

经典回放

HZ BOOKS
华章经管

欧洲第一本介绍证券图的使用和分析技巧的书



投资的艺术

(英) 亚历克·埃灵厄 著 方军 吴襄 译

The Art of Investment



机械工业出版社
China Machine Press



投资的艺术

(美) 亚历克·埃灵厄 著 方军 吴襄 译

The Art of Investment



机械工业出版社
China Machine Press

Alec Ellinger: The Art of Investment.

Copyright ©2000 John Cuningham.

Copyright ©1955, 1961, 1971 Alec Ellinger.

All rights reserved.

Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons, Inc公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书版权登记号: 图字: 01-2001-0689

图书在版编目(CIP)数据

投资的艺术/(英)埃灵厄(Ellinger, A.)著;方军,吴襄译.-北京:机械工业出版社,2002.1

书名原文:The Art of Investment

ISBN 7-111-09565-0

I. 投… II. ①埃… ②方… ③吴… III. 证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2001)第081797号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:王磊 版式设计:赵俊斌

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2002年1月第1版第1次印刷

850mm×1168mm 1/32·12.125 印张

定价:24.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

译者序

亚历克·埃灵厄 (Alec Ellinger) 的《投资的艺术》，是一部介绍投资分析方法的经典之作。该书首次出版至今已将近半个世纪了，虽然时过境迁，但它仍受到出版商和读者的青睐，可见，这本书是有生命力的，其内容是经得起时间考验的。鉴于此，我们把它翻译过来，奉献给那些对证券投资感兴趣的中国读者。

埃灵厄在《投资的艺术》中首先介绍了证券市场波动的一般理论。证券价格的波动根本上是供求关系的变化所致，因此进行技术分析的前提是要对证券市场(包括市场的主体，投资者和市场的客体，各类证券)有一个充分的了解和认识。同时，市场又是处于运动状态当中的，因而趋势的概念对于技术分析极为重要，正因为有趋势的存在，技术分析才有预测功能可言。作者还向读者介绍了股票价格指数、固定利息证券指数、股息、信任度、升降线和活跃性等基本的投资分析工具，借此，投资者可以分析趋势、作出判断。在接下来的部分中，作者从理论过渡到了实践。他联系证券市场的实际，分析了投资理论在投资实践中的运用，并用很大篇幅介

MAO 28/03

绍了如何运用证券图帮助我们进行投资决策。他特别强调解析图形的重要性，并结合大量实例，对各种形态模式进行了分析和说明，同时介绍了利用图形判断趋势变化的经验和技巧。读过之后，人们会感到确有奥妙在其中。

《投资的艺术》是一本技术分析著作，那么又如何看待技术分析呢？对于技术分析，人们褒贬不一，怀疑者大有人在，盲从者也比比皆是。实际上，技术分析是一种方法，也仅仅是一种方法。成功的投资，必须将技术与公司基本面分析有机地结合起来，与宏观经济形势紧密地联系在一起。技术分析的价值也是不容否认的，它有其科学的理论基础，也为长期的投资实践所证明。问题不在技术分析这个工具上，而在工具的使用者身上。如果是机械地套用而不是灵活地运用，再好的方法也难以收到好的结果。

让我们再回到中国当前的证券市场上来。我国证券市场十余年的发展所取得的成绩是有目共睹的，然而其中的缺陷和问题也不少。在一个尚不规范的证券市场中，技术分析的作用自然会受到局限，也容易被他人恶意利用。这就需要投资者保持更加清醒的头脑，也要求投资者对技术分析有更加深入的理解和把握。应当相信，随着我国证券市场的不断规范和发展，真正的技术分析将会有越来越大的用武之地。

本书的翻译工作由方军和吴襄共同承担。王新、张东风、钱小安、马慕良、侯秉乾、邢志宏、杜庆鑫、任应武、侯天耀对本书的翻译提供了审核、指导及其他方面的帮助，方志夫、英润兰、吴修源、陈以乾以及本书责任编辑王磊女士为译者提供了很大帮助，也为本书的翻

译及出版付出了辛勤的劳动，在此一并表示感谢。由于译者水平有限，翻译中难免有错误和不当之处，敬请读者予以批评指正。

方 军

2001年9月26日于北京

第1版引言

本书的目的是用简洁易懂的术语来解释实际投资的一种理论根据。并不是说这里所讨论的方法是投资者借以获得成功的惟一方法。这种方法据说在美国得到了广泛运用；而其在英国的运用程度还不很清楚。

美国人能够充分利用证券图，大概是因为他们相信他们在图中所看到的比他们在华尔街所听到的更为可靠，美国投资理论的基础与英国的不同。纽约市场与伦敦市场之间的实际差异是很大的，以致两个市场不需要遵循一个共同的理论。

然而，美国人使用证券图的主要理由是正确的，在伦敦市场上使用它们也会一样有效。我们在伦敦市场的证券图中所看到的通常比在思罗克莫顿街所听到的更为可靠。

除了它们的预测功能外，证券图的最大价值在于它显示了过去曾经发生了什么以及现在正在发生什么。因此无须解释为什么本书需要大量的图示。很多人都发现，用图来说明比用文字来描述更易于理解，而且对于作者来说，以图来说明比用词来解释也更为容易一些。

像这样的一本书，最重要的是要求它应当从普通读者容易理解的术语开始写起，随着内容的不断深入，技术术语可

以被介绍、解释和使用。但基本的假设是，读者在开始时对这一题目一无所知；而对于那些对此的确有一定了解的读者，应允许其跳过部分章节。

有关证券图的大部分书籍都是以一种图形分析的行话进行表述的——这也许是出于无心，也许是一种故意的策略。术语并不总是难懂的，但对于初学者来说它绝对是令人困惑的。其结果是，图形分析师使人们远离了他们的信条，而不是让投资者皈依它们。

本书写作的目的是向读者解释事物，而不是对他们隐瞒事情；出于这个目的，我们有选择地使用术语。

人们可能会认为，实际投资并不需要一个理论根据。你可能认为1951年4月2日在证券交易所挂牌交易的9 706种证券中的每一只都是一样好，但这种观点经不起时间的检验。1951年4月2日以后，其中一部分证券的价格上升了，而另外一些则下降了。你可能认为证券价格的上升或下降纯属偶然，随意地选择一只证券去投资，与运用一些其他的方法效果是一样的。然而，人们每天都会就证券的问题向某些人请教，这有力地说明了人们普遍相信，那些掌握一些方法的人知道哪些证券会上涨，哪些证券会下跌。

一般公众期望专家能够作出关于投资的谨慎决策，这些决策应当是尽可能合理的，并且它们以某些原则为基础。如果这些原则是相互协调一致的，它们就可以结合在一起构成一个理论；如果这个理论与外部事实相符合，它就几乎肯定是正确的。如果这些原则不是协调一致的，而是自我矛盾的，它们中的一些肯定是错误的（并且可能全部是错误的）。

VIII

如果理论确实有一些用处，它不仅必须内部协调一致，而且也必须经得起外部实践检验。它必须能够引导投资走向成功，即实现资本的保值和增值，并且能够从中获取可以利用的收入。

像这样的理论，要求有两个主要的优点：它必须是可理解的，并且必须是可操作的。读了这本书的投资者，必须能够理解它的基本原理，并在理解的基础上将其运用到实践当中。

我们接下来必须考虑一下本书所要讨论的范围，也就是哪些内容将会纳入书中，哪些将被省略掉。宽泛地说，我们这本书的主题是关于在伦敦证券交易所买卖证券的投资。由于证券交易委员会也会准许它的会员（证券交易所理论上是一个私人俱乐部，而实践中则是一个公共机构）去交易那些在其他证券交易所挂牌上市的证券，这些证券被纳入我们讨论的范围的可能性较小。我们将必须考虑不列颠群岛上的其他证券交易所，也许还有像南非的约翰内斯堡证券交易所和纽约证券交易所等一些欧洲以外的证券交易所。

关于作为证券交易场所的证券交易所，我们就说到这里。那么在证券交易所中交易的证券是什么呢？它们是政府、市政当局和公共理事会发起的债券，公司发起的债券（公司债券在英国通常被称做“debenture”，在美国被称为“bond”），以及公司股票。股票有两大类，即优先股（享有从公司盈利中获取固定比率股息的权利）、普通股（在优先股股东的权利被满足之后，享有获取公司剩余利润的权利）。我们必须考虑单个的股票，也必须考虑一组证券的行为，如石油类股票或运输类股票；而且我们发现，使用股票价格平均数，并计算出每个星期的平均价格，可以给我们带来方便。

通过这一方式，我们不仅可以从单只股票过渡到一组股票，而且也能进一步延伸到整个市场。当有人提出“市场是什么样的？”这个问题时，他想要知道的是证券交易所中绝大部分证券的一般行为，而且这个问题假设，整个市场在任何时候都有一种共同的行为。一般来说，我们发现在任何时候，在所有按固定利率支付的证券中存在一种行为，在大量可变股息证券（普通股）中也存在一种行为，而金矿股票的行为经常是不同的，在其他采矿股票和种植园股票中也时常存在例外的情况。

在固定利息证券中，本国政府的借款最忠实地反映了自己国家的利率变化（如果利率3.5%的战争借款从100英镑下降到87.5英镑，利率就已从3.5%上升到了4%。）；如果外国政府继续还债的可能性大，外国政府借款也能反映利率的变化；但如果其可能性不是很大，或根本就不存在，利率对债券价格所产生的影响就会有很大不同。同样，只要公司的信用好，公司债券和优先股也会主要受利率变化的影响，但是如果人们对公司是否会支付优先股股息和公司债券利息存在疑问，关于“是否？”和“多少？”的疑问远比总体利率的变化更为重要。

我们可以得到仅包括英国政府债券价格的平均指数，也可以得到包括最高等级的英国政府债券和工业类固定利息证券的平均指数；据此我们可以研究长期利率的变化。这些平均指数可以很便利地表现固定利息证券市场。这里也有普通股价格的平均指数，以表现普通股市场的情况。

对于个股（也对于其运动依赖于个股的整个市场和类别平均指数），我们必须首先研究价格。收入可能是投资的主要目标，但是资本是取

得收入的关键，因此，对任何证券而言，价格总是最重要的。接下来我们必须考虑证券所支付的利息和股息。用利息或股息除以价格再乘以100，我们就得出了“收益百分比”。它通常被称为“收益率”，只要当前的利率或股息率能够存续，它就可以显示用100英镑投资于处于某一价位的某一证券所获得的收入如何。最后，我们必须研究“盈利”，它是以可供股东分配的总额除以全部证券资本来衡量的。我们可以从盈利中得出三点：一是当期获取的股息如何，二是董事会可以分配多少，三是对未分配利润的投资盈利能力的关心增加了多少。

我们要理解影响价格的力量和方式，对市场机制做些研究也是必要的。这种机制的大部分与本书的目的无关。这样的一本书，也不需要描述证券交易清算的规程和证券经纪公司的运作。投资者需要知道市场是什么、市场如何运转，以及影响它的人和机构。他必须理解证券交易所是一个市场，而且它由9 700多个更小的市场组成，因为每只证券都是一个拥有各自不同特征和不同投资者的市场。

在这里请允许我插一些关于我个人的话题。人们有时会问我有什麼资格去写一本关于投资的书。我不是经济学家，不是精算师，也不是统计师。尽管我在剑桥生活（因为我喜欢生活在剑桥），却是牛津大学毕业的，我在那里所学的专业是古典文学。因此，读者不必害怕受到深奥数学的困扰；这里所需要的数学知识仅相当于初中毕业的水平。在离开牛津以后，我在兰开夏做了三年生意（一部分在曼彻斯特，一部分在远东），直到日本人发动战争和商业萧条出现后才停止。后来我又在伦敦的一家证券经纪公司工作了十年。再往后是五年半的军旅生活；退伍以后，我成了一名投资顾问。

在自战争结束到1950年的那段时期，我过着一种可以被描述为“实际隐居”的生活，所谓“隐居”，是因为55英里远的距离把我从思罗克莫顿街的忙碌和纷扰中解脱了出来，并使我有更充裕的时间去思考；所谓“实际”，是因为我根据思考所得出的理论结论总是能够在证券交易所的实际“实验室”中得到验证。当我的理论引导我相信某只证券可能会上升时，我就会伸手拿起电话，用我有限的财产去买一些。当我的理论引导我相信某种证券可能会下降时，我就会给经纪人打电话，也许在超出我财产范围之外去卖一些。这个时期的实践总结，已经运用到了收集数据、形成结论当中，有时还把那些结论放到实践中去检验。这些方法似乎是人们所能发现的关于投资的惟一方法。

我最应当感谢那些在1946年大胆向我咨询的投资者；为他们工作的结果使我得出了这些结论。我还要感谢《投资者评论》、《证券交易所公报》和《投资者年鉴》的编辑为我公开发表我的观点提供了版面（并且还付了我稿费），特别是要感谢那些对我的冗长之作予以容忍的《投资者评论》的读者。从我的作家前辈到我在新闻界的同辈，他们都给了我巨大的启发和帮助，并且我必须提及研究投资的人不能不读的两本书：昂阿斯（L. L. B. Angas）所著的《投资》（*Investment*）和哈格里夫斯·帕金森（Hargreaves Parkinson）晚年所写的《普通股》（*Ordinary Shares*）。

我还要对《金融时报》、伦敦—剑桥经济服务公司和穆迪服务公司允许我使用并图示他们的各种指数表示感谢。

序

在市场表现得更加关注短期利润、投资者更加狂热地寻找能够创造新奇迹的股票的当今时代，亚历克·埃灵厄看到他的著作的再版，一定会非常高兴。他坚信，成功的投资必须建立在全面理解控制市场的长期力量的基础上，并赞同西班牙出生的哲学家乔治·桑泰阿恩阿（George Santayana）的那句名言——“那些忘记过去的人将会被历史的重复所惩罚”。于是，对他来说，他在英国所开创的运用图形进行的技术分析，其魅力在于以历史的眼光看待今天的价格运动。对他来说，知道投资者过去在何时买进和卖出，同最大限度地了解公司财务的详细情况是一样重要的。长期的经验也使他明白，所有市场运动都基于控制投资者行为的两大情绪——贪婪和恐惧。要想获得持续的盈利，投资者必须能够判断出目前市场上是哪种情绪占据着上风。

仔细阅读埃灵厄的书，可以使投资者把自己武装得更加充实，以应对如今极其易变的市場。虽然我们已进入到了一个新的千年，但我们仍同从前一样使用着这些投资术

语。市场条件发生了变化，但人们的反应很大程度上仍重复着原来的方式。

约翰·昆因汉

2000年1月

第3版前言

本书的第1版主要是在1952年下半年和1953年写作的，于1954年初完成。1960年的第2版在内容上有了一些增加和改动。现在的第3版写于1970年1月到7月间。目前这一版做了很大改动和增加，但第1版中的大部分内容像它在最初一版时那样有效，无须改变。

改动是基于两个主要原因做出的。一个是市场及其总体背景在20世纪40年代末和20世纪50年代初发生了巨大的变化。二是作者学到了很多他在15年或20年前不知道的东西。

在英国，投资分析直到20世纪50年代初还只是在一个相当小的范围内存在。基本面分析方法的广泛运用是在1948年公司法案出台后才开始的，而投资分析师协会直到20世纪50年代中期才成立（直到1969年我们才有了图形和技术分析师协会）。研究活动有了巨大的扩展；设有研究部门的证券经纪公司对其进行了扩充和完善，而且利用计算机为他们工作，原来被经纪人所雇佣的统计师们，现在也有了一块可以精心研究的小天地。

不仅经纪人变化了；市场也变化了。随着信托基金数量的增加和与人寿保险相关的股票的成长，直到20世纪50年代

其规模还很小的单位信托基金，在20世纪60年代特别在最近几年得到了扩张。单位信托基金和契约型储蓄的成长，似乎减少了个人投资者的市场活跃性，而且机构性业务变得越来越重要了。证券交易所的交易量没有萎缩，交易量可能在最近的股市繁荣中达到了它的最高水平，而工业类股票的最高交易笔数记录则出现在1959年大选时。

20世纪60年代是股票风靡的10年，它显示出投资者有多么盲目；他们必须越过海峡去看看欧洲的其他市场，其中有很多市场至今未能再达到它在1960年、1961年和1962年时的高价格水平。在1970年，我们看到金融时报工业普通股指数处于1959年顶部之下，尽管1962年4月在一个不很高的价格水平上开始推出的金融时报精算师500种指数稍好一些。

在此期间，人们对图形的兴趣及运用都有了很大提高。在1948年之前，当我们只有公司的基本数据时，人们可能会认为图形是不可缺少的，但从那以后，由于供分析师进行公司基本面分析的数据质量得到改善，人们可能会认为图形的必要性降低了。持这种观点的人可能没有把在“投资研究”开始制作证券图集并卖其影印件之前证券图的难以获得太当回事儿，或者没有意识到证券图在1947年时的利用是相当肤浅的，而其在1970年时得到的合理利用，能够使人们的研究充实一千倍。（在我看来，这可能还是低估了的。）

这需要相当开阔的视野。人们肯定没有想像到，英国海外投资是从波塞冬(Poseidon)开始的；澳大利亚的采矿风潮只不过是英国海外投资的长资本流系列的一个环节。遥远的前景通常是极其诱人的；回顾一下南海泡沫吧！这里也出现了持续足有一个世纪的对美国市场的热

衷；现在已并入克雷恩沃特·本森(Kleinwort Benson)的罗伯特·本森(Robert Benson)，在19世纪50年代积极参与了美国铁路融资，它与赫塞尔蒂尼(Heseltine)、鲍威尔(Poell)一样，仍然是在伦敦证券经纪人中享有很高威望的公司。卡菲尔(Kaffir)热潮更接近人们的记忆。在20世纪第一个十年中期注册的那些重要的石油公司，使人想到将会有有一个石油热潮出现，而在一两年后，更大的橡胶热潮使此类股票在英国的证券交易所引起了投资者的普遍兴趣。20世纪40年代和20世纪50年代也出现了卡菲尔热潮，但可能不像20世纪30年代那样大；在1956年和1957年，加拿大也出现了石油热潮。人们对欧洲股票的兴趣在20世纪50年代末开始增强，而投资者在这方面的经历到目前为止是相当不愉快的。但是如果英国加入共同市场，欧洲股票可能就会成为英国人投资的更重要的媒介。

我们还必须面对新的货币和新的投资媒介。美国的国际收支逆差加上伦敦城的金融创造性，造就了欧洲美元，并且给我们带来了一些美国的投资惯例、可转换债券（在英国，它一般不是一种债券，而只不过是一种无担保的借款证券）和担保。在瓦尔堡，人们还发明了浮动利率债券。今后我们无疑还会看到更加奇怪的创新。

也许对于我的读者来说，更重要的是要看看我在写完第1版后从20世纪40年代末和20世纪50年代初所目睹的事情中又学到了多少。我一直在使用证券图，并且希望能从干中学。市场变化了，而且表现出新的经验；我怀疑“头肩”模式在二战后期到1952年底部之间的时期是否真的重要，但它从那以后变得很重要了。爱德华兹与迈吉(Edwards & Magee)的《证券趋势的技术分析》使我受益匪浅，在书中他们强调