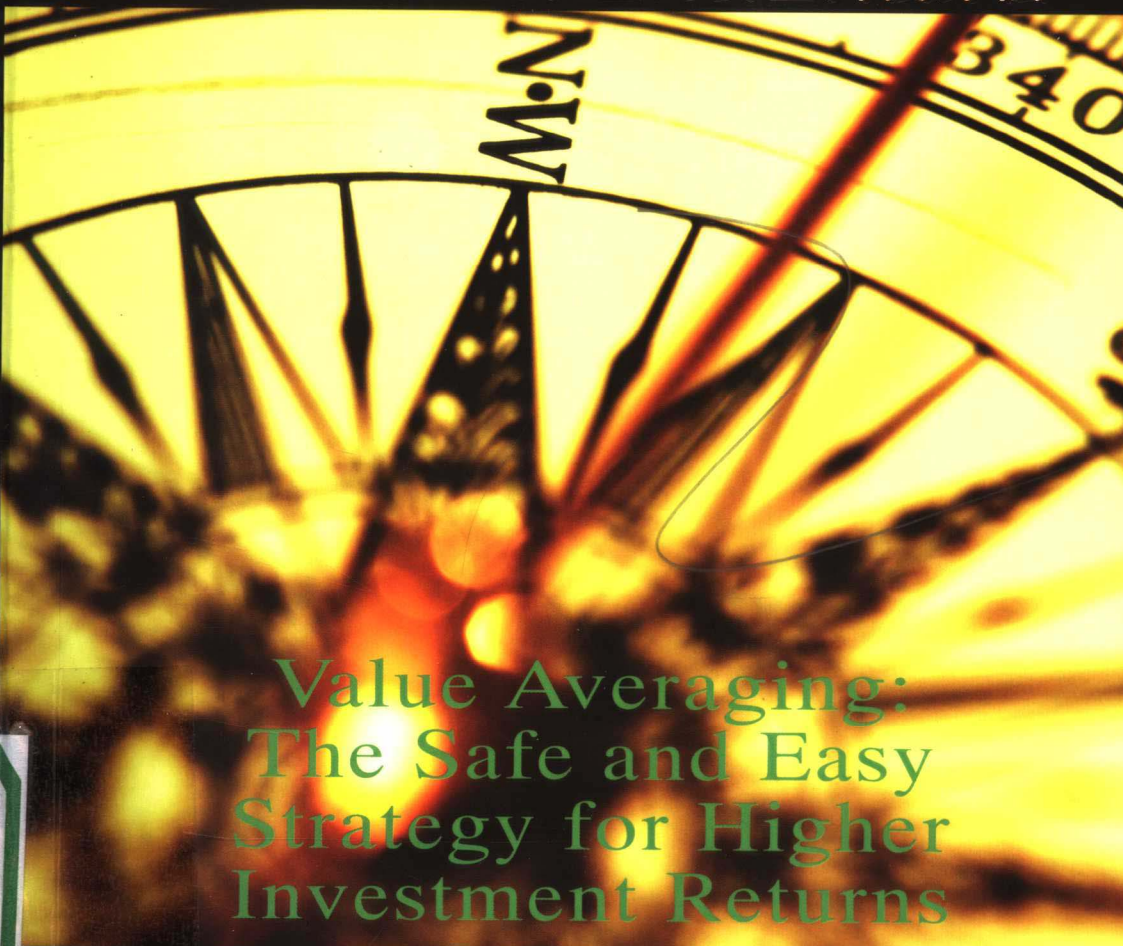




汇添富基金  
世界资本经典译丛

# 价值平均策略

——获得高投资收益的安全简便方法



Value Averaging:  
The Safe and Easy  
Strategy for Higher  
Investment Returns

[美] 迈克尔·E.埃德尔森 著  
(Michael E. Edleson)

上海财经大学出版社



F830.59/143

2008




汇添富基金·世界资本经典译丛

# 价值平均策略

——获得高投资收益的安全简便方法

[美] 迈克尔·E. 埃德尔森 著  
(Michael E. Edleson)

顾安 译

 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

价值平均策略:获得高投资收益的安全简便方法/(美)埃德尔森(Edleson, M. E.)著;顾安译. —上海:上海财经大学出版社, 2008. 1

(世界资本经典译丛)

书名原文: Value Averaging: The Safe and Easy Strategy for Higher Investment Returns

ISBN 978-7-5642-0101-2/F·0101

I. 价… II. ①埃… ②顾… III. 投资-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 181885 号

- 责任编辑 蔡美凤
- 封面设计 宋 名
- 版式设计 孙国义

JIAZHI PINGJUN CELUE

### 价值平均策略

——获得高投资收益的安全简便方法

[美] 迈克尔·E. 埃德尔森 著  
(Michael E. Edleson)  
顾 安 译

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

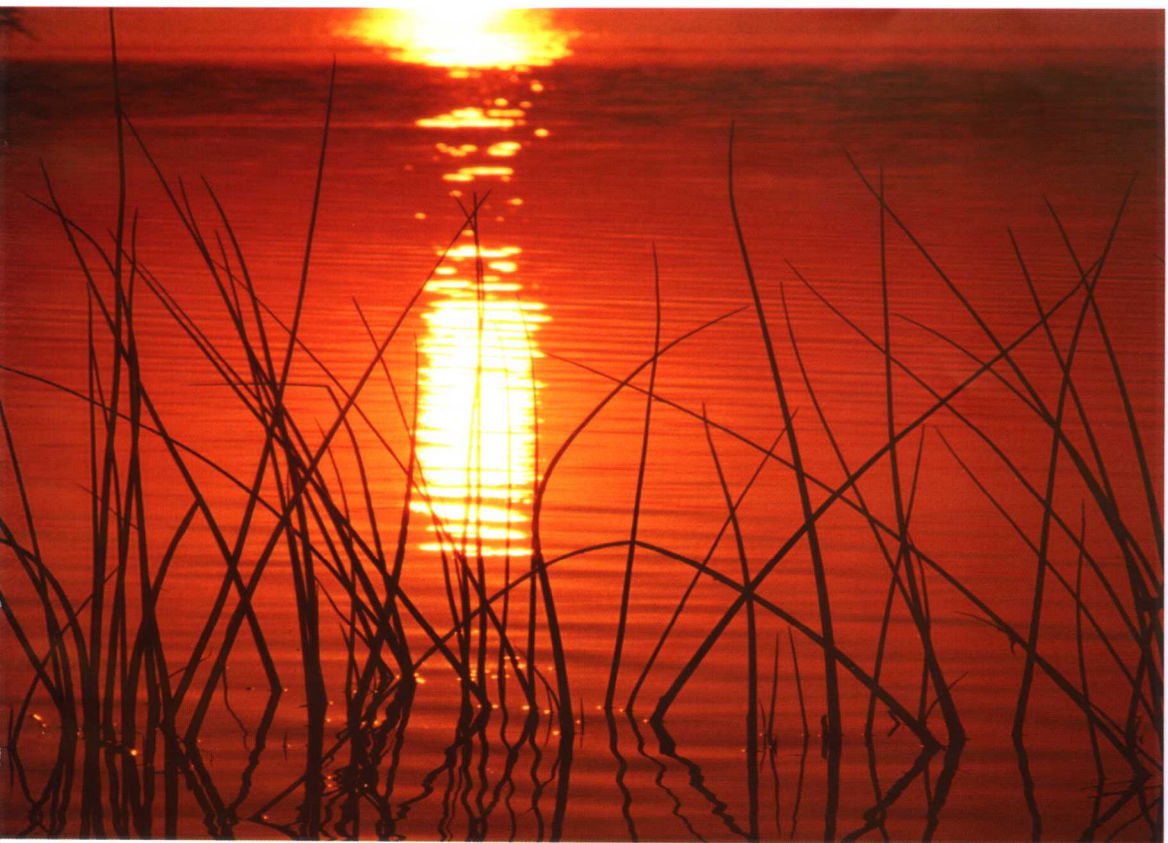
上海市印刷七厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 12.5 印张(插页:2) 204 千字  
印数:0 001—5 000 定价:29.00 元

拨动琴弦  
唱一首经典  
资本脉络  
在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然  
依稀可见



千百年后  
人们依然会穿过泛黄的书架  
取下  
这些书简  
就像我们今天，怀念  
秦关汉月  
大漠孤烟  
.....

汇添富基金·世界资本经典译丛

编辑委员会

编委会主任

丛树海

编委会执行主任

张 晖 林 军

编 委

黄 磊 袁 敏

韩贤旺 钱 慧

魏小君 王 波

曹翊君 田晓军

柳永明 周继忠

骆玉鼎 崔世春

策 划

黄 磊 钱 慧

**“自 1991 年首次出版以来，  
《价值平均策略》(Value Averaging) 声誉鹊起，已逐步成为经典  
作品。”**

——威廉·J. 伯恩斯坦(William J. Bernstein)

## 总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍。（It's simple to be a winner, work with winners.）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略之后，投资业绩很快有了明显改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有。”

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理有限公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及1873年的伦巴第街，下至彼得·林奇之后的华尔街当代杰出基金经理



人比尔·米勒,时间跨度长达百余年,汇添富基金希望能够藉此套丛书,向您展示投资专家的风采,让您领略投资世界中的风景。

丛书不乏经典之作。其中的《伦巴第街——货币市场记述》堪称是金融领域的传世之作。该书作者——19世纪经济学家沃尔特·白芝浩在书中总结了当时的经验与教训,时至今日,仍然值得我们认真回味。书中对于银行处理金融危机的意见——“初期警钟到来时,我们必须始终拥有随时可以动用的准备金,这样才可以轻松地走出恐慌。那些认为不需要准备很多的准备金的观念,不仅会引起恐慌,还会将恐慌升级成疯狂”,在今天仍不失其现实意义。美联储前主席格林斯潘和美国前财政部长鲁宾,都将该书作为经常翻阅的床头书,从中汲取经验和灵感。时隔百年,该书在1999年、2001年、2005年、2006年和2007年多次再版,可见其在今天仍然具有很高的借鉴价值。丛书中的另一本——《攻守兼备——积极与保守的投资者》,有助于投资人从纷繁复杂的信息中抽丝剥茧,形成自己对公司的财务状况、管理层经营能力、股票买入价是否低于公司资产净值等的独立判断,进而利用自己的结论做出投资与否的决策。该书自1979年首次出版以来,2006年再次重版。这也印证了耶鲁大学教授斯坦·加斯特的判断:“《攻守兼备——积极与保守的投资者》绝不会过时!”《价值平均策略——获得高投资收益的安全简便方法》一书通过市场风险和时机选择的介绍,为投资者提供了一种有效的公式化投资策略。著名金融史学家威廉·伯恩斯坦将该书与格雷厄姆的《智慧投资者》、麦基尔的《漫步华尔街》相提并论,认为:“自1991年首次出版以来,《价值平均策略》声誉鹊起,已逐步成为经典作品。”1996年、2006年该书不断再版。另一本经典《浮华时代——美国20世纪20年代简史》则追溯了从第一次世界大战之后的繁荣到1929年股市大崩盘的一段历史。《芝加哥每日论坛报》称之为“一部将历史记录和综合报道完美结合的伟大作品”。1931年出版后,该书迅速销售50余万册,并于1932年登上畅销图书榜(非小说类)的第二位。此后,该书于1959年、1964年、2000年、2007年不断重版,属于常青藤式的书籍。

丛书中汇集了投资大师们的智慧。《忠告——来自94年的投资生涯》一书记录了罗伊·纽伯格这位世纪老人神秘且精彩的人生。作为唯一一位经历华尔街1929年和1987年大崩盘却毫发无损的职业投资家,其自传中所介绍的有关投资技术与战略战术等诸多方面,不能不引起我们的重视。同时,除了其令人称道的成功投资经验之外,罗伊·纽伯格对于成功、



金钱、艺术和财富的价值观以及对于新技术的积极态度，也是支持其将近一个世纪处于不败之地的不可缺省的重要因素。如果您阅读了《**尖峰时刻——华尔街顶级基金经理人的投资经验**》，您就可以全面了解美国五位杰出基金经理——比尔·奈格伦、安迪·史蒂芬斯、克里斯多夫·戴维斯、比尔·弗里斯和约翰·卡拉莫斯的投资理念和投资策略。这些基金经理人的投资风格相去甚远，但他们的交集，即投资中均实践和坚守的共同原则，却具有普遍的意义。在另一本著作《**战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资**》中，叙述的是美国顶尖基金经理人比尔·米勒的成功之道。比尔·米勒所管理的莱格—梅森基金虽然近两年来业绩下滑，但其保持的1990~2005年连续15年战胜标准普尔指数的骄人业绩，至今无人望其项背。书中通过对比尔·米勒分析方法和投资策略的记述，揭开了比尔·米勒保持十余年成功投资的秘诀。《**伟大的事业——沃伦·巴菲特的投资分析**》通过透视巴菲特旗下的伯克希尔·哈萨维公司，揭示了这个巨大财富王国背后兼具实用性和个性的投资哲学，浓缩了一个价值投资者30余年来的成功经验和心得。巴菲特在阅读该书后，认为作者“对伯克希尔·哈萨维公司了解得非常透彻”！

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践中应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。2005年和2006年我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的明证。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守价值投资，肯定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实际相结合，勇于创新。事实上，作为价值型基金经理人的比尔·米勒，也是在反思传统价值投资分析方法的基础上推陈出新，才取得了超越前人的业绩的。

最后，有一点需要强调的是，我们比巴菲特、比尔·米勒等人更加幸运的是，我们有中国经济持续快速稳定发展这样一个良好的大环境，我们有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，我们有一批成长非常快

速的优秀上市公司,这将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信,只要坚持价值投资理念,不断积累经验和总结教训,不断完善和提高自己的,中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的良好投资回报。

“他山之石,可以攻玉。”十余年前,当我在上海财经大学读书的时候,也曾经阅读过大量海外经典投资书籍,获益匪浅。今天,我们和上海财经大学出版社一起,精挑细选了上述这些书籍,力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹,有所感悟;而其中的正反两方面的经验与教训,亦可为我所鉴,或成为成功投资的指南,或成为风险教育的反面教材。我们还拟与上海财经大学出版社一起,推出后续的《华尔街的扑克牌》、《点津——来自大师的精彩篇章》、《福布斯英雄》、《华尔街 50 年》、《黄金简史》等 8 本图书。

“日出江花红胜火,春来江水绿如蓝。”悠远的新年钟声,宣告着 2008 年春天脚步的临近。在此,汇添富基金期待着与广大投资者一起,伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展,迎来更加美好灿烂的明天!

张 晖

汇添富基金管理有限公司投资总监

2008 年 1 月 1 日

资本

经典译丛



TheWorld  
Classics  
of Investment

## 序

自1991年首次出版以来,《价值平均策略》(*Value Averaging*)声誉鹊起,已逐步成为经典作品。第一版和第二版的读者如此珍惜本书,以至于较少的发行量使其本身成为高回报的投资。原出版商国际出版社(International Publishing Company)关门后,本书在世界上最后一家供应商——俄勒冈州的卡夫·约克逊公司(Cave Junction)的存货也紧接着全部售空。我们看到,二手书的价格已经高到惊人的地步,特别是第一版。

是什么原因导致在过去几年中投资者们愿意为一本平装书付出数百美元?一部投资经典的声望绝不仅仅来自于其文字质量:本杰明·格雷汉姆(Benjamin Graham)的《智慧投资者》(*The Intelligent Investor*)有天鹅绒般细致的逻辑;伯顿·麦基尔(Burton Malkiel)的《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*)有非凡的幽默感和说明力;约翰·伯格(John Bogle)的《共同基金常识》(*Common Sense on Mutual Funds*)带来强烈的道德震撼;以及爱德华·钱塞勒(Edward Chancellor)的《魔鬼控制幕后》(*Devil Take the Hindmost*)中隽永的描述。如果迈克尔·埃德尔森(Michael Edleson)《价值平均策略》的写作质量不高当然不会得到认可,但却是因为其他更重要的原因使其成为一本经典的投资著作。简单地说,这本书是从投资组合中获得稳定现金流机制的最佳向导。我愿意更进一步阐明:这是惟一一本向所有投资者——从最小的401(k)计划参与者到最大的养老金管理者——全面介绍如何合理运用有效原则的著作。

序

价值平均策略的优势来自于它是对之前两种独立的已被证明有效的方法——币值成本平均策略(dollar cost averaging)和投资组合再平衡技术(portfolio rebalancing)——的综合。币值成本平均法的数学理论要求在长时间内定期等量买入股票,使投资者在价格更低时买入更多数量的股票或共同基金,从而获得更高的平均收益率。另一方面,投资组合再平衡技术通常被用于成熟的投资组合,要求根据事先设定的投资政策,定期调整组合资产配置,将“低买/高卖”原则更有效地蕴涵于投资者的交易决策过程中。

本书作者迈克尔·埃德尔森的特殊天才是发现在投资组合的构建阶段,上述两种方法可以综合运用:不仅是按币值成本平均法那样在股票价格较低时买入更多、股价较高时买入更少,而且应该在股票价格更低时在资产配置中增加股票资产,而在价格更高时减少股票资产的配置,这样可以获得更好的长期回报。

在20世纪90年代有幸看过《价值平均策略》并吸收其精髓的投资者都获得了充分的回报。违反了逻辑和基本原则的股价随着那个致命的年代一道逐渐远去,而价值平均策略告诉投资者在股价更高时应减少股票投资。在2000~2002年股价跳水期间,之前那些年份里减少买入股票所积累的资金被用来在更合理价位买入股票。

当然,没有任何一项投资策略可以100%有效。例如,定期的投资组合再平衡技术通常会提高投资收益率,但并不全是这样。当市场在较长时段里持续上涨或下跌时,如20世纪90年代的美国(持续上涨)和日本(持续下跌),投资组合再平衡技术会因不断买入持续下跌或卖出持续上涨的资产而损害投资组合的收益率。价值平均策略被用于几年中持续上涨的资产时会产生同样的结果,这时投资者最好买入并持有一定量的这类资产。

多数投资者通常会在几十年中不断增加他们的投资组合。在这种情况下,策略“不利面”的风险尽管不是没有,但非常小,仅仅在错误地判断了本策略的关键输入值之一——市场长期收益率时发生。高估市场收益率将导致购买过多股票,可能超过投资者的储蓄能力,而低估则可能会过少地投资于股票。

过去的几十年中,养老金管理领域的结构发生了很大变化,由确定收益(defined-benefit)计划转变为确定投入(defined-contribution)计划,其中



主要是 401(k) 账户。养老金模式的这一根本性变化导致数千万企业员工非自愿地成为他们自己资产组合的投资经理——这是一项空前巨大的社会本质性变革。对大多数参与者而言,由于缺乏基础的金融知识,又面对繁多的投资工具,结果都不会很好。少数做得很好的将是那些已经阅读本序言开始部分所列书籍并有所理解吸收的人。如果你愿意,《价值平均策略》就好像是甜点上的巧克力酱和樱桃,通过在正常市场环境下构建一个有章可循、低成本、多样化的投资组合,为你提供更高的回报。

一个投资策略与建筑师的蓝图非常类似。建筑蓝图说明钢筋水泥如何组合,还回答如何在城市大街 60 层的建筑上焊接铆钉。尽管《价值平均策略》是构建一个坚实投资组合的必需元素,但它不是全部。首先,你必须能够储蓄。或许你能够像沃伦·巴菲特(Warren Buffett)那样善于选择股票,但如果你不能把你收入中的相当部分储存备用,你还是会面临失败。

其次,同样重要的是你必须能够执行。价值平均策略的原则要求你在周围每个人都处于恐慌时,不仅要保持冷静继续买入股票,而且还要比正常时买入更多。当你处于这一过程中时,这一点特别重要,因为在你投资组合内原有的大量股票资产将会进一步放大在熊市中需要买入的股票数量。正如古语所说,“不敢投入就没有收获”:知识可以学习,但勇气不是每个人都能具备的。

冒着给投资者过多隐喻的风险,投资的过程就像是一场断断续续但没有终点的战斗,不仅是与市场,还与“镜子里的敌人”——你自己的情绪进行战斗。尽管埃德尔森博士不能给读者面对这些强大敌人时必需的勇气,但至少为在资本市场的战斗提供了培训、武器和护身装甲。

威廉·J. 伯恩斯坦  
(William J. Bernstein)

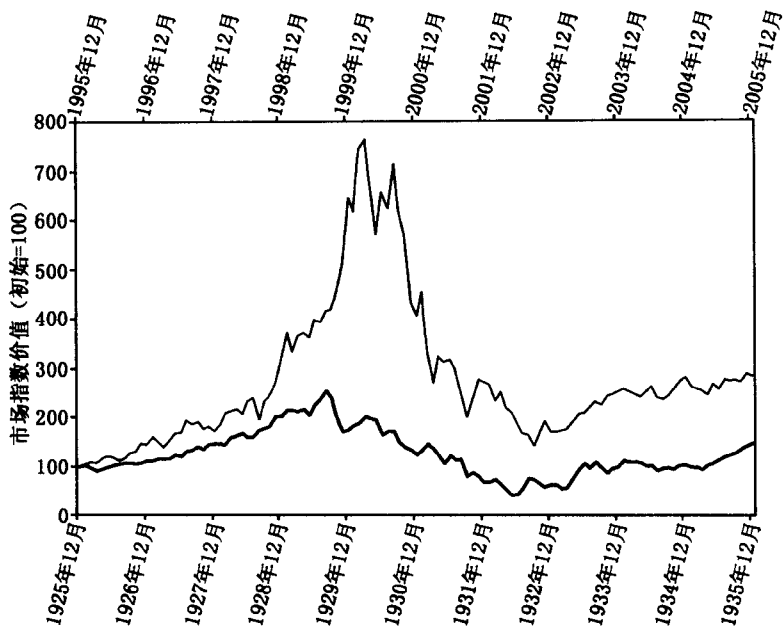
序

## 2006 年版前言

距我写第一版《价值平均策略》(1991)已有 16 年,其修订版(1993)距今也已 14 年。这里作为经典再次出版的是 1993 年版。其间这段时间对投资者而言可能发生任何事,但绝对不会是平淡无奇的。市场在亢奋和悲愤间轮回,财富和损失交替产生。

本书初版后时间继续前进,让我们观察一下目前的 market 情况,看看价值平均策略是否仍像当时那样有效。首先,我们通过比较过去 10 年(1996~2005)与 70 年前(1926~1935)的市场行为来获得对历史情况的认知。尽管可能并未亲历较早的那段历史,但读者仍可能知道 20 世纪 20 年代和 30 年代股票市场的疯狂状况:繁荣的 20 年代(The Roaring Twenties)的投机泡沫,1929 年的大崩盘,随后几年史无前例的财富大缩水,以及 30 年代的大萧条。图 P-1 把这段疯狂的十年与最近十年的市场走势进行了比较,仅仅是时间相距 70 年,以相同的坐标为起点。这个比较非常有意思,尽管相距 70 年,但市场表现出令人吃惊的相似之处:初期温和上涨,迅速向上突破,大幅下跌紧接着反弹,更加痛苦和剧烈的第二次大幅下跌,大约 3 年后稳健地走出谷底。

哦,我忘记给两条曲线注上标签了,真是太粗心了。粗体、较低的那条是 1926~1935 年的市场曲线,包括了 1929 年的大崩盘等。而浅色、崩盘前几乎要突破图顶的那条是我们刚刚经历过的 1996~2005 年 10 年间的纳斯达克 100 指数。尽管祖辈曾经痛苦经受的风险不容轻视,我们最近所



1925~1935年与1995~2005年比较

图 P-1 繁荣的 20 年代或是纳斯达克 (NASDAQ) 90 年代

经历的过山车般的金融风险才更叫人头发直立。

本书原版中的数据和相关分析截至 1991 年。在本书的一些关键部分中,我加入了一些新的数据分析和建议以使读者能够跟上时代。图 P-2 是用经过更新的指数数据所显示的市场表现。图中列示了自 1991 年年底到 2005 年纳斯达克 100、标准普尔 500 (S&P500) 和更具广泛代表性的罗素 3000 (Russell3000) 三个指数的整体回报。假设 1991 年年底进行投资 (图中设 100 美元), 如果投在标准普尔 500 和罗素 3000 上, 期末资产将变为投入的 4 倍, 而如果能够撑过巨幅下跌, 在纳斯达克 100 上的投资将变为超过 5 倍。

本书中所讨论的理论性的策略在过去 14 年中表现如何? 好消息是各种方法, 包括价值平均策略, 继续各显神通地提供了满意的回报。更好的消息是价值平均策略提供的回报远远超越所列指数。

表 P-1 显示了自 1991 年 12 月本书原版上市以来, 每月运用相关投资策略的内部收益率结果。相比币值成本平均策略 (DCA), 价值平均策略 (VA) 在所有指数上依然产生了较高的收益率。价值平均策略在纳斯达克

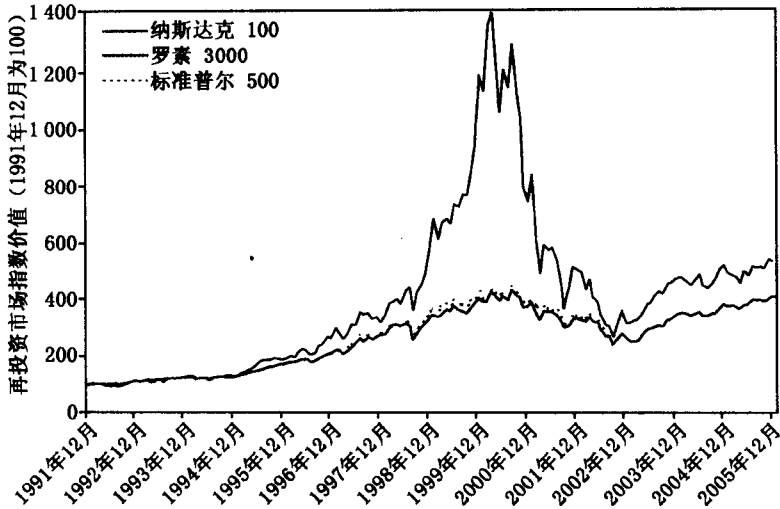


图 P-2 美国股票市场表现(自本书原版出版以来)

100 指数投资上的表现特别优异,同期收益率高出 5.5% 以上,比市值成本平均策略的收益率高出 50% 多。

表 P-1 投资策略表现

1991 年底~2005 年,从每月 100 美元投入开始,增长到 50 000 美元的投资目标		
指 数	市值成本平均策略收益率	价值平均策略收益率
标准普尔 500	8.3%	9.0%
罗素 3000	8.6%	9.5%
纳斯达克 100	9.6%	15.2%

本书章节选定后还额外更新了一些内容,以确认这一策略是否依然有效,以及在今天的市场条件下可以有哪些创新的运用。在 5 个章节之后,读者可以看到增加了一节简要的“2006 年注释”,这是新增的内容,包括对各类投资策略的评论或对运用它们的建议。简要地说,读者将会读到以下内容:

- 市场过往表现(不包括纳斯达克)以及与我们所作预测的比较。
- 股票市场收益率的未来预期值比我们原版书中的预测明显降低。在运用价值平均策略时将使用较低的收益率。
- 尽管市值成本平均策略仍然有效,价值平均策略将持续地提供相



对更高的收益率,表现更好。

■ 请仔细阅读附件中 Lotus 1-2-3 电子表格的使用说明,因为与 Excel 有所不同,读者不能完全原样照搬。关于电子表格之后还有更多内容……

■ 市场在过去 20 年中统计意义上的过度反应不如历史上那么多。

■ 作者仍然推荐以季度为投资时间段运用价值平均策略。

■ 投资领域的巨大变化为读者提供了本质上更好的投资机会以运用投资策略。当前更多、更好并且更便宜的投资工具所提供的灵活性,是作者 16 年前写这本书时做梦才能够获得的。

需要对更新的数据进行简要说明。不像在原版中那样,本书中没有用芝加哥大学证券价格研究中心、纽约证券交易所、美国证券交易所(CRSP NYSE/Amex)的数据来进行更新,所导致的明显不同是重要的纳斯达克数据没有被包含在内。本书中所使用的基本的指数历史日常数据包括两个:罗素 3000 和威尔夏 5000(Wilshire 5000),它们涵盖更广范围的股票,并且基本与原版中的芝加哥大学证券价格研究中心的数据有一定可比性,但芝加哥大学证券价格研究中心的数据包含了纳斯达克上市的股票。分析中假设红利被用来再投资,但本书中是用指数的收益率来重新计算,得到实质上相同的结果。

最后,对那些想在投资竞技场上更进一步的读者,这里有一些提示。几年前曾经出版过保罗·P. 马歇尔(Paul S. Marshall)教授关于价值平均策略的学术研究(JFSD 第 1 期,第 13 卷,2000 年春)。如果读者有兴趣,建议用 google 搜索“Marshall value averaging”,可以找到这篇论文以及作者的其他相关工作成果。

约翰·威利公司(John Wiley & Sons)正在努力争取在 2007 年中把我的一些 Excel 电子表格放到互联网上,供读者作为本书的补充资料下载。有了这些电子表格,读者可以做历史数据检验分析、模拟分析,并建立简单的用于实践的电子表格,从而开始运用这些策略进行投资。

这些文档没有质量保证,复制发行也不需要许可,也没有任何后续的技术支持,但是我们对部分读者而言它是有帮助的工具。想要获得这些文档,请访问约翰·威利公司的网页:[www.wiley.com/go/valueaveraging](http://www.wiley.com/go/valueaveraging)。所需的密码是:1991-2006。

我非常感激许多人,特别感谢威廉·伯恩斯坦博士,一位了不起的作者,是他的支持和不断鼓励才有了这本书的再版。还有比尔·法龙(Bill