

穿越时间之河的淘金智慧

——读《证券分析》(全新升级版)



《证券分析》(全新升级版)
(美)本杰明·格雷厄姆 戴维·多德 著
巴曙松 陈剑 译
中国财政经济出版社
2025年5月出版

潘楷昕

20世纪20年代的华尔街，一个刚从哥伦比亚大学毕业不久的犹太青年，盯上了一家不起眼的石油管道公司。这家公司股价低迷，每股只有65美元，无人问津。但这个年轻人发现了一个秘密：公司持有大量铁路债券，按每股折算，价值高达95美元。

此后，他不仅悄悄买入，还挨个联络其他股东，说服他们把投票权委托给自己。最终，他手握约38%的投票权，在股东大会上要求公司将那些闲置的债券资产分配给股东。公司被迫同意，派发了每股70美元的特别股息。这意味着，他以65美元买入的股票，在短短不到两年时间获得了超过100%的回报。

从此，这个叫本杰明·格雷厄姆的年轻人一战成名，在华尔街声名鹊起。多年后，他被誉为“华尔街教父”，成为沃伦·巴菲特的导师，也被公认为价值投资的奠基人。那笔交易虽然看起来更像对冲基金的操作手法，但背后的逻辑却是价值投资的核心：寻找价格与价值的巨大背离。

几年后，他和哥伦比亚大学商学院的同事戴维·多德，把这套方法写进了一本近千页的巨著——《证券分析》。从1934年出版至今，这本书已经历了七个版本的修订，影响了一代又一代投资者。

2025年推出的第七版《证券分析》(全新升级版)，以1940年第二版为基础，由《安全边际》作者、传奇投资人塞思·卡拉曼担纲主编，邀请包括橡树资本联合创始人霍华德·马克斯在内的15位顶级投资者和研究员撰写导读。相比2019年的第六版，新版新增内容超过15万字，用当代市场案例重新诠释价值投资的永恒原则。

经典的取舍之道

1926年，32岁的格雷厄姆创立了格雷厄姆联合账户。凭借在华尔街十多年的经验和对价值投资的独到见解，他的基金在牛市中表现出色。但1929年的股灾改变了一切。从1929到1932年，基金损失了70%，客户质疑，合伙人动摇。就在这个时候，格雷厄姆做了一个决定：写一本关于投资的书。他坚信，只有在废墟中，才能看清投资的本质。

《证券分析》是格雷厄姆20年实践的结晶。20世纪20年代早期，格雷厄姆就开始传播两个核心理念：“安全边际”和“内在价值”。如今，这两个概念已成为价值投资的基石。格雷厄姆认为，由于未来充满变数，投资者应该以低于内在价值的成本进行投资。内在价值在《证券分析》中被定义为“由资产、收益、股息等事实和可以确定的前景决定，有别于被人为操纵和狂热情绪扭曲的市场价格”。

这些思想和实践，最终沉淀为1934年的第一版《证券分析》，又在1940年升华为更成熟的第二版。几乎所有人都公认，第二版更精彩。巴菲特对这个版本“至少反复研读过四次”，他说这本书“改变了我的一生”。

翻开第二版《证券分析》，扉页上印着一句引自古罗马诗人贺拉斯《诗艺》的话：“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。”这短短的两句话，道尽了市场盛衰轮回的本质。这也正是格雷厄姆的取舍之道：取永恒的原则，舍时代的喧嚣。尽管当今市场早已今非昔比，金融工具层出不穷、交易方式日新月异，但是格雷厄姆的底层逻辑依然成立：在某个合理的价格上，任何证券都可能是好投资。

格雷厄姆认为，投资是指保证本金安全及获得满意回报的行动。不能满足这些要求的就是投机。其中的关键词“保证”，并非指绝对确定，但至少要有高度的把握。在他看来，投资与法学、医学一样，不是硬科学，而是同时受技术和运气影响的学科。《证券分析》开出的药方，目的是最大限度发挥投资者的分析能力，同时将运气成分压缩至最低限度。

市场到底在称重还是投票

200年前的日本江户时期，一位名叫本间宗久的米商，面对剧烈波动的大米价格，无所适从。于是他开始观察价格本身的变化规律。他从太极八卦中获得启发，用阴阳记录价格的涨跌和高低，用阴阳代表涨跌，观察阴阳交替变化的态势。后人在此基础上发展出了今天技术分析的基础工具：K线图。

技术分析和价值投资，本质上是两种不同的思维方式。本间宗久关注价格的波动规律，格雷厄姆关注的却是价格背后的价值，并且格雷厄姆还敏锐地发现了一个关键问题：价格和价值之间，到底是什么关系？他用了一个比喻：市场不是一台精确的称重机，而是一个情绪化的投票机。

称重机是客观存在的一家。一家公司有多少资产，能赚多少钱，有多少现金流，这些可以相对客观地计算。格雷厄姆是把投资变成科学的第一人。在所有投资经典中，《证券分析》中的数学公式最多。直到今天，现金流贴现模型、股利贴现模型仍被投行和学术研究频繁使用。

投票机，由参与者的情绪、偏见、期待甚至谣言决定股价的涨跌。今天某个概念火了，相关股票集体涨停；明天某个利空传出，整个板块被踩踏。那些价格图形，记录的正是这种集体情绪的波动轨迹。

格雷厄姆指出，那些将市场看作“称重器”的人会受到情绪驱动，因为他们期待市场能立即、准确地反映价值，一旦现实不符合预期就会焦虑；而那些将市场看作“投票机”的人，则能够理解市场的非理性是常态，能够有效地利用市场情绪造成的极端状况。

1963年，美国运通爆发了“色拉油丑闻”。一家名为联合植物油精炼公司的企业，用美国运通子公司的仓库收据作为抵押，从银行骗取了大量贷款。丑闻曝光后，美国运通股价暴跌。但是，巴菲特却看到了不同的东西。他实地调查发现，美国运通的信用卡和旅行支票等核心业务，没有受到任何影响，丑闻造成的损失有限，但是市场的恐慌却让股价跌到了远低于内在价值的水平。巴菲特大举买入，这成为他早期最成功的投资之一。

格雷厄姆强调：“证券价格通常是一个基本要素。一只股票在某个价格水平上可能具备投资价值，而在另一个价位则不值得投资。”在丑闻发生前，美国运通的股价处于高位，并不值得投资，但是在股价经历暴跌后，却成了好的投资标的。

这背后是价值投资的核心概念：安全边际。简单说，就是用50美分买价值1美元的东西。但这不是简单的打折，而是为未来的不确定性留出缓冲。未来充满变数，但如果坚持足够的安全边际，即使判断出现偏差，也有足够的保护垫。

格雷厄姆也承认估值的局限性。并非所有影响价值的因素都能反映在财务报表中，存货可能一文不值，应收账款也许没法收回，负债有时并未记录，资产价值可能被低估或高估。估值是一门艺术，而不是一门科学，企业的价值受很多变量影响，因此只能在特定的范围内做出判断。所有的投资结果或多或少地取决于未来，而未来充满不确定性。

所以，市场到底在称重还是投票？答案是：短期在投票，长期在称重。价值投资者要做的，不是跟着投票的人群摇摆，而是在众人投票时寻找那些被严重低估的好公司，耐心等待市场最终称出它们的真实重量。

知道与做到之间的鸿沟

知道和做到之间，隔着一道巨大的鸿沟。价值投资的道理并不复杂：找到好公司，等待好价格，买入并长期持有。但是，真正能坚持的人为什么这么少？

《证券分析》用了大量篇幅讲解技术细节，包括如何分析财务报表，如何计算内在价值，如何评估安全边际。但这些都是基础，真正的难题在于如何做到？

因为价值投资是“反人性”的。人类是群居动物，天生有从众心理。看到别人赚钱就焦虑，听到某个股票被热议就忍不住想买。格雷厄姆在书中反复强调“独立思考”的重要性，但他也知道，这是最难做到的，毕竟在众人狂热或悲观时保持冷静，选择逆向而行，需要巨大的心理承受能力：不仅要对抗市场的诱惑，更要对抗内心的自我怀疑，这种煎熬只有真正经历过的人才懂。

市场在不断追逐交易的速度，算法交易以毫秒甚至纳秒计算。但《证券分析》倡导的是耐心，是以年为单位的等待。格雷厄姆要求投资者把情绪放在一边，聚焦企业的基本面：企业经营是否正常？价值是否发生根本性变化？如果没有，股价的波动只是噪音。

格雷厄姆的学生沃尔特·施洛格，用毕生实践证明了坚守的力量。他说：“我们喜欢买我们认为被低估的股票，然后我们必须有勇气在它们下跌时买入更多。”这句话道出了价值投资的精髓，也道出了它的难处。优秀的企业不会因为股价下跌而失去价值，但情绪一旦失控，理性就会荡然无存。这就是价值投资者要跨越的鸿沟。

格雷厄姆给投资者提供的，不仅仅是计算公式和分析技巧，更重要的是整套完整的思维框架，即如何区分投资与投机，如何在不确定性中寻找确定性，如何用“安全边际”保护自己，如何面对市场的喜怒无常而不为所动。有了这套工具，当所有人都在恐慌时，你能想起“市场短期的投票可能是错的”；当股价连续下跌时，你能想起“安全边际的存在就是为了应对这种情况”；当周围的人都在追热点时，你能想起“投机和投资是两回事”。

工具终究只是工具，真正的考验在于执行。跨越知道与做到之间的鸿沟，需要的不仅是智慧，更是勇气、纪律和长期坚守。正因如此，《证券分析》虽诞生于九十多年前的，却依然是投资者书架上的必读经典。正如巴菲特所言：“文字虽老，智慧不朽。”市场早已沧海桑田，但人性未变，市场的本质亦未变。能在时间之河中淘出真金的，永远是那些敢于逆行、笃信价值的少数人。

资本主导下的薪酬博弈

——读《工资的真相》

南苑

为何美国建筑工人的年收入较20世纪70年代缩水约1万美分？同样经营快餐店，为何丹麦员工平均薪酬能达到美国同行的两倍以上？美国圣路易斯华盛顿大学社会学教授杰克·罗森菲尔德在其著作《工资的真相》中，以横跨40年的实证数据揭示：决定美国工人工资的关键，并非传统意义上的“绩效”或“资历”，而是一套由权力、惯性、模仿与公平认知共同塑造的隐性规则体系。

具体而言，“权力”被定义为即使遭遇反抗，也能贯彻意志的能力；“惯性”意味着员工一旦被雇佣，其薪资水平几乎丧失谈判的空间；企业间通过互相模仿制定薪资的条件，而在另一个价位则不值得投资。”在丑闻发生前，美国运通的股价处于高位，并不值得投资，但是在股价经历暴跌后，却成了好的投资标的。

绩效主义的溃败

在美国社会，“个人绩效决定薪酬”这一观念深入人心。作者对1100名全职员工和116名负责薪酬制定的高级人力资源经理的调查结果发现，个人绩效在薪酬决定因素中的支持率遥遥领先。这种认知既植根于美国个人主义文化，也与学术界的主流传统有关：把个人的经济成功或失败归结于自身，而不是更广泛的政治或经济结构。

然而，2018年美国综合社会调查数据显示，仅三分之一的受访者享有某种形式的绩效工资，即便在实行绩效工资的公司，浮动部分占总收入的比重亦极为有限。



《工资的真相》
(美)杰克·罗森菲尔德 著
方宇译
浙江人民出版社
2025年11月出版

造成这种认知与实际背离的根源在于，绩效难以被客观量化。脸书曾将员工奖金与用户增长绑定，虽推高了数据，却系统地忽视了用户的隐私与安全。当企业被迫将“公共利益”纳入考核时，却发现其难以量化。

即便在可量化产出的行业，绩效激励也常引发意外后果：冷冻蔬菜商绿色巨人公司曾经奖励在蔬菜中发现虫子的员工，但很快就有员工把从家里带来的虫子放进蔬菜中。多项研究证实，个人绩效激励与工伤率上升、产品质量下降存在显著相关性，最终损害企业财务表现。

正如历史学家杰里·穆勒所指出的：可以考核的东西，并不总是值得考核的，被考核的东西可能与我们真正想知东西没有关系。

股东资本主义的权力重构

如果工资不与个人绩效挂钩，那么是否至少体现在组织绩效中？作者的研究给出了否定的答案。

自20世纪70年代末以来，美国上市企业的经济成果主要流向股东。多数CEO选择通过压低劳动力成本来保障股东回报，而少数例外如零售巨头开市客，因长期坚持为员工提供合理的薪酬待遇，却被华尔街讥讽为“经营方式就像一家私人持股公司”。

20世纪中期，美国企业普遍将股东利益置于末位。但自20世纪70年代末开始，股东利益跃升为绝对优先。这一根本性转变由双重因素驱动。一是二战后日本、德国制造业崛起及石油危机导致美国企业



披沙拣



《经济动能的转换：从规模经济到创新驱动》
盘和林 著
中国友谊出版公司
2026年1月出版

中国经济何以从高速增长迈向高质量发展？面对全球变局与内生挑战，未来的增长引擎又在何处？本书以历史事实和数据为基石，运用经济学的基本原理，回顾了自1978年改革开放以来40多年间我国经济发展的动因，并从中国经济腾飞的奇迹中提炼出成功经验和内在逻辑。本书作者盘和林是产业经济学教授、任工业和信息化部信息通信专家委员会委员、工信部赛迪研究院第三届学术委员会委员，著有《5G新产业：商业与社会的创新机遇》《新基建：中国经济新引擎》等。作者认为，经济动能的转换不是一蹴而就的过程，需要在稳定与创新之间找到平衡。既要守住规模经济的既有优势，又要通过制度创新激活新动能，既要应对短期的增长压力，又要破解长期结构性矛盾。作者强调，中国经济的转型没有现成的模式可借鉴，必须坚持“实事求是”的原则，在实践中探索符合中国国情的发展路径。



《技术革命与金融资本》
(英)卡洛塔·佩雷斯 著
田方明等译
浙江科学技术出版社/湛庐文化
2025年12月出版

在生成式AI狂飙突进、科技板块估值屡创新高今天，我们是否正站在新一轮泡沫的边缘？国际知名技术经济学者卡洛塔·佩雷斯在这本经典著作中，为读者提供了一把理解技术与资本互动规律的钥匙。作者在书中深度解析了近百年来，从蒸汽机械、铁路电力、重工业崛起、石油时代到信息技术时代的五次技术革命，并揭示了一个惊人共性：每一次重大创新都先引发金融资本狂热，继而经历泡沫破裂，最终通过制度重构迎来“黄金时代”。作者提出的“技术—经济范式”理论，将熊彼特创新理论、明斯基金融假说、康波周期巧妙融合，构建出五阶段模型。这一框架不仅可以解释历史，对当下也有借鉴意义。面对AI投资热潮，本书将帮助政策制定者、企业家与投资者冷静识别周期位置，把握结构性机遇。技术革命往往需要20年至30年的社会调适。读懂这本书，或许能让你在下一轮“黄金时代”到来前，提前布局。



《AI智能体的崛起》
(英)佩塔·拉丹利耶夫 著
董世敏 许露译
中信出版集团
2026年1月出版

人类正站在一场技术奇点的门槛上：AI不再只是回答问题的工具，而是具备记忆、推理与行动能力的“智能体”；量子计算即将以指数级算力颠覆现有计算范式；区块链则为这场变革提供信任基石。这三股力量的融合，正在引发从“量变”到“质变”的文明升级跃迁。牛津大学导师、图灵研究所研究员佩塔·拉丹利耶夫在其前瞻力作《AI智能体的崛起》中，首次将人工智能、量子计算与区块链置于统一演化框架下，冷静剖析这场融合带来的深层冲击与战略机遇。作者在书中深刻揭示，当AI智能体开始自主决策，传统网络安全体系将不堪一击；而量子计算在赋能AI的同时，也将瓦解现行加密机制。对此，作者不仅提出“后量子密码学”的应对路径，更创新性地倡导通过区块链构建“AI数字契约”，为AI智能体的每一次自主操作提供透明的记录与问责机制，解决机器自治带来的信任危机。



《2025年中国资产管理行业发展报告》
巴曙松等 著
浙江科学技术出版社/湛庐文化
2025年10月出版

本书深入剖析了在数字时代背景下，中国资产管理行业的发展现状与未来趋势。作者在报告中回顾了2005年以来资管行业的发展历程，分析了当前市场规模、结构及各子行业的发展态势；探讨了宏观政策、市场环境变化对资管行业的影响，为从业者和研究者提供了全面的行业分析。这份报告的特色在于，作者结合宏观经济形势与前沿技术发展，如AI技术在资管领域的应用等，深入探讨AI对投资策略、产品设计及客户服务的影响。同时，作者还聚焦个人养老金、ESG投资等热点领域，分析AI在行业中的发展现状与潜力，为行业转型提供新思路。报告整体结构分为行业格局篇、机构专题篇、海外及中国香港地区资管篇三部分。其中，行业格局篇分析市场不确定性下的资管行业发展新趋势；机构专题篇聚焦各类资管机构的转型与创新；海外及中国香港地区资管篇则探讨国际资管市场的经验与启示，为行业高质量发展提供参考。