
第一部分

股票与股价



第一章

基本分析与空中楼阁

什么叫犬儒？就是那些知道所有东西的价格却不懂得任何东西价值的人。

——奥斯卡·王尔德(Oscar Wilde),
《温德摩尔夫人的扇子》

本书将带你漫步华尔街，作为你遨游纷繁复杂金融世界的向导：帮助你把握投资机会，指导你选择投资策略。如今，我们经常可以听到这样的抱怨：个人投资者与华尔街专业投资者之间机会不均等。人们认为，专业投资者在投资技术的使用、投资信息的获取上占据了优势。比如，专业投资者可以熟练地使用“程序化交易”、“资产组合保险”和其他一些复杂的金融衍生工具；人们还经常看到机构投资者进行大规模并购以及从事高回报套利（有时甚至

是违法行为)的新闻报道。专业投资者所具有的这些优势都暗示着在当今高度机构化的投资市场上,几乎已无个人投资者的立锥之地。然而,事实能够告诉我们更多的东西。你完全可以和机构投资者做得一样好,甚至超过他们。在以下内容中,我将向你们揭示一批睿智的投资者,他们能在 1987 年 10 月低迷的股市中保持清醒的头脑。最后,他们所持的股票价格回升,甚至获得了诱人的高额回报。而与此同时,一大批专业投资者却因使用其不甚了解的金融衍生工具而在 90 年代输得倾家荡产。

这是一本为个人投资者准备的简明投资指导书。内容涉及广泛,覆盖了从保险到所得税的诸多内容。它为投资者选择按揭贷款、设计个人退休金账户提供了很好的建议。除此之外,它还会教你如何购买人寿保险,如何避免被银行或经纪人算计,甚至还会教你如何进行金银、珠宝投资。本书虽然内容丰富,但也有一定的侧重点。本书的侧重点在普通股投资上。股票作为一种投资媒介,在过去,它给人们带来了长期、丰厚的回报。在将来,它的潜力也是无穷的。在本书第四部分有关“生命投资周期指南”中,将给各个年龄段的个人投资者提供具体的证券投资建议,帮助他们达到理财目标。

什么是随机漫步

“随机漫步”是指利用过去的表现,无法预测将来的发展方向以及具体的变动情况。在股市上,“随机漫步”是指股市价格短期内变化的不可预知性。对此,投资咨

询服务、收益回报预测、复杂的图表模型所作的努力都是无济于事的。华尔街的专家们忌讳“随机漫步”这个名词,学术界提出“随机漫步”;对于那些专业投资者来说,无疑是一种人身攻击。如果把“随机漫步”一词的逻辑内涵推向极致,无疑是将投资专家们殚精竭虑挑选出来的投资组合等同于蒙住双眼的猴子在股票报价表上用飞镖乱射所得到的股票。

衣着光鲜的金融分析师当然不喜欢与光屁股的猴子相提并论。他们讥讽那些热衷于方程式、希腊字符的学究们,说他们连瓷器店里的牛和熊都分不清楚,遑论股市涨跌。为了抗击学者的攻击,市场分析师们开发了两套标准技术。其一是基础分析,其二是技术分析(我们在第二部分中将详细讲述这两种方法)。对此,理论界人士也不甘示弱,他们用“弱式有效市场”“半强式有效市场”“强式有效市场”三种版本来扩大“随机漫步”的外延,并创立所谓“新投资技术理论”以回避实务界人士的反攻。“新投资技术”理论落脚在“贝塔”系数上,随后,我会揭露它并不是什么好玩艺。在 90 年代,少数学术界人士也改弦易辙,认为股市多少还是可以预测的。时至今日,我们仍能听见关于“股市是否可以预测”的争论。争论双方都有不达目的誓不罢休的决心,因为学者可以由此获取他们的终生教职,而专业投资家则可以获得更高的奖金。我相信你能从本书中体会到无穷乐趣,因为本书囊括了一台流行戏的全部要素——暴富、大亏——还伴有各种经典的点评。

在阁下开始阅读本书之前,请容我作一下自我介绍,

并向你展示作为一个向导，我所具有的实力。在本书中，我将展示我的三种身份，每一种身份对股市都有不同的观点。

我的第一种定位是市场分析师。自入行之初，我就供职于华尔街一家有名的投资公司，我在这里初露锋芒。可以说，我至今还是一个市场分析师，因为，我现在是一家投资资产超过 2 500 亿美元的保险公司的投资委员会主席，并且也是国内几家资产总值超过 4 000 亿美元的大型投资公司的董事。这些都是我的个人经历。未经世事的人是永远无法完全理解生活的真正意义的，对于股市，道理亦是如此。

我的第二种定位是经济学家。通过对证券市场和投资者投资行为的专门分析，我已经积累了一套完备的学术研究方法，并取得了大量关于投资机会的研究成果。我在本书中向你提供的意见大都建立在最新的研究成果基础上。

我的最后一种身份——毋庸置疑，我一生都在从事投资——是一个成功的投资者，有多少成功我不想披露。因为学术界有一个定律：教授是绝对不会因投资而盈利的，他们可能继承一大笔钱，也有可能“娶到（嫁给）一大笔资金，可能花掉许多钱，但绝不可能靠投资股票赚钱，赚钱不属于学术问题。教授的专职是“奉献”——至少政客和总统们在制定教授薪水标准时经常这样讲。学者的追求应该是知识而不是高额回报。正是从投资者这个身份出发，我打算把我在华尔街的成功经验与阁下分享。

本书包含了许多数据和图表，你不必为此感到心烦。

我的目标是为金融新手提供可操作的、行之有效的投资建议。你无需任何专业知识准备,阅读本书所需要的,仅仅是兴趣以及让你的投资赚钱的热情。

投资是一种生活方式

让我先来解释一下什么是‘投资’,以及投资与投机的区别。我认为,投资是一种以得到合理、可预见的以股息、利息或租金为形式的收入和长时期内价值增值为目的而购买资产的行为。投资与投机的区别在于投资收益回报的时间长短以及对回报的可预测性上。对这两种概念的区分,我们可以用‘超人’电影中的例子作比喻。邪恶的路德认为加里福利亚将来会沉入太平洋,便在亚利桑那州^①购买土地,大规模的建造价格不菲的海滨住宅,他干的是投机。反过来说,如果他购买土地的真实目的是长期拥有,并在前期对移民模式、房屋构架发展趋势和水源供应作过仔细考察,那么,他的行为可以算是一种投资。如果他还指望其购买的土地未来能产生固定的现金流回报,那我们就能更确定地说他在做‘投资’。

另外,我还想进一步澄清的是,本书面向的读者不是投机者。我不能承诺你会在一夜之间暴富,也不能像 90 年代最畅销的一本书那样,让你创造股市奇迹。^②事实上,本书的副标题应是:“逐步走向富裕”。请记住 你的

^①亚利桑那州是美国西部最荒凉的州之一,毗邻加利福尼亚州、内华达州和墨西哥,以沙漠著称。——译者注

^②指本套丛书中的另一本:《战胜华尔街》。——译者注

投资回报至少要等于通胀率，才算得上是盈亏平衡。

90 年代后期，美国和大部分发达国家的通货膨胀率都已降到了 2% 的水平。一些分析师们相信：价格水平的稳定性将无限期地持续下去。他们声称，通货膨胀只是经济生活中的一个例外现象，而非普遍规律。在高新技术迅速发展的和平年代，价格水平将会保持稳定，甚至还会有所下降。在 21 世纪的前几十年中，通货膨胀危机发生的概率极小，甚至为零。但我认为，投资者不应忽视通货膨胀在未来某一时期加剧的可能性。我们无法作这样的假设：“欧洲经济会一直保持两位数的失业率，日本以及新兴的市场将一直萧条下去。”而且，随着经济结构逐渐转向服务导向，生产力的提高将会更难实现。在 21 世纪，四重奏照样需要四位音乐家演奏，阑尾切除术也照样要由一位外科医生进行。如果音乐家、外科医生的工资随时间的增加而不断提高，那么，音乐会的门票和手术费价格将会随之上涨。所以，认为无需担忧价格上涨压力的想法是极其错误的。

即使通货膨胀率一直保持在 3%~4% (已经远远低于 70 年代和 80 年代初的通货膨胀率)，我们的购买力仍然会衰减。以下图表揭示了 1962~1988 年间平均 4.8% 的通货膨胀率对我们生活造成的影响。我早晨看的报纸价格上涨了 1100%，中午吃的巧克力棒的价格涨得更凶（其大小还比 1962 年我读研究生时小了许多）。如果通货膨胀率保持不变，到 2010 年，一份报纸要卖到 1 块多钱。很明显，即便要对付的只是温和的通货膨胀，也必须采取一些能保持实际购买力的投资策略。否则，我

们的生活水平将注定走下坡路。

通货膨胀的侵蚀

	平均值 1962 年	平均值 1988 年	增长百分比	复合年通 货膨胀率
消费价格指数	30.20	162.80	439.1	4.8%
Hershey 巧克力棒	\$.05	\$.64	1 180.0	7.3
纽约时报	.05	.60	1 100.0	7.1
普通邮费	.04	.32	700.0	5.9
汽油(加仑)	31	1.19	283.9	3.8
汉堡(麦当劳双层)	28 ^a	2.69	860.7	6.5
雪弗莱轿车(标准型)	2 529.00	22 500.00	789.7	6.3
冰箱	470.00	750.00	59.6	1.3

a 为 1963 年数据。

资料来源：1962 年的数据来自《福布斯》杂志 1977 年 11 月第一期；
1988 年的数据来自各种政府和私人的数据统计。

投资之前,我们必须做许多前期工作,并且不能有丝毫的错误。在一些爱情小说中,常常会有豪门贵族因经营不善而倾家荡产的故事。谁又能忘记契诃夫(Chekhov)经典剧作中樱桃园被毁的可怕回忆?导致契诃夫家族衰败的根本原因不在于马克思主义而在于自由企业制度:他们没有管好自己的钱。就算你将所有资金委托投资咨询公司或共同基金管理,你仍须清楚地了解哪一种基金、哪一家投资公司最合适。如果你能善用本书提供的一些方法,你会发现,投资决策将变得轻而易举。

投资本身才是乐趣所在。假如你能通过自己的思考,去与那些巨无霸式的投资公司比试,而且获得了财产的增值,你定会感受到投资的无穷乐趣 当你目睹你的投

资回报是如何以高于工资增长的速度积累时，你定会为此兴奋不已，了解金融产品中的新理念、接触新的投资方法也很刺激。成功的投资者应该是一个全能选手，对任何事情都有好奇心，并用自己的智慧让自己变得富有。

投资理论

所有的投资回报——无论是来自普通股，还是来自稀罕的钻石，都会不同程度地受到未来事件的影响。这也正是投资的迷人之处。投资就是一场赌博，一场输赢依赖于对未来预期能力高低的赌博。传统上，投资机构的专家有两种资产价值评估方法：基本分析理论和空中楼阁理论。这两种方法的实践导致了上亿元的盈亏。更富有戏剧性的是，这两种方法本身是相互排斥的。如果你想作出理性的投资决策，你必须理解这两种理论，它们是避免冒失行动的安全保障。70年代，学术圈子里又产生了第三种投资理论，即所谓‘新投资技术’，并在华尔街盛行一时。在本书后面的章节中，我将会详细解释并介绍它在投资分析中的应用。

基本分析理论

基本分析理论认为，每一种投资工具，无论是股票，还是不动产，都有一种可以称之为‘内在价值’的固定基准。该种‘内在价值’可通过对该种投资工具现状和未来前景的分析而获得。市场价格低于(或高于)内在价值之

日,便是买(卖)的机会到来之时。这是因为,市场价格和“内在价值”之间的差距最终会被市场所纠正——这也是该理论的核心所在。这样,投资便变成了一种枯燥乏味的、机械的价格比较过程。

很难把这个理论的发明权归功于哪个学者。S. 爱略特·基尔特(S. Eliot Guild)虽然经常提及市场价格与“内在价值”之间的差距,但最终对于这一理论作出实质性贡献,并计算出两种价格之间细微差别的,还是约翰·B. 威廉(John B. Williams)。

在投资价值理论这本书中,威廉提出了一种计算股票内在价值的公式。这一公式是以“股息收入”为计算依据的。为了尽力使演算变得简单,威廉在运算中引入了“贴现”概念。贴现一般是指“向后看”其收入,而非看下一年的收益。比如你以 5% 的利率存入银行 1 美元,下一年你会得到 1.05 美元的收入。你先预期你未来的收益,再将它换算为现值。也就是说:下一年 1 美元的收入,其现值为 95 美分;那么我现在以 5% 的回报率投资 95 美分,一年后,我大约能取得 1 美元的收入。

威廉非常重视这一原理。他认为:股票真实价值等于其未来所有股息收益的现值(贴现值)。投资者应将其未来收益贴现到现在。由于当时很少人能完全理解这一原理,“贴现”一词一时流行起来。现在,它在投资者中已达到了普及程度。在耶鲁大学的埃尔温·费雪(Irving Fisher)教授(一位有名的经济学家、成功的投资人士)的支持下,基本分析理论在理论界的地位急遽上升。

基本分析理论的逻辑性极强,用它解释股票价格非

常适用。该理论强调，股票的价值应建立在公司未来可用于红利分配的利润现金流基础上。由此，我们可以推导出以下结论：股票价值随其股息和增长率的增加而增加。红利增长率差异是股票定价中的重要因素。股票定价中还掺杂着对未来预期这一不可靠因素。证券分析师不但要估计长期增长率，还要研究到底这种增长能够持续多久。当市场过分相信未来的收益增长能够持续时，华尔街的投资者们很有可能不仅是在贴现未来，简直就是在贴现来世。基本分析的要害在于，股票价值的估计建立在对未来收益增加的程度和增加期间的不确定预测之上。我以为，这样的股票‘内在价值’；它的可靠性会大打折扣。

不仅是经济学家们信奉这种理论，由于格雷厄姆（Graham）和陶德（Dodd）的《证券分析》一书的宣传作用，华尔街的一代分析师均谙熟该原理。见习分析师都学过，理性的投资很简单，即在股票市价暂时低于其内在价格时买进该股票，然后在市价暂时高于内在价值时抛售。确定股票内在价格的公式多种多样，现在，任何称职的证券分析师只需轻松地敲敲电脑或者计算器的键盘便能快速得到股票的‘内在价值’。本杰明·格雷厄姆和陶德方法最得意的传人可能要算沃伦·巴菲特（Warren Buffett），这个来自美国中西部的、人称‘奥马哈圣人’的投资者，在世界投资史上创造的一个神话，究其奥秘所在，是基本分析原理使然。

空中楼阁理论

空中楼阁理论偏重的是股票的心理价值。这一理论是1936年由著名经济学家、成功投资者——约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)第一次提出来的。在他看来,职业投资者并不喜欢把全部精力花在估计‘内在价值’上,他们更乐意于估计大众投资者未来的行为模式,把他们赚钱的希望建成空中楼阁。成功的投资者能够估计哪些股票最可能被大众用来建造他们的空中楼阁,然后抢先购买这些股票。

凯恩斯认为基本分析原理的工作量极大,其演算结果——“内在价值’的价值也是值得怀疑的。凯恩斯还将他所宣讲的投资理论付之于实践。当伦敦的金融人士还在嘈杂的办公室里用基本分析原理埋头苦算时,凯恩斯每天早上用半小时的时间躺在床上就将市场搞定了。这种‘悠闲’的投资方式替他挣了几百万英镑,他所在的剑桥国王学院的捐赠基金价值也因此翻了9倍。

凯恩斯在大萧条时期声名鹊起,很多人在研究他关于刺激经济增长的理论。然而,并非阿猫阿狗都能‘建立空中楼阁’,或者猜到别人的想法。尽管如此,凯恩斯还是在他的《就业、利息和货币通论》一书中,用一整章的篇幅介绍了股市和投资者预期的重要性。

凯恩斯指出,在股市里,没有人能确切地知道影响未来收益前景和利息支付的因素。所以,‘股市中大多数人所考虑的,并不是对所投资企业的整个生命周期作超长

期的收益回报预测，而是抢在公众之前预测到估价基础可能发生的变化”。换句话说，在对股市的分析研究上，凯恩斯以心理分析代替了传统的金融估价法。他在《通论》中这样写道：“如果你认为一项投资，用其未来的收益评估，价值为 30 美元，但是市场在 3 个月内对该项投资估价仅为 20 美元，那么，你现在花 25 美元投资该股票就是愚蠢的行为。”

凯恩斯用一种英国人最容易理解的方法来解释股市的技巧：心理分析法就好比媒体的“评美比赛”，游戏规则是参与者必须从 100 张照片中选出 6 张最漂亮的面孔，而谁的选择最符合大众的普遍选择，谁就赢得奖金。

聪明的选手会注意到，要想赢，投票者个人的审美标准是无关紧要的，最佳选择是选择那些其他选手也喜欢的面孔。其他选手当然也懂得这个道理，所以他们的最佳策略也不是选择他们个人认为是最漂亮的面孔，也不是其他某个投票人所倾向的选择，而是估计大家互相估计的结果会是什么，当然还会沿着这个逻辑演化下去，像滚雪球一样，这就是英国“评美比赛”的一般规则。

用这一游戏作类比，可使空中楼阁原理的定价模型清楚明了。投资者之所以愿意为一项投资付出一定的价格，是因为他期望有人能以更高的价格购买该项投资。换句话说，证券本身的价格因其自身的预期而提高。新的买方总是期望有人以更高的价格购买其投资，如此循环下去。

这个世界总不断地产生一些容易受骗上当的人。他们以高出你买入价的价格买进股票。只要有人肯买，

任何成交价都不算高。原因无它，完全是大众心理使然。而投资者的明智之举就是抓住机会，抢先出击。所以，又有人把此理论称作“博傻原理”。只要你发现有人会用 n 倍的价格买进你以真实价格 n 倍的价钱买入的任何投资，那么现在你以 n 倍于真实价格的价位购进股票，是完全正确的。

空中楼阁原理在金融界和学术界有大量追随者。其实，凯恩斯的选美游戏，亚当·斯密（[Adam Smith](#)）在《金钱游戏》一书中早就玩过了。斯密对股价决定的看法和凯恩斯完全一样。90年代以来，许多发达国家首屈一指的经济学院和商学院开始流行一种关于股市的“行为理论”，强调对大众心理的分析。再早一点，奥斯卡·摩根斯坦（[Oskar Morgenstern](#)）是应用该理论的大腕，他与人合著的《博弈论与经济行为》一书，不仅震撼了经济学界，而且对于证券投资策略和公司战略规划也产生了深远影响。1970年，他与克利福·格兰治（[Clive Granger](#)）合著了《股市价格预测》，书中指出，探寻股票的内在价格无异于水中捞月，在市场经济中，资产的价值取决于实际发生的或可能发生的具体交易。摩根·斯坦利认为，投资者应将以下拉丁箴言奉之为信条：

“价值取决于其他人愿意支付的价格。”

如何“随机漫步”

有了以上的介绍，接下来请跟我一起在投资的丛林中随便逛逛，最后我们会逛到华尔街。首先我要介绍过

去股市的一些重要变动，并依次说明前述两种投资定价理论。桑塔嘎纳(Santayana)曾警告过我们：“前事不忘，后事之师”。因此，在以下的内容中，我将向你展示一些以前或最近发生的、蔚为壮观的投机热。一些读者也许会嘲笑那些在 17 世纪的荷兰疯狂抢购郁金香球茎的公众和 18 世纪英国的南海泡沫事件中的傻瓜。但是，无人能忽视 20 世纪 60 年代初的“新股狂热”、70 年代的“最优 50 股股票热”、80 年代的生物技术泡沫、日本股价和地产的暴涨以及 90 年代初的暴跌，还有 90 年代后期的“因特网狂潮”。它们给了我们这样的警示：我们继续在犯过去的错误。

许多经验丰富的机构和投资专业人士也卷入了最近的一些投机中，在最近的几次投机热潮中，市场为贪婪所左右，每个人都急于兑现，这些情形交织在一起时，使得太多的投资者都表现得慵懒和马虎。

下面，我将用我的亲身经验来向你抛砖引玉。我相信，即便在这些投机热潮中，我们也能找到证券价格的合理的一面。在第一部分结束时，我将为你提供一些规则。这些规则会帮助你正确衡量证券价值，并让你避免犯那些职业投资经理犯过的错误。

第二章

人群的疯狂

十月，是投机股市最危险的月份之一，其他危险月份依次是七月、一月、九月、四月、十一月，五月、三月、六月、十二月、八月和二月。

——马克·吐温 (Mark Twain)

《傻瓜尔逊》

贪欲横流是历史上每一次经济过热的基本特征。为了追求金钱，市场参与者们将基本分析法置之脑后，热烈地认为他们也能在股市中大捞一笔，建成他们的‘空中楼阁’。这种想法过去曾经充斥各国，将来还会不时地卷土重来。

投机心理的确是一个上演荒诞剧目的剧院。本节中将介绍其中的几出戏，其中所建立的‘空中楼阁’包括荷兰‘郁金香球茎’，英国