



## 巴曙松：在证券市场转型中重温经典的价值

2013-4-27

关于证券市场的经典著作不胜枚举，我们为什么要从中挑选出《证券分析》第6版这样一本被视为比较晦涩的投资经典来进行翻译呢？这是一本经受了时间和市场检验的经典，更重要的是，我们判断，这本书对于当下的中国证券市场转型来说，应当有其独到的指引作用。

一

关于《证券分析》这本经典著作不同版本的译本也不在少数，我们之所以选择这本书，也是因为在我们的研究、工作过程中，切身体会到这一版的独到价值。格雷厄姆有一句经常被引用的名言：“投资艺术有一个特点不为大众所知，门外汉只需要不大的努力与能力，就可以取得过得去（即使并不很可观）的投资成绩；但是如果要在入门级的水平上再更进一步，则需要更多的实际锻炼与智慧积累。”历经约八十年岁月检验的《证券分析》，已经发展到第6版，其中既体现了市场实际运作经验的积累，也可以说是对格雷厄姆投资智慧的印证和深化。

毫无疑问，当前中国资本市场正处于挑战与机遇并存的转型过程之中，无论是投资者、上市公司、证券公司等市场参与者，还是监管机构等，都在探索下一步市场发展的新趋势。在这个探索的过程中，以美国为代表的资本市场自然成为我们的一个分析和思考的参考。

我们现在常常把美国证券市场视为全球资本市场的领先者，实际上从其两百年的发展历史看，在差不多前一百年里，华尔街往往被冠以“操纵横行、赌博成风”的藏污纳垢之所，当时不少证券交易常常根据各种虚实难辨的消息传言，如同雾里探花，再加上监管不力而滋生的市场操纵等，导致市场乱象丛生，很难期望这样的资本市场能为实体经济的运行提供支撑和保障。直至美国“大萧条”时期过后，市场痛定思痛，才开始逐步走上专业理性的道路，其中，在证券分析方面最有代表性的著作也在这个时期涌现，那就是1934年出版的《证券分析》。

在这本书中，格雷厄姆与多德首次提出了价值投资的理念，强调建立完整严谨的证券投资的分析框架与理论体系，帮助投资者在市场中发现潜在的投资价值，《证券分析》一书也因此被誉为“投资圣经”。以此为标志，价值投资理念被美国市场的投资者广泛接受，成为美国证券市场逐步走向成熟的重要标志之一。

从这个意义上说，我们现在重温《证券分析》这样一部历久弥新的经典著作，并不仅仅是为了证券分析史的探究，而更多的是立足于当下的中国证券市场的转型。我的理解是，价值投资成为主导性的投资理念，应当是当前市场转型的重要组成部分之一。

如果把经济发展史与证券分析的演变历史对照来看，可以发现，《证券分析》这部经典著作和经济危机颇有渊源。

1929年到1934年是《证券分析》的孕育期，在这个时期，美国的“大萧条”给华尔街带来重创，却也让格雷厄姆的证券分析理论经受了危机的洗礼。格雷厄姆既在美国哥伦比亚大学商学院任过教授，又在华尔街创造过辉煌的投资业绩；既经历过让投资者得意忘形的大牛市，又经历过让投资者沮丧绝望的大萧条。

泡沫膨胀时不得意忘形、危机肆虐时不放弃希望，市场锤炼了格雷厄姆，也更坚定了他对价值投资的信心。正如新书献词页上所引用的贺拉斯的诗句：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩。现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。”

二

纵观西方证券投资思想的变迁史，从不同的理论假定、分析视角和逻辑框架出发，市场在不同阶段分别形成了不同的理论与思想，与价值投资理论并行活跃的有技术分析理论和现代金融理论。

从演变脉络来看，技术分析理论从道氏理论发展而来，旨在从证券价格本身的历史走势中探寻规律，最早采用的是直觉经验化的投资策略，之后发展到图形化的投资模式，再到指标与模型化的投资决策方式。

《证券分析》中对技术分析有不少评价：“技术分析是一门艺术，需要特别的才能方可成功。”书中将证券分析（书中代指价值投资理论）和技术分析类比为律师和音乐家两种职业，有才能的律师能过上不错的生活，而才华横溢的音乐家在探寻成功的音乐生涯道路上，会遇到许多人痛彻心扉的障碍。由此可见，遵循价值投资理论的证券分析师能从工作中获得满意的成果，而技术分析的持续成功却需要非同寻常的素质或运气。

进入20世纪50年代，马柯维茨的资产组合理论开创了现代金融理论的先河，随后现代金融理论迅速发展，MM定理、资本资产定价模型（CAPM）、套利定价理论（APT）、Black-Scholes期权定价模型、有效市场假说等都对金融市场的变革产生着深远的影响，尤其推动了衍生品市场的快速发展，现代金融理论中对收益与风险的衡量、均衡分析、资产配置、套利等的研究也闪烁着智慧的光辉。

综合对比上述不同的主流投资理论，我们便可发现，价值投资是经历了多次市场危机检验的、理论和实践经验结合得相对较好的分析框架之一。

价值投资的理念历经八十年全球金融市场的风风雨雨、起起伏伏，在今天仍然闪烁着智慧的光辉，其历久弥新的根本原因正是在于价值投资并不是一套刻板的操作守则，而是完整的投资原则与思想体系，这些原则与思想同证券市场的意义与运行规律有着良好的契合，因此能够“经受了不可预知的未来的检验”。价值投资就像一套开源的系统，供投资者自由开发；而操作守则不同，如果一套很好的交易策略被市场所熟知，那它将立刻变得无效，这也是技术分析的缺陷之一。

我曾经与几位在国际市场从事多年交易的投资者分析比较上述不同投资理念，尽管在对不同分析方法的评价上有分歧，但是有一点共同的看法是，价值投资是可以训练、积累、学习的，但是技术分析和行为金融等应用到投资上，更多的是一种艺术。

时至今日，证券市场的发展日新月异，市场环境已与格雷厄姆时代迥然不同，然而《证券分析》所传达的投资理念，不仅没有被扔入历史的废纸堆，还在更广阔的领域有着越来越多的支持者与践行者。

巴菲特就是价值投资忠实的追随者之一，他曾经这样分析过自己投资理论的成分：“我是15%的费雪加85%的格雷厄姆。”尤其在身处经济衰退、市场低潮时，价值投资者更有能力在市场寒冬中岿然不动，并最终获得成功。市场检验的结果显示，《证券分析》这部经典著作有着旺盛的生命力。巴菲特自己也强调：“对于刚刚开始起步学习投资的投资者来说，模仿那些已经被市场证明是行之有效的投资方法是事半功倍的做法，但是令人吃惊的是，这样做的人实在是少之又少。”

历史不会重演，然而总是押着韵脚。当前中国证券市场的转型，同样需要确立价值投资的理念。我决定组织力量翻译《证券分析》第6版的初衷，也正在于此。在更为关注金融更好服务实体经济主线的金融发展背景下，以企业基本面为对象的证券分析方法与原则，对增强社会资源配置效率无疑具有重要的促进作用。

市场反复证明，《证券分析》是价值投资的经典之作。1934年以来，每一版《证券分析》都努力将当时的投资实践所得的宝贵经验补充进书稿中，细细地品读可以身临其境般地感受历代价值投资者的投资心得与感悟。

第6版的最新内容不仅囊括了巴菲特的亲笔序言，还包括十位当今华尔街有一定市场影响力的基金经理人针对每一部分内容分别撰写的导读，另外也新增了美国资深投资银行家托马斯·鲁索最新撰写的“环球价值投资”部分，给这部接近八十岁高龄的著作增添了时代气息。特别是在当前中国证券市场的转型过程中，期望这本书的翻译，可以起到它在美国证券市场发展历程中那样的独领风气的积极作用。

最后，我乐意以格雷厄姆的名言与各位读者共勉：“很显然，价值投资需要坚定的信念，以不同于常人的方式思考做事，而且需要耐心等待遥遥无期的机遇。”

作者：国务院发展研究中心金融研究所副所长 巴曙松 来源：摘自《证券分析》一书序言

【关闭窗口】



我要评论

已有0条评论

提交评论