

copy

本杰明·格雷厄姆

《智慧的投资者》 第八章和第二十章文摘

第八章 投资者和市场波动（第八章开始部分）

长期债券在持有的期间可能出现大幅的价格震荡，普通股投资组合在几年之内几乎一定出现价值的大幅波动。

投资者应该了解这些可能性。而且在财务上和心理上有所准备。他希望从市场的价格波动中获利——当然是通过持有的股票的增值，或许是在有利的价格买进卖出。他的期待是难免的，甚至于是合理的。但是，期间涉及真正的危险，因为涉及造成投机心态和投机行为。规劝你不可投机，对我们而言十分简单；但遵从我们的规劝，对你来说相当困难。让我们重申先前的主张，如果你想从事投机，你必须睁大双眼，了解你最后可能因此而亏损；你必须明确限制投机金额，绝对不可将投机行为投资计划混为一谈。

（第八章结尾部分）

基本上，价格波动对于真正的投资者只有一项明确的意义。价格剧跌时，股票市场提供了明智的买进机会；价格大涨时，则提供了明智的卖出机会。在其他的时候，他应该忘却股票市场的一切，只专注于股息的报酬和企业的运营绩效。

投资者和投机客之间的真正区别，在于他们对于股价走势的态度。投机客的主要兴趣在于预测行情的波动，并从中牟利。投资者的主要兴趣在于以适当的价格取得，并持有适当的有价证券。行情波动实际上对他很重要，因为它们经常会创造低价格而形成明智的买进机会，也经常造成高价格，这确实是不该买进而该卖出的机会。

典型的投资者是否应该只在低迷的行情买进呢？这个问题的答案并不明确，因为他们涉及长时间的等待，收益的损失，甚至可能丧失投资机会。整体来说，当投资者拥有购买股票的资金，或许就应该买进，除非大盘的水准已经超出了合理价值标准所能够解释的范围。如果他希望扮演精明的角色，则可以在市场上寻找随时存在的廉价的投资机会。

除了预测大盘走势，华尔街也投入大量的精力选择个股或类股，并且期待他们在短期的未来会比大盘的表现优越。这种行为表面上十分合理。但我们不认为他们适合真正投资者的需要与性情——尤其是他将因此而与众多的股市交易员以及第一流的金融分析师相抗衡，毕竟他们也试着这么做。许多杰出人才不断从事该领域的研究，首先强调价格走势，其次强调根本价值，但就长期而言，这都是无效而自败的行为。（如何理解？）

投资者拥有合理的股票投资组合，便应该期待其价格有所波动，而且不应该因为重跌而忧虑，也不应该因大涨而兴奋。他必须永远铭记在心，市场报价只是为了方便，投资者可以利用它们，也可以忽略它们。他绝对不可以因为股票上涨而买进，或因为股价下跌而卖出。记取下列简单的座右铭，他将不至于铸下大错：“在剧涨之后绝不可以立即买进股票；在重跌之后也绝不可立即卖出股票。”

第二十章 核心的投资概念：安全保障（开始部分）

在古老的传说中，智者终将生死大事归成一个短句：“这也将逝去”。将稳健的投资观念浓缩成简单的句子，也是相同的挑战。我们冒昧的提出一句座右铭：“安全保障”（MARGIN OF SAFETY）。这是贯穿先前所讨论的全部投资策略的脉络——它有时候很明显，有时候则比较间接。现在让我们用相关的论证，简略的讨论此一观念。

（中间部分）投资与投机的区分标准

由于投资并没有公认的定义，因此有关人士可以任意地界定其意义。许多

人并不认为投资与投机的概念之间存在任何有效或明确的差异。我们认为这是没有必要的而且有害的怀疑态度。因为他会鼓励人屈从内在的天性，追求股票市场投机的刺激和风险。我们认为，安全保障概念可以善用以作为判别投资与投机的标准。

大多数的投机客或许相信其行为有相当的胜算，因此而认为他们享有安全保障。每一位投机客都认为他会在有利的时机进场买进，或是他的技巧优于一般群众，或是他的投资顾问或交易系统值得信赖。事实上，他们只有依赖主观的判断，而没有任何有利的证据或合理的推理支持。某人对资金下注，在他对行情涨跌的观点，我们非常怀疑这种行为能够受惠于任何形式的安全保障。

相形之下，投资人对安全保障的概念——如本章前节所述——乃基于简单而明确的数学推理，且为来自统计数据者。我们也相信，它有实际投资经验的支持。我们不能保障这种基本面的数量方法会在未来不明朗的条件下，持续展现良好的绩效。同样地，我们也没有理由对此而显得悲观。

总之，我们认为，真正的投资行为，须具备真正的安全保障。真正的安全保障是可以明确的数据和令人折服的推理来表现的，并且可以用实际的经验作为佐证。

（中间部分）

根据我们的观点，如果价格足够低，则品质平庸的证券将摇身成为稳健的投资机会——只要买家有充分的资讯和经验，并且能从事分散投资。因为价格如果便宜到能够展现出相当程度的安全保障，则该证券便符合我们的投资标准。

结论若以经营企业的态度看待投资，则投资是需要高度智慧的。许多精明的企业家在华尔街大显身手，完全漠视稳健投资的原则，看到这种情形的确令

人惊讶。然而，公司每一种有价证券，最好先被视为特定企业的所有权或债权。如果有人企图通过证券的买卖而获利，他便是在经营属于自己的企业，他如果想成功，其经营就必须符合公认的商业原则。

第一项商业原则，也是最明显的原则是：了解你在做什么——了解你的生意。就投资这来说，不要试图从证券买卖中获取商业利润——即正常利息和股息之外的超额报酬——除非你对于证券的价值的了解，就如同你经营买卖或从事制造时，对商品价值所了解的程度。

第二项商业原则：不要让其他人经营你的事业，除非（1）你能够巨细靡遗地督导其绩效，或（2）你有不寻常的强力理由完全依赖他的品格和能力。对投资者来说，这项原则将可以决定资金让他人管理的条件。第三项商业原则：不可贸然地做生意——换言之，制造或买卖商品——除非经过周详的考量，认为该笔会产生合理的获利机会。尤其要避免获利有限而亏损甚大的生意。对进取型投资者来说，这意味着：获利的操作不可依赖乐观的想法，而必须基于计算。对于每一位投资者来说，这意味着：期望报酬非常有限——如果先前提及的传统债权和优先股——他必须确认其大部分本金将无严重将亏损的风险。

第四项商业法则比较具有积极性：必须有勇气运用知识和经验。如果你根据事实形成结论，如果你了解你的判断是稳健的，则依照指示行动——虽然其他人的看法不同或迟疑。（群众的见解与你的不同，并不足以否定或肯定你的看法。你是正确的，因为你的资料与推理是正确的）。同理，在证券投资领域，除了充分的知识和老练的判断力，勇气是无尚的美德。

非常幸运地，对典型的投资者来说，其投资计划的成功并不必然需要上述条件——只要他将自己的野心局限在其能力范围内，并且在防御型投资的安全领域内从事活动。达成满意的投资绩效要比大多数人想象的容易；但要达成优异的绩效，多数人却低估了其困难程度。

dh 评论段落：商业原则：安全保障的核心概念，执行原则：稳健的投资原则，商业原则：1，了解投资项目；2，亲力亲为，决定不可委托；3，不可轻易交易和投资；4，有勇气运用知识和经验，利用市场。

《智慧的投资者》序 沃伦·巴菲特

我在20世纪50年代初期，阅读了本书的第一版。当时，我才19岁，我认为这是投资领域中最佳的书籍。目前，我仍然如此认为。成功的投资生涯不需要杰出的智商、非比寻常的经济眼光或内线消息。所需要的只是下决策的健全智识架构，以及有能力避免情绪破坏该架构。本书明确而清晰地描述该架构。你必须将情绪纳入纪律之中。如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为与商业原则——尤其是第八章与第二十章珍贵的建议——你的投资将不会出现拙劣的结果（这是一项远超过你想象范围的成就）。你的杰出绩效将取决于你运用在投资的努力与智识，以及在你的投资生涯中股票场所展现的愚蠢程度。市场行为越愚蠢，明智的投资机会便越多。遵循格雷厄姆的教诲，你将从市场愚蠢的行为中受益，而不会参与其中。对我来说，本杰明·格雷厄姆不仅是一位作家与导师。除了我父亲，他是影响我一生最大的人。在本杰明于1976年去逝不久，我在《金融分析师杂志》（Financial Analysts Journal）发表了一篇追悼他的文章。阅读本书时，我相信你会感受到我在赞许中所提及的一些特质。

本杰明·格雷厄姆（1894——1976年）

几年前，本杰明·格雷厄姆当时已经年近80，他向一位朋友表示了一种想法，希望每天都可以做些“傻气、具有创造力而慷慨的事”。这种想法的第一个古怪目标充分反应了他表达观念的方式，拒绝以说教或自以为是的方式阐述其见解。他的观念虽然十分强而有力，表达方式却是如此亲切。就创造力来衡量，本杂志的读者无须我来详述其成就。任何学科的创新者通常会在极短的时间内便为继承者夺去光芒。本书为纷乱而混肴的活动带来了结构与逻辑；在它出版之后的40年，我们仍难在证券分析领域内发现任何后继之人。在此领域中，大多数书籍在出版之后的几周或者几个月，就看起来相当可笑。本杰明所倡导的原理却仍稳固如山——其价值在金融风暴席卷脆弱智识架构的过程中，

却更加凸现，而为人们所认同。他所提倡的稳健原则始终为其追随者带来可观的报酬——即使这些追随者的天赋远逊于其他更有才华的投资者，后者却因为遵循耀眼或者时髦的理论而失败。本杰明在其专业领域的杰出成就上存在着项显著特色，即绝不进行围绕单一宗旨的狭隘心智活动。它是一位学识渊博之智者的偶然副产品。我不曾知道任何人拥有如此宽广的心灵。他对任何新知识都充满着无限的好奇心，并且能够通过回忆将它们重新塑造，运用在看似毫无关系的问题上，为任何领域的思考带来喜悦。

然而，他所追求的第三项——慷慨——是其他人所无法比拟的。我将本杰明视为我的导师、我的雇主和我的朋友。在各种关系中——如同在它与所有的学生、雇员和朋友的关系中——他都能在观念、时间与精神上表现出绝对开放而毫无保留的慷慨态度。如果需要清晰的思考，则无其他更好的去处。如果需要鼓励或者建议，则本杰明将是倚靠。华特李普曼（Walter Lippmann）曾经说，前人种树后人乘凉。本杰明·格雷厄姆便是这种人。

——《金融分析师杂志》1976年11/12月

评论段落：

巴菲特改写了 智慧的投资者

- 1) 合理价格的优秀公司
- 2) 相对集中的投资