

# 漫步华尔街

## —— 股票投资指南

(美)伯顿·G·马尔基尔 著

上海万国证券公司 译

沈锦昶 校

108	2.4	16	1016	45 1/2	4	
1016	6.6	10	55	43 1/2	30 3/4	
OhioBc	5.4	6	32	48 1/2	46	
OhioCa				43 3/4	61 3/4	63 3/4
OilDris		18	222		18 1/4	19 1/2
Oilgear	4.3	9	1	28	28	28
OldF			65	4 3/4	1 1/4	4 1/2
OldF	3.1	9	591	43 1/2	2 1/2	32 1/2 +
OldF	3.1		8	45 9	57 1/2	59 + 2
OldF				43 1/2	34 3/4	35 3/4 + 1 1/2
OldF				28 1/2	28	28 1/4
OldF						
OldF				14	20 1/2	
OldF	1.2		63	21 1/4	20 1/2	7 1/4
OldF		33	60	7 3/4		1 3/4
OldF			983	21 1/4	1 1/2	15 3/4
OldF		17	372	16	15 3/4	15 3/4 +
OldF		30	1832		41 1/2	42 1/2
OldF				14	12 1/2	13 1/2
OldF			415	17 1/4	17	
OldF		14	1130	6 3/4	6 3/4	
OldF		21	958	8		
OldF			234			

上海翻译出版公司

Burton G. Malkiel  
**A RANDOM WALK DOWN WALL STREET**

W.W. Norton & Company, 1985

本书根据诺顿出版公司 1985 年第 4 版译出

漫步华尔街  
——股票投资指南  
〔美〕伯顿·G·马尔基尔 著  
上海万国证券公司 译  
沈锦昶 校  
上海翻译出版公司

(上海复兴中路 597 号 邮政编码 200020)

上海沪江电脑科技排印公司排版

新华书店上海发行所发行 上海南华印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 9.75 字数 255 千字

1991 年 3 月第 1 版 1991 年 3 月第 1 次印刷

印数 1-5,000

ISBN 7-80514-661-6/F·93 定价 4.00 元

## 第 4 版序言

这一新版是在原有基础上进行了彻底的修改而成的。考虑到 80 年代初金融创新的惊人步伐和 80 年代中期投资气候的变化，需要彻底改写论述投资策略的第四部分。新增资料包括：无息债券、货币市场存款帐户、政府证券货币基金、可调整利率的抵押债券、通用和可变人寿保险单以及政府国民抵押协会投资基金等金融工具。80 年代非凡的金融创新以及鼓励个人储蓄的新税法为投资者创造了难得的机会。

对投资策略分析的修改，除了机构投资者一章节外，大量补充并修改了其它有关分析章节，新增了到 1984 年底为止我们所完成的大量研究工作内容，包括从股票价格估价套利定价模式到说明低价格-收益乘数和小额资本化的证券可获取较高收益的经验研究。

对叙述股票历史的章节也进行了修改，包括了最近的股票市场历史。这一新版将更有助于个人投资者和学习金融市场、投资管理及个人理财等课程的学生。尽管在该新版中把最近几年的学术研究成果包括在内，本书仍保留了其非技术的特色，以使未受过数学训练的读者能很容易地理解其内容。

我很荣幸能继续得到在以前几版中协助过我的很多朋友的帮助。此外，我还要对下列人士提供绝对必要的协助表示感谢，他们是，先锋投资集团公司的约翰·博格尔和梅利莎·麦金尼斯；惠灵顿管理公司的弗兰克·威斯内斯基；戴维·L·边希森公司的 H·希雷德利·佩里；普特南基金的乔治·普特南；斯卡德、史蒂文斯和克拉克公司的乔治·S·约翰斯顿；贝克——芬特雷斯公司的乔治·史密斯。史蒂夫·范斯坦提供了极宝贵的研究协助工作；琳达·惠勒和帕特里夏·泰勒提供了极为技巧的编辑工作协助；巴巴拉·约翰逊忠实地打印并经常关心手稿的修改；伯尼斯·帕仁特准确无误地打印了一些章节的最后手稿；唐

纳德·拉姆和我的编辑罗伯特·基欧不懈地作出努力使我与诺顿出版公司的合作极为愉快；在新的修改和图表方面，琼·瑞安和克莱尔·比恩提供了许多帮助；米歇尔·彼得森也在许多方面提供协助。还有，拉格比自始至终对本书各方面而不单是这本书手稿与我进行了特别的合作，由于她的必不可少的帮助，她理所当然地成为该著的受题献者。

伯顿·G·马尔基尔

纽黑文，康涅狄格州

1985年1月

## 目 录

第4版序言 .....	vii
第一部分 股票与股票价值 .....	1
第一章 稳固基础理论与空中楼阁理论 .....	3
如何选择股票 .....	3
进行投资是当今的一种生活方式 .....	5
进行投资的理论 .....	7
稳固基础理论 .....	7
空中楼阁理论 .....	9
股票投资策略及本书的结构 .....	11
第二章 疯狂的大群 漫谈股票历史 .....	14
荷兰郁金香球茎狂潮 .....	15
英国南海公司的股票投机骗局 .....	17
美国佛罗里达不动产投机热 .....	22
华尔街股市黑幕大曝光 .....	23
后记 .....	29
第三章 60~80年代的股票新潮 .....	30
机构交易异军突起 .....	30
开创新纪元: 增长股票 / 新发行股票狂潮 .....	31
协同产生能量: 联合企业浪潮 .....	38
收益成绩出现在股票市场: 概念股票的气泡 .....	46
最有吸引力的50种股票 .....	53
赌场股票的赌博 .....	56
新发行股票狂潮卷土重来 .....	57
第四章 股票价格的稳固基础理论 .....	62
股票价格的“基本”决定因素 .....	62

二条重要的防止误解的说明 .....	69
验证这些准则 .....	72
又一条防止误解的说明 .....	74
对稳固基础还有什么要说明的吗? .....	76
<b>第二部分 证券专业人员是如何在城市里进行最大的博弈</b> ..	<b>81</b>
<b>第五章 技术分析及基本分析</b> .....	<b>83</b>
技术分析和基本分析 .....	84
如何看图表 .....	85
制图方法的基本原理 .....	89
为什么制图可能不起作用? .....	92
从图表专家到技术专家 .....	93
基本分析技术 .....	94
为什么基本分析可能不起作用? .....	97
同时使用基本分析和技术分析 .....	98
<b>第六章 技术分析及随机行动理论</b> .....	<b>102</b>
技术上的破绽及其预测的模糊性 .....	102
股票市场有冲力吗? .....	104
究竟什么是随机行动? .....	105
一些更完善的技术方法 .....	109
过滤法 .....	109
道氏理论 .....	110
股价相对坚稳法 .....	110
股价幅度法 .....	111
识别图形 .....	111
帮你赔钱的另一些技术理论 .....	112
“多头市场和裙子裸膝” .....	112
零星股票理论 .....	113
另外几种方法 .....	114
为什么技术专家仍被雇佣? .....	116
对反击的评价 .....	116

	对投资者的含意 .....	119
<b>第七章</b>	<b>基本分析好在何处?</b> .....	121
	华尔街及学术界的观点 .....	121
	证券分析家从根本上说有洞察力吗? .....	122
	为什么水晶球会朦胧不清? .....	125
	1. 偶然事件的影响 .....	126
	2. 通过“创造性”的会计程序而创造的可疑 的帐面收益 .....	127
	3. 许多分析家自己根本不合格 .....	128
	4. 最好的分析家去做销售工作或证券管理 工作 .....	131
	证券分析家能选出收益好的股票吗? 互助基 金的收益成绩 .....	132
	基本方法能挑选出收益好的股票吗? .....	141
	对掌握市场时机的意见 .....	142
	半强式及强式随机行动理论 .....	144
	半强式及强式的弱点: 规则的例外 .....	146
	1. 内部人员的交易 .....	147
	2. 价值线建议 .....	147
	3. 低价格-收益策略 .....	148
	4. 规模效应及其它效应 .....	148
	一个个人的观点 .....	149
<b>第三部分</b>	<b>新投资技术</b> .....	153
<b>第八章</b>	<b>现代证券组合及资产定价理论</b> .....	155
	风险定义: 收益的差量 .....	156
	风险证明: 一项长期研究 .....	160
	风险减少: 现代证券组合理论(MPT) .....	162
	制定风险的模式: 资本资产定价模式 (CAPM) .....	167
<b>第九章</b>	<b>当前的技术发展水平: 超越 <math>\beta</math></b> .....	176

为 $\beta$ 辩护：支持性证据 .....	177
对 $\beta$ 的批评：一些令人不安的结果 .....	181
学术界批评之一：理论与实践不符 .....	181
学术界批评之二： $\beta$ 值是一个变幻无常的、短 期的收益成绩指示器 .....	184
学术界批评之三：估算的 $\beta$ 值是不稳定的 .....	185
学术界批评之四： $\beta$ 值易被推翻 .....	191
寻找梦寐以求的证券定价工具 .....	192
定量分析探索：风险衡量方法的最近成 果 .....	192
渴望收益：其它有规律的风险影响的重要 性的一个实例 .....	195
小结 .....	197
<b>第四部分 随机投资者及其它投资者的实用指南 .....</b>	<b>199</b>
<b>第十章 随机投资者的适用手册 .....</b>	<b>201</b>
练习 1：自我保护 .....	202
练习 2：了解你的投资目标 .....	204
练习 3：尽可能避开美国政府 .....	213
练习 4：保持竞争力，使投资收益与通货 膨胀同步 .....	216
货币市场互助基金 .....	216
货币市场存款帐户 .....	222
六月期银行存单 .....	223
免税的货币市场基金 .....	223
练习 5：调查发行债券国家的债券情况 .....	224
无需害怕浮动利率债券 .....	227
无息债券可产生较大的未来收益 .....	228
无佣金债券基金是个人投资者 合适的投资工具 .....	230
免税债券对属于高税率等级的投资者	



有利 .....	234
练习 6: 从自家住宅着手, 租房导致投资 意识减退 .....	239
练习 7: 小心翼翼地涉足黄金及收藏品的 投资领域 .....	242
练习 8: 请记住佣金并不是随便收取的, 有些收取的佣金比另一些少 .....	246
练习 9: 使你的投资步骤多样化 .....	247
最后检查 .....	247
<b>第十一章 证券资产投资续篇 .....</b>	<b>248</b>
60 年代末及 70 年代的通货膨胀加剧 .....	249
债券投资者的苦恼 .....	250
股票投资者的悲哀 .....	251
为什么普通股股票在 70 年代失败? —— 一些假线索 .....	252
余烟未消的枪: 70 年代的价格-收益乘数 崩溃 .....	256
1980 年证券资产论点 .....	258
80 年代前半期的已实现的收益 .....	260
80 年代剩余年份的有远见的投资 .....	260
我会犯错误吗? .....	267
附录: 巴布森 28 种增长股票 .....	270
<b>第十二章 华尔街的三大步骤 .....</b>	<b>271</b>
自发投资: 购买股票市场指数股票组合 .....	272
自觉投资: 自己干 .....	275
委托投资: 雇佣华尔街职业的随机行动者 .....	284
马尔基尔步骤的让位 .....	293
一个疑题 .....	297
对我们随机行动的一些最后反思 .....	298

# 第一部分

股票与股票价值



# 第一章

## 稳固基础理论与空中楼阁理论

玩世不恭者为何许人？乃是知晓每一物品的价格而不知其价值者。——奥斯卡·王尔德《温德梅雷夫人的扇子》

在本书中，我愿带领你漫步华尔街，从而对这个复杂的金融界进行一次有指导的巡视，并对投资机会及投资策略提供实用的建议。很多人都认为当今的个人投资者几乎不可能与华尔街的专业人员相抗衡。实际情况决非如此，你可以完全象专家一样干得很好——也许干得更好。

本书为个人投资者提供了一个简明扼要的指南，它涉及从保险到所得税的一切事项；它对寻求最适合的抵押交易和制订个人退休金帐户计划提出建议；它告诉你如何购买人寿保险、如何防止银行和经纪人的剥削，甚至包括对黄金和钻石该怎么处理。但是本书论述的重点是普通股票——它不仅在过去已经提供了优厚的长期收益，并且看来在未来的岁月里也会是提供极好机会的一种投资工具。

### 如何选择股票

漫步<sup>①</sup>或称随机行动是指根据过去的行动不能预测未来的步骤或方向。当这个词被运用到股票市场上时，它意味着不能预测

---

① 漫步或称随机行动，是指任意选择一类股票进行投资，其平均收益率会高于其它投资——译注。

股票价格的短期变动，各种投资咨询服务、收益预测以及复杂的图形都毫无用处。在华尔街，“随机行动”是一个使人厌恶的词，它是一个由学术界创造、对专业预言者来说是带有侮辱性的名称。从最极端的逻辑意义上讲，它意味着一个被蒙住双眼的人从报纸的金融专栏里投镖所挑选的一种证券，其收益可与由这些专家仔细挑选的证券一样好。

现在，身穿细条西服的金融分析家不愿意同普通人相比，他们反唇相讥说，“学术界如此埋头于一些公式和希腊符号（更不用说那些枯燥无味的论文了），以致他们不能区分“公牛”与“熊”，即使在瓷器商店里也区分不出”。为对付学术界的攻击，股票市场专业人员用我们将在第二部分论述的二种技术之一装备自己，这二种技术叫做基础分析和技术分析。而学术界则用三种形式（“弱式”、“半强式”、“强式”）使随机行动理论深奥复杂并创立他们自己的理论，称之为“新投资技术”，以此避开以上二种技术。新技术包含称为“ $\beta$ ”的概念，我打算对此多谈一点。正如你们所见到的，一场激烈的争斗正在进行，双方都有置对方于死地的意图，这就是为什么我认为你们会喜欢这种在华尔街的随机行动，它具有浓厚戏剧性事件的全部成分——获得财富和丧失财富——以及分析其原因的传统论点。

在我们开始以前，也许我应该自我介绍并说明一下自己作为响导的资格。在写这本书时，我利用了自己三方面的经历，每一方面的经历对股票市场的看法是不同的。

首先是 20 年前我曾作为一个股票市场专业人员受雇于华尔街一家主要的投资公司。毕竟，只有干这行的才能懂这行，在某种意义上说，我仍是一个股票市场专业人员，因为我现在还担任资产投资额近 1 万亿美元的一家保险公司财务委员会的委员，并兼任美国几家最大的投资公司董事会的董事。这一经历是我有资格作为“导游”所必不可少的。生活中有些事情是一个没有经历过的人永远不能完全体会和理解的，对股票市场来说也是如此。

其次是我目前作为一个经济学家和一所主要管理学院的院

长，由于专门研究证券市场和投资行为，我已从有关投资机会的学术研究和研究成果中获得详尽的知识，并利用许多新的研究成果向你们作出建议。

最后，当然也是最重要的是，我一直是一个终生投资者和股票市场的成功参与者。我不能说已获得了多大的成功，因为学术界的特色是教授不应赚钱。教授可以继承许多钱，可以同富有的女子结婚，也可以花许多钱，但他决不应该、绝对不应该赚许多钱，赚钱是非学术的。不管怎样，教师被认为是“奉献的”。政治家们和行政官员经常这样说——特别是当他们试图为学者的低收入辩解时，学者往往被认为是知识的追求者，而不是金钱报酬的追求者。因此，只能是从前一种意义上说，我将告诉你们我在华尔街的胜利。

本书罗列了许多事实和数字，但请勿为此感到困扰，本书是专为金融方面的门外汉而作——并且提供了实用的、经过验证的投资建议，你不需要事先掌握一定的知识来理解它，你所需要的只是兴趣和愿望，以让你的投资为你服务。

### 进行投资是当今的一种生活方式

现在，解释一下我说的“进行投资”指的是什么，以及我是如何将这一活动与“进行投机”相区别的，这也许是个好主意。我把进行投资看作是一种购买资产的方法，并以由此获取合理预期的收入（股息、利息或租金）的形式及（或）以长期增值的形式获利，通常将一项投资与一项投机相区别的正是投资收益的时间定义和收益的可预测性。我想起电影《超人》中一个精彩的类似情景，当魔鬼卢瑟认为加州不久将沉入海底从而会迅速产生更为值钱的滨海财产，于是在亚利桑那州购置地产，他的这种行为就是在进行投机。如果他在研究了移民情况、房屋建筑趋势以及可获得的供水后购买上述地产以便长期拥有，他就可能会被认为是在进行投资——特别是如果他把这种购置看作是很可能会带来一笔可靠的未来现金收益。

让我明确说明一下本书非为投机者而作：“我并没有作出允诺你会一夜致富”。确实，本书的副标题有理由可以写成“缓慢但无疑会致富一书”。请记住，只是为了保本，你的投资必须产出相等于通货膨胀的收益率，即使通货膨胀率保持在略高于 5.5% 的比率——低于 70 年代和 80 年代初的水平——对我们购买力的影响仍是破坏性的。下面这张表显示在最近一时期平均为 5.8% 的通货膨胀率所产生的影响。我的晨报上涨了 500%，我下午吃的一条赫尔希巧克力糖涨得更多，其份量实际上还比 1962 年我在研究生院攻读时吃的小，如果物价持续按同样的比率上涨，今天的一条赫尔希巧克力糖到 2000 年将花费 4 美元以上。很明显，如果我们要对付即使是温和的通货膨胀，我们就必须采取能保持我们实际购买力的投资策略；否则，我们的生活水平注定要不断下降。

#### 通货膨胀的侵蚀

	1962 年平均数	1984 年平均数	增长率 (%)	复合年通货膨胀率(%)
消费价格指数	90.60	310.7	243	5.8
一条赫尔希巧克力糖	\$ 0.05	\$ 0.4	700	9.9
纽约时报	0.05	0.3	500	8.5
第一类邮件的邮资	0.04	0.2	400	7.6
汽油(加仑)	0.31	1.16	274	6.2
汉堡包(麦克唐纳双份)	0.28 <sup>a</sup>	1.35	382	7.4
雪佛莱(羚羊型轿车)	2529	9985	295	6.4
电冰箱	470	620	32	1.3

资料来源：1962年价格摘自1977年11月1日《福布斯》杂志，1984年价格摘自各种政府和私人的资料来源。

a. 1963 年数字。

进行投资需要做许多工作而且不能犯错误。浪漫小说里充满了由于疏忽或缺乏理财知识而失去了家族的巨额财富的故事。谁能忘记在契诃夫的主要剧本中樱桃果园被砍倒时发出的声音？自由企业，而不是马克思主义制度，造成了契诃夫家族的破落：他们没有很好地经营来保住他们的钱财，即使你将全部资金委托给某一投资顾问或某一互助基金，你仍应了解哪一个顾问或哪一种基金管理你的钱最合适。你掌握了本书的内容该发现作出你的投资决定就比较容易了。

然而，最重要的是这一事实：进行投资是一种乐趣，以你的才智与广大的投资界的才智相斗，并发觉你自己获得的资产增加是一种乐趣。检查一下你的投资收益而发现它正以高于你工资的增长率累加是激动人心的，而学习关于以金融投资形式出现的产品、服务和创新的新概念也有激励作用。一个成功的投资者通常是一个考虑周密的人，他用天生的好奇心和有理智的兴趣进行工作以赚取更多的钱。

## 进行投资的理论

所有投资收益——无论来自普通股股票还是来自罕见的钻石——都在不同程度上取决于未来事件。这就是进行投资使人神往的原因：这是一场赌博，它的成功取决于预测未来的能力。传统上，投资界的能手使用二种资产估价方法中的一种——“稳固基础理论”或“空中楼阁理论”。依靠这二种理论，有人获取了、有人失去了大量财富。更令人注目的是，这两种理论看来是不相容的，如果你想作出明智的投资决定，了解二种方法是必要的，这也是使你不犯严重的错误的一个先决条件。在70年代，学术界创立的、称之为“新投资技术”的第三种理论在华尔街开始流行，在本书后面的章节，我将描述这一理论及其对投资分析的含意。

## 稳固基础理论

稳固基础理论认为每一种投资工具，无论是一种普通股股票



还是一块不动产，均有某种叫做“内在价值”的稳固基础，它可通过仔细分析现在的情况及未来的前景而得出的。当市场价格低于（或高于）这一稳固基础内在价值时，就会出现一个买进（或卖出）的机会，因为这一价格波动最终将被纠正——该理论是这样说的。这样，进行投资就成为将某物的实际价格与其稳固基础价值进行比较的一种单调而易做的事。

很难把稳固基础理论的创立归功于某一个人。S·埃利奥特·吉尔德经常被给予此荣誉，但这一技术的最初发展，特别是它所涉及的一些细微差别都是约翰·B·威廉斯作出的。

在《投资价值理论》一书中，威廉斯提出一个求出股票内在价值的实际公式。威廉斯以股息收入为其方法的基础，力图非常巧妙地使事情不致简单化。他将“贴现”概念放进这一方法，贴现基本上就是从未来到现在的反向考察收入，不是查看明年你将得到多少钱（比如说 1.05 美元的收益是你按 5% 的利率将 1 美元存入某一储蓄银行），而是你考察一下未来预期可得的钱并查看一下它现在少值多少（即明年的 1 美元今天只值约 95 美分，可按 5% 的收益率将 95 美分投资，到那时就获得 1 美元）。

实际上，威廉斯对此是认真对待的。他继续论证，一种股票的内在价值等于其未来的全部股息的现在值（或贴现值），于是他向投资者建议对日后获得的钱款价值应进行“贴现”。由于多数人不理解这个术语，于是它就流行了起来，现在“贴现”已在投资者间被广泛使用，特别在杰出的经济学家和投资家耶鲁大学的欧文·费雪教授支持下，这一概念受到了进一步的推崇。

稳固基础理论的逻辑是相当不错的，用普通股股票可以作出最好的说明。该理论强调指出一种股票的价值应根据一家公司将来能以股息形式所发放的收益的总和。显然，现时股息及其递增率越大，该股票的价值就越高，这是合乎情理的。由此，收益增长率之间的差异就成为股票估价的一个主要因素，于是悄悄地进行考虑的是需小心对待的次要因素，即对未来的预期。证券分析家不仅必须估计长期增长率而且还必须预测某一大幅度增长能保