

第一  
部分

股票及其价值

HZ BOOKS  
华章图书

**A RANDOM  
WALK DOWN**  
*Wall Street*

## 第 1 章

# 坚实基础与空中楼阁

何为愤世嫉俗者？就是这样一种人：知道所有东西的价格，却不知道任何东西的价值。

——奥斯卡·王尔德 (Oscar Wilde)

《温德米尔夫人的扇子》(*Lady Windermere's Fan*)

在本书中，我将带你漫步华尔街，领你游览纷繁复杂的金融世界，向你提供切实可行的关于投资机会和投资策略的建议。很多人说，如今面对华尔街专业人士，个人投资者几乎没有什么战而胜之的机会。持有这种观点的人特别指出，专业投资策略中会使用复杂的衍生工具和高频交易。他们会看到媒体报道会计欺诈、巨型收购以及财力雄厚的对冲基金如何兴风作浪之类的新闻。在他们看来，这种错综复杂的形势表明，在当今市场上，个人投资者再也没有容身之地。然而，事实胜于雄辩。你可以做得和专家一样好，或许还可以更加出色。2009年3月，股市大崩盘时，稳健的个人投资者保持着清醒的头脑，他们随后看到自己所持有的股票终于收复失地，继而产生了不菲

的回报。而许多专业人士因买入自己未能理解的衍生证券，在2008年都输得体无完肤，还有许多专业人士于21世纪初，在投资组合中过度持有价格过高的科技股，因而一败涂地。

本书是一部简明扼要的个人投资指南，涵盖了从保险到个人所得税的所有内容。本书会告诉你如何购买人寿保险，如何避免被银行和经纪人敲竹杠，甚至还会告诉你如何进行黄金和钻石投资。但是，本书谈论的主要还是普通股投资。普通股作为一种投资工具，不仅在过去提供了丰厚的长期回报，而且在今后的岁月里，仍可能是很好的投资选择。本书第四部分阐述的生命周期投资指南，为各个年龄段的投资者提供了不同的投资组合建议，这些建议既具体明确又符合理财目标，其中包括退休后应如何进行投资。

## 何为随机漫步

随机漫步 (random walk)，是指将来的步骤或方向无法根据过去的历史进行预测。这一术语应用到股市，是指股票价格的短期波动无法预测。投资咨询服务、公司盈利预测、复杂的图表形态分析全无用处。在华尔街，“随机漫步”这个术语是一个猥亵的字眼，是一个贬义词，是学术界创造出来并用以高声谩骂那些专业预言者的。简而言之，这一术语意味着被蒙住眼睛的猴子向报纸股票版面投掷飞镖，选出的投资组合也会与专家挑选的表现一样好。

当然，西装笔挺的金融分析师可不喜欢被比作光着屁股的猴子。他们反驳说，学术界人士浸淫于方程式和希腊字符（更甭提沉闷古板的学术文本），连牛和熊都分不清，即便它们跑进瓷器店里也辨不明。市场专业人士为了对抗学术界的猛烈抨击，用两种武器之一来武装自己。这两种武器称为基本面分析和技术分析，书中第二部分会对比进

## 4 第一部分 股票及其价值

行详细论述。学术界为了避挡市场专业人士使用的这两种武器，便以弱式有效市场、半强式有效市场、强式有效市场这三种版本，将随机漫步理论模糊化，同时创立了属于自己的称为新投资技术的理论。这种新理论包括一个名为 $\beta$ 的概念，“聪明的 $\beta$ ”包含在其中，我对此有些不以为然，准备稍做一番批驳。到了21世纪初，甚至有些学术界人士也加入了市场专业人士的阵营中，声称股票市场至少还是有点儿可预测性。时至今日，你也能看到规模盛大的战斗仍在进行。战斗双方打得你死我活，因为事关双方的切身利益，学术界人士为终身职位而战，市场专业人士为奖金红利而斗。所以我想，在华尔街漫步，你会感到很惬意。这里具有戏剧高潮的所有要素，包括巨额财富的创造和丧失，也包括这一切何以会发生的经典论点。

但是，在开始漫步之前，或许我应该做一番自我介绍，陈述一下作为导游的资格。在撰写本书的过程中，我利用了自己三个方面的人生阅历，每种阅历都为了解股市提供了不同的视角。

首先，讲一下我在投资分析和投资组合管理两个领域的专业经历。职业生涯开始的时候，我在华尔街一家顶级投资银行担任市场专员。后来，我在一家跨国保险公司担任投资委员会主席，也在一家全球最大的投资公司担任董事多年。这些经历所具有的视角，对我来说是不可或缺的。毕竟，生活中有些事情，涉世未深的人是无法充分领略或理解的。在股市上，可以说道理同样如此。

其次，我现在的职位是经济学家，同时也是数个公司的投资委员会主席。通过专门研究证券市场和投资行为，我已获得了完备的学术研究知识，取得了一些关于投资机会的研究成果。

最后，同样重要的是，我一直是个投资者，并且是个成功的市场参与者。究竟有多成功，我是不会说的，因为学术界有一种奇特现象，就是认为教授不应该赚钱。教授可以继承很多钱，与很多钱结

婚，花掉很多钱，但万万不应该挣很多钱，挣很多钱便与学术无关。无论如何，教师应当“有献身精神”，政客和行政官员经常这样说，尤其是要给学术界的低工资做出合理解释的时候，更是如此。他们说学者应当追求知识，而不应当追求金钱回报。正是因为学者应当追求知识，我才愿意向你讲述我在华尔街取得的胜利。

书中包含大量的事实和数据，但你不必为此担心。本书专门为金融门外汉而撰写，为其提供切实可行、经过检验的投资建议。阅读本书，你不必具备金融知识，你只要有让投资为你赚钱的兴趣和渴望就行了。

## 如今投资已成为一种生活方式

行文至此，最好先解释一下我所说的“投资”是什么意思，以及我如何区分这种活动与“投机活动”。我将投资视为一种购买资产的方式，其目的是获得可以合理预期的收入（股利、利息或租金），并且在较长时期里获得资产增值。投资与投机的区别，通常就在于对投资回报期的定义和投资回报的可预期性。投机者买入股票，期望在接下来的几天或几周内获得一笔短期回报；投资者买入股票，期望股票在未来会产生可靠的现金流回报，在几年或几十年里带来资本利得。

在此，要郑重声明，本书并非为投机者而作，我不会向你承诺能一夜暴富，也不会向你承诺股市有奇迹。实际上，若给本书加上一个副标题——“稳步致富”恐怕会很贴切。请记住，仅仅为了保值，你的投资就得产生与通货膨胀率持平的回报率。

21世纪初，美国和多数发达国家的通货膨胀率降到2%以下的水平。有些分析师认为，价格水平的相对稳定会无限期持续下去。他们表示，通货膨胀只是例外，而非普遍情况；历史上曾经出现过的技

## 6 第一部分 股票及其价值

术迅速进步的时期以及和平经济时期，都是价格水平保持稳定，甚至持续下降的时期。21 世纪的前几十年，可能只会发生轻微的通货膨胀或根本不发生通货膨胀，但我认为，投资者不应拒绝考虑通货膨胀在未来某个时期会加速发展的可能性。尽管 20 世纪 90 年代和 21 世纪初生产率加速提高，但历史告诉我们，生产率提高的速度总是不平衡的。况且，在一些以服务为导向的经济活动中，生产率的提高更难以实现。在整个 21 世纪，要表演弦乐四重奏，照例需要四位音乐人参与；要做阑尾切除手术，照样需要一位外科医生操刀。倘若音乐人和外科医生的工资随着时间的推移而不断增长，人们在音乐会门票和阑尾切除手术上的支出也会随之增加。因此，不能忽视物价上行的压力。

即使通货膨胀率保持在 2% ~ 3% 的水平，远低于 20 世纪 70 年代和 80 年代初，这样的水平对于我们购买力的影响也是破坏性的。从表 1-1 中可以看出平均接近 4% 的通货膨胀率在 1962 ~ 2014 年造成了什么样的影响。我早晨读的报纸的价格已上涨了 49 倍，下午吃的好时巧克力棒的价格涨了 20 倍，而它的大小还不如 1962 年我读研究生的时候。如果通货膨胀率保持不变，到 2020 年买一份像今天这样的晨报，就要花费 4 美元以上。显而易见，即便为了对付温和的通货膨胀，我们也必须着手制定策略，以维持我们的实际购买力，否则，我们的生活水平注定要日益下降。

投资是需要付出努力的，在这一点上万万不要搞错。一些富于传奇色彩的小说充满了这样的故事：因为疏于管理钱财或缺乏管理钱财的知识，致使巨额家族财富化为乌有。谁能忘记在契诃夫的伟大剧作中，那满园的樱桃树被砍倒的声音？是自由企业制度，而非马克思主义，造成了拉涅夫斯基家族的衰落——这个家族的人并未付出努力去保住自己的钱财。即使你将所有的资金托付给一家投资顾问公司或

共同基金，你也得明白哪家顾问公司或共同基金最适合管理你的钱财。以本书所包含的信息来武装自己，你会发现做投资决策时就会容易些。

表 1-1 通货膨胀的啾啾

	1962 年平均值 (美元)	2014 年平均值 (美元)	增长百分比 (%)	年复合通货膨胀率 (%)
消费者价格指数	30.20	236.40	682.8	4.0
好时巧克力棒	0.05	1.00	1 900.0	5.9
《纽约时报》	0.05	2.50	4 900.0	7.8
1 类邮资	0.04	0.49	1 125.0	4.9
汽油(加仑)	0.31	3.40	996.8	4.7
汉堡(麦当劳双层)	0.28 <sup>①</sup>	4.00	1 328.6	5.2
雪佛兰轿车	2 529.00	24 000.00	849.0	4.4
带冷冻室的冰箱	470.00	1 249.00	165.7	1.9

① 1963 年的数据。

资料来源：For 1962 prices, *Forbes*, Nov.1, 1997 and various government and private sources for 2014 prices.

不过，最重要的是投资实际上非常有趣。与投资界的芸芸众生进行智慧较量，并因此获得资产增值的回报，岂不快哉？仔细打量自己的投资回报，看到回报以高于薪酬增长的速度不断积累，不亦乐乎？了解关于产品和服务的新理念以及金融投资方面的创新，也一定颇为刺激。成功的投资者通常都是全面发展的人，他们将天生的好奇心和运用智慧的兴趣融入赚钱的努力之中。

## 投资理论

一切投资回报，无论来自普通股还是稀有钻石，都不同程度地取决于未来事件。正是这一点造就了投资的魅力，投资就是一种冒险活动，是否成功取决于预测未来的能力。传统上，投资界的专业人士

一直使用以下两种方法中的一种来给资产估值：坚实基础理论（firm-foundation theory）与空中楼阁理论（castle-in-the-air theory）。基于这两种理论，无数美元盈亏流转。有意思的是，这两种理论看起来相互排斥。如果你想做出明智、合理的投资决策，了解这两种方法是必不可少的，同时，了解这两种方法也是避免铸成大错的前提条件。到20世纪末的时候，名为新投资技术的第三种理论在学术界诞生了，并在“街上”<sup>①</sup>流行起来。在本书后面的篇章中，我会阐述这一理论及其在投资分析中的应用。

## 坚实基础理论

坚实基础理论声称：每一个投资工具，无论它是一只普通股还是一处房地产，都有一个被称为内在价值（intrinsic value）的坚实基础，通过细致分析这个投资工具的现状和前景，可以确定它的内在价值。当市场价格下跌而低于（上涨而高于）作为坚实基础的内在价值时，买入（卖出）的机会便出现了，因为按照该理论的说法，这种价格波动最终总会得以修正。照此看来，投资就变成了一件枯燥而简单的事情，不过是将某物的实际价格与其坚实基础价值进行比较。

创立坚实基础理论的功劳，很难记在哪一个人的身上。虽然人们常常把此项殊荣给予 S. 艾略特·吉尔德（S. Eliot Guild），但该理论的经典性突破及精细化发展，是由约翰 B. 威廉姆斯（John B. Williams）完成的。

在《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）一书中，威廉姆斯给出了一个确定股票内在价值的实用公式。他的计算方法以股

① 这里的“街上”是指华尔街，尤其是指证券界和金融投资界这种广义意义上的华尔街。——译者注

利收入为基础。为了把事情弄复杂，他刁钻地引入了“折现”这一概念。折现的含义实质上就是向后看收入。比方说，不要看下一年你有多少钱（例如将1美元存入储蓄账户，利率为5%，1年后就有1.05美元），而要看预期未来得到的钱比现在的价值少多少（因此，下一年的1美元在今天大约只值95美分，而今天的95美分以5%的回报率投资，1年后大约变成1美元）。

实际上，威廉姆斯对折现这一概念是很当真的。他声称股票的内在价值等于股票未来所有股利的现值（或称折现值），他建议投资者将以后收到的钱进行“折现”。因为当时没几个人明白，所以这个术语才逐渐变得时髦起来。现在，“折现”已被做投资的人广泛使用。在著名经济学家、投资者、耶鲁大学教授欧文·费雪（Irving Fisher）的支持下，它的地位得到了进一步加强。

坚实基础理论的逻辑颇令人称道，可以用普通股作为例证来说明。该理论强调股票的价值应建立在公司未来能以股利形式分配的盈利流的基础之上。据此可推出：目前的股利越多，股利增长率越高，股票的价值就越大，因而不同的股利增长率就成为股票估值中的一个较重要的因素。接下来，不易把握的未来预期因素也掺杂进来。证券分析师不仅必须估计长期增长率，还必须估计某种超常增长能维持多久。当市场对未来增长能持续多久过于热心时，华尔街上的人便普遍认为此时的股票不仅仅是在将未来进行折现，恐怕也在将来世进行折现。坚实基础理论依赖对未来增长率和增长持续期进行棘手的预测，这正是问题的关键所在。因此，内在价值这一坚实基础可能没有该理论声称的那么可靠。

坚实基础理论并非只为经济学家所用。由于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Todd）合著的《证券分析》（*Security Analysis*）一书极富影响力，华尔街整整一代证券分析师都皈

依于这一理论。奉行该理论的分析师学到的是，所谓健全的投资管理就是当证券价格暂时低于其内在价值时买入，当证券价格暂时高于其内在价值时卖出，就这么简单。当然，确定内在价值的指令也需要进行设置，任何对得起自己饭碗的分析师运用简单算术便可算出内在价值。沃伦·巴菲特（Warren Buffett）可能是使用格雷厄姆和多德分析方法最为成功的信徒。他是美国中西部人，精明老到，人称“奥马哈圣人”，他之所以创造了传奇性的投资纪录，据说就是因为遵循了坚实基础理论的分析方法。

## 空中楼阁理论

空中楼阁投资理论把注意力集中在心理价值上。1936年，著名经济学家、成功投资者约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）极为清晰地阐述了这一理论。他认为专业投资者不愿将精力用于估计内在价值，而宁愿分析投资大众将来会如何行动，分析他们在乐观时期如何将希望建成空中楼阁。成功投资者会估计出什么样的投资形势最易被大众建成空中楼阁，然后在大众之前先行买入，从而占得市场先机。

凯恩斯认为应用坚实基础理论涉及的工作量太大，该理论的价值也令人怀疑。他将自己宣扬的理念付诸投资实践。伦敦从事金融行业的人士总是在拥挤的办公室里长时间疲惫不堪地工作，而凯恩斯只是每天早晨坐在床上操盘半个小时。靠这种悠闲从容的投资方式，他为自己赚了几百万英镑，同时也使自己任教的剑桥大学国王学院（King's College, Cambridge）的捐赠基金价值增长了10倍。

凯恩斯在大萧条的数年间声名鹊起，此时多数人所关注的主要是他刺激经济的思想。当时，无论谁要建立空中楼阁或者梦见他人将要建立空中楼阁，都是很难想象的事情。尽管如此，凯恩斯却在他的

著作《就业、利息和货币通论》( *The General Theory of Employment, Interest and Money* ) 一书中, 用一整章的篇幅论述股票市场、投资者预期的重要性。

关于股票, 凯恩斯指出无人确切地知道什么因素会影响公司的盈利前景和股利支付。所以, 他说: “多数人主要关心的事, 并非对一项投资在其整个持续期里能获得多少回报, 做出更准确的长期预测, 而是能够稍稍先于一般大众, 预测到普遍认可的估值基础会发生什么变化。” 换言之, 凯恩斯利用心理原理而非财务评估来研究股票市场。他写道: “如果你相信一项投资按照其可能产生的回报应定价为 30 美元, 也相信 3 个月后市场将其定价为 20 美元, 那么你现在为这项投资支付 25 美元就不是明智之举。”

凯恩斯为了描述股票市场的买卖行为, 用了一种他的英国同胞一看便能明白的说法: 参与股票买卖好比参加报纸举办的选美比赛。参赛者必须从 100 张照片中选定 6 张最漂亮的面孔, 谁的选择最接近于作为一个整体的所有参赛者的选择, 谁将获得比赛的奖赏。

聪明的参赛者意识到, 在决定谁是比赛冠军的过程中, 个人的审美标准无关紧要, 较好的比赛策略是挑选其他参赛者可能喜欢的面孔。毕竟其他参赛者至少也会带着同样敏锐的意识参加角逐, 因此, 最优策略并非选择参赛者个人所认为的最漂亮面孔, 或者其他参赛者可能喜欢的面孔, 而是预测全体参赛者普遍认为其他人可能形成什么样的普遍观点, 或者还要沿着这一序列做出更进一步的预测。这就是英国的选美比赛。

报纸选美比赛这一类比代表了价格决定的空中楼阁理论的极端形式。对买家来说, 一项投资之所以值某一价钱, 是因为他期望以更高的价钱卖给别人。换句话说, 投资是靠其自身来支撑的。新的买家同样又期待将来的买家愿意支付更高的价钱。

在这样的世界里，每时每刻都会诞生傻瓜——傻瓜之所以出现，就是要以高于你为投资所支付的价格，购买你手上的投资品。只要其他人可能愿意支付更高的价格，再高的价格也不算高。出现这样的情况只有一个原因，就是大众心理在起作用。聪明的投资者所要做的，只是未听见发令枪就起跑——一开始就占得先机。说得损点儿，这一理论可称为“博傻”理论（“greater fool” theory）。只要以后能找到什么人，他们天真地愿意以五倍于实际价格的价钱买入某物，那么你现在以三倍于实际价格的价钱买入，就完全没有问题。

无论在金融界还是在学术界，空中楼阁理论都有很多拥护者。诺贝尔奖得主罗伯特·希勒（Robert Shiller）在其畅销书《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）中指出，20世纪90年代后期，人们对网络股和科技股的狂热，只能从大众心理的角度加以解释。强调群体心理的股市行为理论，21世纪初在发达国家大学的一流经济学系和商学院受到了青睐。2002年，心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）因在行为金融学领域做出了开创性贡献，荣获了诺贝尔经济学奖。再早一点儿，奥斯卡·摩根斯坦（Oskar Morgenstern）是该领域的一个重要倡导者，他认为寻找股票的内在价值无异于水中捞月、缘木求鱼。在交换经济中，任何资产的价值都取决于实际的或潜在的交易。摩根斯坦认为，每个投资者都应在自己的书桌上方贴上这样一条拉丁文箴言：

一物的价值仅等于他人愿意支付的价格。

## 随机漫步如何进行

介绍了参加这次旅程应知道的基本内容，现在就请跟我一道随机

漫步穿越投资丛林，最后沿着华尔街逛逛。我的任务首先是让你熟悉历史上的定价模式以及这些模式与两种投资定价理论之间的关系。桑塔亚纳（Santayana）<sup>①</sup>曾告诫我们：不吸取过去的教训，必定会犯同样的错误。因此，我马上就会向你描述一些蔚为大观的投机狂潮——既有历史久远的，又有最近发生的。有些读者可能对17世纪荷兰公众疯狂抢购郁金香球茎的行为嗤之以鼻，对18世纪英国的南海泡沫不以为然。但是，谁也不能不理睬20世纪60年代初新股发行热和70年代“漂亮50”热。日本房地产和股市令人难以置信的暴涨，及其90年代初同样令人难以置信的暴跌，1999年和2000年年初的“网络股狂潮”，还有2007年终结的美国房地产泡沫，都在不断地向人们发出警示：无论个人投资者还是专业人士，对过去的错误仍然不具备免疫力。

HZ BOOKS  
华章图书

---

① 桑塔亚纳（1863—1952），20世纪著名哲学家。——译者注