

华章经典·金融投资

投资者的未来

THE FUTURE FOR INVESTORS

Why the Tried and the True Triumph over the
Bold and the New

| 典藏版 |

[美] 杰里米 J. 西格尔 著 李月平等译
JEREMY J. SIEGEL



机械工业出版社
China Machine Press

华章经典·金融投资

投资者的未来

THE FUTURE FOR INVESTORS

Why the Tried and the True Triumph over the
Bold and the New

| 典藏版 |

[美] 杰里米 J. 西格尔 著 李月平等译
JEREMY J. SIEGEL



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者的未来 (典藏版) / (美) 杰里米 J. 西格尔 (Jeremy J. Siegel) 著; 李月平等译. —北京: 机械工业出版社, 2018.6

(华章经典·金融投资)

书名原文: The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New

ISBN 978-7-111-59948-7

I. 投… II. ①杰… ②李… III. 投资—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 087301 号

本书版权登记号: 图字 01-2006-2680

Jeremy J. Siegel. The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New.

Copyright © 2005 by Jeremy J. Siegel.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2018 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with Jeremy J. Siegel through Andrew Nurnberg Associates International Ltd. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 Jeremy J. Siegel 通过 Andrew Nurnberg Associates International Ltd 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

投资者的未来 (典藏版)

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 朱 妍

责任校对: 李秋荣

印 刷: 北京市荣盛彩色印刷有限公司

版 次: 2018 年 8 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm × 230mm 1/16

印 张: 23

书 号: ISBN 978-7-111-59948-7

定 价: 80.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

献给我的老师——保罗·萨缪尔森，
以及我的同事和良师益友——米尔顿·弗里德曼

价值投资理论的自我救赎

姚振山

《纽约时报》的专栏作家托马斯·弗里德曼在畅销书《世界是平的》中说：科技的汇集和传播加快了全球化的趋势，而地球越发变得平坦，我们必须以更快的速度前行。这个世界变得如此之小、如此之快，对于国家、公司、社会和个人意味着什么？未来会是怎样的一种变化？

作为证券市场的投资者，也许无须刻意研究世界的未来，但是一定会关注未来人口危机和老龄化浪潮冲击下的经济增长趋势；一定会关注未来全球经济强国的转变带来的新的投资区域和行业分布的变化；也一定会关注在全球化趋势越来越明显、国际政治经济架构发生不可预知的变化的时候，作为投资者，他们的未来是什么？

也许是巧合，《股市长线法宝》^①一书的作者杰里米·西格尔，在他的《投资者的未来》这本书中试图通过自己的研究来回答这个问题。身为美国沃顿商学

① 本书主要介绍美国股市百年来价值的变化，分析大小盘股、价值成长股、概念股等各类股票的长期表现。中文版已由机械工业出版社出版。

院教授的西格尔是长期投资和价值投资坚定的拥趸，但他在对标准普尔 500 指数的历史运行趋势和投资收益率进行分析，对标准普尔原始成分股投资收益率以及紧跟成分股调整的标准普尔指数基金的投资收益率进行对比之后，对于价值分析中的一些经典论断以及一直习惯使用的投资方法提出了自己新的研究观点，而其中有些观点甚至否定了价值投资者一直坚持的投资方法。

苏格拉底曾经说过：“没有经过验证的生活，是不值得过的。”约定俗成的观念和理论很容易让我们产生思维的惯性，当我们完全靠经验生活而忽略了周围的变化时，我们将会产生思考的惰性。生活如此，股票投资作为一项风险很大的投资活动，质疑和验证、批判和审视也是必不可少的。

要投资高增长率的公司吗？不一定，因为你会陷入增长率陷阱。增长最快的公司、行业或者国家不一定会给你带来最好的投资收益率，比如 IBM 和新泽西石油，比如航空和通信，比如巴西和中国。

要购买 IPO 公司的股票吗？不一定，从长期来看，它们的表现很糟糕。

股票的长期收益依赖于公司实际的利润增长率吗？答案是否定的，它依赖的是增长率与投资者预期的比较。你对美国西南航空公司的预期很低，但是它给你带来的长期回报远远高于你预期很高的通用电气或者 IBM。

放弃股利而让公司用于再投资会带来更高的回报吗？答案依旧是否定的，股利的再投资策略将会是你熊市的保护伞和牛市中的收益加速器，而将股利交给公司却很有可能被浪费和损失掉。

科技股是获得暴利的优秀投资品种吗？依然是否定的答案，科技行业是生产力的创造者和价值的毁灭者。

在本书中，你可以看到很多类似这样的质疑和否定，而其中的一些观点为我们目前的市场实践提供了很好的借鉴。比如关于指数投资的问题，作者指出，在传统的概念里，指数化投资就是要紧跟指数成分股的调整 and 变化，投资者至少可以获得与指数涨幅相同的收益，可是他的研究却表明，从 1957

年3月1日到2003年12月31日，投资原始成分股组合所能积累的资金比投资于一只标准普尔500指数基金多出21%~26%。作者的分析结果是：新公司加入所带来的成分股调整只会带来整个市场价值的提高，而不会直接带来投资收益的提高，两者没有必然的联系。

也许这可以看作是标准普尔版的“赚了指数不赚钱”。

值得欣慰的是，作者在对传统价值投资理论进行反思的同时，并没有忘记把这种反思更多地运用于对未来投资的思考（也许他对于一些价值分析方法的纠偏就是为了让投资者能够在全球化趋势下更好地把握自己的投资行为）。作者预测富国的老龄化和发展中国家经济的高速增长这两股巨大的力量会影响到投资者的投资行为，而基于投资者“喜新厌旧”的“不良”内在倾向，作者提出了在未来投资者要构建投资组合的几个条件：股利（dividends）、国际化（international）、估价（valuation）。也许是英雄所见略同，弗里德曼强调在全球化趋势下，人的生存与发展都需要有国际视野，而西格尔教授眼中的投资也不例外。

应该说，这是一本把继承、否定与前瞻性结合得很好的著作，也是一本把投资理论和投资实践紧密结合的著作。本书的优势很明显，当大家都在为全球化趋势下的投资感到一些迷茫的时候，作者希望通过自己的努力告诉投资者未来会怎样，是雪中送炭吗？有点儿。

最后很想和大家一起来回顾一段证券市场的历史，回顾并不是为了重复记忆，而是想站在另一个角度来看《投资者的未来》这本书的作用。

1551年，英国建立了全世界第一家股份公司——莫斯科夫（Muscovy）公司，向公众发行了面值25英镑、总值6000英镑的股票，股市奇迹般地由此诞生了。1792年5月17日，24位纽约证券拍卖商聚集在华尔街的一棵大梧桐树下，进行股票交易活动。这一天开创了纽约证券经纪人集中交易的先河，梧桐树下的交易也被认为是“大董事会”——

纽约证券交易所的起源，而从这一刻起，股票真正有了生命。

1884年7月3日，查尔斯·道首次发布了他精心研究的“道琼斯指数”，而随后产生的道氏理论，开创了所有投资理论的先河。以后出现的如江恩的时间周期、马尔基尔的随机漫步以及艾略特的波浪理论，都出现了一批技术分析的狂热崇拜者。1934年格雷厄姆著名的《证券分析》一书出版，投资理论泾渭分明地分成了技术分析派和基本分析派。当格雷厄姆的衣钵传人——巴菲特把这种理论继续发扬完善并且取得了骄人的业绩之后，基本分析似乎成了目前证券市场投资分析的主流思想。

但是就像垄断只会带来生产力的倒退一样，缺乏竞争的基本分析派并没有自觉主动地对于自己的价值投资理论进行持续深入的验证和完善，拥护者总是骄傲地挥动着价值投资的大旗，随时传经布道，我们今天听到的理论似乎和几年前听到的并没有太多的差别。以前基本分析派还会在其他分析流派的指责和质疑中不断完善自己，但是现在这种来自外部的压力越来越小，因此在无意识中大家都放弃了自我批判，放弃了对蝴蝶扇动翅膀带来的大气变化的细微观察与思考，然而世界在变化，地球已经从“圆”的变成“平”的了。

因此，换个角度来看这本著作，我倒觉得不能仅仅把它看作是作者对于自己投资实践的总结、对于投资者未来行为的大胆预测，更应该看作是价值分析拥趸者在占据主流投资分析地位后的一次主动的自我批判和自我救赎，是在总结历史、验证历史的基础上的一次深刻思考，是在通过自我否定而不是完全继承的方式去捍卫价值投资的荣誉，这是需要勇气和智慧的，而我相信身为沃顿商学院教授的作者拥有这样的素质。

证券市场永远是一个多解的方程式，而杰里米·西格尔的求解方法是不是未来最好的呢？

| 前 言 |

我的第一本书《股市长线法宝》(*Stocks for the Long Run*) 在 1994 年出版，当时美国正经历历史上持续时间最长，势头也最为强劲的股票牛市。我的研究显示，在长期，股票带来的回报超过固定收益资产，如果考虑到通货膨胀的因素，那么投资股票的风险还要更小一些。这些发现表明，股票应该是长期投资者投资组合中的基石。

这本书的畅销让我获得了许多向散户和职业投资者做讲演的机会。几乎在每次讲演之后我都会被问到两个问题：“我应该长期持有哪些股票？”和“当婴儿潮出生的人们退休并将他们的投资组合变现时，我的投资组合会受到什么样的影响？”

我写这本《投资者的未来》就是为了解答上面的问题。

20 世纪 90 年代的大牛市

在《股市长线法宝》一书中，我建议投资者将其投资组合中的股票部分与拥有广泛市场基础的股票指数联系在一起，比如标准普尔 500 指数 (S&P 500) 或者威尔逊 5000 指数 (Wilshire 5000)。许多投资者禁不住试图“控制”市场

周期脉搏的诱惑，不过我相信简单、严格地将投资“指数化”就是最好的策略。我的确提到过一些有可能提高“指数化”投资收益的技巧，但是这些建议显然并不是我的《股市长线法宝》一书的中心议题。

对于20世纪90年代的投资者来说，“指数化”是很好的投资策略，然而在20世纪末，许多股票的价格却让我越发感到不安。保罗·萨缪尔森是我研究生阶段的老师，也是美国首位诺贝尔经济学奖得主，他在《股市长线法宝》一书的封面上留下的一段话时常萦绕在我的脑海：

杰里米·西格尔令人信服地论证了长期采用“购买—持有”策略进行投资的好处。读读这本书，你会从中受益。即使短期中市场的风浪让你的航船颠簸，你一样可以睡得很香，因为你深信自己的做法慎重且深谋远虑。如果你和我一样也是经济学的信徒，请想一想，假如有一天西格尔的读者被广泛地模仿，那么这种谨慎的哲学什么时候会自我毁灭？

在他写下这段话时的1993年，股票价格接近历史平均水平，市场“自我毁灭”的可能性很小。不过随着道琼斯工业指数突破10 000点、纳斯达克指数接近5000点，无论是相对于收益还是股利，股票价格都已经攀升到了一个前所未有的高度。我担心这么高的股价会带来很低的收益，这种担忧让我忍不住想劝说投资者卖出手头的股票，当价格回落时再重新进入市场。

不过在对市场进行深入研究之后，我发现过高的股价实际上只存在于一类股票——科技类股票之中；市场上其他股票的价格相对于其收益而言并没有什么不合理的地方。1999年4月，我在《华尔街日报》上发表了一篇评论，题为《网络股票现在是否被高估了？这些股票是否曾经被高估》（*Are Internet Stocks Overpriced? Are They Ever!*）。这篇文章表明了我对网络股票价格的立场，同时也是我对市场估价的第一次公开警告。

在这篇文章发表之前，我曾邀请沃伦·巴菲特来沃顿商学院进行一次演讲。自从1949年巴菲特离开沃顿商学院以来，还从未出现在这里。演讲吸引了1000多名学生，他们排队等待了好几个小时，就是为了能有机会听一听巴菲特对于股票和经济的看法。

我将沃伦介绍给观众，并且详细描述了他在投资领域取得的卓越成就。在回答一个关于网络股票的问题时，沃伦建议大家去读一读我前几天发表在《华尔街日报》上的文章，这让我备感荣幸。

他的鼓励促使我进一步研究拥有史无前例价格的科技类股票。当时，科技类股票的风头正劲，几乎占到标准普尔500指数总市场价值的1/3，不仅如此，甚至纳斯达克的股票交易量也在历史上第一次超过了纽约股票交易所的交易量。2000年3月，我在《华尔街日报》上又发表了一篇文章，题为《大盘科技股是傻瓜的赌注》（*Big Cap Tech Stocks Are a Sucker's Bet*）。我在文中预言思科（Cisco）、美国在线（AOL）、太阳微系统公司（Sun Microsystems）、JDS Uniphase 和北电网络（Nortel）等股票无法将现行的高价格维持下去，并且在不久后将会出现严重的下滑。

如果投资者在泡沫时期避开了科技类股票，那么他们的投资组合即使在熊市期间也能支撑得住。事实上，标准普尔500指数中422只非科技类股票带来的累积收益足以击败2000年3月股票市场达到顶峰时指数中的那500只股票提供给投资者的回报。

个股的长期表现

我对个股长期收益的兴趣源于一位朋友的经历，他的父亲在50年前购买了美国电话电报公司（AT&T）的股票，并将分得的股利再投资到该股票中，同时选择持有该公司所有子公司的股份。结果，一笔数额并不大的初始投资最后却带来了丰厚的收益。

与之类似，沃伦·巴菲特的成功很大程度上也要归功于这种长期持有优秀股票的做法。巴菲特曾经声称他最青睐的持有期限是“永远”。我十分好奇地想知道，如果投资者购买一系列大盘股并在未来几十年内一直持有它们，那么他们的投资组合会有什么样的表现。

计算长期“购买—永远持有”投资组合的收益率看似是一项简单的任务，但事实并非如此。学者和专业人士能够得到的个股收益率数据都建立在这样一个假设基础之上——所有的派生股票和子公司股票都立即被出售，并将所得到的资金再投资到母公司中去。不过这一假设并不符合许多投资者的实际行为，比如上面提到的我那位朋友的父亲，他在大约 1950 年购买了美国电话电报公司的股票。

我研究了半个世纪前纽约股票交易所最大的 20 只股票提供给投资者的长期收益——假设投资者将股利再投资于同一家公司，并且持有所有的派生股票。重新计算这些“购买—持有”收益非常耗时，不过这一工作也极富成效。令我吃惊的是，这前 20 只股票的收益超过了“指数化”投资者所能获得的回报，而后的投资组合中涉及了所有的新兴公司和产业。

在初步研究之后，我决定看一看 1957 年标准普尔 500 指数建立之初构成指数的那 500 家公司能够带来什么样的收益率。最后的结果仍然令我惊奇——原始公司的表现超过了后来者。

这样的结果坚定了我的信念——新股票确实被投资者过高估价了。被高估的股票许多来自高科技产业，而那些沉寂的行业中貌似不起眼的企业却往往能为投资者提供高额回报。很多人认为那些引领技术创新、推动经济增长的公司是投资者的最佳选择，我用“增长率陷阱”来形容这种错误的观念。

随着研究的深入，我越发认识到增长率陷阱的影响力并不仅仅局限于单只股票，而是波及整个部门甚至国家。快速发展的新兴公司、新兴产业甚至新兴国家提供给投资者的收益往往很糟糕。我得出了投资者收益的基本原理，

指出增长率并不能单独决定收益的高低，只有当增长率超过投资者常常过于乐观的对股价的预期时高收益率才能实现。显然，增长率陷阱是投资者通向成功之路上最难逾越的一道障碍。

即将到来的老龄化

找出过去半个世纪表现最好的股票可以帮助我回答经常被问到的第一个问题，而要得到第二个问题的答案则需要考察人口的日益老龄化会导致什么样的经济后果。作为一个 1945 年出生的人，我一直清楚自己处于婴儿潮的风口浪尖，而婴儿潮不久之后就会转变成一次大规模的退休风潮。

哈瑞·登特 (Harry Dent) 1993 年的畅销书《荣景可期》(*The Great Boom Ahead*) 引发了人们的兴趣，投资者开始关注人口变化趋势对股票价格的影响。登特在这本书中对历史上股票的变化趋势做了全新的解析。他发现在过去半个世纪中股票价格与 45 ~ 50 岁年龄段的人口数量之间存在着相关关系——处于这个年龄段的人口拥有最强的消费能力。基于人口的变化趋势，登特预测股票牛市将持续到 2010 年，而在那之后市场就会崩盘，因为届时将有大量人口加入退休者的行列。

哈瑞·登特和我曾经多次被邀请到相同的会议上发言，不过我们很少同台。我之前从未根据人口的变化趋势来预期股票价格走势，而是更青睐于将收益率的历史数据作为预测未来收益的最好工具。

不过随着我对人口问题的日益关注，我越发认识到这一因素对于经济和投资者的重要性。尽管美国、欧洲和日本都在“变老”，但是世界上大部分国家和地区都还很“年轻”，而这些年轻的经济体正越来越让世人感觉到它们的存在。沃顿商学院的学生出色地帮我建立起一个将国际人口变化和生产力发展趋势结合在一起的模型，用来预测世界经济的走势。

预测的结果振奋人心，也和登特得出的结论大相径庭。如果发展中国家

能够保持快速的经济增长，那么这种增长的正面效应足以抵消老龄化对发达国家经济的负面影响。

随着研究的深入，我越来越相信：由于信息革命使世界上数十亿的人能够获取大量的知识信息，所以这样的增长率将得以维持。过去只有在世界顶尖的研究中心里才能找到的信息，突然对于每一个连接到互联网上的人都变得唾手可得，这在人类历史上还是第一次。

知识的扩散意义深远。作为一名学者，我见证了美国之外学生数量的急剧增加，这些学生都极具天赋。事实上，如今在我们这里攻读博士学位的国际学生数量已经明显超过了美国学生。显然，在不久的将来，西方世界将丧失在知识界和科研领域的垄断地位。对于世界各地的投资者来说，信息在全球范围内的扩散具有极其重大的意义。

投资的新方法

这些研究影响了我对投资方法的认识。经常有人问我，过去几年中资本市场的泡沫以及随后的市场崩盘是否改变了我对股票的看法。答案是肯定的，不过和以前一样，我对投资者的未来仍然保持乐观。

与其说市场的非理性躁动是一次警告，倒不如说它给投资者提供了一个机会——人们可以借此比采用“购买—持有”策略的“指数化”证券组合做得更好。同时，世界经济的发展也为那些面向全球的公司带来了新的机遇和市场，摆在它们面前的是一个前所未有的广阔舞台。

我相信，要想在这些发展中获取最大的利益，投资者必须拓宽投资组合的范围，并且避开那些导致许多投资组合表现落后于市场的陷阱。我写作《投资者的未来》一书，就是为了给人们提供这样的向导。

| 目 录 |

推荐序 (姚振山)

前 言

| 第一部分 |

揭开增长率陷阱的面纱

第 1 章 增长率陷阱 /2

第 2 章 创造性的毁灭还是创造被毁灭 /17

第 3 章 历久弥坚：寻找旗舰企业 /33

第 4 章 增长并不意味着收益：投资快速增长部门的误区 /51

| 第二部分 |

对新事物的高估

第 5 章 泡沫陷阱：如何发现并规避市场狂热 /72

- 第6章 投资新中之新：首次公开发行股票 /87
- 第7章 资本贪婪者：作为生产力创造者和价值
毁灭者的科技 /107
- 第8章 生产效率与利润：在失败的行业中取胜 /119

| 第三部分 |

股东价值的源泉

- 第9章 把钱给我：股利、股票收益和公司治理 /132
- 第10章 股利再投资：熊市保护伞和收益加速器 /146
- 第11章 利润：股东收益的基本来源 /164

| 第四部分 |

人口危机和未来全球经济强国的转变

- 第12章 过去仅仅是个序幕吗：股票的过去和将来 /178
- 第13章 不能被改变的未来：即将到来的老龄化浪潮 /189
- 第14章 克服老龄化浪潮：哪些政策有效，哪些政策无效 /204
- 第15章 全球化解决方案：真正的新经济 /215

| 第五部分 |

投资组合策略

第 16 章 全球市场与世界投资组合 /238

第 17 章 未来策略：D-I-V 指标 /255

附录 A 标准普尔 500 指数原始公司的完整历史和收益 /270

附录 B 标准普尔 500 指数原始公司的收益 /280

注释 /330

致谢 /345

译者后记 /348