒冷是忠实公司名下的另一家小基金，通常被称作“道理论基金”，它的损失也产生了巨额税赋亏损结转。从这时开始，即与撒冷合并以后，麦哲伦才重新向公众开放。1981 年，合并之后的麦哲伦资产首次突破 1 亿大关，我们第一次得到公众的注意，但股市却开始回落。

常常出现这种情况，当人们开始觉得把钱放在股市比较安全的时候，股市却开始回落。

毫无疑问，麦哲伦有个相当漂亮的开头。

1978 年，我的 10 种主要持股其市盈利都在 4 到 6 之间，1979 年则为 3 到 5 之间。如果一家好公司的股票只有 3~6 倍的市盈率，持股人想赔钱都很难。那几年我中意的股票大都是所谓二流股票，中、小规模的企业包括零售业、银行等等。在 70 年代末期，某些基金经理和专家劝告我，二流股票会有它们风光的时候，但目前是投资大型蓝筹股的时代。我很高兴没有听从这些劝告。大型蓝筹股乏善可陈，并且它们的价格要比二流股票贵两倍。

“小的”不仅是美丽的，而且是最能赚钱的。



*林奇掌管的麦哲伦基金名称源自古代葡萄牙航海家麦哲伦。因此,麦哲伦基金分发给股东的年度报告也就采用了帆船作封面;一开始是用三艘帆船,最后减为一艘。

在麦哲伦的时代,航海意味着极大的冒险;然而,麦哲伦基金却被公认为美国风险控制得最好的基金之一。林奇认为,投资股市不是为了赚一次钱而是要连续赚钱,那些想靠一“博”而发财的人大可离开设市,去赌场冒险碰运气。

第十二章

经营麦哲伦：中期

——一天的工作日程——投资成功的关键：把注意力集中在公司上，而不是股票上——忠实公司的独特之处：所有基金经理独自进行研究工作——选股理由：能在90秒内说清楚吗？——球队教练不会交流战术，但基金经理却乐于互通情报——什么人的建议最有价值？——给市场分析人员的忠告——钟爱连锁经营模式的公司——抵抗恐惧训练：发现克莱斯勒股票——大牛市开始了，林奇换股——林奇悖论：小基金买大公司股票，大基金买小公司股票——1983年，麦哲伦资产突破10亿美元。

交易本身是我最不担心的，回想起来，我可能花在交易上的时间，超过了该花的时间——每天1小时而不是每天10分钟。买卖的过程很有趣，但最好的做法，应该是把多花的50分钟用来给上市公司打电话。这是投资成功的关键之一：把注意力集中在公司上而不是股票上。

投资者往往在灾难临头的时候试图放弃他们最好的投资，其实，全面灾难真的到来时，银行的现金同股权证书一样，都是废纸。另一方面，如果真正的灾难并没有发生，这种“小心”会变成最不谨慎的行为，为了一点可怜的现金卖掉有价值的资产。

我一天的工作从早上 6:05 开始,搭一个朋友杰夫·摩尔的车进城,他的妻子勃比坐在他的旁边。夫妻俩都是放射学家。这个时间天还没有亮,杰夫开车,勃比就着车上的小灯研究 X 射线。我坐在后排,翻看年度报告和图表,一路上很少交谈。

6:45 分,我进入办公室,办公室已经有其他人上班了。内德·约翰逊喜欢大家勤奋工作,他的正常工作时间是早上 9:30 到晚上 9:30。

我的办公桌总是杂乱无章,堆满了复杂的交易工具:标准普尔指数表、黄色拍纸簿、铅笔以及我用了 15 年的夏普计算器。桌子后面有一个单独的工作台,上面放着电脑。最早的电脑需要自己输入股票代码,然后才能显示投资组合中的全部股票及其价格。后来,电脑的功能大大改进,可以显示全部投资组合的情况和股票的价格,并随着交易的进展情况自动更新。空白屏幕是个比较好的系统,因为你不用整天盯着屏幕,看到所买股票的涨落,就象大多数基金经理那样。我得到改进的电脑之后,不得不把它关掉,因为太容易让人激动。

在开市之前以及电话铃还没有开始响的这段时间里,我要先看看前一天的买卖记录,这是忠实公司的财务人员准备的,显示忠实公司基金经理们的工作情况。我也看公司分析人员做的内部摘要,还有《华尔街日报》。

大约早上 8:00,我开始写新的买卖清单,大部分是前两天开始买进的股票,希望以合理的价位适度建仓。我给交易负责人巴里·莱登打电话,下达买卖指令。

巴里·莱登在楼下的交易厅工作。从我的办公室到交易厅有一条穿过九层楼的通道,给人一种在大峡谷中走钢索的感觉。忠实公司如此设计是为了避免基金经理亲自干预交易员;就我的情况来讲,的确如此。

最初我只有一位交易员。但到了1983年底,随着麦哲伦的规模扩大,买卖变得很复杂,于是我挑选了第二名交易员,卡列尼·德鲁卡。莱登负责买进,德鲁卡负责卖出。他们俩都很耐心,我尽量给他们留有余地。交易本身是我最不担心的,回想起来,我可能花在交易上的时间,超过了该花的时间——每天1小时而不是每天10分钟。买卖的过程很有趣,但最好的做法,应该是把多花的50分钟用来给上市公司打电话。这是投资成功的关键之一:把注意力集中在公司上而不是股票上。

交易清单送下去之后,我便回到自己的主要工作——跟上市公司联络。使用方法跟记者调查大体相同——阅读公开材料寻找线索,然后直奔信息源:公司本身。

每次接触之后,不论是打电话,还是直接会面,我都会在一个软皮记事本上草草记下若干符号——公司的名称、当前的股价以及一两行我刚刚了解的情况。我想,每个人都该有这样的笔记,否则你可能很容易忘记当初为什么买这种股票。

随着麦哲伦的发展,我的笔记本也越来越多,翻一遍其中的内容需要花很多时间。

我削减了公司午餐的时间,以便提高效率,我可以一边打电话一边嚼着三明治。早期的公司午餐使我建立了足够的信息渠道,现在可以在电话上得到部分需要的信息。在我的办公室外面,文静的波娜·苏利文带着四位秘书紧张地接听电话。很少有人在我办公室里逗留;座椅上堆满了文件;除了地板没有坐的地方。我如果离开座位,那么不是去端杯可乐,就是去洗手间。到最近的洗手间要穿过一间小会客室,来自上市公司的客人或分析人员等着跟不同的基金经理会面,其中总有些人我认识,因此我绕道去另一间洗手间,否则就得花费时间去跟他们打招呼。

从1981年开始,我有一位或几位能干的助手做同样的工作:给公司或分析人员打电话,记下最新的情况。我的第一位助

手，里奇·芬廷建立了工作标准，他后来负责忠实增长基金。芬廷的继任者也从我的错误中学到很多东西，后来都是成功的基金经理；如杰夫·维尼克，他现在接管了麦哲伦基金。这些能干的助手使我分身有术。他们证明了作为一个团体，最好的办法是让每个人有自己的职责范围。通常情况下，他们不负所望。

忠实公司贯彻这种理论，即让所有的基金经理各负其责，独自进行研究工作。这是一种创举，在同行中并不普遍。

传统的做法，是基金经理从分析人员推荐的股票中进行挑选，研究工作由分析人员完成。这对基金经理来讲，是省事的，特别是就工作的安全性而言。因为一旦买错了股票，他们可以责备分析人员提供了错误的信息。普通投资者听信某个哈里叔叔的传言赔了钱，会对妻子讲：“哈里叔叔怎么会这么蠢？”基金经理也会跟他的老板说同样的话。分析人员明白过来之后，不久就学会保护自己，他们不再提供富有想象力的推荐，转而兜售人人可以接受的公司如 IBM。而在忠实公司，基金经理都做得独立的研究，并对其结果负责。

分析人员的工作照常进行，把研究结果送给基金经理，基金经理则有接受或拒绝这些专家们意见的自由。

忠实公司的每只新基金都要一位新的经理，而他也要收集情况，这样一来，随着基金数目的增加，我们内部资讯系统质量也越来越高。同事的消息对我尤其重要，因为麦哲伦是一只资产增值基金，可以在最广泛的范围内选择股票。这样，不论是小型股票基金、增长基金、价值基金，还是其它如店头股票基金（专门买卖未挂牌公司股票的资金）的经理所提供的消息，都非常有价值。

我是积极主张开发新基金的，像店头股票基金、海外基金以及退休金增值基金，都成为大受欢迎的基金。但即使他们没有取得这样的成功，他们也能给我们的分析人员开创新的研究领

域。新基金也给我们的年轻分析人员提拔的机会,否则他们可能被竞争对手拉走,其结果是这支强大的股票调研队伍解体。

在我接手的早期,我们强调信息交换清楚明白,办公室过厅冰箱旁边的随意闲谈常常被会议室的正式讨论所取代。

后来,我主持会议时使用厨房用的定时器,宣布每人有三分钟的时间说明选股的理由。实际上,我逐渐缩短时间,最后减到1分半钟。发言人热衷于宣传自己喜欢的股票,以至于忽视了我定在定时器上做手脚。不管怎样,90秒的时间足够说清选股的理由。

如果你准备向一家公司投资,你就应当能用简单的语言解释,让五年级的学生也能听明白;时间不能太长,否则五年级的学生会厌烦。

这种讨论不是对抗。华尔街越来越充满火药味儿,只有最善辩的人才能生存,但这不是了解股票的最佳途径。

如果你的意见受到批评,下次你会回敬对手。如果遭到异口同声的批评,你或许会对自己的研究失掉信心。一次充满敌意的辩论也许不会立即影响你的自信,但大脑不会忘记这次痛苦的经历,它会回想起当你提出克莱斯勒股票价值超过5美元时,遭到大家嘲笑的情景。一年之后,克莱斯勒股价上升到10美元。某个无所事事的晚上,你忽然想起当时受嘲笑的情景,你也许会想“这帮精明鬼也许是对的”。于是第二天醒来就卖掉股票。不久,克莱斯勒股价升到每股30美元。

为了避免打击个人的自信心,我们允许对意见不加评论——别人的意见可以接受,也可以置之不理。我试图把注意力集中在意见本身,而不是提出意见的人。

通常而言,提出最有价值意见的人,在选股方面的才能远远超过其辩论的才能。后来,这种每周的例会被每天的研究笔记取代,因为我们的分析人员和基金经理太多了,会议室已经装

不下。

另外两条最有价值的信息渠道，是忠实公司以外的分析人员和基金经理。我至少每周一次跟别的投资公司的基金经理交谈，偶尔也会与他们在大街上或会议上碰面。“你喜欢什么股票？”这是选股人的交际方式，不是“你的妻子怎样？”或“嘿，拉里伯德的投篮你看了吗？”之类。我们总是用“你喜欢什么股票”开始，然后是“嘿，最近三角州公司的股票真不赖”，或“我看昂星化工的股票要反转”。

我们作为竞争对手主要是基金业绩会受到《福布斯》等财经杂志的比较，业绩好坏直接影响下一年我们吸收新资金的能力。但这种竞争并不影响我们互相通告自己最喜欢的股票——至少在我们已经买进之后是这样。

你不能指望华盛顿红人队的教练会跟芝加哥熊队的教练互通告战术，但我们却乐于通报自己的买卖清单。如果我给对手提个好主意，他们也会有相应的回报。

对于其他公司的分析人员或经纪人的建议我会认真筛选，这里面的差别很大。如果某个经纪人提供建议，而你对这位经纪人一无所知，那么，听从建议就很危险。有些著名的分析家沾沾自喜，他们被《机构投资者》杂志捧为全明星，但这并不意味着下一年他们能干得更好。

过时的专家在华尔街越来越多。分析人员把更多的时间用来向老板或客户推销自己的想法并为之辩护，而花在研究工作上的时间越来越少。现在很难看到一位分析人员每天给几家上市公司打电话，去公司访问的就更少了。我一发现这样的人，就会跟他保持接触。第一波士顿公司的麦基·吉列姆是一个好例子，他发现了家庭购物中心股票的价值；其他如西部精灵公司研究金融、公用事业股的约翰·克内里，格朗特公司研究金融、航空业的乔治·夏皮罗等。这类分析人员的意见值得倾听，特别是你

主动打电话请教的时候。

分析人员喜欢吹嘘他们最早发现了某家公司的内在价值；当时的股价是 25 美分，十年后涨到 25 美元。但更为重要的是他们有没有在股价上升到 5 美元、10 美元、15 美元时，在报告中再次强调自己的观点。最早的买进讯号很快就会被遗忘，如果这就是分析人员所提供的全部意见，那么大家就会失掉从中赚钱的机会。

随着麦哲伦在 1981 年重新开放，我越来越成为一个有耐心的投资者，基金份额持有人也是如此。赎回比例在下降，意味着我不再被迫卖股变现。基金的年换手率下降了 2/3，从 300% 下降到 110%，我的最大持股现在能够维持几个月不变。麦哲伦仍然是只小基金，总资产 1 个亿，在一般性资产基金中倒数第五。我把这些资金投资在大约 200 家不同企业的股票中。

我对连锁餐厅及零售店的无限潜力兴趣日增。通过向全国扩张业务，这类企业可以在 10 到 15 年内保持 20% 的增长率。如果收益每年增长 20%，3 年半即可翻一倍，7 年可以翻两番。股价如影随形，常常会超过其收益的增长。投资者对前景看好，愿意支付相当乐观的价格。

“72 法则”是用来估算资金增长速度的好办法，用 72 除以年回报年，所得的结果就是资金翻倍所需要的年数，比如，年收益为 25%，所需时间不到 3 年；如果年收益为 15%，所需时间不到 5 年。

通过观察不同行业股票的涨落，我发现不论在循环型或价值低估型股票中是否存在涨 2~5 倍的机会，零售店和餐厅总能有更高的回报，不仅因为它们的增长同电脑制造业、软件业、制药业等高技术产业一样快而且更由于它们的风险比较低。一家计算机公司可能由于对手推出更好的产品而在一夜之间贬值一半，但新英格兰州的快餐店不会因为某人在俄亥俄州开了一家

更好的快餐店而减少营业，这一点显而易见。

回过头来，我发现自己喜欢的股票往往是普通行业的股票。这些公司资产负债情况良好，前景可观，但大多基金经理不敢买。

如前所述，基金经理为了保住自己的工作，倾向于多买些大家认可的股票如 IBM，而不敢买进来看起来有点滑稽的七橡树公司的股票。如果七橡股票下跌，推荐人会受到责备。但如果 IBM 股票下跌，责备会转到 IBM 公司头上：“太让华尔街失望了。”

是什么使我得以避开这种虚假做法？关键是在麦哲伦这样的开放度极高的基金里，没人居高临下地审视我。

很多公司里面等级森严，每个人都虎视眈眈地盯着他下面的人，同时又被他上面的人盯着。如果你不得不关注顶头上司脸色，在我看来，你就不再是专业人员了，你不再对自己的工作负责。你现在的的问题是：“为什么他们老是盯着我的一举一动？”而不是“我是否有能力干好这件事？”

在麦哲伦，我有幸免掉了这种疑虑。

我在买股票方面的权力许多人闻所未闻。我可以按每股 40 美元卖掉股票，然后改变主意，又以 50 美元的价格再买回来；我的老板也许会认为我疯了，但他们并不会说出来。我不再在每天每周的会议上为自己的选股作解释，我自己和我的策略也没有受到令人沮丧的审查。基金经理操心如何战胜市场已够头疼了，不需要再增加负担，每天去安慰老板和股东或为自己的操作辩解。

只要遵守基金的规定，我们就应该只面对每年一次的对工作成绩的评估。在这一过程中，不应该有人责问为什么我们不买什么股票而卖了什么股票。

到 1981 ~ 1982 年，我开始星期天也工作。这多出来的一天

时间我用来清理办公桌,我还必须浏览一大堆邮件,这些东西一度曾经达到每天堆起来半尺高。二、三月份,我得看年度报告,我还得看笔记本,寻找价格跌落的股票(我总是把买入时的股票价格同与该公司有关人员的谈话时间都记下来),看看其基本面有无改善的迹象。

1982年上半年对股市来讲是可怕的。利率达到两位数,通胀率与失业率居高不下,住在郊区的人们忙着购买黄金和枪支,并开始储藏罐装流食;20年没有去钓过鱼的商人重新收拾他们的渔具,为店铺关门后做准备。利率如此之高,以至于我们基金几个月的最大持有比例不是股票,而是长期国库券,因为山姆大叔支付为此13~14%的利息。我倒不是因为害怕股票而购买债券,像大多数投资者那样。我买债券是因为它们的收益超过了正常的股票回报。

林奇第五准则:如果长期政府债券的收益高于标准普尔指数的分红收益6个百分点,那么,卖掉股票,买债券吧。

不可想像利率还会升高或在这个水平长期维持,而引起引发经济崩溃。果真如此,我将同其他人一样被狂涛吞没,麦哲伦的投资组合会成为我最不操心的事。但如果这一切不发生,我要满仓投资于股票和债券。

投资者往往在灾难临头的时候试图放弃他们最好的投资,其实,全面灾难真的到来时,银行的现金同股权证书一样,都是废纸。另一方面,如果真正的灾难并没有发生,这种“小心”会变成最不谨慎的行为,为了一点可怜的现金卖掉有价值的资产。

1982年初,我开始进行通常的“抵抗恐惧”训练。假定最糟的情况不会发生,我该怎么办?我估计利率迟早会降下来,股票

和长期债券的持有者会大获其利。

事实上，标准普尔 500 在 1982 年到 1990 年之间翻了四倍，30 年期政府债券稍高一点。然后，1991 年，股票又上涨了 31%，而债券就差多了。再次证明长期而言，股票优于债券。

可是在 1982 年初这段前景暗淡的日子里，财经媒介充斥着汽车销售愈益萧条的报告，似乎汽车销售的萧条是永远的影响。在我看来，不论萧条是否发生，我们都会回到电影院。如果还有什么事像人会死亡那样确定无疑，那就是美国人一定会买汽车。正是这种想法促使我在 1980 年 3 月走访克莱斯勒公司。

实际上，我并不是一开始就去找克莱斯勒的；我在同福特公司代表交谈中，得知克莱斯勒会好转得更快，像往常一样，对某个机会的研究引出了另一个机会，淘金人踏进了铺满金片的溪流。

克莱斯勒股票当时价格是每股 2 美元，华尔街等着这家第三大汽车公司破产的消息。浏览克莱斯勒的资产负债表，我发现公司有超过 10 亿美元现金，因为它刚刚把坦克分部卖给了通用公司；这样，它的行将死亡的预言显然是过份夸大。克莱斯勒有破产可能，但至少是几年之后。美国政府已经同意提供足够的贷款，帮助它度过眼前的危机。

如果汽车畅销而克莱斯勒却卖不掉自己的汽车，我会对它的前景感到悲观，但现在是整个汽车业不景气，并且有望复苏。

既然克莱斯勒已经减少了债务，度过了最危险的关头，那么，当销量开始上升的时候，它的潜力是不容低估的。

6 月，我到该公司总部访问。在那儿我看到了新车；公司投资关系负责人鲍勃逊安排了一个会议，让我和公司的几位高级主管交谈。在我 21 年的投资生涯中，这或许是最重要的一天。

这次会议原打算用 3 个小时，结果开了 7 个小时。跟李·亚科卡的会谈又花了另外两个小时。

最后,我相信克莱斯勒不仅有维持目前运转的资金,而且有令人激动的新产品。几种新产品都已经出了装配线。G—124型车从0到^{英里}60迈的加速比保时捷还快。亚科卡先生最自豪的是他称之为“二十年来汽车业的新事物”——型号为T—115的新车;这是克莱斯勒小型货车,在随后的九年中共售出300万辆。我对轿车的印象更深,但事实证明正是这种小型货车拯救了公司。不论你对某个行业多么熟悉,总会让有让你吃惊的事情发生,克莱斯勒小型货车的销量超过沃尔沃车总量的5倍!

克莱斯勒是家大公司,拥有数百万大股东,这使得麦哲伦基金能够持有该公司较大数量股票。华尔街对克莱斯勒极度失望,放弃了对它的调研。1982年春夏之间,我大量购买克莱斯勒股票,到6月底,它已经成为麦哲伦基金持有比例最高的股票。到7月底,麦哲伦基金全部资本的5%投在克莱斯勒的股票中,达到证券交易管理委员会允许的最大比例。如果允许,我会用10%甚至20%的资金购买克莱斯勒股票。

我的朋友和同事认为我疯了,他们认为克莱斯勒行将破产。

10月,我把债券的持有比例削减到5%。大牛市开始了,利率开始下降,经济已经显示复苏的信号。

像通常情况一样,汽车业等循环型股票推动大市上扬。我相应地卖掉银行和保险公司的股票,把11%的资金投进汽车业,10%的资金投到零售业。这种转变不是依据报刊的标题,也不是美联储主席的讲话,我的决定是建立在经验的基础上。

一家接一家公司告诉我,他们的情况正在好转。这个期间,新股“生化高科”上市,发行价25美元,一天之内被炒到75美元,这是我买的新股之一。

周末,我首次在电视台的“华尔街一周”节目中亮相,直到摄像机开动前一分钟,我才见到了主持人路易斯·鲁凯塞。他来到台前,斜着身子对我说:“别担心,你会干好的,只有800万人在

看着你。”鲁凯塞在节目一开始讲笑话，内容是政客比魔鬼更能唬住华尔街。然后，三位记者（丹·多夫曼，卡特·兰德尔，朱莉娅·瓦尔什）谈了一些本周的感想，像往常一样，充满令人忧虑的评论。周五道·琼斯指数下跌 36 点，报纸大字标题“1929 年以来最惨的一天”，虽然这种比较是极其荒谬的。道·琼斯指数从 990 点下跌 36 点，跟大萧条之前的 280 点下跌 36 点，是完全不同的事情。

鲁凯塞念了一封观众来信，这位观众关心银行和信贷危机会不会搞垮联邦储蓄保险公司，专栏记者认为这种事情发生的可能性极小。鲁凯塞开玩笑说政府可以“多印几张大额钞票”。轮到我出场时，主持人鲁凯塞介绍说：“这是过去 5 年中最好的基金选股人，以 305% 的收益率高居《利帕尔》杂志排名榜的榜首。”我穿棕色西服，蓝衬衫，有几分紧张；坐在鲁凯塞旁边，就像等着剪开装有奥斯卡获奖者名单的信封。

鲁凯塞首先提了几个容易的问题。他问我成功的秘诀是什么，我说我每年访问 200 多家公司，阅读 700 份年度报告。我并且引用了爱迪生的观点，投资是“99% 的勤奋加 1% 的天份”；“那是爱迪生关于天才的观点，不是投资，”鲁凯塞马上纠正道。我无言以对。

机智的应答中潜藏着令人不安的紧张，鲁凯塞想对我的做法了解更多一些，我该怎样说？

“啊，我买我喜欢的股票！”我没有这样讲。

我介绍我把麦哲伦基金的投资分成两部分：一部分是增长型和循环型股票，另一部分是保守型股票。“股市向下，我就卖掉保守型股票，买些其它的股票。股市向上，我就从增长型和循环型股票中挑选一部分获利的抛掉，然后增加保守型股票，”我说。其实这种向 800 百万人的解释与实际使用的策略之间，有很大的差距。

问及我最喜欢的股票,我列举了班特家具,以及汽车业特别是克莱斯勒公司。我说,汽车业已经连续两年不景气,克莱斯勒的汽车业在复苏中能拨头筹。

记者多夫曼像华尔街的普遍态度一样,怀疑克莱斯勒是不是风险太大;“我愿意承担这个风险,”我回答。

他们接着问到一家高技术公司,气氛变得轻松了。我承认不仅对高技术所知甚少,而且从未搞清楚电是怎么会事,这话引起一阵笑声。鲁凯塞问我是否一个非常老派的人物,我说:“不,老派人物根本不知道有这些东西。”

我在鲁凯塞节目中的亮相引起麦哲伦基金份额走俏,忠实公司销售部忙于应接电话。

1981年与撒冷合并后,麦哲伦资产为1亿美元,到1982年底变成了4.5亿。新的资金以4年前不可想象的速度投进来:10月份共4000万美元,11月7100万美元,12月5500万美元。我现在可以继续持有老股的同时,买进新股,这是从前无法享受的奢侈。我不能把所有的钱都投进克莱斯勒,所以我在其它汽车以及零售业等进行投资。3个月之内,我买了166种股票,其中有大公司股票,但绝大部分不是。我职业生涯中一个颇具讽刺性的现象,是麦哲伦还是小基金时,我买进大公司股票,而当基金规模越来越大时,我却越来越喜欢小企业股票。这不是精心设计的策略,而是依据股市发展的事实情况作出的选择。

麦哲伦份额在1983年继续热销,2月份7600万美元,3月达到1亿。在低迷的市场里很容易找到值得买进的股票,但在1983年初,道·琼斯指数比1982年的低点上升了300点,许多高技术股票发行价高得令人担心,此后六、七年再没有见到过这种情况。这样的高价令华尔街欢欣鼓舞,但我觉得令人忧虑,我情愿来个300点的大跌以便挑选便宜货。

便宜的股票是选股人心中的目标,我们的净资产在熊市中

损失 10% 到 30% 没有多大关系。

我从不把熊市看作灾难，而是当作买进便宜股票的好机会，这是时间赐予我们的幸运。

克莱斯勒仍是我们的最大持股（基金资产的 5%），并且在一年中维持这水平；它的价格在 8 个月中翻了一倍，斯道普购物，以及 IBM 继续排在我们持股的前几名。我尽职责持有 IBM 股票（持有比例 3%，低于 IBM 在标准普尔 500 中 4% 的权重），也许我的潜意识中接受了市场的观点，那就是，如果不持有蓝筹股，你就不是一个真正的基金经理。

1983 年 4 月，麦哲伦基金的资产达到 10 亿美元，这是一个里程碑，办公室里爆发出热烈的欢呼声。不久，一位记者写道，麦哲伦已经过于庞大，不能再保持其成功的记录。这种观点在公众中很有市场。



OLD/NEW: Now
for "smart" film

*柯达公司是世界上最大的胶片制造公司之一,只有日本的富士公司可与之争高下。对于柯达这样具有行业垄断性质的大公司,如果不随着科技进步不断推出新产品,同样也会落伍。图中右下为柯达公司新近推出的新型胶卷。

柯达公司面临的更大挑战是数字式照像机的研制。如果照像机不用胶卷了,柯达怎么办呢?不过,这是下个世纪的问题。

第十三章

经营麦哲伦：晚期

——做研究的时间与持股数量之间的比例关系——持股数量与投资成绩有关系吗？——我为什么要持有 1400 种股票——不起眼的持股可能引出大机会：简·贝尔的例子——金融股票与汽车股票——制定“行业”菜单的两种方法——所谓“流动性”选股票犹如选对象，易于离婚不是理由机构操作：逐步建仓原则例外——投资会议：一项节约精力的设计——国外股票市场——欧洲股票的大机会：沃尔沃汽车与斯堪的亚保险公司的故事——麦哲伦资产突破 50 亿美元——交易清单太长了——1987 年股灾：始料不及的灾难——保证金交易的风险——股灾的教训：手中绝不能没有现金——总结：麦哲伦最大的赢家和输家。

选股票尤如选对象，易于离婚不是好理由；如果一开始就明智地作出选择，你就不需要离婚。而如果不是这样，无论如何你都会一团糟。

我不能说我有先见之明，知道股灾将要降临。市场过份高估，早已潜藏着千点暴跌的祸根——事后来看，这是多么明显。但我当时没有发现，我当时全部满仓，手边几乎没有现金；对市场周期的这种认识相当于对股东的背叛。

花多少时间研究股票跟持有多少种股票有直接的比例关系。

每种股票研究起来都得花几个小时，包括阅读年度和季度报告，给公司打电话了解最新情况等。持有 5 种股票的业余炒股人可以把这件事当作爱好，一个中小型基金的经理则把它当作早上 9 点到下午 5 点上班时间的工作。对于大基金经理来讲，规定的上班时间也不够，你得每周花 60 ~ 80 个小时来做这些事情。

到 1983 年年中，麦哲伦投资组合包括 450 种股票，到秋天，这个数字翻了一倍，达到 900 种。这意味着我要向同事们讲 900 个上市公司的故事，为此，我必须知道这些故事，我的能干的助手帮助我了解情况。

约翰·内夫基金一直保持最大的共同基金地位，但在 1983 年底，麦哲伦以 16 亿美元的资产成为第二大基金。

如此迅速的成长引致一帮人对麦哲伦的批评，认为它象罗马帝国一样，已经过于庞大。他们认为一家持有 900 种股票的基金赢利不可能超过市场平均水平，因为它本身就是市场平均水平，我被指责为掌管着“地球上最大的指数基金”。

这种认为大基金只能表现平庸的说法在今天仍然很流行，并且像十年前一样具有误导性。一个富于想像力的基金经理可以挑选 1000 家，甚至 2000 家别具特色的公司，其中绝大部分不会出现在标准的华尔街投资组合中，这种现象称之为“飞出雷达视野”。他可以持有 300 种标准普尔成份股和 250 家零售业股票，不持有石油公司和制造业的股票；这样，他的资产可以在市场下跌的时候上升。

相反，一位不具想像力的基金经理可以把投入股票市场的资产组合限定在 50 种普遍为其他机构持有的股票中，而得到不

超过标准普尔 500 指数收益平均水平的业绩。

林奇第六准则：不是所有的普通股都同样普通。

基金的规模和持有股票的数量不能说明基金的业绩。由于我持有 900 种股票，后来更增加到 1400 种，有些投资者离开了麦哲伦，这是件不幸的事。

在 1983 年总计 900 种股票的资产组合中，其中 700 种加起来不到基金资产的 10%。我持有小比例股票原因有二：其一，该公司本身规模小，所以即使我按最大比例（10%）持有它的股票，用币值衡量仍然很小；其二、我不认为它们值得大量投资。但如果你持有一些股份，并且列入股东名单，你就可以比较容易地了解这类公司的情况。

简·贝尔股票是一个好例子，说明不起眼的持股可能引出一个大机会。

简·贝尔是一家珠宝供应商，总资产 2 亿美元，离《财星》500 家大公司差距甚远。公司总裁来到忠实公司会见我们的基金经理。我也持有这种股票，因此赶到会议室听他介绍情况，其他基金经理没有到场。

简·贝尔规模太小，还不到麦哲伦持股的底线，但我很高兴与该公司总裁会见。介绍公司业务时，他提到他们最大的主顾是几家折扣俱乐部，这些俱乐部向他们订购大量珠宝，以至于简·贝尔公司煞费心力才能保证供应。由此我产生了投资折扣俱乐部的想法，既然他们能够销售如简·贝尔公司所说那么多的珠宝，那么，他们的总销售一定相当不错。我请威尔·达诺夫（零售业分析专家，后来接管忠实公司另一家基金）做这个研究。

折扣俱乐部的股票上市之初很受欢迎，但好景不长。期望值太高，企业无法达到，于是失望之下抛售股票，华尔街失去了兴趣。

达诺夫给几家投资公司打电话，发现没有一个分析人员被安排调查这些股票。我们直接与两家折扣俱乐部接触，他们证实了简·贝尔公司所言不虚——业务相当不错。他们还告诉我们，他们已经还清了负债，财务状况很好，收益正在上升，但股价却还在下跌——这是绝好的时机。我于是大量买进这几家折扣俱乐部的股票，结果都赚了钱，其中一家翻了三倍。

这几家折扣俱乐部的员工可以通过自己的眼睛看到自己企业兴旺的迹象，并且掌握的情况同我和达诺夫一样详细。精明的店员可以抢在华尔街之前得到零售业的信息，并通过买进被低估的股票而赚钱。

80年代中期，我几乎买过每家公开上市的储贷社的股票，大多数买入的数量都很少。

那时，几家金融机构老总告诉我由于存款利率降低，他们的收益状况大为改观。我可以想见，其他金融机构也会从中受惠，于是在1983年10月我新买进的83种股票中，39种是银行或储贷社的股票。那年年底，我买进了100家储贷社的股票，使麦哲伦基金拥有的这个行业的股票总值达到麦哲伦资产的3%。财经媒介注意到我对储贷社的“钟爱有加”，大量文章给予报道；普通读者得到的印象，是麦哲伦的未来将与储贷社共命运。好在情况并非如此。储贷社的股票后来全面下跌，如果我把麦哲伦20%的资产投进储贷社股票中，我也许早就被迫提前退休了。

汽车业股票是麦哲伦这个时期成功的最大功臣。从福特到克莱斯勒，从克莱斯勒到绅宝、沃尔沃，适宜的经济浪潮托起了整个汽车业。

克莱斯勒股价短期内急速上升，使我们的持股迅速突破5%的限制。购买某种股票达到麦哲伦基金资产的5%，按规定我不能继续买进，但如果由于股价的上升使之升值超过5%，我

就可以不受限制。与此同时,我大量买进福特和沃尔沃的股票,直到这三种股票加起来达到麦哲伦资产的 8%,整个汽车业股票在我们全部股票中所占的比例达到 10.3%。

个人投资者可以选择最有吸引力的公司,并把全部的资金投进去。但要充分享受汽车业回升的好处,大型基金的经理必须制定所谓的“行业菜单”。有各种不同的方法制定这份菜单,其中之一是对自己说,“今年,我要在汽车业投进 8%”,因为你知道汽车业今年会干得很不错,然后你闭上眼睛向汽车业股票清单掷飞镖。另外一个办法是逐家分析公司的情况。

按第一个办法,8%的投资比例是精心设计的,但选择哪家公司投资却是随机的。按第二种办法,公司是精心选择的,但投资比例是随机的。

你可能会猜出来,我是按第二种办法选股的。做分析研究当然比掷飞镖要辛苦,但在 1983 年,掷飞镖的人多半会选中通用汽车公司。我从未大量持有通用汽车的股票,即使在汽车业最景气的时候。因为我认为,对通用来讲,说它是一家悲惨的企业可能是对它最好的评价。虽然通用股票在 1982~1987 年之间翻了 3 倍,但把这位全美头号汽车公司的股票作为自己头号持股对象的基金经理,享受不到福特股票涨 17 倍、克莱斯勒涨 50 倍的喜悦。

在 1982~1988 年这 6 年期间,三大汽车公司中至少有两家总是位居麦哲伦最大持股前 5 名之内,有时三家都在前 5 名之内。福特和克莱斯勒急速上升,我从这两种股票中所赚的利润都超过 1 亿美元,从沃尔沃股票中赚得 7900 万美元;从少数大比例持股中获得巨大利润是麦哲伦成功的关键。

虽然麦哲伦继续被看作增长型基金,但正是它可以买任何股票的自由度使我能有发现汽车业股票的机会。克莱斯勒和福特都不是增长型企业,所以一般不会出现在增长型基金的投资

组合中；但由于其股价太过低落，故此回弹时的表现颇像成长型股票。

许多基金经理操心的另一个问题是“流动性”，并因此而回避所有小型股票。他们忽视了这一点，那就是即使对一个大的投资组合来讲，适当收集小型股票也会创造奇迹。他们认为这些小型股票交易量太小，缺少“流动性”。他们处心积虑寻找能够在5天内顺利进出的股票却忽略了关键的问题，这些股票是否值得持有。

选股票尤如选对象，易于离婚不是好理由；如果一开始就明智地作出选择，你就不需要离婚。而如果不是这样，无论如何你都会一团糟。

所以，世界上所有的“流动性”都不能把你从痛苦和亏损中解救出来。

以宝丽莱股票为例，这是个大公司，股票交易活跃，瞬间即可大量进出。宝丽莱股票在1973年一年中下跌90%，很多基金希望自己没有买进这个股票。狂跌之前曾经盘跌了3年，任何人都有机会出手，但我知道有些职业炒手没有走掉。他们以为早晚都能脱手，但没有注意到该公司已经分崩离析。

麦哲伦成为中等规模基金时，想地一夜之间完成有一定影响的投资非常困难。我曾有一次机会，从一个机构手中买进大量股票，一天内买进200万股欧文斯柯林公司股票；另外一次，我以同样的方式购进200万股美洲银行股票；但这些只是逐步建仓原则的例外。当基金规模越来越大时，我必须增购所持公司股份以保持足够的数量，对于小型股票尤其如此。然而，有时要几个月才能得到足够的数量。如果我买得太快，我自己的买进就可能把价格抬到超过我们预期卖出的价格。

1984年，我的持股比例前10名几乎没变，我坚持“买进—持有”的策略，一改从前频频换手的习惯。这个月可能福特排第

一,接下来是克莱斯勒、沃尔沃;下个月可能是沃尔沃排第一,接下来是克莱斯勒、福特。1983年买进的国库券仍然保持相当大的比例,随着利率下调,债券继续升值。

汽车业股票在我所持所有股票中,就数量而言,最多的时候有5家排在前10名,除了前面提到的3家,再加上绅宝和本田,有时甚至通用也跻身其中。在成千上万的美国人重新来到汽车展销厅时,即使通用这样的公司也能赚很多钱。

1984年,麦哲伦基金又吸收了10亿资金,我花了一段时间来习惯每天的交易清单上多出的零。同时,我每天早上给交易员的指令也变得越来越长。我现在选择度假地点,主要是依据时区和电话亭的位置;奥地利是个好地方,因为美国开市前正是奥地利的下午,所以我可以整天去滑雪,然后打电话给交易台。在国内,我最喜欢的滑雪胜地,是新罕布什尔州的巴尔沙姆,因为那儿每条雪道尽头都有电话。我滑下去,给交易员打电话,拿到清单,然后转入下一个雪道继续我的运动。

在头一个五年中,我出门不多;但第二个五年却频频旅行,大多数是去参加全国各地举行的投资会议,有点类似于考试前的填鸭式训练,在两三天的时间里了解几十家公司的情况。

蒙哥马利证券公司9月在旧金山召集投资会议;5月,某地举办小型高技术企业的投资会议;每年4月,在亚特兰大举行东南地区企业投资会,明尼阿波利斯举办类似的关于中西部地区企业的会议;秋天,在克利夫兰召开会议;在巴尔的摩、波士顿……在路易斯安那有两个分开举行的会议,一是关于能源制造商,另一个是关于能源服务企业。

还有一些专题讨论会,研究生物技术企业、饭店、电报电话公司以及银行等行业的投资问题。

对基金经理来讲,接受邀请参加投资会议是一件非常节约精力的事。由于常常有两三个会议同时举行,因此决定参加哪

个会议往往很困难。忠实公司有时会派出代表团,这样我们能够在每个会上都有自己的代表。

有时,在会议上了解到某些企业的近况非常之好,于是就提前离开会议室,打电话下达买进指令。

在会议空闲时间,我会租辆车或叫出租车,去走访那些没有派人参加会议的公司。我对某个城市的了解往往不是它的市容市貌如何、风景名胜怎样,而是《财星》杂志评出来的 500 家大公司中有哪家在这个城市。

国外旅行

除了约翰·特普雷顿,我是第一个持有较大比例外国股票的国内基金经理。特普雷顿基金是麦哲伦基金的国际翻版。我大约把 10~20% 的资金投在国外股票中,而特普雷顿则把大部分资金投在外国股票中。

我购买国外股票始于 1984 年,由于还没有人设计一套可靠的、精确的反映国外交易情况的指数,所以每天晚上,我的交易员要给斯德哥尔摩、伦敦、东京、巴黎打电话,以获得我第二天必需的信息,这使得电话费陡然大增,但却是值得的。到 1986 年,我们有了一个国际部。

随着用于投资的现金大量增加,我几乎是被迫投资国外特别是欧洲的股市。作为一个大型基金,我们需要找到能够有较大收益的大公司,而欧洲大公司的百分比高于美国,其中大多数我们并不了解。不幸的是国外企业在年度报告及财务报告方面的标准不同于美国,所以进行分析非常困难;幸运的是如果你做了分析研究,常常可以抓住沃尔沃这样的机会。

我最成功的调研旅行始于 1985 年 9 月中旬,历时 3 周,访问了 23 家公司,这远比在 1973 年秋天作为忠实公司的年青分

析员去做调研要累得多。星期五我访问了波士顿的三家公司，然后登上当天下午的飞机，星期六抵达瑞典。

事情一开始很不顺利，飞机把我的行李弄丢了。这家航空公司叫做莎比娜，很庆幸我没有买过他们的股票。

瑞典是个很讲规矩的国家，按计划两天之内我要与几位巨头会面，他们对我穿着飞机上的服装——灯芯绒裤子，皱巴巴的运动外套，旅游鞋——走进他们办公室感到很惊奇。我赶紧向他们解释：(1)莎比娜航空公司不知道我的皮箱在什么地方；(2)斯德哥尔摩的商店已关门。

幸运的是我在机场碰到伯吉塔·多吉尔，我一个朋友的妹妹。我们决定住在她的家里，她的家在斯德哥尔摩区的西格图拉。她的瑞典丈夫英格马仔细地给我量身，于是很快我就有了一套瑞典人的正式着装。我的白头发和轻松的表情看起来就像一个瑞典人，走在街上总有人向我问路——或者至少我想他们是在问路，我不懂瑞典话，所以不敢肯定。

行李终于没有找到，但我肯定我看起来已经像样多了。星期一我穿上瑞典衣服去埃塞特造访一位高级主管，他们公司销售办公设备。我也去了一家干得很不错的集团公司，一家生产从牛奶设备生产物技术产品公司。

晚上，我研究第二天的日程；第二天，我到一家生产真空吸尘器设备的大公司访问。公司领导人是李·亚科卡在瑞典的翻版。

这一天，我还访问了安格公司，这是一家从空气中赚取利润的企业。理论上讲，投资于一家销售额得自空气的公司似乎有点荒唐，因为这并非稀缺商品；但从安格公司了解到，钢铁工业对于氧气、快餐业对氮气有很大的需求量。并且，只有极少数企业拥有这种“改造空气”的设备，因为原材料成本为零，这极少数企业(包括安格公司)自然获利不薄。

结束了对安格的访问之后，我驱车来到爱立信，这是一家生产电话设备的企业，类似于美国的西方电气公司。

下午，我来到一家大型保险公司。在美国，保险公司的投保率在收益增加之前几个月就开始上升，这类股票属于循环型，如果你在他们的投保率开始上升之际买进股票，就能赚大钱。保险公司的股票在投保率上升之后可能翻倍，然后在收益开始增加的时候，再翻一倍。这种情况并不少见。我想瑞典大概也是这种模式，但我了解的情况并非如此；瑞典投资者对于投保率上升这样的利好不屑一顾，而只注意当前的收益。

对于选股人来讲，这种情况真是梦寐以求。

我瞪大眼更加仔细地观察这家公司，看看是否漏掉了不利的情况；负债是否太高？是否有太多资金投在垃圾债券或卷入不动产纠纷？……所有这些问题的答案都是否定的。这是一家保守的保险公司，从事单纯的财产及灾难保险业务，它的收益肯定能够增加一倍。后来，其股票价格在 18 个月中翻了 4 倍。

我没有时间去洗桑拿浴或去海滨游玩，两天内结束了对这 7 家公司访问之后，我还想赶到这个国家的另一头去访问沃尔沃公司。我请了一位瑞典的金融分析专家结伴同行，他在一家由卡内基家族创办的经纪公司工作。这些卡内基的后人在斯堪的纳维亚过得并不开心，而在美国的一支却是春风得意。这位孤独的分析家从未到过沃尔沃——瑞典最大的公司。

在哥特堡，沃尔沃人对于一位美国投资者不惮其烦专程造访，感到受宠若惊，以至于公司的总裁、卡车分部主管以及财务主管都来与我见面，并给予我贵宾级的招待。

沃尔沃会被它的工会榨干，不过那是今后的事。短期来看，股价为 34 美元，而公司现金亦达每股 34 美元。这样，如果你买了沃尔沃的股票，你就等于得到了这家汽车公司，它的装配工厂以及众多的子公司，包括快餐公司、制药公司、能源公司等。在

美国,你可能在一家被分析人员忽略的小公司财务报表中找到这样的机会,而像通用电气及飞利浦·莫里斯这样的大公司,你可能穷毕生之力也找不到这种低于价值的机会,这亦是我为什么到欧洲去的原因。

有些人认为,由于文化的差异,外国市场上存在着某些股票长期被高估或低估的现象。直到最近日本股市大跌之前,我们看到的资料令我们对日本人与生俱来的忍耐力感到吃惊,他们太能忍受价值被严重高估的市场了。显然,事实并非如此。

在瑞典,看起来投资者低估了沃尔沃公司、斯堪的亚公司以及其他许多企业的价值,但我毫不怀疑真实价值最终会得到市场承认。

离开哥特堡驱车来到奥斯陆,我访问了诺斯克数据公司和诺斯克能源公司。

诺斯克数据公司是挪威的惠普公司,是一家令人激动的公司,电脑业中大有前途的公司。诺斯克能源公司除了水力发电还拥有电磁、铝以及化肥工业。我看这是一家循环型企业,其时正充满活力;公司油田及气田的储量是其他大型石油公司储量的三倍。最近,该公司的股票下跌了近一半,成为真正价廉物美的投资对象。

当我进行调研时,我的妻子卡罗琳正忙于货币市场的游戏。欧洲共同货币组织成员的财长们刚刚调整了汇率,美元在一夜之间贬值10%。奥斯陆一家皮货店的老板显然忘了看报,他同意卡罗琳用美国捷运支票买了一件狐皮大衣——相当于对昨天的价格打了10%的折扣。

从奥斯陆我们登上开往伯尔根的列车;列车穿过美丽的田野,爬进山区,然后来到这座迷人的海滨城市。

我们却无暇欣赏伯尔根的魅力,因为次日一早,我们飞往法兰克福,再下一天到杜塞尔多夫,进行对德国金融界、制造业的

一连串访问。我们顺莱茵河而下，到达科隆，在那里我访问了更多的公司。然后取道巴登，在巴登我们租了一辆车，这样我就可以在德国的高速公路上开车了。我此行的目标之一是亲吻伯朗尼石碑和在高速公路上驾车，结果两者都成了可怕的经历。

第二天，我们来到巴塞尔，著名的山多士制药公司总部就在这里。还在美国的时候，我给山多士公司打电话安排见面。通常公司主管马上就能明白我去访问的意图，但山多士却是例外。我与公司一位副总裁通了电话，告诉他我想访问公司，他问：“为什么？”

“我想多了一些你们的工作情况，以便决定是否增购股份，”我回答。

“为什么？”

“嗯，因为我想了解最新的情况。”

“为什么？”

“因为如果我买了你们公司的股票而而价格上涨的话，我就可以赚钱。”

“为什么？”他继续问，然后我说再见。我再也没有去过山多士公司，后来听说他们放松了访问制度。

我们越过阿尔卑斯山进入意大利，来到米兰，访问了一家水力发电公司，它叫蒙泰迪森。另外还访问了几家公司。意大利正遭受通货膨胀和政局不稳的困扰，但通货膨胀率正在下降，政治家也越来越关心经济。在我看来，1985年的意大利很多方面就像四五十年代的美国，当时公用事业、电力以及超级商场是成长最快的行业。卡罗琳去了威尼斯，而我则来到罗马访问两家公司。

10月9日，我们在罗马重聚，次日登上回返波士顿的飞机。

这次旋风式的欧洲之行使我错过了内德·约翰逊结婚25周年紀念，他是我的老板。但这次缺席却大有补偿，作为欧洲之行

的结果,我买进的欧洲股票收益喜人,首屈一指的是沃尔沃公司的股票。

如今,麦哲伦资产的 10% 投资于外国股票,从中获得的丰厚收益对麦哲伦跻身一流基金助益良多,其中持有比例最大的 11 只外国股票为我们的股东增加了超过 12 亿美金的利润。

1984 年,麦哲伦年收益率为 2%,同年标准普尔 500 指数下跌 6.27%。1985 年,汽车股票和外国股票的杰出表现使我们年收益率达 43.1%。我的最大持有比例仍然是汽车股票、国库券,还包括 IBM——这不是一只好股票。

继 1983 年及 1984 年每年吸收 10 亿美元资金之后,1985 年麦哲伦又吸收了 17 亿美元。这时麦哲伦的净资产等于哥斯达黎加整个国家的国民生产总值。为吸引这些资金,我保持不断的进攻性,重估投资组合,找寻新的持股或增加已有持股。

美国联邦国民抵押协会是一个好例子。

在 1985 年上半年,美国联邦国民抵押协会是我典型的小比例持股之一。后来我调查这家公司的情况,发现它有了急速的改变,于是我把它的持有比例提高到 2.1%。我仍然中意于汽车股票,即使福特和克莱斯勒的股价已经涨了 2 倍、3 倍,但其收益继续增加且基本面仍然向好。但不久之后,美国联邦国民抵押协会取代了福特和克莱斯勒的地位,成为麦哲伦的大功臣。

1986 年 2 月,麦哲伦资产突破 50 亿美元大关,我得增购福特、克莱斯勒以及沃尔沃股票,以维持现有持股比例。我也买进了大量新上市的股票,外国股票现占总资产 20%,沃尔沃是始作俑者,并一直位居榜首。一笔 2000 万的持股在 1976 年等于麦哲伦全部资产,而现在已经无足挂齿。为了运作这笔庞大的资金,我必须持有 1 亿股以上的股份。每天我按字母顺序检查持股清单,以决定卖掉哪些,再买进哪些。清单越来越长,持股越来越多。

有一次，我去位于加利福尼亚的约塞米蒂国家公园度假，在山顶上一间可以俯瞰群山的电话亭给交易台打电话，询问当天的交易情况；两小时过去了，我们才报完清单上从 A 到 L 的股票。

我个人走访公司的数量从 1980 年的 214 家上升到 1982 年 330 家，1983 年 489 家，1984 年 411 家，1988 年 463 家，1986 年 570 家。照此趋势，我得每天走访两家公司，包括星期六和星期天。

我们专门负责卖出的交易员卡列莉·德鲁卡，经过 5 年不停地卖出、卖出、卖出，后来离开交易台，嫁给忠实公司前总裁杰克·欧布里安。在她上班最后一天，我们决定让她做少量买单，以便了解另一方是如何做的。她对这次奇特的经历没有思想准备，电话另一端的职业卖家报价每股 24 美元卖出，卡列莉随即报价 24.5 美元买进！

转变策略

麦哲伦基金 1986 年增值 23.8%，1987 年上半年增值 39%。随着道·琼斯指数逼近历史最高点 2722.42 点，牛群的形象充斥各专业杂志的封面，我却做出了一次战略性的转变——5 年来这是头一次。我感觉经济复苏已经走得很远，分析人员对汽车业收益的乐观估计超出了我的研究结果。于是，我开始减少汽车股票的份额，而增加了金融业的股票——特别是美国联邦国民抵押协会，还有信用社的股票。

麦哲伦在 1987 年 5 月成为资产达 100 亿美元的基金，越来越多的人认为，这样的规模对于战胜市场来讲，是太过庞大了。10 亿美元规模已经太大，然后 20 亿、40 亿、60 亿、80 亿，直到 100 亿美元；我一直试图证明这种观点是错误的。

其它大基金达到一定规模之后,就不再接受新的份额持有人,但麦哲伦一直保持开放式,批评者认为这是忠实公司的策略,以提高我的声誉和增加管理费收入。

到1987年,我很自豪我们这家资产规模等于瑞典国民生产总值的大基金能够战胜市场。为此而付出的努力使我精疲力尽,我越来越希望能多花点时间跟妻子在一起,而不是跟美国联邦国民抵押协会。那时我本可以退出,而不是三年之后;使我留下来的原因是1987年的股灾。

我不能说我有先见之明,知道股灾将要降临。市场过份高估,早已潜藏着千点暴跌的祸根——事后来看,这是多么明显。但我当时没有发现,我当时全部满仓,手边几乎没有现金;对市场周期的这种认识相当于对股东的背叛。

幸运的是8月份我们减少了信用社股票的持有比例,我意识到信用社在发放愚蠢的贷款;不幸的是我用这些钱又买了别的股票。

1987年股灾之前,麦哲伦当年收益已达39%。

我对此焦急万分,因为标准普尔指数已上涨了41%。我记得卡罗琳对我说:“你已经为股东挣得39%的收益,又何必为落后市场2个百分点而抱怨?”事实证明,她是对的,我不该抱怨,因为到了12月,我们损失了11%。

林奇第七准则:对于心安理得的持股人来讲,最好的药方是股价大跌。

我本人在市场下跌中的悲剧始于愚蠢的悖论。在我接管麦哲伦的头几个月中,市场下跌20%,而基金资金却升值7%。这次短暂的胜利使我确信,我对于普通选股人的不幸有某种程度的免疫力。

这个神话在1978年9月11日到10月31日的大跌中被粉

碎，那次大跌是美元疲软、高通胀、国会关于减税的辩论，以及美国联邦储备银行紧缩银根的结果。短期国库券的利息甚至高于长期国库券，这是极少见的情况。股票市场下跌不少，麦哲伦的损失更加惨重。

这是我作为基金经理职业生涯中一种真实趋势的开始，不论何时市场下跌，麦哲伦基金一定更惨。

在其后的9次大跌（包括1987年这次）中，这一趋势维持不变，基金投资组合中股票下跌幅度超过市场指数，但在随后的反弹中也超过市场水平。我试图在年度报告中提醒股东作好思想准备。

1987年结束时，我很高兴麦哲伦仍有1%的收益，使得麦哲伦连续10年超过共同基金的平均水平，并且麦哲伦在反弹时再次超过市场水平。1987年的股灾暂时解决了麦哲伦资金规模的难题。8月份我们的总资产110亿美元，到10月份变成了72亿美元，一周的损失相当于哥斯达黎加的国民生产总值。灾难降临时我正在爱尔兰打高尔夫球。我被迫卖掉大量股票变现，以应付被吓坏了的股东的赎回。麦哲伦在10月份共售出6.89亿份额，而有13亿份额被赎回；卖与买的比例达到2:1，出现5年来相反的趋势。

但大多数麦哲伦的投资人没有抛售手中份额，他们把股灾只当作股灾看待，没有人认为这是文明末日的开端。

但是对于某些从事保证金交易的投资人来讲，这的确是文明的末日。

他们从经纪人那里贷款买股，这些投资者看到自己的资产被一笔勾销。经纪公司为偿还贷款而往往以最低价抛售他们的股票，这是我第一次实际体会到保证金交易的风险。

我的交易员在星期天工作，为应付黑色星期一一作准备，忠实公司整个周末都在计划下一步的方案。

我在前往爱尔兰之前被迫把现金比例提到相当高的水平(基金以往历史中单日最高赎回额的20倍),仍然捉襟见肘。赎回指令洪水般涌来,我被迫在周一、周二又卖掉一部分股票。这样,在最应该买进的时候,我却被迫卖出。从这个意义上讲,基金的股东(份额持有人)对基金的成败起着相当重要的作用。如果他们保持稳定,拒绝恐慌,那么基金经理就不会被迫以极其不幸的价格卖股变现,应付赎回。

市场回稳后,福特股票是我们最大比例的持股,其次是美国联邦国民抵押协会和默克公司,再其次是克莱斯勒和数字设备公司股票。

在随即而来的反弹中,表现最好的是循环型企业的股票,克莱斯勒从20美元涨到29美元,福特从 $38\frac{1}{4}$ 美元涨到 $56\frac{5}{8}$ 美元。但盯住这些循环型股票的投资人不久就失望了;三年之后,在1990年,克莱斯勒的股价是10美元,福特为20美元,不到它们1987年股价的一半。

在恰当的时候抛出循环型股票是一件很重要的事情。

克莱斯勒是个好例子,可以说明为什么要适时卖掉这类企业的股票。1988年,克莱斯勒每股盈利4.66美元,并预计1989年每股盈利仍有4美元。实际上,克莱斯勒1989年每股盈利只有1块多,1990年只有30美分,到1991年则出现赤字。我看到的是满街的抱怨,我抛出了克莱斯勒的股票。华尔街的分析家们在整个下降过程中一直倒腾克莱斯勒股票,我对克莱斯收益最乐观的估计,竟然低于华尔街最悲观的估计。然而,我认为我的乐观估计是毫无希望的。

我最乐观的估计是每股收益3美元,华尔街有些分析人员最悲观的估计是6美元;当你最乐观的估计比别人最悲观的估计还要糟的时候,你就该操心这只股票是否飘浮在荒唐的海洋上。

1987年股灾之后,真正的赢家是增长型股票,而不是循环型股票。

幸运的是,我能够及时把资金从汽车股票转移到运转良好、收支平衡的公司中,如菲利普·莫里斯、柯达、默克等。菲利普·莫里斯公司成了我们比例最大的持股。我也买了足够多的通用电气的股票,达到基金资产的2%(2%其实不够,通用电气市值占纽约证券交易所全部市值的4%)。这是另一个例子,说明在观念上把某家公司固化在某种类型中是多么愚蠢。通用电气一般被看作是循环型蓝筹股,而不是成长股。但看看它的走势图,你会很容易联想到一辆在公路上稳速行驶的卡车。

在廉价股范围内,我也开始发掘不合时宜的金融服务股票,包括几家基金公司。这些基金不断被市场打败,华尔街担心会形成投资者撤离基金的浪潮。

麦哲伦1988年收益率为22.4%,1989年为34.6%,1990年我退休时再次超过市场平均收益水平。在我13年的职业生涯中,保持了超过基金平均水平的记录。在我离开的时候,麦哲伦资产达到140亿美元,其中14亿为现金——我从1987年股灾中得到的教训,是绝不能让手中没有现金。

我在收益稳定的大型保险公司中建仓,我也大量买进医药行业股票,以及有国防合同的公司的股票。国防企业市场表现不尽人意,因为华尔街担心冷战结束会给地球带来和平。我继续降低循环型企业(造纸、化工、钢铁等)的持股,即使其中一些股票已经很便宜,我的信息来源告诉我,这类公司业务不佳。我把14%的资金投进外国股票中,我还增加了医疗设备供应、烟草、零售业的股票,当然还有美国联邦国民抵押协会。

美国联邦国民抵押协会取代福特和克莱斯勒而成为我们的最大持股,持股比率达到5%的界限,两年内股价翻了4倍,创造了基金业的奇迹。

5年之内,麦哲伦从美国联邦国民抵押协会股票中获利5亿美元,同期整个忠实公司利润只有10亿美元,这可能成为一项永久的记录;一家基金从一只股票中获得如此多的利润。

麦哲伦的第二大赢家是福特,1985—1989年,获利1.99亿美元;其次是菲利普·莫里斯,1.11亿美元;MCI,9200万美元;沃尔沃,7900万美元;通用电气,7600美元;通用电气公司,6900万美元;学生信贷市场,6500美元;凯伯,6300万美元;洛伊丝,5400万美元。在这九大赢家中有两家汽车制造公司、一家香烟公司,一家保险公司,一家电力设备公司,一家电话公司,一家业务分散的金融服务公司,一家娱乐公司,以及一家购买学生信贷的公司;它们都不是完全的成长型或循环型或价值型企业,但加在一起它们为麦哲伦挣得8.08亿美元利润。

由于规定的限制,如果种类太少,我不能买进足够数量的小企业股票,达到影响基金业绩的水平,但90到100家小企业的股票加在一起则完全不同。小企业股票中翻5倍或翻10倍的为数不少,在我管理麦哲伦基金的最后5年中,表现最好的股票是罗杰斯通讯公司:16倍;电话和数字系统:11倍;以及王者世界娱乐公司:10倍。

王者世界的成功在美国家喻户晓——人人都看电视,它拥有“幸运车轮”以及“危险!”的版权。一位华尔街分析家在1987年告诉我王者世界娱乐公司的事,不久我和家人观看了一套他们制定的电视节目。电影默片明星不计其数,但他们节目中的“凡纳王”却是唯一的电视默片明星。王者娱乐公司还拥有一些公众讨论节目的版权。

我做了一些研究,了解到表演节目一般可以持续7到10年。这的确是非常稳定的业务,王者世界的股票收益也是如此。

麦哲伦的投资组合中也有数以百计的输家,我把它列了一张清单,有好几页的篇幅。幸运的是,它们都不属于我最大比

例的持股。

这是资产管理非常重要的一环——限制你的损失，在一只股票上赔钱不足为羞，人人都有赔钱的经历。令人羞愧的是在基本面情况已经恶化的时候，继续持有甚至加码买进，这是我极力避免的事情，虽然我买进的赔钱股票比翻 10 倍的股票要多得多。我的头号输家是德州航空公司，共赔掉 3300 万美元，如果不是在下跌时把它卖掉，还要赔得更多。

另一大输家是新英格兰银行，显然我高估了它的前景，却低估了新英格兰地区经济衰退的效应。在股价跌了一半，从每股 40 美元跌到 20 美元时，我开始处理亏损，在 15 美元价位全部出清。

与此同时，波士顿的各色人等包括高级投资专家纷纷建议我在 15 美元、10 美元价位买进新英格兰银行的股票。当股价掉到每股 4 美元的时候，他们说这是绝不能放过的大好时机。我提醒自己，不论以什么样的价格买股，如果它的价格跌到零，你的损失都是 100%。

发现新英格兰银行陷入困境的线索之一，是它的债券在市场上的表现，这是冰山露出水面的一角。新英格兰银行的高级债券从面值 100 美元跌到 20 美元，这是一个危险的信号；如果一家公司有偿付能力，其债券价位至少不低于面值。如果有人愿意以 20 美元的价格出售 100 美元面值债券，那么债券市场正试图告诉我们出事了。

保守的投资者在债券市场占统治地位，他们对发行债券的公司偿还本金的能力极为关注。债券的索赔权先于股票，因此你可以肯定，如果债券的价格跌进面值，股票价格将会更低。

这是一条经验法则：如果你准备买进一家摇摇欲坠的公司的低价股票，先看看其债券的价格。

我的最大输家还有柯达，1300 万美元；IBM，1000 万美元；

米萨石油,1000 万美元;雷曼—马库斯集团,900 万美元,甚至美国联邦国民抵押协会在 1987 年股价下跌时也让我赔了钱。

循环型股票的特点是:在这场游戏中呆得时间太长了,最终会吃掉你全部的利润。

我毫不奇怪最持久的输家是高科技股票。1988 年我在数
据公司股票上赔进去 2,500 万美元,在摩托罗拉等好几只同类
股票上都赔了钱。我一向对高科技不感兴趣,但这并不妨碍我
偶尔也买点高科技公司的股票。

第十四章

艺术、科学与跑腿

——选股是艺术与科学的综合——资产负债表不能预测未来——“玩”股票的谬论：股票如女人，永远猜不透——林奇选股：艺术、科学加跑腿，20年不变——高估的市场：令人沮丧——不祥的讯号：价格超出收益线——最简单的炒股赚钱方法：元月效应——限制选股的数量与交易次数是很好的策略——看到自己卖掉的股票涨了一倍是怎样的感觉——投资是一部情节连贯的小说——买股票不能是因为它比以前便宜，卖股票也不能是因为它比以前贵。

寻找赚钱的投资机会需要“有技巧的直觉”。掌握技巧可以赚钱，不懂技巧就会赔钱，但这一点是学不来的。有些人真的是在“玩”股票，歧视做研究，其结果越来越轻视技巧，导致赔钱更多。他们的借口之一，是“股票如女人，永远猜不透”，这句话对女人和股票都不公正。

关注一定数量的企业，并把自己的交易限制在这股票上面，是一种很好的策略。每买进一种股票，你应当对这个行业以及该公司在其中的地位有所了解，对它在经济萧条时的应对、影响收益的因素都要有所了解。

选股是艺术与科学的综合,只注意一面是非常危险的事情。一个钟情计算,沉迷于资产负债表而不能自拔的投资者,多半不能成功。

如果能够从资产负债表中预测未来,那么数学家和会计师将是世界上最富有的人。

另一方面,把选股当作艺术也同样危险。我所说的艺术,是指直觉、感性以及艺术家擅长的右脑活动。

寻找赚钱的投资机会需要“有技巧的直觉”。掌握技巧可以赚钱,不懂技巧就会赔钱,但这一点是学不来的。有些人真的只是在“玩”股票,歧视做研究,其结果越来越轻视技巧,导致赔钱更多。他们的借口之一,是“股票如女人,永远猜不透”,这句话对女人和股票都不公正。

我选股的方法,是艺术与科学加上跑腿,20年没有变过。

我有一台电脑,但不是许多基金经理使用的那种高性能的新型工作站,能够报告华尔街每一位分析人员对上市公司所做的分析,能够绘制精美的技术图形,还能与五角大楼玩战争游戏,与特级大师勃比·费希尔下国际象棋。职业炒手通常忽略这一点,他们想方设法购买各种软件及股市信息服务,以发现其他职业分析家们在干什么,而不是花更多的时间做自己的调查研究。一打软件也比不上自己做的研究。相信我说的没错,华伦·巴菲特从来不用这些玩艺儿。

在早期的《巴伦》专刊上,我对股票的热情导致我在推荐股票时走火入魔。1986年,我推荐了100多种股票,这一“荐股数量之最”一直保持到第二年;第二年,我又推荐了226种股票。阿兰·阿贝尔森评论说:“也许我们该问问你不喜欢哪些股票?”以及“你是一个无歧视的机会均等主义买股人。”1989年,我表现出极大的克制,只推荐了我最喜爱的91种股票,这个数目仍

然引起了《巴伦》的不满。“我们或许得再次问你不喜欢哪些股票——这样的名单会更短。”1990年我推荐的数目进一步减少到73种。

我一贯相信找股票就象在石头下面找金龟片一样。翻开10块石头,可能找到一个,翻开20块石头可能找到两个。在过去的四年中,我每年都要掀开数千块石头,以找到足够的金龟添进麦哲伦庞大的收集中。

由职业向业余转变,令我大大减少了推荐的数目,1991年、1992年我都只推荐了21种股票。

由于我有更多的时间与家人在一起以及做些慈善工作,因此我只能掀开几块石头。这对我来讲非常好,作为业余选股人,我不再去找50到100个能赚钱的股票,10年中只要能够找到两三个大赢家就足够了。小额投资人可以遵循“5的原则”,即把自己的组合限制在5种以内。如果你的组合有一种是翻10倍的赢家,那么即使其它4种都不涨,你也能够让你的钱翻3倍。

高估的市场

到1992年元月的投资会议召开时,道·琼斯指数已经上升到3,200点,乐观气氛弥漫市场。

我是会场上最压抑的一个,我对高估的市场一向悲观。那么多的股票每天都在创新高,在这样的市场上你很难找到值得买进的股票。相反,经济萧条迟早会结束,所以在熊气弥漫的市场上到处都是廉价的股票。

许多大型股票,特别是高利润成长型企业如飞利浦·莫里斯、阿波特以及沃尔—马特等,他们的价格已远远超出其收益线,这是一个不祥的讯号。价格超出收益线的股票有一个固定

的规律,即反向运动使价格回落到更合理的位置。看看这些股票的图形,我怀疑1991年成为市场冠军的这些成长型股,可能在1992年会横盘或下跌,即使1992年是个牛市。如果遇上熊市,它们很可能下跌30%。

我告诉《巴伦》杂志,从我的推荐名单中划掉这类股票,我对成长型股票忧心忡忡。

道·琼斯和标准普尔500指数达到很高的水平,尤其是相对于理论价值、收益或其它的测算指标而言,但许多小企业的股票并非如此。

第二年秋天,当我开始为《巴伦》推荐股票做例行的分析研究时,一年一度的纳税使小企业股票的价格下降到很低水平。你可以用简单的办法让自己过上好日子,即在每年11月、12月纳税抛售期间买进低价的股票,然后持有到第二年元月份,通常价格在元月份会有反弹。这种所谓的“元月效应”对小企业股票尤其明显;在过去60年中,小企业股票元月份的平均升幅为6.86%,其它股票只有1.5%。

小企业股票是1992年我选股的重点。但在探寻这块宝地之前,我先把注意力转向1991年我向《巴伦》推荐的股票。

关注一定数量的企业,并把自己的交易限制在这股票上面,是一种很好的策略。每买进一种股票,你应当对这个行业以及该公司在其中的地位有所了解,对它在经济萧条时的应对、影响收益的因素都要有所了解。

有时候某些不确定因素等导致市场下跌,这是不可避免的;这时你中意的股票再次成为廉价股票,正可趁机增加投资。

不断地买进卖出,并忘记买卖过哪些公司股票的做法看来很难成功,虽然很多投资者仍在这么做;他们希望把从前的股票抛诸脑后,因为这些股票留下了痛苦的回忆。他们或者因为卖得太迟而赔钱,或者因卖得太早而赔钱,不论哪种情况,总之是

不愿想起的事情。

我知道有些人阅读股票行情时以手遮眼，为的是避免看到沃尔一马特股票价格上涨一倍，因为他已经卖掉了这个股票。看到自己卖掉的股票价格翻倍是一种感情上的刺激，投资者心须训练自己克服这种病态的情绪。

接管麦哲伦之后，我被迫重新关注买卖过的股票，否则就没有股票可买。

这段经历使我明白，投资不是毫无关联的事件，而是象一部情节连贯的小说，需要不时往回翻以理解新的情节。只要企业没有破产，故事就不会结束。某只股票你10年前曾经买过，或5年以前买过，可能仍然值得再买。

我有一些大笔记本，记录了我以前买股的情况，包括从季度或年度报告摘记的重要细节，加上最后一次买进或卖出的原因。在去办公室的路上，或晚上呆在家里，我会翻看这些记录，就像有些人翻看从前的情书一样。

这一次，我回顾了1991年我推荐的21只股票的情况，它们在该年的市场上表现出色。标准普尔指数上升了30%，我推荐的这些股票至少上升了50%，包括凯伯保险、雪松娱乐、绿田购物、锐步鞋业、森信银行以及5家储贷社等，还有美国联邦国民抵押协会，这是我最喜欢的股票。

我浏览这些笔记并注意到几处重要的变化，绝大多数都是价格已经上涨，这倒不是不再推荐的理由，但多数情况下，意味着这只股票不再是廉价的。雪松娱乐中心股票就是其中之一。1991年我注意到它，是因为它的高收益率(11%)；当时的股价不到12美元。一年之后，价格上升到18美元，在这个价位上收益率下降到8.5%，这个比例也相当不错，但不足以令我把更多的钱投进去。我需要找到该公司收益能够增长的线索，但没有找到；于是我想最好在别的股票上寻找机会。

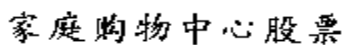
我对其它 20 家公司作了同样的检查。绿田购物的股票也被我否定了,因为我在最新的季度报告上看到一段话。我向来认为季度报告这样的小册子多花点精力非常值得。从季度报告上了解到,拥有长岛购物中心的该公司,最近正讨论是否按惯例提高季度分红。

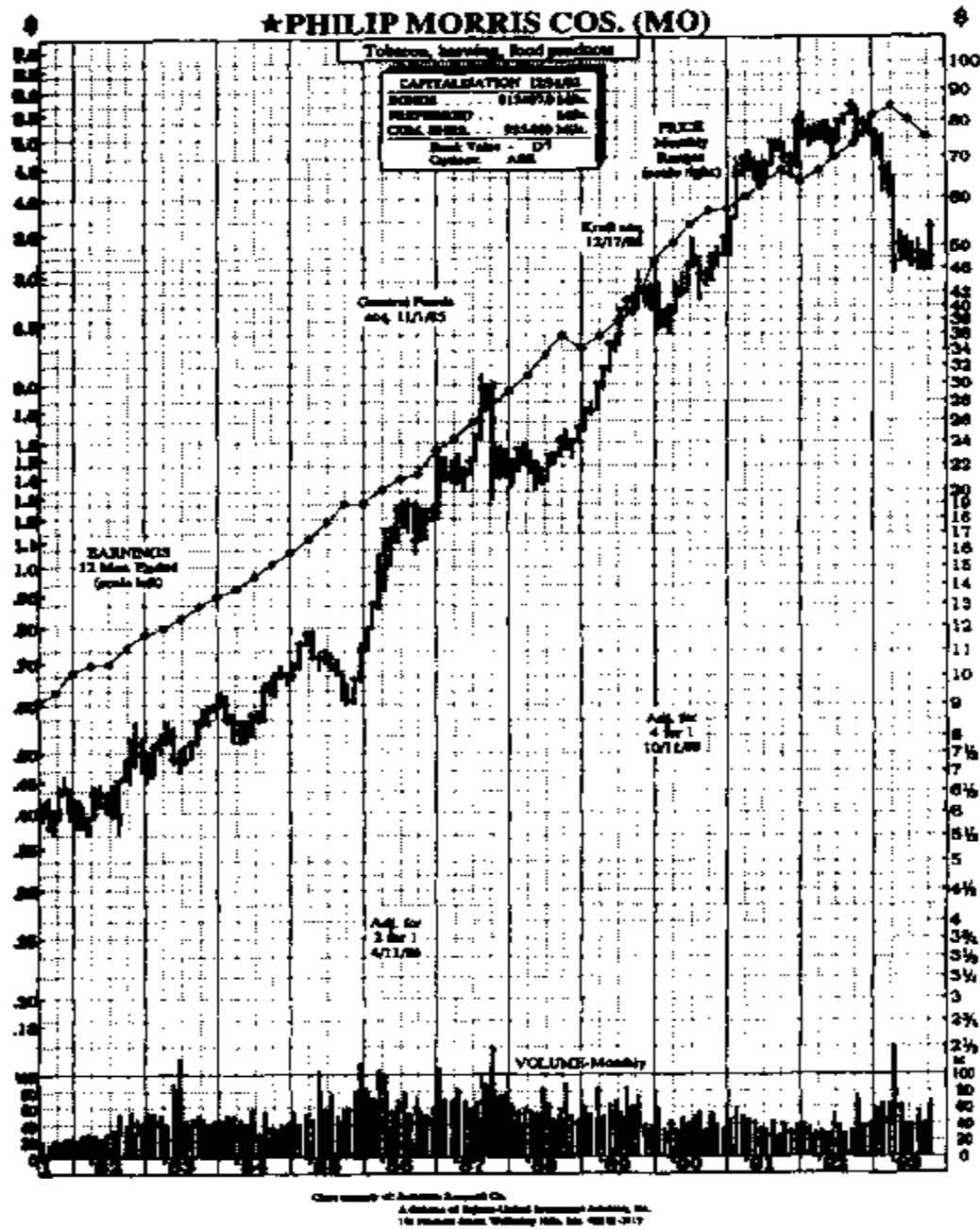
绿田购物公司上市 6 年来每季度的分红都在提高,因此,为了省下 10 万美元而中止这个惯例,我看是短期有麻烦的信号。如果一家公司有增加分红的传统而突然因为资金的缘故不再增加了,那么,这是一个值得注意的警告。1992 年 7 月,绿田购物公司不仅没有增加分红,反而大幅度降低了分红。

可口可乐的股价下跌了,已经不贵,但是它的经营前景看起来更加黯淡,所以我否定了这只股票。

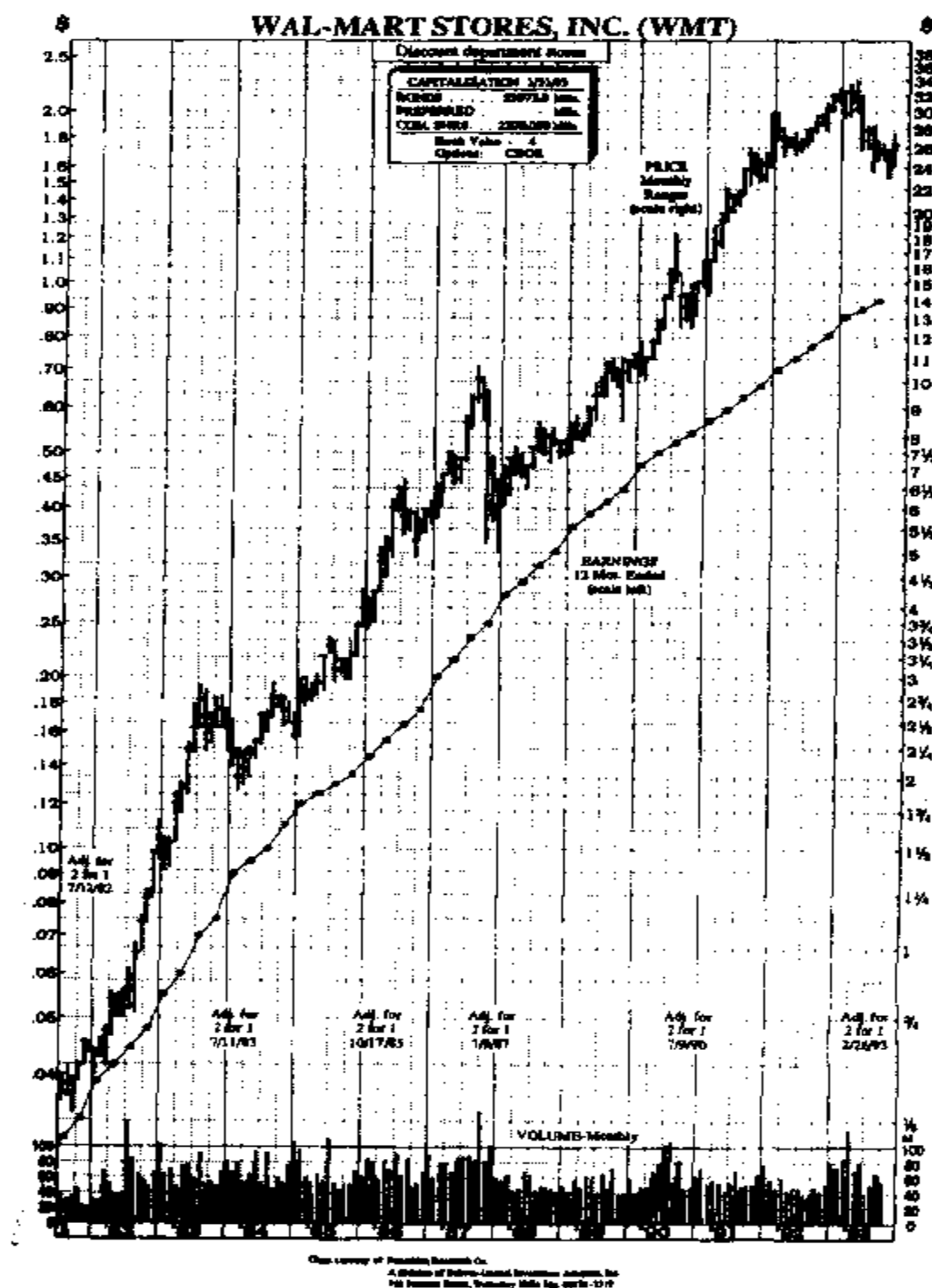
美国联邦国民抵押协会的股票价格上涨,价格不菲,然而其前景却更为灿烂,于是我连续第 7 年把它列入买进名单。

某只股票比以前便宜不能成为买进的理由,同样仅仅因为它比以前贵就卖掉也不是理性的方式。





菲利普·莫里斯公司股票



沃尔—马特公司股票

第十五章

选购股票：零售业

——最喜欢的投资灵感来源：商厦对于选股的优势——美容小店的故事——高市盈率、高增长率的股票最终是赢家——高收益支撑的高股价犯错误的空间不会大——零售业股票的迷人之处——股市不是讨论贪心问题的场所。

作为一项确定的规则，股票价格不应高于其增长率——即每年收益增长率的比率。即使成长最快的企业也很难超过 25% 的增长率，40% 更是寥若晨星，这样的高速增长难以持久；增长过快等于自毁长城。

股票本身不在乎谁持有它，而关于贪心之类的问题最好留给教堂或心理诊所去解决，退休金账户不是讨论这个问题的地方。对于股票分析而言，重要的问题是沃尔—马特的市场是否已经饱和，而不是它的股票会不会惩罚股东的贪心。

仔细考察前几年的选股情况,我发现其中 5 种值得再次推荐。

我开始照以往的习惯对选股进行研究,驱车直奔我最喜欢的投资灵感来源,伯林顿商厦。

这座商厦距离我住的地方马尔布里希德镇,大约 25 分钟的车程。这是一座巨大的商厦,全美国大约只有 450 座这样的大厦。

伯林顿商厦是一个研究股票的好地方,不论是职业还是业余选股人,每天都可以在这里了解许多上市公司的情况。作为一种投资策略,在伯林顿商厦漫步,远远比听从经纪人建议或参加财经会议打探最新消息好得多。许多最大的赢家来自数百万顾客常去的地方。如果 1986 年,在 4 家零售业,即家庭购物、雷米特、盖普以及沃尔—马特的股票上各投资 1 万元,并持有 5 年,那么,到 1991 年这笔投资价值超过 50 万美元。

开车去伯林顿的路上,我想起了我曾经买过、卖过的其他零售公司的股票——由马尔布里希德驱车过来,一路上要经过两家电讯器材店(归坦迪公司所有,1970 年初投资 1 万美元,到 1982 年涨到最高点时价值 100 万美元);一家玩具店,它的股价从 25 美分涨到 36 美元;而一家叫做安迈斯的百货商店,它可以告诉你股票的最低价格是零。

伯林顿商厦的停车场很大,差不多相当于整个马尔布里希德镇的面积,并且总是停满了车。停车场的尽头是家汽车维修中心,树着固特异的广告轮胎;固特异的股票我曾经买过,不久即后悔,虽然它最近涨了回来。

在大厦的两层商业面积中分布着 160 多家企业的商店,人们可以在其中闲逛。不过,我不认为这是闲逛,我把它当作对潜在投资对象的基本分析。

在这里你可以看到的东两,超过在一个月的投资会议上的所得。

大厦没有一间经纪人办公室是太遗憾了,否则就可以整天坐在这里,看看进出商店的人流,然后通知经纪人下单买进客人最多的那家公司股票。

林奇第八准则:如果你喜欢这家商店,多半会爱上它的股票。

大厦的职工都有知道“内幕”的机会,因为他们每天都能亲眼目睹,加上同事之间的信息,知道哪家商店人多,哪家商店人少。大厦的经理更具优势——他们可以看到各商店每月的营业数字,即使伊万·鲍斯基也从未得到这样的内幕消息。

林奇家族没有一个人经营商厦,否则,我每年可以好几次被邀请来吃晚餐。但我们家里确有爱逛商店的人,退而求其次,这也很不错了。我的妻子卡罗琳现在不像从前那样喜欢研究商品了,但我的三个女儿填补了这个空缺,我常常被她们极其出色的分析所吸引。

几年前的某一天,我们全家人围坐在厨房的餐桌边,我的女儿安妮提出了一个问题:“碧加是上市公司吗?”

这种问题在我们家经常有人提出,我知道她们都很喜欢这种饮料,家里的冰箱中塞满了碧加的瓶子。但我并没有在意安妮的暗示,我翻了一下标准普尔企业名录,没有找到这家公司,很快就把它置之脑后了。

实际上,碧加在加拿大交易所挂牌,但没有收到标准普尔企业名录中,而我的漫不经心实在是代价高昂:碧加1991年上市之后,其股价从3美元涨到26.75美元,一年之内翻了9倍。10年投资能有这样的回报已经令人欢欣鼓舞。这只股票比我1991年向《巴伦》推荐的任何股票都要出色。

1992年圣诞节前,我带着三个女儿来到伯林顿商厦选购圣诞礼物;对我而言,则更多的是—次调研活动。我让他们领我去她们最喜欢的商店,按过去的经验这是有希望发现的买进信号。

盖普像往常一样人满为患,但这次她们却直奔美容小店。

这家商店销售洗澡用的浴液,用香蕉和草莓制成,我很少买这些东西,但显然其他人不一样;商店里挤满顾客。美容小店、盖普、及天成公司是整个大厦中顾客最多的三家商店。据我粗略的估计,美容小店和天成公司的营业面积加起来大约 3000 平方英尺,但它们的销售额看起来跟西尔斯一样多。西尔斯商场有 10 万平方英尺的营业面积,看上去空荡荡的。

看着孩子们拿着香蕉浴液的瓶子去交钱时,我想起忠实公司一位年轻的分析人员,叫莫里·卡尔曼森,他曾经推荐过美容小店,那是在 1990 年的一个每周讨论会上。

我又想起忠实公司资料部负责人卡西·斯蒂芬森,她放弃了高薪职位,用自己的钱去开了一家美容小店的连锁店。于是我问一位店员,这家美容小店的店主是不是斯蒂芬森女士,回答是,但她那天不在店里。我留下口信说很想跟她谈谈;这家店看起来经营良好,店员年青而热情。

回到办公室我翻开麦哲伦购股记录——我离开麦哲伦时印制的,厚度大约是我们住地电话簿的两倍,发现我居然在 1989 年买过美容小店股票,但自己忘记了。当时买这种股票主要是为了跟踪其发展,但显然我是疏忽了。在我去商厦看到美容小店之前,如果你告诉我它是一家汽车维修连锁店,我会相信的。

如果你要跟踪调查 1400 家公司,出现一定数量的失忆症是难以避免的。

看过几家经纪公司的分析报告之后,我对美容小店有进一步的了解。

这是一家英国公司,发起人是一位雄心勃勃的家庭主妇,安

妮塔·鲁迪克。她丈夫常常到外地出差,她没有用肥皂剧来打发时间,却在自己的杂物间里调制浴液。她的浴液很受欢迎,于是开始向邻居出售。这间家庭作坊不久发展成正式的企业。并在1984年发行股票,每股5便士(约等于10美分)。六年后股价上升到362便士,翻了70倍,鲁迪克夫人幸运的邻居们因为买了原始股而赚了大钱。

美容小店在伦敦股票交易所挂牌,但通过美国的经纪人也可以买到。

斯蒂芬森告诉我,美容小店的连锁店的店主当年就可以盈利,她在伯林顿商厦的那家店经营良好,打算在哈佛广场再开一家。

这时可正是经济不景气时期,但即使在不景气时期,美容小店连锁店数量仍然在世界各地增加。美容小店的产品比折扣商店的香波、浴液要贵,但低于专卖店或百货商场的价格。

最吸引人的地方在于美容小店的扩展目前仍处于早期阶段。拥有美容小店最多的是加拿大,共有92家。按每平方英尺营业面积销售额计算,美容小店是加拿大利润率最高的零售商店。美国有70家美容小店的连锁店,日本、德国各有1家。加拿大人口只有美国的1/10,因此,我想美国至少可以开920家这样的连锁店。

在头几年的成长中,公司非常谨慎;从斯蒂芬森那里,我了解到公司的谨慎细致。斯蒂芬森在伯林顿商厦经营的连锁店已足以证明她有经营能力,但第二家连锁店获准开张之前,公司董事会主席从英国飞来检查营业地点及审查她过去的工作。要知道这是斯蒂芬森夫人用自己的钱开店,只是借用美容小店的品牌,可以想象公司本身投资时该是何等谨慎。

很幸运我碰巧认识这一位店主,但数以百万的顾客光顾之后会有同样的感觉,并且可以从年度或季度报告中了解到同样

的事实。在美容小店里，一位顾客告诉我他夫人和女儿都很喜欢这个地方；如果 45 岁的人和 13 岁的人都喜欢一家商店，那就值得对这家商店作一番研究了。

同一模式不错，扩展计划现实可行，资产负债情况良好，公司年增长率 20 ~ 30%。研究发现，美容小店唯一的问题，是它的市盈率达到 42 倍。任何成长型股票如果市盈率超过 40 倍都是危险的。

作为一项确定的规则，股票价格不应高于其增长率——即每年收益增长率的比率。即使成长最快的企业也很难超过 25% 的增长率，40% 更是寥若晨星，这样的高速增长难以持久；增长过快等于自毁长城。两位跟踪美容小店的分析人员预测未来几年的成长率为 30%，这样，增长率 30% 的股票按收益的 40 倍出售，理论上讲，这不是有吸引力的数字。但从当时的股票市场来看，情况并不坏。在我研究这家企业的时候，标准普尔 500 指数的平均市盈率为 23，可口可乐的市盈率为 30，如果把可口可乐的增长率 15%、市盈率 30 与美容小店的增长率、市盈率之间作比较，我会认为后者的股票更好。

高市盈率、高增长率的股票最终会战胜低市盈率、低增长率的股票。

关键问题是美容小店能否保持 25 ~ 30% 的增长率，让其股票价值赶上目前的高价。

这件事说来容易做起来难，但我对公司在开设商场方面表现出来的能力以及产品在世界范围内的畅销深具信心。

美容小店几乎从一开始就是一家国际性企业，如果一切按计划进行，我们会看到数千家美容小店连锁店，其股价可能会再升 70 倍。正是因为该企业具有全球性特点，促使我在《巴伦》杂志上公开支持这只股票。我不会鼓动大家只买这一只股票，但我知道有高收益支撑的高股价犯错误的空间不会太大。如果你

喜欢一家公司而它目前的股价又太高,最好的办法是先买进少量股份,然后等它下跌时再增加持仓。

成长迅速的零售业股票最迷人的地方,在于你有很多时间去抓住它们,投资之前你可以等待它被市场证明。

美容小店的创办者还在她的杂物间里调试溶液时,你不必急着去买它的股票;当它在英国有 100 家分店,甚至在全世界已开了 300~400 家分店时,你仍然不必着急。我女儿领着我到伯林顿商厦时,美容小店发行股票已经 8 年了,从投资来讲,仍然为时不晚。

如果有人告诉你一只已经涨了 10 倍或 50 倍的股票不可能再涨,那么,给他看看沃尔—马特的走势图。

23 年前的 1970 年,沃尔—马特只有 38 间分店,大部分在阿肯色州。5 年后的 1975 年,沃尔—马特有 104 间分店,其股价翻了 4 倍。10 年之后,1980 年沃尔—马特已有 276 间分店,股价翻了 20 倍。阿肯色州本顿威尔(沃尔—马特创始人的故乡)的居民,很多人幸运地在 10 年之中把他们的钱翻了 20 倍。现在是不是该见好就收,把赚来的钱再投入计算机公司的股票中呢?回答是“不”,只要还能继续赚钱就不要抛出。

股票本身不在乎谁持有它,而关于贪心之类的问题最好留给教堂或心理诊所去解决,退休金账户不是讨论这个问题的地方。对于股票分析而言,重要的问题是沃尔—马特的市场是否已经饱和,而不是它的股票会不会惩罚股东的贪心。

你可能在 1980 年买进沃尔—马特的股票。那时这只股票上市已经 10 年,价格已上涨了 30 倍,山姆·瓦尔顿(沃尔—马特创始人)已经成为著名的亿万富翁。如果你持有股票从 1980 年到 1990 年,你还能赚 60%。

对于零售业或连锁店来讲,推动收益和股价上升的动力主要来自扩展规模。

只要相同模式连锁店的数目还在增加(这些数字每年在年度和季度报表中会公布),只要公司没有过度负债问题,只要它的扩展按报告书中的计划进行,那么,它的股价就能够上升。



* 高科技行业是一个能够飞速发展的行业，同时也是风险极大的行业。微软是成功的例子，而破产的王安电脑是失败的明证。林奇在投资这类股票方面态度极为谨慎。

相反，我们的股票市场上“高科技”概念被炒得沸沸扬扬。它们是否真正的高科技？有多大的竞争能力？如果你不了解，还是避之为上策。

第十六章

坏消息中的预期

——到职业炒手不敢涉足的地方去找黑马
——房地产市场：恐怖地带暗藏的生机——第一皮尔公司：在不景气中占领市场——万众公司：回购股份的双重好处——林奇第九准则：内部人员买自己公司股票是利好讯号——三分钟资产负债表训练方法——公司前景：要有明确的计划。

这些年来我已经几次发现，从不引人注目的信息中能够找到与媒介大肆渲染的报导完全不同的情况。专家们的重复工作就是等到关于某个行业好转的观点甚嚣尘上，然后买进这一行业最大公司的股票。

企业回购自己的股份通常可以有双重好处。一是贷款利息可以减税，再是可以减少支付红利的费用，这笔钱是用税后利润支付的。

在平和怡人的环境中挖掘题材证明是吃力不讨好的事。你必须去其他投资人特别是基金经理不敢涉足的地方。1991年即将结束,最令人生畏的投资去向莫过于房地产及其相关行业。

房地产是两年来全国最头疼的主要问题。商用房地产市场崩溃的谣言已经波及住宅业——住房价格急剧下降,房地产商人在劫难逃。从我居住的小镇马尔布里希德就可以看到这幅惨景,房屋出售的标记到处都是,以至于别人会以为这些标记是马萨诸塞州新的州花。

这些标记最后都消失了,因为销售商已经绝望,他们抱怨现在的收入比两三年前降低了30~40%。如果你住在高级公寓,你能找到更多的迹象,房地产市场的兴盛已是昨日黄花。由于豪华公寓的主人中有报社编辑、电视评论员以及华尔街的基金经理,因此不难想象为什么房地产市场的衰败引起传媒这么大的注意。大量的报导都跟商用房地产有关,但“商用”这个词从标题去掉,造成的印象是所有的房地产都一钱不值。

有一天我从报屁股上看到一则小消息:全国不动产协会统计数字表明,中等房屋的价格正在上涨,1989年、1990年都是上涨,1991年仍然如此。

这个组织从1968年以来,每年都发布该项统计数字。对于愿意探索市场“恐怖地带”的投资者来讲,中等房屋价格是众多未被注意却能增强信心的信息之一,其它此类信息包括全国建房协会发布的“购买能力指数”以及拖欠抵押贷款的百分比。

这些年来我已经几次发现,从不引人注目的信息中能够找到与媒介大肆渲染的报导完全不同的情况。专家们的重复工作就是等到关于某个行业好转的观点甚嚣尘上,然后买进这一行业最大公司的股票。(专家并非笨蛋。1984年人们都认为油气开采业将会好转,但事实上变得更糟。除非你能够从不被注意

的信息中发现好转的迹象,否则向衰退的企业投资就毫无意义)

中等房屋价格上涨的最新消息几乎无人注意,当我把消息带到《巴伦》杂志的专栏时,没有人相信我。此外,利率的下降使房屋购买力比十年前增强了,购买能力指数显示,除非眼下的经济不景气永远持续下去,否则房地产市场的好转势必在所难免。

虽然这些不引人注目的信息指明了好转的方向,但许多有影响的人物仍为房地产业的衰败而担心,与房地产相关企业的股票价格充分反映了他们的悲观情绪。

1991年10月我去访问托尔兄弟公司,这是一家著名的建筑公司,多次出现在我的投资组合以及我的日记本中。公司的股价从 $12\frac{5}{8}$ 美元跌到 $2\frac{3}{8}$ 美元,跌了5倍。抛售股票的人士恐怕很多都是高级公寓的房主。

我挑选托尔兄弟公司作进一步研究,因为我记得这是一家很有实力的公司,财务状况良好,应该有能力渡过难关。托尔公司是严格的建造商而不是开发商,因此它不必冒险用自己的钱去做房地产投机生意。许多资金实力较差的公司被挤出市场,所以长期来看,最近的萧条对托尔公司来讲是件好事。

那么,什么原因使得托尔兄弟公司的股票下跌5倍呢?

我查看最近的报表,希望找出原因。

托尔兄弟公司的负债减少到2800万美元,现金增加到2200万美元,资产负债表显示它在困难时期的财务状况有所好转。那么工程订单呢?托尔兄弟公司两年内的新房订单堆积如山;如果说这有什么意义的话,起码可以说明公司业务繁忙。公司已经扩张打入了几个新的市场,如果经济复苏,盈利相当可观。

你可以想像当我找到一家这样的公司会是多么兴奋,负债极低,新的订单足以使两年的生意兴旺,竞争对手被扫地出门,而它的股价只有1991年最高价的1/5。

我把托尔兄弟公司股票列为 10 月份我在《巴伦》杂志上推荐名单的首选,并准备在 1 月份的年会上推荐这只股票。但此时股价已翻了 4 倍达到 8 美元;年会召开时股价已重新涨到 12 美元;对于搜寻廉价股票的猎手来讲,在目前的市场上发现目标不需要很多的时间。等他们完成建仓之后,廉价股票也就不再廉价了。很显然,在 1991 年秋天,我不是唯一发现托尔兄弟公司股票的投资者,甚至我都没有机会正式去推荐它。

于是我转向其它的公司,想象能够从房地产危机中获益的公司。我心目中的头一家就是第一皮尔公司。

第一皮尔公司

勿需洞察力就可以想象到人们搬进刚买的房子,不论是新房还是旧房,都需要增添不少家什,电气系统、房间隔断、墙布、地毯以及桌椅等等。第一皮尔公司向顾客提供所有这些商品。

我在麦哲伦基金时自然持有第一皮尔股票。我妻子卡罗琳喜欢到位于北滩购物中心的第一皮尔分店去转悠,是她向我推荐了这只股票。

第一皮尔是 70 年代最成功的成长型股票,80 年代也有巨大的发展。1987 年它的股票价格从 14 美元跌到 4 美元。当我第三次注意到这只股票时,它的价格已经上升到 10 美元,随后又跌到 7 美元。在 7 美元这个价格上,我认为它被低估,特别是在房地产业行将复苏的前景之下。我翻开第一皮尔文件夹重温旧事,发现该公司在遭受房地产业萧条打击之前,有连续 12 年收益增长的记录。

一家名叫莫特马克的集团公司曾经拥有第一皮尔 58% 的股份,并以此自豪,拒绝了其他买家以每股 16 美元的价格购买其股份的建议。这个故事在华尔街广为流传。莫特马克持有的

股份一度达到每股 20 美元的价格。后来莫特马克资金紧张,被迫以每股 7 美元的价格出售全部的股份。莫特马克集团最终破产。

我在 1991 年 9 月下旬和 1992 年 1 月 8 日两次同公司高级主管克拉克·约翰逊会谈,他告诉我一些鼓舞人心的情况:(1)公司在 1991 年非常困难的环境下仍然盈利;(2)他们以每年新开 30~40 家分店的速度发展;(3)目前在美国只有 500 家分店,远远谈不上市场饱和。

即使在 1991 年新开 25 家分店的情况下,公司仍然减少了开支。作为一个老派的、可靠的情况介绍人,约翰逊先生告诉我,萧条期间他们在受影响最大的地区的销售下降了 9%,但其它地区却有所增加。萧条期间,相同模式连锁店性质的企业销售下降是普遍情况,因此我把这个当作中性利好。我担心的是这种连锁店企业会不会在一般年份出现销售下降的情况,所幸我的担心是多余的。

对零售业公司进行评估的时候,除上面提及的因素之外,还要了解它们的存货情况。

如果存货增加,高于正常水平,这是个危险的信号,说明管理层试图掩饰销售不佳的困难。最后,公司不得不降价出售这些卖不出去的商品,进一步增加企业的困难。

第一皮尔公司的存货也增加了,但只是为第 25 家新店开张做准备。去掉这个因素,仍处在合理范围之内。总体来看,这是一家成长迅速且仍有很大成长空间的企业。他们降低开支,利润增加,在大气候不好的年份仍能赚钱,5 年来的分红持续增加,并且在房地产这个即将复苏的市场里占有极其有利的地位。

我对第一皮尔作调研时,它的股价是 7 美元,市盈率为 10 倍。1992 年估计每股盈利 70 美分。公司年均增长率 15%,市盈利只有 10 倍,这是相当不错的比例。1 月份我飞到纽约参加

投资年会时,它的股价已上升到 7.75 美元,但我仍然认为这是一只很值得买进的股票。

每个月都有第一皮尔的竞争对手关门大吉退出市场,大型百货公司削减了他们的家具分部,把重点集中到服装上面。一旦经济开始复苏,第一皮尔将在市场上占有极大的份额,看起来无人与之抗衡。

万众公司

你不会想到万众这个名字跟植物有什么关系。它曾经是一家很奇特的集团公司,经营各种业务——就像它的名称所暗示的。后来,万众公司放弃了其它的业务,如椒盐饼干、电视订餐、农场、冻鱼等等,集中精力经营分布在 17 个州的 280 家弗兰克花本分店。

引起我注意的是这家公司有一项长期计划,准备回购自己的股份。最近,它们已经开始以每股 10 美元价格回购股份。这说明以公司管理层的观点来看,其股票价值超过每股 10 美元——否则他们就没必要浪费钱去买自己的股票。

企业回购自己的股份通常可以有双重好处。一是贷款利息可以减税,再是可以减少支付红利的费用,这笔钱是用税后利润支付的。几年前,爱克森石油公司的股票只有 8~9% 的收益率,而同时爱克森公司可以按 8~9% 的利率借钱回购自己的股份。由于贷款的利率可以减税,爱克森公司的贷款实际只需支付 5% 的利息,却减少了 8~9% 的股票红利支出。这个简单的操作使公司在没有多炼出一滴油的情况下增加了收益。

万众的股价远远低于公司最近回购的价格。

如果能够按低于公司自己愿出的价格买进股票,那么这种交易就值得回味了。

这是一个好的讯号,说明“内部人员”支付的价格高于现价。“内部人员”当然也会犯错误,但企业中确实有精明的人,不会愚蠢地乱花钱。他们愿意加倍努力工作,以使自己的投资有利可图。

林奇第九准则:内部人员买入自己公司的股票是一个利好讯号。

另外一个有吸引力的情况,是万众公司的账面资产为每股9美元,当前的股价是每股7美元。换句话讲,股票持有人等于是以7美元的价格拥有9美元的资产,我认为这才是花钱之道。每次公布帐面资产的时候,我总要问一个相同的问题:这个数字是真实的还是编造的?为了找出答案,我转过来研究资产负债表。

让我们认真看看万众集团公司的资产负债表,并以此为例说明我的三分钟资产负债表训练方法。通常资产负债表分为左右两栏,右栏显示公司的负债,左栏则是公司的资产。两栏的差额,即全部资产减去全部负债,即是属于股东的部分,叫做股东权益。

万众公司的股东权益为1.48亿美元,这个数字可靠吗?

在股东权益中,有6500万美元的现金,这部分是可靠的,现金就是现金。其余8300万是否可靠就要看其资产的本质了。

左栏的资产清单中,可能会有模糊不清的部分,包括不动产、机器和其它设备,以及存货。它们的价值可能值也可能不值公司宣布的价值。一家钢铁厂可能值4000万美元,但如果其设备陈旧过时,那么当它破产时这些设备可能一文不值。不动产是以原始的买入价登记的,现在可能贬值——虽然增值可能性更大些。作为零售商,货品是列在资产栏中的,但这个数字的可

靠性取决于销售的是些什么货。它们可能是式样过时的短裙,现在一文不值。

万众集团公司的存货是树木、花草和灌木,我认为这些东西能够卖个好价钱。

资产负债表中有--栏叫做商誉,或无形资产;指购买一家企业所支付的超过其帐面价值的价值。例如可口可乐的商誉,远远超出了制瓶工厂、卡车及其它资产的价值。如果万众公司买下可口可乐公司,那么为可口可乐这个牌子就要支付数十亿美元。这部分的买进价格在资产负债表中列为商誉。当然万众公司不可能买下可口可乐,我只是举例说明而已。如果资产负债表显示公司曾经买过别的企业。公司能否从商誉交易中获得补偿今后可以看到,但在此期间,它得用自己的收益逐步冲销这笔费用。

我不能肯定万众公司花在商誉上的费用 2290 万美元是否物有所值。如果公司一半的总资产由商誉构成,我会对它的帐面资产和股东权益表示怀疑。但 2290 万美元相对 1.48 亿美元总资产而言,不是一个太大的比例。于是,我可以假定万众公司的帐面资产大约是每股 9 美元。

现在我们来看资产负债表的另一半,负债栏。我们看到公司总负债 1.67 亿美元,而股东权益只有 1.48 亿美元,这是件麻烦的事。通常资产与负债的比例是 2:1,资产越多、负债越少越好。这样高的负债比例通常会让我从买进清单中划掉这家公司。但这一情况有情可原:绝大部分负债都不是长期负债,并且不是向银行借贷。对一家高杠杆比率的企业来讲,银行负债非常危险,因为公司经营一旦有麻烦,银行就会追索借款。

回到左栏,我在存货一栏加了圈。对零售企业而言,存货总是值得担心的项目,谁也不希望买进一家有太多存货的企业。公司存货比从前的水平有所减少。高支付能力是件好事,报表

显示万众公司付帐较慢,把现金的使用推迟到最后一分钟。在年度报告中,万众公司解释了它如何削减成本以提高竞争能力和盈利能力,几乎所有的公司都会作这样的说明。证据显示在 S、C 和 A 栏目下,(销售费用、一般费用和管理费用),可以看到万众公司从 1991 年以来这三项费用都呈下降趋势。

所有公司都告诉自己股东前景会变得更好。万众公司之所以让人信服,是因为它的管理有明确的计划。公司不是坐等市场好转,而是采取了切实的步骤来增加其收益。

当一家老式企业在所有方面开始现代化并扩展自己的规模时,它们总会有增加收益的机会。

第十七章

荒漠之花：萧条行业中的大赢家

——睁大眼睛在萧条行业中寻找机会——
林奇第十条准则；对经营而言，竞争不如垄断——
萧条行业中大企业的共同特征——西南航空公司：无为而治——皇冠包装公司：低成本运作的典范——纽考钢铁公司：降低成本与改进技术是成功之道——肖氏织业公司：谁能相信地毯业中也能找到翻 50 倍的股票？

在萧条行业中，整个行业增长缓慢，弱者被淘汰出局，幸存者在市场占有很大的份额。企业在停滞的市场上占有越来越大的份额，比在蓬勃兴旺的市场中为避免份额不断缩减而挣扎要好得多。

判断一家公司是否节俭的方法之一，是造访公司总部。“如果你投资的公司有很壮观的大楼，这并不意味着大楼里面的人很精明，但它意味着你为这幢大楼付了钱。”这是投资顾问威廉·多诺胡的话，根据我的经验，他是对的。

太阳电器

我总是睁大眼睛在萧条行业中寻找机会。新兴行业成长迅速，如计算机或医药技术行业。吸引了众多的关注和众多的竞争者。约奇·贝拉有次谈到著名的迈阿密海滨饭店时说过：“它太热门了，没人会再去那里。”如果一个行业太热门了，没人能够再从中赚钱。

作为投资场所，我总是把萧条行业置于比热门行业更为优先的考虑地位。

在萧条行业中，整个行业增长缓慢，弱者被淘汰出局，幸存者在市场占有有很大的份额。企业在停滞的市场上占有越来越大的份额，比在蓬勃兴旺的市场中为避免份额不断缩减而挣扎要好得多。

林奇第十准则：对经营而言，竞争不如垄断。

萧条行业最大的公司有几个共同特征。他们开支很低，一分钱当二分钱花；避免负债；拒绝划分白领、蓝领的公司等级制；员工收入不错并持有公司股份；他们见缝插针，占领大企业不屑一顾的市场，他们成长迅速——比那些增长迅速的热门行业中的很多公司增长还快。

我打电话给约翰·魏斯，他是加利福尼亚州蒙哥马利证券公司的分析人员，曾经写过关于几家折扣电器连锁店的报告。从1991年起，我一直跟踪好友公司股票，我想听听他的看法。魏斯告诉我，来自行业内的竞争使好友公司的收益大受影响。我问他在这个行业中有没有别的好公司，他向我推荐了太阳电器公司。

魏斯的介绍撩人心弦，放下电话我就迫不及待地给设在俄

亥俄州的公司总部打电话联络。

如果你从未见过某公司的高级主管,接通电话马上就能找到这个人,那么,你可以肯定这家公司没有遭受过度官僚体制之苦。跟我联络的是鲍勃·欧斯特,一位亲切的交谈者,我们先聊了一阵俄亥俄高尔夫球道的价值。

太阳电器公司是俄亥俄州唯一销售小家电以及冰箱、洗衣机、干衣机的大型折扣商店。欧斯特告诉我在哥伦布地区有7家太阳电器商店,最赚钱的一家在奇里柯兹。公司在匹茨堡地区也占有垄断地位。太阳电器的股东很高兴地了解到,美国一半的人口生活在哥伦布地区500英里的范围内。事实上,在密西西比以东,马森—狄克森线以北,哥伦布市是从1950年到1990年期间人口增加的唯一大城市。人口增加是太阳电器的福音,公司已经执行一项雄心勃勃的扩展计划,即1991年增加7家分店,1992年增加5家,把分店的总数增加到22个。

公司负债不到1000万美元,股价18美元,市盈利15倍。

这是一只增长率25~30%而市盈率只有15倍的股票,而它的几个主要竞争者正在为生存而挣扎。

太阳电器公司在1990~1991年的经济萧条期间仍然赚了钱。当时经济极不景气,房屋销售尤其萧条,人们不买新的家电。而太阳电器公司1991年的收益实际上增加了,并且我相信1992年会更好。

然而,太阳电器公司要想列入我的“全明星”股票名单还要做很多的事。下面列出了萧条行业七大公司最近的收益情况,其中绝大多数股票其价格近来已经上涨,因此在1992年的推荐名单中我划掉了它们的名字,但每家公司都值得加以关注。

西南航空公司

在 80 年代,还有什么行业比航空业更糟? 东部、泛美、布兰尼夫、大陆航空公司,以及中部航空公司相继破产,还有几家也正在步其后尘。

然而,在这灾难性在 10 年之中,西南航空公司的股价从 2.4 美元上升到 24 美元,为什么? 最主要的原因是因为该公司没有做不该做的事情。它们没有开辟飞往巴黎的航线,没有提供昂贵的用餐,没有借太多的钱去买太多的飞机,它们也没有向管理层支付过高的工资,也没有给它的工作人员提供对公司不满的理由。

西南航空公司是这个行业中运作成本最低的公司。

我们怎么知道这一点? 看看“每座位每英里运行成本”统计,在一段时间期内,西南航空公司的这个数值在 5~7 美分之间,而行业平均值在 7~9 美分之间。

判断一家公司是否节俭的方法之一,是造访公司总部。“如果你投资的公司有很壮观的大楼,这并不意味着大楼里面的人很精明,但它意味着你为这幢大楼付了钱。”这是投资顾问威廉·多诺胡的话,根据我的经验,他是对的。

西南航空公司在达拉斯的办公室已有 18 年历史,看起来像座兵营,如果用语言来评价,你能用的最好的词是“古典”。

1990 年,公司决定“奢侈”一回,于是建了一栋三层的新办公楼。一位装饰人员被雇请做内部装修。他犯了一个错误,试图用昂贵的艺术品来换下公司员工的奖盘和公司野餐的照片。当公司董事长赫伯·凯勒尔发现后,他解雇了这位装饰人员,并用周末的时间重新把奖盘和照片挂了出来。

别的航空公司在各条航线上竞相采用宽体客机,并以长途

业务为主：纽约、洛杉矶、以及欧洲，但西南航空公司却找到了自己的定位：短程旅行。

公司自称是“唯一的高效、短程、收费低廉的航空公司”。当其他航空公司被迫关门时，西南航空公司却从1978年的四架飞机发展成为国内排名第8位的大型航空公司，也是从1973年以来美国每年都能赚钱的唯一的航空公司。就资本回报而言，西南航空公司还没有对手。当公司竞争对手停滞不前时，西南航空公司仍然全力以赴争取发展，这是萧条行业中大公司的共同现象。最近，公司开辟了两条新航线，这两条航线是美国航空公司及美国西部航空公司因财务困难而被迫放弃的。

西南航空公司的股东看到他们的持股在1980~1985年之间翻了10倍，随即在1985~1990年期间受到耐性的考验：股价开始下跌。1990年之后，耐心得到回报：西南航空公司的股价再翻一倍。

皇冠包装公司

皇冠包装公司让我想起了新英格兰电线电缆公司。

新英格兰公司的办公室是工厂里面一间零乱的房间，而皇冠公司的办公室则对着它的装配线。新英格兰公司生产电线电缆，皇冠公司生产苏打罐、油漆罐，以及宠物食品罐等等。两家公司的老板都是老派的商人，不同的是新英格兰公司濒于破产，而皇冠包装公司公司是世界上成功的制罐商。

用不着我来告诉你制罐业是萧条行业；利润很薄。也无需我强调皇冠包装公司公司是低成本运作的公司，它的费用只占销售额的2.5%，比行业平均值15%要低几个级别。这样的开支水平是公司董事长约翰·康内尼极力倡导的，他对铺张浪费有种仇恨的情绪。前不久，康内尼去世了。

林奇第十一准则：其他条件相同时，投资于年度报告中彩照最少的公司。

康内尼的年度报告中没有一张彩照。但他却不惜花钱买进新技术，以保证公司的行业优势。

公司利润除了投资于技术改造之外，剩下的用来回购股份。这使余下的股份收益增加，刺激股价上涨，那些没有抛出股份的股东真是幸运。你可以认为康内尼先生是在为股东工作，这在其他公司中是件奇怪的事情。康内尼先生过世后，公司策略有所改变，它用相当数量的现金去收购竞争对手，通过这种熟知的方式求得增长。公司的资本性开支增加，负债水平也增加了。但迄今新策略同老办法一样能赚钱。

1991年，皇冠包装公司的股价从54美元涨到92美元。

纽考钢铁公司

近年来没人愿意在钢铁业工作。最大的钢铁公司，如美国钢铁公司和贝兹雷姆钢铁公司曾经是美国的标志，如今却已连续12年考验其股东的耐性。1981年，贝兹雷姆的股价是每股32美元，1986年下跌到每股5美元，随后缓慢上升到目前的13美元，要达到1981年的最高价还有很长的路要走。美国钢铁公司的股价则刚刚回到1981年的高位。

与此同时，如果你在1981年投资于纽考钢铁公司，你每股6美元的投资现在价值75美元，你会认为钢铁行业是一个新兴的热门行业。或者你在1971年以每股1美元价格买进纽考钢铁公司的股票，你现在可能会认为钢铁业一直是热门行业。如果你在1991年以每股24美元的价格买进贝兹雷姆的股票，你

就不会这样认为,因在它现在股价只有 13 美元,亏了近一半;这种结果使国库券投资名声大振。

在纽考钢铁公司,没有管理人员餐厅,停车场里没有豪华小轿车,当地的飞机场也没有公司的专用飞机。

在这里没有特权——利润下降,不论管理人员还是穿工装的拿回家的钱都会减少;而当利润增加时,所有人都会拿到奖金。纽考公司的 5500 名雇员不属于某个工会,但他们的待遇却比其他钢铁厂的同行们要好。他们分享利润,并且不能无故被解雇,他们的孩子上大学能得到公司的奖学金。如果经济不景气,产量下降,所有的人都会缩短工作时间,少拿工资;这样,经济不景气的痛苦由大家分担。

纽考钢铁公司在技术上有两次重大的突破。

70 年代他们发明了把废钢铁加工成建筑等级钢材的技术。后来,当其他公司也掌握了这项技术之后,纽考公司又先人一步掌握了制造高级钢板技术,这种高级钢板可用于制造汽车车身。由于掌握了这项新的薄板浇铸技术,纽考公司现在可以直接同贝兹雷姆以及美国钢铁公司竞争。

肖氏织业公司

从杂志上找到有关该公司的两条报道。《纺织品世界》上有一段,另外是含混不清的一份技术杂志上有一个句子提到这家公司。我也从《华尔街日报》和另一份报纸上找到两篇关于这家公司的文章。很显然,关于这家 10 亿美元,不久将成为 20 亿美元的企业报道不多,尽管该公司占有美国地毯市场的 20%。

肖氏公司总部设在佐治亚州的达尔顿,距离大机场至少两小时的路程。

历史上,达尔顿以非法酿制威士忌酒以及毛鞋舞而著名。

1895年,这个地区的一位女孩发明了制作绒线床罩的技术,随之引发了床罩热,其后是地毯热——但肖氏公司的历史却不能追溯到那么远。

肖氏公司1961年成立。创始人罗伯特·肖现年58岁,仍然是公司总裁和董事会成员。他的兄弟,仍然担任董事长职务。在不多的新闻报道中,罗伯特·肖被描写成严肃的、少言寡语的人。在这位总裁的办公桌后面挂着一面旗,上面写着他们的格言:“扩展市场,保障生产。”

在当代美国,没有比地毯业更糟的行业。60年代当肖氏兄弟进入这个行业时,人人都想挤进这个市场。有1万美元就可以投资兴办一家地毯厂,达尔顿地区遍布这样的小作坊;大约有350家地毯厂开足马力,以满足全国每幢楼的每个角落对地毯的需要。巨大的需求和更大的供应,不久地毯制造商只得竞相压价,使他们自己及竞争对手都无钱可赚。

到1982年,房主们重新爱上了木地板,于是地毯业的兴旺走到了尽头,25家最大的制造厂有一半在80年代中期被赶出了这个行业。

从此以后,地毯业变成了一个没有增长的行业,但肖氏公司因其低成本而生存下来,随着竞争对手的失败,公司的业务日益增加。

肖氏公司把可以利用的每一分钱都用在改进技术和降低成本上。他们厌倦了为纱线支付高价钱,于是自己买了一套纱线制造设备从而消灭了中间商。他们有自己的销售网络和自己的卡车队。为了节省每一分钱,肖氏公司没有在亚特兰大设立昂贵的交易展厅。他们派了一辆大巴到亚特兰大,然后把客商接到达尔顿。在地毯业最黑暗的日子里,肖氏公司仍然保持了每年20%的增长率。它的股票价格如影随形不断上升,1980年以来已经上涨了50倍,1990~1991年之间有所下跌,随即在1992

年再翻一倍。

谁能相信在地毯业中也能找到翻 50 倍的股票？

1992 年 5 月，肖氏公司买下了萨莱姆地毯公司，更进一步加强了在地毯业中的地位，肖氏公司预计，到本世纪末全世界将由三到四家大公司垄断地毯市场，而它的竞争对手担心的是将会只有一家公司独占地毯市场，并且他们已经知道谁将成为这唯一的垄断公司。

第十八章

绝妙的买进

——如何比较金融机构实力——储蓄贷款社的三种类型——尝试实现：神信储贷社的奇迹与泡影——回流储贷社：50年的积累如泡沫一般毁于一旦——黄金西部储贷社：沉稳与精明是经营成功企业的完美组合——如何评价储贷社：一些必须知道的内容——林奇第十二准则：当股市分析员感到厌烦之时，正是买进之机。

他们如著名投资专家奥吉和哈里叶特般沉得住气,同时又像华伦·巴菲特一样的精明,这是经营成功企业的完美组合。具备奥吉和哈里叶特的素质,他们得以避免许多次以失败告终的冲动。他们没有投资于垃圾债券,没有参加商用房地产的冒险,因之避免了被吞并的风险。

储蓄和贷款是最近谁也不愿意碰的资产,提到这些词人们就会抓紧自己的钱袋。高达 5000 亿美元储贷财政援助必须支付,1989 年以来有 675 家金融机构破产,金融机构官员及总裁的滥支,还有提交美国联邦调查局调查的 1 万件银行丑闻……。1988 年以来,翻开任何一张报纸都会看到信用社破产的报道,或是地方法庭或检案院或议会关于财政援助的辩论。至少有 5 本书与此主题有关,却没有一本类似《如何从储贷社股票中赚钱》的书。

但对于那些摆脱困境幸存下来的储贷社来讲,这仍是一个非常好的行业。

衡量金融机构实力的最基本指标是权益资产比率。按照这个指数标,至少有 100 家储贷社强过摩根银行——国内公认实力最强的银行。随便提一家,比如康涅狄格州的大众储贷社,它的权益—资产比是 12.5,而摩根银行只有 5.17。是其它因素的综合使摩根成为最杰出的银行,所以拿它与大众储贷社相比较有点异想天开。

基本情况是许多储贷社的财政状况十分困窘,因此在它们之间加以区分非常重要。我分成三种情况:很糟的一类,即涉及丑闻的;贪心的一类,即把好事办砸的;以及吉米·斯图亚特这一类。让我们逐一分析各类的情况。

很糟的一类

“尝试实现”计划迅速风行全国,其工作过程如下:一帮人聚在一起,比如说 10 个人,每人拿出 10 万美元买下梅因街上的神信储贷社。凭着他们这 100 万的股本,可以吸收 1900 万美元储蓄,然后放出大约 2000 万美元的新贷款。

为了得到这 1900 万美元,他们提供了特别高的利息以吸引储蓄存单,并雇用诸如梅里尔·林奇和谢尔森这样的经纪公司筹集现金。一两年之后,你可以在报上看到这样的广告:“神信储贷社提供利率 13% 的大额存单,由美国联邦储蓄与贷款保险公司提供担保。”有政府机构做后台,神信储贷社在大额存单的销售方面毫无困难,可以按印刷速度销售。经纪公司也对丰厚的佣金心满意足。

不久之后,神信储贷社的股东和经理们把征集到的 2000 万美元借给他们的亲戚朋友,用于价值可疑的建筑项目,于是造成很多原本不需要新建筑的地方建筑业的繁荣。

与此同时,储贷社看起来帐面利润非常可观,这些“利润”加到储贷社的股本之中。

由于每增加 1 美元股本,股东和经理们又可以创造 20 美元的新贷款,于是这个系统自我繁殖;这就是为什么一些小城镇如得克萨斯州弗农的储贷社能够成为 10 亿级金融机构的原因。随着贷款的增长,股本的增长,不久就有足够的钱向审计师和会计师支付回扣,向强有力的银行委员会成员的参众议员行贿;还有足够的余款去购买李尔喷气式飞机,举办招待检察官的派对,以及进口大象。

大多数涉嫌丑闻的储贷社都是私营,牵涉肮脏交易的老板和经理不能承受像公开上市公司那样的严格审查。

贪心一族

在储贷社这个行业中堕落并不需要偷窃或诈骗,所需要的只是贪婪。

回流储贷社的经理发现,从前的老友、现在的竞争对手神信已经因巨额商业放贷的费用而致富。当他看到这种情况时,他

的麻烦就开始了。

别人一夜之间赚得数百万美元,在鸡尾酒会上神彩飞扬,而回流却步履蹒跚,仍旧从事抵押贷款这样的传统业务。于是公司经理聘用一位华尔街专家,萨斯彭德斯先生,来给储贷社策划如何赚大钱。

萨斯彭德斯先生永远有同样的信念:最大限度地借钱。直接从联邦房屋信贷银行借钱,然后从事一些绝妙的商业交易,例如像其他储贷社正在进行的业务。于是回流储贷社马上从联邦信贷银行借钱,并开始销售大额存单,其广告正好排在神信储贷社广告的旁边。储贷社吸纳现金,然后贷给房地产开发商,甚至有可能成为部分项目的合伙人从而大赚其钱。但是,经济不景气开始了,这些项目的潜在用户消失了。开发商拖欠贷款,回流储贷社用50年时间积累的净值,在不到5年的时间里像泡沫一样消失了。

基本上讲,这是神信储贷社故事的翻版。只有一点不同,即回流储贷社的经理没有把钱贷给他们的朋友,因而不用去蹲监狱。

吉米·斯图亚特型

吉米·斯图亚特储贷社是我比较中意的。他们长期以来不声不响地赚钱,不搞花哨,低成本运作,从街坊邻居那里吸收储蓄,然后满足于老式的住房抵押贷款业务。

这类储贷社在全国的小城镇都能找到,在大都市中被商业银行所轻视。

由于坚守基本业务,所以吉米·斯图亚特这样的储贷社无需聘用高薪的信贷分析人员或大银行才雇用的其他高薪专家。同样,他们也不需要像其他银行那样,在华丽的装修等方面大花

其钱。

商业银行,比如都市合作银行,正常情况下的开支大约占放贷总额的 2.5~3%,就是说,存贷之间的差额必超过这个比率才有利可图。而吉米·斯特亚图一类的信用社其存贷差额可以小得多,他们的存贷差平衡点是 1.5%。理论上讲,他们根本不用做房屋抵押贷款业务就可以赚钱。如果他们付给储户的利息是 4%,那么,他们只要简单地投资于利率 8% 的国库券就能赚钱。当他们从事利率 8~9% 的抵押贷款业务时,他们为股东争取了较高的利润。

多年来,吉米·捧斯图亚特类型的储贷社最好的范本是加利福尼亚州奥克兰的黄金西部储贷社。

黄金西部拥有三家分社,由一对快乐的夫妻赫伯和马里森·山德勒经营。他们如著名投资专家奥吉和哈里叶特般沉得住气,同时又像华伦·巴菲特一样的精明,这是经营成功企业的完美组合。具备奥吉和哈里叶特的素质,他们得以避免许多次以失败告终的冲动。他们没有投资于垃圾债券,没有参加商用房地产的冒险,因之避免了被吞并的风险。

山德勒夫妇向来讨厌把钱愚蠢地浪费掉。他们对一些新玩意的不信任使他们从不安装自动柜员机,也不用烤箱或冰箱来吸引储户。他们在被误导的建筑放贷浪潮中错过了“赚大钱”的机会,而把全部资产的 96% 坚守在其传统的抵押贷款业务。

山德勒夫妇在办公室的节俭方面可以算作冠军。

我曾经拜访过他们的总部,不像众多银行喜欢设在旧金山,他们把总部设在奥克兰市一个低租金地点。来访者用接待室的一部黑色电话通报自己的姓名,然后来到办公室套间。但山德勒夫妇却不在意在营业部的设施上多花些钱,目的是让顾客尽可能满意、舒适。他们有一支秘密的“顾客”队伍,定期到营业部调查服务情况。

80年代中期,马里森·山德勒在西弗吉尼亚州举行的储贷社年会上发表讲演,演讲的题目是“效率与成本控制”。这个题目对其他储贷社经理却没有吸引力。大约三分之一的听众离开,挤到别的房间去听令人激动的关于新型计算机系统和会议设备的报告。如果他们留下来听她的报告并认真作笔记,也许更多的人现在还能继续留在这个行业中。

80年代初期,黄金西部储贷社是为数不多的上市储贷社之一,在80年代中期股份制高潮中,数以百计原属私营性质的储贷社几乎同时成为股份制企业。我为麦哲伦基金买进了其中很多股票,有个时期几乎不加选择地买进所有名称中有“储贷”或“信托”字样的股票。有一次,在巴伦投资年会上,我承认大概有145家储贷机构的宣传广告送到我的办公桌上,而我买进了其中135家的股票。当时阿贝尔森的反应是他的典型模式:那么其余的为什么没买呢?

有两个原因使我对储贷社不加区别的着迷:其一,是我们基金太大而储贷社规模太小,因此为达成一定比率的换股,我就得买进他们的股票,就像靠浮游生物维持生命的鲸鱼。其二,是储贷社股份化的唯一途径,使他们在刚开始的时候自然而然成为廉价股票。

SNI证券公司的一位一直跟踪调查储贷社情况的专家,最近给我提供了一份1982年以后上市的464家储贷社的最新资料。其中99家被大银行或大储贷社兼并,大部分是以对股东极为优越的价格成交;65家股票上市的储贷社破产,通常其股东颗粒无收——我从个人经验中了解这一情况,因为我持有其中几家股票;还有300家储贷社仍然幸存。

如何评价储贷社

当我准备投资于储贷社时,我总是想起黄金西部储贷社。但它的股价在 1991 年涨了一倍之后,我决定开始寻找更好的。在我准备 1992 年的巴伦选股名单时,我找到了几家。你不能自己为廉价股票创造一个更好的环境。

储贷社的丑闻紧跟在房地产市场萧条之后,这是两年来人们担惊受怕的两件事。房地产市场行将崩溃,随之银行系统也会跟着完蛋。人们还记得 80 年初期得克萨斯房地产市场的崩溃,导致几家银行和储贷社相伴而亡。这样的故事也许会在东北部或加利福尼亚州重演,这些地区大型住宅的市场已经出现衰退现象。

但是来自全国房屋建设协会的最新资料显示,房屋的平均价格在 1990 年、1991 年有所上扬,令我相信所谓房地产市场的崩溃其实只是部分人的臆测。

我知道,在最好的吉米·斯图亚特型的储贷社中,也有一定比例资金投入到低价房屋、商用房地产以及建筑信贷中,但他们绝大部分资产都集中在 10 万美元价值的住宅抵押贷款上面。他们的收益增长情况良好,有忠实的储户作基础,并且有高于摩根银行的权益比。如今储贷社的价值被公众的恐慌所抵消。华尔街看淡信用社股票,普通投资者也是这样。

忠实公司的储贷社选择基金已经把规模从 1987 年 2 月的 6600 万缩减到 1990 年 10 月的 300 万美元。经纪公司减少了储蓄业的持仓量,有些已经停止补进。忠实公司以往有两位专职研究储贷社的分析员,戴夫·爱立森负责大型储贷社,阿历克·莫雷负责小型储贷社的研究。后来莫雷去了达特茅斯研究生院,他的空缺没有补上。爱立森被分派另外一些大公司作为研

究对象,包括美国联邦国民抵押协会、通用电气以及西部房屋产公司。这样,对他来讲,研究储贷社成了业余工作。

全国大约有 50 位分析人员追踪沃尔—马特公司,另有 46 位分析员跟踪菲利浦·莫里斯公司,但却只有为数寥寥的分析员关注公开交易的信用社股票。

林奇第十二准则:当分析员感到厌烦之时,正是买进之机。

由于对储贷社股价之低感到迷惑,我于是认真研读《储蓄业摘要》,这是我喜欢的枕边消闲书之一。这部书由内德·拉格勒主编,他做了一件非常出色的工作。《储蓄业摘要》差不多跟波士顿电话簿一样厚,年费 700 美金,每月可以得到更新的资料。我特意提到它的价格,是让你不至于马上出去订一本,然后发现这个价格相当于到夏威夷的双程往返机票。如果你决定研究被低估的储贷社股票——对我来讲,这要比夏威夷的旅行有趣得多——你最好去找一下最新的《储蓄业摘要》,地方图书馆可以找到,也可以向你的经纪人借阅。我自己是从忠实公司借来的。

以下是你应该知道的关于信用社的内容:

首先,信用社股票的现价如何?这一点不用解释,除非你根本不打算在此类股票上投资。

你得弄清楚每家储贷社的最初上市价。

如果一家储贷社的股价低于其最初的上市价,这是一个信号,显示其价值可能低估。当然,也要考虑它的因素。

你得算算看,它的资产权益比率是多少。这是最重要的数字,反映其融资能力与生存能力。资产权益比愈高愈好,这一比值的范围很大,从最低的 1.2 到最高的 20(这个值 4 倍于摩根银行),5.5~6 之间是市场平均值。低于 5 就是危险地带,我投资任何储贷社之先,喜欢看到它的资产权益比不低于 7.5。这

不是出于风险考虑,对储贷社来讲,资产权益比越高对潜在的兼并者吸引力越大。超额的权益使之具有超额的借贷能力,这对于更大的银行或储贷社来讲,可能非常有用。

储贷社的红利也得考虑,虽然许多储贷社的红利高于市场平均水平。

看看它的帐面上反应出的资产价值是否是确定的。大多数银行或储贷社的资产是在贷款中。如果你肯定一家储贷社没有高风险放贷,你就可以相信其帐面价值精确地反映了它的真实价值。如今,许多盈利最好的吉米·斯图亚特型的储贷社其股价低于帐面价值。

它的市盈率是多少?对任何股票来讲,市盈率越低越好。有些储贷社年均增长率为15%,但市盈率只有7到8倍。这是很诱人的,尤其是我做研究时标准普尔500指数的平均市盈率为23。

它把多少钱投入到高风险的不动产放贷中去了?这一点特别要注意,因为这是普遍出问题的地方,特别是商业放贷和建筑放贷,是众多储贷社破产的祸根。如果高风险资产的比例超过5~10%,我就会感到紧张。其它条件相同时,我倾向于高风险资产比例较少的储贷社。对于普通投资者来讲,分析商业放贷资产的风险过于困难,因此最好的办法是避免投资中有这类放贷的储贷社。

储贷社有多少超过90天的不可动用资产?这个数字在它的总资产中占多少比例?这反映的是已经拖欠的贷款。你需要看到的是这个数字越低越好,最好低于资产的2%。另外,你也愿意看到这个数字下降或不再增长。如果坏帐比率再高出二、三个百分点,就可能抹掉储贷社的全部股本。

它有多少所属不动产?这是指储贷社按抵押规则占有的财产。所属不动产反映的是此前的麻烦,因为所有列在此项的内

容意味着由帐面的损失来补偿。由于该项财务损失被取代,因此,较高比率的所属不动产不像较高比例的不可动用资产那样令人担忧。但如果所属不动产的比率上升那就是令人担忧的事了。储贷社不是经营房地产的企业,他们最不想的就是费用昂贵且难以销售的公寓或写字楼的所有权。

事实上,如果所属不动产太多,你可以肯定这家储贷社有麻烦。

我在《巴伦》杂志上推荐了7家储贷社,从中可以看出我是多么喜欢这个行业。其中5家是有实力的吉米·斯图亚特一类,另外两家是我称之为“重生”型的——即从破产边缘起死回生的。5家吉米·斯图亚特型储贷社几项指标非常优异:帐面价值、资产权益比(都高于6)、高风险放贷(低于10%),90天不可动用资产(低于2%)、所属不动产(低于1%),以及市盈率(低于11)。其中有两家最近几个月回购其股份,这是个好信号。冰河和吉曼城这两家的商业放贷比率略高,不过听了银行方面的解释之后。我认为这不是大麻烦。

对那两家“重生”型的储贷社来讲,很多指标不尽人意——保守的投资者会尽量避开。我挑选他们作为长线投资对象,原因在于虽然出了问题,但他们的资产—权益比仍然很高,这使他们有机会走出困境。

两家储贷社的主要业务地区靠近马萨诸塞与新罕布什尔州的边界,这个地区已经显示出稳定的信号。我不能保证这两家一定会幸存下来,但他们的股价如此之低,令我相信抄底的人定能赚大钱。

全国还有十来家储贷社同我推荐的这几家一样好,或者更好。你也许可以在自己的家乡找到一家或更多。

很多投资者会很高兴把投资集中在这个行业里。吉米·斯图亚特们会进一步努力增加收益,或是被更大的机构以远高于

现在水平的价格兼并,有着超额股本,超额借贷能力以及忠实的储户基础的储贷社是商业银行垂涎的目标。商业银行只能在本州内吸收存款,但可以在各州放贷,这就使得兼并储贷非常有吸引力。1987—1990 年对储贷社来讲是一个恐怖时期,超过 100 家储贷被兼并。有充分理由相信,银行与储贷社之间的兼并还会高速继续进行。

目前,全国大约有 7000 多家银行、信用机构以及其它能够吸收存款的金融机构,其中大约 6500 家可以算作多余的。

第十九章

深入了解储贷社

——研究公司：你不需要成为专家，但要了解企业运作的基本思想——企业名称：新潮和复杂的名称令人感到公司想象力的枯竭——跟公司总裁打听情况的技巧——储贷社上市：与众不同的上市方式；赚钱的奥妙。

我检查了收益报告，看看有没有不同寻常的因素，这些因素往往会给投资者造成错觉，你不能被蒙骗而买进股票。有的公司报告说收益增加，而实际上只是一种变相的收入，比如卖掉投资的证券等等。

在考虑其他情况之后，我宁愿投资于证明自己能够在不景气地区生存下来的企业，而不是繁荣时期欣欣向荣，却没有受到经济不景气考验的企业。

普通选股人可能到此为止,选出5家符合吉米·斯图亚特类型的储贷社,在每家股票投入相等数量的钱,然后等待回报。有一家会出人意料的好,三家都还过得去,另一家差一点,总的成绩高于在可口可乐或默克股票上的投资。

但作为喜欢刨根问底,并且不愿意完全依靠二手信息的选股人,我通常在投资之前给公司打电话,以此增进我的机会。这样一来,电话帐单增加了,但长期而言是很值得的。

通常我会跟总裁、董事或其他高级主管交谈,希望能够发掘出特殊的东西或是尚未引起华尔街分析人员注意的东西。例如,冰河储贷社商业放贷过大,如果不是了解到内部情况,我不会买进也不会推荐这只股票。你不需要成为专家,但你必须了解企业运作的基本思想。一家储贷社需要忠实的储户把钱存进来,需要把这些钱贷出去并从中获利——但不能把钱借给拖欠者,还需要降低开支以使利润最大化。

我给六家储贷社,包括四家实力很强的和两家“重生型”的,打了电话,收集资料,以下是从谈话中了解的内容:

冰河储贷社

我在圣诞节第二天在波士顿我的办公室里给冰河储贷社打电话。

大楼空荡荡的,除了我和保安几乎没有人。假期是做这种事情的最佳时间,对于12月26日坐在办公室工作的高级主管我总是印象深刻。

我从桌上堆积如山的文件抽出冰河储贷社的文件夹,现在的股价是12美元,较去年升了60%。它是增长率12~15%,但市盈利只有10倍的股票——对于投机可能并非廉价,但风险确

实不大。冰河储贷社原来名称是冰河第一联邦储蓄社。我希望他们保持旧名,听起来老气、让人放心,我不太喜欢新潮的和复杂的名字,感觉到公司想象力近乎枯竭。我喜欢那些一心放在业务上的公司。

冰河储贷社那边接电话的人告诉我,他们正为一名即将退休的员工举办派对,但他们会通知董事长查理·默科德说我来过电话。

几分钟后,默科德打电话过来。

向总裁或董事长询问公司收益是件煞费周章的事情,你不能直通通提问:“明年你们打算赚多少?”首先必须建立感情。

我们先聊了一阵山区的问题。我说整个林奇家族一度都生活在西部各州,能够看到国家公园,我们都喜欢蒙大拿州;我们又闲聊木材工业、高山滑雪以及一家大型炼铜厂。

然后我开始切入比较严肃的、与投资有关的问题,诸如“你们那个地区有多少人口?”等等,然后逐渐引导到更有意义的问题上来,如“您准备增设新的营业部吗?”“三季度有什么特别的事吗?我看到你们的收益是38美分。”问题中包含一些有关对方的资料很有好处,这样他就会知道你已经做过一些研究了。

冰河储贷社情况相当不错,坏帐几乎没有,整个1991年,总共只有1.6万美元的坏帐注销。他们已连续15年提高分红。他们兼并了另两家名字很奇妙的储蓄银行:白鱼第一国民银行及尤里卡银行。这是许多实力强劲的储贷社未来几年中加速发展的步骤之一,他们得到了那些有麻烦的同行的储户。冰河可以把第一国民银行纳入自己的系统,并利用其储蓄增加贷款;他们还能因此而减少开支,因为两家合并之后能够降低成本。

“你们得到一笔很好的资产,”我提到白鱼第一国民银行项目,“我肯定从会计角度看,是极好的变动。”我唯一的担心是收购价格过高,这是我极想问到的题目,但冰河储贷社并没有多

付钱。

我们谈到冰河高达 9.2% 的商业放贷,这是我从《储蓄业摘要》统计中看到它碰到的最麻烦的问题。如果这是一家新英格兰的储蓄银行,这样高的比例早就把我吓跑了。但蒙大拿不是马萨诸塞,董事长向我保证他们没有向空置的写字楼或公寓楼的开发商放贷。他们的商业放贷主要是在综合住宅楼方面,这个市场需求很大。蒙大拿的人口正在增长,每年还有避税的加拿大人到此购买住宅。

我从来都是在提出这一问题:“您最欣赏的对手是谁?”之后才会放下电话。如果一家储贷社的老总说他欣赏某家储贷社,那么一般来讲,那一家肯定干得不错。

我用这种方法找到很多好股票,所以当冰河的董事长默科德提到联合储蓄银行和联邦证券储贷社之后,我立即翻出标准普尔股票指南,找到他们的证券代码,然后从电脑中敲出他们的资料。两家都在蒙大拿,资产—权益比非常的高。我把他们都列入候选名单。

吉曼城储贷社

我是 1 月份打电话给吉曼城储贷社的。这是我几年前推荐过的另一只股票,当时的股价是 10 美元,现在 14 美元。它的每股收益是 2 美元,市盈利不到 7 倍。每股帐面价值 26 美元,资产权益比是 7.5,坏帐不到 1%。

吉曼城储贷社总部设在费城郊区。公司资产达到 14 亿美元,成绩相当不错。但还没有一家经纪公司研究过它。

打电话之前我读了他们的年度报告,存款增加,贷款却有所减少,意味着这些银行家比较保守。我在“证券投资”栏下找到更多的证据,说明他们的谨慎。他们的证券投资较前年增加了

5000万美元,包括国库券、债券、股票与现金。当储贷社担心经济不景气或借款人的信用有问题时,他们把资产集中到债券上,就像普通投资者一样。如果经济好转,放贷比较安全时,吉曼城储贷社就会卖掉证券转而放贷,这会使他们的收益猛增。

我检查了收益报告,看看有没有不同寻常的因素,这些因素往往会给投资者造成错觉,你不能被蒙骗而买进股票。有的公司报告说收益增加,而实际上只是一种变相的收入,比如卖掉投资的证券等等。

在这里我发现了相反的情况——吉曼城储贷社卖掉证券时有些微损失,反而使它的正常收入有所减少,但差别不大。依我的看法,这家谨慎的储贷社会比很多激进的对手更长命,并且能不断地赚钱。

大众储贷社

我跟董事长约翰·吉·梅德维克通电话。他告诉我这个地区很多实力稍差的银行已经倒闭,加强了大众在这个地区吸收存款的能力。

大众的广告宣传自己是资产权益比达到 13 的安全性金融机构。

这个广告很有效果,他们的存款从 1990 年的 2.2 亿美元增加到 1991 年的 2.42 亿美元,如果不是使用部分权益去回购其份额,他们的资产权益比会更高。这家康涅狄格州的储贷社已经花了 440 万美元回购 16% 的股份,如果他们继续照此进行,有一天其股票会非常稀缺,并且非常珍贵。由于流通股份的减少,甚至在公司业务不变的情况下也能使每股收益增加。如果经营状况好转,股价会像火箭一样上窜。

有些公司经理常常把股票增值挂在嘴边,实际做法上却并

非如此,他们在不着边际的事情上大肆挥霍,却忽略最简单也是最直接的回报股东的方式——回购股份。

业绩平平的皇冠包装公司就因为回购股份而成了股市投机者追捧的对象,这也是为什么遥力公司的股票能翻 100 倍的原因。

1986 年,大众股票首次上市时的股价是 1.25 美元;5 年之后,规模扩大,收入增加,但流通股本有所减少,股价为 11 美元。我想股价上不去的原因,主要是公司所在地的这个州很不景气。

我并非感情用事,康涅狄格州确实如此。

在考虑其他情况之后,我宁愿投资于证明自己能够在不景气地区生存下来的企业,而不是繁荣时期欣欣向荣,却没有受到经济不景气考验的企业。

从《储蓄业摘要》上我注意到大众储蓄贷款社的坏帐达到 2%,我想进一步了解情况。梅德维克告诉我这些坏帐主要出自一笔建设放贷,大众储货社再没有做过此类放贷。为冲销这笔坏帐,大众储货社已经把收益作了相应的折扣,下一步是占有该项财产。梅德维克重申我在别处听到的观点,占有不动产是件花钱的事,且费用不菲。解决一位拖欠的借款人问题可能要花两年时间。最终,占有不动产会列收入“所属不动产”项下。在 1992 年的康涅狄格州这种事情令人担忧。梅德维克说,在新布里坦地区,硬件制造业往往是最大的雇主,但这里只有斯坦尼工厂一家幸存下来,这个地区失业率仍然很高。

挂电话之前,我照旧提出一个老问题:“您印象最深的竞争者是哪家?”梅德维克提到新布里坦地区的美国储蓄银行,资产权益比达到 12,尚未公开上市。我真想驱车赶到那里开个帐户,这样当它公开上市时我就可以捷足先登。

第一埃塞克斯

这是我推荐的两家“重生”型中的一家。

第一埃克塞斯 1987 年上市,股本 800 万美元,股价 8 美元。两年后股价基本没动,于是公司以 8 美元的价格回购 200 万股份。如果他们等到 1991 年再进行回购,他们可以省下 75% 的钱,因为那时股价跌到 2 美元。

在我的第一埃克塞斯文件夹中,有一些令人恐怖的数字:10% 的坏帐,3.5% 的所属不动产,以及 13% 的商业及建筑放贷。

这家马萨诸塞州劳伦斯地区的小小储贷社,1989 年亏损 1100 万美元,1990 年亏损 2800 万美元。劳伦斯位于新罕布什尔州边界,是整个新英格兰地区最不景气的地方。在可怕的三年中,这家储贷社面临一系列的占有资产,每次都意味着用收益抵帐,每次都使第一埃克塞斯拥有一处不动产的所有权。公司的现金越来越困难,而谁也不买的不动产却越来越多。它成了这个地区最不走运的地主——没有租赁人,目前,第一埃克塞斯帐面价值为 $7\frac{7}{8}$ 美元,还有足够的股本使其资产权益比维持在 9,而它的股价只有 2 美元。

对第一埃克塞斯这样的储贷社投资有点赌博的味道。如果商用房地产市场起动,占有不动产趋势停止,他们就能幸存并最终挽回损失,会很容易成为每股 10 美元的股票。问题是不知道什么时候商用房地产市场能够起动,或者说不知道这次萧条会达到什么深度。

从年度报告上可以看到,第一埃克塞斯在 1991 年底总共有 4600 万美元商业放贷,其股本也有 4600 万美元,这个 1:1 的比例多少令人有点放心。如果这些商业放贷的一半成了坏帐,那

么第一埃克塞斯仍有一半的股本,仍然能生存下去。

不该错过的机会

想象你买了一栋房子,前主人已兑现了你的预付金支票,却把钱装进信封放在厨房抽屉里,旁边还留下一张纸条,上面写着:“拿着吧,这房子归你了。”你于是不花一文得到了这栋房子。这是令人愉快的惊喜。

准备购买刚刚上市的储蓄贷款社和股票的投资人,都能等到这份惊喜。已经有 1178 家储蓄贷款社公开上市,还有很多机会会让投资人惊喜。

我在麦哲伦基金工作的早期,学到这种隐含式回扣的经验,这也是为什么我几乎买进了全部储贷社和共同储蓄银行(同类机构的另一名称)的股票。

传统而言,地方储贷社或共同储蓄银行没有股东,它属于全部储户共同所有,就像农村的电力设施以合作公司的形式组织起来,所有权属于大家。共同储蓄银行的净值,应属于在任一分行开有储蓄帐户或支票帐户的储户。如果这种所有权共有的形式维持不变,那么数以千计的储户从这种主权所有中得不到任何好处。

当共同储蓄银行走向华尔街,开始以公开上市的方式出售股份,奇妙的事情发生了。

首先,信用社的经理们把交易集中了,并且所有买进股票的人都站到同一立场,经理们自己也会买进股份。经理们如何定价他们自己将要买进的股票呢?当然是低价。储户同经理一样,有权以初始价格买进股票。有趣的是按初始价格筹集的每一个美元,扣除承销费用之后,都会流进储贷社的金库中,这跟其它公司上市有所不同。其它公司股票上市时,有相当一部分

钱被创建人和原始股东分走,他们成为百万富翁,可以在意大利买花园,而在储贷社上市的情况中,钱则流进了机构成为股本的一部分。

比如,你所在地区的储蓄银行上市之前有 1000 万美元的帐面价值,然后以每股 10 美元的价格出售价值 1000 万美元的股票。当出售股票所得 1000 万美元进帐之后,帐面价值变成 2000 万美元,就是说,他们把每股帐面价值 20 美元的股票以 10 美元价格出售。

但也不能保证你“免费”得到的就一定是好东西,你可能碰上的是吉米·斯图亚特型储贷社,也可能碰上一家经营无方、持续赔钱,最后关门大吉的储贷社。所以,即使在这种不可能损失的情况下,你也需要在投资之前做一番调查研究工作。

下次当你经过一家共同储贷银行或储贷社时,如果它还没有上市,你就可以考虑走进去开一个帐户。这样,你可以保证得到以初始价格买到股票的机会。

当然,你也可以等到上市之后,再到二级市场去买,仍然可以买到廉价的股票。但别等得太久,华尔街已经懂得寻找这样的机会,1991 年以来上市的储蓄银行股票价格上涨惹人注目,它们已变成了你到处寻找的聚宝盆。

1991 年,有 16 家共同储蓄银行公开上市。其中两家以超过初始价格 4 倍的价格被兼并,余下的 14 家中,最差的只涨了 87%,其余的都翻了一倍或更多。有 4 家翻了 3 倍,一家翻了 7 倍。想象一下投资芒格共同储蓄银行的股票,然后在 32 个月内你的钱翻了 10 倍,那是多么令人激动。

1992 年,有 42 家共同储蓄银行公开上市。唯一股价下跌的一家,也只下跌了 7.5%,其余的都上涨了——38 家涨了 50% 或更多,23 家涨了 100% 以上,这是 20 个月之内的升幅。如果你买到了表现最好的 5 家共同储蓄银行的股票,那么你的

回报是 285%。即使非常不幸地买到了表现最差的 5 家股票,到 1993 年 9 月份仍有 31% 的回报,仍然胜过标准普尔 500 指数和大多数共同基金。

现在,地方储贷社已经成了千万人最好的投资对象。这是一个绝好的例子,说明个人投资者无视机构关注的大公司,只调查自己家门口的公司也能成功,还有什么比你存钱、开支票的当地银行更近呢?

还有 1372 家共同储蓄银行尚未公开上市,查一查是否有一家就在你的所在地,进去开个储蓄帐户,当它上市时你就可以成为原始股东;然后,回家坐等佳音吧!



★投资金融类企业如储贷社、商业银行的股票是明智之举，林奇对此也有偏爱。这类股票屡次进入他向股民举荐的股票名单。

金融企业运作适当是可以赚大钱的，中国近代的晋商多是靠此行业致富，控制中国经济命脉达半个世纪之久，深发展也是个赚钱的好例子。

第二十章

循环型股票

——行业从萧条到繁荣的循环如季节一样可靠——华尔街的急躁使循环型股票的投资日趋复杂——循环型股票的独特之处：市盈率不能太低——炒作循环型股票：预期游戏——费尔普斯·道奇公司：解剖循环型企业——不存在精确预测价格的先知，但可以对价格水平作基本的判断。

当经济趋于平缓，职业炒手就开始考虑投资于循环型股票。铝材、钢铁、造纸、汽车、化工以及航空等行业的升降，从繁荣到萧条再到繁荣，已经是众所周知的模式，像季节一样可靠。

炒循环型股票实质上是预期游戏，却使得在这些股票上赚钱倍加困难。最大的危险是买得太早，然后又懒得去卖。

如果对循环型行业的运作及其节奏缺乏了解，那么投资就是极其冒险的。

当经济趋于平缓,职业炒手就开始考虑投资于循环型股票。铝材、钢铁、造纸、汽车、化工以及航空等行业的升降,从繁荣到萧条再到繁荣,已经是众所周知的模式,像季节一样可靠。

但基金经理有种永恒的渴望,要走在竞争的前面,抢在别人前面倒腾循环股票,这使简单问题复杂化。在我看来,华尔街一心盼着循环型企业赶在经济周期之前复苏,越早越好,这就使得对循环型股票的投资越来越复杂。

对一般股票来讲,市盈率越低越好,但循环型股票却并非如此。

如果一只循环型股票的市盈率很低,那多半是一个讯号,它的繁荣期停止了。

迟钝的投资者仍然抱着他们的循环型股票,以为形势仍然很好,公司收益仍然很高,但一切即将转变。精明的投资人已经抛掉了这类股票以躲避大跌价,当一大群人开始抛售股票,其价格只能朝一个方向走。当价格下降,市盈率也下降,使这些循环型股票看起来比从前更有吸引力,这是代价昂贵的错误观念。不久之后,经济陷入停滞,循环型企业的收益急速下降,更多的投资人急于出手股票,于是股价迅速下跌。在市盈率很低的时候,买进收益已经增长了几年的循环型股票,是短期内把你的钱减少一半的有效办法。

相反,高市盈率对其它的股票来讲是不幸的,但对于循环型股票则很可能是好消息。通常这意味着企业已经渡过了最艰难的日子,不久其经营状况就会改善,收益会超过分析人员的预期,基金经理即将以极大的热情买进股票。这样,股票价格就会上升。

炒循环型股票实质上是预期游戏,却使得在这些股票上赚钱倍加困难。最大的危险是买得太早,然后又懒得去卖。

如果对循环型行业的运作及其节奏缺乏了解,那么投资就是极其冒险的。

如果你是个管道工,对铜管价格涨落很熟悉,那么,你从费尔普斯·道奇股票上赚钱的机会要超过工商管理硕士,后者决定把该股票纳入投资组合之中,因为它“看起来很便宜”。

我自己在循环型股票上的成绩是中等偏上。每当经济出现萧条,我都会注意这类股票,因为我总是从积极角度思考问题,并且相信不论报上的标题多么恐怖,经济总会好转的。因此我很愿意在循环型行业最糟糕的时候买他们的股票,只是因为看起来这些公司不会比现在更惨,事情就一定会变得更好。但我要求惨淡经营的循环型企业其资产负债表情况良好。

林奇第十三准则:除非你是个卖空者,或是想找有钱配偶的诗人,否则绝不掏钱作悲观主义者。

费尔普斯·道奇股票

我曾试图在股市上从房地产业的复苏中获得收益,却失败了——其他人在这个行业的股票上打败了我。但他们没有预见到铜市场的回升,对我来讲,在1992年1月很难忽视费尔普斯·道奇股票之低廉价格。我问了我的管道工,他们证实铜管价格正在上涨。

1991年我曾推荐过费尔普斯·道奇股票,但它在整整一年中几乎没动。

价格不动不能成为拒绝股票的原因,相反应该考虑是不是该多买一点。

1992年1月2日,我重新调查了费尔普斯·道奇公司,发现它的情况比一年前更好。以往我都是直接拜访设在纽约的公司

总部,但他们迁到了亚利桑那州,所以我们通过电话联络。

我给公司打电话,跟董事长道格拉斯·耶利交谈。

此前我同这家公司关系亲密,从中了解到关于铜业的一些情况,知道铜是比铅要贵的商品。地壳中有丰富的铅矿储量(大约8%),铜资源较铅稀缺,并且是逐渐减少不可再生的资源。环境保护条例已强迫国内的许多冶炼厂关门,许多公司放弃了冶炼部门,美国已经出现了铜材缺乏。这个行业在世界范围内却正在发展。国内的居民因冶炼厂的减少可以呼吸得更轻松,费尔普斯·道奇的股东亦是如此。

费尔普斯·道奇公司有多家冶炼厂,竞争对手比从前大为减少。虽然短期内铜的需求疲软,但我认这这个市场即将再度兴旺。所有的发展中国家包括前苏联分离出来的大小国家,都致力于发展自己的电话系统。都需要铜质电线、电缆什么的。现在人人都想做资本家,但没有电话很难做成资本家。传统电话需要大量的导线,除非这些发展中国家打算在每个人的口袋里装一部移动电话,这是不可能的;否则他们就需要更频繁地成为铜市场的买家。发展中国家比发达国家对铜有更强的需求。

近来,费尔普斯·道奇股票的走势符合循环型股票的标准模式。

1990年在萧条到来之前,公司收益为每股6.5美元(已经过拆股调整),股价在23~36美元之间波动,市盈率很低,在3.5~5.5倍之间。1991年,每股收益降低到3.9美元,股价也从最高价39美元跌到26美元。股价不再下跌是因为大多数人对该公司前景看好,或者是循环股票的炒家打赌下一轮循环会提前到来。

对一家循环型企业来讲,最重要的问题是公司资产负债情况是否良好,能否承受下一次萧条的打击而生存下来。

我阅读了费尔普斯·道奇公司1990年的年度报告,这是我

手头能找到的最新资料。公司总资产 16.8 亿美元,而总负债只有 3.18 亿美元。很显然,不论铜价怎么下跌(当然,跌到零就麻烦了),这家公司都不会成为破产候选人。

其他实力较弱的对手不得不关闭他们的矿场。由于费尔普斯·道奇是一家大公司,除铜以外还有许多其它的业务,因此我想知道这些其它业务经营状况如何。

耶利给我列了一张清单:碳黑,情况良好;磁线,情况良好;卡车车轮,情况良好;还有位于蒙大拿州的金矿采掘公司,费尔普斯·道奇拥有 72% 的股权,将成为最大的利润来源。这些附属企业在年景较差时的 1991 年,为每股挣得收益不足 1 美元,年成好的时候能为每股挣到 2 美元。按市盈率 5~8 倍计算,子公司自身的价值在每股 10~16 美元之间。而对整个公司股票来讲,金矿就值每股 5 美元。

我常常对企业的附属子公司作这种粗略的估算,他们可能成为一笔巨大的隐蔽资产。这是一种很有效的训练,有时会发现子公司比整个企业更值钱。

找出一家公司有多家分公司轻而易举——年度报告会告诉你,并且会给出收益情况。你把这些收益值乘上一个估计的市盈率(比如,对循环型企业来讲,收益一般时 8~10 倍,收益高峰期 3~4 倍),就可以至少知道这些公司大概值多少钱。拿费尔普斯·道奇公司来讲,估算出金矿大约值每股 5 美元,其它分部约值 10~16 美元,股价是 32 美元,实际上对公司的铜业你几乎没有花钱。

我也留意公司的资本性支出,这是许多工业企业破产的原因。费尔普斯·道奇看来不存这在方面的问题。

1990 年公司花了 2.9 亿美元用于工厂及设备的更新,不到现金流入的一半。年度报告显示它的现金流入大约为 6.3 亿美元,超过资产性支出与股利支出的总和。即使在不景气的 1991

年,公司的现金流入仍然超过支出,对一家企业而言,多收少支总是一个好征兆。

费尔普斯·道奇公司的矿场及其它设施状况良好。

不像计算机公司每年要花大量的钱用于开发新产品取代旧产品,费尔普斯·道奇用于维持矿场的费用很低。

公司还有一个优势,是不用像钢铁公司那样,受到国外竞争者的挤迫而不得不花大量的钱来更新设备。

毫无疑问,不管在资本性支出或其它子公司方面收支如何,费尔普斯·道奇公司的命运与铜价是紧密相联的。公司每年生产 11 亿磅铜,因此每磅铜价涨 1 分钱,就意味着公司税前利润增加 1100 万美元。公司流通股本 7000 万,这额外的 1100 万美元意味着每股税后利润增加 10 美分以上。记住,每次铜的单价升 1 美分,每股收益就增加 10 美分。如果每磅铜价涨 50 美分,每股收益就会增加 5 美元。如果有人知道明年或后年的铜价,他就自然成为掌握费尔普斯·道奇股票买卖时机的天才。

我不相信有这样的先知,但我认为萧条时期的 1990—1991 年铜价很便宜,我想铜不会永远这样便宜。一旦铜价上涨,费尔普斯·道奇公司的股东将成为最大的受益者。我们要做的事情就是耐心等待并继续买进。



*迪斯尼在 60 年代还是个小公司。经过 30 多年的发展,迪斯尼已成为美国娱乐业中的巨头。它的一系列卡通人物深受观众喜爱。

这是“狮子王”辛巴在给迪斯尼影片作广告。

第二十一章

饭店股票：把钱放在嘴里

——如果你在 60 年代买了肯塔基股票——
——连锁饭店成为增长最快的企业——麦当劳是现代股票史上的奇迹——
——机会就在你的眼皮底下——连锁饭店的高速增长期为 15 ~ 20 年——
——并非扩展越快越好——一个不怕竞争的行业——把钱放在嘴里再安全不过了。

连锁饭店可以有几种方法增加收益,可以开设更多的分店如吃就来,也可以改善现有的经营如文迪。有些饭店以低价格、高换座率取胜,脆饼屋、笑来饭店、麦当劳属此类;有些则是以高价格、低换座率赚钱,内地牛排屋是最新的例子。有的饭店其高额利润来自食物成本价格低廉,有的则是靠运作成本低廉。

了解饭店同了解零售业是一样的方式,关键性的因素是增长率、负债及相同经营模式的营业额,你会乐意看到同一模式的分店营业额逐季增加。增长率不宜过快——比如一年新开100家分店,企业就会处于危险地带。负债要低,如果可能的话,最好没有负债。

1992年，我没有推荐一家饭店的股票，但我应该推荐，每年都有新的餐厅出现在机场、购书中心或高速公路的出口。1960年以来，快餐业成了汽车的附加产业，人们已经习惯了在路上吃午餐、早餐，最后晚餐也在路上解决。

连锁饭店成为增长最快的企业，并且新企业层出不穷，不断取代老的饭店。

对我来讲，1966年就证实了饭店企业的潜力，当时我刚刚开始作为忠实公司分析人员的职业生涯。第一家引起我注意的公司是肯塔基公司。

肯德基是绝望的产物，高速公路分散人流使山德士上校的乡村饭店濒临绝境，为避免由于客源不足而倒闭，这位66岁的激情洋溢的老人开着他那辆破旧的凯迪拉克上了路，向路边位置优越的饭店提供他的炸鸡菜单以换取忠诚。

肯塔基股票1965年上市。

在此之前，达肯·杜内茨股票已经在马萨诸塞上市（从此以后它保持了32年收益持续增长的记录）；霍华德·约翰逊公司，高速公路餐厅业的先驱，从1961年起在纽约股票交易所挂牌交易；在中西部地区声名赫赫的波伊农家饭店1963年上市，麦当劳和笑来饭店随之在60年代中期上市。

成千上万的消费者可以看到这些饭店非常赚钱，如果他留心观察，就可以从这些饭店的股票中得到赚钱的机会，笑来饭店的股票翻了168倍（从每股22美分涨到36⁷/₈美元），波伊农家饭店翻了83倍，麦当劳翻了400倍，霍华德·约翰逊翻了40倍，肯塔基在被百事可乐兼并之前已经涨了27倍。

如果在这5家股票中投资1万美元，那末，到80年代末你至少已两次成为百万富翁，而如果把这1万美元全部投入麦当劳股票，你至少已四次成为百万富翁。麦当劳成为现代股票史

上的传奇,归功于它的永不满足、永不停顿的精神。

汉堡包店、自助餐厅(路比、莫里森)、家庭牛排屋(潘德罗莎、邦拿孔)、全方位餐厅(邓尼、笑来)、冰激淋店、国内饭店、国际饭店、咖啡店、比萨店……诸如此类的餐饮业股票在全国投资者的眼皮底下,创造了一个又一个股市大赢家;我们都知道哪些地方经营有道大受欢迎,哪些地方杂乱无章暮气沉沉,我们也知道哪些饭店已经到了增长极限,哪些饭店还有成长空间。

如果你在60年代错过了饭店业股票,70年代可以在全球皇、文迪、路边食家、贝尔玉米卷、比萨饼屋以及吉来客等饭店类股票上得到补偿。

如果你是在1972年熊市之后进场,回报尤其丰厚。

那年的熊市使许多好股票变得非常便宜。贝尔玉米卷每个季度的营业额都令人鼓舞,股价跌到1美元,随即迅速回升到40美元,然后被百事可乐兼并;百事可乐致力于吞并餐饮业公司,因为有助于销售其百事饮料。

每个地区都成了这种小城镇成功典范的摇篮,这些成功的餐饮企业努力吸引国人的胃口和钱袋:西南地区有路边食家、雷恩、吃就来;中西部地区的麦当劳;明尼阿波尼斯州有吃吃看和全球皇;纽约有西班牙罗;新英格兰有达肯·杜内茨;南部地区有笑来饭店和脆饼屋;西部地区有思味乐和贝尔玉米卷。

连锁饭店如零售业一样,在扩张过程中有15~20年的高速增长期,这个行业被当作竞争激烈的行业,但新兴的饭店在竞争中受到某种程度的保护,而电力公司或制鞋企业没有这样的保护。

试想,如果加利福尼亚有一家新的煎饼加炸土豆的连锁店,而纽约已有一家更好的店,那么,纽约的连锁店对加州的连锁店有多大影响呢?答案是零。

一家饭店要征服全国需要很长时间,在此期间几乎不存在

来自海外的竞争，德来饭店或比萨饼屋从来没有为韩国的低价进口货担心过。

两家汉堡包连锁店，吃就来和福佐客的成功很有启发性。

这两家企业都从得克萨斯起步。吃就来在达拉斯，福佐客在圣安东尼奥；两家都提供味道精美的汉堡包，也都有舒适具品味的环境，只在服务方式上略有区别，吃就来是台式服务，而福佐客是自助式。一家声名显赫却好景不长，另一家不仅出名而且长期兴隆。

为什么会这样？

原因之一是吃就来认为汉堡包已经过时因而把自己的菜单多样化，而福佐客却钉住汉堡包；但更关键性的区别在于福佐客的扩张速度太快。如果某家企业想在一年之内新开 100 家分店，那多半会出问题，在对辉煌的渴求中可能会选错地点或选错经理，用太多的精力关注房地产，却忽视了对员工的适当训练。

福佐客就陷入这种困境，而吃就来却一直保持每年新开 30 ~ 35 家新店的速度。吃就来期望在 1996 ~ 1998 年期间达到 400 ~ 450 家分店的规模，营业额达到 10 亿美元。

连锁饭店可以有几种方法增加收益，可以开设更多的分店如吃就来，也可以改善现有的经营如文迪。有些饭店以低价格、高换座率取胜，脆饼屋、笑来饭店、麦当劳属此类；有些则是以高价格、低换座率赚钱，内地牛排屋是最新的例子。有的饭店其高额利润来自食物成本价格低廉，有的则是靠运作成本低廉。

一家饭店要做到盈亏平衡，其营业额至少要与投入的运作资本相等。

了解饭店同了解零售业是一样的方式，关键性的因素是增长率、负债及相同经营模式的营业额，你会乐意看到同一模式的分店营业额逐季增加。增长率不宜过快——比如一年新开 100 家分店，企业就会处于危险地带。负债要低，如果可能的话，最

好没有负债。

加里弗尼亚州的蒙哥马利证券公司坚持对整个饭店业作追踪调研,并写出了非常优秀的报告。他们最新的分析结果表明,汉堡包连锁店如麦当劳和文迪,已陷入饱和(最大的5家此类连锁企业在全国已有2.4万个分店),出生高峰期的那一代人已渐渐离开快餐食品,目前的风气是转向诸如奥波派及意式面条店这样的饭店,以及价格中等/花样较多的家庭饭店。

如果你买了蒙哥马利证券公司1991年初推荐的饭店股票名单上的前8名,那么到12月份,你的投资就翻了一倍。

这八大赢家是布吐赛、脆饼屋、吃就来、意式面条店、笑来饭店、都来聚、苹果派、内地牛排屋。其中有几家股票现在可能已经高估,市盈利达到30倍或更高,但仍然值得密切关注;整个饭店业的年增长率只有4%(不久就会变成另一个零增长的行业),但其中的大赢家仍像过去一样前景看好。只要美国人仍然保持在外面就餐的习惯(美国人大约一半时间在餐馆用餐),就会在饭店业股票中出现新的翻20倍的大赢家,注意观察的顾客总能找到这样的赢家。

奥波派是我找到的赢家之一——在伯林顿商厦里找到的。

这家饭店1977年在波士顿开张,1991年上市,每股价格10美元,你可以在机场或其它地方找到一家奥波派分店。它们提供法式羊角面包和咖啡,是一家把法国式的情调与美国式的效率结合在一起的饭店。在这里,你可以只要一份羊角面包作早餐,或一份夹火腿和奶酪的羊角面包作午餐,或加巧克力的羊角面包作为点心,所有这些都可以在三分钟内吃完;最近,奥波派还增加了鲜桔汁和水果沙拉。

到1992年初,奥波派的股价翻了一倍,市盈率达到40倍,因此我没有推荐它。但九个月之后,股价跌到14美元,市盈率不到20倍。

任何时候你能找到一家增长率 25% 而市盈率只有 20 倍的股票，赶紧买进。

如果股价继续下跌，我会加码买进。

这家饭店在经济不景气时期也干得很好，还能够长期增长，在海外市场还有巨大的潜力。



*汽车行业属于循环性企业，企业的兴衰有一定的周期性。在70年代美国经济萧条期间，林奇在认真考察之后，认为经济复苏在即，于是大量购入福特、克莱斯勒等汽车业股票，成为大赢家。

第二十二章

半年检查

——买了就忘是很危险的——半年检查不是只看看股票价格——了解实情的重要性——上市公司在干什么——增资、减资或换手——美容小店等实例。

作为一名选股人，你不能假定任何事情，你必须了解实情，你要努力在两个基本问题上找出答案：1. 拿价格与收益相比，这股票是否仍有吸引力？2. 公司为增加收益作了哪些努力？

这样你可能得到三种结论：1. 公司情况变得更好，你可以增加投资；2. 情况变得更糟，你该减少投资；3. 情况没有变化，这时你可以继续钉住你的投资，或把钱转到更令人兴奋的投资上去。

一个良好的投资组合需要定期检查——也许每半年就要检查一次。即使是蓝筹股、著名公司或《财星》杂志 500 大公司排行榜上头几名公司的股票,也需要时时关心,买了就忘的策略是很危险的。从股票走势图上可以看到,那些买了 IBM、西尔斯、柯达股票然后就忘了的投资者,会追悔莫及。

半年检查不是简单地从报纸上查一下股票价格。

作为一名选股人,你不能假定任何事情,你必须了解实情,你要努力在两个基本问题上找出答案:1. 拿价格与收益相比,这股票是否仍有吸引力? 2. 公司为增加收益作了哪些努力?

这样你可能得到三种结论:1. 公司情况变得更好,你可以增加投资;2. 情况变得更糟,你该减少投资;3. 情况没有变化,这时你可以继续钉住你的投资,或把钱转到更令人兴奋的投资上去。

带着这种想法,我在 1992 年 7 月检查了半年前我向《巴伦》杂志推荐的 21 种股票。整体而言,这些股票表现非常好,平均升值 19.2%,同期标准普尔 500 只上升了 1.64%(对在此期间的拆细、分红等我已做了调整)。我阅读了全部 21 家公司的季度报告,并给大多数公司打电话询问近况。有些公司进展平平,有些则比从前更加令人鼓舞;极少数公司我做了研究之后,决定转移投资。这就是股票,变动不居,没有什么绝对确定的。

美容小店

1 月份我觉得美容小店是家非常好的企业,但股价相对高估。我寻找股价下跌以作为买进的机会,不久之后就找到了这样的机会——到 7 月份,股价下跌了 12.3%,从 325 便士跌到 263 便士。按 1993 年的收益计算,美容小店股票的市盈率不到 20 倍。我当然愿意以 20 倍市盈利的价格买进增长率 25% 的股

票,此时纽约交易所股票的平均市盈率为 20 倍,但大多数公司的增长率只有 8~10%。

检查这只股票的价格,我注意到有两次较大的下跌,一次是 1987 年,另一次是在 1990 年,但两次下跌时,公司的情况并没有恶化。

我认为原因可能是英国投资者对成长型小企业不像我们这样熟悉,因此在市场危机时更愿意抛售这些股票。此外,由于美容小店是一家跨国公司,英国投资者很容易把它同另外几件著名的海外扩张失败的事例联系起来。

即使你在 1990 年大跌之后买进美容小店股票,你也得提防下一次的大跌,那也许是增加股份的另一次机会。

但基本面情况仍然要向好,这是检查的重点。我给该公司打电话,财务主管杰里米·凯特告诉我公司各分店的营业额和收益在 1991 年都有所增加,考虑到美容小店的四个主要市场英国、澳大利亚、加拿大、美国都在经历萧条,这个成绩确属难能可贵。

我也同忠实公司从前的老朋友斯蒂芬森谈过,她在伯林顿商厦和哈佛广场各开一间美容小店分店,她告诉我伯林顿的那间收益增长 6%,哈佛广场那间开业不久,还难以报告结果。她的顾客现在对公司的一些新产品青睐有加。

随着家庭数量的增加,对浴液等美容、卫生用品的需求仍然巨大。美容小店正在执行自己的扩展计划——1993 年在美国新开 40 间分店,1994 年 50 间;在欧洲每年开 50 间,远东地区数量相同。我认为公司正处于最有魅力的中年时期——30 年成长期的第二个 10 年。

第一皮尔

第一皮尔股票走得不错,从8美元涨到9.5美元,然后急剧反转,这是华尔街对好消息充耳不闻的又一个好例子。分析家们期望该公司第一季度每股收益达到18~20美分,实际收益17美分,于是股价大跌。公司预计全年收益70美分,这是在经济不景气的大环境之下。

第一皮尔通过售出价值7500万美元的可转换债券加强了自己的财务状况,公司用这笔钱清偿负债,尤其是长期负债,在已经减少的情况下进一步降低。

第一皮尔削减了负债,减少了存货,并继续扩展其业务;公司主要竞争对手,即百货商店正逐渐退出家具市场。萧条持续越久,就会有越多的对手退出竞争。当市场恢复景气时,第一皮尔很可能在家具方面占有重要的垄断性地位。

万众公司

万众公司是我们推荐的股票中,另一家其股价上升然后急剧反转的股票。敏捷的卖家得到30%的收益,长期投资者则发现他们的帐面利润从每股2美元变成了50美分。

4月份,公司发行了价值6500万美元的可转换优先债券,年息8%。这种做法类似第一皮尔,所不同的是万众公司支付了较高的利息,因为它的财务状况岌岌可危。持有这种可转换优先股的股东有权在将来某个时候以特定价格把债券换成普通股,这会增加普通股的数量,对现在的股东来讲,会摊薄每股收益。早先,万众公司曾经回购其股份,那是一项积极的举动,现在却是反其道而行之。

第一皮尔用发行债券的收入偿还负债,减少利息支付;而万众公司则用这些钱来更新它的弗兰克花木店,这个方案风险很大,短期内没有收益。

与此同时,弗兰克花木店的销售额大幅下降,房地产市场的振兴还只是刚现微弱曙光。回到1月份,当时股价是7.75美元,预期全年收益60美分,而现在股价是8美元,预期收益45美分。

但是,万众拥有大量现金,股票分红连续14年提高,目前的股价仍然低于其帐面价值,公司的扩展正在按计划进行。我从电脑上发现,马里奥·盖伯里基金买进了100万股万众股票,这是价值型基金应当持有的股票。

七家储贷社

迄今为止,在我向《巴伦》杂志推荐的21种股票中,表现最好的是储贷社的股票。这并非偶然。撩开笼罩整个行业的沉沉迷雾,如果基本面健康,你就会找到大赢家。利率正在下降,对金融机构来讲这是福音。储贷社从存、贷差额中赚到巨额利润。

自从我推荐以来,吉姆城储贷社的股价上涨了59%,君王上涨了64.5%,鹰信储贷社的股价从11美元涨到16美元,冰河储贷社的股票涨了40%,大众储贷社的股价涨了26%。

我长期看好的两家储贷社,劳伦斯上涨37%,第一埃克赛斯上涨70%,证明最有风险的股票常常提供最丰厚的回报。我给第一埃克赛斯公司的总裁列昂纳德·威尔森打电话了解情况,他说公司在几个方面都有改善,抵押贷款市场正在复苏。第一季度他们不仅有盈利,而且还可以发放新的建设贷款。虽然我一向不喜欢建设贷款,但他们的乐观足以令人相信,这个行业的前景一片光明。

第一埃克赛斯的帐面价值是每股 7 美元,目前的股价是 $3\frac{5}{8}$ 美元,如果房地产市场继续好转,每股收益可能达到 1 美元,这样,其股票价值为 7~10 美元。

密执安第一储蓄银行是忠实公司储贷社分析专家戴夫·艾立林告诉我们的,当时我们坐在去纽约的飞机上,那时我已经没有时间做功课了,所以我把这个股票置放一旁。很高兴我当时采取这样的做法,因为其他储贷社的股价都有上涨之时,它的股价却没有动。

如果所有的股票都以相同的比率上涨,那就没什么可买的了,所有的选股人都会失业。值得庆幸的是,这种情况从未发生过,总会有姗姗来迟的股票,在你已经卖掉股票转头寻找新的目标时出现在你的面前。1992 年 7 月,密执安第一储蓄银行就是这样的股票。

这是一家资产 90 亿美元的吉米·斯图亚特型储蓄银行,不做商业放贷,运作成本很低。它的发展受到两个负面因素的影响,其一是从联邦房屋贷款银行借钱,其二是不利的利率安排。

大多数储贷社都从近年的利率下调受益,密执安第一储蓄银行却不然。

密执安第一储蓄银行的业务放贷有一部分是来自向联邦房屋贷款银行的借款,这些借款利率固定。密执安第一储蓄银行必须在整个 1994 年即这份高价合同到期之前,继续向联邦房屋贷款银行支付 8~10% 的利息。与此同时,它的同行们却以越来越低的利率从事抵押贷款业务,这对它形成很大的压力。

如果你以 8~10% 的利率发放抵押贷款,同时又以相同水平的利率借钱,那么,你不可能有较高的赢利,这是密执安第一储蓄银行不得不吸取的痛苦教训。密执安第一储蓄银行的业务一般而言是能赚钱的,但联邦房屋贷款银行这块“花岗石”阻挡了它的收益。

这种不幸的局面要到还清联邦房屋贷款银行的借款,利率合同到期之后才能转变,那时密执安第一储蓄银行的收益会大幅增加,解决这个问题之后,密执安第一储蓄银行 1994—1996 年度的收益可能会增加 2 美元。目前的股价是 12 美元,每股收益 2 美元,想像一下每股收益达到 4 美元会有什么样的变化。

此外,密执安第一储蓄银行帐面价值超过每股 26 美元。1989 年,它的资产权益比是 3.81,现在已经超过 5。如果短期利率继续下降,密执安第一储蓄银行的股价可能跌到 10 美元以下,但了解情况的投资者就会准备买进。

克路·格朗普基金

6 月 30 日《华尔街日报》上的一篇文章再次提醒我又有数十亿美元投进债券基金中,克路·格朗普基金正是从事债券业务的基金,主要投资于免税债券和政府债券。他们管理的资金只有 9% 投在股票中。如果碰上熊市(许多人预测熊市即将到来),被吓出股市的投资者会转向债券,这样,克路·格朗普基金将比现在赚更多的钱。

基金管理人戴维·斯孔告诉我,克路·格朗普基金份额销售量最近一个季度上升了 58%。他们现在管理总值 95 亿美元的资产,一年前还只有 81 亿。克路·格朗普基金现在的股价是 20 美元,公司现金平均每股 4 美元,扣掉这部分现金,这个股票每股收益至少 1.80 美元,而股价仅为 16 美元;还有一个好消息,是公司已经宣布回购 1000 万美元的股份。

密执安电能

这家密执安州的公用事业股票猛涨到每股 20 美元,原因是市场传说公共服务委员会将接受一项对该公司极为有利的安排。当委员会最终拒绝了这项安排之后,股价迅即跌回 16 美元,然后略为回升到 17.5 美元。由于近期内看不到达成协议的迹象,穆迪公司已经把密执安电能的债券降级为投机债券。

这是公用事业股票反弹时总会碰到的问题,即当局给公司多大的自由度?

由于没有委员会的明确规定。密执安电能公司可以通过支付转移成本而把收益抵销,股价可能跌到 10 美元,除非你想乘下跌趋势买一些股份,否则在这个不确定阶段最好不要持有密执安电能股票。

长期而言,我相信密执安电能会干得很好。公司很能赚钱,并且公司的超额现金流入能使他们获得更高的收益。中西部地区对能源的需求正在增长,缺口很大;需求增长,供应减少,你知道电力的价格会有怎样的变化。

全国房产抵押贷款协会

全国房产抵押贷款协会给投资者提供了多次廉价购进股份的机会;由于一项对它有利的法案在国会搁浅,它的股价跌到 55 美元。

与此同时,该协会作为独立经营的企业,今年第一、二季度的业绩相当不错,以抵押贷款为担保的证券化资产已经达到 4130 亿美元。在房地产市场萧条之中,协会的贷款拖欠率却下降到只有五年前一半的水平。协会在 1992 年每股收益 6 美元。

协会仍然保持两位数的增长率,而市盈率只有 10 倍。

1992 年 6 月 23 日,我给协会发言人珍妮·波因特打电话,了解法案搁浅的情况。她告诉我这无关紧要,一项明确全国房产抵押协会功能的法案肯定会在国会通过,但不管是否通过,对协会的经营都影响不大。

循环型企业:费尔普斯·道奇与通用汽车

你不能像持有扩张期零售业的股票那样持有循环型股票。

费尔普斯·道奇股价在 6 个月中上升了 50%,是我推荐的 21 种股票中最大的赢家之一。但我担心能赚到的钱已经赚到了;道奇股票在 1992 年初按 1992 年预期收益计算,是非常便宜,但前景如何取决于 1993 年铜的价格如何变化。

我跟耶利总裁会谈过,他说随着股价上升,华尔街分析家对公司收益的期望值也随之上升,水涨船高;但是,没人能够预测铜价会上升还是下降,因此分析人员的预期很可能如占卜者的预言一样不可靠。

我不会按目前的价格买进道奇股票,宁愿把钱投进第一皮尔,太阳电器或密执安第一联邦储蓄银行这样的股票之中。

通用汽车的股价元月份以来已经上升了 37%,然后开始回落。汽车销售额仍呈上升趋势,我估计汽车业还有几年好时光,需求量很大,并且随着美元贬值以及由此给日本带来的麻烦,美国的汽车制造商正在夺回较大的市场份额。

我喜欢通用和福特,但我还是要把克莱斯勒列在榜首。虽然克莱斯勒的股价在 1992 年翻了一倍,远远超过通用和福特。我对这样的结果感到惊奇。

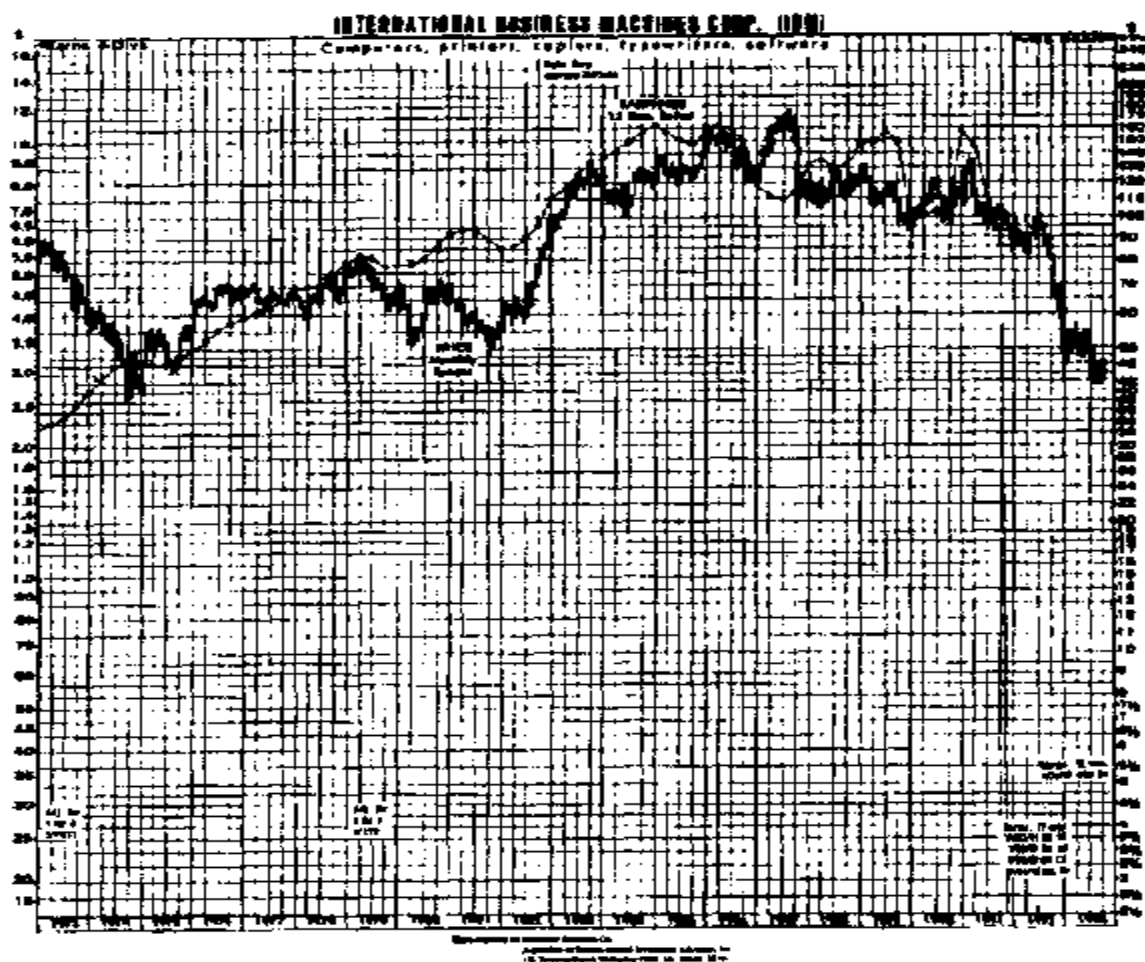
因为股价涨一倍、二倍甚至三倍就拒绝买进可能是一个大错误。数百万的投资人上个月在克莱斯勒股票上赚钱还是赔

钱,不能决定股价下个月如何变化。努力在处理每年投资决定时不看它的过去,就像这个股票没有历史一样——即“现时”方法。此前的股价如何变动无关紧要,重要的是今天的股价是便宜还是太贵。比如克莱斯勒今年预期收益是每股5~7美元,当前的股价是21~22美元,这样的价格是便宜还是贵?

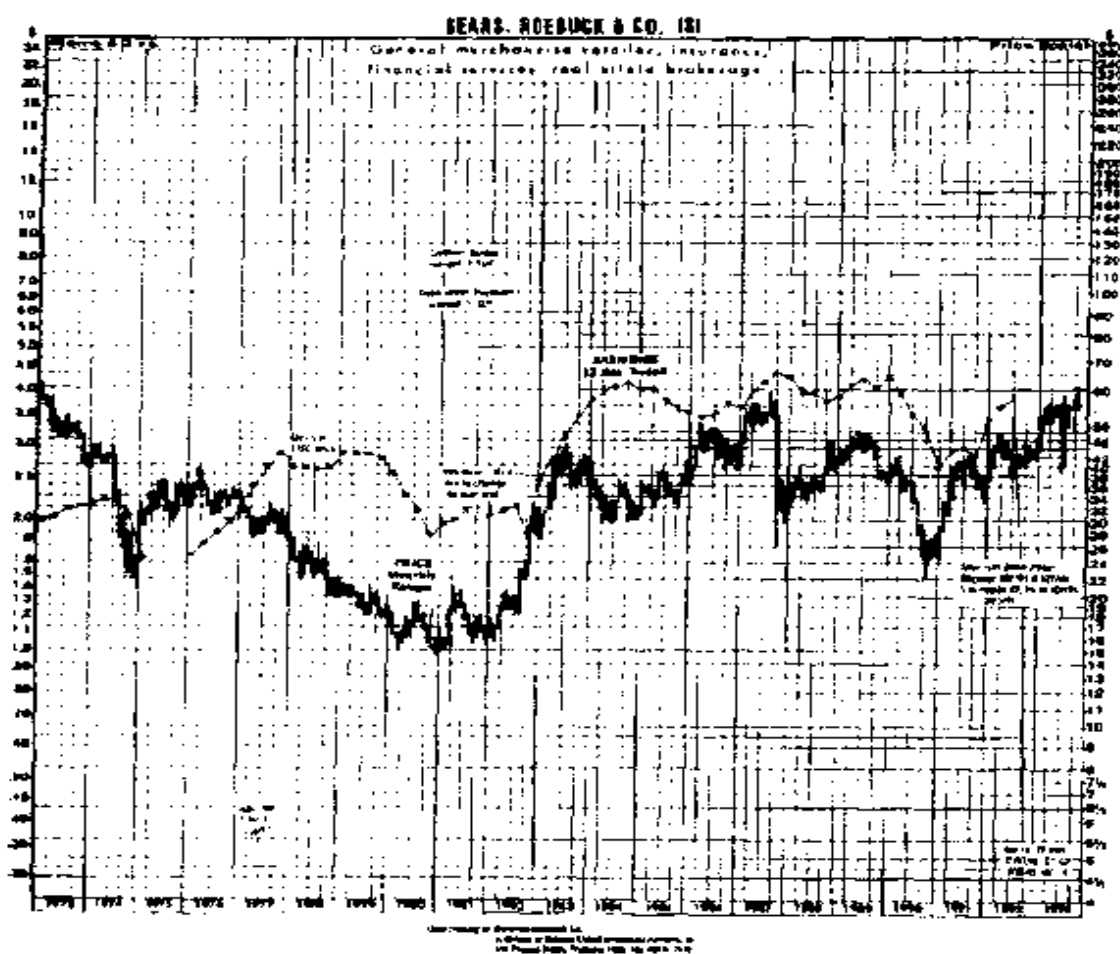
克莱斯勒现在的情况令人鼓舞。这家曾经滑到破产边缘的公司目前有现金36亿美元,足够还清它的长期负债,克莱斯勒的财务危机已是昨日烟云。由于公司的状况越来越好,它的财务机构——克莱斯勒财务公司能够以优惠利率借到钱,这样可以进一步改善克莱斯勒的收益状况。

克莱斯勒的改进型切诺基吉普很受欢迎,销售方面没有问题。公司从每辆吉普中赚到几千美元,小货车也是如此,这两样产品在困难重重的汽车市场上,一年就会给公司赚到40亿美元。

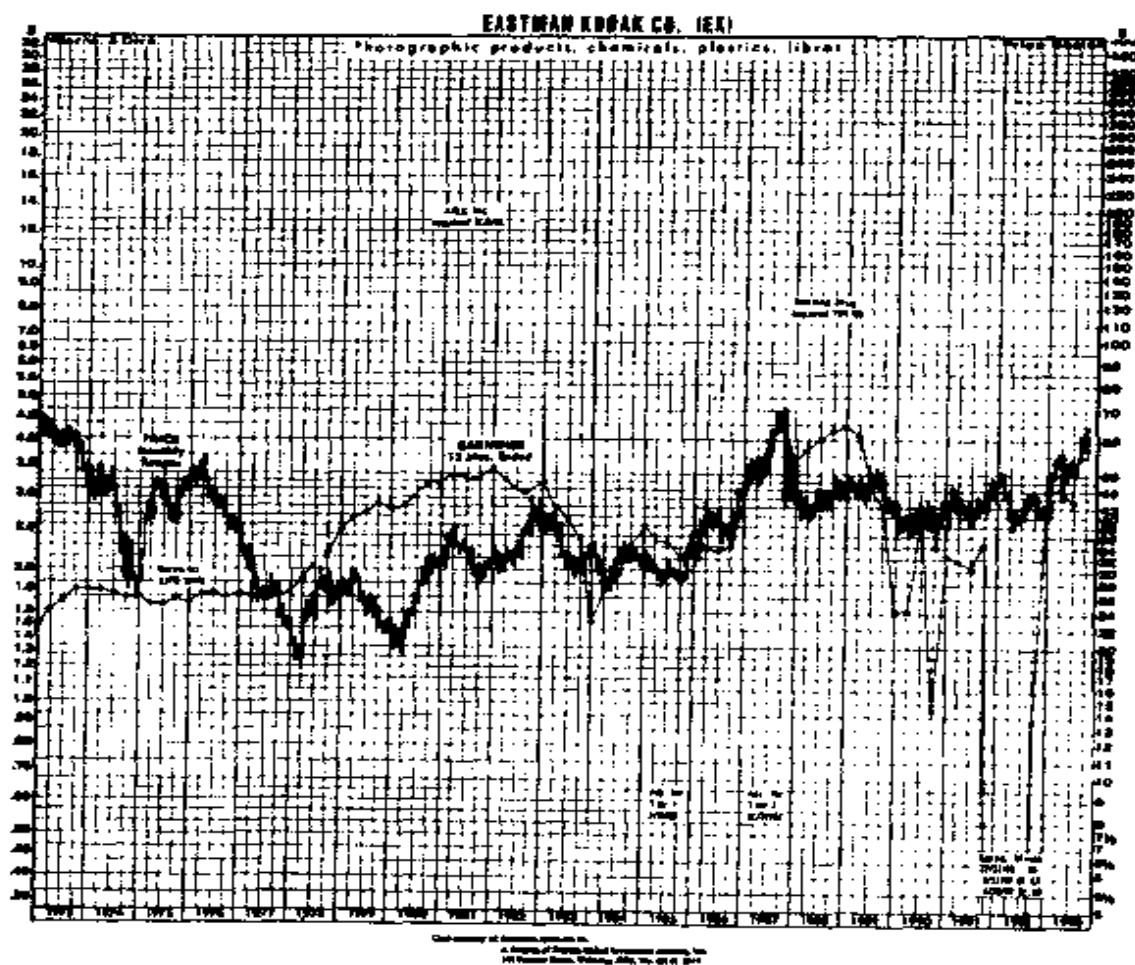
唯一能够阻挡克莱斯勒进程的,是公司最近几年为集聚现金而卖掉的数百万股份。1986年,克莱斯勒流通股份有2.17亿股,现在则有3.4亿股,但如果克莱斯勒能够达到预期收益,那么,更高的收益足以抵消股份增多的负担。



IBM 公司股票



西尔斯大厦股票



柯达公司股票

第二十三章

结语：25 条黄金规则

——多年经验的总结——并非灵丹妙药，
但“有百利而无一害”——林奇战胜华尔街的
“法宝”——天不会塌下来；相信你自己。

那就是股票投资者必须要有一个根本的信念：这一信念就是天不会塌下来，世界末日也不会这么快就降临，经济也许会萧条但不会崩溃，人们还得穿衣吃饭、休息劳作。所以，股票市场长远来看总是一个向上的过程。那么，投资股票还有什么可犹豫的呢？如果真有一天经济的车轮停止了转动，你把钱存在银行里也好，藏在椅子的座垫下也好，甚至像老式笑话中的乡下老太婆一样把钱装在罐子里、埋在花园里的老橡树下，与投资在股市中的结果也不会有任何区别。

这些规则是我多年投资经验的总结,我不敢保证它们是灵丹妙药,但至少“有百利而无一害”。除非你有更好的办法——多半你不会有;否则,认认真真领会这些规则,遵循这些普普通通的方法去投资,你必然大有所获:

“投资是令人激动和快乐的工作。但如果不作准备,投资也是一件危险的事情。”

“投资法宝不是得自华尔街投资专家,它是你已经拥有的。你可以利用自己的经验,投资于你已经熟悉的行业或企业,你能够战胜专家。”

“过去 30 年中,股票市场由职业炒家主宰。跟公众的观点相反,这个现象使业余投资者更容易获胜,你可以不理睬职业炒家而战胜市场。”

“每只股票背后都是一家公司,去了解这家公司在干什么。”

“通常,在几个月甚至几年内公司业绩与股票价格无关。但长期而言,两者之间 100% 相关。这个差别是赚钱的关键,要耐心并持有好股票。”

“你必须知道你买的是什么以及为什么要买它,‘这孩子肯定能长成大人’类的话不可靠。”

“远射几乎总是脱靶。”

“持有股票就象养育孩子——不要超出力所能及的范围。业余选股人大概有时间追踪 8~12 家公司。不要同时拥有 5 种以上的股票。”

“如果你找不到一只具有吸引力的股票,把钱存进银行。”

“永远不要投资于你不了解其财务状况的公司。买股票最大的损失来自于那些财务状况不佳的公司。仔细研究公司的财务报表,确认公司不会破产。”

“避开热门行业的热门股票。最好的公司也会有不景气的

时候,增长停滞的行业里有大赢家。”

“对于小公司,最好等到他们有利润之后再投资。”

“如果你想投资麻烦丛生的行业,就买有生存能力的公司,并且要等到这个行业出现复苏的讯号时再买进。”

“如果你用 1000 块钱买股票,最大的损失就是 1000 块。但如果你有足够的耐心,你可以获得 1000 块甚至 5000 块的收益。个人投资者可以集中投资几家绩优企业,而基金经理却必须分散投资。持股太多会失去集中的优势,持有几个大赢家终生受益。”

“在每个行业和每个地区,注意观察的业余投资者都能在职业炒家之前发现有巨大增长的企业。”

“股市的下跌如科罗拉多州一月份的暴风雪一样是正常现象,如果你有所准备,它就不会伤害你。每次下跌都是大好机会,你可以挑选被风暴吓走的投资者放弃的廉价股票。”

“每个人都有足够的智力在股市赚钱,但不是每个人都有必要的耐力。如果你每遇恐慌就想抛掉存货,你就应避开股市或股票基金。”

“总有一些事情需要操心。不要理会周末的焦虑和媒介最新的恐慌性言论。卖掉股票是因为公司的基本情况恶化,而不是因为天要塌下来。”

“没有人能够预测利率、经济形势及股票市场的走向,不要去搞这些预测。集中精力了解你所投资的公司情况。”

“分析 10 家公司,你会发现 1 家基本情况超过预期;分析 50 家,就能发现 5 家。在股票市场总能找到意外的惊喜——公司成就被华尔街低估的股票。”

“如果不研究任何公司,你在股市成功的机会,就如同打牌赌博时,不看自己的牌而打赢的机会一样。”

“当你持有好公司股票时,时间站在你这一边,你要有耐心

——即使你在头 5 年中错过了沃尔—马特股票，但在下一个 5 年它仍是大赢家。”

“如果你有足够的耐性，但却既没有时间也没有精力去自己做研究，那就投资共同基金吧。这时，投资分散化是个好主意，你该持有几种不同的基金：增长型、价值型、小企业型、大企业型等等。投资 6 家同类基金不是分散化。”

“在全球主要股票市场中，美国股市过去 10 年的总回报排名第八。透过海外基金把一部分投资分散到国外可以分享别国经济快速增长的好处。”

“长期而言，一个经过挑选的股票投资组合总是胜过债券或货币市场帐户，而一个很差的股票投资组合还不如把钱放在座垫下。”

我还想最后重复一下前面所说的老话。那就是股票投资者必须要有一个根本的信念：这一信念就是天不会塌下来，世界末日也不会这么快就降临，经济也许会萧条但不会崩溃，人们还得穿衣吃饭、休息劳作。所以，股票市场长远来看总是一个向上的过程。那么，投资股票还有什么可犹豫的呢？如果真有一天经济的车轮停止了转动，你把钱存在银行里也好，藏在椅子的座垫下也好，甚至像老式笑话中的乡下老太婆一样把钱装在罐子里、埋在花园里的老橡树下，与投资在股市中的结果也不会有什么区别。

我们都不会是笑话中的老太婆。我们相信现代文明会延续下去，相信股市会发展，相信自己只要用心去做，就一定会取得令华尔街专家也感到吃惊的成绩。

“战胜华尔街！”相信你也会有这一天。



★林奇对连锁饮食业股票情有独钟，他认为这类企业发展迅速，并受宏观经济的负面影响较小。毕竟，“民以食为天”，吃在个人消费中总是优先得到考虑。

如果你在 60 年代花 1 万美元买入麦当劳、肯德基之类的股票，你已数次成为百万富翁。看，麦当劳又出新产品了！