

华尔街价值投资

[美] 安德鲁·史密瑟斯 史蒂芬·赖特 / 著
by Andrew Smithers & Stephen Wright

RATIO

规避投资风险的基本原则

- 本书作者是纽约证券交易所“预卜吉凶的人”
- 他被认为是当今世界上五位最杰出、最公正和最博学的投资分析家之一

海南出版社

Valuing Wall Street

by Andrew Smithers

ISBN:0-07-135461-1

Copyright © 2000 by McGraw-Hill Companies, Inc.

Authorized translation from the English language edition
published by McGraw-Hill Inc.

All rights reserved. For sale in the People's Republic of
China only.

本书中文简体字版权由海南出版社和美国麦格劳-希尔国际公司
合作出版。未经出版者书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本
书的任何部分。

版权所有 翻印必究

版权合同登记号: 图字: 30-2001-32 号

图书在版编目(CIP)数据

华尔街价值投资 / (美)安德鲁·史密瑟斯(Smithers,A.)等著;

顾卫红 叶建云 译。-海口:海南出版社, 2001.6

书名原文: Valuing Wall Street

ISBN7-5443-0141-9

I.华... II.①史... ②顾... ③叶... III. 证券交易-经济理论

IV.F.830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2001)第046132号

华尔街价值投资

作者: (美)安德鲁·史密瑟斯 等

译者: 顾卫红 叶建云

责任编辑: 刘德军

海南出版社 出版发行

地址: 海口市金盘开发区建设三横路2号

邮编: 570216

电话: 0898-66812776

E-mail: hnbook@263.net

经销: 全国新华书店经销

印刷: 北京昌平奔腾印刷厂印刷

出版日期: 2001年8月第1版 2001年8月第1次印刷

开本: 850 × 1230 毫米 1/32

印张: 12.5

字数: 300千字

印数: 6000册

书号: ISBN7-5443-0141-9/F·23

定价: 24.80元

中文版序言

这是一套普及经济常识的丛书。尽管其背景材料、数据例证都是日本的,但是,仍然不乏启迪和借鉴。因为,在目力所及,还未见中国的学者们写出这类书籍。文汇出版社的领导毅然买下这套书的版权,是有眼光的。他们敏锐地发现了这套丛书宽阔、准确的读者定位:具有初等以上文化程度,有兴趣了解经济常识的所有人。我作为一名读了经济学学士、硕士和博士三个学位的经济学理论工作者,在逐字逐句校完这五本书以后,感到“开卷有益”。

在市场经济社会中,经济常识是生活常识的组成部分。从某种意义上说,这也是市场经济不同于计划经济的一个特征。这是因为,市场经济需要每一个主体为自己的消费行为、投资行为、经营行为、就业行为等所有经济行为作出决策,并对决策的后果负责。作出这些决策,最起码的条件,是具有经济常识。经济主体在决策过程中所要做的最重要的事情,就是各种默默的计算,计算如何使满足程度最大化,经营利润最大化,投资回报最大化。显然,这里的计算不是纯数学的计算,而是以经济常识作为依据的计算。

中国即将加入 **WTO**, (也许当这套丛书与读者见面时,中国已经是 **WTO** 的正式成员了) 这是继 1978 年改革开放后,中国社会经济发展进程中又一次重大转折。中国入世,对所有经济主体提出的基本要求是,尽快熟悉国际化背景下的各种经济运作规则。这套丛书既有市场化、国际化一般意义上的经济运作常识,又有结合日本实际做法的经验之谈。可以预料,今后这类书籍将受到社会各界的欢迎,起到积极推广经济运作常识的作用。

怎样将科学常识——自然科学、社会科学、人文科学和艺术科学的常识,以通俗、简练的方式表达出来,让平头百姓容易接受,一读就懂,其难度并不亚于研究、证明某一个原理。在日本这个高度商业化的社会里,图书市场上普及科学常识的书籍琳琅满目,尤以普及经济常识的书籍为多,一方面普及经济常识的书籍有着巨大的市场需求,另一方面出版商们都

看好这一市场,纷纷推出这类书籍。现在摆在读者面前的这套丛书,就是其中很有特色的一种。

在我看来,这套丛书最大的特色,就是其形式化的表达方式——用各种形式的图(表)示一目了然地揭示原理、概念、观点和方法。这里不难看出两点:文字与图示并重,以简洁、通达的文字说明图示,以多样、直观的图示支持文字;图示设计颇具匠心,以清晰地表达内容为原则。由此,就使那些抽象的原理、概念变得容易接受,使那些孤立的观点、方法和具体的实务活动结合了起来。

这套丛书亦称“图解辞典”。辞典,工具书也。图解常识,可作工具书用,这又是其一大特色。如何做到这一点?当我们看了目录以后,对此就比较清楚了。围绕每本书的主题——经济、经营、财务、流通和税务,作者都作了合理的分解,找出能够并列的要素,作为一级目录,一般每本书10个左右。然后再分解出类似辞典中的词条——若干个问题,每本书都多达100多个。每一个问题都配有一幅精心策划的图示,由此组成一套新颖的图解辞典。

经验表明,能够一版再版的教科书或传世的典籍,大多是文字生动、形式活泼的。而且,任何复杂的原理和方法,其最终的表达都应当是简洁、易懂的。长期以来,我们的经济学教科书和普及经济常识的书籍,大多还是“八股文”式的,缺乏生动、形象的表达。这不仅使这些书读来枯燥,甚至并不能完整、准确地反映学科的内容。看了这套丛书也许我们可以悟到,并学到一些东西。

陈 宪

2001年9月12日

0276-0

序 言

泡沫经济破灭后,日本经济连续几年跌入了零增长,受此打击的企业不在少数。如今,日本已进入了为求生存而激烈竞争的时代。甚至连银行也会因竞争失败而破产。

目前公司经营及整个社会的经营模式发生了很大的变化,尤其是终身雇用制和年功序列制已彻底崩溃,公司把职工的一切包到底的做法已成为历史。世界的环境在变,如果公司的经营仍沿袭一贯的做法而不思改革的话,公司将遭淘汰。同样,如果公司实行变革,而职员个人仍因循守旧的话,该职员将遭淘汰。为了能在公司站稳脚跟,作者认为,公司职员必须做到以下两点:

第一,精通本职工作,使得该工作非你莫属,他人难以替代,或者是该工作在其他公司也有用武之地。这样,一旦掌握了通用性的专业知识和熟练的技能,你就可不必依赖某一个公司而能在社会上生存下去。

第二,除了熟悉本职工作之外,还要对公司的经营状况有全面的了解,并具有对经营的综合观察判断能力。

你的工作是在公司的经营范畴里进行的,不论是现在就职的公司,或是其他公司,或是自立公司,抑或以前工作过的公司,总而言之,你的所有经营活动都是在公司的经营范畴里进行的。因此,对于一个公司职员来说,全面了解公司经营学,并在一定程度上掌握经营知识,是十分必要的。本书就是为那些需要全面了解公司经营情况和掌握经营实务知识的公司职员撰写的。

本书的书名为《经营一点通》,内容涉及公司经营的方方面面,包括战略、组织、信息、人事、财务、销售、生产、流通等基础知识。此外,还就最新的经营课题和经营手法作了简明的介绍。

最新经营课题和经营手法采自于近期的报刊杂志或公司内职员间的交谈。例如:企业重组,企业总部小型化,年薪制,重塑企业形象,电子信箱,提前退休优惠制度,内部网络,股东代表诉讼等。这些内容将通过经营用语的解释,并结合最新的经营动向来进行介绍。

本书也是“图解辞典”，因此不必一定要从头读起。可以挑选自己关心的章节，例如：与本职工作有关的内容，报刊杂志及公司内的热点话题，以及自己感兴趣的内容等。

经营是一门难以用文字表达的学问。本书力求写得深入浅出，务求每位读者开卷有益。为此，所有的条目都配备了图解，并只对要点进行了简要的说明。

作者曾于 1992 年出版了《图解简明经营辞典》，本书是在该书的基础上进行大幅度的修订后，全新推出的。

本书如对在严峻环境中搏击的公司职员有所裨益的话，作者将深感荣幸。

目 录

第一部分 q 的情况说明

第 1 章	有关 q 的好消息和坏消息	(3)
第 2 章	论 “ q ”	(11)
第 3 章	q 与长线投资者	(23)
第 4 章	q 与竞争	(35)

第二部分 股市风险与回报

第 5 章	复利的威力 (或如何吹嘘股票)	(47)
第 6 章	股票收益率的真正影响	(55)
第 7 章	股市风险: 一段历史	(65)
第 8 章	股市风险: 对投资者的影响	(75)

第三部分 q 和华尔街的价值

第 9 章	股市价值的含义	(89)
第 10 章	股票选择还是合计价值?	(101)
第 11 章	关于股市价值, 事后认识告诉了我们些什么?	(109)
第 12 章	近距离看 q	(123)

第 13 章	关于过去的价值 q 本来能够告诉投资者什么	(127)
第 14 章	作为投资工具的 q	(133)

第四部分 q 和华尔街的未来

第 15 章	股票作为长期投资的坏消息	(147)
第 16 章	为什么 q 值已经上升了, 为什么 q 值将要下降	(163)
第 17 章	与把股票作为长期投资有关的好消息	(177)

第五部分 熊市中求生存

第 18 章	如何安排你的资金	(193)
第 19 章	有钱时切勿做的事情	(211)

第六部分 如何估价股票市场

第 20 章	如何估价股票市场: 四种检验价值指标的主要方法	(227)
第 21 章	股息收益	(241)
第 22 章	价格与收入倍数	(251)
第 23 章	调整后的价格 - 收益倍数 (亦称本益比)	(261)
第 24 章	收益率与收益差异	(273)
第 25 章	公司净资产和 q	(283)
第 26 章	q - 等量	(295)
第 27 章	q 和股息贴现模型	(307)

目 录

第七部分 q 与非 q

第 28 章	经济学家关于 q 的争论	(321)
第 29 章	股票风险溢价与股票市场的估价	(337)
第 30 章	股票经纪人之间关于 q 的争论	(351)

第八部分 q 与美国经济

第 31 章	q 在过去的下跌与它们的经济影响	(369)
第 32 章	艾伦·格林斯潘的经济结果	(379)
译者后记		(385)

第一部分

q 的情况说明

在第一部分的四个章节中，我们只对主题作出概要性说明。在本书的其他部分，我们将对主题进行十分详细的论述。由于在这一阶段，我们只求简洁明了，我们所说的大部分内容不可避免地将显得有些武断。为了支持论点和论据，你就必须阅读后面的章节。但是，前面这些介绍性的章节应该使你对 q 为何物有足够的感性认识。

原书空白页

第 1 章 有关 q 的好消息和坏消息

好消息

大多数关于股票市场的书籍都告诉你如何赚钱，但这本书是个例外。它教导你如何避免赔钱。最显而易见的好消息就是 q 能为你发出风险来临的警报，使你在股市的投资更为安全。它还有另外一项不太显眼的好消息，即本书的中心思想，著名的“ q ”，它能帮助你理解为何一般情况下股市是长期投资的最佳场所。

坏消息

与好消息相对应，坏消息也有两大项，并直接与将来发生联系。第一，股价有发生普遍而又持久下挫的威胁；第二，严重的经济衰退的威胁。对于第一种所产生的影响，投资者只需根据我们的建议去做就能避免，而第二种的影响几乎很难逃避。

好与坏都依赖于相同的分析，它们作为一个整体而出现，彼此密不可分。你不可能只要好的而不要坏的。不过，由于有好的，你就可以避免遭受坏的伤害。

“q”为何物

好与坏，两者都是由一个很简单的概念产生而来的，即著名的“q”。这一概念自从诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾于1969年首次提出来以后就一直深受广大经济学家的青睐。最近的研究又对q建立了两项新的内容。第一项内容不仅在理论上而且在实践中都十分奏效；第二项内容的可操作性还不尽人意。这两项内容的发展结果就是q可以用来客观地估价股市行情。

估价股市行情的能力是好消息的组成部分，但坏消息也随之而来，那就是：当前的股市价格实在太贵。当我们步入新千年之际，至少有一个世纪股市的价格比其他任何时候都过高地估计了，其中包括上一次在1929年出现的高峰。

q的作用犹如一根弹簧，它可以在价格过高或过低时使股市弹回到正常。如同弹簧一样，q的拉力越大，其回力就越强。这就是股市之所以成为长线投资者较为安全的投资场所的原因。

在熊市，怨声载道的投资者们常常把股市比作赌场，这是不公平的。在正常情况下，股市的变化对股民有利。股票投资不需要你冒那种赌博式的风险。原因很简单，当你购买了一种股票，你实际上就等于购买了企业拥有的绩优资产，而最终就是这些实际资产必定能产生出作为投资者的股民所赢得的实际收益。要不是q的弹性作用阻止大盘远离这一最基本价值的话，股市倒还真的与赌场相差无几。

可是，就目前看来，弹簧已拉至极限，股市中的风险的确上升到了赌博的境地。以现在的价格来说，不利于股市投资者的变化因素日益增多，其程度远远胜过上一个世纪的任何时

候。

兴奋与担忧

从知识的角度看， q 的威力是令人兴奋的，但实际上它又令人担忧，因为这里隐藏着巨大的风险，即华尔街价格跌落就会给美国造成严重的经济衰退，而其危害很有可能会波及全世界。过去，无论何时出现重大的高估现象，如 1929 年的华尔街案例或 1989 年的东京案例等，接踵而来的暴跌不仅对股市而且对整个经济都是一场灾难。

价值与 q

价值的概念自然而然地会印在大多数人的脑海里。正如人们普遍了解的那样，东西的价值就是它的价格如何，而并不是指它究竟为何物。如果人们普遍使用的“价值”一词对股市有任何意义的话，那么股票就一定有一些不同于它们当时价格的基本价值。比如，人们说股市估价偏高，这意味着股票的价格超出了其基本价值。实际价格与基本价值之间的比率可衡量出股市被过高或过低估价的程度。

股票始终是不能准确定价的，这似乎是常识。可我们要指出的是，这种常识性的观点是相当有根据的，而衡量价值最好的方法就是看比率，即众所周知的 q 。

有 q 在起作用，持有股票的风险虽不能消除，但能大大地降低。有些时候风险会比其他任何时候都要高得多，但 q 会告诉你这种时候何时出现。 q 值高，风险就高，如果 q 一直居高不下，那么大量赔钱的风险就比任何时候都要大。每逢这种时

候，最明智的反应就是抛出股票。正如我们所写的，新千年伊始，作出这种反应就是我们所强烈推崇的。

“购买 - 持有”策略

我们刚才提出来的建议不就完全与现今普遍认同的“购买 - 持有”投资策略相抵触了吗？这一战略的基本思想表明价格无关紧要，股票总是最好的投资。因此，长线投资者应该永远握住股票不放。但我们要说明，“购买 - 持有”策略其本身就是一个矛盾体。

长久以来，人们一致认为股票应该比其他资产，如债券或现金存款等，更能获取较好的回报。人们还认为之所以有较高的回报原因就在于股票有较高的风险。世上没有免费的午餐，投资者必须做出抉择，要么寻求高回报，要么寻求低风险，鱼和熊掌不可兼得。可是，有证据表明，假如持有股票的时间能够更长些而不只是几年，那么股票的风险相对会比较低。这种观点的确曾在历史上帮助印证了“购买 - 持有”策略，但是，它得到普遍认同的真正基础却是长期的牛市。世上有免费的午餐这一说法已变得十分流行，只要牛市持续下去，这种说法就会继续得到普遍地认同。

可是，我们仍要说“购买 - 持有”策略本身是一个矛盾体，那是因为这种策略与它自身的成功是不能等同起来的。长期持有股票风险相对会比较低的惟一原因可能就在于 q 。假如“购买 - 持有”策略真的正确，那么低风险是不可能的。股市是可以估价的，就是因为它们可以估价，所以长期持有股票的风险会时时发生变化。股票便宜，风险则小；股票价高，风险自然变大。而在当前的情况下，持有股票风险太大，以致不能

把它们当作有意义的投资。因此，你不能买进并握住股票不放，而应买进并持有到风险开始增大为止。

这种作风与宣称自己可能知道股市何时会达到顶峰或低谷完全是两码事。依我们看，设法预测股市的短期走向简直荒谬之至。如果投资者对何时买进股票、何时卖出股票知道得清清楚楚，那他们会提前行动，而价格早在预测清楚之前就已开始涨落。估价股票的能力至多只不过是估计何时持有股票风险最高罢了。那些想了解如何在最高价时抛出股票的人别指望能从我这儿学到什么高招，而且我们认定他们也不可能从任何人那儿学到什么高招。

由于股票在大部分时间里是上涨的，而且借助于 q ，股票的走势在较长时间里并不十分难以预测，因此“购买 - 持有”策略在大多数时候都能站得住脚。但是，股票的确偶尔会被过高地估价。即便你无法知道股价何时会升至顶峰，当股市被不着边际地过高估价时，犹如现在这种时候，抛出股票也不失为明智之举。面对如此情形，你若一意孤行握住股票不放，那么你承担的风险将会非常巨大。

卖空的故事

在正常情况下，当大盘合乎常理地接近其正常值时，把持股票不放完全正确。可是，即便如此，也曾出现过卖空的危险情况。常被用来验证“购买 - 持有”策略的一个事实是，投资者如果依旧全力投资股票 20 年，那他们保证不会赔钱。这是一个十分重要而又有趣的不争事实。实际上，我们要说明的是， q 有助于解释这一切。但是，我们也应该看到，它所提供的安慰十分有限。原因就是股票变得相对安全所需经历的长时

期对于许多人来说都过于漫长。

转而运用 q

好消息是，了解并使用 q 会使你比那些墨守“购买 - 持有”策略的投资者更能承担得起更多、更长期的股票。因而，你必然能以较低的风险获得更好的回报。这当然是一种非常有趣的好消息，因为你只需通过定期关注 q 提供给你的坏消息并适时抛出股票就能做到这一点。但是，我们需要指出的是，用合理的方法理财总比用不合理的方法理财要更胜一筹。“购买 - 持有”的方法是不合理的，它只注意到了股市历史上有据可依的一面而忽视了另一面，即只见树木不见森林，而客观事物是不能独立存在的。再者，常理似乎总是站在合理的一面。常理告诉你买东西时价格是至关重要的。

有趣的年代

股市的坏消息也有可能对经济产生负面影响。我们发现，过去每当股市变得像 20 世纪末华尔街那样被过高地估价时，其后果不但对所有投资者而且对整个经济都极其不利。作为例证，我们不但可以列举 20 世纪 20 年代和 60 年代晚期在美国出现的泡沫股市，同时还可列举 80 年代晚期在日本以及 90 年代中期在东南亚发生的金融危机。在每一次危机中，经济都随之遭遇了十分严重抑或是非常漫长的衰退，经常是两者兼而有之。

人们普遍推测美国将来的经济运行状况会好转从而确保这段历史不会重演。尽管历史事实证明此类成功极其罕见，但它