约翰聂夫的成功投资

【1】约翰聂夫的成功投资1：从小就喜欢倒买倒卖！

各位书友大家好，欢迎继续来到老齐的读书圈，听老齐说书，今天我们还是讲投资，找来一本书叫做约翰聂夫的成功投资，约翰聂夫是一个杰出的投资家，他掌管著名的温莎基金30年，年复合增长率达到15%，远远超越市场基准的9.4%，30年总收益，超越市场基准一倍还要多。他一开始也迷失过方向，后来总结经验教训，才经受住市场考验，最终成为一代大宗师。

这本书就通过三部分构成，第一部分是走进温莎，写的是约翰聂夫童年以及求学过程，直至他加入温莎基金的历程，第二部分是永恒的法则，是对投资者最有意义的一些投资原则，第三部分是他的战绩，有成功案例的总结，也有对失败案例的反思。我们可以先来概括一下约翰聂夫的绝招，基本就是7条，1低市盈率，2，基本增长率超过7%，3收益有保障，4，总回报率，相对于支付的市盈率两者关系绝佳，5，除非从低市盈率得到补偿，否则坚决不碰周期股，6成长行业中的稳健公司，7基本面良好。这些你大概有个印象就行了，后面我们还会详细的解读。

简单来说，约翰聂夫的投资，追求的是低估与成长的结合，他要找的是那种，可以控制的增长率，而不可以去做那些纯粹的高增长。约翰聂夫还是个逆向投资者，他习惯于寻找那些处于水深火热中的行业，从而通过左侧的逆向布局，去获得市场超额收益。追踪约翰聂夫的业绩，我们就会发现，他通常在牛市里落后市场，越是到牛市后期，就越是落后，而在下跌的时候，他又能遥遥领先，回撤远小于市场。这才造就了温莎基金赫赫威名。

约翰聂夫跟彼得林奇也很像，两个人都热衷于通过逛商场的方式去做调研，选择股票。他将股票分为4类，高知名度的成长股，低知名度的成长股，慢速成长股，周期成长股，他认为高知名度的成长股要回避，因为大家都知道，都看好的东西，即使真的好，价格也一定很贵了，相比之下他更喜欢低知名度的成长股。这才符合他的投资原则。而那些特别知名的成长股，他一般只等到跌落泥潭了，别人都不要了，他再去捡，但也依旧会有所节制。

在2000年互联网泡沫前，也正是这本书出版之时，约翰聂夫就提醒投资者，他说目前市场市盈率高达28倍，收益率只有1.1%，这是我见过估值最高的市场，此时虽然他已经退休，但他依旧关注着市场的变化。半年后，人们发现约翰聂夫又对了。疯狂地人们为此付出了惨痛的代价。

其实所有的关于投资的问题，都是价格和价值的关系，再说的详细一点，价格非常清晰，而价值却非常模糊，你怎么估算的价值，这就决定了投资的成败。有人问约翰聂夫，低市盈率，和逆周期买入，这个东西大家一般都知道，怎么能算是你的投资秘诀呢，而约翰聂夫一般都是笑着回答，人们虽然都知道，但是极少有人愿意承担这个风险。他还说，一般当华尔街的证券分析师劝说客户观望的时候，就是他开始抢先建立仓位的机会。他要做的就是永远领先别人一步。在别人不敢买的时候先买，在别人不舍得卖的时候先卖，仅此而已。

约翰聂夫最讨厌的就是漂亮50,热，因为这一度让温莎基金的投资风格，受到冷遇，直到漂亮50崩盘，温莎的业绩才逐渐转好。不过当时约翰聂夫也承受着巨大的压力，72年底道指冲上1000点，但是到了74年，道指只有577点。也就是说几乎跌了一半。温莎净值也大幅回撤。投资人很不满意，让约翰聂夫也如坐针毡，差点就被撤换，但是挺过去之后，就柳暗花明了，在70年代末的时候，温莎基金的涨幅，超过标普60%。但这还不是老先生最惨的一次，最惨的是他91年买了花旗，成本33美元，结果股价跌到14美元，而市场传言，花旗即将破产，但他依旧不信邪，接着买，一共持有了5亿美元市值，但是很不幸，最后连银行委员会的人都出来说，花旗已经技术性破产，股价跌到了8块，甚至花旗银行遭遇到了挤兑。而约翰聂夫仍然豪赌花旗，不卖一股。最后92年，93年连续两年大涨。不过老齐觉得，他还是应该感谢自己的投资人，要是在咱们这，早就慌得一笔了。骂你都是轻的。说你老鼠仓，用谣言投诉你，也不是没可能。

约翰聂夫自己也告诫投资者，他的投资风格，可以在长期内给投资者带来比较稳定的高收益，但前提是你得承受更高的波动性，如果你承受不了股价过山车，或者你太过于性急，那么最好还是老老实实把钱放在枕头底下。这句话，老齐也要借花献佛，送给各位。我们在市场赚钱，靠的就是，知识，耐心和理性的判断，如果这三个你并不具备，那么投资市场，并不适合你。你不但赚不到钱，还可能赔掉很多钱。

下面我们就来看看，约翰聂夫的成长之路，1955年1月，这一年约翰才23岁，刚刚大学毕业，他搭车来到了纽约找工作，当时是林登约翰逊政府时期，这时候美国经济已经走出了大萧条，不过华尔街依旧不温不火，甚至要被人遗忘，此时的股票交易，还要通过股票经纪人才能完成，而这些经纪人，也基本都为富人服务。或者他们本身就是富人。经过了29年的股灾崩盘，经纪人都十分的保守，不敢轻易购买股票。大部分养老退休基金，和机构投资者也都在买债券。或者最安全的股票。此时还根本没有共同基金。

那个年代，极少有电视，更没有电脑，大家要看股市行情，只能靠报价纸带，不过这个东西要滞后许多。整个市场交易并不活跃，每天成交量都不到500万股。连现在的一支股票的交易量都达不到。

华尔街最有实力的机构就叫做经济商行，也就是今天的投行，当时他支配了华尔街的运转，其中又以美林银行最为突出，他只要点评推荐的股票，通常都会遭到市场的疯抢。

之所以介绍时代背景，就是告诉大家，约翰入行的时候，其实也是逆向思维，当时没人愿意去华尔街干这份受累不讨好的工作，最优秀的人才，都愿意去福特汽车和通用电气这样的大公司，但约翰却只想当一个股票经纪人。所以其实他的运气很不错，这时候入行，他几乎研究什么都是对的，因为市场在低点，所以买什么在未来都会涨。

当时经济越来越好，股市也创出新高，道琼斯达到400多点，伯利恒钢铁，通用汽车，柯达，杜邦这些公司，股价节节攀升。此时也正是证券公司扩充业务的时候是，所以他的面试也没遇到什么困难，最后他选择了克利夫兰国家城市银行，不过得到的工作是证券分析师，而并非是股票经纪人。这里面多说一句，其实约翰是个外行，只是听过两门金融课，在海军服过役，还卖过男装，当过销售员，所以他并不是科班出身。不过他刚上班，就遭遇到了打击，美联储调高股票保证金，造成市场大跌。

约翰的幼年经历也不完美，在一个村子里长大，他父母离婚了，他跟着母亲，全家都靠着外公，最早外公还在一家煤气公司上班，因为大萧条，竟然让这些公用事业公司也倒闭了。最后只能去卖保险，维持生计。

约翰从小好斗，就是喜欢跟别人争论，哪怕对方是权威，他也依旧如此，他母亲说他适合做个律师。这其实养成了他，要跟市场较劲的性格。

后来他的外祖父去世了，他的外祖母没能明智的投资，而是把外祖父的存款都用来投资给他的舅舅开超市，他们的家族确实之前出过成功的企业家，也建立过连锁超市，后来分家了，也就逐渐没落，而他的舅舅非要逆潮流而动，去找他的外祖母利用亲情，拿到启动资金，重操旧业，不过后来还是逃不过业绩下滑的厄运，他舅舅开始酗酒，最后饮酒过度而死，公司也破产了。小约翰很早就领悟到了三个教训，1一旦涉及金钱，情感的纽带都是幌子，2一个公司不行了，再投钱下去也是于事无补，3过渡饮酒肯定不好。

在他上小学的时候，就接触过股票，一个是他学习了一定的基础知识，另一个是当时在小孩子圈流行篮球卡片，有的卡片非常稀缺，所以要其他四五张卡片才能换一张，此时其实就出现了交易心理，有人高价买入，但他想的其实是，如何以更高的价格卖给其他人。那么这种小孩子的游戏，会给约翰带来怎样的感悟呢？

【2】约翰聂夫的成功投资2：菜鸟分析师！出师不利

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天我们说到了，约翰聂夫小时候，也追求过篮球卡片，看着他的价格飞涨，他还是非常愿意购买，并非是源于喜欢，而是希望以更高的价格卖给别人。虽然他也看到过，有的卡片价格暴跌，最后无人问津，但是却依旧乐此不疲，此时他甚至幻想，不用工作，就靠炒这些卡片就能赚到钱，甚至他也试图预测哪些卡片会很快引起其他人的注意，具有升值潜力。然后先于其他人，把这些卡片买下来。后来真的让他赌对了，一些卡片确实一开始不受青睐，但后来身价暴涨，所以他从11岁开始，每天都在琢么这些事情，并且已经可以自己去赚零用钱了。

1944年，他开始出去打工，白天做球童，晚上送报纸，是不是看着眼熟，当时我们讲巴菲特传记滚雪球的时候，也提到过，巴菲特也做过球童，送过报纸，可见成功的人，经历似乎都是类似的。约翰每周能赚到40美元，对于一个12岁的孩子来说，这是不菲的收入。现在很多家长，肯定不会让孩子这么干，但其实你的爱护，对孩子的成长未必是好事。

底特律的高尔夫球俱乐部只对上层人士开放，所以做球童也就意味着他能够在很小的年龄，接触很多成功人士，接受这些人的思想，耳濡目染，这是一个贫穷的孩子，在家里和学校无论如何都学不到的东西。

到了高中，他开始在便利店打工，他的工作就是把冰块放到碎冰机里，然后出售，有的时候他还是出纳，管理员，清洁工，这让他每小时能够拿到50美分，而且可以吃到冰淇淋，但最重要的是，让他知道了，生意到底是怎么运转的。什么才算是好生意。老齐多说一句，很多人做投资为什么不成功， 就是因为你连个小卖部都没开过，你根本就不知道什么生意好做，什么生意难做。一般优秀的投资人，都是从实体企业家转身而来，一方面他们有了金钱的积累，另一方面也有了经验，可以分辨哪些生意是好生意。也知道什么时候生意变坏了，什么时候，生意没有变坏。这些东西，你光在企业打工，是看不到的。

后来，他还做了很多的工作，比如在旅店打工，当百科全书的推销员，后来他亲爹也回来找他了，他的亲爹，也是一个出色的销售员，而且他还有一家仪器设备公司。亲爹安排他进自己的公司工作，还给他安排了住处，把约翰当成继承人来培养。这个公司的生意很好，还赢得了政府大订单，约翰的任务就是负责销售工作，并且负责售后工作。这又给他上了一课，赚钱并不需要什么特别的魅力，如果你可以找到沉闷乏味同时又有利可图的业务，那么你可以轻松赚取大把利润，因为这样的行业吸引不了太多的竞争对手进入。这可能也是他之后，喜欢投资冷门的原因。要赚钱并不一定要在进入热门行业，在不知名行业的土豪其实也是非常多的。你觉得很烂的业务，但就是有人能赚着大把的利润。

不过，很快约翰就对现有的工作失去了兴趣，他的父亲很咄咄逼人，他不喜欢这种因为一些小事就被骂的狗血淋头的状态，所以他决定不干了。令他惊讶的是，他亲爹竟然没有挽留。很快他就干起了汽车销售员，卖起了福特汽车，不过没干多久，他就去海军服兵役了。这时候，他的父亲给了他两个建议，1个是不让他参加潜艇部队，2是建议他购买自己公司的股票，并且保证他不会亏钱。就这样约翰把自己所有的存款，都买了他爹公司的股票，此时他已经是一个证券参与者了。

海军把它安排到了航空电子技师学校，在那里他不辱使命，考了个倒数第一，然后海军也没客气，继续让他再高级航空电子技师学校学习，这一度让约翰怀疑，美军的情报能力。在学习之后，海军让他们这组人去修理飞机。于是他就这么度过了自己的军事生涯，其实也就24个月，有14个月还是在学校里。甚至在他退伍的时候，都没有踏上过一艘船。

在部队他习惯了打扑克，这是一个财富再分配的场所，牌技高超的人总是赚到盆满钵满，而约翰则观察那些高手，他发现了一个秘密，这些人对于胜败有很好的判断力，除非他们拿到一手好牌，否则绝不会轻易下重注。后来，他说，如果水兵们能把打牌的技巧投资于股票，他们肯定能够赚的更多。

这段时间，约翰闲来无事看书，读到了普通股和优先股的内容，他就赶紧问他亲爹，说你给我的是哪种股票，可见此时的约翰，对于股票市场几乎一无所知，后来他确定就是普通股，也就是价格随公司业绩上涨下跌的股票。此时，约翰，对股票开始产生兴趣，这是他投资生涯，最早的标志。后来他去报考了托莱多大学，一边卖鞋，一边念书。这让他相当疲惫。不过在这里他还顺道结了个婚。

约翰在中学的时候，成绩平平，甚至荒废，但是进入大学后，他的成绩一飞冲天，基本都是A以上，并且获得了很高的荣誉，他说这可能是因为他找到了学习的动力，这其中一个好导师功不可没，这就是教金融和投资的西德尼，罗宾斯教授。

罗宾斯教授是格雷厄姆的坚定追随者，上课的方式也如出一辙，约翰所修的两门金融课程，都是罗宾斯教授主讲的，最后他也获得了金融优秀毕业生奖，这就激发了他要去华尔街闯一闯的念头。

最开始我们说了，约翰在华尔街没有如愿成为股票经纪人，而是转而到克利夫兰国家城市银行成为了投资分析师，他负责6个行业的分析，分别是化工行业，制药行业，汽车行业，橡胶行业，以及银行和金融。

他说自己对汽车比较了解，1955年，汽车是一个很好的行业，也受到市场的关注，他父亲就是个汽车迷，他自然也有这个基因，而化工和制药就比汽车困难的多，他只有初中化学物理的相关知识，显然严重不够用。而这个行业当时被定义为成长行业，所以股价全都很高，估值也很贵。科技一直不是他所擅长的，即便后来也是。但他还是努力去调研，然后通过不断地提问题，了解相关方面的知识，他也开始慢慢的有所领悟，这也激起了他的雄心壮志，他不甘心只做一个分析师。因为，他发现自己身边那些的分析师老前辈们，干了很多年，竟然连一辆好点的车都买不起。足以证明分析师和投资者是完全不同的两个职业。

不过约翰的职业生涯并不顺利，在他工作6周后，股市上涨了45%。此时他认为股市涨幅太离谱了，即将面临回落的局面，从媒体报道来看，各行各业都发展良好，但是约翰却担心这是一个乐观的泡沫，于是他向老板提出了警示，此时他还是个菜鸟分析师，说话没什么分量，压根也没人听他的，不过他觉得很幸运，因为如果此时有人问他怎么办，他反而会比较尴尬。他根本就没有什么拿得出手的对策。结果，1955年股市又涨了17%，连续创出新高。所以显然约翰错了。

从这时候，股市就被激活了，不断上涨的除了指数，还有交易量，不过当时交易最活跃的10只股票，到90年代，只剩下了三只，美孚，通用动力和美国航空，其他的都已经不复存在了。不是破产倒闭就是被兼并收购。可见热门股，绝不是好的投资。短期越是热门，就越是具备风险。

当时他们获得市场信息还是要通过报价纸带，专业的机构会雇佣粉笔工，把报价纸带的价格，以最快的速度腾挪到黑板上。粉笔工相当辛苦，需要跑来跑去。不断的擦掉价格，再填上一个新的价格。有的投资公司还让年轻女性来担任粉笔工，这样更加能够吸引投资者的关注。

约翰的工作就是要撰写入木三分的研究报告，他要询问管理层，为什么营业利润下滑，为什么管理费用，比销售额增长的还快，为什么今年分红比去年少等等，但是显然他得到的回答，并不一定都是正确的，比如美国工业的董事长就曾经信誓旦旦看好公司的前景，但20年后却成为温莎基金，最悔恨的一只股票，赔了一半。

那一时间，由于苏联的人造卫星登空，所以在美国国内也掀起了一轮科技电子热，只要跟电子航天沾边的就都会股价大涨，很多公司甚至都把自己的名字改成了某某电子公司，约翰说，这个跟50年后的互联网泡沫极其类似。那么约翰在这里能赚多少钱？他又是怎么进入温莎成为基金经理的，咱们明天接着讲。

【3】约翰聂夫的成功投资3：跳槽威灵顿基金！开启全新旅途

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天我们说到了约翰聂夫做起了分析师，见证了1955年以后的市场上涨，约翰当时的工资并不高，只有一年4200美元。所以他只能过着朴素的生活。当然那时候物价也不高，他买一套房子才花1万美元，后来他发现，好像在银行里，除了他之外，没有其他人仅靠工资生活。

不过这个职位还是不错的，能够接触到很多上层社会的人士，这个让他积累了一定人脉，工作上虽然很吃力，但是进展到还是很顺利，投资分析上也日渐成熟，他已经做出了流程化，一开始堆积数据，然后按照某种逻辑方式排序，最后自然得出判断和结果，所以当他找到秘诀之后，就快速的获得晋升，而且他还考虑到了看报告人的用户体验，跟老齐给大家讲投资的时候一样，把超长的报告，缩成了一页纸。还用了非常直观的彩色图表来表示，这就让读者只需要一眼就能心领神会。比如他当时对宝丽来的研究就是这么干的，而且他的研究还很正确，看多宝丽来，结果宝丽来也确实在不断上涨。让银行获得了不错的收益。

工作上的顺利，并没有让约翰掉以轻心，他觉得自己这个半吊子水平，不足以应对复杂的金融市场，于是又去大学里攻读银行和金融的硕士学位，半工半读，花了足足3年才完成学业。

在这期间，他的那些同事，也教会了他很多东西，比如与大众的想法不谋而合，这个很容易，但是走自己的路，永远要承受孤独的心理折磨。也就是说，投资人往往要成为流行观点的敌人，甚至我们的行为，还要违背内心的情感，当你走上逆向投资这条路，投资市场会把你搞得体无完肤。经常会让你的心情极差。老齐也深有体会，都说不要从众，要先于市场行动，但是哪有那么容易，每次你提前行动的时候，看起来都会像个傻瓜，明明在下跌，你还要买，买完就赔钱，或者明明在上涨，你还要卖，卖完他还涨。最后换来的就是大家的嘲笑。我也是用了好几年才走出这种阴影的，一开始心理压力极大，然后不停的反思，是不是自己错了。但是往往当你坚持几年之后，你就会发现，群众永远是错的，这句话是有多么正确。做投资就是要与天下人为敌，如果想求认同，你就别做投资。所以有网红，有投资人，一定没有网红投资人，也不存在网红经济学家。因为大众的认知，肯定都是错的，绝大多数人，也都是错的，你要是获得了绝大多数人的关注和认同，那你就完了。比如任志强，当他被全国人民骂的最惨的时候，他是对的，但是当全国人民都认为他是对的时候，他其实就已经错了。

他有一个同事，研究钛金属的，做了一份看多的研究报告，说明这是一个极好的项目，但是这个东西太过于超前，以至于没人相信他。后来的发展表明这份报告是完全正确的，钛金属被广泛应用于生活当中。这让约翰感觉到，再伟大的研究，也得有聪明人去实施，显然在当前的环境之下，投资委员会那帮人只愿意听自己听的懂的，以及自己愿意听的，并没有让投资分析发挥最大的作用。而且约翰还发现，那些投资经理，实在是太混了，他们买的那些股票都是非常出名的那些公司。这其实就是机构的劣势，投资经理也是打工者，他们不愿意承担自己的职业风险，总愿意去买那些全市场都认同的企业，这样即便出问题，那也是市场出了问题，而与我无关，他们很少去买冷门股，那样万一出了问题，就跟自己有关了。所以显然买冷门股，对自己没什么好处，赚钱了也是投资者得利，公司得利，赔钱了，就得卷铺盖走人。所以他们通常都是不干的。所以这也就让大部分主动基金，其实很平庸。

所以当分析师久了，约翰就越来越不爽，他发现这个岗位已经不能施展他的才华了。无论他发现了多少机会，都不会得到重视。此时的他，开始筹措自己的钱，把原来的积蓄和自己亲爹公司的股票加在一起大概有3000美元，然后平常省吃俭用，在增加点资金，他就用这些钱去做自己的投资，结果不到4年，竟然升值了2万美元。在他1963年加入温莎之前，这笔钱已经有10万美元之多。

逐渐他坐上了信托部门分析师领导的岗位，此时才27岁，他亲眼目睹了股市欣欣向荣，也看到了61年再度跌入深渊，这中间有一个叫威灵顿的基金，邀请他加盟，专门做汽车行业投资，但是他却拒绝了，他认为自己可以投资的范围更广。但后来，邀请他的共同基金越来越多，他也开始动摇了，此时的银行已经没啥可留恋了，于是他再次找威灵顿基金洽谈，这次对方继续邀请他，不再仅仅做汽车行业了，于是他就欣然接受，带着家人来到了费城。这个威林顿基金之后有个响亮的名字，就叫做温莎基金。

约翰刚到温莎的时候，其实并不美妙，这只基金已经存在了6年，但却遭遇了重创，没人看好他的未来，基金管理团队，也失去了方向。甚至濒临破产。1962年，温莎的市场表现，是下跌25%，大家可以想象一下，如果你投资一支基金，一年赔了25%，你会怎么样。投资者纷纷夺路而逃。

威林顿基金做的很激进吗？其实并非如此，他一开始是个资产管理公司，是一个叫做沃尔顿摩根的人创立，开始的时候他是个平衡策略，也就是说他是通过股债的配比来投资市场的，相比于其他的股票型基金，威灵顿稳定得多。后来在大萧条里面，他即使配置股票，也专门挑选那些股息率极高的股票。这一度让他声名鹊起。

但是风水轮流转，30-40年代的平衡策略，到了50年代就不灵了，这时候股票开始吃香，仓位低成了威林顿基金的硬伤，让他痛苦不堪，后来他发现，要想获得投资者，就必须增加股票。指数基金之父，后来的先锋基金创始人约翰伯格，当时还在威灵顿基金工作，他不断地游说沃尔特摩根，让他扩充基金的类别，但是摩根一开始没答应。他生怕再次遭遇29年那样的危机。直到威灵顿基金市场份额快速下降，才终于坐不住了，于是威灵顿基金才创立了专门的股票基金，就叫做威林顿股票基金。所以我们捋一捋，温莎基金就是威林顿股票基金，，刚刚成立6年，但他却是个错误，在股市高涨的时候成立，那么等他完成募集之后，就该准备吃土了。

温莎的规模不小，首次公开募集3300万美元，成为当时三大共同基金之一，他的母基金威林顿用了17年才达到这个规模水平，在他刚成立的3年里，业绩还是不错的，大幅跑赢市场，但是1961年，股市开始掉头向下，62年指数下跌了8.7%，而温莎亏损高达25%，大幅跑输市场。约翰到来之前，他的基金经理已经离职，基金的权力掌握在投资委员会手里，约翰称之为一个思想迂腐的组织。

温莎现在把所有的希望都寄托于小盘成长股上，希望可以背水一战，但是约翰说，这些成长股很可疑，温莎只是享受了他们短暂的荣耀，换句话说，很可能是因为当时热门而买进来的。结果反而是高位接盘，让业绩大为受损，这就叫偷鸡不成蚀把米。然后那帮管理者，还把这些腹背受敌的成长股，卖到了地板上。暴跌之后反而割肉离场，换回安全的股票。但是结果恰恰相反，安全的股票，因为本身下跌就不多，所以反弹也很慢。所以温莎就越做越错，越错就离指数偏离越远。温莎基金的业绩已经影响到了，威灵顿基金的运作，所以后来他们给出的解决方案就是，干脆把威灵顿股票基金，改名叫做温莎基金，从此实现切割。

约翰入职威灵顿后，先做的是一个分析师，公司给他的任务就是，不要去当出头鸟，只要确保温莎的业绩不影响威林顿就行。他在查看了大量交易记录后，确认了之前的判断，温莎的问题，就在于之前，买入了太多的市场热门股，他说这就好比，是追赶已经打出去的球，你永远只能追着市场屁股后面跑。而且他还发现了另一个秘密，这更让他感到啼笑皆非。这又是什么呢？约翰到达温莎后，他一个小分析师，是怎么力挽狂澜的？明天我们接着讲。

【4】约翰聂夫的成功投资4：温莎基金一开始为啥表现糟糕？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天说到了约翰来到了温莎，他发现，温莎一直在追逐热门股，还有个同事带他参观了个地方，是一个图表分析室，里面都是一些技术图表，很难想象一个基金公司，也玩技术分析这一套，他说这都是通过过去的股价预测未来股价的游戏，注定会误入歧途，散户搞搞也就罢了，基金还看技术分析，实在是没道理，老齐给你解释下，基金的资金量足够大，你所谓的技术支撑和技术压力，其实无非就是买盘和卖盘堆积在一个价位上，这些东西还没你的资金量大，那么他又有什么用呢，就好比一块小木板，小孩踩上去，可以支撑他20-30斤的体重，但是你可是150斤的成人，你上去这个木板就完全塌了。所以，技术分析对基金一点意义都没有，基金自己就可以改变技术图形。

刚开始在这里工作，约翰更像个通信员，他接触了很多的分析师，收集了很多的观点，也第一次接触了航空公司，储贷协会，金融公司，还有很多特定行业，在圈里混，他也了解了更多公司内幕，然后他负责撰写这些华尔街备忘录，并把他提供给投资决策层，充当那些投资经理的眼睛和耳朵。不过他也很享受这样的日子，因为他离真正的交易和投资已经越来越近了。

通过对温莎之前的拙劣表现进行分析，他得到了一个普遍的认识，温莎买进的股票，基本都超出了正常市盈率，也就是说买贵了，那么这个公司如果想一直保持股价上涨，就要保证非常可观的业绩增速才行。要知道股票的价格反映了两个基本面变量，一个是每股收益，还有一个是估值乘数，比如两只股票，都是每股收益1块钱，一只每年增长5%，另一只每年增长30%，那么成长的快的，市场给他的估值就高，增长5%，给你10倍市盈率就不错了，30%的可以给你30倍估值。所以最后表现出来的股价，一个就是10块钱一个就是30块钱。如果第二年，成长神话破灭了，没有增长30%，而只增长了20%，那么市场估值就会降到20倍，股价就变成了20多，相当于下跌了3成。所以其实这家公司还在赚钱，业绩也比上一年还好，但是就因为增长率下来了，股价就大幅下跌。所以买高市盈率的股票，风险极大，因为增长10%很容易，但是每年都要增长50%，却非常困难。另外，老齐也补充一点，高市盈率说明市场投资者对他的预期太高，如果总认为你家孩子就是清华北大的料，结果考了一个人大，你都会非常失望。不是孩子不好，是没有你想象中的孩子那么好了。这其实是非常可怕的。

业绩会触发投资者心理因素的改变，让投资者对预期发生波动，从而造成市场估值的上升和下降，所以有的时候未必是公司业绩表现不佳，只是他没有大家想象中的那么好，就足以致命。温莎基金投资的41个工业品股票中，只有8个称得上成功，成功的定义仅仅是不亏损，最后他们在这些操作失误当中总结了三点，第一，市场对某家公司的基本面期望值过高，结果期望越高，失望也就越大。2温莎没有为预期收益，支付过高价格的股票，只要是盈利不退化，起码是可以收回成本，不亏本的。但是最后他们发现，大多数持有的股票盈利能力都发生了退化。第三对于基本面恶化尤为严重的股票，他们能够及时止损，也能收回部分资金，因此只要基本面变坏，止损是必要的。

基于这些认识，约翰建议基金决策者们，把选股范围限定在可以预测的工业领域中，去寻找可以预测的公司，现在要追求的是确定性，而不是戏剧性。约翰最看重的是那些在逆境中保持盈利能力的公司。他的一系列表现，似乎打动了公司，在他到达威灵顿11个月后，公司决定让他成为第一个个人投资组合经理、

1964年5月， 威灵顿公司改变了对于温莎基金的管理方法，把责任和权威都集中到单一投资组合经理身上，这么做就是为了提高决策的灵活性，约翰并不是一个保守的人，他之前9年的工作经验，让他知道，过分追求安全只能让业绩平平，所以在他发现确定性高收益出现的时候，他一定会考虑重仓。不过现在一听到重仓，温莎的人都有点肝颤。

64年6月，温莎持有了宾夕法尼亚AMP公司的股票，这是一家做连接器的公司，你要把电子元器件组合起来，就必须要用到连接器，所以他的业绩几乎是刚性的，而且也可以遇见的到。所以他认为应该加大仓位，但是投资委员会则对这个想法表示怀疑。这让约翰非常不爽，他的策略就是私下里各个击破，在私底下拜访投资委员会成员，然后逐一说服他们，最后，终于将集体意志成功瓦解，他增仓AMP的建议得到通过。

当时约翰还在单打独斗，他需要公司分析师为他提供支持，但是这个有点困难，当时温莎的资产是7500万美元，而威林顿整个的资产是20亿美元，而公司一共就7名分析师，所以分析师都在去支持旗舰基金，没人理会温莎是死是活。6个月后，他依然得不到有效的支持，此时他已经开始准备放弃了， 开始自行研究调查企业，于是他找公司摊牌，说你给我配一名专属分析师，然后我保证就不再骚扰其他分析师了。这次谈判获得了成功。

就这样，慢慢摸索中前进，半年后他提交业绩报告的时候，已经逐渐开始缩小同标普500指数的差距，但依旧是落后指数的。给温莎的历史问题擦完屁股，现在他们该重新考虑一下投资方向的问题了，他们圈定了两个方向，一个是成长股，一个是基本产业股，成长股主要说的是跟科技相关的，长期而言盈利分红高于平均值的公司，基本产业股，说的是符合美国时代特点的股票。

温莎的总体策略叫做衡量式参与，简单说就是把自己参与的股票，风险回报同市场上其他公司的风险回报不断地进行比较和衡量，比如不管某个石油股多么具有吸引力，他们也必须先问问自己在市场其他领域，是否还有更加值得期待的股票。老齐翻译一下，说的其实就是带着比较去看问题，不要孤立的说某只股票好与坏，他一定是不断比较出来的结果。

他们会根据公司的质量，流动性，成长性以及经济特征，对个股进行立体评估，所以相当于约翰把温莎的价值观改变了，他们不再只关注股票的光辉历史，而更在乎股票是否有光明的未来。

经过一系列的调整，在他成为基金经理的一整年的时候，温莎终于交出了一张理想的成绩单，年收益29%，超过标普指数17个百分点。基金净资产，也达到了历史最高水平。资产总额破1亿美元。1966年道琼斯指数盘中突破1000点，当时市场都为之欢欣鼓舞，但极少有人预料到，真正道琼斯收盘点位站上1000点，要足足等上6年之后，也就是1972年才发生，而道琼斯彻底通过1000点继续向上，更是要等到1982年，如果当时谁要有这个前后眼，一定会离开股票市场，这就意味着股市几乎已经很难带来收益了。

1966年越战逐步升级，政府为了去打仗，要筹款，当时美元跟黄金挂钩，政府也不能随便印钱，所以只能借钱，债务就越来越重的同时，货币越来越多，通胀压力越来越大。而且随着政府大量的借钱，市场利率也在不断的抬升，利率上升的结果就是股债双杀，指数一年下跌了10%，而温莎则逃过一劫，他的回撤只有3.3%，大家一看温莎去年大涨，今年还抗跌，自然他的资产规模进一步增长。1967年，股市反弹，标普涨了23.9%，温莎的业绩是31.5%再次超越市场。当时他们手中集中投了77只股票，就连续3年，无论牛熊都超越了市场。

不过随着通胀上升，越战陷入泥潭，投资的难度也越来越大，温莎基金的优势越来越小，当时富达基金的经理蔡志勇成为新的明星，他手下的两只基金，在1967年大赚特赚，约翰称之为是肾上腺基金，太过于激进，他短期蹿红，成为华尔街炙手可热的明星，甚至很多威灵顿的销售，都去主动买富达基金。每一个经纪人都对蔡志勇赞不绝口，而在同行之间，蔡志勇也成了风向标，很多公司开始盯着蔡志勇的操作，而跟进，他买什么，其他人也跟着买，他卖什么其他人也跟着卖，那么这个会引发什么后果呢，明天我么接着讲。

【5】约翰聂夫的成功投资5：投资的7大标准

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天说到了1967年，富达基金的蔡志勇成为了明星，其他公司都在跟着他进行操作。神话作用显现，让蔡志勇买的东西，成为了市场的热门题材，在约翰看来，这就是博傻投资理论发号施令，这一切只不过是一场营销而已，所谓的明星基金，明星经理都只是营销的结果，而温莎就像一个老顽固，他们绝不跟这些热门的概念，同流合污。坚守自己的底线，不去迎合投资者的喜好。但是很显然，会遭遇赤裸裸的批评，直接说温莎根本没有神经，老齐估计，就是说他们没有那个脑子，差不多。

当时股市并不好，这个我们之前也说了，道琼斯指数1000点就是上不去，所以在整个市场不上涨的情况下， 一些基金出来抱团取暖，制造明星效应，吸引投资者跟入，这其实就是坐庄行为，所以业绩差距才会如此之大，但这种东西，其实已经属于庞氏骗局，他要维持业绩持续上涨，就得找到更多的钱，继续推升股价才行，只要他想要出货，重仓股就会崩盘。

此时，威灵顿公司跟另外一家公司合并，而那家公司，手里就有一只网红热门基金，叫做艾维基金。这让约翰，不太看好合并的前景。而在营销上，他们明显弄不过人家，所以新增资金， 基本都到了那边。威灵顿这边的份额持续下降。

温莎跟艾维基金比较，显然对方占了上风，1968年， 对方的业绩明显更好，甚至媒体都说，鬼才神童接管威灵顿，威灵顿以后只负责行政管理，而对方才是投资高手，负责投资向导工作。这让约翰他们很不爽。但很快好日子就到头了，市场急转直下，让这些激进的营销类基金损失惨重。温莎重新证明了自己。下面我们就来看，本书的第二大部分，永恒的原则，主要就是讲约翰的投资原则和方法的。

上来就重复一下约翰聂夫的7条标准，低市盈率，基本增长超过7%，收益又保障，总回报率相对于支付的市盈率，两者关系绝佳，除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期股，成长行业中的稳健公司以及基本面良好。

先讲低市盈率，不计其数的研究都表明，低市盈率的策略绝对是完全有效的，而他自己的实践可以证明，他掌管温莎31年，22年跑赢市场，净值翻了56倍，而同期标普回报只有22倍，1985年温莎成为了美国资产规模最大的共同基金，他们怕影响业绩甚至主动关闭了申购。

所谓低市盈率股票，是因为他们的收入和成长，无法让大多数投资者动心，所以估值不高，那么你就要在里面选择了，哪些是大势已去，哪些是暂时被市场误解。

市盈率就是年度每股盈利的倍数，10倍市盈率，就是每股盈利的10倍，标普500指数，在99年5月的时候，平均市盈率高达28倍，但其中差别极大，微软高达79倍市盈率而卡特彼勒只有12倍，房地产公司毕哲房屋只有6倍，那么是不是市盈率越低越好呢？未必，因为行业和增长率不同，比如微软的股东，为利润支付更多的价格，是因为他们相信，微软的成长速度，会让他们在不久的将来，拥有更多的每股收益。比如10年之后，微软每年盈利就是10块钱，而卡特彼勒可能还是1块钱。

而温莎的策略就是，跟约翰小时候玩的球星卡游戏一样，在目前不被看好的公司中，去找那个未来会被大家看好的公司。这样做有两个好处，一旦对了，将获得业绩和估值的双提升，叫做戴维斯双击，那么股价涨起来就会很快。而一旦错了也无所谓，反正大家都不看好他，该卖的也都卖了。所以下跌空间有限，而上升空间无限。这就会带来低风险高收益的机会。而追热门股票，则结果刚好反过来，是高风险低收益，上涨有限，下跌无限。

温莎买的股票，基本上都是被市场遗弃的，一般低于市场均值40-60%，这在牛市里很困难，比如90年代，找这样的股票几乎找不到。这其实又教给了我们一个绝招，当你找不到冷门股的时候，那么就是市场开始过热了。

增长率和市盈率并不一定很好的匹配，一旦市盈率提升，就会成倍放大股价的上涨空间。而那些明星股，或者大家都知道的公司，一般都有很高的市盈率，甚至越来越高，证明大家对他的期待也越来越高，原来只是希望他考个一本，现在非得清华不行了，那么这就很容易让股东失望了。因为难度增加的太多了。高成长很容易在某一个点上戛然而止，然后成长性就会下来，即使业绩不变差，估值也会掉下来。股价下跌的幅度也不小。如果业绩再往下掉，那就惨了，就是戴维斯双杀，股价掉个7-8成也是常有的事情。所以老齐经常告诫各位，千万别买热门股，也不要相信什么业绩永远涨的神话。基本涨不了几年，就得业绩洗澡。否则就无以为继了。而他业绩洗澡的时候，往往会跟整体市场下跌重合，这样不显山不露水，也不耽误产业资本套现，但是就苦了普通投资者了，股市本身就大跌，他业绩还突然变坏，人吓人就吓死人了。所有的美好，往往一夜之间就坍塌了。比如2013年茅台都能跌一半。就是因为当年茅台业绩几乎没增长。

在温莎看来，一个不被看好的股票，估值从8倍提高到11倍所获得的收益，相当于被市场看好的，40倍市盈率的股票，涨到55倍市盈率。显然后者的难度要大的多。风险也更大。不过约翰也说，低市盈率虽然有这么多优点，但他有个致命的缺陷，那就是需要等待，之所以低市盈率，就是因为全市场对他不认同，那么什么时候别人会认同他呢，不知道，只能等。很可能你在很长一段时间，都没什么钱赚。

下面我们看基本增长率超过7%这条，其实这个标准并不高。所谓投资就是要买那些不断变好的东西，而不能买那些不断变差的，所以如果低市盈率的股票，同时配备一个7%以上的增长率， 那么基本就低估了，老齐给你解释下为什么是7%，因为温莎要的低市盈率，基本上是市场均值的40-60%，这个我们刚才说了，而市场平均市盈率是15-20倍，那么也就是说，温莎要买的股票，市盈率大概在6-12倍之间，那么对于个股来说，多少倍市盈率，基本就等于，投资者期待他的增长速度，也就是说，6-12%的增长速度，是比较合适的，所以约翰把这条标准定在7%以上。这样不会犯太多的错误。

约翰也提到，较高的收益预期会点燃投机的热情，但是一旦业绩发布的时候，股价就很危险了，那些撰写研究报告的卖方分析师，总是夸大其词，夸大业绩，但是买方的分析师，也就是基金的分析师总是试图压低购买预期。这样他们才能买到合适的价格。所以看研究报告，你要会看，而不能轻信，特别是在市场过热的时候，你看的还是卖方分析师的报告，这时候就千万别轻信，他们一定会夸大其实，然后过于乐观。而当市场过冷的时候，反而可以对冲卖方分析师的这种情绪，因此不断下跌的股票，一般分析报告较为客观。

收益分为很多类型，1是已经成为事实的收益，2是仍然等待当中的收益，华尔街把前者叫做历史收益，后者叫做未来收益。大家已经都十分清楚，重要的不是历史而是未来，但对未来我们很难做到精准预测，所以所谓的研究报告，其实都是分析师的猜测，而股价一般都会反映未来18个月的业绩变化，所以不要总跟我说，他业绩那么好为什么还下跌，也许就是因为他业绩太好了，所以未来18个月不太可能再发生这么好的业绩了所以就下跌了。相反一些公司故意摆烂，把业绩都留在未来释放，所以明明业绩大幅亏损，但股价就是上涨。

所以其实股价都是在跟投资者的预期赛跑，业绩好于预期，股价就会上涨，业绩不如预期，股价就下跌，哪怕只差了一分钱业绩，股价也会跌。所以我们应该又一个认识，再好的公司也不可能每年都业绩翻番，所以极高的增长率通常都是制约未来业绩的重要因素。股市管这个叫做，回归均值现象，另外，业绩和股价之间并不对等，业绩少一分钱，股价可能掉好几块，这就叫差之毫厘，谬以千里，所以千万不要投资那些投资者预期过高的公司。明天我们再来讲其他几招，什么是收益有保障。

【6】约翰聂夫的成功投资6：投资中的这几个指标！必须要记牢

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲约翰聂夫的成功投资，昨天说到了增长率7%以上，约翰认为超过20%的增长率，就附带高风险，这不是他们想要的结果。所以对于20%以上的增长率的高增长公司，他们反而不感兴趣。而且他们说的增长是持续增长，最少要5年内都保持这个增长率。之所以要看5年，就是因为只有时间，能分辨一些伪增长，甚至一些高科技产品，5年是一个周期。会淘汰几批产品。温莎对于低成长性的工业品公司也很感兴趣，比如水泥和铜，他说这些基础商品价格上涨，就会为公司创造巨大利润。每股收益会有巨大的增长。

下面我们看什么叫做，收益有保障，年增长还包括一个组成叫做股息率，传统投资收益评估往往忽视分红回报，其实股息率是非常重要的收益。他是直接转化为收益的数字。也是你除了高价卖出之外，唯一可能拿到的钱。格雷厄姆在证券分析里就强调，分红回报是公司成长最可靠的一部分，只要公司基本面没有变化，不断地持续相好的分红，就会给投资者带来源源不断的信心。比如2010到2020年，格力电器为什么能一直上涨几十倍，就是因为持续的高分红增长，所以根本跌不下去。无论股市多垃圾，但他却不断创新高。

约翰也说，他的温莎基金之所以能超越标普500，就是因为分红起了举足轻重的作用，他的基金里，有2%的股息贡献。低市盈率和高股息率通常是一致的。反过来说，高估值的股票，一般都分红偏低。所以我们一定要考虑分红的因素，约翰说这是一种白捡的便宜，老齐可以给大家补充一点，就是当我们看到一家公司持续分红，然后净现金流还能为正的时候，就说明他是一个现金奶牛，也叫作下金蛋的大鹅，1是他的业绩可信度要更高，2是这个生意非常赚钱。否则你细品，如果他亏钱的生意，或者财务造假，他绝不可能把大把钱分出去。

另外，分红还有一个好处，让你不至于在投资的等待过程中饿死，也就是说我们确实不知道股市什么时候能涨，如果你没米下锅了，也就心态失衡了，而我们多少有点分红收入，哪怕只有2%，也足以应付我们的日常生活。股价不涨，你就当是存银行了。

不过温莎也绝不只看分红，或者不把分红当成必要指标，他们也偶尔买那些不分红的股票，比如英特尔就不分红，但是这个公司的高成长创造了奇迹。温莎甚至在英特尔上犯了严重的错误，88年10美元买入，89年18美元卖出了，但是94年他们又买回来了，不过此时英特尔已经是57美元了。所以，当他们要保持投资组合多样性，引入一些高增长，质量特别好的公司的时候，也可以忍受不分红的股票。有时候他们也会反复做一只股票，在这只股票高于市场平均股息率2倍的时候买入，然后在他的股息率低于平均水平的时候卖出。

下面我们看总回报率，相对于支付的市盈率，两者关系绝佳。根据温莎的定义，总回报率是一种成长预期，收益增长率加上股息率都要计算在内，温莎选股的方法很简单，总回报率除以市盈率，超过市场平均值2倍的股票，就是他们的首选。比如99年标普500长期增长率是8%，加上1.1%的股息率，得到的总回报率是9.1%，而他当时的市盈率是27倍，那么温莎要选择的股票，就要达到18%的总回报率才行，这时候温莎就基本上找不到可以投资的股票了。所以约翰在这个时候，疯狂地看空美股。他说投资者已经为了那些摸不到的成长性，支付了天价。所以老齐简单总结一下，什么叫做关系绝佳，就是要比市场平均性价比高一倍。当你找不到性价比的投资了，就是市场在给你悄悄的预警了。这时候一般都是普涨，而普涨就代表市场情绪亢奋了。

下一条叫做，除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期股，周期股就是那些业绩周期波动的，时好时坏的公司。他跟成长股不同，成长股是越来越好，无论增长快慢，也会逐渐变好，但周期股就不一样，他们总在春夏秋冬四季更替。温莎的策略就是在低点买入，高点卖出。

对于周期股，他们不再采用5年平均增长率指标，而是用正常收益，也就是公司所在行业的周期前景，并且抢先一步行动，也就是当别人都不敢买周期股的时候，他们率先下手，当别人争抢周期股的时候，他们率先卖出。约翰提醒大家，周期股的业绩是有天花板的，行业高峰到来，就意味着市场给他的估值不会再高了。

但问题是，没有人可以准确的预测周期的高峰和低谷，所以他们必须做好策略保护，也就是那些跌破历史底线的周期股，他们才会考虑。即使进入过早，也肯定能赚到钱，即便偶尔犯错，其他的也能够背回损失，大概率是可以赚钱的。比如他们再1997年投资大陆房地产公司，房地产也是个周期行业，当时大家都不看好房地产，但其实当时利率已经在降低了，所以他们就决定提前行动，最后再这只股票上赚了3倍。

第六条叫做成长行业中的稳健公司，在温莎看来，好的股票，都有着稳固的市场地位，和巨大的上涨空间，但这些股票又必须处于市场的聚光灯之外，他们尤其喜欢那些，尚未被别人充分认知的成长性公司，这就需要他们对于经济趋势有更为精准的把握，至少要知道未来几年，大概率会流行哪些东西，老齐多说一句，这需要我们掌握两项技能，一个是周期，一个是科技，你要了解周期波动，看看当前属于什么投资周期，从而去认定资产类别，提前布局，比如美林投资钟，还有积极型资产配置指南里讲的行业轮动，这都很有启发意义，另外一个就需要我们对科技趋势有大体上的把握，比如电商，移动，人工智能，这些会越来越成为趋势，而电视机，彩电，冰箱，这些东西不太可能再爆发了。约翰他们1978年就重仓ABC电视了，当时这是一个新兴行业，而估值只有5倍市盈率。增长率能达到9%，股息4%，总回报率达到13%，最后他们持有了1年，回报达到85%。还有一家石油钻井公司，当年刚好是石油危机刚刚过去的日子，所以关注石油的不多。这家公司增长率16%，股息率5%，市盈率只有5倍，所以对温莎来说，这就是一个宝藏。

第七个条件就是基本面好，这个就比较笼统了，约翰介绍了一下他分析股票的逻辑，也就是先看一家公司的盈利，和销售情况，只有盈利增长才能推动市盈率和股价上涨，然后再细看，销售额这个指标，如果销售额超过销量的增速，说明这个东西正在涨价，他可以让利润如虎添翼，低市盈率加上产品涨价，一定会在股市上取得立竿见影的回报，比如过去几年咱们这的阿胶和茅台，还有涪陵榨菜基本就是这个策略，但是他也有个限度，价格肯定不能一直涨。终有涨不动的那天。

当然有时候我们也会看到业绩表现不佳，比如订单积压，那么你要区分一下，他到底是什么造成的，原材料短缺，工人短缺还是本身技术不过关，生产不出来，如果只是第一种，很快就会恢复。 但如果是技术问题，则很难短期内弥补，甚至最后会造成订单流失。

约翰还提到了，ebitda，这是息税前利润，也就是把你的人工啥的都加上，假设国家不收你的税，不让你付利息，也不算设备折旧，看你能赚钱不？一般一级市场公司收购都爱用这个指标，因为他可以反映自身经营所能承受的最高负债，通常经营性现金流净收入也就等于ebitda，假如一家公司ebitda是5000万，也就是说，他一年靠着做生意赚来的钱，流入自己的银行账户是5000万，而他可能要付掉2500万的银行借款利息，这时候ebitda的利息覆盖率就是2倍，这家公司基本足够安全，如果他要付掉的利息是6000万，那显然你一年拿到手的钱全搭上也不够，所以就不够安全。所以简单来说，ebitda就是一个公司的获取现金的能力。而没有现金流的企业，利润再高也会比较可疑，温莎是不会投的。

还有一个基本面指标叫做ROE，这个大家就更熟悉了，净资产收益率，每股收入比上每股净资产，说的是公司靠所有者权益，或者说是净资产能产生的回报到底有多大。也就是说，你别借钱，这个生意，你看你做的下去做不下去，一般好公司净资产收益率都非常高，巴菲特甚至说，长期下来，你在这个公司上的收益，基本就等于净资产收益率。还有一个指标是利润率，以及约翰是怎么去做公司调研的，明天我们继续讲。

【7】约翰聂夫的成功投资7：关注市场错杀的机会

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天我们说到基本面，提到了ebitda和roe，还有一个指标就是营业利润率，说白了就是你这个公司赚多少钱，比如茅台的毛利可以达到90%，净利50%，这就是一个超级赚钱的生意。再有什么坏消息，他也能够稳定的赚钱，而有些餐饮企业，毛利能到50%，但是净利却只有几个点，这就很容易受伤了，只要房东一涨房租，你就赔钱了。

当时约翰聂夫他们特别关注一个指标，叫做52周最低，每天会把创出52周最低价的股票都梳理一下，52周就是一年，创出一年新低，在约翰眼里就是市场冷门的标志，他们的任务就是在这些冷门股里找找，看有没有被错杀的品种。如果你是一个投资老手，从这些名字上，很快你就能发现一些目标，有的公司甚至很熟悉，然后你就会感到很惊讶，这只股票竟然也52周新低了？接着就会主动地去调查他一下。温莎特别关注一些个股的坏消息，当媒体铺天盖地，绞杀一个公司的时候，温莎往往会留个心眼，他要判断，这家公司的业务是否还安然无恙，投资者是否杞人忧天了？比如2020年3月以来爆发的疫情，其实就让很多公司遭遇到了滑铁卢，但是疫情很快就会过去，并不会成为基本面的杀手，其实这时候，你会找到很多被错杀的好公司。

本书举例，80年代，环境问题严重，财产灾害保险，不断地赔钱，大家开始担心这会不会让整个保险行业倒闭。只有温莎持相反意见，他们认为市场反应明显过激了，未来肯定是越来越好的，环境问题也早晚会解决，财产灾害保险反而会在这种变化中越来越好。所以他们就重仓了信诺保险，这家公司不但保险业务出色，还有非常出色的管理型医疗业务，而且也带来了十分强劲的盈利。当时大家不选他，主要是因为他的成本和预拨的准备金增加，他是希望把业绩做得更稳，但是这被市场解释为业绩下降。

温莎还特别喜欢那些短期内暴跌的股票，比如他们经常找那些一年之内就跌去20%以上的股票。比如做装修的家得宝公司，这是个明星公司，85年他的市盈率高达20倍，这典型不是温莎的套路，所以在他是热门股的时候，温莎根本就不看他一眼，后来家得宝不断扩张，开了很多门店，但是也在开店的过程当中，让利润大打折扣，于是市场就发生了戴维斯双杀，业绩下降，带动估值下降，投资者纷纷弃船，到了1986年，家得宝的估值只有10倍左右了，而从高点大跌了60%，这就让温莎大喜过望，他们马上抄底进去，9个月就赚了63%。所以这显然是普通投资者不了解连锁行业的业绩规律导致的信息不对称。

毕哲房产是一个英国开发商，但是他60%的利润都来自美国，91年他的股价很低，因为当时整个建筑行业萧条，投资者都在争先恐后的溃逃，温莎逆势进入，4美元一股买下，几个月就涨到了13.75美元。所以这就给我们一个启示，大家都争抢着买的东西，一定是贵了，大家都抢着卖的东西一定是便宜了，绝大多数公司都遵循这个规定。我们可以根据其他投资者的行为来分辨公司的估值，有时候根本就不用去计算。当然有没有例外呢，肯定是有的，但绝大多数情况下，都会遵循这个规律，比如大家都急着抛的东西，有业绩变脸，财务造假，甚至退市的，但绝大多数公司，后来却都涨起来了。

还有一种错杀是分错类，比如拜耳，他是德国化学三巨头之一，但是他有三分之一的利润来自于药品生产和保健品，8%来自农用化学品，13%来自照相试剂和专用化学品，这些需求几乎是刚性的，也就是说拜耳他有一半的利润是稳定的，不受周期影响的。但是后来拜耳的股价跌了35%，受到了化学周期的影响，这时候机会就已经出现了。他们持有三年，等待化学周期又回来之后，获得了丰厚的回报。

约翰跟彼得林奇一样，最喜欢逛商店的调研方式，他没事就去购物中心转转，也愿意跟十几岁的孩子们交流，听听他们口中喜欢的东西，这其中经常孕育这大黑马，不过这也不等于什么卖的火，就买什么，一个好产品到一家好公司还是有一定差距的，也许场面火爆，只是老太太领免费鸡蛋，所以你得看他赚不赚钱，如果很赚钱，利润率很高，还能够做到销量火爆，那么这才是一家好公司，如果只是降价促销，赔本赚吆喝，那么就要小心一些。

买入一家公司，要回答自己这么几个问题，1公司名声如何，2公司的业务成长性如何，3他是不是行业龙头，4他所在行业的前景好不好，5管理层领导才能和战略眼光是否让人满意。这些问题都解决了，你才能去看财报，如果这几个问题你都没想明白，那就别着急看财报了，说明你根本不了解这家公司。千万不要害怕，自己的调研错过了最佳买入时间，如果是好东西，即使涨了20%，也会给你留下大把的利润空间，如果不是好东西，就仅仅这20%的空间，你其实也很难赚到钱。所以一定要把功课做再买入之前，这点切记。很多人都是听了别人的介绍，马上就买了，买完之后再去做研究，那还有个屁用呢，然后还来问老齐这个股票怎么样，其实就是想从我这找点安慰而已，想让我承认他愚蠢的买入行为没有错。这都是自欺欺人。你买了一只股票，而我没买，你觉得咱两应该谁更看好，谁不看好？所以以后这么愚蠢的问题就不要问了。

约翰常说，温莎能够成功，是因为他们不和盲目的人群凑热闹，他们敢于第一时间站出来，让自己变成那个别人眼中的傻子。他内心强大，不必担心这种难堪而已。低市盈率投资法，其实非常简单，最困难的点就在于，要承受心理压力，别人都不看好的东西，你去买，你不可能得到别人的认同，反过来说他认同你，就不会低价了。你买的东西，大家都说好的时候，那一定是你买贵了。市场上有很多号称是价值者的，经常在股价很高的时候还去买入，比如茅台都30倍市盈率了，还在不停买，借口说茅台是家好公司，好公司肯定没错的，但是好公司你买贵了，他也绝对不会再是好股票。

约翰告诉我们，所有的投资趋势，都会像钟摆一样，一定会在最后走过头，60年代的牛市吸引着各种投资者进入股市，70年代漂亮50红极一时，80年代专家们预测油价会一直上涨。石油比黄金还要贵重。90年代又觉得互联网彻底改变了经济逻辑，2000年之后，美国梦让房价一直涨，2020年之前，更是没人会相信美股会下跌。但这些东西，最后都化为了泡影，投资者也都被打翻在地。所谓物极必反，当趋势过头之后，就一定会发生回转。与热门相反，冷门股也一定会有他过度被冷遇的一天。都说天下大事分久必合，合久必分，投资也一样，涨久必跌，跌久了必涨。

1971年到73年，股市上漂亮50当道，温莎的业绩大幅落后基准26个百分点，此时他们被市场严重诟病，但他们挺过来了，在74-76年，温莎又反杀标普500指数63个百分点，不但弥补了损失，还大量创造了盈余。80年，他们由于下场过早，所以又落后市场9.8个百分点，但是到了81年又反超21.7%，所以他们总是习惯后发制人。你去看投资市场上那些大师，基本都是如此，没有上来就赚钱，一直跑赢市场的，有的人当下特别火，总是追着热点跑，看似当时好像挺牛，但反而会在未来输的特别惨。

没有人可以预测市场，即便有大神预测对了，也基本上是蒙的，比如预测29年股市崩盘的巴布森，但其实他从26年就开始不断预测要崩盘了。也比如2020年预测美股市场要崩盘的老齐，我也刚好是2016年以后就再也不碰美股了。所以这东西可遇不可求，那么做投资到底该如何去判断市场呢？约翰他们到底是根据什么判断市场大势的，我们明天接着讲。

【8】约翰聂夫的成功投资8：做第一个站起来鼓掌的人

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书约翰聂夫的成功投资，昨天我们说到了预测市场，这东西可遇不可求，约翰说，当大众的观点和媒体的判断全都一边倒的时候，就要格外留神了。这就是所谓一致性预期，当所有人都看多，并做多，行情即将到头，当所有都看空做空，行情即将到底。相反，大家看多但不做多，说明行情还有一定的路程要走。

约翰举了一个例子，你看音乐会的时候，敢不敢做第一个站起来鼓掌的人呢？绝大多数人是不敢的，总是别人鼓掌了自己跟着喝彩，做投资其实也是一样，温莎他们要做的，其实就是第一个站起来鼓掌的人，这通常都会让人感到十分尴尬。

那么逆向投资是不是就是与别人始终唱反调呢，约翰说并非这样。为了反对而反对，只能招致悲惨的下场，所以这需要必要的判断。就好比真的着火了，人家都往外跑，你非要往里跑，那么肯定会被烧死。所以逆向投资没有现成的方法和公式，一定要做有针对性的判断。想想大家高度一致的行为，是因为什么，如果没有实际基础，只是情绪宣泄，这时候才能够逆向投资。

在温莎，他们的投资方法叫做衡量式参与，他们把股票分为四类，高知名度成长股，低知名度成长股，慢速成长股和周期成长股，他们这四类公司都会配置，但是比例未必一致，看哪类公司更具有价值，他们就会做到比例偏向，即使价值集中在慢速成长股中，他们也一样操作。不会因为是慢速成长，就不去关注，不去配置。

他们之所以这么做，有助于分散风险，提高投资组合的表现，但是他们又不想像传统基金那样，在行业中做标准配置，有些行业明显偏高，还要去为了比例而配置，这就有点说不过去了，所以他们更愿意集中资金在价值凸显的地方，也并不用行业划分类别，只用成长性来划分。那么有什么区别呢？比如那些市场的知名蓝筹股，在其他的基金里，是标准配置，但在温莎，要么是高知名度的成长股，要么是慢速成长股，反正在重要等级中，处于最底层的位置。也就是说，人家最重视的东西，在约翰手下反而是最不重视的东西。而别人不敢买的东西，在约翰的组合中却占据了突出的位置，他相信这些公司就是那个未来会被别人看好的，篮球明星卡。

在美国市场上，每个人都知道可口可乐，吉列，通用电气，辉瑞制药，巴菲特和彼得林奇也告诉我们，这些好公司，长期持有是可以获利的。但约翰却始终让我们记住，漂亮50的历史教训是惨痛的，当年这些股票都跌了7-8成，当年卖方分析师甚至告诉投资者，说这些股票都是单向决策，也就是你只要找准买点，然后就不用卖了。股票会一直处于短缺状态。后来这些报告都成了业界的笑话。但令人不解的是，虽然教训一次比一次惨痛，但是市场的愚蠢程度从来没有收敛过。投资者也总在咎由自取。

约翰说历史总是惊人的相似，99年的互联网泡沫，其实跟当年的科技股热是一模一样，大家追逐这些科技股的热情，又跟当年去抢漂亮50没什么分别。

这些追热点的狂热的投资者，其实反而成就了温莎，因为他们对于低知名度的成长股漠不关心，这就为他们留下了可以低息买入的机会，其实这些冷门股跟热门股比较，增长率和收益并不逊色，他们越来越喜欢投资于这种低知名度的成长股公司。不过约翰也说，这里面肯定不能都选，其中5个里面，就有一个存在基本面问题，所以显然冷门股中的雷也不少。很多公司确实是基本面严重下滑，甚至增长损失殆尽，逐渐沦为普通公司。所以他们在这些低知名度公司里面，也提出了几条标准

1、增长率在12-20%之间，且可以预测的。

2、市盈率是6-9倍，绝对不能超过10倍。

3属于某个可界定的成长性领域，而且有一定的优势地位，

4、所属行业比较容易理解和分析

5、历史报表收益增长率为2位数

6、净资产收益率出众，

7、资金雄厚，收益出色，

8、有新闻曝光量

9，股息在2-3.5%之间。

其实这些条件来看，是相当苛刻的，如果按照这些条件去找低知名度股票，其实应该并不多。如果不是暴跌和熊市，可能未必会有机会。

至于慢速成长股，是一些传统行业，比如电力，银行，公用事业，汽车这些公司，他们很少再获得8%以上的增长速度。但是同样市盈率也是极低。这种公司业绩基本都是透明的，所以未来如果想赚钱只能通过市盈率扩张，也就是说，不是牛市，他可能都不会上涨。但反过来说，熊市里他们也会相对抗跌。有的时候光股息就能达到7%，要远比投债券划算，所以一般在熊市末尾，投资这些股票比较让人踏实放心。不管以后还跌不跌，已经有利可图了。

至于周期股，比如工业金属，能源，房地产，这些都是受到明显的经济周期影响的行业，他们不能够长期持有，否则你就总在做过山车。经济不好的时候，这些工业金属需求大幅下降，基础价格大跌，当库存去的差不多了，就又会开始涨价，所以我们要做的就是在经济萧条的时候买入，等到经济复苏的时候卖出。有的时候价格会跌的很低很低，比如2020年3月的原油，铜，这些价格都已经是几年新低了，但是其实并不用太过于担心，因为他肯定能涨回来。这种需求肯定是长期存在的。不可能一夜之间就不需要原油，也不需要铜了。

周期股跟别的股票不一样，他是越涨市盈率越低，越跌市盈率越高，因为利润涨幅往往要比估值涨幅更快，比如之前利润1毛钱，估值10倍，股价1块钱，后来股市涨了，价格变成2块了，但是利润变成5毛钱了，你发现估值反而下降到了4倍。当年恒大就这样，许家印当首富那会，恒大市盈率只有4倍，总裁夏海钧还吹牛逼呢，说我们估值低估了。后来你看，股价从30多跌到10块了，市盈率反而涨到了10倍。

其实你要是熟悉投资，了解业务的话，周期股应该是最好做的一类品种，因为四季分明，确定性非常高。测算也特别简单。甚至有的研究机构，都可以提前算出来未来的周期波动，能具体到月份上。这就会为投资带来非常大的确定性。温莎基金也是如此，他们周期股的比重非常大，在30%左右。如果他们看好周期，最多可以拿出四分之一的资产放在石油股上面，而如果不看好，可能连1%都不会持有。

在专业机构中，投资的逻辑到底是从上到下还是从下到上，经常会发生争论，从上到下就是先宏观，再行业，最后才是公司，而从下到上则是直接去找好公司，忽略宏观影响，通过超级无敌生意，极高的投资护城河，从而穿越周期。而约翰的做法，其实也属于是从上到下的投资，他总在问自己一个问题，哪个版块应该受到关注了。比如1973年的时候，当时经济复苏，商品需求开始转暖，于是他就想到了运输行业，阿姆斯特这种铁路运输公司，就被他关注，当时这家公司其实已经很惨淡了，但约翰经过调研后发现，去年这家公司投入了很多的施工业务，而这些新业务会为他产生足够多的收入。再加上行业周期性的复苏，所以会让他们马上得到更多人的关注，他们就持续买入，75年他们在这只股票上赚了50%，然后他们后面又买了一回，赚了120%。所以他认为，宏观和微观都是不可分割的，就像扬帆远航，你必须顺势而为一样。老齐也更习惯这种方式，关注宏观，能够保证我们的方向永远不会错，这时候你就像站在了一个电梯上奔跑，即使我们选的股票不那么完美，也至少不会出大问题。相反，如果宏观都看错了，那么就会南辕北辙，比如2012年以后，你再去搞煤炭，基本上怎么做都会赔钱。

温莎他们观察行业的时候也有一套标准

1、这个行业的产品价格在走高还是在降低，如果降低那就是价格战，这个就不好了

2、成本如何？

3、龙头是谁？如果你说不出龙头，说明你缺乏足够的了解

4、有哪些竞争者只配市场，也就是市场份额怎么分配的

5、行业产能是否已经满足需求，就是琢么一下，到底是供大于求还是供不应求。

6、是否有新工厂正在建造，是否有新的竞争者加入。

7、那些问题会对盈利造成影响。就是这个行业存在的风险都有哪些。

而对于经济来说，他们最常关注的三个信号就是资本开支，库存和消费者信贷，那么约翰他们到底又是怎么根据这些东西，做买入卖出决策的呢？咱们明天接着讲。

【9】约翰聂夫的成功投资9：漂亮50热！是温莎永远的痛

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资，昨天说到了他们的工作流程，他们在做研究的时候，通常都为每一个股票，做了一张事实清单，上面有这么几个项目要填写，股本数，平均成本，现价，历史和目标每股收益，历史和目标增长率，历史和目标市盈率，股息率，净资产收益率，给予预期收益和对应市盈率的目标价格，增长潜力，当你认认真真的把这几个项目都填写完成的时候，其实自己心里已经对公司的估值了然于胸了，已经知道了他的历史估值范围。也知道了什么时候高估，什么时候低估，更知道他的增长率，股息率怎么样。

那么什么时候该卖出呢？他们卖股票只有两条标准1是基本面变坏，2是价格达到预期，基本面变化，就是承认自己犯了错误，而价格达到预期就说明已经赚够了。当一只股票，现在已经没什么看多理由的时候，他就已经离被出售不远了。

举个例子，80年他们投资的一家牛排馆基本面下滑，于是他就立即减仓，约翰原本以为这家牛排馆只是因为扩张所以短期没有利润，但是后来发现顾客数量下滑严重，而且利润率也大幅缩减，说明他们进行了非常昂贵的营销，依旧于事无补，每股收益下滑了一半，此时他们已经亏了30%，但是却依旧毫不犹豫的斩仓认赔出场。温莎这种失败的投资其实并不少，他们要尽快在失败的投资中回收资金，投入到新的可以赚钱的项目当中去，尽管这很困难，但也必须这么做。否则你将一无所得。温莎的原则就是，买入的每一只股票，都是为了卖出才拥有。

所以你看，没有人是神，每次操作都正确，也没有人可以每次投资都赚钱，从不失手，所谓大师就是能够尽量多的在成功的投资中，赚到更多的利润，而在失败的投资中尽可能减少损失，收益最大化，损失最小化，不断地做胜率有利于你的事，这就是成功投资的关键。所以买入卖出同样很关键。这里老齐还得多说一句，有的公司涨的很好，你更不舍得卖出，早卖掉之后，感觉错过好几亿，但是其实这也是非常错误的，永远记住不要试图去赚最后一个铜板，因为你不是神。不能总用神的标准来要求自己。比如一只股票，你预计每年他的增长速度是15%，股息2%，每年赚17%，但是有可能2年他就给你翻了一倍，这时候你其实已经完成了5年的投资任务，所以就应该撤出来好好休息休息了。市场这么涨，肯定对他的期望过高了。

温莎基金通常都愿意持有股票，但是如果全市场都定价过高的话，他们有时也会持有现金，比例最高可以达到20%，这是一只股票型基金，相对高的现金仓位了。如果债券利率还说得过去，他们也会持有一定比例的债券。比如1983年，10年期美国国债收益率接近12%，这时候他们也投了1个多亿在债券上。虽然当时的通胀有6%，但是国债利率减去通胀后，也有6%的真实回报，比绝大多数股票都要高。所以他们很乐于这么干。约翰说自己不会被任何东西禁锢，他的目的只有一个，就是为投资者赚到更多的钱。

接下来我们看看，约翰的股市流水账，也就是温莎的战绩。法国有句谚语，在炮声轰隆中买进，在号角吹响时卖出，这就是投资的要义，永远在大家都不看好的时候买入，在大家都开始看好的时候卖出。很多人都说，市场越是兴奋过度，温莎的业绩就越差，这就是他们的投资风格，你们都看好了，我就先撤了。只有你们都犹豫甚至怀疑的时候，我才持有。

我们把时钟再次拨回到1970年，1969年道琼斯指数下跌了15%，跌回到了800点，进入70年后，市场依旧压抑，到了1970年5月，道琼斯更是跌到了631点，而温莎则表现的相对抗跌，69年他只下跌了10%，当时的市场都在玩一种游戏，就是高估值的公司，用自己的股份去收购低估值公司的资产，然后由于高市盈率的缘故，所有会让企业受益大幅增加，当然这种游戏必然有个极限，后来投资者就对这个高市盈率产生了怀疑，股市遭到滑铁卢，不断的下跌。那些高估值企业跌幅更大。

温莎在71年开始，就去购买一些综合性企业的股票，这些公司跟银行，公用事业一样，具备非常良好的赚钱能力和现金流。老齐给你翻译下，就是说在市场最糟糕的时候，他们在努力地买确定性的业绩和肯定赚钱的那些公司。随后这些公司在72年，73年业绩持续增长，但股价基本没怎么涨。市盈率普遍只有10倍。尽管每个公司，似乎当时都有一些不如意，但是约翰判断，这些不如意，已经反映在了价格当中，甚至已经过度反映了。所以这也给我们上了一课，没有十全十美的股票，如果有，价格一定也不完美。所以投资其实看中的是性价比，就跟找对象一样，他的缺点你能不能接受。这是你需要考虑的问题。

71年股市开始反弹，短短的一段时间就涨了40%，那些股票的缺点，就不再是问题，投资者又开始活跃起来， 甚至去年大家都不要的东西， 又开始抢着买入。而此时温莎的业绩其实一般般，他拿的都不是热门股，所以业绩落后于指数。另外，他们也觉得股市回暖的速度过快，所以在上涨过程中，又开始主动防守。所以也就更差。不过后来拐点发生了，市场又大跌下去，温莎后来居上，超越市场。

72年，漂亮50热兴起，这是温莎最悲剧的日子，完全跟市场脱节，当时市场上，就只有那些热门股在上涨，其他的股票无人问津。而温莎当时看起来，是明显站错队了。在那些热门股里，约翰只买了IBM，他说这是唯一一只价格还合理的成长股。但后来，也拿不住了，IBM持续上涨后，也高估严重，于是他们就连这唯一的热门股也卖掉了。他说，成长狂热必然遭遇现实打击，漂亮将变成丑陋。温莎这一年持有的股票，基本表现都很糟糕，他预期中的业绩回升，基本都没有发生。而这一年，道琼斯指数冲上1000点，那么温莎的业绩自然与市场均值差距过大。

73年开始，一系列利空开始打击，水门事件，通胀，资源匮乏。这些都对市场形成压力，股市在1月就开始下跌。到74年12月又跌回了577点。这时候市场风格发生漂移，大家慌不择路，开始寻找那些确定性业绩的公司，比如食品，能源，公用事业等等，而他们则重仓了一家农机公司，当时公司估值不到10倍，而他们认为，这家公司涨到12倍市盈率应该问题不大。后来他们在73年9月，也就是市场不断地下跌当中，依旧在这家公司上赚到了40%的回报。

不过73年11月开始，市场进入了惨烈的下跌，一个月就跌了13%，不管什么，大家都在拼命卖出，按照往常来说，温莎是比较稳定的，但这次不同了，温莎四分之一的账面净值也灰飞烟灭，这让约翰感受到了前所未有的巨大压力。

74年，市场依旧相当悲观，那些脱离价值的巨大泡沫正在破裂，事实证明漂亮50一点都不抗跌，蓝筹开始倒台，这时候原来的成长股，才能重建天日。在74年初，温莎就产生了不错的业绩。在通胀的影响下，股市在二季度开始继续回落，而此时温莎却开始逆势买入，他们认为这是20年来购买股票最好的时候。夏天开始他们就全仓股票了，重点是一些金属股票，还有一些低知名度成长股。8月份尼克松辞职，市场压力更大，此时温莎的投资组合，平均股息率高达6.7%，市盈率只有5.2倍，净收益率接近20%，但尽管如此，在74年最后一个季度，市场整体表现欠佳的情况下，温莎也难言出色， 也就是说，逆水行舟的时候，无论你有多么出色，其实都很难让人满意。但其实他们知道，现在已经是地板价了。虽然伤痕累累，但都并不致命，所以他们依旧保持着希望，这就是投资的现实，你不可能在任何时间点都赚到钱，但是我们可以在大势不好的情况下，尽量保证有生力量。然后等待风向回归。

那么1975年，他们的战绩怎么样呢？有没有弥补去年的损失呢？咱们明天接着讲

【10】约翰聂夫的成功投资10：全面熊市的70年代！温莎如何赚钱？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲约翰聂夫的成功投资，股市这个东西，就是涨多了会跌，但跌多了一定会涨，1975年，经济和股市开始全面反弹，退休金改革法案颁布，让退休金以机构的运作方式进入市场。更加理性的投资。此时他们的组合里，包括了百货公司，美国电报电话，哥伦比亚广播，迪尔机械，肯尼特铜业，还有一些银行以及孟山都，75年第一季度，他们就几乎弥补了74年的全部损失，道琼斯指数反弹了38%，又回到了800点，而此时，他们反而开始有点担心了。所以有意的松了一脚油门，也就是适当的减了一点仓位，特别是对于获利比较大的一些股票，他们开始抛售，转而买入其他的低估的企业，在整体仓位上，之前他们是满仓，现在流出了7.5%的现金。

他们此时开始关注被遗弃的能源股，比如德克萨斯东部运输公司，之前这个行业曾经被追捧，股价也涨到过很高很高。但是后来随着市场暴跌，他们的股价也掉下来不少。他们当时测算，增长率为10%，股息率6%，市盈率只有7倍，显然是一个很安全的投资。后来这只股票在77年的时候，给他们带来了58%的回报。而同期整个市场却是下跌了15%。

就这样，温莎基金一路顺风的进入了76年，业绩在基金中遥遥领先，此时他们认为业绩还会大幅增长，通胀可能也不足以致命，76年开年之初，股市还在上涨，而且一个月就涨了14%，投资者又开始欢呼雀跃，但约翰当时的判断是，并不用担心，因为有业绩支撑，市场整体估值也并不高。

也许是因为，他们在75年成为了明星，所以这时候华尔街开始对温莎的重仓股产生兴趣，开始不断地推升温莎看中的股票，甚至有些股票已经被温莎卖掉了，股价还在大幅上涨，约翰表示，他并不懊悔，顺其自然就好。你要是压根不想把它卖在最高点，自然心态就会好很多。那些后悔卖早了的，其实本质都是贪婪。他们把资金，继续用来增持石油股，此时已经重仓了这个行业，比重达到14%，而逐渐减持铝业和化工的比例。

70-76年，温莎的回报达到83%，而标普只上涨了57%，76年一年，温莎回报46.4%，标普只有26.8%，其实你看看这些数字，如果折合成年化，其实也一般，老齐给你算一下，70-76年，温莎的年化回报率也不过是10.5%，如果不算76年这个大涨，那么温莎在70-75年的年化回报只有7%。所以，大家还是要有个清醒的认识的，这已经是华尔街大神级别的基金，产生的收益了。那些企图每年翻倍，或者每年都赚20%的，是基本不可能发生的事情。

到了1977年，温莎出售IBM和AT&T，然后买入通用汽车和福特汽车，这是他们配置思路上的一个转变，他们不喜欢在市场前50名的股票中配置太多，通常只买7-8只前50名的股票，因为他们认为这些股票被研究的太多，也被更多的关注，所以即便他们很好也已经贵了。所以他们似乎对这些大股票总是信心不足。反而他此时持有三大石油公司，约翰觉得，石油涨价的趋势越来越明显，而IBM的业绩增长，开始逐渐变慢。那么他们为什么要买汽车呢，是因为此时通用和福特的估值非常低，只有6倍和4倍，股息分别为9%和7%，大家因为石油涨价，所以不看好汽车了，但其实汽车厂商也正在努力开发更加省油的产品。

不过他们的调整，很少收到立竿见影的效果，至少这一年过去一半了，他们的组合仍然没啥反应。但约翰依旧充满信心。他们其实对于市场是有误判的，他觉得900点股市就将探底回升，但最后跌到了850点还没有止住。这就让温莎的业绩也出现了下跌，但是他对于整个市场的相对优势反而更加突出了。他们预计78年的经济还是不错的，所以又逢低接回了铝业和化工两个行业。

78年的市场，让大部分投资者灰心丧气，但他们还是很有信心的，因为温莎的组合平均市盈率是5.6倍，对应收益回报率是17.9%，他们的股东预计可以享受9.7%的增长率和5.5%的股息率，也就是超过了15%的总回报率，即便市场不上涨，他们也可以稳定的获得这个收益。而如果市场遇到麻烦，出现下跌，他们也至少可以保证7-10%的年化正回报。

在长期低迷后，终于在78年4月，市场迎来了转折点，指数开始连续上涨，温莎也开始在他们的组合里加入了一些新的名字，比如安泰人寿和意外保险，理由还是股息率，安泰人寿已经具备了6.4%的股息率。这已经足够安全。这笔投资，让他们在后来的4年里，赚了71%的回报

不过此时的约翰也很痛心，他在同期错过了大牛股波音，这让他感觉是犯了一个错误。到了78年10月，市场再度下跌，而且下跌幅度还不小，道琼斯指数跌去了110点，再次回到了800点以下。

79年他们开始关注航空，买进了三角洲航空，因为他们发现，这家公司的股价跟67年的时候没什么变化，但是每股收益，股息率，净资产都涨了3-6倍，也就是说价值涨了很多的，而价格12年没涨，这让他们有了更多的胜算。后来这家公司2年后，给他们带来了55%的回报，当然他们也不光是买了航空，铁路，公路也都买了一些。此时他们开始出售，市场情绪高涨的石油股，进行套现。不过回收的部分资金，还是投入到了更便宜的海湾石油公司里面，

79年6月份开始，市场开始对原来的石油行情纠偏，随着油价逐渐回落，被冷落的汽车股终于开始发力，到了9月，温莎手上的现金，已经达到了9%，马上联邦政府就发布紧缩政策打压市场，虽然他们有所防范，但也是损失不小。所幸的是，他们提前卖掉了不少石油股。保住了利润。

1980年，能源股和科技股开始主导市场，而随着美联储的加息收缩，利率敏感行业开始走势低迷，而温莎投的基本就是利率敏感行业，但他们的损失似乎并不大。很多投资者指责他们没有跟上市场，而约翰解释，为什么不投科技，1科技太过于冒险，2总回报率低，支付的价格过高，3在科技方面他们没有特长。超出了能力圈。

利率已上涨，让银行，金融，公用事业这些公司都比较麻烦，而且极高的利息已经高达14%，不免吸引很多的股市投资者转而去投固收产品。这时候温莎开始持续增仓麦当劳，他说这是他们发现的高知名度股票中，最被低谷的一个。这是一头典型的现金奶牛。这种现金奶牛类的公司，是最好的抵御通货膨胀的方式，只要原材料涨价，他的汉堡就涨价。而且汉堡涨的比原材料还高。最后证明他们是对的，81年标普下跌了5%，而麦当劳却大涨了43%。

80年他们业绩并不好，但81年的开头，就很风光了，这就再次证明了，他们逆向投资的理论，不要去追热点，市场早晚会有轮转。能源股和科技股之前大涨，现在又开始回落。石油股票的唯一驱动力就是原油价格，而科技股其实也从来没逃过周期的安排，所以从来就没什么股票可以永远上涨。这时候随着油价下行，狂热过后的石油股开始暴跌，而温莎之前买的三角洲航空开始爆发。

到了12月，石油股票已经暴跌了50%，温莎一看机会又来了，其他投资者都在夺路而逃的时候，就是他们逆向买入的机会。而到了82年，已经开始了里根的供给侧改革，用强力的政策开始压通胀，出现股债双杀，约翰说利率过高，所以即便是扣减了通胀率，固收产品的真实收益也达到了6%，这在他的整个投资生涯，也没有再发生过第二次。

但此时他们还是在食品，餐饮，超市，公共电力，金融，保险，服装等几个领域全面布局，当时这些行业也都处于历史低谷，但却有着较高的总回报率，比如一家叫做PPG工业的股票，做油漆和玻璃的，他比81年的高点已经跌去了45%，市盈率5倍，股息率7.4%，而该公司的预期增长率是10.5%，也就是说保守估计会有18%的稳定收益，

不过1982年他们业绩平平，或者说上半年还不错哦，下半年道琼斯指数突然大涨，让人猝不及防，只两个月就大涨了44%，又涨到了1000点，美国股市的1000点就跟咱们这的3000点一样，当年美股在这个1000点上足足折腾了16年，直到1982年才算是彻底冲过去。

温莎这时候只领先指数1.5个百分点，而同行则表现的更好，约翰说，他们当时持有现金和石油股过多，而且每次市场大爆发的时候，他们总是因为持有冷门股而名落孙山。那么说完了市场动荡的70-82年，马上就迎来了美国股市暴涨的80-90年代，这期间市场几乎不回头了，那么温莎又有怎样的操作呢？咱们明天接着讲。

【11】约翰聂夫的成功投资11：温莎基金的轮动策略

各位书友大家好， 欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，约翰聂夫的成功投资。昨天我们说到了82年以后，市场开始了一波大行情，其实此时如果你只持有指数，一直拿到2000年，也有每年年化18%的收益。但是这其实只是逻辑上的一厢情愿，而实际之中，即便是如此大的牛市之下，也一样充满了各种各样的回撤。从而将那些信誓旦旦长期持有的投资者吓退。

83年开始，市场的轮动性极强，温莎从银行板块中获得了不错的收益。一些热门股反而出现了明显的回撤，这时候追热点死的会更快，因为每个热点的时间都非常短暂，你刚追进去他刚好就到高点了。而温莎的做法则刚好相反，他们不断挖掘低估的板块，总能够提前布局，所以一开始进入牛市，他们的反应比较慢，但是慢慢的反而业绩上来了。在83年的第三季度，他们专门挑选从牛市高点大幅下跌的股票去购买，这一年最终的结果是温莎涨了30%，标普上升了22%，约翰说这个成绩不容易，以前温莎只是比较抗跌，但是牛市的时候通常都跟不上，现在他们感到很是欣慰。

这时候他们其实也在关注中期政府债券，因为当时这种债券的收益率高达12%，而且是确定性的收益，所以没啥风险。所以他么并不怎么特别强调股票。毕竟股票的波动更大，如果没有更高的收益作为风险补偿，显然股票的吸引力就不大了。

他们此时加大买入了摩根大通银行，和波士顿银行，摩根银行牺牲了收益，充当不良贷款的准备金，这种东西你要反过来看，看起来收益大幅下降，但是一旦银行危机没发生，这笔钱就又会变成利润。所以他们决定赌一把，就赌摩根没问题。约翰说，当市场遭遇打击的时候，我们往往不用支付任何溢价，就能买到好公司，当时他们买摩根的时候基本上市盈率只有5倍，股息率在6%，其实跟2020年4月的工商银行也差不太多。

84年又是一个上涨的年份，标普涨了6%，而温莎接近20%，新资金不断地流入，他们的资产总量增长了20倍，也就是说，他们更出名，也有更多的钱可以用来投资了。他们拿这些新增资金，继续买通用汽车和福特汽车，甚至买到了最大持仓限制。之所以这么有信心，是因为太便宜了，他们的成本，只是当年这两家公司每股收益的2.5倍。而且股息率也接近了5%，这么便宜，大家仍不看好，就是被高油价给惊到了。但其实很快，油价就会暴跌下来。

到了85年，福特汽车给温莎带来了85%以上的回报，但此时的市场上，其实还是有很多分歧的，比如利率水平并未降下来，公司的盈利改善也并不是特别突出，所以很多人其实都持币观望，希望等着市场掉下来再去投资，但是就这么抱着钱一直等待，结果股市就越长越高。

而温莎却已经看到了未来变好的趋势，所以他们持续的增仓，而且别人不要什么，他们就买什么，比如花旗银行，当时大家担心油价下滑，会造成坏账增加，就像当年的墨西哥事件一样，但其实花旗已经做好了足够多的准备，他已经拿出了2倍多的准备金去预防坏账增加了。所以显然市场对这些银行的反应过度了，原来掉进过一回坑里，这次早就有所防范。

这一年温莎业绩太好，所以引发了更大规模的申购，这就让他们不得不启动限购，因为新增资金太多，会稀释他们的业绩。对于老的投资者不太公平。

到了1986年市场如脱缰野马，继续快速上涨，这一波温莎跟的有点慢，因为他们觉得市场已经有点高了，所以现金留的多了一点，达到了20%。对于这种做法，股东们普遍比较有意见。

此时的市场波动很大， 有时候一天就能波动2%以上，约翰说可能是程序化交易的引入促使了这种暴涨暴跌的发生。1986年的业绩他们要比标普逊色，也比同行差一点，但不多，但是如果考虑到他们持有大比例现金，以及买入了不少让人讨厌的石油股，其实也可以接受，他们持有的银行表现出色，花旗涨幅是同期指数的2倍多，汽车股也表现不错。

他们又一个办法，也可以看到市场中哪些股票低估，就是在标准普尔中，去看各个板块的比重关系，如果一个版块的比重上涨过高，那么就是过热了，而一个版块如果比重下降过低，那么就是低估了。比如当时他们就看，汽车版块占标普只有4%，所以他们就一直增持。一年以后，市场开始追捧汽车股，刚好是他们抽身而退的时候。

到了1987年，熟悉美股的都知道发生了什么事情，道琼斯指数破了2000大关，当时约翰表示很震惊，市场的热情有些不切实际，因为经济状况其实没有特别大的改观，而且从媒体报道来看，似乎非法内幕交易越来越多，各种丑闻不断。这一般都是市场过热的标志。因为只有大牛市里，大家才会有动力去搞这些事情。

这时候温莎决定依然持有低仓位，也就是80%的股票仓位。将已经获利的股票套现离场。此时美元不断走弱，商品上扬，市场上铝业，石油涨幅可观，而银行和公用事业类利率敏感型公司，则表现平平。而温莎这些布局都有，铝业和石油都是之前低点买入的，此时刚好大幅获利。然后在这一年开始逐渐出手变现。但也被银行，保险和储贷业协会所拖累，这一年温莎的业绩并不好。然后到了10月19日，股灾就发生了，单日下跌20.5%，史称为黑色星期一，温莎也损失惨重，他们也一天下跌了14%，在此情况下， 他们闪电出击，开始利用手中现金，对市场进行增持。

到了1988年1月，他们的抄底行为，已经产出了效果，成绩跑赢标普7个点，这时候，他们开始逐渐寻找新的投资领域，零售类公司进入了他们的视线，此时他们持有了三家零售股票，巡回城市百货，一号码头进口公司还有伯灵顿服装工厂，后来事实表明，前两家公司，都取得了不错的业绩。此外他们一年前买的波音，航空，也开始在这个时候产生收益。

在科技股方面，他们买入了英特尔的股票。那段时间英特尔由于去库存，所以业绩一直不佳，股价也从37.5美元下跌到了20美元。华尔街对它的表现是非常悲观。但是约翰却说，16%增长率的英特尔突然之间变成了低市盈率的股票，这让我们无法无动于衷。所以这就是他所谓的以极低的价格，买入高知名度成长性公司的机会。很快市场就醒过闷来了。英特尔的股票价格也再次被推升。他们在这支股票上一下就净赚了70%。到了89年的第三季度，经济增长开始逐渐放为平缓。利率也下来了，通胀率呢也持续走低。此时他们大量的持有汽车股。现金比例也有所提高，结果被市场无情的甩下。约翰他们赶紧卖出之前获利的航空股。买入银行股，希望在利率走低的环境下能够推升业绩。

但是他们的计划落空了，整个90年市场的热点呢，还在汽车、金属和航空上，他们持仓过多的金融反而成为了拖累业绩的主要方向，原因是当时的房地产市场不良率上升，造成了一定的银行危机。

这一年国际上更重要的事情是海湾战争爆发，这让石油的前景不容乐观。如果油价在28美元上，那么美国将陷入温和的萧条之中。此时温莎的策略以卖出为主。剩下的多为金融类股票。这也成为他们1991年反戈一击的根本。

1991年4月17号，道琼斯指数攀上了3000点的高岗。市场又开始情绪高涨。而往往这时候温莎都需要减仓的，此时呢他们把仓位降到了70%。摆出了一副防守的姿态。比如他们卖掉了花旗的普通股，转成了优先股，这东西类似于债券，他们只吃7%的股利，而不接受股价的波动。

这一年的成绩只能算是中规中矩，并没有跑赢标普指数，但往往这个时候，也就意味着他们第二年要爆发，确实如此1992年他的持仓都大幅上涨，那些冷门股全都获得了不错的收益。汽车股和银行股都涨了不少。他们此时又开始转向周期的布局，但是这其中有些噪音，市场对于经济有点犹豫不决，让他们的周期行业股票出现了一定的回落，这也造成了温莎的业绩回吐。

这时候他们又吃进了飞利浦，估值13倍，这个对于温莎的体系来说，略显偏高，但是每年这家公司可以保证15%的增长，而且飞利浦还拥有宝丽金唱片80%的股权，约翰测算，这笔股权就能收回股价了，飞利浦的其他业务几乎都是白送的。这笔投资为他们在93年赚到了90%的业绩。而同期，市场基本没怎么涨。也就是在这个时候，约翰开始急流勇退，选择结束了他的职业生涯。

这就是本书的全部内容了，我们从约翰聂夫的经历就能总结出，他其实也就买了很少的股票，基本上就是金融，银行，保险，汽车，铝业，化工，石油这几个行业来回来去的做，或者说他的策略就是，把这几个行业都列出来，哪个跌了就买哪个，一直拿到涨起来为止。所以约翰是价值投资者，不如说他是一个周期投资者，他基本就找市场上确定的代表周期的公司，利用周期变化提前逆向布局，低买高卖，然后获得超越市场的收益。那么这些技能你get到了吗？我们可以一起讨论，明天开始新的学习。