

第一章 引言和概述

一、引言

20 世纪各国股票市场的表现如何？英国一直没有关于股票市场长期收益情况的全面记录，因此，我们编制了一个从 1955 年开始的指数，来反映投资于整个英国股市的全部收益。我们还编制了一个反映 100 家最大的企业情况的指数，这个指数的起始时间是 1900 年。把这两个指数联系起来，我们就能够建立一个关于在过去 100 年里英国股市情况的权威的记录。

为了编制英国的指数，我们投入了大量的精力进行“金融考古”。这包括将尘封的报纸和古老的参考书上的原始资料转录到我们的数据库中。这样做的好处是，现在我们可以研究感兴趣的市场中各方面的情况。例如，我们可以按照产业和资本市值的分类进行研究，还可以探讨市场集中的长期趋势，以及投资于普通股的风险。

除了股票，我们还研究了政府中长期债券、短期存款（如短期国债）投资和通货膨胀的情况。特别是我们的中长期债券指数是专为这项研究而编制的。

同时，我们整理了关于其他国家一些类似的资料。同样地，我们研究四个对象——股票、中长期债券、短期国债和通货膨胀，时间跨度涵盖整个 20 世纪。除英国市场之外，我们的研究还包括 7 个欧洲市场、2 个北美市场和 2 个亚太地区的市场。因此，我们可以选择我们感兴趣

的一段时期，比较在不同的经济和政治环境下投资收益的情况。

二、概述

在本书的第二章，我们将讨论有关测度长期投资收益率的问题，并指出编制股票和债券指数时应遵循的方法。即使编制方法是正确的，指数的可靠性也有赖于数据的准确性，因此，我们也将探讨各种内容的指数在不同时期的情况。

迄今为止，用回溯法建立的指数是我们研究的基础，因而有必要探讨组成英国股票指数的成份股的情况。以前，股票指数的样本都包括许多生命力比较强或比较成功的企业，这就导致用这些指数来估算英国股票市场的长期收益率时容易出现高估的现象。

然后我们转向国际方面的情况，一直以来，在进行国与国的比较研究时，人们所依据的数据一般都是关于那些股票交易从来没有停止过的国家；并且在编制指数时，人们会把指数的起始时间选在动乱、战争以及它们所引起的后果平息之后，这对指数准确性的影响更大。研究和指数编制人员有将其研究范围和指数覆盖面局限于容易得到的数据的倾向，我们把这种现象称为“获数容易偏差”（Easy Data Bias），这会导致股票长期收益率的高估。

第三章简要介绍了国际资本市场的历史，重点研究英国和其他 11 国在 20 世纪的情况。我们计算出红利收入对于股票的全部收益率的影响。我们考察了主要金融工具的名义和实际收益情况，并对所有 12 国的资本市场进行了比较。股票投资的实际收益率比政府中长期债券和短期债券要高，但差别比人们以前所认为的小。此外，我们指出关于各个国家不同金融工具的相对风险的大致情况。

因为长达 100 年的股票价格数据库是英国股票指数的基础，所以我们还可以透过指数研究市场的结构性变化。第四章讨论许多仅从指数的数字中无法发现和涉及的问题。

三个问题受到特别的关注。首先，我们讨论股票市场的产业构成，

以及 100 年来是如何变迁的。我们的研究揭示了今天和 100 年前的英国股市在产业构成方面既存在巨大的反差，也有惊人的一致性。

其次，我们研究了英国股票指数在多大程度上集中于少数几支股票。其结论是，与过去情况相比，1999 年底，那些最大的英国公司在股指中所占的比重并不特别高，但如果目前正在进行中的几个巨型合并能够完成，那将把市场集中度提高到一个过去 100 年都不曾见过的水平。

第三，我们研究了股票规模溢价率 (Equity Size Premium) 的大小。本书首先介绍了关于微型企业收益率的第一个公开发表的研究成果，它主要研究那些规模比 Hoare Govett 小企业指数 (HGSC 指数) 典型的成份股还小的企业。HGSC 指数和微型企业指数 (MicroCap Index) 没有覆盖 20 世纪上半叶的情况，我们特意探讨了在 20 世纪上半叶是否存在规模效应。关于这段时期，我们只有 100 家最大的上市公司的数据，但基于对这 100 家公司中规模较大的和较小的公司收益率的比较，我们发现了规模效应，即收益率因企业规模大小而有差别的证据。然而，还需要对这段时期规模更小的企业作进一步的研究，才能决定是否存规模溢价率。

接下来的三章依次讨论短期存款 (短期国库券)、中长期债券和股票的情况。第五章描述了利率和通货膨胀的历史。第六章则探讨中长期债券的收益率和期限溢价率 (the Maturity Premium)。我们比较了不同国家和不同时期的债券期限溢价率。在这两章中，我们通过金融市场回顾了整个 20 世纪的情况。在金融统计数据中，我们可以看到过去 100 年里发生的所有动荡——通货膨胀和超级通货膨胀、即使政府债券的投资者也会血本无归的极端时期、通货紧缩和大萧条，还有两次世界大战及其后果。

在第七章中，我们研究经过通货膨胀调整的股票长期收益率是多少，以及股票的实际收益率随市场和时间而变动的幅度。股票风险溢价率 (股票市场收益率减去无风险的政府债券收益率的差) 的大小对于风险资产的定价是十分重要的。在这一章中，我们利用英国和其他国家新的指数来推算从长期来看股票风险溢价率的大小。我们估算了分

别相对短期国库券 (Treasury Bills) 和中长期政府债券 (Government Bond) 的股票风险溢价率。

很多观察家担心近来股票市场优异的表现会让投资者觉得股票的期望收益率会继续保持这么好。我们以新指数为基础的研究成果对于这种担心有直接的意义。值得注意的是，我们发现 20 世纪上半叶的股票风险溢价率比此后的时期要低。对于今后市场的看法应该反映这段时期的历史经验，当然也应该反映 1950 年之后的情况。

第八章是结论性的一章，我们对第一部分的内容作了总结，并评述了可以利用荷兰银行 / 伦敦商学院指数进行进一步研究的问题。

本书的第二部分从第九章开始，接下来的十二章描述了关于每个国家的数据库，并介绍我们的研究成果中一些重点和精彩之处。此外，还介绍了数据库的资料来源，以及研究方法。这部分每一章介绍一个国家的情况，并按字母表顺序排列，但将英国列于最后。在英国这一章之后，我们提供关于荷兰银行 / 伦敦商学院的英国指数的一些补充材料。

第二章 测度长期收益率

如果我们像在实际投资运作中一样预先设定一个投资策略，而且这个策略的收益情况对于所要研究的金融工具和国家具有较好的代表性，那么，一个长期收益率的良好测度应该能够准确地反映这个策略的收益情况。但不幸的是，以往的不少研究无法满足这一要求，因而是很不完善的。

本章首先指出在建立长期收益率的指数时必须遵循的一般原则。这些原则为评价以前的研究提供了一个基准，而且是本书的指导性原则。因为数据涵盖了 12 个国家整整一个世纪的情况，我们无法总是恪守这些原则，特别是关于早期的情况。但无论如何，这些原则是我们抉择时的指南，而且当不得不对它们做出妥协时，我们总会明确地指出来。

然后，我们进一步研究股票指数的编制以及两种对以前的研究有普遍影响的偏差问题。首先，在第二章第二节，我们探讨“胜者和适者偏差”。当某个指数是用回溯法编制的，那么一个非常重要的问题就是如何避免在选择成份股时偏向那些以“后见之明”（With Hindsight）看来是成功的公司。我们的研究显示，至今在衡量英国股票市场的长期收益时用得最多的巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数就存在严重的这种偏差，因而关于早期股票市场的情况，这个指数有很大的误导性。

其次，在第二章第三节，我们考虑如何建立一个各国指数的样本。我们认为，倚重于容易获得的数据——例如从战后开始的指数——会导致对收益情况的高估。“胜者偏差”和“获数容易偏差”都是因为将研

究对象集中于那些在所研究的时期表现不错甚至很好的金融资产，并且都会导致对收益率和风险溢价率的高估。

最后，在第二章第四节，我们主要探讨在测度通货膨胀率以及中长期债券和短期票据的长期收益率时的特殊问题。

第一节 衡量长期收益率的指导原则

衡量长期收益率的四项指导原则是：避免偏差，计算全部的收益率，保证最大限度的覆盖面以及使用合适方法来进行加权和平均。

第一，股票指数应当避免偏差这一点是非常重要的。好的股票指数应该符合在实际中可以应用的投资策略。在理论上，除了交易费用外，指数投资者可以获得和指数一样的收益率。在编制指数时，特别是在用回溯法编制的情况下，应该避免先知先觉式的偏差，即在编制指数时使用在投资时还不可知的信息。如果在选择指数的成份股时选择那些后来没有破产或规模扩大的企业，或者那些重要性不断提高的行业，就会出现严重的偏差。我们在第二章第二节和第二章第三节中指出，有些偏差是不容易觉察的。

第二，长期收益率必须是全部收益率，投资收益由投资收入和资本利得（或损失）构成。忽视任何一方面都会导致严重的偏差。但许多早期的股票指数却仅仅计入了资本利得，而忽略了红利收入。与之相反，不少早期的债券指数只记录了利息收入，而忽略了价格的变动，而这产生的问题也同样严重。我们将在第三章第五节中看到，在股票收益中遗漏了红利收入，累计起来就会引起很大的向下偏差（Downward Bias）。同样，由于债券投资者往往对实际收益感到失望，因而仅根据应付的利息来估计债券的收益率，经常会高估 20 世纪的实际收益率。

尽管红利再投资对股票投资收益率有重要影响，但编制股票指数的机构却迟迟没有在反映收益率的指数中引入这一点。比如金融时报国际证券指数 (FTSE International) 直到 1993 年才公布反映全部收益率的指数。值得庆幸的是，我们关于英国的数字并没有依赖现成的商业性来源，而是依赖从各个股票的红利和价格数据计算出来的全部收

益率。与此类似，我们的英国债券指数也是根据一个个债券详尽的价格和票息数据（Coupon Data）来建构的。至于其他国家，只要情况允许，我们也是利用学术研究人员用同样的方法所编制的类似的时间序列数据。但是，某些国家在 20 世纪早期的股票投资全部收益率是通过结合资本利得和公布的红利数据而估算得来的。当收益率与只反映资本利得的指数的各要素的关系比较密切时，通过这种方法编制的指数也不失为一个不错的估算值。但是，在有些情况下，我们不得不使用关系不是很密切的收益率数据（具体可参见有关各个国家收益率情况的章节）

第三，股票指数对于它所反映的市场应该有很好的代表性，理想的情况是具有百分之百的覆盖面。到 2000 年初，我们关于包括英国和美国在内的几个国家的数据已经达到或接近理想的情况。但在较早的时期，对于大多数国家来说，覆盖面较广的指数根本就不存在。英国就没有令人满意的关于 1900~1954 年的时间序列数据，于是，我们花了不少心血根据原始历史数据编制了一个关于最大的 100 家上市公司的指数。即便仅就 100 家公司，收集 55 年里关于价格、红利、资本金变动和流通股的数据也的确是一个艰巨的任务，于是我们的工作不得不屈从于实用主义的原则。即使如此，我们的 100 强指数占英国股票市场总价值的 60%，而且有理由认为是世界上关于 20 世纪上半叶股票市场质量最好的指数。在 1926 年美国 CRSP 数据库开始之前，这个指数所提供的收益率数据甚至比美国指数还好。

最后，长期收益率指数必须使用正确的加权和取平均值的方法来计算。尽管投资者持有各种股票的比重各有不同，但在总数上，各种股票的持有量是与其资本市值成比例的。为确保其代表性，从股票指数计算出来的股票收益率也应该以它们的资本市值为权重。除了对一两个国家早期的情况我们不得已使用平均权重的指数（具体参见有关各个国家收益率情况的章节）外，在这个研究中应用的几乎所有指数都符合上述的原则。如何给股票收益率取平均值的问题也很重要，因为指数的收益率能衡量投资者财富的真实变化，因此计算某一特定持有期间的指数收益率时，应该使用算术平均法。尽管某些早一些的指数使

用了不合适的几何平均法，但本书所用的指数都是基于算术平均法的。

第二节 股票指数的“胜者偏差”

上述的第一条原则就是避免偏差。但很不幸，不少广为人知的指数在追溯历史时却没有满足这一原则，并因既有“适者偏差”（Survivorship Bias）又有“胜者偏差”（Success Bias）而为人诟病。这是因为这些指数在往回追溯时是基于那些在编制股票指数时被选为成份股的股票。这样，那些到编制股票指数时已经消失的公司就根本不会在这段回溯的历史中出现，这就导致了所谓的“适者偏差”。这还会导致“胜者偏差”，特别是对专门反映规模最大的那些公司情况的指数更是如此，如所谓 30 强和 100 强指数。在回溯历史时，那些规模不断扩大并得以选为指数股的公司指数中的比重过大，而编制指数之前效益不好的公司所占的比重则太小，因而导致了胜者偏差。

在衡量英国股市的长期收益率方面用得最广的是巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数。该指数是巴克莱银行资本公司的《股票和金边债券研究》和瑞士信贷第一波士顿银行的《股票和金边债券研究》二者的基础，并被投资专业人士和各种金融期刊广泛引用。但很不幸，其数据的偏差之大令该指数在追溯历史方面有极大的误导作用。我们估计在 20 世纪上半叶，实际年收益率在 4% 以下。而巴克莱银行和瑞士信贷第一波士顿银行的研究却估计在 1955 年以前的时期，股票实际年收益率为 8.8%。他们对英国股票市场实际收益率的估计有严重的误差。事实上，对股票投资期望收益率的高估可能已经让企业、监管机构和政策制定者对这种高风险的投资有过高的收益率要求。

通过对整个 20 世纪英国股票收益率的仔细研究，我们发现了它们的错误。为整理 1955 年之后股票价格，我们利用了覆盖面极广的伦敦经济学院的股票价格数据库。这为 20 世纪下半叶股票市场收益率提供了可靠的度量。

而 1899~1955 年这一段时期，情况则要复杂得多。如上所述，我们并没有不加分析地接受巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数

所反映的这段时期的情况，而是从 1899 年以来的各期《金融时报》中艰苦地收集股票价格数据。这使我们得以编制出可以计算 1900 年初～1955 年初最大的 100 家公司股票收益率的指数。被选为荷兰银行 / 伦敦经济学院指数成份股的公司与它们在入选为成份股之后是否破产无关。在编制方法上，这个指数与 FTSE 100 相似。

在经济学家情报社 (Economist Intelligence Unit) 为 de Zoete & Gorton 股票经纪公司编制巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数是一件颇具原创性的工作，在当时，其编制方法是无可厚非的。但值得注意的是，即使在那时，伦敦经济学院的托尼·梅瑞特教授 (Tony Merrett, 1963) 也觉得有必要探究“为何股票的投资收益率那么高”的问题。令人遗憾的是，在解释“我们所看到的战前股票投资者的实际收益率特别高”这一问题时，他没有考虑到或许数字压根儿就是错的这种可能性。

他们的研究是在 20 世纪 50 年代完成的，自那以后，经验研究的方法不断改进。现在，研究人员对于“适者偏差”的影响更加警惕。我们发现，巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数的偏差主要是因用“后见之明”来挑选成份股所导致的，该指数主要的问题和偏差如下。

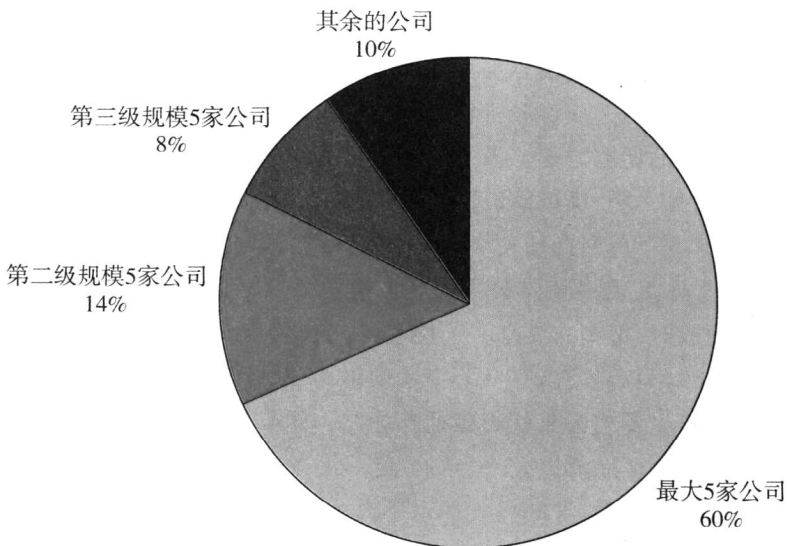
对配股的调整方法 该指数处理增股的方法不正确。

以“后见之明”挑选成份股，巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数是 1955 年用回溯历史的方法编制完成的，并先后被 de Zoete & Gorton 公司、巴克莱资本公司和瑞士信贷第一波士顿银行更新过。在选择成份股时，编制人员是为了使它与《金融时报》普通股指数的组成尽可能一致，而后者直到 1935 年才问世。在进行历史回溯研究时，那些当时比较重要的企业就都包括在内了。这样，该指数就包括了那些以前较小但规模逐渐扩大的公司。这不仅在计算指数的收益率时会导致偏差，而且指数本身的代表性也不高。特别在 1935 年之前，效益不好的企业对该指数的影响太小，而效益好的则太大。

产业选择的“后见之明”巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数的成份股是从在金融时报普通股指数中比较重要的产业中挑选的。这样，该指数只包括了《股票交易所每日正式一览表》(Stock Ex-

change Daily Official List) 所列的 19 个产业中的 4 个, 即商业和工业、钢铁和采矿业、酿酒业以及运输业。在 20 世纪初, 这些产业仅占 100 强指数 (与 FTSE 100 指数相当) 的 18%。当时的重头产业铁路运输业 (和电报业、电力业等其他产业一样) 在巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数中根本看不到。

成份股的规模构成和权重 该指数仅有 30 支成份股, 但即使考虑到行业选择的偏差, 这 30 支股票也并不是最大的, 而是很奇怪地由数家最大的公司和一些很小的公司组成。图 2-1 表明, 平均而言, 仅最大的 5 支股票就占该指数总市值的 2/3。一般来说, 3 支股票就占到指数总市值的一半。有一年, 占当时市场总市值不到 7% 的帝国烟草公司在该指数的比重竟超过了 40%。除了造成严重的偏差之外, 这种状况还使得该指数被数家公司的情况主导, 使其因为覆盖面太窄而无法胜任英国“股票市场晴雨表”这一功能。



资料来源: Dimson, Marsh and Staunton (ABN AMRO/LBS)。

图 2-1 Barclays/CSFB 指数中的集中度: 历史数据

起始日期的选择 巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行的研究从一战后的数据开始。实际上，整理出一段从 1900~1918 年连续的投资年收益率历史是完全可能的。荷兰银行 / 伦敦经济学院指数把 1919 年之前这段低收益、高通胀的历史整合进去了。

作为我们研究的一部分，我们利用所收集的股票价格数据重新编制了巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数。这不仅可以验证我们所作研究的精确程度，而且可以检验经济学家情报社为巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数所作的计算。这样，我们就可以比较 1900~1954 年的实际收益和从巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数推导出来的 1955 年之前股票收益情况（见表 2-1）。

表 2-1 1955 年之前的股票收益情况与巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数估算值的比较

指数计算值(年收益率%)	名义收益率 (%)	实际收益率 (%)
巴克莱银行/瑞士信贷第一波士顿银行指数收益率 (1919~1954 年)	9.7	8.8
减去 不正确的对配股的调整方法所导致的误差	-0.4	-0.4
减去 以“后见之明”挑选成份股所导致的偏差	-1.6	-1.6
减去 以“后见之明”挑选行业所导致的偏差	-0.2	-0.2
减去 仅有 30 个成份股所导致的偏差	-0.2	-0.2
减去 从一战之后开始计算所导致的偏差	-1.1	-2.6
1900~1954 年正确的指数收益率	6.2	3.8

资料来源:Dimson, Marsh and Staunton(ABN AMRO/LBS)。

与普遍的看法相反，实际上 20 世纪上半叶收益率与下半叶的有明显的差异。在上半叶，也大致是巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行指数所回溯的那段历史，投资收益率要低得多，股票的相对收益率更低。颇具权威性的“伦敦股票价格数据库”提供了 1955 年之后的股票价格信息，在此期间，投资收益率，特别是股票投资收益率则高得多。由于我们可以把时间序列数据扩展到 1900 年，因而我们能够重新估计一个比较合理的英国股票市场长期收益率。

巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行的研究认为, 和 20 世纪下半叶一样, 上半叶的股票收益率也很高。但荷兰银行 / 伦敦经济学院指数显示的情况恰好相反。表 2-2 所示为 1900~1954 年、1955~1999 年以及整个 20 世纪的收益率情况。

表 2-2 英国主要金融工具的年度化名义收益率和
通货膨胀率 (1900~2000 年)

名义收益率 (%)	1955~2000 年		1900~1954 年		1900~2000 年	
	算术 平均值	几何 平均值	算术 平均值	几何 平均值	算术 平均值	几何 平均值
股票	18.3	15.4	7.0	6.2	12.1	10.2
长期债券	9.4	8.5	3.3	2.9	6.1	5.4
短期国债	8.3	8.3	2.5	2.5	5.1	5.1
通货膨胀率	6.4	6.3	2.6	2.3	4.3	4.1

资料来源: Dimson, Marsh and Staunton (ABN AMRO/LBS).

1900~1954 年, 股票投资的全部 (包括红利再投资在内) 实际收益率不到 4%, 这样的实际收益率是相当低的。如果这一数字对于目前的情况也适用, 那么这意味着相对于通货膨胀指数化的政府债券来说, 股票的风险溢价率就不到 2 个百分点。2 个百分点的风险溢价率比大多数市场分析人士引用的历史平均溢价率低得多。

现在, 我们已经知道 20 世纪前 55 年的股票实际收益率不到我们以前所认为的一半, 这意味着我们应当向下修正关于股票风险溢价率这一重要数据的估计值 (参见第七章)。这一点具有非常重要的意义。不好的方面在于, 一些投资者会发现将来的市场收益率比他们预期的低。但好的方面在于, 如果我们愿意假定以后的期望风险溢价率接近 20 世纪上半叶的水平, 那么目前较高的股票市场水平并不是没有道理的。

第三节 各国指数中存在的“获数容易偏差”

市场生存问题对估计长期收益率造成的影响已经越来越受到人们

的重视。假设对于可能经历的各种风险不同的情况，每种投资工具都提供一个合理的回报。所谓的各种情况不仅包括不如人意的市场收益，而且包括因为国有化、没收、超级通货膨胀和破产导致的血本无归。通过测度生存时间较长的市场的收益情况，我们得出结论将依赖于市场生存情况。但是，如 Brown, Goetzmann and Ross(1995)以及其他人所指出的，我们事先无法断定哪个市场会延续下去，哪个市场会不复存在。

可以测度的长期收益率都是通过估算存续的市场得出来的，而不考虑那些在某个时间终止或价值完全丧失的市场，如俄国、阿根廷、中国和波兰等。忽略收益率为-100%的市场不可避免地使估计值夸大长期收益率和风险溢价率。但仅仅关注存续的市场所导致的偏差有多大呢？目前难以定论，但倒闭的风险似乎不足以解释股票投资的收益率为为什么那么高。这一点可参见 Li and Xu(2000) 以及其他研究。

我们相信，所观察到的主要市场的高收益还有别的原因。应该注意到，研究人员一向是使用那些容易获得的数据，而这些数据会粉饰股票市场的历史，因而股票收益率被高估。本书整理的长期收益率数据可以帮助我们了解研究人员专注于容易获取的数据导致的后果。

我们编制了一系列涵盖整个 20 世纪的指数。表 2-3 对比了本书所计算的整个 20 世纪的股票收益率和不同起始日期的收益率（为保证兼容性，我们用本书分析的数据来计算所有的收益率）。通过与起始日期靠前的情况进行比较，以往的研究在选择指数的起始日期时倾向于方便的日期，从而容易高估长期的收益情况。

表 2-3 以往研究估算的股票实际年度收益率

国 家	以往的研究项目*	以往的研究		本研究		两者之差 年率(%)
		期间	实际收益率 (%)	期间	实际收益率 (%)	
澳大利亚	ASX	1974~	7.6	1900~	7.6	0
加 拿 大	FARF	1950~	7.1	1900~	6.4	0.7
丹 麦	Ibbotson	1970~	8.1	1915~	5.4	2.7
法 国	Barclays	1951~	9.3	1900~	4.0	5.3

续表

国 家	以往的研究项目*	以往的研究		本研究		两者之差 年率(%)
		期间	实际收益率 (%)	期间	实际收益率 (%)	
德 国	Barclays	1952~	8.9	1900~	4.4	4.5
意 大 利	BCI	1974~	4.0	1900~	2.7	1.3
日 本	Ibbotson~ Hamao	1971~	6.0	1914~	4.2	1.8
荷 兰	Barclays	1947~	9.4	1900~	6.0	3.4
瑞 典	Ibbotson	1970~	11.6	1900~	8.2	3.4
瑞 士	Pictet	1926~	6.2	1911~	5.0	1.2
美 国	Ibbotson	1926~	7.7	1900~	6.9	0.8
英 国	Barclays	1919~	7.6	1900~	5.9	1.7

注 * : 以往的研究项目源于 Ibbotson Yearbooks, Ibbotson Equity Risk Premia Reports,

BZW/Barclays, Equity-Bond Studies, Pictet and the Financial Analysts Research Founda-

tion. 对两个市场, 我们采用的指标能够支持已经出版的研究结果。参考文献请参见 Dimson and Marsh (2000)。

资料来源 : Dimson, Marsh and Staunton (ABN AMRO/LBS)。

平均而言, 表 2-3 所列的 12 个关于长期收益的研究把 20 世纪的股票市场收益率高估了 2.2 个百分点。我们还将第三章第一节中指出, 这些研究还存在胜者偏差, 从而可能导致估计收益率时的向上偏差。但是, 表 2-3 所示偏差的主要原因似乎还是与研究者专注于来得方便的数据有关。

研究者如果偏爱那些没有被“非常”事件(如战争和政府更迭)模糊的、基于高质量的价格和收入信息的、未受交易终止影响的连续性数据, 获数容易偏差因此产生。获数容易偏差可以解释为什么一些商业性的股票—金边债券研究开始于某一年份, 如关于英国的研究开始于 1918 年末, 荷兰开始于 1947 年, 德国开始于 1952 年, 日本开始于 1971 年。关于英国, 表 2-1 已经显示, 对于 20 世纪而言, 获数容易偏差比胜者偏差更多地导致了对股票实际收益率的高估。在这一节中, 我们指出获数容易偏差并不具有地域性。

本书所使用的各国股票指数都有较广的覆盖面, 并且只要有可能

都使用相同的起始日期。这样就能减少（但并未消除）我们的长期收益率研究的获数容易偏差。作为一个全世界投资收益率的估计值，我们对长期收益率的估计还可能存在向上的偏差。这在一定程度上是因为我们的研究局限于全部收益率可以估算出来的 12 个国家，而这样我们的工作就会受获数容易偏差的影响。此外，下文将指出，和巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行关于英国的数据类似，我们关于某些市场的数据也是在回溯的基础上编制而成的。最后，我们应该指出，尽管研究整个 20 世纪已经是一项非常艰巨的工作，但还是比将起始日期再往前推容易。我们不知道研究非盎格鲁—撒克逊国家 19 世纪的情况将会得出什么结论。

第四节 测度通货膨胀及短期 和中长期债券的收益率

本章第一节所列关于股票指数的指导性原则绝大多数也适用于测度通胀率及短期和中长期债券的收益率。当然，除此之外还有别的考虑。

衡量通货膨胀率是一个颇有意义的例子。英国政府是在 1914 年首次引入“生活成本指数”的。在此之前，通货膨胀是由一个包括几种商品的价格指数来反映的。即使 1914 年引入的指数只包括 14 种被认为是“工人阶级”的必需品的商品，如蜡烛、束腹带和熨平机等。1947 年，该指数被包括 80 种商品的零售价格指数所取代，但着眼点仍是工人阶级的必需品，如未剥皮的兔子和有轨电车票。而如今的指数囊括了包括上网费和移动电话费在内的 600 多种商品。美国消费者价格指数（CPI）的发展演变过程与此类似，消费者价格指数所包含的商品种类也不断增加。在 1974 年之前，该指数主要着眼于“城镇有工资收入者和职员”。此后新的 CPI-U 指数涵盖了“所有的城镇消费者”。

通货膨胀指数衡量的是价格变化，但要考虑生产率和质量的变化就存在一定的困难。譬如，英国餐馆食品质量的提高超过其成本的上升。同样，计算机价格的变化也不能完全反映其容量和性能方面的改

进。数位美国研究者认为，这种情况会导致消费者价格指数高估通货膨胀率达 1%（年率）。然而，在记住他们告诫的同时，除了使用这些公开发表的数据，我们也没有别的更好的选择。至少对于过去的半个世纪而言，这些数据在测度消费者价格变化方面还是不错的。

短期国债是一种简单的投资工具，而且计算收益率也比较简单。惟一的问题是，并非我们所研究的每一个国家都发行了短期国债。在这种情况下，我们就只好采用最好的替代物，即信用风险最小的短期利率值。

对于政府中长期债券指数来说，覆盖面和权重问题不如股票指数那么重要，但关于到期日、票息、可赎回性和税收的问题特别重要。一旦选定了债券指数的到期日，那么在不考虑票息、可赎回性和税收等因素的情况下，在有效的债券市场上所有债券价格是一起变动的。通常，中长期债券指数选择位于目标到期区间的债券，并给予它们相同的权重。对于不少国家，考虑税收的影响是非常必要的，我们将在第六章阐述税收如何影响债券是否可以入选关于英国的荷兰银行 / 伦敦商学院中长期债券指数（The ABN AMRO/LBS Long Bond Index for the UK）。其他国家债券指数中的税收问题将在关于各个国家的章节中讨论。

第五节 小结

本章一开始即指出股票和债券指数应该遵循的原则。四项主要的指导性原则是避免偏差、关注全部收益率、保证最大程度的覆盖面以及使用适当的加权和取平均数的方法。

并非以前的所有研究都符合这些原则。应该注意，巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿银行的《股票和金边债券研究》被认为可以提供关于英国长期收益情况的“权威”信息。它认为 1919~1954 年英国股票的实际收益率为 8.8%。我们的研究显示，这个数字对 20 世纪上半叶的真实收益率的高估程度超过了 100%。1900~1954 年的实际收益率仅 3.8% 之所以出现这种差别是因为巴克莱银行 / 瑞士信贷第一波士顿

银行指数不具有代表性，受适者偏差的影响大，且只回溯到一战结束后的时期。该指数在回溯 1935 年之前的历史时，是基于 1935 年的那些大企业。一般而言，这些大企业在此之前的经营是比较优异的，适者偏差因此产生。由于 20 世纪前 55 年的股票实际收益率不足以前所估算的一半，所以，现在我们应该调低对于“股票风险溢价率”这一非常重要的变量的估算值。

最后，我们认为，许多国家的股票收益率还可能因为所谓的“获数容易偏差”——即研究人员倾向于使用获取比较方便的数据而高估。来得方便的数据通常会把非常时期，如战争及后继混乱时期排除在外，而且常常是关于较晚时期的。我们给出了关于 12 个国家的研究结果，在我们的研究中它们将作为各国收益情况的参考标准。通过比较发现，平均而言，以往的研究把股票收益率高估了 2.2 个百分点。