

股市 超級戰將

上



THE SUPER ANALYST



Andrew Leeming／著
何喻方／譯

作者簡介

Andrew Leeming

荷蘭國際霸菱公司
(ING Barings) 常務
董事也是亞洲地區
(日本除外) 銀行業
研究單位主管，並擁
有雪梨新南威爾斯大
學榮譽商務碩士學
位。著有《銀行股分
析解密》(Bank Equity
Analysis Demystified)
由 John Wiley and Son's
公司於2001年出版。

 寰宇財金 165

股市超級戰將（上）

The Super Analysts

**Conversations with the World's Leading
Stock Market Investors and Analysts**

Andrew Leeming 著

何 喻 方 譯



JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Weinheim • Brisbane • Singapore • Toronto

165 金剛字號

(上) 股票市場

The Super Analysts

Conversations with the World's Leading
Stock Market Investors and Analysts

The Super Analysts

Published by John Wiley & Sons, Inc.

AUTHORIZED TRANSLATION OF THE EDITION
PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, New York,
Chichester, Brisbane, Singapore AND Toronto. No part
of this Book may be reproduced in any form without the
written permission of John Wiley & Sons, Inc.

Copyright © 2000 by John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
All Rights Reserved.

目 錄

上 冊

謝 辭	iii
前 言	v
第 一 章 史都華·貝克	1
不是只有黃金才發亮	
第 二 章 馬克·莫比爾斯	61
真正的信徒	
第 三 章 布萊恩·強森	83
冠軍團隊一定打敗由冠軍組成的團隊	
第 四 章 大衛·費雪	119
全盤著眼	
第 五 章 莉哲·拜兒	141
張大眼睛，能看到什麼就看什麼	
第 六 章 提姆·簡森	175
世界上沒有永遠的對錯	

下 冊

第 七 章	皮爾·普連提斯 耐性是一種美德	205
第 八 章	梅鐸·莫奇森 悲觀時買，樂觀時賣	243
第 九 章	邁可·毛波辛 世事無常	277
第 十 章	喬·裴奇 亞洲價值觀	323
第十一章	高登·霍爾 第一美德	347
第十二章	威廉·羅與艾利斯泰·韋奇 加權的遊戲	379

THE SUPER
PUBLISHED BY JOHN WILEY & SONS, INC.
No part of this book may be reproduced in any form without the
written permission of John Wiley & Sons, Inc.
Copyright © 2000 by John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
All Rights Reserved

謝辭

我要感謝所有願意撥出時間，參與本書出版工作的人。在這一行，時間就是金錢，知識更被視為競爭優勢之所繫，你們樂於分享個人的經驗和見識，以造福他人，令人肅然起敬。

此外，如果沒有許多人付出心血和支持，本書不可能完成——Catherine Marr在很大的時間壓力下花很多時間繕打原始手稿；Robyn Flemming負責編輯原稿，而且提出許多有用的建議；John Wiley & Sons公司的Nick Wallwork和Gael Lee協助督導出書作業直到完成。

我也要感謝荷蘭國際霸菱（ING Barings）亞洲地區銀行單位的朋友和同事Ng Hon Mun、Tay Chin Seng和Warren Blight，他們鼎力支持這項計畫，也在我初步撰稿時提供寶貴的意見（如「這麼寫一點意義也沒有」）。Melinda Lim辦事條理分明且組織能力強，讓我絕不失約，且快遞郵件收送無誤，非常感謝。

最後要感謝我的家人Erica、Eleanor和Meredith，他們比任何人更慷慨奉獻時間，對本書寫成助益極大，十分謝謝你們。

前言

有人說，股票市場包含百分之九十九的混淆（**confusion**）和百分之一的手續費（**commission**），而且許多人認為，要在股票市場獲利得靠魔法。此外，股市有相當獨特的生態和語言，有時像極巴比倫塔。但真的需要特殊的天分才能在股市獲得成功？網際網路（**Internet**）或「新經濟」股票的價值如何計算最好？出色的投資人和分析師為何卓然出眾？頂尖投資高手如何踏出第一步？

經由本書的訪問，我們嘗試回答這些問題，並處理在股票市場投資或工作的其他許多重要課題。另外，由於本書針對廣泛的讀者群，我們訪問的對象來自各種背景，橫跨寬廣的行業和地域光譜——從澳洲的礦業公司到美國的零售商；從已開發市場到新興市場；有「舊經濟」股票，也有「新經濟」股票。訪問對象兼顧股票市場的兩邊：買方（**buy-side**）是指基金經理人和機構分析師，代表客戶投資資金，賣方（**sell-side**）是指在證券經紀商或投資銀行工作的人，主要負責分析企業和各種行業，並發表研究報告，內容包括個股投資建議和盈餘預測。

在業外人士看來，分析師和基金經理人努力的目標似乎屬於知性的層面。但分析師和基金經理人存在的目的其實不是為了證明他們有多聰明。他們存在的目的是為客戶和雇主賺錢，而且普通常識、紀律、謙遜、客觀等特質，被視為比高智商還

寶貴。比方說，資本集團國際公司（Capital Group International Inc.）的董事長大衛·費雪（David Fisher）相信「雖然我認為你需要某種程度的聰明才智才能成功……我絕對相信更高的聰明才智和更多的成功之間沒有關聯。從那一點開始，給我普通常識、常人的智慧等特質就可以。我認為這些東西重要得多」。事實上，被問到需要具備什麼才能成功時，這些投資專家往往挑出普通常識，認為是最重要的特質之一。但愛默生（Emerson）說過，「普通常識和天才一樣稀少」。或許愛默生過於苛刻，但普通常識並不常見，倒是與事實相去不遠。

謙遜是買方和賣方都常提的另一個重要特質。例如瑞士第一波士頓投資公司（Credit Suisse First Boston）的美國首席投資策略師和投資政策委員會共同主席邁可·毛波辛（Michael Mauboussin），相信「我沒看到這一行有任何人不謙卑的。我相信市場十分聰明。我一直認為市場瞭解一切，我卻不懂。情形不是剛好相反——一般人通常這麼想」。坦伯頓基金集團（Templeton Funds Group）的全球銀行業與全球礦業分析師梅鐸·莫奇森（Murdoch Murchison）相信「……謙遜不可或缺，但你在做困難的決定時也必須有自信，堅持到底，而且不管結果好壞，都要一肩扛起」。

不過在試著預言出色的分析師或投資人必須具備什麼特質時，有必要對所有的受訪者問許多核心問題（如「你最糟的研判是哪一次，以及從中學到什麼」或「天分和努力兩者的比率應該是多少」）。如此才有可能找出買方或賣方成功所需的一些關鍵原則和重點領域。

管理階層

在全部的訪問中，一個共同的主調是管理階層很重要。許多情況中，傑出的公司是由傑出的人才經營，最後造就了傑出的股票。另一方面，分析師和投資人所做一些最糟的研判，源於高估公司管理階層的能力。因此瞭解管理階層——他們的背景、動機和能力——可能是證券分析最重要（但常被忽視）的面向之一。

計價

計價（valuation）可能是曖昧不明、難以捉摸的觀念，而且隨著計價工具和技術的興衰起伏不定，股票計價的程序大抵被視為藝術的成分濃於科學的成分。此外，瞭解市場的行為面向——也就是群眾的行為和群眾心理學——被視為探究股價和股票市場驅動因素時不可或缺的一環。尤其是，瞭解投資周期中特定時點的市場價值，以及市場是否對一家公司的遠景過度樂觀或悲觀，也被視為投資成功的基本工夫。對這個領域有興趣的讀者，我們強力推薦查爾士·麥凱1841年所寫的經典之作《異常流行錯覺與群眾狂熱》¹。全球許多大型資金管理公司仍視麥凱的著作為分析師和投資組合經理人的必讀好書。

深具影響力的英國經濟學家和相當成功的股市投資人約翰·梅納德·凱因斯（John Maynard Keynes）也瞭解在股票市場講究精確的風險。凱因斯相信「沒有什麼事情比在非理性的世界中追求理性的投資政策危險」。從去年席捲美國市場的網際網路和那斯達克（NASDAQ）熱潮來看，凱因斯的看法格

外具有先見之明。

但這不表示投資人應該避免使用客觀和嚴謹的技巧，去衡量一支股票或一家公司的價值，不過凱因斯也相信「我寧可大約對總比絕對錯要好」，而且他最有可能強調：在決定價值或市場均衡時，視數學模式為萬無一失的指路明燈有其風險。在今天的投資環境中，最好把財務模式和演算法用做瞭解價格和價值差異的指南和工具。事實上，你支付的價格決定你的報酬率這個股市真理，也有另一個重要的原理——你支付的是價格，得到的是價值。

從訪談中浮現的另一個重要課題，是務必瞭解一支股票（或市場）的價值會因股票供需失衡和大盤的流動性問題而遭嚴重扭曲。這在投資新興市場時尤其如此。1998年和1999年美國的網際網路股票也是如此，出現了股票供應籌碼長期不足，而機構投資人需求孔急，導致價格飛漲的現象。瞭解這些動態的力量和方向，是投資成功的要素。正如澳洲默科里銀行（Macquarie Bank）的礦業研究部門主管史都華·貝克（Stuart Baker）所說：「……市場是由一群買方和賣方構成——就像百貨公司的大拍賣，你必須和其他人搶著購買架上的最後一套衣服，它的價格勢必愈喊愈高。」

常犯的錯誤

投資人或分析師經常希望從股票研判或投資中立即獲得滿足。市場專業人士一致認為，爲了讓股票研判或投資開花結果，必須保持耐性，但許多投資人賣得太早。此外，買方對賣方分析

師的一個主要批評，是他們太常改變股票研判的方向，而立論依據往往十分薄弱。

其實很少專業投資人或分析師能夠經常買到最低點或賣到最高點。事實上，市場專業人士經常表示，進出時機的掌握是他們工作上最困難的部分之一。如果對專業人士來說都那麼困難，一般投資人又有什麼機會？

舉例來說，假設有四位投資人。第一位公認是世界上最優秀的投資人，總是能夠買到市場（亦即道瓊工業股價指數）每一年的最低點。第二位是世界上最糟的投資人，總是買到道瓊指數每一年的最高點。第三位投資人對進出時機毫無概念，只在每個月的月底買進。第四位投資人總在每一年的1月買進。那麼從1990年1月到1999年12月，他們的表現如何？

這十年內每一年都買到市場底部的投資人，獲得的年複利報酬率達19.1%（尚未扣除手續費和稅負）。每一年總是買到市場最高點的投資人，年複利報酬率是15.6%。在每一年的1月買進的投資人，年報酬率是18.6%，每個月定期投資的投資人年報酬率是17.2%。

最好和最差投資人的報酬率只差3.5%，令人擡舌不下。另外，最會抓進出時機的投資人和每年年初或每個月定期買進的投資人之間，報酬率只差0.5%和1.9%。二十年內的投資成果一樣令人難忘：每年買到市場頭部的年複利報酬率是14.2%，每年買到市場底部的年報酬率是16.2%，每年1月買進的年報酬率是15.7%，每個月月底買進的報酬率是15.1%。

這些統計數字提供了強烈的支持性證據，除了礦業股和石油服務股，重要的不是你在市場之外抓進出時機，而是在市場之內抓進出時機。但儘管有這些統計數字，約四分之三的美國基金經理人表現無法超越市場指數。關於試圖抓取市場進出時機的最好忠告，可能是怡富資本合夥人（Jardine Fleming Capital Partners）的皮爾·普連提斯（Pierre Prentice）所說的：「心靈的富有是慢慢建立起來的。」放長眼光有其價值的一個最好例子，是如果你在1991年年底投資花旗公司（Citicorp，現在的花旗集團〔Citigroup〕），而不是微軟公司（Microsoft），你的獲利將達1,627%，而微軟是1,468%。但在放長眼光的同時，你必須有一副強壯的胃。有人曾說，投資要成功，強壯的胃比細膩的心還重要。

買方的另一個關鍵課題，在於最後決定成功與否的，不是股票研判或進出時機是否正確，更重要的是一支股票在投資組合中的權數是否正確。比方說，黑岩國際公司（BlackRock International）的艾利斯泰·韋奇（Alistair Veitch）相信，在股票研判方面，「……如果你有51%的時候正確，你的表現會優於市場，但真正的成功或績效量數，歸根究底在於投資組合中各種股票的權數。」這句話有兩層含意。第一，資金管理和二分法股票研判一樣重要，甚至更為重要。第二，人難免犯錯，所以研判錯誤的股票投資比重不能過高，以免雪上加霜。

另一個常被提及的錯誤，是對企業或它們的管理階層持有一成不變的武斷看法。換句話說，他們封閉自己的心靈。例如橡樹資本公司（Oaktree Capital LLC）的提姆·簡森（Tim Jensen）認為：「曉得一家公司的聲譽時，不管是好或壞，尊重

那個事實的存在，但一定要加以測試，觀察是否仍然正確。投資人對一家公司的認知改變時有絕佳的機會。這時有絕佳的機會表現超人一等。」

同樣的，邁可·毛波辛認為賣方分析師所犯的最大錯誤之一，是墮入他所說的確認陷阱。也就是說，一旦你做了決定，為了與那個決定取得一致，你會掉進一種陷阱，只重視能夠證實你的假設正確無誤的每一項資訊，但淡化或忽視可能否定或向你的假設挑戰的每一項資料或資訊。凱因斯所說，「事實改變時，我會改變想法。你是怎麼做的？」可能是避開確認陷阱的一劑良方。

另一種常見的錯誤，是對企業或它們的管理階層抱持情緒性的看法，而失去客觀性和綜觀全局的能力。愛上一支股票，並且一直相信值得買進，或者反過來說，抱持根深蒂固的負面看法，相信事情永遠不會改善，會使投資人承受很高的風險和掉進常見的陷阱中。不管一家公司的遠景有多好或多壞，價格都是調節性變數。也就是說，你被要求支付多少錢去買成長，或者有多少風險已由市場反映在價格上？史都華·貝克一針見血地說：「……對我來說，一家公司不過是賺錢的籌碼而已。這是不折不扣的資本主義。」

然而儘管客觀的分析有其價值，市場受人氣和情緒的影響也很大，而且有各式各樣的譬喻和比擬被用來描述市場。凱因斯將它比擬為選美，選出你認為最動人的參賽者並不重要，重要的是選出你認為裁判覺得最動人的參賽者。他後來改進這個比擬，並說：「在我們絞盡腦汁去思考我們認為依據一般人的

意見，他們預期一般人的意見會是如何時，我們便到達了第三級。」

曾經協助撰寫價值型投資人的聖經《證券分析》²一書第五版的羅傑·馬里（Roger F. Murray），把股票市場比喻成壞掉的時鐘：「價格傾向於圍繞著價值而起伏。一種證券的價格有如停止不動的時鐘——一天有兩次是對的，其他時候都不對。我們想說的要點是，相對於內在價值，證券的價格長期不正確。」

但是不管你相信股票市場像選美或像壞掉的時鐘，或許最好的是本書訪問內容所說的一種譬喻，也就是：成功的證券分析和投資就像節食，理論簡單，做起來卻非常困難。此外，你也必須找一種適合自己的節食方法。

-
- 1 查爾士·麥凱（Charles Mackay）所著《異常流行錯覺與群眾狂熱》（*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）一書初版於1841年，研究群眾心理學和歷史上的各種狂熱。內容談到各種騙局和詐術，如1720年橫掃法國的密西西比詭計、令英國成千上萬投資人破產的南海泡沫，以及1637年荷蘭的鬱金香狂熱。
 - 2 Benjamin Graham and David L. Dodd, *Security Analysis*, fifth edition (New York: McGraw-Hill, 1987).