

导 论

本书将达到的目的

这本书的目的是以适当的形式给外行提供投资策略的指导。其中的一些材料来源于著名的著作——Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle 和 Charles Tatham 所著的《证券分析》它主要是为熟练的分析专家和高年级学生写的。这本书中很少谈到分析证券的技术，而将主要精力放在投资原理和投资者的态度方面。

这里所提出的策略是基于对过去 50 年证券市场的深入细致的观察和积极参与的结果。在这一段经历中，许多新颖的思想已经发展成为著名的投资概念。的确，1914 年流行的金融业务方面的规范著作今日读来是很奇异的。在这里我们必须指出，正像由第一次世界大战前的经验总结出来的理念在后来的几年中很多已过时一样，我们现在的观点——基于 1914 年至 1963 年的经验，也可能经不起将来发展的检验。

风险不可能避免，但如果清楚地将其牢记在心，我们可以成功地减少风险。在过去的日子里，大多数投资格言失于概括的简单性或存在偏见与偏好。因此，它们在过去似乎是很有道理的，如不仔细思考的话。例如，“债券比股票更安全”；“铁路债券比工业债券更安全”；“第一抵押权债券比无担保债券更安全”。

许多其他类似的陈词滥调 现在要么是不正确的 要么因例外太多而毫无用处。

如果将数量或度量与证券而不是与人相联系，作为每一投资规则的一部分，我们现在的想法可能会逃脱同样的命运。例如 在 1949 年第一版中 我做了一个惊人的和大胆断言 个人投资者买高等级的债券和优先股是愚蠢的，因为其投资于美国储蓄债券可以得到更好的回报。根据 1949 年得到的相当收益，这个忠告是好的和有益的。我补充说 如果在今后几年 买高等级的公司债券可能得到比美国储蓄债券高得多的收益，那么条件变化是策略变化的根据。在过去的 15 年中 情况已经发生了很多的变化，情况的变化正像我在第五章债券收益比较表中所示的那样。现在，你可以从长期的美国政府债券得到比储蓄债券更高的收益，还可以从一等公司债券得到更加好的回报。储蓄债券还具有一些可贵的优点 但是对个人投资者而言 它们不再像从 1935 年创立以后的大约 20 年那样，是惟一合理的债券投资方式。

追溯到 1914 年的准则 我们发现 尽管许多已过时了 但还有一些是适用的。那么，有没有线索区别一组与另一组呢？我认为有。主要与证券类型相联系的准则没用了，而那些与人性 and 人的行为相联系的准则生存了下来。后者类似于陈腐格言，但是相当有用。以其中的三个为例：

1. 如果投机 最终你将 可能 失去钱。
2. 当大多数人(包括专家)悲观时 买 而当他们相当乐观时 卖。
3. 调查 然后投资。

这意味着，尽管交易条件可能变化，公司和证券可能变化 金融机构和规则可能变化 但人性基本是相同的。因此 慎重投

资的重要和困难部分 与投资者的气质和态度相联系 而不太受过去的影响。

然而，我从一开始就必须处理写这本书过程中遇到的困难问题 它与刚才给出的第二个一般化格言相联系。基于“买低卖高”思想的投资策略，一般是指在悲观时期买入普通股而在乐观时期卖出 它还可行吗？

自从 1949 年以来，证券市场的行为一般根本不适合应用如此的策略于普通股。我们似乎已经进入了投资和投机的“新时代”从而替代了感受明显的牛、熊市场的变换——这是几十年金融历史的特点。它可被描述为“连续的和永久的牛市 经常被短期的可变振幅的下降所打断”。那些按照老的、既定的规则，按照过去的判断，在似乎是高点的地方卖出他所持有的普通股的投资者，别指望有机会以可观的利润重新买回它们。从 1949 年以来 在大多数情况下 他面临着尴尬的选择——要么完全离开证券市场，要么以高于他卖出的价格重新买回它们。

对将来的策略，这意味着什么呢？像几乎每一个其他地方一样 这里有两个主要可能。其一 我们现在仍然经历着历史上最长且最强的牛市 的的确确的牛市 其注定将走以前牛市走过的路 紧接着一个非常深且持久的熊市。根据这种观点 不可避免的事仅仅是被推迟，而长时间的推迟使得其很少被预计到且更加不可避免。上面置于“新时代”上的引号是一个提示——这是 20 年代后期前所未有的牛市给出的受人喜爱的特点，随着我们历史上最大的崩溃和最严重的萧条而结束。在那些引号中含有的警告，任何慎重的读者都不可能忽视。

但是，我们现在的经济气候与第二次世界大战前一系列影响证券市场繁荣和衰退的经济气候是不同的。以我的观点，最主要的不同，在于我们的联邦政府委员会（首次在 1946 年采

行动) 干预经济以避免大规模失业和大萧条。虽然我不知道这样的干预是成功还是失败, 但我的确知道, 当必要时干预仍将会进行。其结果可能是一系列巨大的联邦赤字, 接下来可能迅速产生通货膨胀——这与我们在过去 10 年已经看到的缓慢变化形成鲜明的对照。

带给我们证券市场的第二个大的可能性是其有效地减缓了美元购买力进一步大量地丧失。如果这是真的, 或有某些可能证明这是真的, 那么投资者持有现金或现金等价物可能会像出现危险的高价位时持有普通股一样有很大的危险。

坦率地说, 我不知道这两个可能性的哪一个将会成为现实。但是我认为投资者必然会遵循适合于这个不确定性的理智的程序。这本书的主要目的是提出金融策略和心理上的态度——其可以避免证券市场崩溃或无法控制的通货膨胀所带来的灾难, 并且使投资者在金融市场未来的“急流和暗礁”中取得相当满意的结果。

现在回到“买低卖高”的格言。根据一般的市场运行, 它似乎不再适用。但是, 我认为对那些我称之为“进攻型投资者”而言, 其可能是一个可行的策略, 当选择特殊的普通股和有价值证券时, 他们总是改变态度。

现在我们可以更加清晰地定义出这本书所讲的内容是对谁的和不对谁的了。

无论是一般的各种上市证券还是特殊证券, 这本书都不打算写给投机者, 他们的目的是期望证券市场变动。但是有一些类型的投机购买, 其聪明地度量了证券本身方面的得失因素而被证明是正当的, 则落在我们的研究范围之内。

这本书主要直接写给两类人: “防御型投资者”和“进攻型投资者”。它将有助于防御型投资者保存资本, 避免严重的委托

失误，得到相当的收益回报，在某种程度上防止通货膨胀。另外，它可使进攻型投资者利用许多经常发生的机会，借助于足够的分析，以低于公正价格或内在价值的价格购买证券。

对第三类投资者——将注意力放在工业和公司预期重大变化的人，这本书可能只有很少的用处。例如，他可能是航空运输股票的购买者，因为他相信这些股票比现在市场标准反映的趋势更辉煌。对这类投资者，本书的价值在于更多地警告潜伏在这种投资方式中的陷阱，而不是提供有助于沿着他的路走的任何建设性的技术。

航空业的毛利润一直是迅速和连续地增长，但它们的净收益有很大的波动。在 1961 年出现赤字，而从 1945 年至 1957 年，在所有的业绩中，这些股票的标准·普尔指数是很低的，但综合市场指数有很大上升（一些相关数据出现在表 1）。这个业绩对我给出的警告有个清晰的认识。航空工业成绩的改善开始于 1962 年，其反映在股票改善的指数水平高于平均恢复指数水平。

表 1 航空运输的收益及股票的价格水平：1945 ~ 1963
(以百万美元为单位)

数值 项目 时间	毛收益	净收益	航空运输业股票 标准·普尔指数	标准·普尔综合市场指数 (500 家公司)
1941 ~ 1943 年平均			10.0	10.0
1945 年	464	(损失)10.1	高 34.5	高 17.7
1948 年	696	1.1	低 10.0	低 13.8
1955 年	1 634	79.0	高 37.0	高 46.4
1957 年	2 128	44.0	低 17.6	低 39.0

续 表

数值 项目 时间	毛收益	净收益	航空运输业股票 标准·普尔指数	标准·普尔综合市场指数 (500 家公司)
1961 年	3 064	(损失)37.8		低 57.6
1963 年	3 755	84.1	高 47.3	高 75.0

投资者最需要的而他们又很少具有的品质是金融历史的意识。对绝大多数公司，人们在普通的投资过程中更多和更重要的是考虑其波动的因素，而很少考虑其长期的成长和衰退性。是的，市场倾向于欢迎每一个上升浪，似乎它是不断上升的开始；市场倾向于欢迎每一次收入的减少，似乎它预示着完全结束。我们将追踪 25 年来各种类型证券收益的典型模式和价格行为。

投资艺术有一个一般不受人欣赏的特点。如果不惊人，外行投资者可以用最小的努力和能力取得可信的结果，但是改进这个容易得到的标准需要更多的运用和更多的智慧。如果你只是用一点额外的知识和聪明于投资规划，而不是比通常的结果认识得更好，你可能发现你已经做错了。

由于任何一个买进并且持有典型的上市证券的人有能力取得市场平均业绩 因而“超过平均值”似乎是一个相当简单的事情 但是 事实上 试图达到这个目标而失败的机敏的人比例是相当大的，甚至大多数投资基金多年来也没有经营得太好以使收益高于综合市场收益，尽管他们都是专家。与前述相类似的是经纪行发表的证券市场预测，但强有力的事实说明它们的计算预测比简单地掷一枚分币还缺乏可靠性。

在写这本书时，我始终试图将这个投资陷阱记在心中。我强调了简单的有价值证券策略的优点——购买高级别的债券和分

散购买重要的普通股——任何一个投资者不需专家的帮助便可进行。我指出，超出这个安全和合理边际的冒险充满了失败的可能，特别在急躁的时候。在试图冒险之前，投资者应该相信自己和他的顾问——特别是关于他们是否有投资和投机以及市场价格和潜在价值之间差别的清晰概念。

一个富有思想的投资方法——坚定地以安全边际原理为基础，能够产生可观的回报。然而，没有大量的自我检验，就不应做出争取这些报酬而不是争取防御型投资必定得到的成果的决定。

最后，是一个有追溯性的想法。1913年，我们没有人对以后50年世界应该做什么有任何模糊的想法。现在，我们似乎有更大的经济信心和更深的政治理解，但是没有更多将来的知识。是的，如果我们将注意力局限于美国人的投资经验，那么从上半个世纪发现的东西便可得到某些安慰。经过所有的证券投资的变迁和灾难，虽然它们像地震一样是不可预测的，但留给我们的信条是：正确的投资原则一般产生正确的结果。我们必须按照它们将还是如此的假设去做。

对读者的说明：这本书强调它不是对所有的储蓄者和投资者的金融策略，它仅处理他们准备放在市场证券中的那部分存款（在市场证券中包含了可变现的各类美国储蓄债券）。因而，我们不讨论论活期储蓄、定期存款、人寿保险、不动产抵押和年金保险一样的重要的储蓄和投资媒介。

在储蓄和贷款交往中，“存款”是一种迅速成长的投资形式，在一定程度上，可以认为它们等价于市场证券。然而，我已经决定把它们从这本书中去掉，由于我已经列出了其他媒介。将我的讲解局限于证券领域——在此领域我已经取得了许多经验且我希望有足够的力量，相信读者将获益匪浅。

第 一 篇

投资的一般方法

如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。

对于理性投资，精神状态比技巧更重要。

第一章

聪明的投资者将获得什么

本章将列出本书所要阐述的主要观点。作为开始，我希望重点阐述一下关于个人和非专业投资者的适当的证券组合的概念。

但是，首先应明确一下本书题目的定义。作者关于“投资者”的定义是什么，这里，它和“投机者”的定义是不同的。在《证券分析》一书中曾明确给出二者的区别：“投资操作是基于全面的分析，确保本金的安全和满意的投资回报。不符合这些要求的操作是投机性的。”

这一定义也许和传统的有点不同。这使得我们在“投资”的标题下包含了对不支付股息的股票，甚至是拖欠的债券的购买，只要投资者确信它们的价值最终将高于它们的成本。在这种情况下，“满意的回报”是以资本收益的形式而非固定收入的形式。

但是，这种操作只是特殊情况。作者主要是讨论一般意义上的投资概念。例如，典型的投资者将注重本金的安全，他将及时购买证券，一般将长时间持有这些证券，他将注重年收入，而非价格的迅速变化。

但在这一点上，现在的投资者和以前的，比如说 40 年前的投资者是不同的。现在的理性投资也不能完全忽视价格变化，

至少应注意避免价格反向剧烈波动时带来的损失。因税务及其他原因，投资者应把重点放在长期本金价值的增长上，而非每年收入，但这并不应被理解为传统交易中利润的快速积累（一个重要的税收利益附属于在获利销售之前至少持有证券 6 个月）。

本书中“理智”的意思是“有知识和理解能力”而非“聪明”或“机灵”或超常的预见力和洞察力。实际上本书所说的理智更多的是指性格上的特点而非脑力上的。这一点对于占投资者大部分的我们称作为防御型或保守型的投资者来说尤其正确。我们可以设想这个投资者是一个寡妇，靠留给她的钱为生——她首先必须避免严重的错误或损失；她的第二目的就是不必要努力，不必烦恼，不必经常做决定。

但是现代拥有大笔财富的女性，如处在此位置，绝不会把金融事务完全交给别人。她要知道——至少在一般条件下——她的钱被用来做什么了，为什么如此做。她可能要参与投资政策的制定，追踪投资结果，独立地判断别人给予她的忠告。对于把投资的主要事务交给别人的男性来说也是这样。对于所有这些防御型的投资者，理性投资主要是严格遵守一些合理的相当简单的原则。

现在我们再讨论第二类投资者，被称为进攻型的或有进取心的投资者。他们和其他人不同就在于他们愿意承担风险——在那种情况中，他们应该被称为投机者。他们的性格使得他们愿意花许多时间小心地选择那些合理的且有吸引力的投资。这并不是说这类投资者是该领域的专家。他们的信息或想法很有可能是来自其他人，特别是证券分析家，但最后作决定的是他们自己，决策之前进行估计是根据自己的理解和判断。有进取心的投资者理性行为的第一条原则是他决不会购买没有经过自己研究的或根据自己的经验觉得不满意的证券。

一、第一次世界大战前的投资和 当今投资之比较

让我们暂时回到 1914 年，当时情况是有趣的和有启发作用的，那时，作者第一次来到华尔街。其时投资的概念刚刚形成，实际限于公司债券领域，而且大多数是铁路债券。那时——就像现在一样——优先股在投资组合中起着很小的和不为人懂的作用。普通股投资亦是如此，但普通投资者或不投资，或小规模地实践，且只限于几种证券。

那个年代，在那些安逸的日子里，退休的商人或寡妇，谋求依赖比如 10 万美元的资本金，投资于 15~20 种高质量公司证券，每年的收入就会在 4.5%~5.5% 之间。每年 5000 美元的收入足够他或她生活得相当奢侈。

现在投资者的情况在两个重要方面已有所不同。首先，一个人仅靠 10 万美元投资于高等级的债券所得的收入，别想生活得舒适。这种情形在 1947 年 7 月《商业和金融记事》中的一篇小文章中被很好地描述，其显示一个靠领取年金生活的人，要想活得舒适，在 1914 年需 10 万美元，而在 1947 年就需 50 万美元。表 2 给出了这两个时期及 1964 年收入和购买能力的比较。因为从 1947 年以来利率上升和 1964 年通过税收减免，所以在 1964 年 42.50 万美元的年金仅相当于 1913 年的 10 万美元。

但是，现在一个有 42.50 万美元资金的投资者不可能把它们都投入到高等级债券。对债券部分，他很可能被一些免税的

这篇文章以亦庄亦谐的方式结束：“从上面情况得出的教训是，除非今天你有 50 万美元，否则你最好忘记退休并继续工作。”

州及它们的分支机构的债券所吸引，这些债券中非常高质量的种类可能会有 3.5% 的收益率，而且会减免他的收入税。这个利率开始对于他是比较高的，后来就下降了。

表 2 1913、1947 和 1964 年的收入和购买能力
(以美元为单位)

类 别	1913 年	1947 年	1964 年
总 投 资	100 000	500 000	425 000
好公司债券的回报率	5%	2.75%	4.40%
税前收入	5 000	13 750	18 700
收入税(3 个侍从)	0	3 140	3 700
净 收 入	5 000	10 610	15 000
美元购买力(以 1913 年为基础)	100%	45%	33%
收入购买力	5 000	4 775	5 000

但是最大的改变还在于对普通股的态度，人们不再像 50 年前那样对普通股持反对态度。对普通股的投资已经成为一个好的投资规划中重要的和不可缺少的一部分。大部分投资者投资于普通股的资金占总投资的比率，低的为 25% 高的为 75%。造成从以前的保守型做法到这一巨大的变化有几个原因，其中一个原因是人们错以为会赢得比债券更高的收入。但如果因为普通股风险高 便认为其回报也高 那么这种高回报率就是靠不住的 在普通股上的冒险就是不合理的 尽管普通股在有些情况下确实会偶尔带来更高的回报。

一些投资者投资于普通股是基于税收方面的考虑。出售持有6个月以上的证券所得利润的税率是股息或利息的一半或更少。有的人选择普通股是强调它们可能以现在的收入为代价带来资本收益。当然，这里真正的危险还在于，过于注重资金的增值会导致投机的心理和操作，最后导致金融崩溃。显而易见，除非普通股得到满意的税前利润，否则也就没有税收上的优惠条件。

投资普通股更有力的支持是根据长期的投资经验，而不是仅仅根据更高收益和税收节约的渴望。过去80年或可能更长的历史表明，长线持有多种有代表性的普通股会带来比债券更高的利润，周期性牛市后期购买的除外。在各种不同的时间周期，也会有巨大的损失，但最后总是证明耐心的持有者是正确的。然而，最不利的情况——股票购于1929年——股票的业绩超过债券用了25年。

在过去许多年中，从普通股得到的出色结果是人们喜欢它们的有力证据。但是在一定条件下，它可能是产生极强误导的证据。看一下1941年至1960年的情况，在这个时期，普通股整体上以高于15%的复合年速率上涨。这个数据确实太好了，但不可能是真实的，至于将来则是令人担心的。普通股在即将到来的几年继续保持这个上涨速度是不可想像的，因为果真如此，那么每个人都能通过股票致富——就像几乎每一个人认为在1929年他能够做的那样。更严重的是过去的高速率有可能意味着目前股票的价格已过高。1941年以来，惊奇的结果可能预示将来不是好的结果而是坏的结果。在以下讨论中我们必须回到这个问题的两面性解释。

最近几年，使防御型投资者转向普通股的主要的和令人注目

的原因是他们思想中的新因素——经验和害怕通货膨胀。1964 年的价格水平是 1913 年的 3 倍 这主要是由于政府借债及第一次和第二次世界大战引起的货币供应的扩张。在始于朝鲜战争 继而演变为‘冷战’的全球紧张的新时期 价格水平呈不规则的但清楚明白的上涨趋势。没人能够确定将来的价格水平 但每个人都意识到 在过去 50 年 美元的购买力锐减。那些只持有美元——或只能获得固定数量的美元权利，例如债券——的人 他们的实际财富大大贬值。尽管普通股并不总能使投资者不受或通过套购保值以防止通货膨胀的影响 但整体上它们确实增加了投资者的本金价值和年收入 几乎抵销了美元购买力的下降。

如果我们面临更严重的通货膨胀——现在几乎已是普遍接受的假设——那么，以合理的价格购买的普通股就会再度提供比债券更强有力的保护。这一考虑为以下结论提供了极强的逻辑基础：在正常市场水平下，应投资一定比例的资金于普通股（如投资者有其他类型的资产 例如持有自己的企业或商业不动产 这一结论就不那么吸引人了 因为这些本身就是防止通货膨胀的套期保值）

防御型投资转向普通股与大学捐赠基金的历史有关。开始，法律或传统规定这些资金只能投资于债券或不动产。在 30 年代，斯坦福大学向法院申请，要求把一部分资金投资于普通股 以在一定程度上减小通货膨胀的影响 赫伯特·胡佛 作为一个大学的理事声明支持这项申请。1964 年 Vance, Sanders 和 Company 发表的一项调查报告揭示，65 个主要大学 56% 的资金投资于普通股。

在任何情况下都应投资一定比例的资金于普通股，这个建议是不可改变的。我在这本书中接受这个建议，并仅建议投资者考虑这个比例在最低限为 25% 而最高限为 75% 以内。但读

者必须充分认识到，把资金投资于普通股会带来严重的并发症和危险。这些不是普通股所固有的性质，而更多的是来自持有者面对股市时的态度和行为。普通股可能是炸药。理论上讲，合理地、保守地、心平气和地投资于普通股并不难，但是实际上投资者要受内在的和外在的混乱的诱惑所困扰。法国人说，从崇高到荒谬仅一步之遥。从普通股投资到普通股投机似乎也只有一步之遥。许多有关华尔街的语言和文学，如果不是编造的，都分析了投资与投机方法之间微小但重要的区别。在这个写照的另一方面，在投资者的潜意识和性格里，多半存在着一种冲动，它常常是在特别的心境和不同于常规的欲望驱使下，未意识到地去投机、去迅速且够刺激地暴富。

二、投资和投机的区别

1962年6月，一家权威金融杂志首页刊载了一篇标题为《小投资者卖空，引起跌风》的文章。没有任何术语可以生动地表达盛行于金融多年的、在普通股投资和普通股投机概念之间的混淆（有必要指出，该文章刊载时，股市已经历了一次暴跌，正呈大的上涨趋势。这不是卖空的好时机）。

这本杂志在这里用“投资者”一词是因为在华尔街通俗的语言中，任何人只要买卖证券就成为投资者，而不管他买什么，什么目的，什么价格，用的是现金还是保证金。将此和1948年公众对普通股的态度比较一下，那时超过90%接受询问的人表示他们反对购买普通股。一半人是因为投资普通股“不安全，是一个赌博”，一半人是因为“不熟悉”。令人啼笑皆非（但不奇怪）的是：当普通股以极具吸引力的价格出售时，人们普遍认为购买普通股是投机或冒险行为，相反，当股票剧涨到根据过去的经

验毫无疑问是极危险的水平时 购买股票反而成了投资 购买者反而成了投资者。

分析普通股的投资和投机之间的区别总是有用的，且它的消失正是人们所关切的。华尔街 作为一个机构 应该更好地提出忠告以重复这一区别，并在和公众交往中强调这一区别。否则 总有一天 交易所会因没有警告那些投机者而使他们遭受损失，并因此受到谴责。我相信本书的读者一定会形成这样一个明确的概念：风险是普通股交易所固有的——风险和赢利机会是不可分的，这两点投资者都应计算在内。

我刚才所说的表明，对于典型的普通股可能不再有真正的投资 从某种意义上讲 投资者可以等到其价格不包含巨大损失的风险时购买它们。投资者必须认识到普通股投资固有的投机因素 如果股票市场的特点在将来可能发生根本变化 他的任务是把它限制在合理的范围之内，并在财务上和心理上做好出现逆境的准备——这个逆境是重要的尽管可能是暂时的。

应该增加两段来讨论投机的本质 以与现在大多数有代表性的普通股所固有的投机成分相区别。完全的投机既不合法也不道德 并且 绝大多数人 也不能通过它致富。但是 某些投机也是必要的和不可避免的 因为在许多普通股情形中 获利和损失的可能性都很大，风险必须有人来承担。就像有理性投资一样，也有理性投机。但在许多情况下 投机是非理性的 尤其是以下三种情况：(1) 意识不到自己的投机行为；(2) 缺乏足够的知识和技巧时 严重投机；(3) 动用比你能承受的损失更多的资金。

按保守的观点，每个用保证金操作的非专业人士都应该认识到 他事实上是在投机 因此 他的经纪人有义务提醒他。每个人购买所谓的热门股，或作类似的购买，他就是在投机或赌博。投机使人着迷，如果你在这个游戏中获利，你就会更加着