

原本

The Intelligent Investor | 第4版

聪明的投资者

[美] 本杰明·格雷厄姆 著
Benjamin Graham

价值投资理论的开山鼻祖，“华尔街教父”，巴菲特一生的“精神导师”。

王中华 黄一义 译

“有史以来，关于投资的最佳著作。”——沃伦·巴菲特

人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

聪明的投资者

原本第4版

[美] 本杰明·格雷厄姆 著

王中华 黄一义 译



人民邮电出版社

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

聪明的投资者 (原本第4版) / (美) 格雷厄姆 (Graham, B.) 著; 王中华, 黄一义译.

- 北京: 人民邮电出版社, 2011. 7

ISBN 978-7-115-25369-9

I. 聪… II. ①格… ②王… ③黄… III. ①投资—通俗读物 IV. ①F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 089184 号

Benjamin Graham

The Intelligent Investor, Fourth Edition

THE INTELLIGENT INVESTOR (Fourth Edition) by Benjamin Graham (Copyright notice exactly as in Proprietor's edition). Simplified Chinese Translation copyright © 2011 by Posts & Telecom Press. Published by arrangement with HarperCollins Publishers, Inc., USA. ALL RIGHTS RESERVED.

本书中文简体字翻译版由哈珀柯林斯出版公司授权人民邮电出版社出版。未经出版者书面许可, 不得以任何形式复制或抄袭本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号: 01-2010-8049

版权所有, 侵权必究。

聪明的投资者 (原本第4版)

◆ 著 [美] 本杰明·格雷厄姆
译 王中华 黄一义

策 划 刘 力 陆 瑜
责任编辑 颜林柯
装帧设计 陶建胜

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街14号A座
邮编 100061 电子函件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
电话 (编辑部) 010-84937150 (市场部) 010-84937152
(教师服务中心) 010-84931276
北京彩虹伟业印刷有限公司印刷
新华书店经销

◆ 开本: 880 × 1230 1/32
印张: 13.25
字数: 252千字 2011年7月第1版 2011年7月第1次印刷
著作权合同登记号 图字: 01-2010-8049
ISBN 978-7-115-25369-9/F

定价: 58.00元

本书如有印装质量问题, 请与本社联系 电话: (010) 84937153

内 容 提 要

这是一本证券投资实务领域的世界级和世纪级的经典著作，自从1949年首次出版以来，在股市上一直被奉为“股票投资圣经”。本书是根据格雷厄姆英文版原著1973年第4版的中译版。股神巴菲特为本书撰写的序言和评论是这个版本的又一个亮点。

本书首先明确了“投资”与“投机”的区别，指出聪明的投资者当如何确定预期收益。本书着重介绍防御型投资者与积极型投资者的投资组合策略，论述了投资者如何应对市场波动。本书还对基金投资、投资者与投资顾问的关系、普通投资者证券分析的一般方法、防御型投资者与积极型投资者的证券选择、可转换证券及认股权证等问题进行了详细阐述。

本书主要面向个人投资者，全面体现了格雷厄姆的价值投资思想，为普通人在证券投资策略的选择和执行方面提供了重要的指导。

译者序

一提起股市，人们自然会想到“股神”沃伦·巴菲特。然而，许多人并不知道，巴菲特的投资理念主要来自于他的一位老师——本杰明·格雷厄姆。巴菲特曾经说过：在我的血管里，百分之八十流淌的是格雷厄姆的血液。

实际上，作为价值投资理论的开山鼻祖，格雷厄姆对于价值投资的理解以及投资安全性的分析策略，影响了包括内夫（John Neff）、卡恩（Irving Kahn）以及艾维拉德（Jean - Marie Eveillard）等在内的整整三代华尔街基金经理人。目前，华尔街所有标榜价值投资法的经理人，都称自己是格雷厄姆的信徒。因此，格雷厄姆享有“华尔街教父”的美誉。

《聪明的投资者》这本书是面向普通大众的，但同样也受到了证券、金融专业人士的青睐与赞赏。正是在阅读了该书之后，年轻的巴菲特才毅然决定选择哥伦比亚大学就读，并终生追随格雷厄姆。成名之后，巴菲特在大学讲授“投资学原理”

时，也曾以此书作为教材。《聪明的投资者》不仅为读者提供了一系列的实际操作原则，而且更重要的一点在于，它是一部开启人们智慧的投资哲学。

如今的投资环境与格雷厄姆时代已经大不相同，但是，格雷厄姆所建立的智慧型投资原则，至今仍然是无懈可击的。关于这一点，我们可以从本书每一章的点评中看到——结合当今股市的实际情况，这部修订版对格雷厄姆的投资理念作出了最新的诠释。这也是该版本与以前版本的最大区别。

本书的翻译分工如下：序言、作者简介、引言、第1章~第6章以及附录1的内容，由黄一义研究员完成；其余的内容由王中华完成。由于译者水平有限，再加上书中涉及到大量的名著和典故，因此，难免会有翻译不当之处，我们诚恳地欢迎读者的批评指正。最后，我们要衷心地感谢北京新曲线出版咨询有限公司的领导和编辑们，他们为本书的出版付出了辛勤的劳动，做出了巨大的努力。

王中华

天津商业大学经济学院金融学教授

2010年6月

第 4 版序

——沃伦·巴菲特

1950 年年初，我阅读了本书的第一版，那年我 19 岁。当时，我认为它是有史以来投资论著中最杰出的一本。时至今日，我仍然认为如此。

要想在一生中获得投资的成功，并不需要顶级的智商、超凡的商业头脑或秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为决策的基础，并且有能力控制自己的情绪，使其不会对这种体系造成侵蚀。本书能够准确和清晰地提供这种知识体系，但对情绪的约束是你自己必须做到的。

如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为和商业准则（而且，如果你重点关注第 8 章和第 12 章所给出的极为宝贵的建议），那么，你将会获得不错的投资结果。（这种结果所反映出的更多成就，要超出你的想象。）能否获得优异的投资成果，这既取决于你在投资方面付出的努力和拥有的知识，也取决于在你

的投资生涯中，股市的愚蠢程度有多大。股市的行为越愚蠢，有条不紊的投资者面对的机会就越大。遵从格雷厄姆的建议，你就能从股市的愚蠢行为中获利，而不会成为愚蠢行为的参与者。

我认为，格雷厄姆并非仅仅是一位作者或老师。他对我一生的影响，仅次于我的父亲。格雷厄姆 1976 年去世后不久，我写下了下面这篇纪念短文，发表在《金融分析师杂志》上。我相信，当你阅读本书时，一定能感受到这篇文章中所提到的关于格雷厄姆的一些优秀品质。

怀念本杰明·格雷厄姆

(1894 ~ 1976 年)

——沃伦·巴菲特

几年以前，在即将 80 岁之际，格雷厄姆向一位朋友表达了他的想法：希望每天都做一些“傻事、有创造性的事和慷慨的事”。

他的第一个奇怪目标反映了这样一个事实：他善于使自己的想法不会带有任何说教或傲慢成分。尽管他的想法是强有力的，但是，它们的表达方式无疑是温和的。

本杂志的读者无需我们对格雷厄姆的创造性成就进行细致的介绍。在绝大多数情况下，某一学科的创始人都会发现，自

己的研究成果很快就会被后继者所超越。然而，这本书对一种混乱和令人困惑的业务领域进行了系统化和逻辑化的分析；与此同时，在本书出版后的40年时间里，人们很难想出，有哪一个人能够在证券分析领域曾经达到过格雷厄姆的水平。在这一领域，许多研究成果发表之后，仅在几个星期或几个月内就会看上去非常可笑；然而，格雷厄姆所提出的原则却一直是稳妥的。在金融风暴摧毁不可靠的知识体系之后，这些原则所具有的价值经常会得到提升，并且能得到更好的理解。他的稳妥建议给他的追随者们带来了可靠的回报，甚至使得那些天资赶不上聪慧的从业者（他们因为追求卓越或赶时髦而摔了跟头）的人，也获得了可靠的回报。

关于格雷厄姆在自己的专业领域所拥有的支配地位，最突出的一个方面在于，这并不是从全神贯注地关注某一个目标的狭隘思维活动中所取得的。相反，他的这种地位是几乎无法定义的广泛的智力活动所带来的副产品。毫无疑问，我从未遇到过思维如此广泛的人。惊人的记忆力，对新知识一如既往的着迷，以及能够把这些知识重新应用于表面上不相关联的问题，所有这一切使得他的思维方式在任何领域都会受到人们的喜爱。

但是，他的第三项责任（慷慨），正是他比所有其他人都做得更成功的地方。我是以一个学生、一个雇员和一个朋友的身份认识格雷厄姆的。无论从哪一种关系来看（在他所有的

学生、雇员和朋友看来)，格雷厄姆在自己的想法、时间和精力等方面都表现出了毫无保留的慷慨。如果想寻求一种明晰的思维，那么没有比格雷厄姆更好的人选了。而且，如果需要获得鼓励和忠告，就可以随时去找格雷厄姆。

沃尔特·李普曼（Walter Lippmann）曾经说起过那些为后人栽树的人。格雷厄姆就是这样的一个人。

——《金融分析师杂志》，1976年11/12月刊。

本杰明·格雷厄姆生平简介

——贾森·兹威格

本杰明·格雷厄姆何许人也？为什么我们要倾听他的建议？

格雷厄姆不仅是他生活的那个时代最佳投资人之一，而且是有史以来最伟大的实践投资思想家。在格雷厄姆之前，资金管理活动在很大程度上就像是中世纪的行会，为迷信、臆测和神秘的巫术所左右。格雷厄姆的《证券分析》¹ 作为一部教科书，把这个乌烟瘴气的圈子变成了一种现代职业。

而格雷厄姆的这部《聪明的投资者》，则是有史以来第一本面向个人投资者并为其提供投资成功所需的情绪框架和分析工具的专业书籍。至今，它仍然是面向投资大众最好的一本书。《聪明的投资者》是我在 1987 年作为一名涉世未深的记

1 该书由格雷厄姆与戴维·多德（David Dodd）合著，于 1934 年出版。

者加入《福布斯》杂志后阅读的第一本书。格雷厄姆坚信，任何牛市最终都将遭遇惨败；这一说法给了我极大的冲击。那年10月，美国股票市场遭遇了有史以来最大的单日暴跌，而我也被套牢其中。（如今，在经历了20世纪90年代末期狂猛的牛市和2000年年初开始的熊市之后，《聪明的投资者》读起来显得比以往更具有预见性。）

格雷厄姆深刻的见解来之不易：它来自于他本人投资失败的惨痛经历，以及对市场心理学数十年历史的孜孜研究。1894年5月9日，格雷厄姆出生于伦敦，当时名叫本杰明·格罗斯鲍（Benjamin Grossbaum）；其父亲是一个瓷器餐具和小塑像经销商。¹ 在格雷厄姆一岁时，他们举家迁往纽约。起初，他们的生活很优裕：有一个女佣、一名厨师和一个法国女管家，并且住在第五大道北区。但格雷厄姆的父亲于1903年去世了，其瓷器生意亦摇摇欲坠，一家人的生活也逐渐陷入了困顿。格雷厄姆的母亲把自己的家变成了廉价的寄宿公寓，然后借钱进行股票的“保证金”交易。1907年的股灾把她的本金一扫而光。格雷厄姆有时会回想起那段屈辱的日子：当他的母亲兑付支票时，银行出纳员会讥讽地问道：“多萝西·格罗斯鲍的信用能值5美元吗？”

1 在第一次世界大战期间，格罗斯鲍家族将其姓氏 Grossbaum 改为 Graham，因为原名像是一个德国姓氏，招人疑忌。

幸运的是，格雷厄姆赢得了哥伦比亚大学的奖学金，他的才华也在这里结出了硕果。1914年，格雷厄姆以全班第二名的成绩毕业。在他的最后一个学期，该校有三个系（英语系、哲学系和数学系）邀请他担任教职。当时，他只有20岁。

格雷厄姆并没有从事教学生涯，而是决定到华尔街闯荡一番。起初，他加入了一家债券交易公司担任文员，旋即成为一名分析师，然后是合伙人。不久以后，他开始经营自己的合伙投资机构。

如今互联网股票的暴涨暴跌并不会令格雷厄姆感到惊讶。1919年4月，他在Savold轮胎公司上市的第一天大赚了250%。当时，正是汽车企业大受追捧的时代。同年10月，该公司爆出欺诈丑闻，其股票变得一文不值。

格雷厄姆变成了一个对股票进行微观研究（甚至是细致研究）的大师。1925年，他与美国的州际商业委员会合作，对石油管道公司晦涩难懂的年报进行了深入的研究。他发现，北部管道公司拥有至少价值每股80美元的高等级债券，而当时该公司的股价仅为65美元。（他买进了该只股票，敦促该公司的管理层提高分红率，然后在3年以后以110美元卖掉了该股。）

尽管在1929~1932年大萧条期间，格雷厄姆的亏损接近70%，但他闯过了这一关，并在其后的岁月卷土重来，在大牛市的废墟上收获了大量有利的交易。格雷厄姆的早期收益记录

如今已经散失，但从1936年起直至1956年退休为止，他的格雷厄姆—纽曼公司的年收益率不低于14.7%，高于同期股票市场12.2%的整体收益率——这一成绩可以跻身于华尔街有史以来最佳的长期收益率之列。¹

格雷厄姆是怎样做到的呢？凭借非凡的智慧，敏锐的判断力，再加上丰富的经验，格雷厄姆建立了一套自己的核心原则。这些原则至今仍然适用，一如其在格雷厄姆的时代：

- 股票并非仅仅是一个交易代码号或电子信号，而是表明拥有一个实实在在的企业的所有权；企业的内在价值并不依赖于其股票价格。
- 市场就像一只钟摆，永远在短命的乐观（它使得股票过于昂贵）和不合理的悲观（它使得股票过于廉价）之间摆动。聪明的投资者则是现实主义者，他们向乐观主义者卖出股票，并从悲观主义者手中买进股票。
- 每一笔投资的未来价值是其现在价格的函数。你付出的价格越高，你的回报就越少。

¹ 格雷厄姆—纽曼公司是一家开放式基金（参见第9章），是格雷厄姆与一位资深的投资人杰尔姆·纽曼（Jerome Newman）合伙开办的。在大多数时间里，该基金都不接受新的投资者。感谢沃尔特施洛斯（Walter Schloss）为我提供的数据，这对我测算格雷厄姆的收益率是必不可少的。在其后记中，格雷厄姆提到其收益率达20%，这似乎是未扣除管理费之前的收益。

- 无论如何谨慎，每个投资者都免不了会犯错误。只有坚持格雷厄姆的所谓“安全性”原则——无论一笔投资看起来多么令人神往，永远都不要支付过高的价格——你才能使犯错误的几率最小化。
- 投资成功的秘诀在于你的内心。如果你在思考问题时持批判态度，不相信华尔街的所谓“事实”，并且以持久的信心进行投资，你就会获得稳定的收益，即便是在熊市亦如此。通过培养自己的约束力和勇气，你就不会让他人的情绪波动来左右你的投资目标。说到底，你的投资方式远不如你的行为方式重要。

第一次乃至第三次或第四次阅读格雷厄姆的这部杰作，你都会有一种兴奋和愉悦的感觉，这令我非常羡慕。像所有的经典著作一样，本书会改变我们看待世界的方式；而且，通过教育我们，本书也能够获得新生。你读得越多，就理解得越深刻。以格雷厄姆为向导，你必定会成为是一个非常聪明的投资者。

目 录

译者序	vi
第4版序	viii
本杰明·格雷厄姆生平简介	xii
导言 本书的目的	1
第1章 投资与投机：聪明投资者的预期收益	12
第2章 投资者与通货膨胀	29
第3章 一个世纪的股市历史：1972年年初的股价水平	41
第4章 防御型投资者的投资组合策略	57
第5章 防御型投资者与普通股	73
第6章 积极型投资者的证券组合策略：被动的办法	85
第7章 积极型投资者的证券组合策略：主动的办法	98
第8章 投资者与市场波动	123
第9章 基金投资	149
第10章 投资者与投资顾问	167

第 11 章 普通投资者证券分析的一般方法	183
第 12 章 对每股利润的思考	205
第 13 章 对四家上市公司的比较	217
第 14 章 防御型投资者的股票选择	227
第 15 章 积极型投资者的股票选择	246
第 16 章 可转换证券及认股权证	269
第 17 章 四个非常有启发的案例	285
第 18 章 对八组公司的比较	302
第 19 章 股东与管理层：股息政策	332
第 20 章 作为投资中心思想的“安全边际”	341
后 记	354
附录	
1. 格雷厄姆—多德式的超级投资者	357
2. 与投资收入和证券交易税相关的重要规则（1972 年）	381
3. 投资税的基本内容（2003 年更新）	382
4. 普通股领域新的投机	384
5. Aetna Maintenance 公司的历史	399
6. NVF 公司收购 Sharon 钢铁股份的税收会计	401
7. 技术类公司的投资	403