

简介

The Eight Commandments

第一章

本书仅对投资的基本原则作一些简单的初探，其既不概述前些年为实施各种不同的投资策略而开发的、专为构成形形色色投资组合的大量令人眼花缭乱的新产品，亦不涉及各类资产价格形成方面的概念性问题，或有关风险管理技巧方面的问题。我们将不会逐一剖析和阐述任何复杂投资工具的具体构成及其特性。

相反，我们要谈的是更基础的问题。例如，你是否应该继续持股？赞成或反对继续持股的理由是什么？哪支股票该买？何时买？或你对金融市场、来自传媒的大量信息和报告以及各种

不确定因素应持的基本态度是什么？最后还有你应如何看待那些努力兜售某个“热门”或“冷门”基金或某公司股票的销售人员？

我们的基本目的是要向不是每天都能看到相关报刊的个人投资者解释应该如何理性地设计投资方案，以及预期能得到什么结果。（然而，机构投资者可能会惊奇地发现，本书对他们的业务也具有参考价值。）如前言中所述，我们想要说明的是，个人投资者如何能够通过有纪律的投资策略来实现可与老练的专业人士相媲美的长线投资成果。

问题在于如何保持投资的一致性和纪律性，此事说起来容易做起来却很难。投资者面对的各种挑战太大，诱惑太强，我们几乎每天都听到“某人在某处又跑赢了大市”之类的传闻。世界一流的股票交易所不时出现的“一夜暴富”的传奇故事，这些故事只会为我们对事物本来偏颇的看法（同样的看法也会主导我们所收到的报告）“火上加油”。股票投资报告中“我们又没赶上这班船”的说法实在太多了，“某人又赚了一大笔钱”等传说也比比皆是。在这种环境下，你很难永远保持“坐怀不乱”和“志在长远”，把你选定的策略坚持到底。

但这恰恰是成功的关键所在。本书并不想故意小看个别市场参与者所取得的佳绩（作者本人也正是因此才被市场的风云变幻所吸引）。问题是这些收益（也许是投机所得）带有偶然性而不是普遍规律，绝不能作为有计划、有步骤的投资策略的依据。

在后面的章节中，我们将讲述如何看待投机（通常很有趣）。在此之前，我们必须先为如何制定有计划、有步骤和一致的投资策略打好基础。

实际上，我们只想将重点放在两类投资上：股票和债券。我们不打算分析其他更多的投资渠道，如房地产、抵押或存款帐户，更不会论及期权及其他衍生产品。这样可使我们集中精力去仔细研究股票市场的情况，并能较为详细地向一般投资者解释如何评估股票风险。此外，我们还将谈到风险的界定将怎样影响一般投资者的资金分配。

在第二章中，我们将首先分析在长线投资或长期持有情况下，股票和债券看上去会有怎样的表现。这一分析能让我们推测出倘若我们一开始就打算长期持有时，股票的巨大风险将怎样“表现”。而且还会证明除非作长线打算，否则不值得投资股

票。虽然这种看法本身并不让人觉得特别振奋，但是对长期持有股票的风险进行分析后，我们会发现，对某类投资者来说，经过审慎界定后，此类风险是非常小的，近乎为零。

如果股市波动得像第二章中证明的那样剧烈，毋庸置疑，人们都会争取在股价最低时买入，等反弹到最高点时再抛出。如何做到，以及能否把握金融市场的“最佳时机”等问题将在第三章中阐述。

在第四章中，我们将分析哪类股该买和什么股票最符合我们的长期投资策略等问题。我们将对主动型和被动型（或指数型）策略进行比较，从而确定我们的投资组合。

第五章讲述的是有效市场理论及其实践证明，并对金融市场价格是不是所谓的“信息有效”价格，或者说，是否通过对公开资料进行系统分析就能有“高于平均水平”的表现进行分析。

从某种意义上说，第六章试图对前几章提出的需要遵守纪律和制定策略的建议稍加修正。我们指出，追踪金融市场，实际上可以成为一件乐事，而且你能通过逆向思维或打破传统的做法学到一些东西。在此我们特别通过一个体现利率与经济活

动之间关系的基本模型，对过去 30 年中发生在货币和经济领域的种种事件作出合理的解释，或许能对未来有所启示。

第七章是根据我们的各种分析和假设作出的结论，也就是本书所称的“八项戒律”。

本书各章均从一系列的假设入手，再借助于案例分析对这些假设加以肯定或否定。在某种意义上，你可将此书作为一项实用经济研究的练习来读。不过，这个练习中各单元的价值已被过去几年的投资实践所印证，而这些经验也会在书中多处提到。

不要奢望短期获利

The Eight Commandments

第二章

历史的简单回顾

在全球很多市场中，曾有人反复强调并证明：在长线投资中，股票收益高于债券或其他任何形式的投资收益。可是，这个不言而喻的事实，虽然有很好的文字证明，但“分析界”似乎并未予以足够的重视，往往只当作基本常识随便一提，然后置之不理。从而导致出现这样一些反应：“对，要是我早知道该……”或“事后诸葛亮当然容易做”，等等。我们试图缩小理论与实际间的差

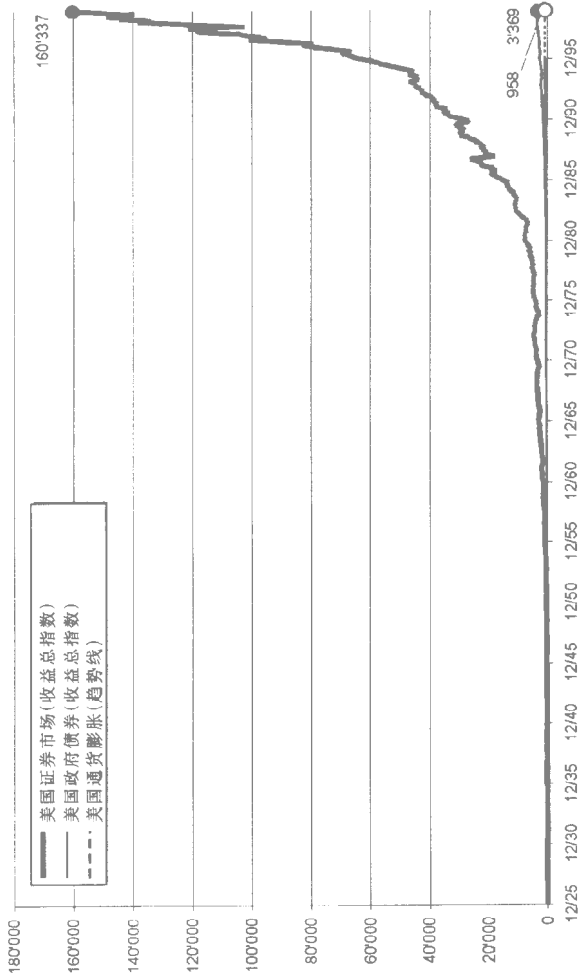
距，并借助美国和瑞士两国的一些长期数据给黑暗带来一丝光明。

首先，我们想让你看看 1926 年在美国用 100 美元投资于股票和用另 100 美元投资于债券有什么不同^①。我们假设，资金不是投向某一特定股票，而是按指数化投资于多种股票（即所谓“指数型”投资）。我们再假设，收到的所有“流入现金”，如股息或债券利息，都立即再投入同种证券。同时假设投资者采用简单的“买入并持有”策略，换句话说，一旦买入，就一直持有。我们要假设的显然不是一名采取复杂投资策略的投资者，我们假设的只是一个想拿出自己的一部分钱购买股票或债券——而不是存到银行或塞在褥子底下的普通人。

下图绘出了过去 75 年美国股票与债券的收益情况。

① 我们在简介中曾指出，我们不打算深入具体地论及某一种投资方式。为了方便分析，我们将“债券”理解为长期国债（规定为 10 年期）。如想了解更多债券的种类（无担保债券和年金保险投资债券等），可查阅传统投资或企业融资方面的资料。这里使用的数据来源于 SIEGEL(1998)，而下面有关瑞士的数据则源自 1999 年 WYDLER 关于瑞士资本市场长期表现的研究报告。

图 2.1a 股票与债券收益对比——1926 年以来美国的情况

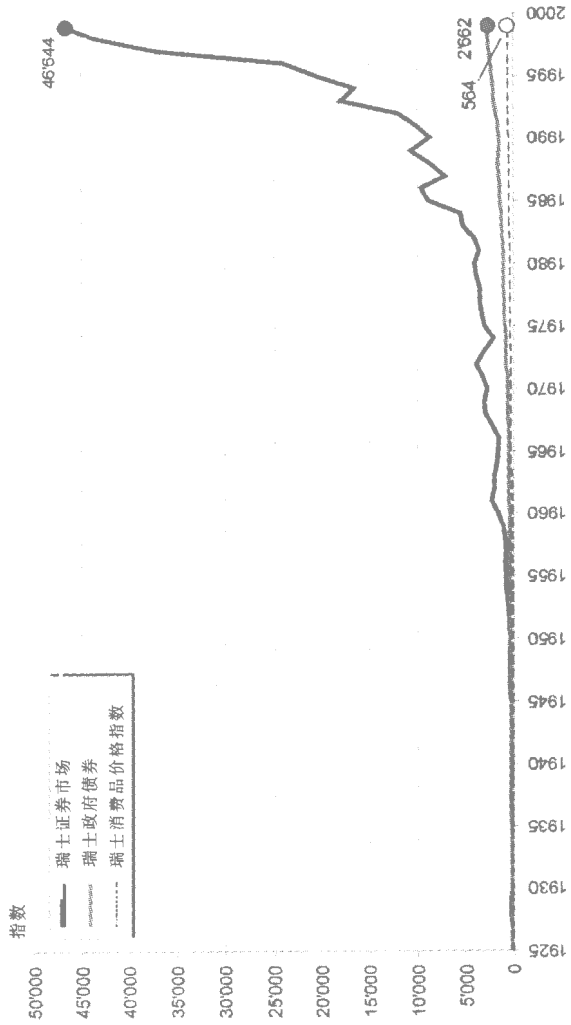


上图显示，1926 年投资于美国股市的 100 美元今天大概价值 160,337 美元，而债券的相应价值约为 3,369 美元。这些枯燥的数字和依据它们而作出的图表的确能说明问题。当然，我们还要再做几项观察。其一，在对这样长的一段时期内的情况进行分析时，我们必须先将通货膨胀率考虑进去，因为我们的最终兴趣在于了解我们的投资“实际”值多少（为计算购买力所作的调整）。如果价格指数上涨 20% 的，那么 10% 的年回报率又能有什么意义呢？这就是为什么也将美国的价格指数绘入图内的原因^①。在上述同一时期内价格指数从 100 点上升到了 958 点，年均通货膨胀率为 3.0%。重要的事实是，通胀因素丝毫没有改变股票的吸引力大于债券这一情况，原因是这两种投资在同期内受到通胀大致相同的影响。

下图（图 2.1b）同上图相似，但反映的是

^① 虽然找不到 1925—1999 年间通胀率的月报数据，但可以根据 SIEGEL (1998) 第 13 页的数据计算出年均消费物价指数 (CPI)，图 2.1 和 2.2 中有相应的走势曲线。

图 2.1b 股票与债券收益对比——1926 年以来瑞士的情况



瑞士的情况。实质上，它们的结果几乎是一致的。

如果 1926 年以 100 瑞士法郎投资于瑞士股票，到 1999 年底时已值 46,644 瑞士法郎，而投资瑞士债券却只值 2,662 瑞士法郎。

图 2.1a 和 b 向那些习惯于分析解释金融图表的人展现了一个相当奇异的画面，它给人的印象是，过去几年中金融市场及其投资回报的表现极为反常，价格，特别是股票价格，在 60 年代之前“沉寂”了几十年之后突然出现暴涨。不过，这只是一种视觉或感觉方面的假象，主要是由于我们选用的绘图标度和我们使用复利计算所致。这就是为什么金融专家们倾向于使用对数标度。使用对数标度的好处是，从表面看上去整个图上投资回报百分比的变化前后是一致的^①。

下面是使用对数标度的图表。

① 用对数表示数据是因为考虑到以下事实：以 200 为基数的 10% 收益率（即收入 = 20）与以 1000 为基数的 10% 收益率（即收入 = 100）不同。图 2.1 未考虑到这一点。

图 2.2a 股票与债券收益对比—1926 年以来美国的情况 (对数图)

