

新  
曲  
线  
出  
品

New Curves

# The Intelligent Investor

第4版

# 聪明的投资者



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”

[美] 本杰明·格雷厄姆 著  
Benjamin Graham

王中华 黄一义 译  
刘建位 审校

“有史以来，关于投资的  
最佳著作。” ——沃伦·巴菲特



中国工信出版集团



人民邮电出版社  
POSTS & TELECOM PRESS

	BID	ASK	
10.375	Nov 04	115.12	115.1
4.250	Aug 30	109.00	108.8
6.500			109.1
11.750			120.1
10.000			116.1

5.000	Aug 11n	98.21	98.1
14.000	Nov 11n	198.12	198

99.24	4	3.14	12.500	Aug 14	164.17	164
100.23	4	3.21	11.750	Nov 14	140.24	140
10.05						
17	7	3.26	9.875	Nov 15	139.26	139

175	Aug 02n	102.02	101.03	-1	1.68	6.000		
125	Aug 02n	101.05	101.06	-1	1.76	7.250		
250	Aug 02n	101.14	101.15	-1	1.70	13.750	Aug 04	
375	Sep 02n	101.14	101.15	-1	1.72	5.875	Nov 04	
700	Sep 02n	101.22	101.23	-1	1.80	11.625	Nov 04	
750	Oct 02n	104.20	104.21	-1	1.68	7.500	Feb 05n	
525	Nov 02n	101.29	101.30	-1	1.89	6.500	May 05n	
750	Nov 02n	102.00	102.00	-1	1.89	6.750	May 05n	
125	Dec 02n	105.28	101.29	-1	1.96	12.000	May 05	
525	Dec 02n	102.05	102.06	-1	1.97	6.500	Aug 05n	
750	Jan 03n	101.26	101.27	-1	2.04	10.750	Aug 05	
900	Jan 03n	102.11	102.12	-1	2.04	5.750	Nov 05n	
250	Feb 03n	103.00	103.00	-1	2.12	5.875	Nov 05n	
750	Feb 03	106.07	106.08	-1	2.13	5.625	Feb 06n	
525	Feb 03n	101.28	101.29	-1	2.11	8.375	Feb 06	
300	Feb 03n	102.17	102.18	-1	2.13	4.625	May 06n	
750	Mar 03n	101.27	101.28	-1	2.20	6.875	May 06n	
300	Mar 03n	102.26	102.27	-1	2.22	7.000	Jul 06n	

108.11	108.12	7	4.28	7.500	Feb 26	113.01	113
95.08	95.09	8	4.62	7.625	Feb 25	121.21	121
103.29	103.30	4	2.54	6.875	Aug 25	112.13	112
107.24	107.15	9	4.48	6.000	Feb 26	101.13	101
108.04	108.05	9	4.55	6.750	Aug 26	111.02	111
109.11	109.12	9	4.52	6.500	Nov 26	107.28	107
108.29	108.30	9	4.61	6.625	Feb 27	109.18	109
102.25	102.26	-1	1.97	6.375	Aug 27	106.13	106
104.11	104.12	6	2.78	6.125	Nov 27	103.07	103
104.00	104.00	10	4.69	7.625	Apr 28	104.25	104
					8	95.00	95
					8	91.22	91
					9	91.25	91
108.10	108.11	7	2.95	5.875	Apr 29	109.10	109
105.19	105.20	6	2.94	5.125	Aug 29	103.19	103
103.09	103.10	12	4.93	6.250	May 30	105.25	105
110.20	110.21	4	2.25	5.375	Feb 23	95.24	95

# 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

刘建位 审校



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 著；王中华，黄一义 译。

—北京：人民邮电出版社，2016.3

ISBN 978-7-115-41359-8

I . 聪… II . ①格… ②王… ③黄… III . ①投资 - 通俗读物 IV . ① F830.59-49  
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 001563 号

Benjamin Graham

**The Intelligent Investor**, Fourth Edition

ISBN 0-06-058328-2

THE INTELLIGENT INVESTOR, Revised Edition, Copyright © 1973 by Benjamin Graham.  
Simplified Chinese Translation copyright © 2016 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
- 审 校 刘建位
- 策 划 刘 力 陆 瑜
- 责任编辑 徐向娟 王伟平 王润秋
- 装帧设计 陶建胜
  
- ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路11号  
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn  
网址 <http://www.ptpress.com.cn>  
电话 (编辑部) 010-84937150 (市场部) 010-84937152  
三河市少明印务有限公司印刷  
新华书店经销
  
- ◆ 开本：710×1000 1/16  
印张：21  
字数：320千字 2016年3月第1版 2016年3月第1次印刷  
著作权合同登记号 图字：01-2010-8049

ISBN 978-7-115-41359-8

---

定价：68.00 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。

Through chances various, through all  
vicissitudes, we make our way. . . .

*Aeneid*

To E.M.G.



# 巴菲特会如何解读《聪明的投资者》

——解读巴菲特序言

1949年，《聪明的投资者》第1版出版。1950年，19岁的大四学生巴菲特读到此书，猛然顿悟：原来这才是真正的投资之道，这绝对是最伟大的投资书。

于是巴菲特申请到哥伦比亚大学商学院读研究生，目的就是去听格雷厄姆讲的投资课。一年后毕业，巴菲特申请到格雷厄姆的投资公司无偿工作，但遭到拒绝，因为格雷厄姆想给犹太人更多工作机会。巴菲特回到老家，在父亲开的证券经纪公司工作，坚持经常写信给格雷厄姆，汇报自己的投资见解。又过了三年，格雷厄姆终于同意，于是巴菲特来到纽约，进入格雷厄姆的投资公司工作，看老师做投资，跟着老师做投资，两年时间就把个人资产从9 800美元增长到17 400美元。

1956年格雷厄姆宣布退休。巴菲特重回家乡，组建了自己管理的投资公司，完全模仿格雷厄姆投资公司的运作模式和投资策略。结果青出于蓝而胜于蓝，到1969年，巴菲特十三年的年收益率为29.8%，个人财富超过2 500万美元，是导师退休时一生累计财富的10倍以上。

1970年格雷厄姆准备修订《聪明的投资者》第4版，由于身体欠佳，钦点巴菲特修订。后来他身体康复之后，还是自己亲自做修订。这就是我们现在看到的1972年本书的第4版。

1969年巴菲特关闭投资公司，控股伯克希尔，开始更伟大的投资传奇。从1965年到2014年这50年，巴菲特管理的伯克希尔公司盈利增长超过7 500倍，股价累计增长超过1.86万倍；2015年巴菲特的个人财富超过720亿美元，成为有史以来赚钱最多的投资人。2008年巴菲特登上《福布斯》杂志富豪榜世界首

富的位置。

距离 1970 年 76 岁的格雷厄姆邀请巴菲特修订《聪明的投资者》，时间又过去了 45 年，巴菲特的投资业绩又增长了 3 000 多倍，年纪从 40 岁到了 85 岁，最有资格修订格雷厄姆《聪明的投资者》的肯定是他。我想，巴菲特会做出哪些修订呢？

我个人认为，巴菲特会像他在怀念恩师去世的文章中总结的那样，建议投资者学习格雷厄姆，做好三件事：

## 第一，做些傻事——防御型做分散投资，定期定额投资指数基金

格雷厄姆把投资者基本上分成两大类型——“防御型”和“进攻型”。“防御型（或者说消极型）投资者的第一大目标是避免重大错误和重大亏损，他最主要的精力当然都放在防守上；第二个目标是轻松自由，不需要经常分析决策，省心省力，省时省事。”（导言）

显然大多数业余投资者，更适合做防御型投资者。格雷厄姆建议防御型投资者要遵循四大选股原则：适当分散投资 10 到 30 只股票；选股要选大型企业、杰出企业、融资保守的企业；股息持续发放 20 年以上；市盈率不超过 25 倍。（第 5 章）

事实上对于业余投资者来说，这样操作还是有些复杂。1976 年，指数基金问世，一切都简单了。

巴菲特从不推荐买入任何股票，过去 20 年却 10 次推荐指数基金：“对于绝大多数投资者来说，成本费率低的指数基金就是股票投资的最佳选择。我的导师格雷厄姆在很多年前就坚持这样的立场，而此后我经历的一切进一步证实了这一看法的真实可靠性。”

巴菲特（1993）说：“透过定期投资指数基金，一个什么都不懂的投资人通常都能打败大部分专业经理人，很奇怪的是，当傻钱了解到自己的极限之后，它就不再傻了。”

即使你什么也不懂，在投资上像个傻子，不懂宏观经济，不懂行业，不会分析公司基本面，不会选股，也不会择时，只需要定期定额投资一只全市场指数基金（如美国的标准普尔 500 和中国的沪深 300 指数基金），什么都不用管，就相当于那些非常专业的基金经理的平均业绩水平，因为这些基金经理管理的资金占市场的大头，其平均业绩水平就是市场平均业绩水平。

巴菲特用十年时间和百万美元打赌，结果他选择的指数基金大胜专家选择的对冲基金组合，这证明巴菲特（1996）说的是对的：“最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金。通过投资指数基金，在扣除管理费和其他费用之后，所获得的净收益率肯定能够超过绝大多数投资专家。”

## 第二，做些趣事——进攻型做价值投资，强调安全边际

如果你属于少数进取心非常强的人，不满足于追平市场平均业绩，有时间、有精力、有野心去战胜市场，那么你可以选择做进攻型投资者。格雷厄姆这样定义：“进攻型（或者说积极型、进取型）投资者的最核心特征是，愿意花费大量时间和精力，选择比一般证券更加稳健可靠而且潜在回报更有吸引力的证券。”（导言）

“按照定义，进攻型投资者会比防御型投资者多付出很多时间和精力，多用很多分析技能，目标是多赚一些钱，取得更好的投资业绩。而防御型投资者不想多花时间精力，只要取得市场平均业绩就行。”（第 7 章）

格雷厄姆在第 7 章首先分析并否定了两种特别流行的投资策略，采用技术分析及采用成长投资选股，都不靠谱。然后格雷厄姆根据自己超过 50 年的证券投资经验，加上自己做的很多研究，向进攻型投资者推荐以下三种投资策略：第一种策略是购买相对不受市场追捧的大公司股票；第二种策略是买进被严重低估的便宜货股票；第三种策略是特殊情况或“破产债务重组”股票套利。三种策略彼此有很大不同，每一种策略都要求实践者具备不同类型的知识背景和情绪性格。

格雷厄姆本人是买便宜货股票为主，特殊情况套利为辅。巴菲特早期完全模仿格雷厄姆，但是后来他发现，非常低估的便宜货股票后来变得很少，于是转向第一种策略，购买相对不受市场追捧的大公司股票。

巴菲特后来总结自己的选股之道是寻找超级明星股：“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利——我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。寻找超级明星股的投资之道，给我们提供了走向真正成功的惟一机会。”

“我们的投资仍然是集中于很少的几只股票，而且在概念上非常简单——真正伟大的投资理念常常用简单的一句话就能概括。我们寻找的是一个具有持续竞争优势并且由一群既能干又全心全意为股东服务的人来管理的企业。当发现了具备这些特征的企业，而且我们又能以合理的价格购买时，我们几乎不可能出错。”

不管什么选股策略，格雷厄姆强调最根本的投资基本原则都是安全边际：“有一个古老的传说，有一位最智慧的智者，看透人世间种种生死大事，最终归结成短短一句话：‘一切都会过去。’我在证券市场摸爬滚打五十多年，回顾一生经历过的、看到过的种种投资大事，也面临类似的挑战，如何把稳健可靠的投资理念归结成同样短短的一句话，我们知难而进，勇敢地提出一个投资座右铭——安全边际。”（第20章）

安全边际的功能是让你能够安心：“安全边际的功能基本上可以概括成一句话，有了充足的安全边际，就用不着准确预测公司的未来盈利了。只要安全边际很大，就足以让投资者假定公司未来盈利不会远远低于过去的平均水平，面对投资世界沧海桑田变幻无常，感觉盈利相当有保证了，心里就踏实多了。”（第20章）

基于安全边际进行价值投资，用巴菲特的话来说就是：“用4毛钱的价格去购买价值1元钱的股票。”巴菲特在19岁时就从格雷厄姆书中读到了安全边际原则，做了一辈子投资的他感叹道：“安全边际原则仍然非常正确，非常有效，

永远是投资成功的基石。”所以巴菲特特别强调一定要好好阅读本书的第 20 章，也是最重要的一章，这是格雷厄姆所有门徒的成功基石。

“我坚信股票市场中存在着许多无效现象。格雷厄姆与多德部落的投资人之所以成功就在于他们利用市场无效性产生的价格与价值之间的差异。在华尔街上股价会受到羊群效应的巨大影响，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人决定股价的高低时，所谓市场价格是理性的说法很难令人信服。事实上，市场价格经常是荒谬愚蠢的。……如果你以 6 毛钱买进 1 元钱的纸币，其风险大于以 4 毛钱买进 1 元钱的纸币，可是后者的预期报酬却更高。基于价值构造的投资组合风险更小，预期报酬却高。”（附录巴菲特演讲）

其实价值投资就是逆向投资，在股市过于低估时买入，而在股市过于高估、安全边际太小甚至消失时卖出。这正符合格雷厄姆所说的，做些与众不同有新意的趣事。

### 第三，做些好事——帮助别人，成就自己，利人利己

找到好公司容易，找到具有相当大安全边际的好公司的股票也不太难，难的是情绪，无论是市场过于低估的大盘股，还是严重低估的便宜货股票，都是市场非常不看好的，看好就不会过于低估，不会过于便宜了。能不能克服人性的从众心理，隔绝市场巨大的情绪影响力，保持理性，这是最大的挑战。投资者最大的敌人也是他最好的朋友，就是市场。格雷厄姆称它为市场先生。他在第 8 章讲了市场先生的寓言。

巴菲特特别强调理性的重要性。他在 1987 年重讲市场先生的故事：

“本·格雷厄姆，对我来说亦师亦友，他在很久以前就描述过对待市场波动的正确态度应该是什么，我认为这种态度是最有助于取得投资成功的。……要让市场服务你而不是指导你。你会发现，对你有用的是市场先生的钱包，而不是市场先生的智慧。如果某一天他表现出沉浸在一种特别愚蠢的情绪中，你完全可以自由地选择你的反应模式，你可以完全忽视他的报价，不买也不卖，也

可以乘机大占他的便宜，高价卖出或低价买入。但是，如果你受到他的影响而追随他的一举一动，结果会是灾难性的，让你损失惨重。其实，如果你不能确定你很理解这家企业，你对这家企业的估值远远好于市场先生，你就别和市场先生玩这个股票投资游戏了。就像那些玩扑克牌游戏的人说的那样：‘如果你玩了30分钟的扑克牌游戏，还不知道谁是容易上当受骗的笨蛋，那么你就是那个笨蛋。’……在我看来，神秘公式、电脑程序或者是股票和市场价格走势闪现出来的信号指标，都不能让你取得投资成功。相反，一个投资者必须既具备良好的企业分析判断能力，又具备一种能把自己的思想行为和那些在市场上盘旋而且极易传染的情绪隔绝开来的能力，只有企业分析能力和情绪控制能力同时具备，才能取得投资成功。从我自己尽力保持和市场情绪隔绝的努力来看，我发现始终牢记格雷厄姆的市场先生概念非常有用。遵循格雷厄姆的教导，我和芒格分析我们的流通股投资是否成功，使用的衡量指标是这些股票公司的经营业绩好坏，而不是这些股票每天的股价，甚至是每年的股价高低。市场可能会在一段时间短期忽视企业的成功，但是最终一定会用股价上涨来确认企业的成功。正如格雷厄姆所说：‘市场短期是一台投票机；但长期是一台称重机。’”

巴菲特多次公开宣称：“我买入股票奉行一个简单的信条——在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。”

在2008年金融危机爆发股市一片恐慌中，巴菲特写道：“我无法预测股市的短期波动，对于股市未来一个月或一年会涨会跌我一无所知。但是，很有可能，即在市场恢复信心或经济恢复之前，股市将会上涨，而且可能是大涨。因此，如果你要等到知更鸟报春，那时春天已经结束了。”

小成功靠小聪明足矣，但大成功必须靠天时、地利、人和。所以巴菲特在本书序言中说：“至于你不能取得非常出色的投资业绩，大幅跑赢市场，从内因来看这取决于你在投资上用了多少功夫，花了多少心思，从外因来看这也取决于你做投资一辈子股票市场行为表现得有多么愚蠢。股票市场行为表现得越愚蠢，学习格雷厄姆像做企业一样做投资的人赚大钱的机会就越大。遵循格雷厄姆提出的投资基本原则，你就不会跟随股市也做蠢事，而是会利用股市的愚蠢

行为从中投资获利。”

一句话概括，要想投资成功，一要智商，二要情商。智商不是聪明，而是正确的思考框架；情商不是战胜别人，而是战胜自己。让我们再次重读巴菲特的序言：“要一生投资成功，并不需要有天才般的超高智商，也不需要神人般的非凡商业洞察力，更不需要独有你知的内幕消息。要一生投资成功，只需要两个因素——有一个正确合理的思考框架让你能够做出正确的投资决策；有一种能力让你控制住自己的情绪以避免情绪破坏这个思考框架。本书精确又清晰地总结提炼出投资成功必需的正确思考框架。但是控制好情绪遵守纪律还得你自己来。要想投资成功，智商与情商，一个也不能少。如果你遵循格雷厄姆提倡的行为原则与商业原则，而且你特别注意尽力遵循格雷厄姆在本书第8章与第20章里无比珍贵的建议，你的投资业绩就不会太糟糕。（你也许没想到，投资业绩不会太糟糕是个相当了不起的成就，因为大多数人投资业绩都不及市场平均水平。）”

最后，我们再次重复巴菲特1972年对本书的评论：“我读到《聪明的投资者》这本书第1版，是在1950年初，那时我才19岁。当时我就认为《聪明的投资者》是最好的投资书。现在，过了二十多年，我依然认为《聪明的投资者》是最好的投资书。”

这是最好的投资书，没有之一。巴菲特成为世界首富，而这本书就是巴菲特一生信奉的投资圣经。

最后说明一下，兹威格对格雷厄姆这本书所有章节都做了解读，惟一没有解读的是巴菲特的序言，本文是对巴菲特序言的解读，提供一些巴菲特本人对格雷厄姆投资理念的阐释。<sup>1</sup>

刘建位

汇添富基金公司首席投资理财师

邮箱：bftqq@qq.com

---

<sup>1</sup> 本文引用格雷厄姆本书内容及巴菲特年报等内容，均为本人翻译。

# 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