

舵手经典 89

www.duoshou108.com

格雷厄姆、巴菲特的榜样和挚友
富达共同基金创始人的扛鼎之作

投机的艺术

The Art of Speculation

(美) 菲利普·凯瑞特 (著)

蒋翠 (译)

舵手经典



智引投资

沃伦·巴菲特称赞为“我所知道的长期投资记录保持者，没有之一”。

本杰明·格雷厄姆《安全边际》所致敬的伟大作品。

山西出版传媒集团
山西人民出版社

投机的艺术

The Art Of Speculation

(美) 菲利普·凯瑞特 著

蒋 翠 译



山西出版传媒集团
山西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

投机的艺术 / (美) 菲利普·凯瑞特著 ; 蒋翠译
—太原 : 山西人民出版社, 2018. 8
ISBN 978-7-203-10375-2

I. ①投… II. ①菲… ②蒋… III. ①金融投资-研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 057262 号

投机的艺术

著 者: (美) 菲利普·凯瑞特

译 者: 蒋 翠

责任编辑: 崔人杰

复 审: 贺 权

终 审: 秦继华

出 版 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社

地 址: 太原市建设南路 21 号

邮 编: 030012

发行营销: 0351-4922220 4955996 4956039 4922127(传真)

天猫官网: <http://sxrmcbs.tmall.com> 电话: 0351-4922159

E-mail : sxskcb@163.com 发行部

sxskcb@126.com 总编室

网 址: www.sxskcb.com

经 销 者: 山西出版传媒集团·山西人民出版社

承 印 者: 三河市京兰印务有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

印 张: 16.5

字 数: 250 千字

印 数: 1-5100 册

版 次: 2018 年 8 月 第 1 版

印 次: 2018 年 8 月 第 1 次印刷

书 号: 978-7-203-10375-2

定 价: 68.00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换



- 第一章 什么是投机 / 1
- 第二章 证券市场机制 / 11
- 第三章 投机工具 / 25
- 第四章 股市风波——涟漪与波浪 / 37
- 第五章 投机大潮 / 49
- 第六章 预测股市主要波动 / 61
- 第七章 投机的生命线 / 75
- 第八章 技术因素及经济基础 / 89
- 第九章 卖 空 / 103
- 第十章 什么是牛市 / 115
- 第十一章 如何解读资产负债表 / 129
- 第十二章 如何解读损益表 / 145
- 第十三章 铁路股和公用事业公司
——是条例的牺牲品还是受益人 / 161
- 第十四章 工业类股票分析 / 175

- 第十五章 宝藏的传奇史 / 189
- 第十六章 财务手术中潜藏的利润 / 201
- 第十七章 未上市证券的交易 / 213
- 第十八章 期权与套利 / 227
- 第十九章 当投机变成投资 / 243

第一章 什么是投机

我们不需要为投资理论进行辩护，因为任何人都会或多或少地认识到资本在当今社会中所起到的重要作用。人们通常会认为投资人运用他们辛苦积累下来的财富进行投资，他们应该得到相应的回报。有些人把资金投入电话公司，使得我们的电话系统得到不断成长，让这些人从不断增长的经济系统中获取 8% 的资本回报率，一般人都认为是理所应当。同样，必须承认的一点是，我们需要一套复杂精细的金融机器，它能够将一名普通的纽约教师辛苦积攒下来的数千元钱转变成加州水电站的设备。只有不懂经济学的人才会把那些证券抛售者、经纪人以及金融领域的其他专家看作“寄生虫”或是“游手好闲的人”。

至于投机，人们的看法就不同了。一般人恐怕不知道成功的投机者在赚取金钱利益的过程中，也为社会做出了贡献。因为只有投机者自己熟悉投机行为，常人看到的更多的是损失而不是收益。表面上看，他们的投机行为对社会毫无益处。而且人们普遍认为，投机就像赌博一样，成功的收益只不过是相对应着失败者的亏损。因此，我们就很容易理解像杰·古尔德、丹尼尔·德鲁以及其他一些小有名气的投机者并不受大家欢迎的原因了。

“小麦投机”

不幸的是，对于大多数人而言，他们看到“投机”一词立刻想到的就是“股票”。亨利·罗宾逊从事面粉业，他是靠正确判断小麦行情而发家的，而不是来自对面粉的制造或买卖的技巧。每次他的邻居们打过高尔夫球后，都会聚集在一起讨论亨利·罗宾逊的发家史，人们很自然地评论他是一位精明能干的商人，从来没人说他是成功的投机者。虽然面粉厂业务的投机与本业有关，但投机毕竟是投机。

“百万富翁的舞蹈”

不需要在每个商业领域做深入调查就可以发现，每个商业运营者都难以摆脱投机行为。在糖业市场繁荣时期，甚至在1920年糖单价飙涨到22.5美分/磅，在这个时期内，所有从事糖业的生产商、加工商都无一例外地从这个全球繁荣的市场中获取暴利。这一情形使产糖国古巴产生了许多百万富翁，他们日夜狂欢，大跳“百万富翁之舞”。但是好景不长，1921年的糖市大崩溃，使糖的单价降到了可怜的2美分/磅，糖生产商、加工商们若再想从中获取暴利简直是天方夜谭，好在这种两极分化的现象并不普遍。但是每一种商品的价格波动还时有发生。在这种程度不同的价格波动中，所有的商人，无论是钢材生产商还是百货商店老板，他们多多少少都会受到自己所经营商品的价格波动所带来的影响。

必要的投机者

众所周知，一家棉花纺织厂能够成功，关键不仅是他在管理运营该工厂的效率，而且还在于经理买原材料时的精打细算。一个成功的棉花

纺织生产商也是一个十分成功的棉花投机者。如果他在错误的时间买进了一批棉花，或是错过买进的大好机会，那么他的利润就会少之又少，甚至一无所有，这是大家都知道的事。即便对那些向股市投机者提出非议的人们来说也没有任何异议。

但是，有人会立刻指出股市投机者与商人有着本质上的区别，商人并不是主动的投机者，他们的商业活动中会有一些固有的投机风险，这些风险要靠商人的正确决策来解除，或是降低这种风险。然而，这些风险对于商人主营业务来说是附带发生的。一个棉纺织生产商经营一家工厂绝对不会以在棉花市场上进行投机活动为由，相反他是为了向社会提供棉花产品才办厂的。投机是一个必不可少的“恶魔”。对此，有人可能会说，投机者并没有这种体面的理由来进行运作，他仅仅是买卖无形资产，这些无形资产的本质并没有任何形式的改变。如果他售出的股票跌了，那他只是牺牲了某位不幸买方的利益，让自己得利。如果所买股票价格上涨，他也没什么贡献。如果所卖的股票价格上涨，赚钱就是理所当然的事了。事实上，投机者是那种本该很忙的资本家，把资金用在更有意义的用途上，可他们只是一个闲人。

对股票投机经纪人的观察，更加深了各界对投机者的不满。一位律师曾强烈地批评股票投机，因为他的合伙人不认真工作，而把工作时间花费在了研究早报股票行情上，或者干脆徘徊在经纪人行情室里，一个商人也对股票投机极为不满，因为他发现自己一个能干的下属自从迷上股票后，对工作失去了兴趣。

投资者需要投机

就像棉花商不得不投机棉花一样，投机证券是不是也不得不做这项工作呢？答案是肯定的。投资人必须是投机客，就像任何商人都是投机者一样。如果有人自豪地说：“我从不投机！”那他一定是个无知的投机者，也很可能是一个不成功的投机者。正如商品价格的不断波动会影

响商人的财产，证券价格的不断变动有着相同的影响。1914年，一个寡妇以95美元的价格购买了年息为4%的贴现债券，后来她要求银行家向她解释什么是“投资成熟时机”时，便开始明白了其中的真谛。银行家告诉她，除了每年40美元的利息外，她的投资价格与现在标准价格之间有50美元差价的资本回报，并且从理论上讲，随着到日期的临近，她的债券每年都会有一定的增值。“听起来很好”，她高兴地说道，“但它们已经掉价了。”即便是最高级的证券也同样存在着不可避免的投机风险。而且这种风险的存在，并不会因为你像一只鸵鸟那样，把头埋在沙堆里，然后大喊“我从不投机”，它就会减少。

词典里如何定义投机的

到底什么是投机呢？权威的《韦氏词典》给出了几种定义：①用智力思考事物的不同层面；②预期到土地或商品价格增长，从而进行购买并在涨价后卖出来赚取差价的行为。对于第二种定义，《韦氏词典》里加入了这样一种默认的事实：“投机使少数人致富、多数人破产。”根据《韦氏词典》里的说法，出资的动机是我们区分投资和投机交易的标准。某人在1915年以60美元的价格买进美国钢铁公司的股票，期望以后能以更高的价格卖出以谋取利益，那么根据《韦氏词典》里的解释，这个人就是一个投机者，即使到最后他改变了卖出的决定，长期把持这只股票，那他也依然是个投机者。相反，某人在1921年以95美元的价格买进了美国电话股，以便享受超过8%的股利回报，那么他就是个投资者，尽管几周后他可能已经禁不住10%的利润的诱惑而将股票出售。

虽然交易的最终结果可能与主要受益方的初衷相悖，但显然，我们在定义什么是投机时不能忽略动机这一因素。基于这种目的，投机可以定义为：“以盈利为目的，通过价格波动来赚取差价的证券或商品的购买与出售活动。”比如，以高于购买价几美分的价格，将买进的一大箱

鸡蛋一打一打地卖给消费者，虽然鸡蛋商可能在这个过程中获得利润，但他的这种行为不算是投机。同样，如果你6月份买进一车鸡蛋，然后将整车鸡蛋储存起来，期望12月份卖出，虽然鸡蛋市场的价格波动会严重影响利润，但这也不是一种投机行为。纯粹的投机行为是指那种在同一市场买进、售出商品的活动，不附加分销、仓储或运输等形式的行为。

有序市场

尽管有人可能会在奶酪、造纸、椰子油或是几乎所有可以想得到的商品上进行投机，但大多数的投机行为都产生于有组织的股票市场和商品市场。美国芝加哥同业会为小麦、玉米、燕麦、猪肉以及其他一些食品的投机者提供市场；新奥尔良和纽约棉花交易所成为棉花投机者的市场；纽约糖与咖啡交易所成为那些做咖啡和糖生意的投机者的市场。为解除投机者必须运输大量货物或是仓库收货的麻烦，这些交易所通常采用合约式交付的形式。由于这些合约必须标准化，所以只可能就一些易于分级的商品组织交易所。一些特别重要的商品，比如像羊毛，就不能这样分级，因而就会单独存在着不同于棉花交易市场的羊毛交易市场。

股票交易所是最重要的有序市场，其中以纽约证券交易所为代表。这个全球最大的股票交易中心，有着数以千计的上市公司和数量更为庞大的证券，还有几百只证券是在纽约证券交易所以及各个州交易所的交易对象。这些证券交易市场制定严格条例来要求已发行证券的公司，限制这些公司员工向交易公众收取费用，并以各种方式来寻求保障一个股票市场的自由公开。

一个民主的机构

对于投资者和投机者而言，任何股票交易所的组织运作都是一样。

股票经纪人既不知道也不关心他们的客户是属于哪一类。他们只知道他们的客户是以现金购买，还是利用保证金交易，但是仅凭这一特征并不能定义客户的身份。两者的区别就是，付现金的买方可能就为了一直关注其价值的上涨而买入，着重看眼前的利益。保证金交易者随后可能清偿贷款，取回股票，并将它作为永久收入。我们可以这样大胆地假设，那些只买高价证券的人大部分是投资者，尽管他们需要承担一定的投机风险；另一方面，在市场中频繁变换自己地位的保证金交易者，如果不是赌徒，那就一定是投机者。在这两种极端之间有数不清的过渡群体，他们就是证券的买方和卖方。他们的动机是混合的，我们不可能划出一条明确的界限，说其中一部分是投资者，另一部分是投机者。

是希望还是判断

在前面，《韦氏词典》提到关于投机的两种定义，仔细看来两者有些关联。投机者需要做的第一步是对他们所经营的证券或商品周围的环境进行测定。很明显，《韦氏词典》并没有说人们“希望”价格上涨，而是说“预期”价格上涨。某人下注 100 美元，以 1 赔 10 的赌率，赌名叫“火花塞”的赛马，他希望这匹被自己下注的小马能在比赛最后获得第一。像赛马这么不确定的事情，赌客并没有合乎逻辑的理由，预期事情会有一个圆满的结果，因此，这个人就是一个赌徒，而不是一个投机者。如果同样的一个人出于一种期望而非判断买了 100 股麦克卡车公司的股份，或是其他公司的股票，那他同样是赌徒。事实上，这种购买行为可能是因为他们研读内部人士透露出的信息，或是愚昧地相信了某著名经纪人写给别人的市场分析报告。

事实上，赌博在股市交易活动中是一种常见的现象。诋毁股市投机行为的人通常对股市抱有赌博心理。而投机者通过思考后，才会给他们的经纪人书面下达购买订单，他们的行为为服务社会提供了重大价值。

投资人的先锋

像水因受地球的引力往低处流一样，在证券市场中，价格也总是回归实际价值。而投机就是做出调整的动力。会有这样一个新的行业产生吗？它可以满足新的需求，为社会增添新的财富，当然也需要大笔新的资本来创造产量。机敏的投机者会发现它，购买它的债券，并向投资公众宣传它的前景，为它提供新的信誉保证。有没有一个曾一度繁荣的公司，却突然崩溃、利润骤减且管理能力下降呢？投机者会找到市场上这些隐藏的弱点，抨击这些弱点，宣传它的证券报价机制报出的低价格，并且向那些投资者及时发出警告。在这种情况下，投机者是投资者的先锋，总是不断尝试把市场价格拉回到合理的投资价值，为那些成长型企业开放资本储备，同时使得那些不能把资产转化为利润的企业退出投资。

增强市场流通性

股票投机和股票赌博给投资者带来的一大好处是，使其持有证券的市场流通性增强。其余条件都一样，对某一证券感兴趣的人越多，该证券的销路就会越好。或许市场流通性可以定义为一只证券面对众多上市股票的影响依然能够维持其合理价格的能力。在 1 万股上市股票突然冲击下的美国钢铁股的压力，肯定没有像那些面临 100 万股滞销压力下的某些知名铁路公司，诸如艾奇逊铁路那样做出同样的让步。股票市场的流通的广泛性主要是投机行为的结果。

投机者把证券价格拉回实际价值的过程中，其心理动机与投资者寻求机会以获得更高资本回报率是一样的。聪明的投机者肯定会在这种追求中进行投机，进而成功。而作为投资人，他可能不会像那些公认的投机者那样迅速收益。但是很明显，成功的投资者与有头脑的投机者的区

别，只有程度上的差异，而不是类型上的不同。

投机与生活成本

一个已经挣了一大笔钱，却不知道如何以最佳的方式保有这些财产的人常常会这样抱怨：“挣钱容易存钱难。”像肯尼斯·范·施特姆这样的投资研究者近期做了研究，他的一篇名为《投资与购买力》的文章发表在了《巴伦周刊》上。然而这篇文章并没能解决那个寻求保护财产的人的困扰。过去那种以债券和抵押贷款等为主的保守投资策略，已经遭到了当代权威们的猛烈抨击。这些专家们强调，稳健的投资政策应涵盖所有基金的普通股，这样股票的股息收入才可以抵消生活成本的持续增长。换言之，保守的投资人想维持真正意义上的和名义上的财产价值，就必须给自己创造一个收获投机利益的机会。这种说法再一次强调了，从实务的角度很难区分投资者与投机者。

当投资者已充分认识到，他应该抱有获取投机利润的心理时，他就很可能会再往前走一步。即使是绩优股票，也会发生意外；不论是为了保护自己，或者是为了保护资金的实质价值，不受生活成本增加的情况下，保证资金的真实价值，投资者购买的证券必须至少有一部分是预期有盈利的。如果这部分盈利正好能抵消偶然的损失及生活费用的增加，那他就不可能从中获取利润。面对这种可能的情形，投资者自然会寻求稳妥的方法，避免犯下错误，以便获取稳定的净收入，即便这可能需要几十年。从某种程度上说，他已经跨越了投资者与投机者的界限，成了一个投机者。至于寻求资本收益的希望究竟可以实现到什么程度，一方面要看自己的性情而定，另一方面要看他能付出多少时间和精力来研究证券价值而定。

成功之路

通往投机的成功之路在于研究价值。成功的投机者必须购买或持有那些售价低于真实价值的证券，从而避免购买或售出那些高于真实价值的证券。成功的投资者应该遵循同样的策略。有的投资人购买价值低估的证券，目的是想追求更高的长期投资报酬；有的投资人是追求资本利得，一旦价值低估的证券经过调整与正常股价相持平时，就能给他们带来资本收益。

影响投机者的一个重要因素就是完成这种价格调整所需要的时间。就这方面来说，投资者和投机者的立场截然不同，投资者不关心时间问题，但时间问题却增加了投机者活动的复杂性。证券同服装一样都有流行期，一只证券的价值可能被低估，但如果它落伍了，那么对于投机者来说它就没有任何意义了。所以，除了要研究真实价值的要素外，投机者还要去学习股市心理学。

股票与地产的相似之处

影响着证券的价值的因素有无数个。一个想成为成功投机者的业余证券商，将会发现研究价值不是入门之道，相反，他会觉得投机虽然复杂，却非常有趣，而且也很有赚头。本质上来讲，就像其他任何领域一样，证券价值主要靠比较之后确定。这就好比一个出色的地产评估师，会把某一地产的价格与他所知道的同一类别的其他地产的最新售价相比较，虽然它们每一个都不是完全相同，但经过适当的调整后，就可以合理地估计出真实价值。在证券市场中，出色的证券交易者同样也会把一种证券与他所知道的其他证券相比较，斟酌它们之间的差别，然后对其出售价格做出评估。同样，他也十分关心证券价格水平的总体趋势，这时他必须通过比较证券市场现状和过去某段时间内的类似情况，以此来

判断整个证券市场的行情趋势。

仅仅用一章的篇幅，实在很难详细讨论证券价值和价格趋势的诸多影响因素，甚至只单独讨论价格变动这一影响证券价格最重要的因素都是不可能的。然而，要回答“什么是投机”这个问题，也许说得足够了。事实上，投机与投资密不可分。投资者必须承担一定程度的投机风险，聪明的投资者会追求投机利润的方案。如果他有时间、适合的性格和能力，那投资人可能会进一步追求投机利润，而不是去选择红利和资本利息。通过这一方式他可以对投资者提供颇有价值的服务，就像投资先锋那样帮他们寻找盈利最多的投资渠道，一方面增加投资财产的市场流通性，另一方面协助这台主要服务于投资者的金融机器正常运转。

第二章 证券市场机制

走进美国任何一个大城市的金融区，看看门口的招牌，在各个公司的名字下面有各式各样的说明标识。最常见的是“纽约证券交易所会员”，还有其他的一些，比如“经纪人”“投资证券”“投资公债”“银行家”“贸易商”和“专家”等名称。即使两家公司用完全一样的词语或短语来描述他们的生意，但事实上他们可能经营着完全不同类型的证券，给客户提供截然不同的服务质量。因此，众多为投资者或投机者提供服务的公司，都成为这个投资与投机大机器的一部分，这台机器每年将美国人节省出来的大约 1000 万美元投入到各种盈利渠道中，并维持着这样一个已有数十亿证券上市的证券市场。这台机器极其复杂，与个人的接触也非常频繁，因此有钱人通常是很偶然地，而不是出于明智的抉择就进入股票市场的事，也就没什么奇怪的了。

代理人

总的来说，经营证券业务的公司可以分为两类：一类是投资银行或者是商业银行，另一类是经纪人。前一类公司用自己的账户买进大笔证券，然后再零售给投资公众。本质上来讲，这种公司与街头小商贩成桶

购进食糖，又以每份 5 镑的价格零售出去没有区别。而经纪人却提供着完全不同类型的服务。经纪人也是代理人，他们一接到客户买进或卖出委托单后，就开始以最有利的价格，为他们的客户寻找卖主或买主。然后从这种服务中收取少量的报酬。与投资银行家们依法拿走的利润相比，他们所获得的报酬只是其中很小的一部分。事实上，虽然经纪人和投资银行家的作用差别很大，但很多公司在同时扮演这两种角色。某些大型经纪商也积极买卖证券，包括债券和股票。而一些大的投资银行都设有活跃的证券部门，该部门承接各大市场上的股票交易订单，并收取一定的费用。

投资银行

证券经销公司通常是债券交易商。美国城镇、州郡、铁路、公用事业以及工业公司所发行的长期债券时，往往都是通过债券发行给国内的大商业银行家的形式获得的。而股票通常不采用这种形式上市，也不像债券那样发到投资公众手中。因而有很多投资银行只从事债券交易，也有成百上千的银行只做一种债券生意，比如市政债券、不动产抵押债券或是公用事业债券。投资银行派出成千上万的推销员到家庭、商店或者办公室去寻找投资者，尝试转卖手中的债券，以赚取差价。这些销售人员和他们所代表的公司，通常仅对他们自己买进的债券感兴趣，却往往对其他债券没有详细的了解或者是明智的判断。

业余证券投资者

通常情况下，证券公司对投机者不感兴趣。因为他们发行的公债大多有固定的资本回报率，基本上没有资本增值机会。这一情况有时发生在牛市，股票价格会突然激情洋溢地上升两三美元。那些习惯以此获取小利的投机者，并不是证券公司的理想客户。他们更喜欢那些把债券当