

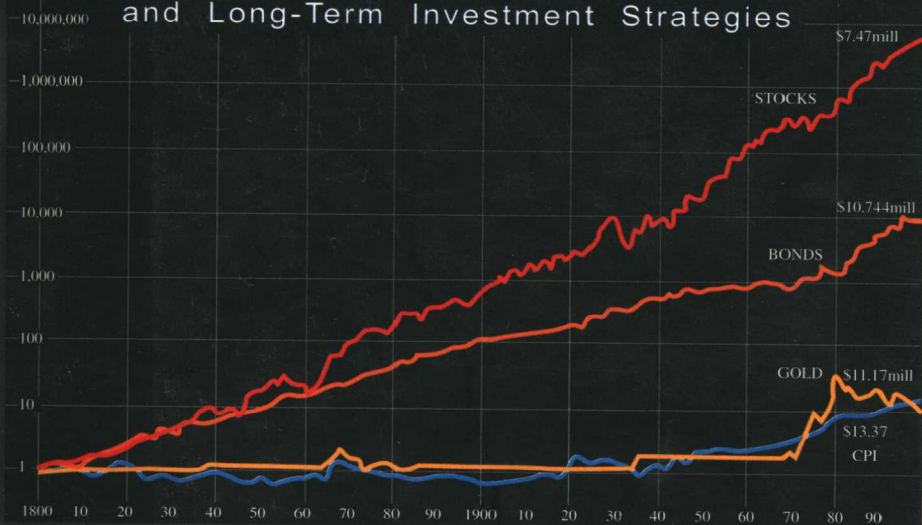
一部朴实而伟大的著作 — 福布斯

股票：长线法宝

STOCKS FOR THE LONG RUN

杰里米·J·希格尔 / 著

The Definitive Guide to Financial Market Returns
and Long-Term Investment Strategies



by Jeremy J. Siegel

《股票：长线法宝》，每一位投资者致富的法宝

美国最优秀的商学院教授

指导您如何建立一个

收益最大、风险最小的股票的投资组合

海南出版社

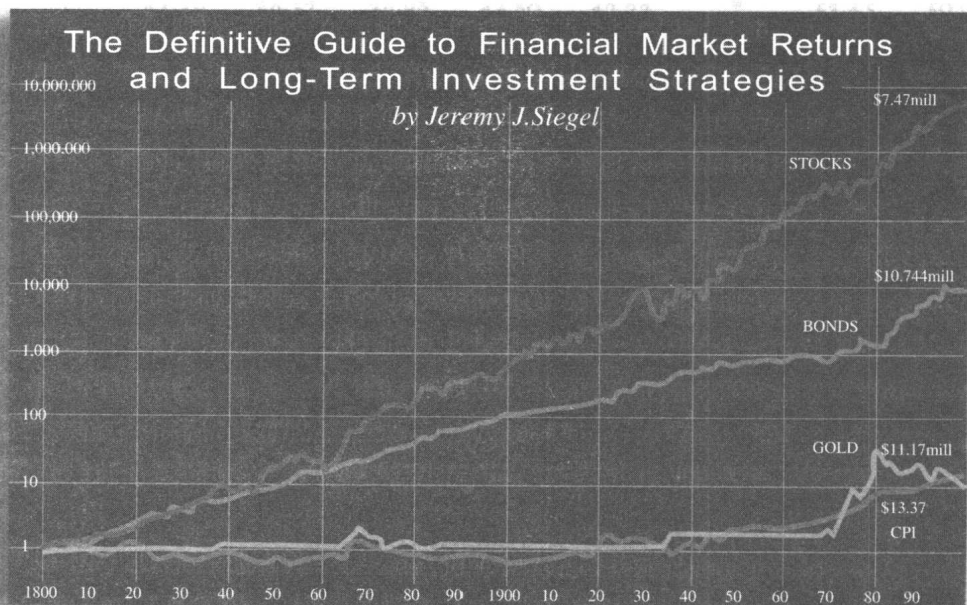
麦格劳·希尔国际出版公司

一部朴实而伟大的著作 —— 福布斯

股票：长线法宝

STOCKS FOR THE LONG RUN

杰里米·J·希格尔 / 著



《股票：长线法宝》，每一位投资者致富的法宝

这是本条理清晰、组织完密、极具说服力的著作，
揭开了投资的神秘面纱。

——约翰·C·伯格，
先锋投资公司集团的总裁

海南出版社

麦格劳·希尔国际出版公司

Stocks for the Long Run

By Jeremy J. Siegel

Copyright © 1994, 1998 by Jeremy J. Siegel

中文简体字版权© 2000 海南出版社

本书由 McGraw-Hill 授权出版

版权所有 不得翻印

版权合同登记号: 图字: 30-2000-28 号

图书在版编目 (CIP) 数据

股票: 长线法宝 / (美) 希格尔 (Siegel, J.J.) 著;

吴全昊 译。- 海口: 海南出版社, 2000. 3

书名原文: Stocks for the Long Run

ISBN 7-80645-708-9

I. 股… II. ①希… ②吴… III. 股票-证券投资-基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 14834 号

股票: 长线法宝

(美) 杰里米·J·希格尔 著

吴全昊 译

责任编辑: 孙 忠

※

海南出版社 出版发行

(570216 海口市金盘开发区建设三横路 2 号)

全国新华书店经销

北京市四季青印刷厂印刷

2000 年 5 月第 1 版

2000 年 5 月第 1 次印刷

开本: 880 × 1230 毫米 1/32 印张: 12

字数: 270 千字 印数: 8000 册

ISBN 7-80645-708-9/F·65

定价: 24.80 元

致 谢

许多在第一版中向我提供数据的机构主动地更新了第二版的数据。我采用了利珀分析服务公司和先锋集团的共同基金数据、摩根·斯坦利公司的资本市场指数、史密瑟斯公司的市场价值数据和布隆伯格金融公司的图表信息。

像在第一版中一样，我和以前的论文指导者、麻省理工学院的保罗·萨缪尔森教授关于权益风险溢价和股票价格平均回归的程度及含义的通信和讨论让我在专业水平上受益良多。依阿华大学的蒂姆·劳伦为我提供了珍贵的价值型和增长型股票的数据，佛罗里达大学的杰伊·里特尔在众多问题上提供了反馈意见。和往常一样，耶鲁大学的罗伯特·席勒与我进行了长时间的讨论，帮助我更好地组织了关于市场合理水平和股票价格基本决定因素的论据。我还想感谢布莱特·格雷厄姆，这个沃顿学院的 MBA 学生出色地整理出生育高峰期人口的数据，沃顿学院的学生约翰·张对道氏 10 法进行了广泛的研究。

但是我最感谢的是沃顿学院的学生拉利特·阿夏瓦尔，他只有 19 岁，却承担了更新、组织和处理数据的全部工作，使本书的再版成为可能。拉利特在珊·史密斯第一版的出色工作的基础上设计出新的方案，用以确定和检验许多论据的重要性，其中包括免税帐户最佳资金组合、市场对联储政策变化的反应、以及对市场情绪的分析方法。没有拉利特的不懈努力就不会有本书的第二版问世。

2 股票：长线法宝

我要特别感谢美林公司、摩根·斯坦利公司、迪恩·韦特公司、佩恩·韦伯公司、史密斯·巴尼公司、谨慎证券公司以及许多其他公司的数以千计的金融顾问和帐户经理们，他们为我的第一版和新的研究成果提供了珍贵的反馈意见。他们的鼓励促使我加强了自己的论据并研究了对他们的客户和整个金融服务业都很重要的课题。

彼得·伯恩斯坦同意为本版写序言尤其令我感到荣幸，他的文章在金融理论和实践之间架起了桥梁。任何书籍的问世都离不开编辑，麦格劳-希尔专业出版公司（以前的欧文专业出版公司）的凯文·科敏斯和杰弗里·克拉姆斯始终如一的帮助确保第二版具备了比第一版更大的影响力。

最后，当一个人著书时会对家人报有一种特别的感激之情。我可以愉快地说，第二版的工作并不像第一版那样让人精疲力尽。尽管如此，如果没有他们在我向众多金融专业人士和普通投资者们讲学的无数日夜里对我的支持，本书是不可能完成的。我希望本书的内容能使读者和我的家人在今后享受到更多的闲暇时光。

序 言

有人认为收集数据是一项非常繁琐的工作，也有人认为这是一种挑战，杰里米·希格尔则把它变成了一种艺术。在论述以股票进行长期投资的思想时，希格尔教授的论据的广泛性、明晰性和高度的趣味性令人赞叹不已。

然而本书的内容远远不止于这个思想，你还将从中学到许多经济理论以及资本市场和美国经济的奇妙历史。希格尔教授淋漓尽致地发挥了历史的作用，通过扣人心弦的论述使数字具有了生命和意义。

因此我必须提醒你，他出色地把一篇实际上可能很乏味的论文变成了一个很有吸引力的故事。把希格尔教授的方案付诸实践并长期坚持下去并不等同于在书中接受它，应用他的教导可要比听起来困难得多。

投资向来是一个智力难题，任何答案都不是绝对的；加入感情因素之后，它更变成了一种难以逾越的挑战，虽然历史的经验堆积如山。我们可以使用出色的统计工具和或然性规律分析这些历史经验，但是神话般的意外事件仍然不断地让投资者感到震惊。震惊是对从不中断的市场波动的最好注解；如果我们总能知道将要发生什么，早就在评价市场时把确定的未来因素考虑在内了。我们的选择和决策会产生意外的后果，处理这种后果的能力正是投资取得成功的真正秘密。

希格尔教授在本书中毫无保留地提出了大量的警示，特别

2 股票：长线法宝

地，他还不厌其烦地描述了成为短期投资者的诱惑如何压倒了成为长期投资者的真正需要。然而他的多数警示都针对时间诱惑，或者针对其他试图打败分散型股票投资组合的“买进持有”战略的方法。就我个人的经验而言，当市场行情不好时畏缩不前的诱惑是更危险的，它将使你的宝贵财富逐渐消失。

我只想举一个例子。这是我第一次亲眼目睹盲目的错误给结构合理的投资方案带来了什么样的后果，因此对它的印象很深。1961年秋，我认识的一个律师向他有钱的岳父推荐了我们的投资咨询公司。我们认为当时的市场投机性很高，于是采取了保守的态度，建议他只把1/3的现金投入股票，其余现金则分散投资于各种市政债券。他对我们的整个方案感到很满意，并和我们一一握手表示他相信我们的判断力和精明。

大约两个月以后，道-琼斯工业平均指数在1961年12月达到了历史最高水平，但是市场随即剧烈下跌。在最严重的时候，股票价格比我们为新客户投资时的水平还要低25%以上。从1958年末开始的这次牛市结束了。

市场抛售达到顶峰时我正在法国，但是当我回来时这位客户已经在门口恭候多时了。他有些歇斯底里，认为自己变成了穷人。虽然他的投资组合还未损失到10%，而且我们告诉他现在是买进股票的大好时机，但是在他情绪激动的抗议面前我们别无选择，只好把他的股票统统卖掉。一年以后，市场的涨幅超过了40%。

在此后的每一次熊市中，我都曾见过类似的故事。这个经历让我明白了一个简单却很重要的道理：成功的投资管理意味着预先明白应该如何对自己不熟悉的意外的投资结果作出反应。你可能会在智力上接受市场波动的现实，但是在感情上接受它则要困难得多。正如希格尔教授在第五章论述的那样，恐惧对人类行为的影响要比重要的历史资料大得多。

正常的读书顺序是从头开始，但是我建议你先看一下第五章（“股利、利润与投资者情绪”）和它的第一节（“不祥的收益”）。希格尔教授在此处描述了 1958 年飞涨的牛市使股利率严重低于长期债券收益率时的情况。今天甚至没有人会对这种关系产生疑问，但是正如希格尔教授指出的那样，除去 1929 年股市高峰那种短暂的过渡时期以外，股票收益在资本市场的历史中一直高于债券收益。正常现象变成了无稽之谈。这不仅让多数投资者大吃一惊，而且让他们根本无法理解。

我至今仍清楚记得当时的情况。我的年长的合伙人们亲身经历过 20 年代和大崩溃时期，他们向我保证这只是一种暂时的异常现象。高风险的股票怎么会比安全的债券更有价值呢？这是荒谬的。“你等着吧”，他们对我说。“事情会很快走上正轨。那些在市场达到顶峰后还在追涨的傻瓜们很快就会后悔了。”我现在仍然在等。

从那以后，历史上的许多其他关系都被拆散了。1800 年到第二次世界大战结束期间，美国的生活成本是多变而无序的，但是它在过去的 50 年里只下降过两次，而且每次的跌幅都很小。我们因此看到了长期债券的收益率比最初一个半世纪中的最高水平还高出一倍以上。

正如希格尔教授在第十章所述，价格运动的变化是由金本位制向央行管理货币体系转变的结果。这个体系意味着，美元现在成了一种波动的货币而黄金正在迅速失去作为货币和价值储备物的地位。目前的股利率只略高于曾被我们视为历史最低水平的一半。把一种暂时的信号与一种全新的整体性模式区别开来总是很困难的，但是投资者必须明白，所有自己熟悉的关系和参数都可能随时解体。

希格尔教授非常有效地论证了股票收益在 20 年或更长时间内的一致性，这是他最有力的证据。德国和日本在二战中遭到毁

4 股票：长线法宝

灭性打击，但是它们的股票收益也几乎达到了美国和英国自 20 年代以来的总收益水平。实际上，如果这种一致性没有在历史数据中表现得如此明显，如果它不能在如此众多的不同事例中一再出现，他的论据将是站不住脚的。此外，他还进一步指出，这种一致性可能是利润驱动型系统的产物。在这个系统中，公司部门是经济增长的发动机，而对政治、社会和经济的巨大变化的适应性或许是它最引人注目的特征。本书的第三部分（“投资的经济环境”）介绍了经济活动、商业周期、通货膨胀和政治之间的联系，是本书最重要的部分。

尽管如此，我仍然要提醒读者，范式的变化是我们这个世界中的正常现象。过去无论如何富有寓意都只是过去。因此，既使像本书这样富有远见的思想也必须随着我们不断向未来发展而得到重新的验证和分析。希格尔教授正确地提醒读者，“过去的收益并不是像光速或地球引力那样的常量，在自然界中等待我们去发现。由于投资者试图利用过去收益的行动可能改变未来收益，历史价值必须得到重新的评价。”虽然本书提出的建议很可能给投资者带来好的结果，但是你必须记住，不确定性更可能成为你永远无法摆脱的伙伴。

彼得·伯恩斯坦

前 言

我写本书的第一版时有两个目的：记录和评价影响股票和固定收入资产的风险和收益的主要因素，并以这些分析为基础提出能使投资组合实现最大增长的战略。我的研究表明，股票的长期收益不仅高于其他金融资产，而且如果以购买力来衡量，股票收益的可预测性也高于债券收益。我的结论是，股票显然是所有追求长期增长的投资者的首选资产。

当本书第一版在 1994 年 5 月问世时，道-琼斯工业平均指数是 3700 点。由于利率迅速提高（在许多方面，1994 年是债券市场历史上最糟糕的一年）而且股票已经比 1990 年 10 月的最低点上涨了 60%，因此几乎没有人相信股市还会继续上涨。没有人预测到，仅仅 7 个月以后，股市就迎来了历史上最大的牛市。

在写这篇文章的时候，道-琼斯工业平均指数已经高于 7000 点，世界上大部分股市也远高于 4 年前的水平。股票共同基金的繁荣甚至让它最狂热的支持者们也感到震惊——其价值自本书初次问世以来几乎上涨了 2 倍。指数化，或消极地投资于高度分散的普通股组合的方法，受到了前所未有的欢迎。诞生了一批新的“漂亮的中年人”增长型股票，与 25 年前盛行华尔街的前辈们的惊人业绩遥相呼应。《股票是最好的投资》的思想和战略所得到的欢迎和肯定远远超出了我的预期。

我在过去四年中就美国及国外的股票市场做过许多报告。我仔细倾听听众们的提问，思考读者来信和电话中的问题。第二版

2 股票：长线法宝

不仅更新了 1994 年版本中的全部材料，还增加了我与投资者们交流过程中产生的新话题。这些内容包括“年龄浪潮”投资和生育高峰期人口积累的巨大财富的命运、道氏 10 法和类似的以收益为基础的投资策略、投资者情绪对股票收益的影响及衡量方法、联储利率政策与随后的价格运动的联系，以及对价值型股票和增长型股票特征的更广泛的观点。

在第二版的整个写作过程中，我一直很关注牛市中异常狂热的心理以及股价上涨“太大不是一件好事”的可能性。我经常想起近代伟大的经济学家，耶鲁大学的欧文·费雪，他在本世纪初研究了股票定价方法并极力倡导股票投资。作为一名深受欢迎的巡回演讲家，费雪在 1929 年 10 月 14 日纽约的一次公开演讲中认为，虽然股价已经很高，但是以目前和未来的收益衡量却是完全合理的。他预计不会出现崩溃，并信心十足地称“股票正处于永久的高原之上。”仅仅两周以后，股票市场就陷入崩溃并进入了有史以来最可怕的熊市时期。

我也极力主张投资于股票，但是我并不希望步欧文·费雪的后尘。我检验过许多评价股票总体水平的历史标准，大部分结果都表明，从历史上看，1997 年的股票价格相对于利润、股利和帐面价值这些基本变量而言是较高的，这与 1929 年很相似。

但是这并不意味着历史标准能够代表股票价格的“正确的”价值。本书的内容强烈地暗示，股票在历史上长期被低估了。这是因为大多数投资者被股票市场短期的高风险所吓倒而忽视了稳定的长期收益。这种短视行为使投资者支付了太低的价格，从而使长期投资者获得了优异的收益。

对目前牛市的一种解释是，投资者最终使股价抬高到与其历史风险和收益相适应的水平。我与股民们的接触表明，本书的核心观点得到了广泛的肯定：即股票是积累财富的最佳方法，而且从长期来看也是最安全的方法。由此可见，目前相对于基本变量

而言较高的股票价格意味着未来的股票收益可能会低于历史平均水平。

然而股票价格目前的高水平也可能是我国所面临的前所未有的国内和国际环境的结果。美国在过去五年中的价格总水平比历史上任何时期都更加稳定，而且由于美国在利用发展中国家消费浪潮中的独特地位，国际环境也从未像今天这样有助于经济的增长。经济风险的降低和利润增长的加快是最可能解释目前的股票价格水平的原因。

我认为这两个因素——前所未有的经济环境和以长期收益为基础的股票投资的热潮——是股票价格高涨的原因，因此没有理由对股票持悲观态度。即使所有促使股票上涨的经济因素都消失了，历史经验也表明，它的长期收益仍然会超过固定收入资产。

在短期内更重要的一个问题是投资者的预期。在1982年开始的这次牛市时期，剔除通货膨胀以后的股票收益几乎是长期平均收益的两倍，这或许会让投资者对未来的股票收益抱有一种不切实际的预期。如果是这样，股票市场目前的升水可能很快消失并且由于对未来的预期无法实现而转为贴水，乐观情绪将转为悲观情绪。我在第五章的结束语中写道：“恐惧对人类行为的影响要比重要的历史资料大得多。”

即使市场下跌，也并不意味着投资者应该放弃股票。下跌将带来某些短期的痛苦，但是它最终将使能以这种低价买进并积累股票的长期投资者受益。股票的长期收益在市场高峰和低谷时都超过了其他金融资产，这个事实证明股票能在一切经济和金融环境中恢复元气。

关于作者

杰里米·J·希格尔是宾夕法尼亚大学沃顿学院的金融学教授。他在麻省理工大学获得哲学博士学位，并在芝加哥大学任教四年，之后于 1976 年加入了沃顿学院。他著书和授课的范围非常广泛，包括经济和金融市场、货币政策与利率以及股票和债券收益等。他不仅在纽约主管摩根银行金融计划的宏观经济项目，还是美国证券业联合会的学术理事和亚洲证券业协会顾问委员会的成员。几乎每个华尔街公司都邀请希格尔教授担任顾问并进行讲学，他也多次出现在 CNBC、PBS、《华尔街周刊》和 NPR 的节目和专栏之中。

目 录

致 谢
序 言
前 言

第一部分 历史的宣判

第一章 1802 年以来的股票和债券收益

“人人皆应富裕” / 3
1802 年以来的金融市场收益 / 5
债券的历史数据 / 7
价格水平与黄金 / 8
实际总收益 / 10
对收益的解释 / 11
固定收入资产的实际收益 / 13
固定收入资产收益下降的原因 / 14
权益溢价 / 16
国际收益 / 18
结束语 / 21
附录 1: 1802 ~ 1871 年的股票
附录 2: 算术收益和几何收益

第二章 风险、收益和即将到来的年龄浪潮

衡量风险和收益 / 28

2 股票：长线法宝

- 风险与持有期间/29
- 投资者的持有期间/31
- 市场达到顶峰后的投资者收益/33
- 衡量风险的标准方法/34
- 股票收益与债券收益的相关性/36
- 有效边界曲线/38
- 可行的投资组合安排/39
- 通货膨胀指数化债券/40
- 即将到来的年龄浪潮/42
- 解决“老龄浪潮危机”的方法/44

第三章 股票作为投资工具的前景

- 股票投资的早期观点/49
- 史密斯著作的影响力/50
- 普通股投资理论/52
- 公众情绪的急剧转变/52
- 崩溃后对股票收益的观点/53
- 投资哲学与股票价值/55

第二部分 股票收益

第四章 股票、股票平均指数与道氏战略

- 市场平均指数/61
- 价值加权指数/67
- 道氏 10 法/73
- 附录 A：最初的 12 种道氏工业股票情况如何？

第五章 股利、利润与投资者情绪

- 不祥的收益/81

评价市场的历史尺度/92

价值：基本因素还是情绪？/97

第六章 大股票、小股票、价值型股票、增长型股票

胜过市场/105

价值标准/110

投资战略/117

第七章 漂亮的中年人又回来了

漂亮的中年人/121

漂亮的中年人的收益情况/124

分析历史数据/125

增长型股票合理的市盈率是多少？/126

利润的增长与价值/127

结束语/128

附录：漂亮的中年人股票的公司结构变化

第八章 税收与股票收益

所得税和资本利得税的历史/134

税后总收益指数/135

延期交纳资本利得税的好处/137

延期纳税帐户应持有股票还是债券/140

总结/141

附录：税法的历史演变

第九章 全球投资

外国的股票收益/146

关于全球市场的总体数据/148

经济增长与股票收益/150

国际股票美元风险的来源/152

分散投资于国外股票/153

4 股票：长线法宝

股票与欧洲汇率机制（ERM）的瓦解/157

总结/160

第三部分 投资的经济环境

第十章 货币、黄金和中央银行

货币与价格/166

金本位制/168

联邦储备系统的建立/169

金本位制的衰落/170

联邦储备系统与货币创造/174

结束语/178

第十一章 通货膨胀与股票

股票是一种防范通货膨胀的工具/182

股票为什么不能在短期内防范通货膨胀/185

通货膨胀和美国的税法/187

通货膨胀对公司利润的歪曲/187

结束语/191

第十二章 股票与商业周期

谁在预测商业周期？/195

股票在商业周期转折点的收益/197

预测商业周期所能得到的收益/199

预测商业周期有多难？/201

最后的评论/205

第十三章 影响金融市场的世界性事件

是什么在推动市场？/210

不确定性与市场/213