

HOW TO THINK LIKE BENJAMIN GRAHAM
AND INVEST LIKE WARREN BUFFETT

第一部分
两个市场的故事

A Tale of Two Markets

动荡、泡沫、崩溃

——疯狂的市场先生

有这样一个病人，他患有典型的癡狂症，经常做出两种性质截然相反的混乱反应。他可以持续几个月地进行疯狂消费，到处借钱来买一些他根本不需要的东西。而在另一时期内他又善于言谈并充满了思想智慧，与上一个疯狂期的表现截然相反。他可能在兴奋时会引诱你去买下布鲁克林大桥（布鲁克林，纽约市西南部的一个区），然后又突然改变脾气，陷于长达数月之久的消沉寡言之中，即使是极为细小的一点点烦恼，如一个很不重要的坏消息或一个令人失望的预期结果等，都会让他大动干戈，怒气冲天。

上述的例子只是一个比喻。我所描述的这个“病人”，实际上就是股票市场。股票市场有时极端地兴奋，有时又充满了恐惧。当有大量资金投入时，它会扶摇直上；而当资金大量撤出时，它又一落千丈。它反反复复，上上下下，就像马戏团里跳弹簧床的小丑一样，不断地编织着不费吹灰之力而一夜暴富的神话，而一旦有哪个公司没有达到预期的每股收益目标时，它就会板起面孔，骤然下跌，进行调整。

对市场行为有深入了解的聪明的思考者已经认识到，股票市场存在的这些症状是无药可救的，它总是脱离商业或经

济现实，无缘无故地变胖，然后又快速减肥。尽管如此，还是有机构参与到市场当中来，对市场做出的导致恐怖性萧条的威胁行为和极端行为进行管理，必要时关闭市场，诸如证券交易委员会这样的政府机构，以及如纽约股票交易所这样的私人机构。

然而，目前并无灵丹妙药可用。在本杰明·格雷厄姆看来，“市场”先生总是拒绝承认自己的癫狂，因为有无数的研究颂扬它是如何“理性”的；有难以数计的调查和书籍著作证明它是如何“有效”的；人们编写出大量描述“ β ”值的图书来说明它是如何简单而准确地揭露股票本身含有的风险的；投资组合的分散化策略成为降低风险的惟一有效手段，并被人们认为它是金科玉律，至理名言。所有这些，导致“市场”先生对自己病症的否认。当然，不承认有病，也就无法对症下药来治疗。

让我们对格雷厄姆的“市场”先生的症状做进一步分析。有一种叫“立克次氏体”的恶性微生物，它会引引起一种类似伤寒症的疾病，这种疾病的症状是不醒人事和精神混乱。它总是萎靡消除和极度亢奋两种状态间歇性发作。这种病症通过一种叫 tick 的吸血寄生虫来传播，这种寄生虫还传播一种叫 Q 烧症（Q fever）的疾病。

当你冒险进入股票市场的时候，一定要像在森林中远足那样保护自己、把自己装备好以同 Q 烧症做斗争。本杰明·格雷厄姆和沃伦·巴菲特都对如何同“市场”先生斗争提供了药方。他们建议：认识不到自己的患病征兆和有病不治是愚蠢的，同样地，卷入其中把自己暴露在传染病面前也是愚蠢的。相反地，应该利用“市场”先生，把他为我所用。

格雷厄姆所说的“市场”先生和上面的 Q 烧症的比喻，都不是暗指市场参与者的心理状态。但是，人们独立操作的理性行为往往也会产生非理性的市场效果。许多投资者只是简单地听从专家的意见或是大多数人的看法，这种跟着羊群一块走的做法也许是理性的和聪明的，但是你往往也会和他们一起直接跌下悬崖。

1.1 摇摆、泡沫和崩溃

价格这种寄生虫驱动市场波动性有疯狂变化，在现代股票市场传染瘟疫。趋势交易者和板块交易者不仅是受害者，同时也是 Q 烧症的传染体。在人们蜂拥而来追抬某种所谓持久的增长趋势时，疾病就在市场中蔓延，成为流行性传染病。弗雷德·施罗德（Fred Schwed）在他的经典著作《客户的游艇在哪里》一书中，用嘲讽的语言，对人们的这种总是试图形成某种决断性趋势的幻想进行了否定。

股票价格平均的年波动率在 50% 左右，然而股票所对应的商业价值却相对稳定得多。股票换手率是极高的。以交易量占总流通股数的比例来分析：纽约证券交易所在 1982 年至 1999 年期间，该比例从 42% 上升到 78%；纳斯达克市场中该比例在 1990 年至 1999 年间，从 88% 骤升到 221%。某些股票一夜之间就可能暴升数倍，也可能猛跌不止，而与潜在商业价值的变化并无任何关联。

相对于过去的几十年，现在投机行为越发猖獗，股价的波动速度也大幅增加。伴随着信息的迅猛增长，无论出现真实的还是虚假的信息，市场的波动性都迅猛增长。在市场上

升前人市，在市场将下跌之前撤出已成为交易者奉行的圣经。这显示出不仅“市场”先生真实存在，而且还有成千上万的同谋者为虎作伥。

在整个有组织的证券交易所市场中，历来存在许多依据股价水平来进行跟风操作的人们。这种跟风，往往是与主要的价格指数同升共降。但是，从 20 世纪 90 年代末期开始，直到 21 世纪初，市场出现了两种不同的交易途径：道·琼斯工业平均价格指数引导工业企业走一条路径，而纳斯达克平均指数则引领高科技企业向另一个方向发展。市场分化已经出现。

尽管新经济中包含五大泡沫，但是它的狂热追随者们仍然把一些新的高科技类股票价格吹捧到一个疯狂的高点，即使这些企业利润甚微甚至为负值；对那些利润保持稳定增长的传统经济（Old Economy）中的股票不屑一顾。结果在纳斯达克市场萎靡不振时，道·琼斯指数也起伏不定。一方下跌时，另一方会从中受益。总之，可用一个词来描述这个疯狂市场，那就是乱七八糟，一团混乱。

在这样的市场中，任何想要对市场转变的规律性做出预测的想法都是不可能的。看看 2000 年 4 月 14 日这天的市场情况，你就明白我为什么会这么说。在 4 月 14 日这一天，各种股指一起大幅跳水，道·琼斯指数下跌 6%，纳斯达克指数下跌 10%。然而在下一个交易日，又双双大幅反弹。道·琼斯指数上升近 3%，纳斯达克指数上升 6.6%（再下一个交易日，双方又分别上升近 2% 和超过 7%）。

对这些反常的升跌和价格的大幅偏差，根本就无法做出任何合情合理的逻辑解释。所能得出的惟一结论是：“市场”

先生是反复无常的。仍以 2000 年第一季度为例，纳斯达克市场在这段时间内有 4 次跌幅超过 10%，而每次下跌后又迅速回升，单就 2000 年 4 月份而言，它就创造了两次历史最高升幅和 3 次历史最高跌幅的记录。在世纪之交的这几年中，道指的大幅下挫也是极为常见的，下表列出了超过 3% 跌幅的市场情况：

道指下跌统计

日期	收盘价	下跌点数	跌幅
1997 年 10 月 27 日	7161.15	- 554.26	- 7.18%
1998 年 8 月 4 日	8487.31	- 299.43	- 3.41%
1998 年 8 月 27 日	8165.99	- 357.36	- 4.19%
1998 年 8 月 31 日	7539.07	- 512.61	- 6.37%
2000 年 1 月 4 日	10997.93	- 359.58	- 3.17%
2000 年 3 月 7 日	9796.03	- 374.47	- 3.68%

道指在 1998 年 4 月的下跌的影响是十分巨大的，它抵消了纳指当年的全部收益；2000 年 3 月的下跌也同样，它让道指又回到了一年前的水平。

如果上述这些让你不感兴趣，我们可以再来看看“市场”先生令人愉快的一面。下表列出了在 20 世纪 90 年代末期到 21 世纪初的几年中，道指升幅超过 3% 的市场情况统计：

道指井喷状况统计

日 期	收 盘 价	上 升 点 数	升 幅
1997 年 9 月 2 日	7879.78	257.36	3.38%
1997 年 8 月 28 日	7498.32	337.17	4.71%
1998 年 9 月 1 日	7827.43	288.36	3.82%
1998 年 9 月 8 日	8020.78	380.53	4.98%
1998 年 9 月 23 日	8154.41	257.21	3.26%
1998 年 10 月 15 日	8299.36	330.58	4.15%
2000 年 3 月 5 日	10131.41	320.17	3.26%
2000 年 3 月 16 日	10630.60	499.19	4.93%

抛开上述的变化量不谈，单独考虑道指下跌与上升之间的邻近性。这两张表中显示了两个逆转趋势：1997 年 10 月 27 日下跌 7.18%，紧接着第二天上升 4.71%；1998 年 8 月 31 日下跌 3.68%，紧接着第二天上升 3.82%。1998 年 8 月有 3 次大幅下挫，紧接着在 1998 年 9 月有 3 次大幅攀升；同样地，2000 年 3 月 7 日股指大幅下跌，而在当年 3 月 15、16 日两天又大幅上升。以上事实表明，很难有理由让人们相信这些上升与下跌之间的成功变换是依据企业基本面信息的变化来进行的。如果投资者是以企业基本面信息来进行理性和有效操作的话，就根本不可能发生这样巨大的变换趋势。

除了上述几年期间内道指和纳斯达克市场的极度上升和下跌变化外，让我们回想一下“市场”先生曾经对华尔街做

过的一些事情。其中之一是 1987 年的股市大崩盘，道指一天内蒸发掉 22.6%，在一个月时间内下跌 33%。而且 1987 年的股灾不仅仅涉及道·琼斯工业平均价格指数中的三十种成分股，还带来全世界范围的股市崩盘，纽约证券交易所、伦敦证券交易所以及东京证券交易所都难逃厄运。

如果股票的市场价格真正服从有效市场理论并准确反映了有关企业价值的信息，那么有关信息的变化应该对这次崩盘产生适当的调整。许多人试图把这次股灾解释为 1987 年，特别是 10 月中旬的一些市场变化所带来的必然的理性反应。这些市场变化包括：

- 1987 年 9 月 4 日，联邦储备委员会提高了折现率。
- 1987 年 10 月 13 日，住房开支筹款委员会（the House Ways and Means Committee）投票通过了收入所得税立法议案，驳回了企业融资的债务利息减免的提议。
- 1987 年 10 月 18 日，财政部部长詹姆斯·贝克尔（James Baker）公开表示美元要贬值。
- 由于长期历史积累，股指处于历史高位。

也有一些专家把 1987 年股灾归咎于一些机构交易者的交易行为，包括程序化交易和投资组合保险。当市场价格下跌时，大规模投资者为了避免投资组合损失，往往有计划地大量抛售手中持有的股票，这种行为加剧了市场的崩溃。另外一些专家把责任归于衍生金融工具。这些工具的价值随利率或汇率等标杆物价值的变化而变化，如果衍生工具设计合理的话，可以降低风险和市场的波动性，反之，它们就会使

市场价格的波动更加恶化。

但由于灾疫具有全球性影响，并且程度如此之深，以至于几乎没有人会同意上述的种种解释。绝大多数人相信，对于像 1929 年股市崩盘，1987 年崩盘，1989 年发生股市大动荡，以及世初之交的价格大波动等等这类极端价格变动情况，是不可能给出一个合乎理性的解释的。市场狂乱不能简单地用有效市场理论来解释，它是除企业基本面信息发生变化之外，各种复杂力量综合作用的产物。

像这样的市场狂乱情形并不是孤立发生的，在现代金融的发展历史中也屡见不鲜。股价远远高于其真实价值的市场泡沫状态是极为经常发生的。目前已发生过的较大的股市泡沫状态有：从 1959 年至 1961 年的科技股泡沫；在 60 年代末 70 年代初发生的所谓“漂亮五十”（Nifty - Fifty）股票泡沫；1978 年发生的投机性股票泡沫危机；70 年代末期的石油和能源类股票泡沫；1986 年至 1987 年间发生的家庭购物泡沫；从 90 年代早期开始并持续到现在的生物技术泡沫；以及 20 世纪末到 21 世纪初的狂热的网络泡沫等。

截至 2000 年年初，网络行业的市场资本额（等于股价乘以流通股股数）将近 1 万亿美元，年销售额 3000 万美元，每年损失达 30 亿美元。1999 年期间数以十计的网络概念股被发行上市，纷纷拥入只允许极少数获利公司可以存在的这个新兴行业。具体来看，这些网络股的业务范围分为：17 家从事医疗保健业务的公司；7 家 B2B 电子商务公司；6 家音像制品销售公司；5 家人才招聘站点和 3 家旅行代理公司。一时间触网热潮不断，网络业就像“圣诞节的 12 天”那样充满了勃勃商机。

技术革新的蛊惑驱使资金大量流入网络业，这种蛊惑和以前的市场泡沫危机本质上并无大的区别。像 60 年代的技术泡沫缘起于彩色电视和商用喷气飞机的技术革新，它带来了电子类和以“真空管”命名企业的新股发行热潮，从这种意义上来讲，它和 1999 年的网络热潮在根本上是一致的。在这两个时期，股票换手率都十分惊人，产生了大量高价股，创造了许多企业帝国的神话，开创了一个崭新的历史：60 年代的那次热潮被称为“新范式”；而世纪之交的这次浪潮的代名词是“新经济”。但是正如巴菲特先生所说的那样：“如果某样东西不能永久存在，那么它必然走向灭亡。”

像 60 年代的电子技术泡沫那样，网络泡沫也不会突然消失，它很可能会走日本 80 年代股市泡沫消退的老路，用整个 90 年代的 10 年时间逐渐地对东京证券交易所的全部股票进行价格调整，以消除过大的市场泡沫。60 年代和 90 年代的这两次技术泡沫有一个共同点，即出现了防御高价格的新方法，这个共同点也是投机性泡沫的最常见特征之一。

在 80 年代的日本，股票定价的依据不是企业所能创造出来的利润或现金流，而是企业所拥有的相应资产的价值。这导致各种企业纷纷把资金投入到当时认为升值空间巨大的房地产投机当中，结果造成了日本经济长达 10 年的萧条。同样地，我相信，在 21 世纪美国也会遭受同样的灾难。

这些例子表明现在美国股市状况极有可能是一些历史悲剧的重演：近者如 80 年代日本股市情况，远者是 17 世纪 30 年代荷兰郁金香球茎的狂潮和 18 世纪 20 年代英国南海公司股票热潮。而在这些例子中的任何一个，引发疯狂抢购的主要原因看起来都是合乎情理的：郁金香作为一种新鲜花种，

又是荷兰的国花，其珍稀的郁金香球茎当然极具价值；英国南海公司垄断了同西班牙的贸易往来，其股票也当然富有投资价值。

但是结果却都是蜂拥而入，空手而出。越来越多的资金被投入到郁金香球茎和南海公司股票期货的交易合同当中，投入的资金越多，紧跟着需要再投入的资金也越多。直到有一天，美梦破灭，恐慌降临。在荷兰，疯狂抢购使郁金香价格达到如此之高，以至于投机者付不起他们有权购买的那些郁金香所需的资金；在英国，南海公司也最终并没有取得投资者们所期望的巨额利润。大量资金被套牢，恐慌性抛售最后导致了股市的崩溃。

如果有效市场理论是真实的，那么美国股市不仅在全世界范围内，而且在整个的历史当中，都是独一无二的。让我们来看一下市场观察家约瑟·德·拉·维格（Joseph de La Vega）在 17 世纪末期对当时的阿姆斯特丹股票交易所的评论，这段评论是以一个商人和一个投资者之间的对话形式来完成：

商人：从事股票交易的那些人都是相当愚蠢的，他们变幻无常，常常做出疯狂的行为，充满了骄傲和愚笨。他们总是没有任何动机就买进股票，又常常毫无理由地抛售。

投资者：这些人其实是很聪明的，他们发现在股票价格有下降趋势的时候，价格会有一个上涨，而在市场处于狂热之中时，价格就会下跌。特别值得一提的是市场中有两类投机者。第一类构成了牛

市，第二类构成了熊市。牛市就像长颈鹿一样，无所畏惧，他们喜欢任何事物，表扬任何事物，夸大任何事物。即使着大火了他们也不在意，灾难也不能扰乱他们。而熊市呢，恰恰相反，他们被恐惧包围着，充满了神经质。在这些人眼中，兔子可以变成大象，小旅馆内的吵闹可能就是叛乱造反，有点阴影他们就认为下面是无底深渊……价格的下跌是不需要有限制的，同样价格上升也有无限的可能性。因此看到股票的超高价格，你也并不需要感到吃惊。

是不是听起来有几分相似呢？唉，除了骄傲自大和厚颜无耻之外，我们不应该相信美国股市确实是世界历史上独一无二的吗？

1.2 市场中的一些反常现象

有效市场理论也无法解释许多与市场价格有关的问题，如摇摆、泡沫和崩溃。大量无法给予合理解释的市场现象对有效市场理论进行了有力的反驳。这些反常现象如：

- 一月效应（股价有在 1 月上涨的趋势）
- 内幕效应（指公司内部人员向证券交易委员会披露购买信息后，股价会上升；反之披露抛售信息后，股价会下跌）
- 价值线效应（指有高评估价值的股票的价格会超出市

场平均水平)

- 分析者效应 (分析者数量少的公司的股价会高于有大量分析者公司的股价)
- 月份效应 (股价有在月末和月初上涨的趋势)
- 周末效应 (股价在周一表现差,而在周五表现较好)

市场中也存在一些奇异的关系,如裙裾指示器(价格总是升和降一前一后地交替,升或降的幅度等于裙子的平均长度);超级棒球效应(在超级联赛期间,如果获胜方是最初的全国联赛成员之一,股价就会上升,否则就下降)。

这些反常现象当中,有些随时间而逐渐消失,如一月效应在 15 年前消失了。当一月效应消失时,有效市场理论的追随者们高兴异常,他们认为该效应的消失正是市场有效的证明。但是奇怪的是,这些后来消失了的效应为什么会存在数十年(一月效应共存在 70 年)?好像也无法给出什么合理的解释。

更令人惊讶的是,许多著名的选股专家运用这些反常现象创造出了惊人的投资业绩。这样的专家很多,包括本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、勃克利·哈撒韦公司副主席查理·芒格(Charlie Munger)、约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)、贝尔纳·巴录(Bernard Baruch)、温莎基金的约翰·尼弗(John Neff)、红杉基金的威廉·罗尼(William Ruane)和理查德·克尼弗(Richard Cunniff),以及许多其他著名的投资专家。

1.3 存在大量的模仿者吗

能不能像有效市场理论的支持者常说的那样，上述这些投资专家的成功也是一种反常现象呢？或者说这些人只是足够幸运而已？如果有人说存在一个虚构的模仿者，可以随意地在打字机中写出《哈姆雷特》的全文，你会相信这是真的吗？即使你觉得这是可能的，那么为了强化你的观点，这位模仿者还应该能够用正确的语言写出《罗密欧与朱丽叶》、《麦克白》以及莎士比亚其他著作的全文。即使这在理论上是可能成立的，但是在现实中，存在一位（或许多个）这样惟妙惟肖的模仿者看起来就令人难以置信。

以模仿者的观点来看，他们认为运气在他们的投资中起到至关重要的作用，正如运气在他们生活中其他方面所起到的作用一样，他们是“幸运的模仿者”。这一观点的倡导者是普林斯顿大学的波顿·麦格克尔（Burton Malkiel）教授，他在《漫步华尔街》一书中用抛硬币的方式进行了比较。

选出 1000 人进行抛硬币比赛，硬币头向上的为获胜者，可以进入下一轮比赛。从概率法则来讲，平均有 500 个人会头向上，500 个人背向上。500 人进入第二轮比赛，同样由于概率法则作用，会有 250 个幸运地抛出头向上的人进入第三轮比赛，有 125 人胜出，依次地，第四轮中有 63 人胜出，第五轮有 31 人胜出，第六轮 16 人胜出，最终有 8 人赢得了最后的胜利，被授予抛硬币能手的称号。

然而，把投资成功只解释为运气好，显然这样的解释是不够充分的。首先，尽管投机和赌博性投资有点像抛硬币，

但投资并不仅仅是抛硬币那样简单。大投资者往往做许多准备工作，形成自己的投资理念来指导他们的选股工作，而不会仅靠抛硬币来决定在众多数量的股票中选择哪一只。不可能也不现实。

其次，幸运的模仿者为写出莎翁著作，必要坚持几十年如一日，每天都来打击键盘，就如同日交易者要每天点击鼠标，持续几十年那样。这样还可能一直有那样的好运气吗？而且，大投资者并不奉行每日操作战略，模仿因此也就更难了。

举个例子。巴菲特在近 40 年时间内投资了大约 10 种股票，为哈撒韦公司赚取了几百亿财富。他奉行长期投资战略，当公司股价被市场严重低估时他大量买进，然后一直持有。例如，巴菲特在 1973 年买进华盛顿邮报公司。该公司股价当时受到重创，不仅仅是因为它报道了水门事件而受到尼克松政府的责难，而且当时美国股市正处于二战后极少有的几次萧条时期之一。巴菲特以股票内在价值 $1/5$ 左右的价格购进大量该股，安全边际率达到 80%。从此中可以看出，运气在日交易者的投资中所起的作用很重要，而在勃克利公司的投资中，投资原则才是最为重要的。

在解释一个人努力奋斗取得的成功时，运气只是其中一部分原因，并不是全部。就像那些历尽千辛万苦最终抓到蝴蝶的人，靠的不单单就是运气，更主要是有一张专门的捕蝶网。格雷厄姆对幸运和工作两者之间的关系做了很好的解释，他说：“危难之际的幸运的逃脱，和依靠绝顶聪明的智慧来设法活命，这二者之间并没有多大分别，至少在最终结果上是这样的。但是在运气或精明决策的背后，都需要进行

周密的准备和具备经过训练的某种能力。”

无论是否把投资者划分成价值型投资者、成长型投资者、基本面投资者、机会型投资者或其他，这些超级大户们成功地重复他们交易的共同特征是他们都具备一些常见的判别原则。凯恩斯被认为是一个胆小的投资者，他在市场出现两极转换时抓住机会进行投资，这种短期行为与格雷厄姆和巴菲特奉行的“价值型”长期投资策略形成鲜明对比，但是这二种策略的共同之处，是都强调在“市场”先生发生两极混乱状态时，在价格与价值的矛盾之处进行分析。

所有上面提到过的杰出的投资专家以及其他许多人，如菲尔·费舍（Phil Fisher）、彼得·林奇（Peter Lynch）、乔治·索罗斯（George Soros）等，都通过运用这些简单的判断而取得了巨大成功。对于他们这些人来讲，体系和公式等并不是最重要的，最重要的是他们的分析质量和他们思考、判断的独立程度。

这些杰出的投资家们都设定了一个严格的准则，他们往往只分析极少的几个方面，但这些却都是必不可少的。每个投资天才都按照格雷厄姆的第一条原则来投资，即市场不能对股票按商业价值进行准确定价。巴菲特把这条原则发挥到极致，他只购买那些股价被市场严重低估的股票。所有这些投资巨人们都强调分析避免坏交易，即股价被高估股票的重要性。

这些投资天才们和其他一些人，如巴菲特的合作伙伴查理·芒格，都清醒认识到可供选择的投资机会有成千上万，从中选出一个需要必须确认该选择是市场中最好的一个。但是机会并不会主动送上门，测试机会大小的方法之一是使用