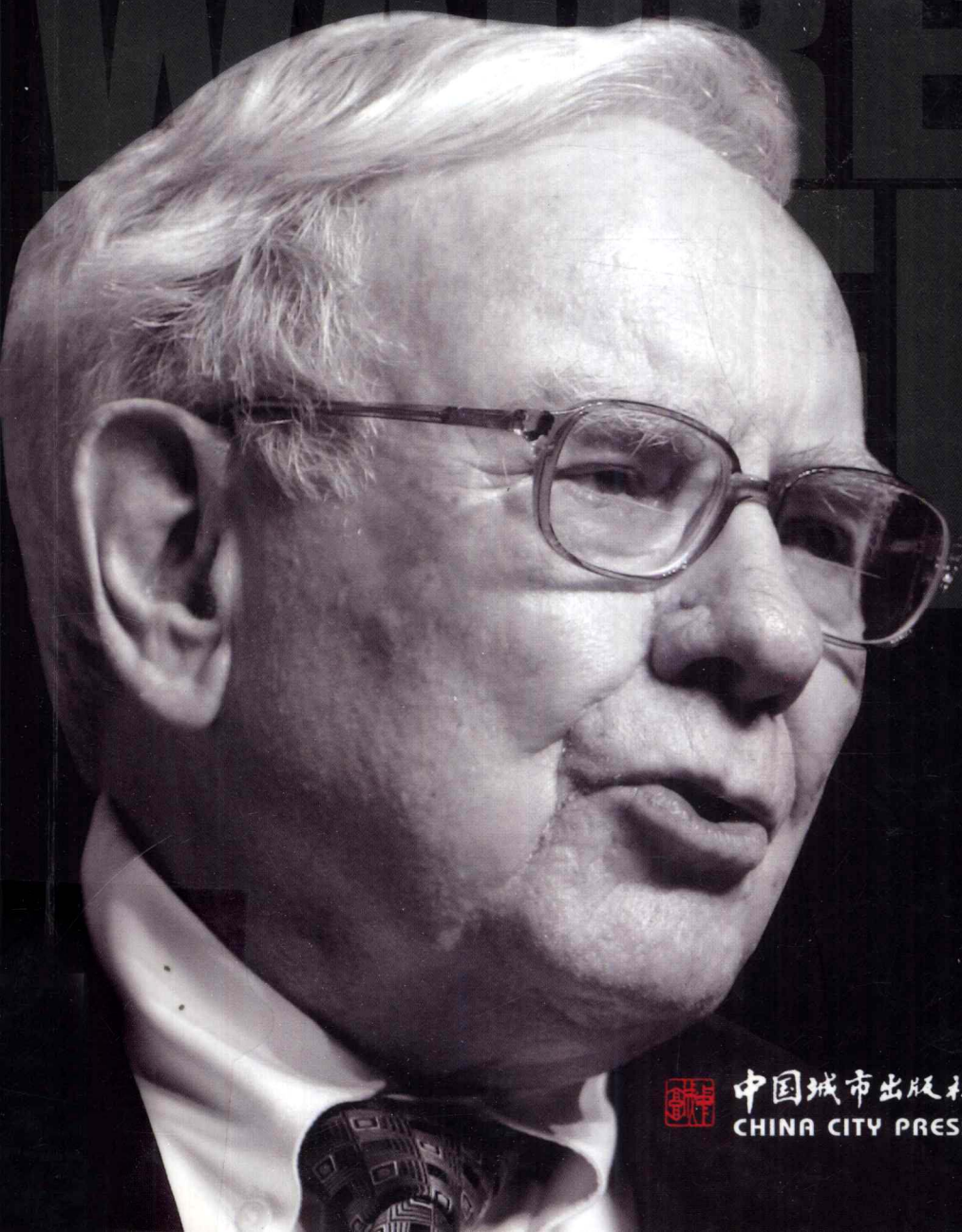


# 巴菲特

忠告

中国  
股民

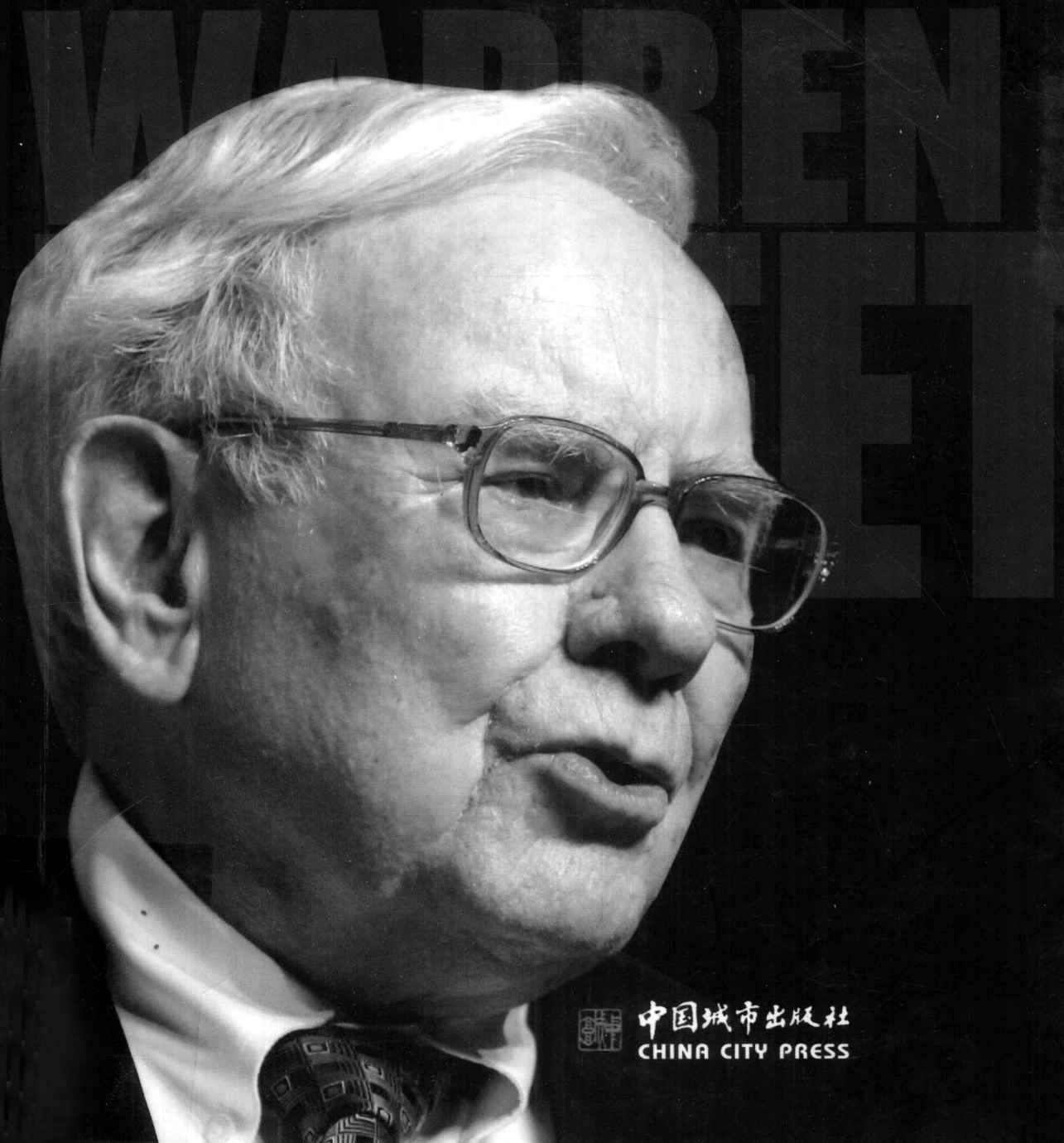
领悟股神投资理念 分享财富成功之道 严行方◎著



中国城市出版社  
CHINA CITY PRESS

# 巴菲特 忠告 中国股民

领悟股神投资理念 分享财富成功之道 严行方◎著



中国城市出版社  
CHINA CITY PRESS

## 图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特忠告中国股民 / 严行方著. —北京: 中国城市出版社, 2009. 9

ISBN 978 - 7 - 5074 - 2154 - 5

I. 巴… II. 严… 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 (2009) 第 131270 号

---

选题策划 徐昌强 (13661335586 greatbook@sina.com)  
责任编辑 华风  
封面设计 北京多方文化  
责任技术编辑 张建军  
出版发行 中国城市出版社  
地 址 北京市海淀区太平路甲 40 号 (邮编 100039)  
网 址 www.citypress.cn  
发行部电话 (010) 63454857 63289949  
发行部传真 (010) 63421417 63400635  
发行部信箱 zgcsfx@sina.com  
编辑部电话 (010) 52732085 52732055 63421488 (Fax)  
投稿信箱 city\_editor@sina.com  
总编室电话 (010) 52732057  
总编室信箱 citypress@sina.com  
经 销 新华书店  
印 刷 北京集惠印刷有限责任公司  
字 数 250 千字 印张 17.5  
开 本 787 × 1092 (毫米) 1/16  
版 次 2009 年 9 月第 1 版  
印 次 2009 年 9 月第 1 次印刷  
定 价 35.00 元

---

版权所有, 盗印必究。举报电话: (010) 52732057

## 代序

# 巴菲特那一套在中国行得通吗

在中国，如果说巴菲特是当今全球最受崇拜的投资大师，大概没有人会反对；可是，如果说他在中国也能取得同样的成功，则恐怕没有多少人会认同。尤其是我国1亿多股民中，三分之二是根据各种股评和消息面来炒股的，他们追求的是“不亏本，少赚点”。要想让这些入真心实意地去践行巴菲特的价值投资理念，还真有些难为他们了。

人们之所以怀疑巴菲特的那一套在中国行不通，是基于以下两点理由：一曰中国股市不成熟，不规范；二曰巴菲特的投资理念知易行难。其实，这两点理由根本站不住脚。

先说中国股市不成熟，不规范。可以说，越是不成熟、不规范的股市，巴菲特的价值投资理念就越奏效。在成熟、规范的股市里，上市公司的基本面与股价之间的结合度较高，即使你不怎么去关心基本面，仅仅把股票当作交易品种来看待，最终损失掉的也可能只是佣金，因为这些股票本身就值这个价；相反，在不成熟、不规范的股市里，股价偏离基本面太多，如果再不注重考察其内在价值，仅仅靠捕风捉影来投资，这样的风险就太大了。

再说巴菲特的投资理念知易行难。这固然有客观原因，但主要还是主观因素。客观原因是我国股市中缺少巴菲特价值投资所提到的两个重要元素：一是估值；二是盈利模式的可持续性。主观因素是绝大多数投资者没能真正掌握并运用巴菲特的投资精髓。

有则笑话说，新娘子学烧菜时切洋葱头，切得眼泪直流，于是打电话向妈妈请教。妈妈说，放在水里切就没事了。过一会儿新娘子又打电话来说，现在她和洋葱头全都泡在浴缸里了，接下来又怎么切呢？投资者如果

这样来学习巴菲特的投资理念，十有八九要失败。

巴菲特的价值投资理念放之四海而皆准，在中国当然也不例外，这可以从他在全球范围内投资股票取得的成功中得到证实。

什么是巴菲特的投资精髓呢？1994年他在纽约证券分析师协会演讲时说：“我认为有三个基本的观念，如果这些观念牢牢根植在你的思维架构里，我想象不出你会无法在股市取得不错收益。这些观念没有一个是复杂的，没有一个需要数学天赋或类似才能：一是你必须把股票看做一个企业；二是把市场的波动看做是你的朋友而不是你的敌人，从市场的愚蠢中获利，而不是受其限制；三是把握住投资中最重要的安全边际。”

可以说，这三点就是巴菲特投资方法的核心。当他听说价值投资在中国很流行时，他对中国股民说：“投资的精髓，不管是公司还是股票，要看企业本身，看这个公司将来五年十年的发展，看你对公司的业务了解多少，看公司的管理层是否让你喜欢并且信任。如果股票价格合适你就持有。”

巴菲特始终认为，股票投资应当选择好的公司，并且在价格合理的时候买入。所以，他从来不买那些股价涨得过快的热门股，而是潜心挖掘稳健上行的股票。在他眼里，热门股必定估值过高。

对比之下，中国投资者非常偏爱买热门股，这就不但成不了巴菲特，而且连他的皮毛也学不到。离开了价值投资，即使你一年赚8倍10倍也成不了巴菲特，因为这样的业绩必然需要超级行情作支撑，这样的钱来得快去得也快。就像赌博一样，你赢再多的钱也不稀奇，因为会赢就会输。要知道，巴菲特如果遇到这种大牛市早就敬而远之了。

本书从巴菲特的价值投资理念出发，结合中国股市实际，尽可能多地引用巴菲特的原话来阐述他的核心理念和投资技巧、理论精髓。

诚然，本书并不认为巴菲特说的都对，也不保证运用他的投资理念就能在股市中战无不胜。因为谁都知道，中国股市中有许多国有企业是凭借政策利好盈利的，有许多民营企业离开了某个创始人很快就会陷入困境。这也是巴菲特头疼和忌讳的地方。但至少，好好理解并准确把握巴菲特的投资精髓，会有助于你用理性的眼光来看待投资。

知行方

512088@163.com

# 目 录

## CONTENTS

代序 巴菲特那一套在中国行得通吗 / 1

### 忠告 1: 不准备持有 10 年的股票不买

- ★路遥知马力,日久见收益 / 7
- ★股票好坏应该从长远来考察 / 10
- ★股市不该是宏观经济晴雨表 / 13
- ★打盹时赚的钱比醒着时更多 / 16
- ★长期投资能减少摩擦成本 / 19
- ★长期投资有助于实行三不主义 / 22
- ★长期投资能推迟并减少纳税 / 25
- ★长期投资有助于战胜机构主力 / 28
- ★后悔没有长期持有迪斯尼 / 31

### 忠告 2: 买股票就是要投资该公司

- ★买什么样的股票非常重要 / 34
- ★买股票就是购买企业的一部分 / 37
- ★精心选股是长期投资的前提 / 40
- ★一旦看准对象就要集中火力 / 43
- ★优秀的股票都是相似的 / 46
- ★不必对某一类股票抱有偏见 / 49
- ★业务最好能长期保持稳定 / 52
- ★业绩宁可慢些也要走得稳些 / 55
- ★不要用短期利益牺牲长期利益 / 58



### 忠告 3: 公司管理层一定要优秀

- ★股票投资最重要的其实是人 / 61
- ★公司管理层影响着内在价值 / 64
- ★资本配置能力决定着公司存亡 / 67
- ★优秀管理层会善于渡过难关 / 70
- ★他们会把企业看做是自己的 / 73
- ★巴菲特购并时特别注重管理层 / 76
- ★回购股票可以看做是风向标 / 79
- ★重点是管理才能和人格品质 / 82
- ★管理层的优秀要靠业绩来证明 / 85

### 忠告 4: 公司业务经营要容易理解

- ★业务比资本配置更重要 / 88
- ★要确定自己的能力圈边界 / 91
- ★业务内容要简单易懂 / 94
- ★业务过于复杂会危机四伏 / 97
- ★新型业务要能便于理解 / 100
- ★特别留心与众不同的业务 / 103
- ★看由谁来运作这些业务 / 106
- ★亲自考察而不是道听途说 / 109
- ★没有最好,只有更好 / 112

### 忠告 5: 公司要有一条经济护城河

- ★经济护城河是一种竞争优势 / 115
- ★经济护城河的实质是安全边际 / 118
- ★安全边际比价格高低更重要 / 121
- ★学会怎样考察经济护城河 / 124
- ★成本过高往往是灾难的先兆 / 127
- ★要特别关注低成本经营模式 / 130

- ★不要被账面利润所迷惑 / 133
- ★名气和广告不能说明问题 / 136
- ★经济护城河是会变化的 / 139

#### 忠告 6: 公司负债率一定要低

- ★真正的好企业不需要负债 / 142
- ★没有负债的波仙珠宝公司 / 145
- ★债务比率过高必然导致失败 / 148
- ★不同行业的负债率不同 / 151
- ★负债率高低与会计准则有关 / 154
- ★有些负债本来是可以省掉的 / 157
- ★零息债券是一把双刃剑 / 160
- ★银根紧缩时的投资机会更多 / 163
- ★检验经营管理层的一杆标尺 / 166

#### 忠告 7: 自由现金流要持续充沛

- ★两鸟在林不如一鸟在手 / 169
- ★有了金刚钻才能揽到瓷器活 / 172
- ★自由现金流代表着真金白银 / 175
- ★伟大的公司必须现金流充沛 / 178
- ★有没有利润上缴是不一样的 / 181
- ★资金分配是最重要的管理行为 / 184
- ★现金流不能只看账面数字 / 187
- ★政府的自由现金流也是这样 / 190
- ★自由现金流有赖于优秀经理人 / 193

#### 忠告 8: 净资产收益率指标要高

- ★衡量盈利能力的最佳指标 / 196
- ★净资产收益率不是孤立的 / 199



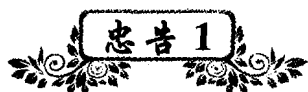
- ★净资产收益率要作相应调整 / 202
- ★股息分配与投资报酬率有关 / 205
- ★未分配利润要能“利滚利” / 208
- ★关注经济商誉是否足够高 / 211
- ★要保住利润不搞杀价竞争 / 214
- ★看有没有明确的经营原则 / 217
- ★某些行业的股票具有特殊性 / 220

### 忠告 9: 股票交易价格必须合理

- ★要以合理的价格买入股票 / 223
- ★买入价格比买入时机更重要 / 226
- ★不要贪婪烟屁股投资法 / 229
- ★选择 A 股 H 股价差大的股票 / 232
- ★老天爷也不同意买入价格过高 / 235
- ★研究股票而不是主力动向 / 238
- ★用未来现金流衡量股票价格 / 241
- ★股市越是下跌投资越安全 / 244
- ★不要单纯因为价格卖掉好股票 / 247

### 忠告 10: 要把股价波动看做是好事

- ★真正的投资者欢迎股价波动 / 250
- ★股价波动并非风险的起源 / 253
- ★大牛市意味着离场时机来临 / 256
- ★大熊市意味着你要格外冷静 / 259
- ★股价波动和行业密切相关 / 262
- ★重要的是注重个股对象 / 265
- ★股价波动时更要读财务年报 / 268
- ★不要沉浸在对过去的回忆中 / 271
- ★坚信股价不会长期背离价值 / 274



## 不准备持有 10 年的股票不买

### ★ 路遥知马力，日久见收益

由于我相信杰克·伯恩以及该公司原本拥有的竞争优势，伯克希尔在 1976 年下半年买进大量的政府雇员保险公司股份，之后又小幅加码，到 1980 年底，我们总共投入 4570 万美元取得该公司 33.3% 的股权。然而在往后的 15 年内，我们并没有再增加持股。不过由于该公司不断地购回自家公司股份，使得我们在政府雇员保险公司的持股比例逐渐增加到 50% 左右。然后到了 1995 年，我们同意以 23 亿美元买下另一半原来不属于我们的股份，这实在是天价。不过它让我们可以百分之百地拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变。

——沃伦·巴菲特

### 【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。他用自己前后多次购买政府雇员保险公司股票的亲身经历，充分证明了这样一个简单道理：只有长期投资才能取得高回报。

巴菲特在伯克希尔公司 1995 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1976 年下半年购买了政府雇员保险公司的大量股份，之后又小幅加

码。1995年时，伯克希尔公司对政府雇员保险公司的持股比例逐渐增加到50%左右。说实话，要计算这几十年来投资在政府雇员保险公司身上的一笔笔成本是很复杂的。但有一点显而易见，那就是1995年伯克希尔公司以23亿美元的代价买下了它的另一半股份。

巴菲特承认，这实在是一笔天价，但只要看到政府雇员保险公司的竞争优势50年来一直维持不变，他对百分之百地拥有这样一家非常具有成长潜力的企业，还是感到心满意足的。

细心的读者注意到，1995年伯克希尔公司购买政府雇员保险公司一半股份的代价是23亿美元，当初巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆1948年购买政府雇员保险公司的股份也恰好是一半，当时他付出的代价是72万美元。从中可以简单地看出，政府雇员保险公司的股票价格在这48年间上涨了3100多倍。可以说，如果要搞快进快出，投资者投资该股票绝对不会取得这样高的收益回报。

关于这一点，巴菲特以前在哥伦比亚大学商学院的一位校友、证券组合经理尤金·沙罕可谓研究得非常透彻。

1986年，尤金·沙罕给巴菲特的经典作品《格雷厄姆－多德式的超级投资者》写了一段续篇，其中就详细探讨过这个问题。格雷厄姆是巴菲特的老师，戴维·多德原来也是格雷厄姆的学生，后来成为哥伦比亚大学教授、格雷厄姆的合作伙伴，两人合著了一本《证券分析》。

尤金·沙罕的文章标题是：“短期业绩与价值投资相互排斥吗？”意思是说，人们津津乐道的巴菲特的投资业绩，都是从一个相当长的时期来看待的，而对于各家基金公司来说，考核基金经理采用的都是短期业绩，这是否合理呢？

尤金·沙罕之所以会提出这一观点，是因为他经过研究发现，那些“格雷厄姆－多德式的超级投资者”如果从短期投资角度看，投资业绩回报也不怎么样，包括巴菲特的老师格雷厄姆亦是如此。

例如，这些代表人物中的约翰·梅纳德·凯恩斯从事投资年限18年，其中业绩不佳的年数有6年，比例达33%；查理·芒格投资年限14年，其中业绩不佳的年数有5年，比例达36%；比尔·鲁安投资年限27年，其中业绩不佳的年数有10年，比例达37%；卢·辛普森投资年限17年，其中业绩不佳的年数有4年，比例达24%。只有巴菲特例外，截

## 不准备持有 10 年的股票不买

至当时的投资年限是 13 年，业绩不佳的年数是 0 年。

毫无疑问，这些人都是巴菲特心目中的“超级投资者”，投资技巧和业绩回报出类拔萃，可是他们同样面临着短期业绩表现不佳的时期，而且差不多各占其中的三分之一到四分之一时段。

尤金·沙罕由此得出结论说，在这种龟兔赛跑式的基金业绩考核管理中，投资者如果注重短期业绩，就必然会牺牲长期利益。巴菲特在这些人中之所以能例外，正好从一个侧面反映出长期投资才能更好地体现出价值投资理念来。

那么，这种长期和短期阶段又如何来判断和把握呢？巴菲特通过对 20 世纪整整 100 年间美国股市的走势进行研究发现，美国股市整体走势在与宏观经济形势背离的同时，同样具有某种周期性规律。只要正确把握这种周期性规律，就能包赚不赔。

巴菲特认为，投资者在这其中最重要的是学会定量分析，从而判断股市是否过热或过冷，避免随波逐流陷入股市的群体性疯狂。

在这里，巴菲特向美国投资者推荐了一个非常简单而又非常适用的股市整体定量分析指标——所有上市公司总市值占国民生产总值（GNP）的比率。这个指标虽然简单，却是在任何时候评判上市公司价值是否合理的理想指标。

它的原理是，如果投资者财富的增长速度高于美国宏观经济增长速度，就认为该指标会不断上升，直到无穷大，事实上这是不可能的。巴菲特认为，当这个指标在 70%~80% 时就可以买入股票，如果该指标达到 200% 你还在买股票的话，那就无异于玩火自焚了。

遗憾的是，由于我国股市的发展历史还很短，这一指标在我国股市还不宜采用，投资者不要照搬照抄。

## 【 巴菲特智慧结晶 】

巴菲特认为，只有长期投资才能取得高回报。但他同时又认为，这种长期投资的期限并没有规定，很重要的是要踏准节拍。为此，他提出了一个非常简单而又实用的判断依据——股市整体定量分析指标。

## ★ 股票好坏应该从长远来考察

像可口可乐与吉列这类公司应该可以被归类为“永恒的持股”，分析师对于这些公司在未来一二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许不同，而我们所说的永恒也并不意味着这些公司可以不必继续贯彻在制造、配销、包装与产品创新上的努力。就算是最没有概念的观察家或者是其最主要的竞争对手，也不得不承认可口可乐与吉列公司在终其一生的投资生涯，仍将在其各自领域中独领风骚，甚至于它们的优势还有可能继续增强。过去10年来，两家公司原有的极大的市场占有率又扩大了许多，而所有迹象显示，在往后的10年间它们还会继续以此态势来扩大版图。

——沃伦·巴菲特

### 【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有10年的股票不要买。一只股票的好坏应该从长远来看，不能以眼下的涨跌论得失。投资者必须用长远眼光来看待持股，这样才能获得应有的丰厚回报。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，当时他正在研究可口可乐公司100年前的年报。他从这份1896年的年报中发现，可口可乐公司虽然已经成为当时冷饮市场的领导者，但那时公司只有10年左右的历史，令人称奇的是，当时的可口可乐公司就已经规划好了未来百年的发展计划。

要知道，当时的可口可乐公司年销售额还只有14.8万美元，可公司

总裁却表示：“我们从没有放弃告诉全世界，可口可乐是能够提升人类健康与快乐、最卓越超凡的一件东西。”

巴菲特满意地说，可口可乐公司正是因为遵循了 100 年前制定的方针政策，并且一以贯之，才使得它的年销售量从那时的 11.6 万加仑可乐糖浆，增长到 32 亿加仑，100 年间增长了 27500 多倍。

巴菲特说，100 年前的可口可乐产品所代表的热情和想象力就达到了顶点，成为塑造这家公司的一部分。也正因如此，可口可乐公司的本质即其竞争优势和主导性，多年来一直都没有被改变。

巴菲特兴奋地说，还有什么样的股票能比可口可乐公司更具有长远效应呢？投资者只要从一个相当长的时期来看，就能看出这种股票的投资价值；相反，如果从某个短期来看，却很可能会有遗珠之恨。

巴菲特承认，对于一些经常被人们称为黑马的股票来说，可口可乐公司无论业绩增长还是股价上升幅度都可能显得相形见绌，但他从《伊索寓言》中得知，“两鸟在林不如一鸟在手”。手中拥有这样的股票，非常符合巴菲特的长期投资理念。

他说，要投资到如此优秀的上市公司实在有难度。因为当初如果只是考察某个公司是否处于市场领导地位，还不足以保证成功。要知道，美国通用汽车公司、IBM 公司、西尔斯公司等，都曾经是本领域内的龙头企业，具有这个产业所无法取代的优势地位。可结果怎么样呢？这些公司虽然登峰造极一时，却经不起市场竞争的考验。

巴菲特由此总结说，投资者的长期投资必须要有长远眼光，要选择那些值得“永恒持股”的股票作为投资对象。据他估计，在美国股市中符合这种标准的投资对象不可能超过 50 家，甚至不会超过 20 家。这就对如何选对股票提出了更高要求。

巴菲特在伯克希尔公司 1979 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的股东是相当特别的一群人。一方面，巴菲特和伯克希尔公司的投资理念影响到了购买伯克希尔公司股票的投资者；另一方面，购买伯克希尔公司股票的投资者，也会影响巴菲特撰写伯克希尔公司年报的方式。究其原因在于，巴菲特和伯克希尔公司的长期投资理念吸引了投资者，如果投资者不赞成这样的理念，而只是关注伯克希尔公司股票价格的短期涨跌，就可能不会购买伯克希尔公司股票。

他举例说，伯克希尔公司每年大约有 98% 的股东持股不动。也就是说，伯克希尔公司股票的全年换手率大约只占总股本的 2%。这就意味着，该公司绝大多数股东都是“老”股东。

巴菲特研究发现，上市公司的经营风格往往会吸引同类型的人成为其公司股东。如果该公司注重短期效益和股价波动，就会有具有这种特质的投资者自动上门成为其股东；相反，如果该公司注重的是长期效益、长期业绩回报，那么同样会吸引具有这种特质的投资者购买该股票。也许这就是中国人所说的“物以类聚，人以群分”吧！

所以，巴菲特每年在撰写伯克希尔公司年报致股东的一封信时，都要紧接着前一个年度的叙述，尽量多穿插一些新内容，避免一再重复过去的老一套让大家听得生腻。而这对他自己来说，也不会觉得厌烦。

与此同时，巴菲特还研究表明，购买伯克希尔公司股票的投资者中大约有 90% 的比例，把自己最大的投资份额投在了伯克希尔公司股票上，所以这些投资者更是特别关注伯克希尔公司年报的阅读和研判。

为此，巴菲特又必须花费较多的时间、较大的笔墨来向各位股东汇报一年来的经营情况。相比之下，伯克希尔公司每个季度的季报就简单得多了，因为无论股东还是公司管理层都是从长远眼光来对待公司经营的，并不是每个季度都有新的重大事项要报告，所以往往是一笔带过。

### 【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，判断一只股票的好坏应该具有长远眼光。这不但因为伯克希尔公司的经营理念是注重长期业绩回报，同时还与投资该公司的投资者都是怎样的一群人有关，两者之间是相辅相成的。



## ★ 股市不该是宏观经济晴雨表

我们分别在 1967 年买进国家产险公司、1972 年买下喜诗糖果、1977 年买下水牛城日报社、1983 年买下内布拉斯加家具中心、1986 年买下斯科特·费策，我们都是趁它们难得求售时才得以买进的。当然也因为它们的开价我们认为可以接受。当初在评估每个案子时，我们关心的不是道·琼斯工业指数的走势、美国联邦储备委员会的动向或是总体经济的发展，而是这些公司本身未来的前景。而如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司，那么每当我们决定要通过股市买进一些好公司部分的股权时，为什么就必须采取不一样的做法呢？

——沃伦·巴菲特

### 【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。股市不是也不应该是宏观经济的晴雨表，所以投资者购买股票的着眼点应该放在该股票本身的发展前景上，而不是宏观经济环境的变化。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司过去买入国家产险公司、喜诗糖果公司、水牛城日报社、内布拉斯加家具中心、斯科特·费策公司等，根据的都是这些公司的内在价值和未来发展前景，而不是道·琼斯工业指数的走势，或者美国联邦储备委员会的政策动向，甚至也不是美国经济的总体发展趋势。这种考察方式既适合于整体买入某家公司，当然也同样适合于买入该公司的部分股权。

巴菲特为什么会认为股市不是宏观经济的晴雨表呢？要知道，长期以来，尤其是在中国，总认为股市起到了反映一个国家乃至世界宏观经济晴雨表作用的。

巴菲特是一个注重实证考察的人，所以这里可以用2001年11月10日美国《财富》杂志发表的巴菲特的一篇文章中的观点来加以论述。在这篇文章中，巴菲特以翔实的历史数据论述了1899年至1998年的100年间美国股市的整体走势和国民生产总值（GNP）走势完全背离的现象。

巴菲特在文章中重申，长期来看股市与美国经济的整体成长性是相关的，过度高估或低估的股票价格肯定会回归于其内在价值。

巴菲特的研究表明，美国股市的长期平均年复合回报率大约为7%左右。不过，如果从某个特定阶段看，由于受利率、投资者预期收益率、心理因素等影响，股市的投资回报率是忽高忽低的。这就是巴菲特经常引用他的老师本杰明·格雷厄姆所说的一句话：“从短期来看，市场是一台投票机；但从长期看，它是一台称重机。”

例如，1964年至1998年间，美国股市的整体走势就与美国国民生产总值的走势完全背离。此期间一共有34年，其中道·琼斯工业指数在前17年的走势就和后17年完全不同。

从前17年看，1964年末的道·琼斯工业指数为874点，1981年末为875点，17年只增长了1个百分点，几乎可以忽略不计。可是谁都不敢说这17年间的美国经济也是原地踏步的，因为这不是事实。研究表明，在此期间美国的国民生产总值增加了373%。

从后17年看，1981年末的道·琼斯工业指数为875点，而1998年末为9181点，17年间增长了9.5倍，属于典型的大牛市行情。同样毫无疑问，在这期间美国的经济绝对没有这么快。研究表明，在此期间美国的国民生产总值增加了177%。

如果把考察期间扩大到整个20世纪，可以看出经常如此。在这100年间，美国的国民生产总值在扣除通货膨胀因素后实际增长了702%。而如果继续把这100年划分为10个10年期来考察，再扣除1929年至1933年的经济大衰退和两次世界大战，美国人均国民生产总值仍然是持续增长的。如果股市能够作为宏观经济晴雨表的话，那么在这10个阶段中，美国股市都应该是不断增长的，但事实根本不是这回事。