

HZ BOOKS
华章经管

中国金融在线 推荐
www.CF99.com

财金
前沿

The Equity Risk Premium: The Long-Run Future of the Stock Market

股权风险溢价

股票市场的远期前景

(美) 布拉德福德·康奈尔 著
Bradford Cornell

吴洪译



机械工业出版社
China Machine Press

财金
前沿

The Equity Risk Premium: The Long-Run Future of the Stock Market

股权风险溢价

股票市场的远期前景

(美) 布拉德福德·康奈尔 著
Bradford Cornell

吴洪 译

机械工业出版社
China Machine Press

Bradford Cornell: The Equity Risk Premium: The Long-Run Future of the Stock Market.

Copyright © 1999 by Bradford Cornell. All rights reserved. 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. Authorized edition for sale throughout the world.

本书中文简体字版由Wiley公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行，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。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-1999-3762

图书在版编目(CIP)数据

股权风险溢价：股票市场的远期前景 / (美) 康奈尔 (Cornell, B.) 著；吴洪译。-北京：机械工业出版社，2000.4
(财金前沿)

书名原文：The Equity Risk Premium: The Long-Run Future of the Stock Market

ISBN 7-111-07900-0

I. 股… II. ①康… ②吴… III. 股票-证券交易-投资风险-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第18451号

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：杨雯 版式设计：陈子平

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年5月第1版第1次印刷

850mm × 1168mm 1/32 · 9印张

定 价：25.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

推 荐 序

“财金前沿”丛书英文版系国际知名财会类出版公司、西方出版金融学著作最著名的WILEY公司组织出版，著者中既有许多业界人士，也有知名的金融学教授，都是投资界明星人物，集多年投资实战经验与理论研究之大成，具有很高的权威性。同时此套丛书还具有观点鲜明，实例丰富，实用性强的特点。

此套丛书涵盖的内容极其广泛，涉及到公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、金融衍生工具、甚至宏观经济变化对投资活动的影响等多个方面，其最显著的特点是在直接面向企业经营和市场交易的实践活动的同时也探讨了目前国际金融学研究的前沿课题，适合广大投资者和金融、证券从业人员、MBA及财会金融专业师生、相关的研究机构、企业经营管理人员及决策者等参考应用。

此丛书由机械工业出版社华章公司引进，由清华大学、厦门大学等相关领域的专家担当译者，除了通过传统的发行渠道发行外，还与《中国金融在线》网站通过互联网进行推广。

《中国金融在线》(<http://www.CF99.com>) 是于1999年10月成立的，是国内首家通过利用现有网络和软件资源整合组建的大型金融证券资讯服务网站。现已与国内

数十家单位、媒体、网站结为战略合作伙伴和媒体伙伴。

《中国金融在线》的长期目标是涵盖金融投资的各个领域，为投资者提供全面的个性化投资交流服务，并开展相关行业的电子商务。

2000年初，《中国金融在线》与华章公司合办了华章网上财经图书专卖店，受到了广大网民的欢迎。

本次《中国金融在线》与华章公司联合策划发行“财金前沿”系列丛书，也是将互联网的宣传优势与传统出版业进行结合的一次有益尝试。希望能够得到广大读者和网民的支持！

最后，我们再次向广大读者郑重推荐机械工业出版社华章公司引进翻译、出版的“财金前沿”丛书。

董事长 尤晓东

《中国金融在线》

<http://www.CF99.com>

2000年4月

“财金前沿”丛书序言

金融学(Finance)是一门非常年轻的学科，一般认为，马柯维茨(H. Markowitz)在1952年发表投资组合选择理论，把数理工具引入金融研究，可以看作是金融学的发端，但也有人认为，应该是到1958年莫迪格里亚尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)发表研究企业资本结构和企业价值关系(即所谓的MM理论)的研究成果时，最先采用“无套利(No-Arbitrage)”分析方法，才是金融学真正的方法论革命，使金融学的研究从方法论的角度与一般的经济学研究相分离。上述两项工作成果先后获得诺贝尔经济学奖，对于金融学的奠基性意义是显然的。但不管怎么算，金融学从经济学中分离出来成为一门独立的学科还不到半个世纪。无疑，经济学是金融学的基础，金融学的发展过去、现在和将来都必须不断地从经济学的研究成果中汲取营养。从大的学科分类看，金融学仍应是经济学的一部分。但是，金融学又特别强调财务决策和金融市场的实际操作，所以又应当从属于管理学。在西方发达国家(例如美国)，金融学的发展主流在商学院，绝大部分重大的金融学研究成果都是在商学院诞生的。可以肯定的是，金融学从内容、方法到工具，都已经形成了自己独有的学科特色，已经真正作为一门独立的

学科在发展。

在国外优秀的商学院发展的金融学，主要包括公司财务和资本市场两个组成部分(后者在课程设置上常常称作投资学)，这两个部分是互相紧密联系的，因为金融系统只有通过企业的财务活动才能真正和实物经济发生联系，而企业的价值又要经过金融市场的交易才能得到正确的评估，由此出发，因为金融学研究的核心问题是金融/财务决策，尤其是强调实际的市场交易和运作，所以数量工具的使用是必不可少的。金融学的基本分析技术，不是一般的经济学中的需求供给均衡分析，而是从前述MM理论的分析方法中引伸和发展出来的一整套无套利均衡分析技术。马柯维茨在投资组合选择理论中所开始的数量化研究和无套利分析思想相结合，酝酿了后续一系列重大的金融学理论突破，包括资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)，一直到布莱克-舒尔斯期权定价公式。到20世纪七八十年代，金融学的基本理论框架已经确立，金融经济学基本定理(即等价鞅测度模型(EMM))、有效率市场假设(EMH)和不完全市场一般均衡理论等重要研究成果纷纷问世。许多重要的理论成果经过反复的辩驳和大量的实证检验，验证了其内在逻辑体系的一致性，金融学研究的好几项重大成果都获得了诺贝尔经济学奖。

金融学的理论和金融活动的市场实践是平行发展的，二者之间又紧密地结合并产生了深刻的交互影响。

七八十年代以来，金融创新和金融自由化的浪潮汹涌澎湃，这种发展趋势在很多方面是由金融学理论研究的进展来驱动的。一方面，因为国际货币制度的布雷顿森林体系瓦解，汇率波动传导至利率变化加剧和商品价格(加上石油危机的冲击)起伏不定，金融市场更加充满变数，风险加大，重大金融事故屡见不鲜，几次大的金融危机对各国乃至全球经济都产生了巨大的影响，世人为之谈虎色变。另一方面，欧洲中央银行的建立和欧元启动，使金融的全球化发展势不可挡，降低汇率风险、建立更为和谐稳定的国际金融新秩序亦在酝酿之中。企业财务管理和市场交易实践都在不断地向现有的金融学理论提出挑战，甚至向原有的理论基础发起冲击。进入90年代以后，金融工程开始大规模发展，一方面给金融创新以巨大的技术支持，另一方面公司财务和资本市场的金融工程活动又提出了许多现有金融学理论尚未能解答的问题。

在现代金融研究中，已经出现了业界走到学界前面，商务实践的需求拉动理论学术研究的趋势。许多前沿研究课题都是在企业财务管理和市场交易实践中提出的，对于这些问题的研究，又动摇着原有的理论基础，尤其是在资本预算、资产定价、金融市场效率和价格的可预测性等方面。例如，传统的项目评估的净现值法(NPV)已经招至很多批评，实物期权(real options)理论在资本预算中呈现出巨大的应用前景；资本资产定价模型的适用性也引起质疑，新的实证检

验结果不对其提供支持；市场的有效率性假设看来是过于笼统，许多问题需要发展有关市场微观结构的研究才能给出正确的说明；而在价格的可预测性方面，新的研究进展则在更深的层面上重新为技术分析辩护，等等。这些前沿研究，驱使金融学教授们走出商学院的“象牙之塔”，密切地结合于企业和市场的实践活动；而在实践第一线工作的训练有素的专业人士，也兴致勃勃地参与到学术研讨中来。新的重大的理论突破已经初露端倪，虽然重构新的理论大厦还有待时日，但这些前沿研究势必产生重要的历史影响。

因此，组织翻译和编辑出版这套“财金前沿”丛书，对于目前国内的金融学科建设和教育培训具有重大的意义。由于历史的原因，中国国内金融学科的教学和研究体系，与国际上金融学的发展主流还存在不接轨的地方。最近这种情况已经开始有较大的转变，大批讲解规范的金融学理论的书籍被翻译介绍到国内，对金融理论界和实务界都产生了很大的影响。在建设具有中国特色的社会主义市场经济的发展历程中，我们要充分发挥后发优势，直接利用最先进的科学技术，避免走别人已经走过的弯路。对于金融学来说，亦是如此。我们不但要引进成熟的经典理论，也要向国内的读者介绍最前沿的研究工作。这样，将可帮助读者把握金融科学发展的方向，迅速地将国内的教学研究推向前沿。

从这套丛书第一批出版的书籍内容看，其涵盖的

内容非常广，涉及公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、衍生工具，乃至宏观经济环境变化对投资活动的影响，等等，其显著特点是直接面向企业经营和市场交易的实践活动。这套丛书的英文版是由西方出版金融学著作最著名的约翰·威莱出版公司(John Wiley & Sons, Inc.)组织出版的，因此具有较高的权威性。著者中有许多是业界人士，也有知名的金融学教授，而这些教授们又都与企业和市场实践有紧密的联系。书中讨论的问题都是与实际的管理决策和交易活动密切相关的，同时确实都涉及目前金融学研究的前沿课题。因此，这些书不仅是很好的教学和研究的参考资料，而且还特别适合业界人士阅读，对于他们的业务实践具有直接的指导意义。书的内容都写得相当深入浅出，因而适合于不同程度的读者。对于金融学理论和实务有兴趣或有需要的读者，选读这套丛书将能大大拓宽自己在金融领域的知识面，对提高业务水平和继续深造都大有裨益。

金融市场充满挑战和机遇，金融危机和金融的全球化发展趋势更向世人提出了许多严峻的课题。在一个动荡不安而充满风险的金融海洋里，要想驾驭航船搏击风浪，驶向光辉的彼岸，一定要掌握高超的趋利避险的技术，这套丛书讲解的就是这样的技术，它们实际上就是金融领域本身的高新科技。由于内容涉及前沿研究，因此具有一定的尖端性。在新世纪到来之

际，中国金融系统的改革和发展正面临巨大的机遇和挑战。中国在加入世界贸易组织(WTO)后，国内金融系统势必加快与国际接轨的步伐，逐步融入金融全球化的潮流。金融学的教学、研究和培训体系，也就有迅速进行知识更新的任务。无论是学者、从业人员还是有志于学习金融学的学生，都有接触学科前沿发展的迫切需要。可以说，这套丛书的出版适逢其时，为此，我诚挚地将它推荐给读者。

宋逢明

国际金融工程师学会会员
中国数量经济学会常务理事
金融研究部主任委员
一九九九年十二月一日

前 言

在两个端点之间，有关股票市场的著述不计其数。一端是学术性文献，发表在诸如《金融》、《金融经济学》、《金融研究评论》等学术刊物上。这类文献内容高深复杂，但其意义却不被认同，尽管学者们运用了所有强有力的分析工具，他们却发现，股市上绝大多数的变化，尤其是短期变化，是很难预测的。

另一端是用来针对市场需要，出售投资点子的书籍。这些著作语言清晰，具有说服力，经常被隆重推出上市，偶然荣登销售量排名榜首。不幸的是，书中所传递的信息通常缺乏科学依据。

在这两个端点之间，还有着成千上万的书籍和文章。本书的位置在距离学术文献一端的四分之三里程处，目的是以通俗易懂的方式解释理论科学著作，读者对象定位于专业性的经济学家以外的人士。如果学术性文章可以不用那些复杂的技术性分析工具而被解释透彻，那些复杂的技巧就不会再那么唬人了。任何简化其实就是一种简化而已。由于某些读者，特别是学金融的学生，可能不满意我的解释，本书还特意包含了大量基础文献的引用。但本书并不是一本金融学教材。太多的读者着迷于关于投资的学术性著作，以至于限制了本书在商学院学生中的读者人数。

本书的目的是帮助读者理解长期股票市场的预期。我是通过分析股权风险溢价，即普通股收益率与政府债券收益率之间的差额来达到这一目的的。我有言在先：别指望找到万能的技巧或秘密。在这一点上，学术性文献早已表明，本就不存在什么技巧，投资一旦发生，就没有秘密可言了。然而，这并不能否认对股票价格表现做周密分析的意义，这种分析，不仅能使投资者更成功，而且能使他更轻松。认识人的局限性可以释放人的潜能，这与学习新技能一样重要。

鸣 谢

为本书的问世，我首先要感谢我在FinEcon公司的同事们。他们是：约翰·豪特、约翰·赫什利费，莉莎·詹姆斯，我还要特别感谢埃德·伯格斯特龙，是他们帮助我收集了所有的学术性文章和有关股权风险溢价分析的资料。John Wiley & Sons公司的米纳·萨尼尔斯也在本书的出版过程中给予了帮助。

最后，我还要感谢我的母亲——巴巴拉·琼·康奈尔女士，对完成这个项目，她给予了我极大的鼓励。她遭遇坎坷，却始终保持着乐观向上的精神，这是我永远取之不尽的力量源泉。

目 录

“财金前沿”丛书序言

前言

鸣谢

第1章 股票市场业绩的计量与评估	1
1.1 股票市场历史简述	7
1.1.1 股票市场指数	7
1.1.2 运用投资收益率来评估股票市场业绩	10
1.1.3 市场业绩考察：一年持有期的收益率	14
1.2 股权风险溢价	20
1.2.1 定义	20
1.2.2 重要性	21
1.3 运用历史数据来估计未来股票市场的业绩	23
1.4 股权风险溢价的应用	30
1.5 通货膨胀与资产收益	32
1.6 股票收益与风险溢价：我们的期待是什么	38
第2章 历史记录的评价	41
2.1 计算平均溢价：算术平均数与几何平均数	42
2.2 在实践中历史性的风险溢价是如何衡量的	45
2.3 股权风险溢价的非稳定性和历史性估计	52
2.4 尝试以模型描述风险溢价变化的努力	55
2.4.1 以收益的变化为基础的模型	58
2.4.2 以红利和收入为基础的模型	59
2.4.3 在做长期风险溢价的估计上，非稳定性问题真的那么重要吗	61
2.4.4 风险溢价的持久性变化对股票价格所发生的影响	63
2.4.5 非稳定性概要	67

2.5 幸存偏倚	68
2.5.1 产生的效果	68
2.5.2 底线	80
2.6 股票与债券收益	81
2.6.1 长期水平之上	81
2.6.2 通货膨胀的影响	83
2.7 历史性记录的最后评价	89
附录2A 按月份的股票、短期国库券、长期国库券 数据与通货膨胀率表	91
第3章 未来股权风险溢价的估计	119
3.1 贴现现金流模型	120
3.1.1 模型的形式	121
3.1.2 风险溢价的贴现现金流方法与历史性估计 方法之比较	134
3.2 布兰查德对贴现现金流方法的扩展	134
3.3 卡普兰—鲁布卡的研究	135
3.4 法玛—佛伦奇的总内部收益率分析	137
3.5 估计市场风险溢价的收入收益方法	142
3.6 韦尔奇的观察	143
3.7 通过竞争方法产生的风险溢价的总结	144
第4章 风险厌恶和风险溢价之谜	147
4.1 风险厌恶的经济理论	148
4.2 收益风险的类型：投资组合理论的简单回顾	152
4.3 市场风险溢价与股权资本成本	158
4.4 风险厌恶和历史性股权风险溢价：风险溢价之谜	160
4.5 风险溢价之谜的解释	165
4.5.1 风险溢价之谜是一种幻觉：经验数据是错 误的	165
4.5.2 高风险厌恶	166
4.5.3 非标准性效用函数	170

4.5.4 收益的自相关性	174
4.5.5 随时间变化的收益期望	175
4.5.6 投资者差异	177
4.5.7 把几种理论综合在一起是否可行	179
4.6 未来对于股权风险溢价的解释	180
第5章 风险溢价与90年代股票市场的繁荣	185
5.1 确定股票价格过高或过低的方法	187
5.2 高水平股票价格的原因	193
5.2.1 由于股权风险溢价下降造成的折现率下降	193
5.2.2 股票市场风险的变化	197
5.2.3 投资者的变化和投资者人口结构的变化	199
5.2.4 新经济范例：更高的收入与更高的红利增 长率	210
5.2.5 非理性的繁荣：市场被高估了	216
5.3 总结	230
附录5A 国际股票市场指数	231
第6章 股权风险溢价和普通股的长期走势分析	239
6.1 对理论依据及经验数据的权衡	240
6.2 为什么90年代对未来股市价格的预期直线上升	245
6.2.1 股权风险溢价合理下降的效应	246
6.2.2 永久性更高增长率的影响	250
6.2.3 高估的实质	251
6.2.4 总结	253
6.3 未来风险溢价下降的效应	254
6.3.1 投资效应	254
6.3.2 对公司融资决策的效应	256
6.3.3 养老金与退休金计划的效应	257
参考文献	259
译后记	269