

THE
INTELLIGENT
INVESTOR

THE DEFINITIVE BOOK ON VALUE INVESTING, THIRD EDITION

75週年紀念·全新譯本



價值投資權威著作

BENJAMIN
GRAHAM

班傑明·葛拉漢——著

許瑞宋——譯

JASON
ZWEIG

評釋——傑森·茲威格

智慧型投資人

Contents

目錄

序言——華倫·巴菲特	8
關於班傑明·葛拉漢——傑森·茲威格	12
引言：本書的目的	17
引言評釋	27
獻給 E.M.G.	
第 1 章 投資與投機：明智的投資人可以期望的結果 (Dimitrak) (38 萬 5 千 5 元)	32
評釋	48
第 2 章 投資人與通貨膨脹	60
評釋	71
第 3 章 百年股市史：1972 年初的股價水準	81
評釋	97
第 4 章 防禦型投資人的投資組合策略	106
評釋	118
第 5 章 防禦型投資人與普通股	129
評釋	140
第 6 章 進取型投資人的投資組合策略：別做哪些事	151
評釋	162
第 7 章 進取型投資人的投資組合策略：該做的事	175
評釋	196
第 8 章 投資人與市場波動	201
評釋	223

歷經各種機遇，歷經所有滄桑，我們前進……

——《艾尼亞斯紀》(Aeneid)

Contents

目錄

序言——華倫·巴菲特	8
關於班傑明·葛拉漢——傑森·茲威格	12
引言：本書的目的	17
引言評釋	27
第 1 章 投資與投機：明智的投資人可以期望的結果	32
評釋	48
第 2 章 投資人與通貨膨脹	60
評釋	71
第 3 章 百年股市史：1972年初的股價水準	81
評釋	97
第 4 章 防禦型投資人的投資組合策略	106
評釋	118
第 5 章 防禦型投資人與普通股	129
評釋	140
第 6 章 進取型投資人的投資組合策略：別做哪些事	151
評釋	162
第 7 章 進取型投資人的投資組合策略：該做的事	175
評釋	196
第 8 章 投資人與市場波動	201
評釋	223

序言 Preface to the Revised Edition

華倫·巴菲特 (Warren E. Buffett)

我早在 1950 年就讀過本書初版，當時我 19 歲。我當時認為這顯然是有史以來的最佳投資著作。我現在還是這麼認為。

要在一生中成功地投資，並不需要超高的智商、非凡的商業洞見或內線消息。你需要的是一個支持決策的健全知識框架，以及防止情緒侵蝕這個框架的能力。本書精準清晰地提出了這樣一個適當框架，而控制情緒就要靠你自己。

如果你遵循葛拉漢倡導的行為和商業準則，而且特別注意本書第 8 章和第 20 章中的寶貴建議，你的投資績效不會差。（這已經是可觀的成就，可能比你所想的更重大。）至於你能否取得傑出的績效，則取決於你在投資上投入的努力和才智，以及股票市場在你的投資生涯中展現的愚蠢程度。市場表現越是愚蠢，務實明智的投資人可以把握的機會就越大。只要遵循葛拉漢的教誨，你將能夠利用市場的愚行獲利，而不是參與其中。

對我來說，班傑明·葛拉漢遠非只是一名作家或教師。他是除了我父親之外，影響我人生最大的人。1976 年他去世後不久，我在《金融分析師期刊》（*Financial Analysts Journal*）發表了以下這篇短文緬懷他。我相信你閱讀本書時，會感受到我在這篇致敬文章中提到的一些人格特質。

※ 【中文版編按1】本序經華倫·巴菲特先生授權收錄於本中文版。

※ 【中文版編按2】本書書名採《智慧型投資人》，正文中「明智的投資人」為對 intelligent investor 一般性指稱，指涉對象相同。

班傑明·葛拉漢

1894-1976

幾年前，年近八旬的班傑明·葛拉漢向一名朋友表示，他希望每天都能做「一些傻事，一些有創意的事，以及一些慷慨的事。」

那個顯得古怪的第一項願望，反映了他善於以一種完全避免說教或自負意味的方式表達想法。雖然他的想法很有力量，但表達方式總是溫和的。

本期刊的讀者不需要我細述他以創意標準衡量的成就。一個學科的創始人發現他的成果沒有很快被後來者超越，是相當罕見的事。

但是，葛拉漢那本賦予一種無序和混亂的活動結構和邏輯的著作出版逾四十年後，我們還是很難想到在證券分析這個領域，有哪些作品或許可以競逐哪怕只是亞軍的位置。在很多東西出版後幾個星期或幾個月就顯得愚蠢的這個領域，班傑明的原則至今還是健全的——在金融風暴摧毀了較為脆弱的知識結構之後，這些原則往往更受重視，而且得到了更好的理解。他穩健的建議帶給追隨者可靠的報酬——連那些天生能力比較差的追隨者也不例外，而一些天資較好的投資人卻因為追隨聰明人的建議，或奉行流行的投資法而摔倒。

特別值得注意的是，班傑明在其專業領域占得主導地位，並不是因為他的心智活動範圍狹窄，所有精力集中在單一目標上。他的專業成就其實只是他那近乎無邊無際的心智偶然產生的副產品。我無疑不曾見過任何人心智如此廣闊。他的記憶力近乎完美，總是著迷於新知識，而且能夠重塑知識以應用於看似無關的問題，這使得接觸他在任何領域的思想都是樂事。

不過，他的第三項追求——慷慨——才是他的成就無人能及之處。班傑明是我的老師、雇主，以及朋友。在每一種關係中，他總是毫不計較、無限慷慨地分享他的思想、時間和精神，一如他對待他所有的學生、員工和朋友。如果你需要清晰的思路，他是最好的求助對象。如果你需要鼓勵或建議，班傑明總

關於班傑明·葛拉漢

葛拉漢有多聰明？

他17歲進入哥倫比亞大學！本來應該早一年入學，但因為學校手續出錯而



班傑明·葛拉漢 1964年10月於西班牙塞維亞（照片由小班傑明·葛拉漢提供。）

被就誤了。他花了一年的時間，就以此為業（asset）請他擔任教
學。哥倫比亞大學，但因為手續出錯，他遲了一年才入學。
（A paper）
滿此而已。出他一篇關於專利和失業問題而本為益生
最重要
各樣的騙局
要翻考以
要班葛拉
要決不
的要應提

的才華遠非
Monthly）刊
持計算機申
法律、租稅
受整翻譯了
葛拉漢
葛拉漢會什
悲並無數人
杏邑是投資
公司（Graph
主資選的具
巴·倫華曼

將 DEICO 的證券當作紅利派發給投資者人。
葛拉漢的投資人認為班傑明葛拉漢的證券公司（DEICO）的證券價格被低估了——葛拉漢證券公司 1948 年 7 月
第一份估計
的證券公司（DEICO）的證券價格被低估了——葛拉漢證券公司 1948 年 7 月

關於班傑明·葛拉漢

傑森·茲威格 (Jason Zweig)

品格之考驗在於它能否斷然拒絕放棄原則。
——奇努阿·阿切貝 (Chinua Achebe)¹

班傑明·葛拉漢是誰？為什麼你該聽他的？

葛拉漢是有史以來最偉大的投資人之一。他也是最精明的投資人之一，而且很可能是最有智慧的投資人。²

葛拉漢是多優秀的投資人？

他並非只是取得了傑出的投資績效，而是還在投資史上最艱難的一些時期——包括大蕭條末期——達成這種成就。1936 至 1956 年間，他的葛拉漢紐曼公司 (Graham-Newman Corp.) 平均每年跑贏市場約 5 個百分點。³ 能在如此漫長的投資生涯中以這麼大的幅度打敗大盤的投資人少之又少——當中最重要的是華倫·巴菲特 (Warren Buffett)，而他正是跟隨葛拉漢學習投資的。

1 *The Trouble with Nigeria* (Heinemann, 1984), p. 42.

2 有關這位傑出人士的更多資訊，請參閱 Jason Zweig, “A Note on Benjamin Graham,” bit.ly/40XkE7h；網誌 *Beyond Ben Graham*, bit.ly/442IEX8；以及《價值投資之父葛拉漢》 (*Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street*)。

3 巴菲特表示，葛拉漢從 1923 到 1956 年的整個職業生涯的投資報酬沒有完整精確的數據，但表現「遠優於」一般估計 (資料來源為 2023 年 4 月 14 日與巴菲特的個人通訊)。除了葛拉漢基金的投資收益，葛拉漢的投資人還從政府雇員保險公司 (GEICO) 的股票賺得豐厚報酬——葛拉漢紐曼公司 1948 年 7 月將 GEICO 的股票當作特別紅利派發給投資人。

葛拉漢有多聰明？

他 17 歲進入哥倫比亞大學；本來應該早一年入學，但因為學校手續出錯而被耽誤了。他花了兩年半時間，就以全班第二名的成績畢業。葛拉漢還沒畢業，哥倫比亞大學就有三個系——英語系、哲學系和數學系——邀請他擔任教職。但因為必須供養寡母，他選擇了華爾街一份薪酬較高的工作。

葛拉漢與大衛·陶德 (David Dodd) 合著的《證券分析》(*Security Analysis*) 1934 年出版，成為全球金融分析師的基礎課本。但葛拉漢的才華遠非僅此而已。他 23 歲時，《美國數學月刊》(*American Mathematical Monthly*) 刊出他一篇關於如何改善微積分教學的文章。他後來為兩款創新的手持計算機申請了專利。他寫了兩本關於如何穩定全球貨幣的書，以及許多關於法律、租稅和失業問題的文章。葛拉漢公餘寫了一齣百老匯戲劇，自學西班牙文並翻譯了一本烏拉圭小說，而且大量閱讀法文、古希臘文和拉丁文著作。

最重要的是，葛拉漢很有智慧。在華爾街工作的幾十年間，他見識了各種各樣的騙局和詐欺，包括內線交易、推銷者兜售毫無價值的股票、骯髒的會計伎倆，以及公司欺騙自己的股東。他不止一次見過市場陷入瘋狂狀態，無數人失去理智，只是因為買了幾支暫時上漲的股票，就自欺欺人地認為自己是投資天才。他也見過投資人因為聽信「專家」的快速致富建議而傾家蕩產。

葛拉漢不僅從他人的錯誤中學習，也從自己的錯誤中吸取教訓：

- 他曾追逐熱門股票，並因此吃虧。
- 他曾過度交易，並因此學會了要有耐心。
- 他曾承擔太多風險，並因此學會了審慎。
- 他曾借錢投資，但在受過教訓之後從未再使用槓桿。
- 他曾試驗無數投資方法，並因此認識到，在歷史資料不足的情況下預測未來是很危險的。

葛拉漢明白，投資是一種孤獨的活動，孤立的個體渴望與他人建立聯繫和得到同儕的認同，結果就是容易成為操縱者和騙子的獵物。近年來，人類加入群體的強烈渴望被社群媒體和智慧型手機的券商應用程式劫持，以至於數百萬人因為害怕錯過機會而同時買賣相同的股票。一旦你加入這種金融快閃族，制定明智的計畫並堅持執行就變得幾乎不可能。本書將幫助你獨立思考，而不是任由無數陌生人告訴你應該怎麼想。

葛拉漢也知道，即使是最誠實的人也並非總是對自己誠實。我們都討厭承認自己的缺點。葛拉漢的建議並非僅著重於投資人應該做什麼，而是還重視投資人可以做什麼。他從不以關於市場或投資人自身的虛假承諾誤導讀者。本書將幫助你認識自己的優勢和弱點，為你提供作出正確投資決定——以及（更重要的）堅持執行正確策略——所需要的智性和情感框架。

要在眾多投資人中脫穎而出，你必須與眾不同。要成為明智的投資人，你必須嚴守紀律，而且能夠獨立思考。

四大基石

葛拉漢教導我們四個重要原則：

- 不做交易就不能成為投資人，但你可能只是一直在交易而從不投資。如果你買入一支股票但對它一無所知，只知道它的價格上漲了或「所有人」都在買它，那麼你就不是在投資，而是在投機。明智的投資人會做徹底的研究，並作出慎重、一致且可衡量的決定。
- 股票並非一個交易代碼或你手機螢幕上跳動的報價；股票代表在某家企業的所有權權益，其基本價值並不取決於股價。明智的投資人研究企業，而不是股票。（見表 0-1。）
- 多數時候，市場價格大致正確，但市價不合理時可能錯得離譜。葛拉

漢創造出「市場先生」(Mr. Market) 這個虛構人物，他在股價上漲時因為貪婪和興奮而失去理智，在股價下跌時深感恐懼和悲慘。⁴ 明智的投資人是現實主義者，他向過度悲觀者買入股票，並將股票賣給過度樂觀者。投資人絕不能讓自己的情緒被市場先生的情緒波動支配。

多數投資人所犯的最大錯誤，是只關心自己判斷正確的話可以賺多少錢，忘了考慮如果自己判斷錯誤會虧多少錢。明智的投資人總是保持葛拉漢所說的「安全邊際」，這是基於謙遜而維持的緩衝，使你在分析出錯時能夠承受損失。

表 0-1：股票 vs. 企業

	股票	企業
評價依據	價格	價值
數值形式	非常精確	大約範圍
評價基礎	人們今天願意付多少錢以便能夠擁有或買賣它，受市場情緒左右	公司未來產生的現金總額的現值
多常改變	一天可能改變數千次	一年最多改變幾次
為何改變	季度盈利成長；股市強弱程度；地緣政治事件；雜訊	長期盈利成長；業務強健程度；競爭
一般持有時間	一年或更短	一個世代或更久
風險	市場價格持續、短暫的波動	業務價值永久的萎縮

4 參見第 8 章。

《智慧型投資人》初版 1949 年面世。這本 75 週年紀念版是希望融合葛拉漢的經典洞見和現今金融市場實況。

一如 2003 年出版的上一版，這個版本遵循葛拉漢的原意。《智慧型投資人》並非逐一說明每個步驟的選股指南，也不是關於如何分析和評估企業價值的教學手冊——這從來不是葛拉漢的意圖。本書主要是說明一些指導方針和原則，它們是投資成功不可或缺的基礎。正如葛拉漢所說：「本書關於證券分析技術的論述相對較少，主要將討論投資原則和投資人的態度。」

葛拉漢原著各章全都完整保留。⁵ 我還以**粗體字型**突顯葛拉漢的許多重要句子。在對葛拉漢原著每一章的評釋中，我加入了近年的例子，讀者可以從中看到葛拉漢的原則至今仍非常有力。

這本書將幫助你建立正確的習慣和養成良好的紀律，這是成功的投資人必須具備的。華倫·巴菲特說《智慧型投資人》「顯然是有史以來最好的投資著作」，這是因為從來沒有人比葛拉漢更明白這些原則，也沒有人比他表達得更好。

只要好好利用這本書，你大有希望成為明智的投資人。在下一章，我們將討論這意味著什麼和需要什麼條件。

5 但本版略去了葛拉漢的三個附錄，它們討論很久以前的公司和過時的租稅規則。這些附錄可以在本書 2003 年修訂版中找到。

引言 本書的目的

班傑明·葛拉漢 (Benjamin Graham)

本書的目的是以一種適合外行人的方式，指導讀者如何採用和執行一種投資策略。本書關於證券分析技術的論述相對較少，主要將討論投資原則和投資人的態度。不過，我們將簡要地比較特定證券（主要是紐約證券交易所個股名單中並列出現的一對對證券），以便具體說明挑選特定普通股涉及的重要因素。

不過，本書大部分篇幅將用於檢視金融市場的歷史形態，可能追溯到好幾十年前的市況。為了明智地從事證券投資，我們應該事先充分了解各類型的債券和股票在各種環境下的實際表現——其中至少有些環境是投資人很可能將再度經歷的。就華爾街而言，最真實、最適切的陳述，莫過於喬治·桑塔亞那 (George Santayana) 的著名告誡：「不記得歷史教訓的人，註定要重蹈覆轍。」

本書是寫給投資人而非投機客的，而我們要做的第一件事，就是澄清和強調這個現在幾乎已被遺忘的區別。我們可以在此先指出，這不是一本教人「如何賺到百萬美元」的書。在華爾街或其他任何地方，都沒有確定且輕鬆的致富方法。我們不妨講一點金融歷史來強調我們剛說的話，尤其是因為我們可以從中得到不止一個教訓。在股市狂熱的 1929 年，在華爾街以至整個美國都極受重視的約翰·芮思可 (John J. Raskob) 在《婦女家庭雜誌》(Ladies' Home Journal) 發表了一篇題為「人人都應該富有」(Everybody Ought to Be Rich) 的文章，歌頌資本主義的美好。¹ 他的論點是，每個月只需要將 15 美元的儲蓄投

1 芮思可 (1879-1950) 曾擔任化工巨頭杜邦公司的董事，以及通用汽車公司財務委員會主席。金融學教授 Jeremy Siegel 的計算證實，芮思可的方案 20 年下來將累積略少於 9,000 美元的資產，但通貨膨脹將蠶食大部分投資收益。有關芮思可對長期股票投資的看法，可參考投資顧問 William Bernstein 的一篇文章，網址為 bit.ly/3QuKk8H。