

HZ BOOKS  
华章经管

Mc  
Graw  
Hill  
Education

20年来4次再版，定量化分析经典  
投资策略百科全书，《巴伦周刊》隆重推荐

# 投资策略 实战分析 上

华尔街股市经典策略20年推演 (原书第4版)

## What Works on Wall Street

The Classic Guide to the Best-Performing  
Investment Strategies of All Time (4th Edition)

华章经典 · 金融投资

JAMES P. O'SHAUGHNESSY

[美] 詹姆斯·奥肖内西 著

马海涌 李闻 高闻酉 译

投资策略  
定量分析  
第一书

James P.  
O'Shaughnessy



机械工业出版社  
China Machine Press

# 投资策略 实战分析 Ⅰ

华尔街股市经典策略20年推演 (原书第4版)

**What Works on Wall Street**

**The Classic Guide to the Best-Performing  
Investment Strategies of All Time (4th Edition)**

华 章 经 典 · 金 融 投 资  
J A M E S P . O ' S H A U G H N E S S Y

[美] 詹姆斯·奥肖内西 著  
马海涌 李闻 高闻酉 译



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

投资策略实战分析: 华尔街股市经典策略 20 年推演 (原书第 4 版) / (美) 奥肖内西 (Shaughnessy, J. P. O.) 著; 马海涌, 李闻, 高闻西译. —北京: 机械工业出版社, 2014.1

(华章经典·金融投资)

书名原文: What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best-Performing Investment Strategies of All Time, 4th edition.

ISBN 978-7-111-45030-6

I 投… II ①奥… ②马… ③李… ④高… III 股票市场—研究—美国 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 292150 号

### 版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

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: 01-2012-5219

James P. O'Shaughnessy. What Works on Wall Street: The Classic Guide to the Best-Performing Investment Strategies of All Time, 4th edition.

ISBN 978-0-07-162576-0

Copyright © 2012 by McGraw-Hill Education.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of McGraw-Hill Education (Singapore) Pte. Ltd. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司合作出版。

版权© 2014 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

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: 施琳琳 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2014 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm×242mm·26 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-45030-6

定 价: 129.00 元(上下册)

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

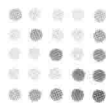
投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com

献给莱尔、凯瑟琳、帕特里克和梅丽莎!

只要稍等待一下，倾听最贤明的忠告者——“时间”。

——伯里克利



## 引言

Introduction

中国人谈到“危机”时有两个意思：一是表示危险，二是表示机遇。在面临一场危机时，既要意识到风险，也要承认机遇的存在。

——约翰 F. 肯尼迪

过去的 10 年，是美国股市 110 年来所经历的最糟糕的 10 年，本书第 4 版在此时发行，可谓生不逢时。21 世纪的第一个 10 年以满怀希望开始，大批从未有炒股经历的投资者蜂拥进入市场。在这个市场中，纳斯达克指数在 20 世纪 90 年代增长了近 7 倍（即使考虑到通货膨胀的因素），标准普尔 500 指数增长了将近 4 倍。随着时间的推移，投资者在初期对股票收益率的乐观情绪显然已被证明是大错特错了。

在这 10 年中，标准普尔 500 指数每年的实际损失为 -3.39%，考虑到通货膨胀的因素之后，在 1999 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元，到 2009 年年末只值 7 083 美元了。大盘成长型股票（以 Russell 1 000 成长指数衡量）的表现更差，在 1999 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元，到 2009 年 12 月 31 日时已经腰斩——价值损失为 5 190 美元。纳斯达克指数（投资者在 20 世纪 90 年代的“宠儿”）的情况更为糟糕，每年损失高达 7.96%，在 1999 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元，到 2009 年 12 月 31 日时就只剩下 4 363 美元了，从 2000 年 2 月的最高点到 2002 年 9 月的最低点，指数下跌了 76.59%，这一幅度接近于标准普尔 500 指数在 1929 ~ 1932 年的表现。在这 10 年中，只有小盘股表现较好，Russell 2000 指数获得了 0.96% 的年收益，而 Russell 2000 价值型指数的年收益率为 5.6%，成为唯一跑赢美国长期债券收益率（年收益率为 5.04%）的美国综合股票指数。

要注意，作者在此主要考虑经通货膨胀调整后的实际收益率，因为这可以让我使用由迪姆森（Dimson）、马什（Marsh）及士丹顿（Staunton）教授所提供的1900～1930年的收益率，这些数据记载在他们的名著《投资收益百年史》（*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Returns*）一书中。此外，我们发现实际投资收益率可以提供比名义收益率更多的有用信息，因为它考虑到了美元的购买力损失，可以更准确地衡量持有资产组合的长期真实表现。因此，在对各因素及多因素投资策略进行检查时，我们在本书中全部使用传统的名义收益率；对第28章中的某些投资战略及其他类型的资产，我们使用经通货膨胀率调整后的收益率，同时还将总结我们的研究成果。

把所有这些可能的数据都考虑在内，自1900年以来，美国股票价格还有两个10年的真实价值是下降的——1910～1919年、1970～1979年，其收益率分别是-2.46%和-1.41%。表0-1显示了美国的大盘股自1900年以来的实际年收益率，按照最好的10年到最差的10年进行排列的结果。在考察1900～2009年的各个连续的10年期时，我们发现，与2009年2月结束的10年期相比，只有在1920年5月结束的10年期收益更差。表0-2显示了自1900年以来的其他全部表现不佳的10年投资期，在这一期间，投资者只能苦苦支撑。表0-2中提供了两个特别重要的信息：第一，在这些暴跌的10年期之后，所有的3年期及10年期收益均为正数，并且，在这些噩梦般的10年期之后的10年期年平均收益率为14.55%。第二，最小的10年期实际收益率为6.39%，这一真实收益发生在结束时期为1974年11月的10年期（损失为3.48%）之后。重要之处在于：6.39%的这一最小收益率超过了同期美国长期债券的收益率。如果一个投资者在1974年11月的美国股市上成为惊弓之鸟，转而将资金投入美国长期债券上，则其在未来10年间的年实际损失为0.27%。

表0-1 美国大盘股在1900～2009年的实际收益率，收益率按最高到最低的顺序排列

10年期	大盘股的实际平均年复合收益率(%) <sup>①</sup>
1950～1959	16.78
1990～1999	14.84
1920～1929	14.37
1980～1989	11.85
1900～1909	9.32
1960～1969	5.15
1940～1949	3.57
1930～1939	2.04



(续)

10 年期	大盘股的实际平均年复合收益率 (%) <sup>①</sup>
1970 ~ 1979	-1.41
1910 ~ 1919	-2.46
2000 ~ 2009	-3.39

① 1900 ~ 1930 年的数据取自于 Dimson-Marsh-Staunton 提供的全球收益率数据。1930 ~ 2009 年的数据取自于 Ibbotson 的大盘股数据。

表0-2 美国大盘股自1900年以来的50个最差的10年期实际平均年复合收益率

在下列期间的实际平均年复合收益率					
10 年期期末	10 年期实际平均年复合收益率	1 年期	3 年期	5 年期	10 年期
1920/05	-6.09	16.04	17.63	17.40	20.64
2009/02	-5.86	50.40			
1920/12	-5.72	24.33	18.06	21.33	16.05
1920/06	-5.72	13.26	16.81	17.46	18.77
1920/11	-5.55	21.17	16.94	20.17	16.68
1920/01	-5.49	21.75	16.79	19.92	16.11
2009/03	-5.43	46.38			
1919/12	-5.35	-18.84	9.67	11.13	16.23
1921/06	-5.33	40.34	17.00	18.81	15.43
1921/02	-5.31	26.87	15.84	18.52	17.33
1920/07	-5.28	14.69	14.67	17.37	19.23
1921/03	-5.27	33.34	16.38	17.18	16.55
1920/08	5.18	6.30	15.14	17.25	19.07
1920/04	-5.14	2.83	14.43	14.27	19.59
1921/07	-5.13	40.52	17.62	19.53	14.30
1920/01	-5.13	4.35	12.79	18.82	15.87
1920/02	-5.10	-4.92	14.33	14.25	18.25
2009/01	-5.06	29.74			
1921/04	-5.00	33.72	15.38	16.79	15.11
1920/09	-5.00	7.48	13.14	17.58	16.91
1921/08	-4.97	55.48	20.04	21.29	15.03
1921/05	-4.94	33.85	13.88	16.65	13.34
2009/04	-4.88	35.80			
1919/11	-4.79	-19.53	9.51	10.62	15.68
2009/06	-4.74	13.22			
1921/01	-4.74	48.84	19.39	20.30	11.81
1920/01	-4.70	-10.37	11.63	12.40	17.48
1921/11	-4.35	34.70	19.32	19.13	10.13



(续)

在下列期间的实际平均年复合收益率					
10 年期期末	10 年期实际平均年复合收益率	1 年期	3 年期	5 年期	10 年期
1921/09	-4.35	45.72	18.68	20.52	10.52
1921/12	-4.34	30.71	18.87	19.09	8.36
1974/09	-4.29	28.08	12.51	8.11	7.47
1920/03	-4.21	-12.04	10.30	10.97	18.28
2009/05	-4.16	18.58			
1922/01	-4.11	27.47	18.02	17.93	7.88
2010/08	-4.09				
2010/06	-3.87				
1978/11	-3.82	4.85	3.86	8.62	9.76
2008/12	-3.81	23.12			
1982/07	-3.80	55.63	22.98	25.79	14.94
1919/08	-3.80	-21.69	8.98	7.57	19.76
1974/12	-3.77	28.20	9.61	6.12	6.92
1919/09	-3.75	-19.87	7.86	7.56	19.00
1919/01	-3.71	-21.01	7.05	7.00	16.17
2009/07	-3.69	12.43			
1978/01	-3.56	2.71	3.17	8.59	10.15
1982/06	-3.54	56.97	22.03	23.95	14.20
1922/02	-3.49	23.89	17.30	17.85	7.94
1974/11	-3.48	26.79	8.67	5.41	6.39
1982/05	-3.48	47.27	20.32	22.13	14.06
2008/11	-3.46	23.13			
平均值	-4.60	20.47	14.53	15.78	14.55
最小值	-6.09	-21.69	3.17	5.41	6.39
最大值	-3.46	56.97	22.98	25.79	20.64

资料来源：For 1900–1929, William N. Goetzmann, *The National Bureau of Economic Research*; for 1929–2010, Morningstar EnCorr Analyzer, a dataset of a variety of investment returns provided in this instance by the Ibbotson *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation dataset*.

我们在本书中所列出的投资组合收益率的表现远远超过了标准普尔 500 指数，这可能是因为我们的投资组合是等权重的，并且包括了美国存托凭证，而标准普尔 500 指数是市值加权指数，且其所持有的绝大多数股票都来自于美国。在本书中所列举的各种投资组合在最后一个 10 年的投资收益率分别为：全股票投资组合的年平均收益率为 1.82%；大盘股组合稍有损失，收益率为 -0.1%；龙头股组合的收益率为 3.3%；小盘股组合的收益率为 2.36%。

在按照 10 年期计算的收益中，2000 ~ 2009 年的损失最为惨重：当我们考察自 1900 年以来的连续 10 年期的投资收益时，2000 ~ 2009 年的损失也排在第二位，在考察美国股市从波峰至波谷间损失时，我们发现，这一时期的下跌也是惊人的。表 0-3 显示了自 1900 年以来超过 20% 的所有波峰至波谷间损失，我们发现，最近一次金融危机的损失实际上仅次于 1929 ~ 1932 年的大崩溃，在那场暴跌中，从 1929 年的波峰到 1932 年的波谷，标准普尔 500 指数共下跌了 79%。而且你会发现，就下跌的持续期而言，这次衰退的时间为 102 个月，是 110 年里最长的一次（见表 0-3）。

表0-3 损失超过20%的所有波峰至低谷间损失（1900~2009年<sup>①</sup>）

波峰时期	波峰时指数价值	波谷时期	波谷时指数价值	复苏时期	下跌（%）	下跌持续时间	恢复持续时间
1906/12	2.04	1907/12	1.43	1908/12	-30.04	12	12
1915/12	2.79	1920/12	1.53	1924/12	-45.35	60	48
1929/08	3.04	1932/5	0.64	1936/11	-79.00	33	54
1937/02	3.18	1938/3	1.59	1945/2	-49.93	13	83
1946/05	4.33	1948/2	2.72	1950/10	-37.18	21	32
1961/12	21.57	1962/7	16.65	1963/4	-22.80	6	10
1968/11	34.62	1970/7	22.34	1972/11	-35.46	19	29
1972/12	35.84	1974/9	17.25	1984/12	-51.86	21	123
1987/08	72.06	1987/11	50.32	1989/1	-30.16	3	20
2000/08	307.32	1909/2/	141.37		-54.00	102	

① 1900 ~ 1930 年的数据取自于 Dimson-Marsh-Staunton 提供的全球收益率数据，该数据按年计算。1930 ~ 2009 年的数据取自于 Ibbotson 的大盘股数据，该数据是按月计算的。

## 对股票失去信心

股市的惨淡表现已经让许多投资者丧失了对股票的信心。实际上，根据鲁德集团（Leuthold Group）的供给 / 需求快报（这一快报包括了美国股票基金及债券基金的净流入及净流出），2007 ~ 2009 年，美国股票基金的净流出超过了 2 340 亿美元，而美国债券基金的资产则增加了 5 046 亿美元。正如我们将在后面的章节中要讨论的那样，现在并不是一个抛出股票并换成债券或其他资产的合适时机。

再看一下表 0-2：在我们有据可查的各组投资实例（在最坏的 10 年期之后的股票投资组合）中，在经历了巨大的损失之后，1 年、3 年、5 年以及 10 年期的股票

组合都获得了正收益。

然而，对股票的攻击之声正随着其价值损失的增大而持续增大——2008年年末，CNBC组织了题为“买入并持有行为的消亡”的一系列节目；2009年2月19日，《巴伦周刊》(*Barron's*)的电子投资者期刊发表了一篇题为《现代投资组合理论严重老化：买入并持有策略之死》，文中写道：“肯·斯特恩(Ken Stern)<sup>①</sup>认为，买入并持有策略是一种输家的游戏，市场在未来可能充满太多的不确定性，仅仅依靠精心设计的投资组合及长期增长所产生的收益无法抵消税收及通货膨胀的影响。”与《商务周刊》在1979年8月13日刊登的一篇名叫《股票之死》的文章十分相似，《机构投资者》(*Institutional Investor*)杂志在2010年1月号刊登了一篇题为《安息吧，1982～2008年的股票投资：股票投资文化正在黯然失色》的文章，文中写道：“在股票市场经历了两次惨烈的崩盘之后，投资者对股票的表现优于债券这一传统的理念提出质疑，他们正成批地从股票中撤出资金，华尔街早已物是人非。”而且，在2010年1月13日对“买入并持有策略之死”进行的一次Google搜索显示出750 000次搜索结果。显然，普通投资者及众多的职业投资人都已经开始追随这一潮流。

有些投资者已经开始称这样糟糕的投资收益率为“新的正常收益率”，并认为将来的股票收益率会非常低，完全忘记了在20世纪90年代末期一些股评家的话(股评家曾经称之为股票的“新纪元”，他们认为股票将永远上涨)，并喋喋不休地说，“这次不一样了”。看起来，只有一件事永远不变：投资者对短期情况做出反应，并认为这一情况将永远持续下去。

## 以史为鉴

投资者对股票未来长期发展的前景如此悲观，这并不令人奇怪。我们所遭遇的最后一次和最近这10年的股市萧条一样的时期还是在20世纪70年代，在1979年8月13日，《商业周刊》发表了声名狼藉的封面文章《股票之死》。正如我们将在第2章和第3章中所见到的那样，投资者看起来天生就不会投资，他们总是竞相购买那些在最近表现卓越的资产，并对那些相比三五年前表现甚好的资产的追逐大打折扣。

写作本书的主要目的就是劝阻投资者这样做。只有时间能证明哪种投资策略在长期中表现得最好，在市场经历了最近10年的惨淡表现之后，情况更是如此。在

---

① 一家圣迭戈的资金管理公司的创立者。

我们回顾了各种投资策略的收益表现之后，你会发现，那些坚持使用最优长期投资策略的投资者所获得的收益明显好过那些只是撞大运的投资者。实际上，在最近几年发生的这种投资者将资金整体转向债券或其他资产的行为，其实也是另一种泡沫。我们相信，在未来的10~20年之内，股票（尤其是那些运用最优长期投资策略所挑选的股票）的表现仍将是最好的。我们正处于股票的历史转折点上——当前的情况为投资者提供了一个难得的机遇。2009年3月，股票在过去的10年、20年以及40年期的表现都不如债券。换个角度来看，这是自1900年以来排名倒数第二的40年期股票投资收益，而且是自1941年12月31日以来的第一次。在40年期里，股票的年收益率低于4%，这种情况极其罕见，自1900年以来只发生了4次（这4个40年期的期末分别是1941年12月、1942年12月、2009年2月以及2009年3月）。最近发生的一次还是在20世纪40年代初期，在随后的5年、10年以及20年中，股票一直提供出色的回报。我们还可以从图0-1中找到自1926年以来的最大的负的10年期股票溢价。

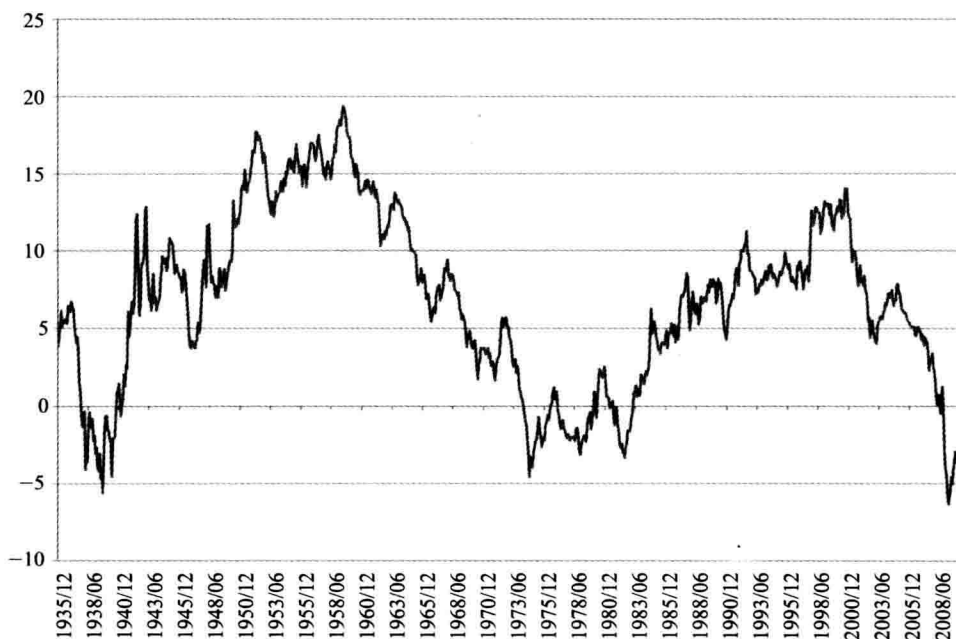


图0-1 美国连续10年期收益率的股票风险溢价

从历史来看，我们总能看到均值回归——在经历了10~20年的好年景之后，股票的收益通常在接下来的10~20年里低于平均水平；而在经历了10~20年的低迷之后，股票的收益在接下来的10~20年里又会高于平均水平。这在经济学上

是说得通的。在经历了一个 10 ~ 20 年的好年景之后，股票的特点表现为高市盈率与低股息率；而在经历了 10 ~ 20 年的糟糕表现之后，股票的收益会发生反转，通常的表现是低市盈率与高股息率。实际上，我写过一本谈股票市场中均值回归趋势的著作，名为《预测明天的市场》(*Predicting the Markets of Tomorrow*)，这本书还告诉你如何利用这种趋势来获取收益。

在过去，美国曾经遇到过比今天还要危险的境况，我认为，在长期，你绝不能看衰美国，跟美国对赌。面对那些更严峻的挑战，我们也都安然度过，并且表现得更强大、更有活力，对未来充满了信心。我认为这一次没什么不同，投资者如果能够善于利用本书所精心设计的高超的股票选择策略，他们将会在长期中获得满意的回报。

## 对我们早期研究的扩展

本书的第 4 版将继续为读者提供那些与华尔街的高效投资策略有关的长期研究成果。在本书的第 1 版（1996 年）出版之前，要确定哪些股票选择策略是长期的赢家哪些不是时，没有一本普适性的综合指南可用；在本书中，我将向那些早期版本的细心读者介绍，如何避免 21 世纪这两次熊市中惨遭血洗的投资者的这种厄运——你只需避开那些曾经在 20 世纪 90 年代的股市泡沫中煊赫一时，但已经被历史证明在长期中表现不佳的股票即可。我将向本书的初版读者介绍具体的操作方法，读者只需使用本书介绍的选股技巧，就可以知道哪些股票可以买入，哪些股票需要避开。与 1996 年第 1 版相比，虽然从这些长期分析中所得到的大多数结论都一样，但在这一版中，我们也对单因素及多因素投资策略进行了扩展。

## 新变化

我们对数据分析方法进行了大幅度的修订，并且增加了几种单因素及多因素模型。这些新变化包括：

- 对所有的单因素及多因素模型来说，我们展示了所有受测月份的复合收益率。本书的前 3 个版本所展示的结果是一个投资者在每年的 12 月 31 日进行投资所得到的收益率。这一数据尽管有用，但它忽略了某个因素模型或投资策略中可能发生的季节性因素。为消除这一影响，我们通过展示每个

月的投资收益率，再将这些收益率进行复合计算，从而得到对某个因素模型或投资策略的表现更为清晰的全景，而无需考虑投资所发生的实际投资月份。这就让数据变得更有用，因为大多数人不会仅在每年的12月31日投资。这种方法还让你切实体会到大多数投资者使用该策略的实际效果，而无需考虑投资的起始日期。为构建某一给定投资策略的复合收益率，我们在每个月构建一个投资组合，并将其持有1年，这样，每一种投资策略都包含有12个不同的投资组合，组合每年重新调整一次。这样，我们在分析中对任意给定月份所使用的复合月收益率，也就是这12个投资组合收益率的平均值。为完成这种转换，我们仅使用来自于标准普尔公司数据库（Compustat）的月度数据，该数据库成立于1963年。

- 从本书的第3版开始，奥肖内西（O'Shaughnessy）资产管理公司已经取得了证券价格研究中心（CRSP）的数据库，该数据库的月度数据可以上溯到1926年。现在，我们可以用自1926年以来的已有的数据来计算各个因素的收益率。这些因素包括股票的市值、市净率、股息收益率、回购收益率（回购收益率高意味着公司非常积极地在市场上回购其股份，这表明公司的管理层认为其股票价值是低估的）、股东收益率（这一比率包含了回购收益率及股息收益率）以及价格动量。使用这些长期数据，我们构建了一些新的有价值的多因素模型。对所有其他的单因素及多因素模型，我们首先使用成立于1963年的Compustat数据库中的月度数据，这一额外的37年的数据可以作为一项非常好的持续期。在1963~2009年适用的数据是否也同样适用于1926~2009年的数据，我们也将对此加以检验。
- 在本书中，我们对各因素模型中股票收益的十分位数（10%）进行自上而下的排序，以此展示每个单因素模型的结果。对本书的前几个版本的一个普遍的批评是：我们只关注每个因素的极端值，按因素展示了表现最好和最差的50只股票的收益结果。为了更准确地表示每个因素的收益及其对投资者持有投资组合的贡献，在多数的对多因素模型的测试中，我们仍将考察包含有25~50只股票的投资组合。
- 对新的单因素模型的考察包括：回购收益率、股东收益率、EBITDA对公司价值的比率、现金流与公司价值的比率、销售额与公司价值的比率、应计利润与价格的比率、现金流与债务的比率、年销售额增长率等，以及诸多的财务变量。
- 还介绍了一个新的复合价值因素模型，该模型将传统的价值因素纳入到一

个单一排位的体系中，以确定某只股票的整体状况，将股票按照从最便宜到最昂贵的顺序进行排序。这些复合价值因素模型的表现超过了所有的单一价值因素模型，并且具有非常好的持续性。此外，表现最好的 10% 与表现最差的 10% 的股票之间的价差比较大，并且具有持续性。例如，在各种小盘股组合的价值因素模型中，表现最差的 10% 的股票组合在过去的 46 年里一直是亏损的。

- ▶ 新的多因素模型包含复合价值因素，它表现为一个单一因素，该因素基于股票在若干因素的总体分数来遴选股票；使用价格上涨及股东收益率的策略；关注那些价格低廉并具有非凡价格动量的可投资微型公司股票的策略；购入股息收益率高的龙头股的策略，这些龙头股可以同那些等于或高于 10 年期国债的收益率，同时还提供资本利得的债券以供竞争，等等。
- ▶ 还引入了行业因素，因此，投资者将知道哪组因素在单个行业中表现最佳。

## 缘起

要证明一个投资组合的收益率是否由该组合所定义的因素来决定，我们需要高速计算机以及庞大的数据库系统（如 Compustat 或 CRSP 数据库）。在计算机出现之前，我们无法确定任意一个既定投资组合的投资策略。投资者可以考虑的潜在影响因素（对投资组合进行界定的某些特征，如市盈率、股息收益率等）的数量是无穷无尽的，而你能做的不过是用最一般的方法来分析投资组合。有时，即使是专业的基金经理也找不到其所持有投资组合中股票的最明显特征，他们只能依靠一般的说明及其他定性方法。

计算机的出现改变了这一切。我们现在可以分析各种投资组合，确定哪种因素（如果有的话）能将表现最好的投资策略挖掘出来。利用计算机，我们还可以测试这些因素的长期总体表现，以便了解任一种投资策略在未来会获得何种收益。

## 大多数投资策略都很平庸

本书认为：很多投资策略都很平庸，而大多数投资策略（尤其是那些在短期内吸引了大多数投资者的策略）都无法战胜仅仅盯住标准普尔 500 指数的简单投资策略。本书还提供了与传统的学术理论（认为股票价格遵循“随机游走”）相对立的证据。



股票市场绝不会无缘无故的运动，在这个市场上，某些特定的投资策略总能得到很高的回报，而某些投资策略则会遭到惩罚。

本书中的长期收益率数据表明，股票市场的长期收益率绝不是随机游走的。如果投资者坚持使用那些经过时间考验的投资策略（用智慧与理性选股），他们的表现会比市场好得多。

## 纪律至关重要

本书说明，在长期中，战胜市场的唯一方式是坚持使用明智的投资策略。在任何一个 10 年期之内，晨星公司（Morningstar）所跟踪的投资基金中，70% 基金的收益率都无法战胜标准普尔 500 指数，这是因为这些基金经理没有做到在任何情况下都坚持投资纪律。缺乏纪律，严重地损害了这些基金的长期表现。

## 本书要点

读完本书之后，投资者应当知道：

- ▶ 大多数小盘股投资策略的超凡收益率来自于股票市值低于 2 500 万美元的微型公司。这些股票的市值太小，让几乎所有的投资者都很难进行正常的投资，这也让其在账面收益上产生幻觉。我们的投资组合只包括那些流动性充分、市值适中股票的原因也正在于此，投资者可以正常投资于这些股票，而又不会对股市造成巨大的冲击。
- ▶ 那些价格动量最差的股票在长期中的表现十分糟糕，这些股票只有在一次大熊市之后（市场下跌了 40% 以上）的第一年才会表现不错，这也是“垃圾股”价值回归的时候。
- ▶ 单一价值因素的收益非常不错，其成功率高于纯粹的成长因素。价格动量是唯一的例外，即便是这样，它也总是要和约束值一同使用。
- ▶ 和使用单一价值因素模型相比，使用包含若干个价值因素的综合价值因素模型所提供的收益更高、更持久。
- ▶ 诸如应计利润与价格的比率、资产周转率、外部融资以及债务变化比率等财务变量是挑选盈利质量较高股票的重要依据。盈利质量较高的股票的表现通常更好，而盈利质量较差的股票的收益则很低。实际上，同时使用几

个财务变量——总应计利润对总资产的比率、营运资产净值的变动率、总应计利润对平均资产的比率、折旧费用对资本支出的比率等，会极大地增强你所关注股票的质量，也会提高其收益率。

- ▶ 通过关注综合价值因素模型以及股东收益率，风险最低的两个行业（消费必需品与公共事业）仍然可以在较低的风险水平下为投资者提供超凡的收益。在第 24 章中，我们会看到，一个由 50 只股票（来自于这两个稳健的行业）构成的投资组合仍然可以在较低的风险水平获得超出市场的收益。
- ▶ 在我们研究的整个时期内，表现得最差的行业的年复合收益率为 7.29%，这一行业也是最为热门的行业之一——信息技术行业。
- ▶ 某些大盘股投资策略可以在较低的风险水平下持续地战胜市场。
- ▶ 在最高的价格上买入华尔街最热门的股票，是最糟糕的事情。
- ▶ 一个简单的投资策略：从那些自 1963 年以来的年复合收益率超过 20% 的股票的前 10% 中，按照得分挑选出 25 只表现最好的股票，再根据 6 个月的价格动量进行投资。
- ▶ 对那些长期投资者来说，一条可靠的成功之路是：不管当前的市场情况如何，找到一个可操作的投资计划，并实施这一计划。