



HZ BOOKS

华章经管

本书精选大师未曾发表的文章、演讲及访谈

# 价值再发现

## 走近投资大师 本杰明·格雷厄姆

(美) 珍妮特·洛尔 (Janet Lowe) 编  
李琰 张伟 吕旭峰 等译



The Rediscovered Benjamin Graham  
Selected Writings of the Wall Street Legend



机械工业出版社  
China Machine Press

(美) 珍妮特·洛尔 编

李琰 张伟 吕旭峰 等译

价值再发现

走近投资大师

本杰明·格雷厄姆

*The Rediscovered Benjamin Graham:  
Selected Writings of the Wall Street Legend*



机械工业出版社  
China Machine Press

71033/06

Janet Lowe: The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend.

Copyright©1999 by Janet Lowe. All rights reserved. Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons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: 01-2000-0580

图书在版编目(CIP)数据

价值再发现: 走近投资大师本杰明·格雷厄姆 / (美)洛尔(Lowe, J.) 编; 李斌等译. -北京: 机械工业出版社, 2000.5

书名原文: The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend

ISBN 7-111-08042-4

I. 价… II. ①洛…②李… III. ①格雷厄姆, G. B. - 生平事迹 ②格雷厄姆, G. B. - 投资 - 经济理论IV. K837.125.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第25013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: 张渝涓 版式设计: 曲春燕

北京市密云县印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年7月第1版第1次印刷

850mm × 1168mm 1/32 · 11.875印张

定价: 25.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

世事变幻莫测，然而大浪淘沙之后，仍仰之弥高者，必是以其“真”，以其“正”，而得其“恒”，也正所谓“路遥知马力”。美国的价值投资理论的开山鼻祖——本杰明·格雷厄姆的名字在近几年又重新大放异彩。格雷厄姆及其思想的价值再度为人们所发现。个中原因，一者与他的一批优秀弟子的杰出业绩和对老师的推崇与敬意有关，尤其是赫赫有名的沃伦·巴菲特以其令人望尘莫及的投资业绩从实践上有力地验证了价值理论的正确性，而巴菲特，这位格雷厄姆最器重的学生，曾说过“在许多人的指南针上，本才是真正的北极”；二者近年一些也曾红极一时的对冲基金、投机大腕等纷纷落马，也使得越来越多的投资人士重新思索“稳健”与“投资”的涵义。

格雷厄姆对证券行业的贡献并不仅仅在于他的投资理论，他一直致力于为证券分析行业树立一个职业道德标准，并对分析师进行资格评审，以维护行业的声誉。《超级货币》的作者亚当·史密斯曾写道：“如果证券分析可以算是一种职业，那么在这个职业中本杰明·格雷厄姆是当之无愧的开山鼻祖，因为在他之前并没有这种职业，而在他以后，人们开始将它视为一种职业了。”

格雷厄姆对于第一次世界大战和大萧条时期的全球经济状况也进行了深入的研究，提出了多种商品储备计划（也称缓冲存货理论），以及关于稳定货币价值的思想，引起了政坛和学术界的普遍关注

本书收录了格雷厄姆的一些精选论文、未曾发表的文章、演讲以及对大师的采访等，较为全面地反映了大师思想的精髓，尤其是在对大师晚年进行的一些采访中，读者不仅可以了解到格雷厄姆投资生涯的全貌，也可以感受到大师回首往事的感慨以及他的人格魅力。

译者在翻译的过程中，在忠实于原著的基础上，尽可能地使译文符合中文读者的习惯。其中第一部分由罗雄翻译，第二部分由吴建江翻译，第三部分由吕旭峰翻译，第四部分由张伟翻译，第五、第六部分由李琰翻译。全书由李琰统稿。由于水平有限，不足之处，欢迎指正。

其他参与翻译以及提供各种帮助的人士还有：李玮、薛元、吴凤娟、施瑾、何颖、陈印、刘亚军，在此一并致谢。

最后，以本杰明·格雷厄姆最喜欢的诗——《尤利西斯》的最后一句与广大读者共勉：

奋斗、追求、寻找，永不退缩。

李琰  
2000年春

当世界上最成功的投资人士——沃伦·巴菲特，向微软公司的创始人比尔·盖茨提出一些投资建议时，幸运的比尔得到了什么秘诀呢？

其实秘诀与巴菲特这些年以来对任何愿意倾听的人所说的并无二致，那就是：去读本杰明·格雷厄姆的著作。巴菲特第一个承认自己继承了格雷厄姆的思想，抛弃了他的一些说教，对另一些则加以发扬光大，并加入了自己的观点。然而巴菲特仍然坚持认为任何投资者起步时都应从拜读价值投资理论之父格雷厄姆的著作开始。格雷厄姆作于1949年的经典著作《聪明的投资者》成为每位投资者书架上的启蒙书。

从20世纪20年代到他1976年辞世，格雷厄姆在投资和经济领域中是一位作品颇丰、广受欢迎的作家。从1934年出版的《证券分析》一书开始，格雷厄姆的作品除了五本书之外，还包括为学术刊物、大众媒体和杂志撰写的多篇文章。

格雷厄姆曾经两度以其文章引发了大规模的股市反弹，一次是在1929年股市崩盘之后，另一次是在70年代漫长的熊市之后。格雷厄姆的教导指引并激励了半个世纪的华尔街的证券从业人士。他的一些作品以“思考者”的笔名刊登在著名的《金融分析》杂志上。格雷厄姆关于美国和国际经济的观点触动了伟大的思想家如约翰·梅纳德·凯恩斯。

由于格雷厄姆是如此地受人尊敬，他曾应邀在美国参议院为声名赫赫的福布莱特（Fulbright）委员会

就证券行业的新发展进行阐述。每一次，他的言辞都充满了智慧、机智和有创意的想法。他总是为股东们争取权益。

格雷厄姆在杂志上发表的文章、演讲和报告即使在今天仍然被广泛地引述，但是迄今为止，那些希望拜读格雷厄姆早期作品的读者们未能如愿以偿。那些作品不容易找到。

许多读者曾向我索要我收藏的格雷厄姆作品的复本，因此把这些精选的，虽然并未失传但很难找到的大师的著作集结成册，看起来是个好主意。

把格雷厄姆所有的演讲稿和论文都包括在一本书内是不现实的，而且，坦率地说，今天的读者对格雷厄姆的某些作品不感兴趣。我们选出了他最好的作品，大部分未加改动。当涉及到价值判断时，我们尽了最大努力来保持格雷厄姆作品的原貌。

格雷厄姆在纽约金融学院的演讲经过编辑，部分是因为篇幅的限制，部分是因为这些演讲是逐字从课堂上记录下来的，所以包括了一些无关的内容——课堂上的事以及对当时一些小事的评论等。在一学期的课程中，格雷厄姆可能多次谈及某个主题。在此情况下，不完整和不重要的部分就被删掉了。在编辑的过程中，我们尽力确保演讲中的主要的哲理和方法被保留下来了。希望阅读未经删改的格雷厄姆在纽约金融学院的演讲的读者可以访问下面的网址：[www.wiley.com/bgraham](http://www.wiley.com/bgraham)。

这本书像一部回到往昔的投资世界的时间机器。格雷厄姆谈到了正在没落的铁路业，新兴的飞机制造业，并预期到第二次世界大战以后的房地产热潮。他常常警告说，试图预测未来是危险的，格雷厄姆从来不曾充分预料到战后的技术变革以及随之而来的经济浪潮。历史总是可以引以为鉴的。

无论怎样，格雷厄姆仍然是20世纪投资哲学家中拥有为数最多的忠实追随者的大师之一。研究格雷厄姆的价值投资原则的读者越多，格雷厄姆的忠实追随者就越多。沃伦·巴菲特在《聪明的投资者》第4版的序言中的妙语也同样适用于格雷厄姆的其他作品：“市场的行为越是愚蠢，务实的投资者的机会也就越大。听从格雷厄姆的教导，你将从愚蠢中获利而不是身陷其中。”

这本书得以付梓，与许多人长期以来的帮助是分不开的。如有遗漏，在此深表歉意。特别要感谢：沃伦·巴菲特、沃尔特 J. 斯科洛斯 (Walter J. Schloss)、依文·坎 (Irving Kahn) 以及所有格雷厄姆在哥伦比亚大学曾教过的出色的学生们。他们在保存有关的文件和记忆方面做了许多工作。小本杰明·格雷厄姆博士慷慨地惠予鼓励，并许可使用他父亲个人收藏的部分资料。梅勒斯·汤普森 (Myles Thompson)、詹尼弗·平考特 (Jennifer Pincott)、玛丽·代尼勒 (Mary Kaniello) 和伯尼斯·佩地纳多 (Bernice Pettinato) 对这本书也做出了很大贡献。奥斯汀·里纳斯 (Austin Lynas) 编辑的索引很出色。我也要给予专业方面支持的人士表达我的感激之情：艾丽斯·弗雷德·马特尔 (Alice Fried Martell)、乔勒纳·克伦威尔 (Jolene Crowell) 和菲莉斯·肯尼 (Phyllis Kenney)。

我希望您能够在欣赏这本书时获得的愉悦正如我在编辑过程中得到的享受一样。

珍妮特·洛尔

于加利福尼亚德尔玛

1999年3月



本杰明·格雷厄姆既是一个富有创造力的思想家，也是一个清醒的思考者。他是这样的一种人，具有很高的伦理道德标准，同时又谦虚谨慎。我作为一个证券分析师为他工作了将近十年。

在重新阅读《证券分析》( Security Analysis ) 第一版的前言时，本的观点又一次给我留下了深刻的印象：“我们关心的主要是概念、方法、标准、原理以及最重要的逻辑推理能力。我们强调理论的重要性并不因为理论本身而在于它在实践中的价值。我们尽量避免使用指示性的标准和技术性的方法，因为指示性的标准过于严格不应遵守，而技术性方法的不方便性超过其价值。”

《证券分析》已将本的理论观点概括于其中。现在要由分析师和投资者将本的观点运用于实践。

早在1935年，当我还在洛伯·里霍德斯(loeb rhodes)，当时称为卡尔 M. 洛伯公司(Carl M. Loeb & Co.)时，我向一个合伙人——阿玛德·尔蒲菲(Armand Erpf)请教如何才能进入“排行榜”。他给了我一条很好的建议。在当时，也许现在在一定程度上，个人发展的最好方式是进入商业。如果你出生于一个富裕的家庭或者有许多有钱的朋友，你可以得到许多佣金。证券分析当时正处在它的婴儿时期，与你知道什么相比，你认识谁更重要得多。如果你没有社会关系，要想出人头地是很困难的。尔蒲菲先生告诉我，有一位叫本杰明·格雷厄姆的人写了一本新书，

① 沃尔特·斯科洛斯私人作品(1976)，经允许重印

书名叫《证券分析》。

“阅读这本书，当你了解了书中的所有东西时，你不必再读其他任何书了。”

我听了本在纽约证券交易学院（纽约金融学院）讲授的高级证券分析。

本是一个优秀的讲演者，饱含热情且富有逻辑。本常常做一些我们未曾见过的事情。在当时他会利用一个价值被低估的情况，比如说巴尔德威机车公司（**Baldwin locomotive**）的破产债券，然后根据他们计划的获利能力和资产状况来评估其价值，并且将这种获利能力与债券价格联系起来。华尔街许多聪明的投资银行家过去经常聆听他的教诲。高盛公司（**Goldman Sachs**）的格斯·利威（**Gus levy**）就是其中的一位，他后来成为这个国家最成功的套利者。我常常感到惊奇，人们通过将本的主意转变为投资，不知赚了多少钱。

本从不吝啬他的想法和时间，与年轻人在一起时尤其如此。1945年末当我将要离开军队时，他改变了我的生活，为我提供了一个证券分析师的职位。我知道他也曾帮助过我们行业中的其他人。

在本的追悼会上，本的合著者大卫·多德（**Dave Dodd**），讲述了他是如何牵涉到这本书的写作的。

事情似乎是这样的，本被邀请在哥伦比亚大学讲授投资学，他接受了请求，条件是必须有人记笔记。大卫·多德，一个年轻的讲师，自告奋勇记录了本每次授课大量的笔记。本然后利用这些笔记，马上行动，写了《证券分析》。据大卫说，工作是本做的，但本坚持应该给予大卫合著者的名誉。

多德教授后来成为一个非常成功的投资者和格雷厄姆-纽曼公司的董事，这是本和合伙人杰洛姆·纽曼 ( Jerome Newman ) 于1936年成立的一家信托投资公司。

在投资领域不带情绪地思考，这并不是是一种简单的能力。恐惧和贪婪易于影响人的判断力。因为本对挣钱并不非常冲动，他比其他许多人更少受到这些情绪的影响。

本经历了大萧条，并遭受过惨重的损失，因此他愿意投资于那些在股市下跌时可以保护他不受损失的股票。这里有一个很好的例子。那天我刚好在格雷厄姆-纽曼的办公室。当时他接到一个电话，向他报告已经购买了政府雇员保险公司 ( Government Employees Insurance Co. ) 50%的股份 ( 现在的GEICO )。他然后转过来对我说，“沃尔特，如果这笔买卖不成功的话，我们总能将它变现并收回我们的资金。”

事实上，政府雇员保险公司的表现远远超出了他的想像，但这并不是他刻意追求的。正如俗语所说，好的开始是成功的一半，股票买得好相当于已经卖了一半。我认为本这方面的专家。

格雷厄姆-纽曼公司根据本制定的投资理念来投资，基金迅速发展起来。与现在的投资公司相比，它的规模还很小。1946年1月31日时它的总资产是330万美元。

本强调以最小风险来保护期望利润。如果有人手中有1947~1956年时期的穆迪 ( Moody's ) 投资手册，看看格雷厄姆-纽曼公司的投资持有股很有意义。这些股票中许多是很小的，实际上是名不见经传的公司。但它们的价格很低。阅读一下截止于1946年1月的年报是有益的，年报上声称他们总的投资方针

有两个方面：

(1) 当证券价格低于仔细分析所得出的内在价值，尤其是低于其清算价值时，进行购买。

(2) 进行套利和套期保值交易。

我帮助本完成《证券分析》的第3版，这本书出版于1951年。附录中有一篇1946年首次刊登在《分析师》(The Analysts Journal)上的文章。在这篇文章中，他设计出一个计算风险-报酬结果的代数公式，这个公式仍然能够运用于37年后的今天。

1949年，《聪明的投资者》(The Intelligent Investor)一书出版。这是一本写给外行看的书，但它注重证券分析，并给了这个领域很大的声誉。该书的第四次修订版现在仍然在印刷。

一天，我们发现一支相对其当时价格来说非常便宜的股票——鲁金斯钢铁(Lukens Steel)。我们购买了一些，并且还想购买更多。

这时，本出去与一个人共进午餐。这个人不厌其烦地向本推荐一支又一支蓝筹股(blue chip)。在午餐结束时，他询问本喜欢什么，本告诉他我们买了一些鲁金斯钢铁。我怀疑是否在一天内，这人买了大量鲁金斯股票，并将股票的价格抬升出我们的购买范围之外。本告诉我这个故事时，我的印象是，他并不想表现出无礼，也没有意识到他的评论是多么重要。

他尽量使事情简单。他写道，我认为证券分析使用的分析工具不应超过算术，任何投资决策也许使用一点代数就足够了。

本是一个有修养的、多才多艺的人，他并不像这个行业中的其他人将大量的时间花费在投资上。他喜欢尝试新的主意。

在20世纪30年代后期，他致力于倡导其不寻常的谷仓常满理论，并且写了关于这个理论的一本书，书名叫《储备与稳定》。在这本书中，本倡导将一些商品和金属作为货币基础。他的观点讲得通，当棉花6分1磅，其他原材料也在低价位时，这是个有趣的提议。尽管本的一个朋友，伯纳德·布拉斯（Bernard Baruch）支持这个观点，同时这也是一个帮助农民和减少通胀威胁的有效方法，但本从未有影响力以使国会接受这个提议。

在我看来，本的一生中，《证券分析》是他最伟大的成就。

在提高证券分析的地位方面，本杰明·格雷厄姆是一位先行者，认识他是我的荣幸。

译者序 .....	VI
前言 .....	VIII
本杰明·格雷厄姆与《证券分析》：一个简要回顾 .....	XI
<b>第一部分 金融的道德规范与企业 .....</b>	<b>1</b>
<b>第1章 美国企业是否值得存在下去</b>	
本杰明·格雷厄姆发表在《福布斯》上的 三部分系列文章 .....	3
膨胀的政府债券与萎缩的股东：公司在 欺骗其所有者吗？ .....	3
富有的公司是否应该返还股东的现金？ .....	13
是否财富应当通过关闭公司得到清算？ .....	22
<b>第2章 美国资本主义的伦理道德 .....</b>	<b>29</b>
<b>第二部分 股票和股市 .....</b>	<b>35</b>
<b>第3章 新型普通股投机 .....</b>	<b>37</b>
<b>第4章 股市警告：前有危险 .....</b>	<b>54</b>
<b>第5章 价值的复兴 .....</b>	<b>72</b>
<b>第6章 普通股的未来 .....</b>	<b>81</b>

<b>第三部分 职业投资</b>	101
<b>第7章 通往证券的科学分析之路</b>	
——金融分析师协会全美联合会第五届年 会会议记录	103
<b>第8章 在美国参议院银行货币委员会的见证词</b>	
影响股票买卖的因素	115
<b>第四部分 投资策略</b>	185
<b>第9章 当前证券分析中亟待解决的问题</b>	
节选自纽约金融学院1946~1947年 演讲集	188
<b>第五部分 商品储备计划</b>	305
<b>第10章 关于建立一种国际商品储备货币的</b>	
建议	308
<b>第11章 多种商品储备计划的摘要</b>	314
<b>第六部分 对本杰明·格雷厄姆的采访</b>	
	323

第12章 本杰明·格雷厄姆：投资价值理论 之父仍然放心不下 .....	325
第13章 选取便宜股票的最简单的方法 .....	338
第14章 与本杰明·格雷厄姆在一起的一 小时 .....	348



# 第一部分

## 金融的道德规范与企业



他永远是一个正直的人。

—— 罗哈德·萨娜特 (Rhoda Sarnet), 本杰明·格雷厄姆的侄女

当本杰明·格雷厄姆的三部分系列“美国企业是否值得存在下去？”发表在《福布斯》(Forbes)杂志上时，美国，实际上整个世界，已经经历了1929年和1930年惨重的股市崩溃，正处在大萧条的深渊中。尽管大萧条一直持续到这个年代的后期，格雷厄姆的文章给投资者的信号是，现在是安全地回到股市中去的时候了。格雷厄姆指出，当时在纽约证券交易所挂牌的公司中，超过30%的公司股票的价值低于其解散并清算出售的价值。在这一系列文章中，格雷厄姆指责公司管理者利用投资者，并将他们自己的利益置于股东之上。

不仅如此，格雷厄姆的文章还号召投资者回到证