

HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill

最值得反复阅读的投资书
因为历史只有一个投资数据样本

股市长线法宝

Stocks for the Long Run 4th Edition

(原书第4版)

华章经典 · 金融投资

J E R E M Y J . S I E G E L

有史以来
最好的10本
投资书之一

〔美〕 杰里米 J. 西格尔 著

范霁瑶 译



机械工业出版社
China Machine Press

股市长线法宝

Stocks for the Long Run 4th Edition

(原书第4版)

华章经典 · 金融投资

J E R E M Y J . S I E G E L

【美】杰里米 J. 西格尔 著
范霁瑶 译



机械工业出版社
China Machine Press

Jeremy J.Siegel.Stocks for the Long Run

ISBN 0-07-149470-0

Copyright © 2008,2002,1998,1994 by Jeremy J.Siegel.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. No part of this publication may be reproduced or distributed in any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and China Machine Press.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和美国麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封底贴有McGraw-Hill公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号:图字:01-2008-1631

图书在版编目(CIP)数据

股市长线法宝 / (美)西格尔(Siegel, J. J.)著,范霖瑶译. —北京:机械工业出版社, 2009.1

(华章经典·金融投资)

书名原文: Stocks for the Long Run

ISBN 978-7-111-25323-5

I. 股… II. ①西… ②范… 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(2008)第157795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:胡智辉 版式设计:刘永青

北京京北印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2009年1月第1版第1次印刷

170 mm × 242mm · 21印张

标准书号: ISBN 978-7-111-25323-5

定价: 48.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007

推荐序

Foreword

一些人认为统计数据的过程非常烦琐，另一些人将其视为一项挑战，杰里米·西格尔则把这个过程变成了一种艺术形式。看完这本书，你会对西格尔教授在论述他的长期股票投资理论时显示出的广阔的眼界、清晰的思路和极大的远见深感钦佩。

当然，除了题目中所提到的那些内容，你还将从这本书里学到一系列经济学理论，了解资本市场和美国经济的悠久历史。通过从历史中寻找经验从而使投资效率最大化，西格尔教授赋予了那些无趣的数据以生命力和在其他状态下从来不曾有过的重要意义。而且，他还勇敢地挑战历史上那些可能与他的论点相冲突的案例以及一些突发状况，包括市场失控的20世纪90年代。

在第4版中，杰里米·西格尔继续用他轻快而令人印象深刻的方式创造出了一些具有重要意义的词汇，这些词汇能够指导读者如何在股票市场上找到最佳的投资机会。第4版新增的关于行为金融学、经济全球化和交易型开放式指数基金（ETF）的描述站在一个崭新的视角来重新定位资本市场的重大变化，极大地丰富了原有的论据。西格尔对全书进行校订以后，又在第4版中增加了一些十分有价值的事实材料和有力的新论据来支持其股票长期投资的观点。无论你是一个刚刚入门的投资者还是一个经验丰富的投资顾问，都会从本书中学到很多知识。

杰里米·西格尔从来就不是一个羞于表达自己观点的人，新版里的论述更是表现了他一如既往的勇敢姿态。这本书最鲜明的特点是，他认为利好消息固然可以让投资者获利，但上市公司的某些坏消息也不见得就会损害投资者的利益。经济全球化使得股票平均市盈率^①高于过去，但是市盈率升高有好也有坏，因为它可能意味着未来的平均回报率低于过去。

我并不打算进一步阐述这个观点，但是在过去的经济环境下——无论是繁荣还是萧条——已经出现过了相似的例子。历史上一位伟大的学者宣称：长期投资在任何一种经济环境下都是不现实的，因为我们没有能力预测遥远的未来——这个未来可能是20年或者更长的时间——所发生的事情，也不知道这些事会对市盈率产生何种影响。

这一点都没有关系，因为西格尔教授对未来股市最有价值的贡献不仅仅在于他对高市盈率和低回报率的看似矛盾的论点。他说：“尽管未来回报率可能比过去低，但是仍然存在强有力的证据让我们相信，对于所有追求经济平稳和长期利益的投资者而言，股票还是最好的投资方式。”

“强有力的证据”只是一个保守的陈述而已。如果整个资本体系保持稳定，那么长期股票投资所获得的风险溢价就不会发生变化。在资本主义体系中，长期债券的风头不能也不应该盖过股票。债券是在法律上可以强制执行的合同，而股票却存在风险——股票就是一种风险投资，它要求投资者对未来市场走势非常信任。因此，股票并不是天生就优于债券，但它的高回报率可以在一定程度上弥补其高风险。如果债券长期预期回报率高于股票的长期预期回报率，那么我们就可以完全确定资产价格，也就不存在风险产生收益一说了。但这种情况不可能持续很久，所以股票“对于那些追求稳定的长期收益的投资者来说，必须是最好的投资方式”，否则我们的经济体系就会瞬间崩溃，甚至不给我们任何的缓冲期。

彼得·伯恩斯坦

① 市盈率指在一个考察期（通常为12个月）内，股票价格和每股收益的比例。投资者通常利用该比值衡量某股票的投资价值，或者用该指标在不同公司的股票之间进行比较。市盈率通常用来作为比较不同价格的股票是否被高估或者低估的指标。——译者注

前言

Preface

我写《股市长线法宝》第1版时，有两个目标：一是对过去两个世纪以来各种主要金融资产收益情况做一个系统分析；二是为长期资产组合收益增长最大化提供一些建议和策略。我的研究显示：长期来看，股票的回报率不仅大大超过了其他所有金融资产的回报率，而且当我们把通货膨胀因素考虑在内时，股票甚至比债券更安全，也更具有可预测性。由此，我得出的结论是：**股票显然是那些追求长期收益的投资者的最佳选择。**

我对本书的主要论点得到了极大的认同而感到自豪，甚至有些飘飘然了。自从1994年第1版出版以后，我已经在美国和其他国家就市场和经济理论这个话题做了上百场演讲。我仔细听取了听众们提出的问题，回复了许多读者的来信、电话和电子邮件，并把这些回复稍做整理后加入了第4版中，极大地丰富了其中的材料和资讯。

第4版中的新材料

第4版不仅更新了第3版中的所有数据，还介绍了关于“哪种股票在长期内会有突出表现”、“21世纪中期，世界产出和股票价值的分布将发生什么变化”等问题。另外，我还专门新增了一章来介绍标准普尔500指数（至2007年3月，这个流行的指数就问世50周年了）中样本公司的历史。



在本书第4版重复出现的主题是“增长并不意味着收益”。这个原理适用于某只股票、某个产业甚至某个国家。我在正文中将向读者介绍标准普尔500指数中那些股利收益高而市盈率低的股票。事实证明，实体经济的增长并不能决定回报率的高低。因此，从长期投资的角度来看，价值型股票要优于成长型股票，这种现象也在过去的诸多金融文献中得到证实。

我在本书2002年版的前言中写道：“尽管我依然认为资本加权型指数应该占据每个投资者资产组合的核心地位，但如标准普尔500指数这类的指数尽管存在可能减少未来回报率的溢价，但它开始变得十分流行，甚至挤入了常用股票指数的行列。”

进一步的研究也证明了这种趋势。介绍标准普尔500指数中样本公司历史的一章显示出：这一指数里新纳入公司的股票回报率一般都比1957年原始公司的股票回报率低。在第4版中，我引入了“喧嚣市场假说”^①，这是对解释为什么价值型股票比成长型股票表现出色的“有效市场假说”^②的一个补充。在第20章里，为了分析价值溢出，我还将基本加权型指数与资本加权型指数做了一个详细比较。

如今所有关于股票的分析都牵涉到国际市场。所以在这一版中，我极大地丰富了关于全球市场的资料，详细描述了发展中国家在缓解即将波及美国、欧洲、日本市场的老龄化危机方面发挥的作用。我相信到21世纪中期，亚洲和其他发展中国家在世界经济和资本市场中的重要性就会凸显出来。而美国却不得不面临一个残酷的选择——要么允许外国资本流入，要么承受股票未来极低的资产回报率和一个更为严重的老龄化社会问题。

所有这些现实都让全球股票投资在制定一个综合性的投资策略中起到十分关键的作用。本书在论述全球经济的一章里就提到：尽管各国的资本回报率在短期内的相互影响作用加大，但是全球分散化投资依然是目前投资策略考虑的重点。毫无疑问，在未来的时间里，美国之外的世界股票资本比重将大幅增加。

第4版还重新评估了前3个版本中的研究结果，如日历异常现象（一月效

① 作者定义的“喧嚣市场假说”认为，价格会受到投机者与动量交易者的影响，同时还会受到内幕知情者与经常为多样化、流动性与税务等这些与公司基本价值不相关的原因而购买或出售股票的机构的影响。换句话说，股票价格会受到临时性打击，使其真实价值变得模糊，作者将之称为“噪音”。这些临时性打击可能会持续几天或好几年，它们的不可预见性使设计一个能够始终产生较高收益的交易策略变得很有难度。——译者注

② 如果市场有效，则所有关于资产的公开信息将瞬间反映在价格上。——译者注

应)；美国联邦利率的变化对股票市场的影响；预测未来市场回报率时投资者心态的重要性等论题都在这个版本中得到了进一步的研究。考虑的重点是从1994年第1版出版以来，这些因素是否发生了系统性的改变。

我从上述研究中发现了一些令人吃惊的结果：一些日历异常现象仍然存在，而一些已经消失。比如，尽管联邦利率的下降仍然对股票价格有即时影响，但却不存在以前经济学家所预测的那种中期影响了。其他重新研究的问题还包括股票估价和衡量经济增长的“戈登模型”^①；交易型开放式指数基金（ETF）相对于共同基金不断增长的优势；动量投资以及为什么许多熊市中关于股利收益增长和公司利润的历史证据都是不正确的。

结论

自从第1版出版以来，资本市场发生了几件大事。在科技股泡沫破灭导致股市进入一个大熊市以后，美国股市200年历史上最大的牛市终结于2000年；“9·11”恐怖袭击导致美国股票交易所闭市4天，是自从大萧条以后闭市最长的一次。

然而，那些曾被认为反复无常而且很容易在困难时期放弃股市的公众却坚守着自己的股票。比起过去经济不景气的时候，现在很少有股民会在熊市的尾期割肉出局。而且有调查显示，大部分公众仍然相信股票是最佳的长期投资方式。如果前几个版本的《股市长线法宝》对投资者这种新的投资策略产生了一点点影响，我就非常满意了。

但是不管怎样，那些成功的投资者肯定是在付出了极大的耐心以后才获得成功的。1937年，凯恩斯在《通论》中说道：“基于长期预期基础上的投资在如今根本就难以付诸实践。”70年以后，尽管长期投资仍然与以前一样有很大难度，但是在不断发展的全球经济背景下，我们坚信股票对于那些追求长期利益的投资者来说依然是最好的投资选择。

杰里米·西格尔

① 该模型认为，用投资者的必要收益率折现股票的必要现金股利，可以计算出股票的理论价格。——译者注

致 谢

Acknowledgments

对于所有对本书提出赞扬并鼓励我对以前版本进行修订的组织和个人，我绝对是没有办法一一感谢的。许多在前3版中向我提供数据的朋友也十分愿意继续向我提供帮助，包括先锋投资集团、摩根士丹利、史密斯斯咨询机构以及《蓝筹经济指标》(*Blue Chip Economic Indicators*)的编辑Randell Moore。

本书第3版和《投资者的未来》一书的最主要的工作伙伴Jeremy Schwartz也为第4版的修订提供了许多无价的帮助。1年多前，尽管他的新事业需要投入很大的精力，但他仍旧和我一起勾勒出了新版本的概要，因此这个版本的成功与他的参与密不可分。另外，与前几个版本一样，如果没有沃顿商学院同学的帮忙，我的书也不可能进展如此顺利。我特别要感谢Winston Liu, Peter Yi Wang, Antony Massaro和Adam Freeman。在手稿的最后阶段，特别是Adam Freeman提供了十分重要的支持，没有他的精心研究成果，这本书就不可能在预定的时间内完成。

我还要特别感谢来自于数十家金融公司如美林证券、摩根士丹利等的几千名金融投资顾问，他们在许多研讨会和公开讨论会上对本书的前几个版本提出了中肯的反馈意见。作为智慧树投资公司(Wisdom Tree Investments)的高级投资策略顾问，我在吸取了上述意见和建议以后，能够更好地阐述本书想要表达的观点。

我还要再一次感谢彼得·伯恩斯坦先生为第4版写的推荐序，我从他本人撰写的关于投资历史和实践的畅销书里获得了清晰的思路。

一本书从手稿变成正式的书籍离不开编辑的帮助，这次麦格劳-希尔国际出版公司的编辑Leah Spiro从本书前几个版本的编辑Jeffrey Krames那里接过了这项任务，熟练而充满热情地完成了她的工作，我对此表示由衷的感谢。她不仅对书中的资料逐一进行了审核，还不断鼓励我，使我在最后期限内按时完成了写作任务。另外，在第4版出版过程中，编辑助理Jane Palmieri也给了我很大的帮助。

同以前一样，家庭的支持也是我完成本书的极大动力。如今我的儿子已经长大成人，并搬出去独立生活了。我的妻子艾伦把她所有的时间都花在了陪我一起完成这本书上，是她说服我安排好暑期计划，我才能在本学年开学和一系列讲座开始之前完成了第一稿。这个体贴的建议让我能够在开始写作最后一稿之前有一周的时间在苏格兰岛上度假。希望我的努力能够让我和我的家庭在将来有更多的时间在一起。

目 录

Contents

推荐序

前言

致谢

第一部分

历史的判断

第1章 1802年以来的股票和债券回报率 / 2

“每个人都应该成为富翁” / 2

1802年以来的金融市场回报率 / 4

债券的长期业绩 / 6

金本位制的终结和物价稳定机制 / 7

实际总体回报率 / 9

回报率的诠释 / 10

固定收益资产的实际回报率 / 12

固定收益资产回报率的下降 / 13

股票溢价 / 14

各国股票和债券回报率：世界长期股票市场 / 15

小结 / 17

附录1A 1802~1870年的股票 / 18

附录1B 算术平均回报率和几何平均回报率 / 19

第2章 风险、收益和资产配置：

为什么长期股票风险小于债券 / 20

风险和收益的衡量 / 20
风险和持有期限 / 21
市场高点时的投资者收益 / 23
风险的衡量标准 / 25
股票和债券回报率的多样联系 / 26
有效边界 / 28
适当的资产配置方式 / 29
通货膨胀指数债券 / 30
小结 / 31

第3章 股票指数：市场代言人 / 32

大盘 / 32
道琼斯工业平均指数 / 33
学会用趋势线预测未来收益 / 36
价值加权指数 / 37
股票指数的回报偏差 / 41
附录3A 道琼斯工业平均指数中12家原始公司的后续情形 / 41

第4章 标准普尔500指数：半个世纪的美国企业史 / 44

标准普尔500指数中的行业兴替 / 45
业绩最佳的公司 / 50
公司的坏消息如何变成投资者的利好消息 / 52
留存下来的业绩最佳股票 / 52
扭转劣势的其他公司 / 54
标准普尔500指数原始样本公司的超常表现 / 55
小结 / 55

第5章 税收对股票和债券回报率的影响：股票的优势 / 57

收入和资本利得的历史税负 / 58
税后总回报率指数 / 59
资本利得税延期缴纳的好处 / 61
通货膨胀和资本利得税 / 61
有利于股票的税收变化 / 63
税收延期账户对股票和债券的选择 / 63

小结 / 65

附录5A 税则的历史演进 / 65

第6章 股票投资的不同观点：市场变化如何超越历史事实 / 67

股票投资的早期观点 / 69

观点的急剧变化 / 72

大崩盘后关于股票回报率的观点 / 73

大牛市的开始 / 74

过度投机的警示 / 76

牛市的巅峰 / 78

熊市及其后遗症 / 78

第二部分

价值、风格化投资和全球市场

第7章 股票市场价值的来源和衡量方法 / 82

不祥的回报率 / 82

股票中现金流的价值评估 / 84

收益的定义 / 88

收益质量 / 93

收益的向下偏误 / 94

衡量股市价值的历史标准 / 95

小结 / 104

第8章 经济增长对市值的影响以及即将来临的老龄化社会：

一位专业投机者的历程 / 105

GDP增长和股票回报率 / 106

经济增长和股票回报率 / 108

促进价值比率增加的因素 / 109

老龄化冲击 / 113

小结 / 117

第9章 战胜大盘：规模、股利收益和市盈率的重要性 / 118

战胜大盘的股票 / 118

大盘股和小盘股 / 120

- 估价 / 122
- 股利收益 / 123
- 市盈率 / 127
- 股价与账面值比率 / 129
- 规模和价值标准的结合 / 130
- 首次公开发行：新上市的小型成长型公司令人失望的总体回报率 / 131
- 成长型股票和价值型股票的本质 / 133
- 对规模和价值作用的解释 / 134
- 小结 / 135
- 第10章 全球化投资和中国、印度及新兴市场的崛起 / 137**
 - 世界人口、产值和股票资本 / 138
 - 外国市场周期 / 140
 - 全球市场的多样化投资组合 / 143
 - 2050年的世界 / 151
 - 小结 / 154
 - 附录10A 最大的非美国公司 / 155

第三部分

经济环境如何影响股票市场

- 第11章 金本位制、货币政策和通货膨胀 / 160**
 - 货币数量和物价水平 / 161
 - 金本位制 / 163
 - 联邦储备的建立 / 164
 - 金本位制的终结 / 164
 - 战后货币贬值政策 / 165
 - 金本位制以后的货币政策 / 166
 - 联邦储备体系和货币创造 / 167
 - 美联储如何影响利率 / 168
 - 股票作为规避通货膨胀的套期保值工具 / 170
 - 为什么股票在短期内不能规避通货膨胀风险 / 172

小结 / 175

第12章 股票和经济周期 / 177

谁来测定经济周期 / 179

经济周期转折点时的股票回报率 / 181

抓住经济周期的好时机而获利 / 183

预测经济周期有多难 / 185

小结 / 187

第13章 影响金融市场的世界大事 / 189

导致股市波动的原因 / 191

不确定性与股票市场 / 194

民主党和共和党 / 195

股市和战争 / 198

世界大战 / 199

小结 / 202

第14章 股票、债券和经济数据 / 203

经济数据和市场变化 / 204

市场变化规律 / 205

经济数据中包含的信息 / 205

经济增长和股票价格 / 206

就业报告 / 207

经济报告周期 / 208

通货膨胀报告 / 210

通货膨胀对金融市场的影响 / 212

中央银行政策 / 212

小结 / 213

第四部分

短期股市波动

第15章 交易型开放式指数基金、股指期货和期权的出现 / 216

交易型开放式指数基金 / 217

股指期货 / 218

期货市场的基础 / 220

股指套利 / 222

根据全球期货交易系统预测纽约股票交易所的开盘价 / 223

双重魔力时间和三重魔力时间 / 224

保证金和杠杆率 / 225

如何利用ETF或股指期货 / 226

指数化投资的分配策略：ETF、股指期货或指数共同基金 / 226

股指期权 / 228

指数衍生品的重要性 / 231

第16章 市场波动 / 232

1987年10月股市崩盘 / 234

1987年10月股市崩盘的原因 / 236

断路器机制 / 239

市场波动的特性 / 240

股票波动的历史趋势 / 240

波动率指数 / 243

近期较低的波动率 / 244

股价重大变化日的分布 / 245

市场波动的经济理论 / 246

股市波动的重要意义 / 248

第17章 技术分析和趋势投资 / 249

技术分析的特性 / 249

技术分析师——查尔斯·道 / 250

股价的随机性 / 251

随机变化股价的模拟 / 252

市场趋势和价格逆转 / 253

移动平均线 / 254

动量投资 / 261

小结 / 262

第18章 日历异常 / 263

季节异常 / 264

- 一月效应 / 264
- 高额月度回报率 / 268
- 九月效应 / 270
- 其他季节性收益 / 272
- 一周内工作日效应 / 273
- 投资者的应对策略 / 275
- 第19章 行为金融学和投资心理学 / 276
 - 1999~2001年的科技股泡沫 / 277
 - 行为金融学 / 279

第五部分

通过股票积累财富

- 第20章 基金业绩、指数化投资和战胜大盘 / 296
 - 股票共同基金业绩 / 297
 - 寻找经验丰富的基金经理人 / 300
 - 基金业绩欠佳的原因 / 302
 - 一知半解的危险 / 303
 - 从消息灵通中获益 / 303
 - 成本如何影响收益 / 304
 - 消极投资的不断增长 / 304
 - 资本加权型指数的陷阱 / 305
 - 基本加权型指数与资本加权型指数 / 307
 - 基本加权型指数投资的历史 / 309
 - 小结 / 310
- 第21章 构建长期成长型资产组合 / 312
 - 投资实践 / 313
 - 成功投资指南 / 313
 - 计划的执行与投资顾问的作用 / 316
 - 小结 / 317