

第1章

投资环境

查尔斯 D.埃利斯

每当我们为将来更多地消费而决定放弃当前的消费或娱乐时，我们都会进行投资。投资并不是通向财富的一帆风顺、洒满阳光的大道，而是一条崎岖不平的小路，需要坚定不移的意志。我们将会看到，投资者投向市场的时间哪怕减少一点点，长期投资收益率就会发生重大变化。因此，“市场时机的选择”对长期投资者并无吸引力。如同狩猎打鹿或钓虹鳟鱼一样，投资者必须懂得“坚守阵地”和持之以恒的意义，所以当幸运之神敲门时，他们正好抓住了时机。

1.1 时间

时间的巨大力量在于它能使投资者将明显的“不确定性”

转化为保险统计中的“近似确定性”，这在统计学中称为概率或风险——发生概率中精确描述的所有可能的结果。这并不是说坏事不会发生，但是它们发生的频率和强度是已知的、在预料之中——是可以理解的。历史一次次告诉我们，好事来得比坏事多。¹

时间在投资中如此重要的理由既简单又深奥。在短期内，投资问题看起来是如何有效地应付当前主导“新闻”报道的每天令人眩目的市场价格波动和变化。大多专业投资人士知道这种变化是表面的，而且是短暂的。对长期投资者来说，真正的问题是通货膨胀残酷的破坏性力量。

通货膨胀侵蚀购买力。根据 72 规则 (Rule of 72)，我们知道，如果年平均通货膨胀率是 4%，那么仅在 18 年中购买力就会削弱一半，再过 18 年又削弱一半。²如果通货膨胀率是 6%，投资者的购买力仅在 12 年中就下降了一半，再过 12 年又下降了一半。如果你 60 岁退休，等到你 84 岁时，你每月退休金的购买力比最初退休金购买力将下降 75%——尽管你在卫生保健、食品和日常生活上的花费可能正在增长。

由于投资不可避免地涉及到今天为未来做决策的问题，所以投资者考虑最多的是超越通货膨胀的侵蚀力量。但是投资也是一个参与经济长期增长，以及你加入使增长成为可能的公司行列的机会。如果投资者有长远眼光，投入资金的目的是从长计议，的确，成功的秘诀就在于为取得最大的长期收益而投资。

具有现实性短期眼光的投资者，需要在他们的投资政策公式中加上终止日期和达不到目标的风险（或负面效用）。短期投资的实例包括对孩子的教育投资或购买住房。对于这些“目的”的资金，尤其是支出的日期日益临近时，储存积

蓄就变得越发重要，最终，“最后期限”主宰了一切。

将复杂的计算简单化之后，多数投资者会发现 1 年或更短期的投资制约了将钱投入资金市场工具的能力。对 5 年投资期限来说，适合购买债券；对更长时间期限，股票会变得越来越合适。

1.2 投资千差万别

投资总是涉及放弃眼前某些小利，期待换得更辉煌的未来。比如，为了提高自己的能力、期望有一份收入丰厚的职业，我们去上学，我们放弃眼前的收入、交学费、花时间学习（而不是为了娱乐），这些都是我们的投资。尽管我们在学校可能会体验到学习、成长、结识新朋友的快乐，但是任何一个经济学家都会提醒我们，我们正在投资——为提高自身能力确保未来成功而进行的自身投资。我们的投资额——学费和生活费——加上我们可能得到但放弃了收入——可以相当准确地计算出来。但是我们的投资收益却很难计算：我们很少知道教育投资会在多大程度上提高我们的赚钱本领。通常我们也无法确切地知道，我们的赚钱能力在多长时间会继续带来高额收入。³

证券投资在许多方面与实际投资不同。主要差别有两个：流动性和时间期限。流动性决定了投资者在不引起重大价格变化的情况下短时间内大量卖出或买入的能力。在正常年份，极高的流动性出现在主要货币外汇市场上。一个知名的市场参与者，比如英格兰银行，可以在几秒钟内买进 1 000 万美元，在几分钟内买进 10 亿美元，而对英镑汇率造成的影响却微乎其微。

与之形成鲜明对比的是，买卖一所设计独特的私人住房需要数月时间，要价和出价的浮动可能在 30% ~ 50% 之间。想像一下如果执意迅速卖出这样一所与众不同的住房会对价格带来什么影响——或者不断地快速卖出几所这样与众不同的住房带来的影响。

1.3 流动性

促使流动性增高的原因是什么呢？有几个因素。首先是有许多大规模的积极买家和卖家或市场参与者——最理想的状态下他们有众多不同的独立的买卖理由。第二是存在价格和价值的准确信息，而且这些信息广泛快速地传播给所有积极和可能积极的市场参与者。第三是市场参与者高度相信市场将一直是自由、公平的。

流动性的可贵之处是它允许我们改变主意。我们可以迅速、轻松地（或不付出任何代价地）纠正可能出现的任何错误。因此，随着环境和客观因素的改变，我们可以调整投资，使之与不断变化的目标和资产相适应。

具有讽刺意义的是，这些优势常常被太人性化的行为现实抵消。投资者知道自己“总是改变主意”，所以可能不愿意一丝不苟地考虑自己的投资目标、确定明智的投资目标所必要的资源和达到投资目标的投资政策。每个投资者应该明确地确定投资目标，明确地实施能够真正达到这些目标的投资政策。

就投资者如何斟酌和确定投资目标和政策方面有两个了不起的测验。第一种，将投资目标和政策写在纸面上。如果需要暂时离开，这位投资者必须愿意将书面投资目标与政策

交给一位胜任的同事（或一位胜任的陌生人），将执行过程中所有的具体决策细节委托给这位同事几年时间。他知道这位同事会忠实执行这份书面声明，并会采取设计周到、适合该投资者长期目标的投资计划。⁴

第二种对俯拾即是流动性的“过于人性化”的反应，是在做出每一项具体的投资决定时没有动足够的脑筋。

1.4 少作决定

在美国受宠有加的投资者沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 推出了一种简单而诱人的方法，鼓励人们对每一项投资决定都要一丝不苟。假定你是一位投资者，手中有一张票，你可以在毕生做出20次决定。每做出一次决定，票上便打一个孔。打了20个孔之后，投资就结束了。如果我们只做出20次决定，平均每两年做一次决定，那么难道我们不会对每项决定小心翼翼吗？难道我们不在做每项决定之前做一些一丝不苟的研究吗？看起来，投资者少做决定会更加小心翼翼，会做出更好的决定。

流动性并不总是“好事”，就像火对人类一样。但流动性确实增加了投资者的自由度。投资的价值就取决于我们对流动性利用得聪明不聪明，好不好。

时间在投资过程中就是阿基米德的杠杆（人们经常引用古希腊哲学家阿基米德的话说：“给我一个杠杆，一个支点，我就能撬动地球！”）。在投资过程中，这个杠杆就是时间。

时间能决定改变投资项目的根本特性和投资过程的基本特征。比较以下两种投资情况：

	最佳收益	最差收益	差别
A投资项目	赢利超过50%	亏损超过35%	0.85%
B投资项目	赢利超过35%	亏损20%	55%

研究表明，多数投资者会选择 B投资项目，因为他们宁愿放弃 15个百分点的可能赢利而避免 15个百分点的可能亏损——尽管 A项目的预期平均收益率高于 B项目。下面比较一下两个预期平均收益率相同的项目在 25年投资期内的情况：

	最佳收益	最差收益
A投资项目	赢利超过11%	赢利 2.5%
B投资项目	赢利超过 6%	亏损1.75%

做出选择很容易：A投资项目的“最佳”收益率高，而且“最差”收益是赢利而不是亏损。在这组比较中，投资者会选择 A投资项目。对投资者来说，这两者都是 1901年~1990年间在美国的真实而非假想的投资情况。A投资项目是股票，B投资项目是债券。如果我们考虑一下现实情况——股票平均收益率为 8.3%，而债券只有 2.4%——那么在二者之间做出选择就更加容易了。

1.5 恪守投资政策

在投资过程中做到持之以恒——恪守既定政策——的重要性在两个事例中表现得异常清楚。在 20世纪80年代，剥夺一个人在市场赢利的关键几天，那么错过这关键的几天会严重削减投资者的收益。实际上，从 9年（或 2250个交易日）中剥夺 10天——还不到整个时间的 0.5%——会使投资者的年平均收益率下降 1/3——从 18%下降到 12%。如果剥夺 30个最佳交易日——不到整个时间的 1.5%——会使整个时期的收益从 18%下降

到5%——或者说下降了70%。数据如下：

收益率	
标准普尔500 (1982~1990)	18%
少10个关键交易日	12%
少20个关键交易日	8%
少30个关键交易日	5%

从更长远的投资期限剥夺整年时间的道理同上面一样。表1-1反应了在1928年~1990年63年投资期限内投资1美元的累积收益。1美元的第一个累积总收益相当大，是332美元。但是当只除去1993年一年时间时，收益下降了近1/3。如果只减去整个期限63年中的两年，1933年和1954年，整个收益会下降一半以上。如果我们从整个时间内除去3年，还不到被研究期限的5%，那么整个收益会下降2/3，从332美元下降到96美元。

表1-1 某些特定年度的收益结果

1美元的累积值/美元	
标准普尔500 (1928~1990)	332
少一年：1933	215
少两年：1933和1954	141
少三年：1933、1954和1935	96

不论时间是好是坏，它都是投资中惟一最重要的因素，也是最强大的力量。客户应该询问可能的投资管理人：“你如何看待时间，并如何有效利用时间呢？”明白时间威力的管理者对这个问题会聪明有效地做出回答。但是许多投资管理者却不明白你为什么会的问这样一个有关时间的问题。

1.6 利用风险

需要向投资管理者提出的首要问题是，“你如何卓有成

效地利用风险和风险项目；你如何使之为你和你的客户服务？”经验丰富的投资者知道，他们无法控制收益，他们只能控制反过来支配收益的风险。

在长期投资期限内，高收益率通常与高风险——也就是高价格浮动率和高预期风险率——相伴。特沃斯基（Tversky）和卡内曼（Kahneman）在有关人类风险行为的研究中阐明了风险感知的各种要素。他们问一些人：“你愿意打赌吗？你抛一枚硬币，如果正面朝上，你赢150美元；如果反面朝上，你输100美元。”

多数人不愿意打这个赌，但也有许多人愿意。打赌的人适当地估计这笔钱可以赌。但是，如果赌注大大提高——赢15万美元，输10万美元——几乎没有人会打这个赌。即使他们知道可以连续1000次打第一个赌，而且在机会的正态分布中，他们能赢很多钱，但是几乎每个人都会说，“不，我不打这个赌。”害怕输钱的心理对多数人包括投资管理者来说太深重，他们不会承担这么大的风险。我们说我们要承担一定风险，但是作为常人，我们害怕风险，想要逃避风险，即使我们经历某种风险后按照概率一定会获得利润时也是如此。

特沃斯基和卡内曼发现的第二个突出现象是害怕后悔或丢面子。害怕表示后悔或向别人尤其是向客户道歉是多数专业投资管理者工作中一个强有力的约束。我们不想处于道歉的境地，所以我们避免承担风险。作为普通人，我们逃避的风险太多了——为了避免一点点小亏损的风险，我们放弃了赢利的大好机会。

特沃斯基和卡内曼的第三个发现是，普通人，包括投资管理者，容易夸大不太可能发生的极其特别的事件的重要性。

调查者向许多人提供了这样一个选择：一种情况是打赌 30 万美元，胜率 2%；另一种情况是打赌 60 万美元，胜率 1%。按照概率，预期赢得的金额完全一样；从数学上来看，第一种选择“值”6000 美元，第二种也是如此。在第一种情况下，打赌者赢的机会是 2%（100 次机会中打赌者有两次能赢），支出是 30 万美元。在第二种情况下，打赌者赢得 60 万美元的机会是 1%。两种情况下都不太可能赢，但两种选择的预期值或支出在数学上是相等的。尽管如此，研究发现，大多数人会选择第一种情况，显然是因为与第二种选择相比，支出小、概率大看来更容易被人接受。

特沃斯基和卡内曼发现的第四个现象是对近期信息的过度反应。对于投资管理者来说的确如此。他们详细地了解昨天的事件，对这些事件掌握许多信息，而且他们对掌握信息的速度深有感触——当前信息将使其他传递速度慢的信息变得一文不值。因此，近期经验和统计将强有力地推动证券价格偏离固有价值，将有利可图的机会留给了头脑冷静的投资者，他们懂得，在大多数情况下，这种“回归平均值”的道理都适用于投资。

投资管理者被迫努力牢记 1 年之前所发生事情的细节。和每个人一样，他们更难以记得 10 年、20 年或 30 年前的事情。我们记得昨天发生的很多事，上个星期发生的事记住的要少一些，而 1 个月前的事就记得更少了，对一年前的回忆模糊不清，而 10 年前的事就确实太模糊了。

现实情况是，投资管理者今天运作的投资项目将成为从今天起 1 个月、1 年甚至 10 年内投资组合中的一部分。随着未来在我们面前不断展现，投资组合中的那些投资项目将会成为 1 个月之前、1 年之前甚至更长时间之前做出的选择。我们

今天的投资与未来所拥有的一切有着密不可分的关系，因此我们应该总是从长远的、多个时期的角度评估风险。

1.7 定义风险

尽管我们有时清楚地知道我们面临的概率范围，但风险的含义就在于我们不知道将要发生什么事情。投资者面临着两种不同的风险，找出二者之间的差别至关重要。

如果我们要获取高于资金市场基金或存款账户的收益，那么谁都无法避免的风险就是“系统性风险”。一旦我们决定进入股票市场、债券市场，或者购买房地产、买一份私人企业，我们就要面对这些投资项目固有的风险，如商业活动的反复无常、通货膨胀、价值高估、信贷紧缩和外汇危机等。如果你义无反顾地决定投资，那么你就无法避免这些风险。

投资者不愿承担这些风险，除非他们的预期收益比低风险现金或现金替代物高。那么一般来说，众多资产类别的预期收益与投资者对风险的理解具有某种系统性关系。这些较高的预期收益被称为“风险溢价”。例如，股票预期收益与债券预期收益之间的差别叫做“股票风险溢价”，长期债券与90天短期国库券预期收益的差别叫做“期限溢价”。投资者心灰意冷或在经济环境面前却步时，股票预期收益要高于人人情绪乐观、股价一路上涨时的预期收益，因此股票风险溢价直接根据市场上人们的担忧与贪婪而变化。

如果投资者决定将投资额的75%投向汽车股票或技术股票，那么情形会如何呢？这位投资者所承担的风险要高于进入股市本身的风险，因为市场作为一个整体要比这些

具体的股票上升更多或下降更多。换言之，这位投资者除了要承担系统性风险外还要承担“具体”风险。但是具体风险是可以避免的。投资者可以一直操作多样化投资组合，使其风险不超过市场总体风险。因此，进入股市的投资者如果错过了多样化机会而只承担具体风险的话，就不要期望得到报酬。

我们可以换一种方式考虑这件事。如果不是股市看起来比持有现金能得到更大收益，没有人会进入股市。这是一个正数游戏，否则没人会玩。预期收益与相关风险不相适应，股价就会下跌。选取股票是一个零和游戏——如果一个投资者正确地购买了 A 股票，抛出者就是错误的。所以，市场整体上含有预期回报，而对投资者来说，选取股票本身不会带来回报。

国际投资的一个真正吸引力是在一个市场上的系统性投资风险——比如美国市场——可以通过将投资者的投资组合分散在许多不同市场上而被大大降低。换言之，在全球合理分散投资的投资者面对的系统性风险小于只在一国市场投资面临的系统性风险。

许多投资管理将时间和精力花在寻找能带来利润的投资项目上，他们希望从中得到的收益大于整个市场带来的股票溢价收益（广泛分布的投资组合分散了所有的具体风险和市场风险，增加了预期投资回报）。他们在运作时相信，他们买进时，自己比股票的卖方了解得更多，所以他们会以低价买进。当他们卖出时，他们比股票的买方了解得更多，所以他们会以高价卖出。这在许多年前对很多投资者来说是可能的，但在今天的市场上，这种策略较为值得怀疑。在今天的市场上，股票价格是由大机构中管理资金的经验丰富、信息

灵通的专业投资者在交易中确定的。

1.8 改变市场

如果50年前普通股的买进卖出是由在投资机构中工作的专业人士完成的，80%由个人投资者操作的话，今天这个比率正好相反。今天，80%的买进卖出是由投资机构中专业人士操作的。所以，如果投资管理者A想低买高卖，那么他通常会暗暗希望另一个同样信息灵、有雄心、有理智（或头脑冷静）的专业投资管理者B愿意高买低卖！

“传统”（但是错误的）观念上的“典型”投资者是一个企业经理人（或律师、医生），他拥有价值20万美元到50万美元的6~10种股票的投资组合，投资目的主要是长期收益，他会在低价时多买进，他对自己的公司了如指掌，因为他会仔细阅读每年的报表，规规矩矩地“做作业”。实际上，这种理想的投资者非常少见。

今天，典型的投资者不是个人。在今天的投资活动中，个人投资者所占的比例少于20%。纽约股票交易所上80%的买卖交易是由机构完成的。即使在占少数的个人投资者中，所谓的典型投资者也很少。如表1-2所示：

- 一般投资者的持有额总数不足5 000美元。
- 在一个典型年度内，所有个人投资者中只有15%买卖股票。
- 不到一半的个人持股人与股票经纪人有账户往来。
- 中等投资者的年收入不到3万美元。
- 在市场上表现积极的真正个人投资者的人数（包括极为活跃的交易商在内）非常少；如果按买卖5万美元（具

体地说，可能不会超过隔月购买和出售 100 股价值 40 美元标准股的交易量) 为最低点算，纽约股票交易所上表现积极的真正投资者估计不足 50 万人。

- 大部分个人投资者从未通过经纪人买过股票。相反，他们的股票是亲戚作为礼物赠送或通过雇主的股票购买项目得到的。

表1-2 1952~1980年个人投资者剖析图

	1952	1956	1959	1962	1965	1970	1975	1980
股民总数	6490	8630	12490	17010	20120	30850	25270	29840
纽约股市		6880	8510	11015	12430	18290	17950	23520
股民								
共同基金				2165	3205	3977	2897	2200
非上市股票				2550	3180	6695	3301	2900
平均收入/美元	7100	6200	7000	8600	9500	13500	19000	27700
成年股民	6350	8280	11090	16256	18490	28630	23380	27560
男性	3140	4260	6350	8290	9430	14290	11750	14027
女性	3210	4020	5740	7970	9060	14340	11630	13533
未成年股民				450	1280	2221	1818	2280
收入低于			9340	10340	10080	8170	3420	
10 000美元								
收入高于			2740	5920	8410	20130	19970	
10 000美元								
平均年龄	51	48	49	48	49	48	53	45.5

该数字来自纽约股票交易所的调查。

自1970年~1975年被广为宣传的“股民亏损”对纽约上市股民的人数几乎没有影响。90%以上的“亏损投资者”的收入在1万美元以下，他们持有的只是OTC股票和共同基金，他们的投资额都少于2万美元。换言之，60年代牛市里的小投机者已被挤出去了。

包括美国电话电报公司(AT&T)的310万股民，其中100万人持有的股票不到20种，另外数百万股民拥有20~99种股票。

纽约股票交易所出版的《纽约股票交易所大事记》一书

中的数据记载了近几年交易量以非凡的方式猛增。

股票量在60年代增长了4倍，70年代几乎又增长了4倍，80年代增长了3倍多——并且一直在保持增长。在60年代，甚至并未正式计算在内的1万股大宗交易已经相当于现在总交易量的一半以上，周转量从1960年仅有的12%上升到1993年的54%——股票平均持有期从8年以上缩短到1年。

在过去的25年间，交易量增长了30多倍，大大提高了流动性，使大宗交易得以顺利进行，机构投资者传递公司和市场信息的速度和密度也得以提高（见表1-3）。

表1-3 纽约股票交易所的交易增长情况

	股票量	转手量百分比	大宗交易	成交量百分比(%)
1950	525	23	—	—
1960	767	12	—	—
1970	2937	19	—	—
1980	11352	36	3311	29
1990	38664	46	19682	50
1991	45266	48	22474	50
1992	51376	48	26069	51
1993	66923	54	35959	54

百万股份。

数千种股票中的1万股或更多股。

80:20到20:80的完全颠倒并不是惟一重要的变化。信息技术不断将公司和在数十家证券公司从业的数以千计的行业分析专家、经济学家和投资组合策略家提供的信息送到机构投资者手中，他们彼此竞争，通过提供数据、解释、见解和行动建议赢得这些机构的委托业务。纽约股票交易所的交易中有一半是由50家机构投资者完成的。这些机构管理的资产规模庞大（有些机构超过了1000亿）。它们人员齐备，拥有数十名专业人士，它们有最新的技术、数据库

和通讯设施，它们能得到最好最大的证券所中最优秀的人提供的最广泛最细致地服务，它们时时刻刻都在争取获得上佳业绩。市场上的每一位投资者每时每刻都在与这些巨人竞争。

投入投资机构中的两大资金流表现为退休基金（主要是养老金）和共同基金的大幅增长。表 1-4和1-5表明了从1975年以来私人及公共退休金和 1978年以来共同基金的实质性快速增长。机构增长——和其他增长——的这两个主要力量一般集中在那些已经成为大型投资机构的机构上，越来越多的机构积极管理的基金总数超过1 000亿。

1.9 有效的市场

少数投资者像约翰·内夫（John Neff）、沃伦·巴菲特和彼得·林奇（Peter Lynch）等人之所以能取得突出业绩，是因为他们在市场上一次又一次地胜过了其他人，这表明市场并非完全有效。换句话说，有些投资者看来有能力将信息加工成不断成功的决策（尽管这些著名投资者也有不如意的时候）。另一方面，现实情况是，机构投资者作为一个整体在多数单个年份中在市场上表现不佳，这强有力地表明市场非常有效，尽管不是“完全”有效。

整体业绩欠佳的首要原因是交易成本（佣金加交易商价差）超过了根据所谓的“投资机会”或市场无效性行动所获得的平均增加利润。他们进行运作时，资本收益税也从收益中抽去了很大一部分。你相信“有效市场”的程度就是你不相信 B 先生会有规律地邀请 A 女士的程度。但是，对最新消息的过度反应也会导致长时期以后才能得以纠正的估价错误。

表1-4 私人 and 公共退休金

	私人委托 公司与工会		私人委托 养老金 资产	保险金 (主要是团体 或其他年金)	个人总 养老金 计划	州或 当地 政府
	既定利益	既定贡献额				
1975	186	74	260	72	332	105
1976	216	82	298	89	387	120
1977	234	91	325	103	428	133
1978	273	105	377	122	499	154
1979	320	126	445	144	589	170
1980	401	162	564	172	736	198
1981	444	185	629	200	829	224
1982	553	236	789	243	1 032	263
1983	642	281	923	286	1 210	311
1984	701	344	1 045	314	1 359	357
1985	826	427	1 253	375	1 628	405
1986	895	488	1 383	440	1 823	469
1987	877	525	1 402	497	1 900	517
1988	912	592	1 504	557	2 061	606
1989	988	688	1 676	618	2 294	735
1990	958	710	1 668	685	2 353	752
1991	1 196	927	2 123	742	2 865	877
1992	1 260	1 052	2 313	791	3 104	972
1993E	1 335	1 183	2 518	850	3 368	1 075
1994E	1 410	1 310	2 720	920	3 640	1 200
平均年增长率(%)						
1975 ~ 1984	15.9	18.6	16.7	17.8	17.0	14.6
1894 ~ 1993(估计)	7.4	14.7	10.2	11.7	10.6	13.0

资料来源：U.S. Department of Labor, Federal Reserve Board, EBRI, Money Market Directory, The GIC Association, and S. C. Bernstein estimates.

包括私人委托账户中的保险资产。

联邦储备董事会将修改基准额，这一总额将达到2 000亿美元。

不包括既定贡献计划中的GIC。

的迅速增长(10亿美元)

联邦政府	总计	工会计划	401(K)计划	备忘录		
				过去4年 累计GIC 保险额	共同基金 中的养老 金资产	IRA 资产
42	479	23	—	—	—	—
46	553	27	—	—	—	—
53	614	30	—	—	—	—
60	713	34	—	—	—	—
68	827	41	—	—	—	—
76	1 010	49	—	—	—	—
86	1 139	57	—	—	—	24
98	1 393	73	—	8	—	52
112	1 633	80	—	18	—	91
130	1 846	97	35	30	17	132
149	2 182	116	50	51	28	200
170	2 462	132	73	66	40	277
188	2 605	136	103	84	42	338
208	2 875	152	141	97	44	391
229	3 257	170	186	100	59	465
251	3 355	194	221	117	67	513
276	4 018	238	269	134	86	618
304	4 380	256	315	144	103	725
345	4 788	280	365	160	120	800
380	5 220	305	415	150	135	880
13.4	16.2	17.6	—	—	—	—
11.5	11.2	12.5	29.8	20.7	24.3	22.2

本分析中不包括基金会赞助或捐赠的免税资产。到1992年底，捐赠资产总额为1 100亿美元，基金会资产总额为1 200亿美元。

单位：10亿美元	1978年	1994年（估计）
私人养老金	332	3 640
国家与地方	105	1 200
合计	479	5 220