

Mc  
Graw  
Hill Education

# 积极资产配置


## 投资者理财指南

The Investor's Guide to Active Asset Allocation

Using  
Intermarket  
Technical Analysis  
and ETFs to Trade  
the Markets



[美] 马丁·J·普林格  
Martin J. Pring

 中国青年出版社  
CHINA YOUTH PRESS

Mc  
Graw  
Hill Education

# 积极资产配置

## 投资者理财指南

The Investor's Guide to Active Asset Allocation

Using  
Intermarket  
Technical Analysis  
and ETFs to Trade  
the Market

[美] 马丁·J·普林格  
Martin J. Pring

 中国青年出版社  
CHINA YOUTH PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

积极资产配置:投资者理财指南/(美)普林格著;张晔明译.

—北京:中国青年出版社,2008

ISBN 978-7-5006-8049-9

I.积... II.①普... ②张... III.资产管理—指南

IV.F830.593.62

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第200951号

Martin J. Pring

The Investor's Guide to Active Asset Allocation: Using Intermarket Technical Analysis and ETFs to Trade the Markets

ISBN: 0-07-146685-1

Copyright © 2006 by Martin J. Pring.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved. Printed in the United States of America. Except as permitted under the United States Copyright Act of 1976, no part of this publication may be reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a data base 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 Youth Press.

本书中文简体字翻译版由中国青年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。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

## 积极资产配置:投资者理财指南

作者:[美]马丁·J·普林格

译者:张晔明

责任编辑:于明丽

美术编辑:王晋荣

美术总监:夏蕊

责任监制:于今

出版:中国青年出版社

发行:中国青年出版社北京中青文图书有限公司

电话:010-65516875/65516873

网址:www.antguy.com www.cyb.com.cn

制作:中青文制作中心

印刷:北京凌奇印刷有限责任公司

版次:2008年1月第1版

印次:2008年1月第1次印刷

开本:710×1060 1/16

字数:332千字

印张:18.5

京权图字:01-2007-4689

书号:ISBN 978-7-5006-8049-9

定价:43.80元

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动,敬请广大读者协助举报,经查实将给予举报者重奖。

举报电话:

北京市版权局版权执法处

010-64081804

中国青年出版社

010-65516875

010-65516873

中青版图书,版权所有,盗版必究



# 目 录

## Contents

引言	005
<b>第 1 章</b>	
货币管理的一些基本原则	013
<b>第 2 章</b>	
经济周期：季节性的日历	032
<b>第 3 章</b>	
有助于我们确定趋势反转的工具	053
<b>第 4 章</b>	
从长期的视角来看待问题	076
<b>第 5 章</b>	
经济周期如何驱动债券、股票和商品的价格	102
<b>第 6 章</b>	
初识马丁·普林格的经济周期的6个阶段	121
<b>第 7 章</b>	
如何应用模型判定经济周期的阶段	138

- 第 8 章**  
164 利用市场行为来确定经济周期的阶段
- 第 9 章**  
176 如何使用易于遵循的指标来辨别经济周期中的阶段
- 第 10 章**  
191 如果你能管理风险,利润就会自我实现
- 第 11 章**  
221 10个经济部门如何适应转换过程
- 第 12 章**  
238 经济周期6个阶段中经济部门的表现
- 第 13 章**  
259 ETF基金是什么,它们具有什么优点
- 第 14 章**  
264 ETF基金和其他作为对冲通货膨胀和通货紧缩的投资工具
- 第 15 章**  
271 综述:经济周期中每个阶段的建议投资组合

# 引言

## Introduction

**你**曾经遇到过这样的情况吗？当你收看电视上的商业节目或阅读报纸上的金融报道时，完全弄不清楚那些人是如何得出他们所谓的结论的。你可能听到过这样的评论，“好，杰克，我认为市场价格将会上涨，因为消费者开始对经济状况持乐观的态度，公司也将会在车间和设备上投入更多的钱”，以及诸如此类的话。得出这种观点的分析往往是主观的，因为这些人是通过将自己所认为的会影响市场的因素集合起来形成那些观点的。人们感到困惑的原因是，他们不能利用这些观点和事实对将来做出预测。而使问题更为严重的是，这样的观点不是基于消费者将要增加其消费这样的证据得出的，或者尽管有这样的证据，那也只是在过去才起作用的关系。事实上，消费水平的恢复已经构成了影响股票市场的一个因素，因为股市总是朝向未来的。我们拿石油作为例子来看一下。大多数评论家都将石油价格的上涨作为预测经济衰退的根据。“过去每当石油价格如此这般上涨的时候，经济就会发生衰退。”经济衰退真得是由商品价格的普遍上涨引发的通货紧缩效应引起的吗？而石油只是商品中的一分子。图 I-1 显示，石油和商品研究局工业原材料现货（CRB Spot Raw Industrials，不包括石油在内的宽泛的商品）的价格通常是一前一后地上涨和下降的。这不是个完全相关的关系，但是这确实说明了石油并不是唯一的可能造成经济衰退的因素。

本书试图从一个完全不同的角度来解释这个问题。我们将会尽量在市场和经济中建立某种程度的秩序，以免使自己丧失思考能力。举例来说，我们将证明，经济周期将经历一系列按时间顺序发生的事件或者经济季节。日历年度依次走过四季，每个季节都有确定的特点，都是每年进行某些特定工作的最佳时机。我们通常会在春天播种，在夏天或者秋天收获果实。我们极少会在冬天播种，因为绝大多数情况下种子会遭到破坏。对于经济周期，道理也是一样。在特定的时间里我们想持



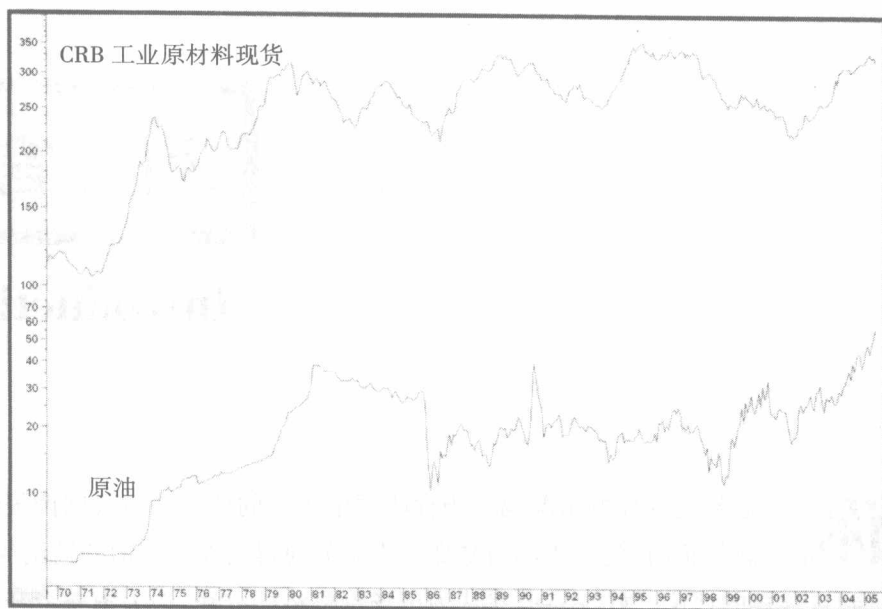


图 I-1 CRB 工业原材料现货和原油现货之间的价格关系(来源:pring.com)

有大量债券和创收资产,同样在另外一些特定的时间里你应该持有商品或资源型股票(resource-based stocks)。我们这里的目的是解释这些经济季节的特征,并展示一些有助于我们判别这些经济季节的技术方法。日历告诉我们,1年内有12个月份以及它们如何更替。我们这里的任务就是为经济和金融市场建立一个框架,以使你们看见经济季节的更替。实际上,我们将给你提供一个路线图,在一个典型的经济周期过程中,你可以将它作为配置和变换资产的基础。

从历史上的记录中,我们知道四季始于春季,终于冬季。但这是不是意味着,每次在春天播种,都能保证我们在暮夏或初秋收获到果实呢?大多数情况下,回答是肯定的。不管怎么说,如果播种种子和收获谷物的可能性不是很有利的话,首先我们就不会播种。然而,某些年内干旱或者其他极端的天气条件会严重影响谷物的收成,更为极端的情况下还会完全摧毁谷物的生长。对于我们的市场的季节性方法,道理也是一样。大多数情况下,这种方法是有效的。关于这一点,可以从第7章中我们测度的收益率中看出来。然而,也有例外,那就是市场不以传统的和我们预期的方式对经济和货币环境做出反应。1968年有一个显著的例子,在这一年里,与经济状况所预示的相反,利率一度大幅反弹。这些例外是事实,任何一种方法都存在这样的问题。然而,我们可以通过两种方法来将损失最小化:首先,我们以长期趋势指标的形式设置了安全舱口,就像飞行员拥有一个弹射机制一样。其次,在经济周期的过程中,不同的金融资产以它们独特的方式运行,但偶尔也会协同运

行。我们可以使用这些关键关系的比率来进行交互检验。

举一个明显的例子,在一个经济周期(4年)的通货膨胀部分,商品与债券之间的比率可能倾向于商品反弹;而在通货紧缩部分,债券价格将会上升。这些市场之间的关系对于我们的方法非常重要,因为它们再次检验了经济和货币指标会告诉我们将会发生什么事情。记住,只有市场和市场动态才拥有最终的发言权。举例来说,法律可能会保护你走人行横道的权利,但是当一辆汽车驶向你的时候,你需要让开道路。当你被撞死的时候,法律保护是没有任何意义的。因此,如果经济和货币指标指出了一个发展方向,但是市场自身不对经济和货币指标做出反应或者朝着指标预示的反方向发展,我们就必须和市场的决定保持一致,因为我们的钱都在市场里。我们不是投资于经济和货币指标。是市场参与者对于新出现的基本面因素的态度,而不是基本面本身起着决定性的作用。如果基本面因素是唯一的考虑因素,市场泡沫或破裂就不可能存在,因为理性思考将会占据支配地位。泡沫和破裂是非理性的,就像市场参与者有时也是不理性的一样。

市场的定价过程是人们着眼未来并预期会发生什么事情的一个过程。所有市场参与者的希望和担心,不管是真实的还是潜在的,都反映在一件事情上,那就是价格。人们不会等待事情的发生,他们会提前考虑到事件和新闻的影响。这就是我们解释当有利的收益方案宣布后,股价会下跌的原因。在这种情况下,市场已经预先考虑过了好消息的影响,参与者已经在期待下一个发展了。如果下一个消息不是有利的话,他们就会出售股票,价格就会下跌。另一方面,如果收益比较少的话,股价就会反弹。通常,这是货币经理知道接下来市场会有失望表现的结果。因为他们不知道市场令人失望的程度,所以他们会推迟自己的购买行为直到坏消息发布之后。如果这是在合理预期的范围内,他们会马上从公众手中购买股票,而公众由于这个没有预期到的坏消息会急于出售股票。

在本书中,我们主要考虑固定收益证券和股票。然而,由于允许散户(小投资者)很方便地购买一揽子商品和黄金的新投资工具的推出,这也成了我们研究的一个相关领域。我们将会近距离地考察这些有助于我们达到这些目标的金融工具,同样也会解释经济周期的运转方式和特定经济阶段的投资含义。极大程度上,我们会讨论交易所交易基金(ETF)。本世纪初ETF基金开始得到投资者的青睐。它们像股票一样,在主要的交易所挂牌,并每天在这些交易所内交易。当交易所开业时,它们像任何其他挂牌的资产一样连续不断地更新定价。它们与开放式共同基金不同,因为开放式共同基金是每天进行一次定价。大多数ETF基金还支付股息。然而,它们借以出名的却是,它们实际上是一揽子完全复制一个指数的特定股



票。这是市场的一个标准,就像标准普尔指数(S&P)或者一个特定的行业一样,比如能源、金融等等。这些 ETF 基金工具还应用于债券、黄金和非美国股票指数。现在共有 200 多种 ETF 基金,而且这个数量还在逐年增多。所以,ETF 基金代表的是一种快速、简便和廉价地持有以特定指数为目标的一揽子多元化证券的方式。

## 战略性资产配置 vs 战术性资产配置

一个成功的投资战略的目标应该是收益最大化,但是不以承担不适当的风险为代价。达到这一目标的一种方法是将资产配置于几个不同的投资种类上。“不适当”的风险的程度取决于投资者个体的心理承受能力、财务状况和所处的人生阶段。如果你是年轻人,那么你就能比退休的人承担更大的风险,这只是因为你能从急剧的损失中恢复过来。时间是站在你这一边的。另一方面,如果你快退休了,你将不会拥有充裕的时间。换句话说,一个高收入的主管可以不依靠于目前投资组合的收入,而一个依靠工人抚恤金生活的残疾人则不一样。因此,主管的财务状况会允许他采取一种更为激进的投资态度,如此等等。

最初的资产配置过程涉及两个步骤。首先,有必要对前面段落所提到的 3 个方面进行一个总体判断:个人性格、财务状况和所处的人生阶段。从这 3 个方面,你可以建立一个总体的目标。这个目标是目前的收入呢,还是资本增值,或者是两者兼顾?如果你选择的是资本增值,重要的是你拥有安全渡过市场严重下跌过程的个性品质。或者是,为了能睡得更踏实一些,你宁愿承担较小的风险?只有一个人能做出这样的决定,那就是你自己。那么看看你的财务状况、个人性格和所处的人生阶段,自己做出决定吧。这个决定投资目标的过程就被称作“战略性资产配置”。这是确定你投资政策总体目标的一个过程,当你的生活状况改变时你应该定期进行检查。在本书的最后一章里,我们就这方面提供了几个指导方针。

“战术性资产配置”是这样一个过程,那就是,随着经济环境的变化,投资组合中每类资产的比例都随之改变。因而,年老的人会主要关注于资产的收入和安全性,而年轻人则关注于资产所承担的风险和资产增值。当有利于股票市场的经济周期阶段出现时,两者承担的风险都会增加。他们之间的区别是,保守的投资者会持有较小的股票头寸,比如投资组合的 10%~30%。而与之相比,风险承担者会将他们的股票头寸从 50%增加到 80%。事实上,他们两者都通过战术性资产配置过程提高了股票资产的配置,但是战略性资产配置决定了更加保守的投资者将他们非常低的风险水平提高到低的风险水平;而年轻的投资者将高的风险水平提高到

了非常高的风险水平。

我们可以再次回到一个季节性的类比。举例来说,佛罗里达州和新英格兰州的人们对于拥有什么样的衣服进行战略性决策。新英格兰州的人会拥有大量的棉衣、厚毛衣和滑雪衫;而佛罗里达州的人将只有薄的夹克,偶尔也会有薄毛衣。然而,在冬天两个州的人们都会穿上冬衣。这就是战术性的选择。新英格兰州人会穿上他们厚重的大衣,而佛罗里达州的人将把短袖衬衫和短裤换成长袖衬衫和长裤,可能还有薄的夹克。他们都将衣服资产配置成冬天的模式,因为这是冬天。然而,新英格兰人穿得更厚一些,这是因为当地的气候要求执行这样的穿衣战略。

## 我们为什么需要配置资产

为什么要配置资产,有3个方面的原因。第一,众所周知,当投资组合分散于几个不同的资产类别时,风险将会降低,这是一个投资原则。很容易理解,如果你的投资组合只拥有一只股票,当这家公司破产时,你就会失去你的全部投资组合。另一方面,如果你拥有8只股票,当一家公司破产时,你的投资组合会受到损害,但这不是致命的。支持资产配置的第二原因是,充分利用一项资产有吸引力的时间阶段,避免这项资产没有吸引力的时间阶段。最后一点,投资获得成功的关键是:就像获得知识一样,投资是与自己进行交易,必须时刻保持客观。慢慢地,小心谨慎地将重点从一种资产转换到另一种资产,将有利于减少决策过程的情绪化程度。我们在本书中提供的季节性的方法和框架将会给你自信,让你知道自己处于经济周期的什么阶段以及将会发生什么情况。资产之间的转换和平衡将会是个更容易理解的过程,从中你能获得更高层次的自信。

## 资产配置的季节性方法

本书相当多的部分都是在讨论投资组合资产配置的最优化,这个资产配置过程是基于不断展现的每个经济周期的变化特征的。这个方法的应用有两个假设。第一也是最重要的假设就是经济周期是持续出现的。经济周期已经成为贯穿经济历史的事实,不仅仅在美国,在其他的资本主义国家也是一样。典型地,经济周期从一个低谷到下一个低谷的时间跨度大概是4年。经济周期也是人性的反映,在经济衰退时期,商人中弥漫着悲观情绪;而在繁荣时期,人又被贪婪和非理性所牵制。由于人性具有或多或少地持续性,没有理由相信经济周期将会消失。毫无疑问,每个连续的经济周期的性质会与以往的经济周期不同,但是除非人性经过一

场彻底的改变,否则经济周期将会永远地伴随着我们。

第二个假设是,每个经济周期都会通过一系列依时间顺序发生的事件表现出来,而每个事件都会较大程度地影响特定资产类别的表现。稍后我们将会查看这些事件,并揭示如何判别它们。像日历年度的季节一样,经济周期也会提供购买和出售(清理)特定资产类型的最佳时机,这些特定资产类型包括债券,股票,商品,甚至股票市场的单个部门。如果你对适合当地土壤和气候的某种谷物比较熟悉,知道什么时候播种和收获,在排除不可预见的自然灾害的情况下,应该就可以获得合理的收成。成功的投资与成功的农业种植一样,这是同样的道理。如果你了解不同资产类型的特征,并能在经济周期中识别出它们通常具有较好表现的阶段,你就能在承受相关风险的情况下获得比其他投资者高很多的收益。由于经济周期的季节在长度和深度上会有变化,所以它们不像日历年度的季节那样容易预测。我们还必须承认有时候我们的方法会失灵。不幸的是,这也是个事实。然而,我们提出的指导方针将会为确定不同的经济周期季节提供足够的信息,同样也为预期每个资产类型在特定的经济周期阶段里的表现提供了足够的信息。我们将会发现什么时期应该关注股票而不是债券,以及什么时期应该关注于市场的哪个部门。对于大多数农民来说,冬天是较少进行生产活动或者没有生产活动的时期。这是因为大多数谷物在冬天生长的风险太高。同样地,经济周期中也有类似于冬天这样的季节,在这样的季节里任何资产的风险都应该控制在最小的程度。这就意味着全部持有现金,等待着下一个投资机会。

## 成功的投资在于对知识的应用,同样也需要心理承受能力

阅读像本书这样的书籍,获得关于市场为什么上涨和下跌的知识,这是相当容易的事情。纸上谈兵,击败市场不是那么难。关键在于日复一日地应用这些知识,克服我们自身的心理缺陷,这才是很难做到的。原因在于,一旦你的钱被用于投资时,你的情绪也投入其中了。在钱被用于投资之前,资产价格的下跌不会令我们感到烦恼;但是一旦我们进行了投资,资产价格下跌,人性就会受到这种价格下跌的负面影响。想一想,能否睡个安稳觉这样的小事就是个例子。如果稍有一点价格下挫你就会在错误的时间抛售,那么从事一项潜在获利性很高的投资就没有什么意义了。对于我们每个投资个体来说,评价自己的风险承受程度以及与这风险相关的收益是非常重要的。因为投资目标和承受风险的能力取决于我们自己的财务状况、个人品性和所处的人生阶段。胆小的人不会将自己置于大的风险之中,退

体的人也不会从投资中获得大部分的收入。出于同样原因,你可能是这些人中的一员,这些人在牛市的初期积极活跃地投资于高质量的“迟钝的”蓝筹股。而你对于这些投资在牛市初期的不良表现感到困惑,并决定转向投资于价格已经上升至一定高度的更积极的股票,而这恰恰又是在错误的时间。关键是要提前决定你能承受风险的程度,如果你能建立此类的个人心理特性,并据此操作,你成功的概率无疑会更大。举例来说,在一开始就对你承受风险的能力进行一个现实的评估,将会提醒你随后进行突然且冒险的资产转换是危险的。关于这点的一种方法是从一开始就设计一个更具进取性的投资组合。某种程度上,这个投资组合会适合你快速获取财富的需求。

如果我们持续不断地关注最新的市场价格,情绪化的程度将会加强。这将使我们对于市场的上升或下降形成膝反射式的反应。这意味着,我们将从高度的客观性变成主观性,并随着时间的推移慢慢失去自己的主见。当然我们也不能完全不顾市场的变化情况,因为经常敏锐地观察市场的变化也是投资过程重要的一方面。然而如果我们过于紧密地关注市场,我们就会倾向于对市场发生的事情和价格变化产生反应,而不遵循仔细制定的计划,根据计划我们应该对更长期、更有意义的情况做出应对。如果你发现你总是在改变自己的主意,那你就可能是失去自己的主见了。问题的关键在于设定现实的目标,并慢慢地朝着目标努力。根据你所遵循经济指标的变化,对于你的投资组合进行逐渐的、系统性的调整。进行大的、频繁的改变是最容易丧失主见的。

这里描述的方法有助于我们朝着这个方向前进。首先,接受资产配置原则和季节性的方法就意味着建立了理性的投资目标,并采用了投资计划。如果你确定了一个投资计划并坚持实行,那么你就不大可能会受到市场上最新消息和投资风潮的干扰。在普林格·特纳资本管理公司里,我们非常愿意扩大管理的投资金额,但是却不会以接受不赞成我们投资方法的客户为代价,从而扩大所管理资产的规模。如果相信我们的方法,他们就会更加理解我们的投资思路,并长期信赖我们。个体投资者的情况也是这样。如果你理解和掌握了我们这里描述的投资方法中的一种,你不仅会对未来更有自信,而且你的资产配置会更加客观和系统,从而更具有收益性。作为成功经纪人的一个关键方面是对于自己出售的产品拥有全面的理解和自信。而作为成功投资者的一个关键方面就是对于自己应用的投资方法要有全面的理解和自信。如果没有自信的话,当投资不像预期一样顺利时,你就会很容易地偏离正轨。

如果你理解了 this 投资过程,你将会知道对于长期来说,什么是重要的,什么

是不重要的。举例来说,最近几年每月的就业人数指标都不大好。然而就业人数是经济的同步指标。他们是经济处于什么状态的指标,而不是经济将去向哪里的指标。尽管这个经济序列指标的突然变化会在短期内影响市场,但是它们却很少会成为经济基本面变化的信号。根据这些数据做出变化无常的反应,将会为依据经济起落的滞后指标做出投资决策的投资者提供买入和卖出的机会。

另一方面,资产配置过程是一个缓慢却稳定地根据经济状况出现变化的迹象在资产类型之间转换的过程。这些有规则的转换意味着情绪的上下波动将会不那么强烈,因为任何特定变化的风险都将受到限制。

有些投资者在非常短的时间内取得了非常好的投资表现,为了做到这一点,他们必须在交易时间段内 100%关注市场变化。我们大多数人都无法做出这么高强度的努力。幸运的是,历史经验表明,大多数成功的投资者都是关注于长期的投资者,这里我们所谓的长期是指 6 个月或者更长的时期。我们都知道,媒体倾向于美化最近季度内比同类表现得好的货币基金和共同基金。事实上,投资在短期内的良好表现受偶然因素的影响较大,或是受这类基金经理所推崇的投资哲学和投资风格的短期成功的影响较大。那些擅长投资于较小公司的投资者在这些公司的股票开始流行时,注定会获得良好的投资收益。我们都感受到的最大诱惑就是将自己的投资表现与最新的投资明星相比较。这样的比较注定是没有意义的。研究表明,多数基金经理的投资表现都赶不上市场整体的表现,只有极少数基金经理除外。同样值得一提的是,那些在一个阶段内战胜市场的基金经理在下一阶段很少会继续获得成功,这只是因为投资方式和流行的投资热点发生了改变。

对于许多投资者来说,一个普遍的问题不是进入一个投资头寸,而是从一个投资头寸退出。购买决定通常是基于理性的逻辑,但是投资者很少会问自己,如果他们的预期不能实现,在什么情况下他们应该出售(清理)自己的头寸。针对这种状况建立一个参照基准,是进行风险控制的最基本要求。参照基准使投资的开放式风险转换成了可以管理的,能够被认识到的风险。而应用的这个标准是基于市场价格,经济指标,还是价值评估,这些都没有关系。关键的一点是,这些标准应该合乎逻辑,有非常好的准则,不仅能帮助你确定特定的风险,而且还能使你知道投资风险是处于一定限度之内的,从而使你能在晚上安然入睡。

如果你认为快速、急剧地在资产之间转换对于战胜市场是必要的话,那你就需要重新考虑一下这个问题。事实上,任何成功都是通过逐步累积才获得的。对于市场来说,乌龟所采用的逐渐的、持续的重新配置资产的方法在长期内会击败投资的兔子,这是个值得强调的事实。

# 1

## 货币管理的一些基本原则

### Some Basic Principles of Money Managements

**多**年以前,我一个客户和他的瑞士银行家一起从机场驱车出来。我们正温习在不到6个月的时间内我们所取得的难以置信的投资成绩。他说,为了获得如此好的投资成绩,我不得不承担大量的风险。自从那以后,这句话就一直在我的脑海中,因为在那之前风险还不在我的考虑范围之内,然而降低损失和管理风险却是投资的首要原则。我原来只关注于投资的收益方面,基本上没有考虑过风险。我已经为我的客户赚了很多钱,这不是因为我有任何特殊的技能,而是我有特别好的运气。杠杆有两个方面的作用,而我只是享受到了它肯定的一面。我很快知道了投资的消极的一面,但这是另外一件事情。这里并不是在强调,当投资者将钱投向市场时,大多数人都只关注于他们能赚多少钱。而专业投资人士在进行投资之前,总会先问一下为了实现这样的目标他需要承担多大的风险。如果他们觉得投资风险太大的话,就不会进行这项投资。

这意味着,一旦你确定了进行特定投资的状况是有利的话,在投入资金进行



投资之前的最后一个步骤就是设立一个退出战略。如果你赞同市场分析的技术性方法的话,你就会寻找一个图形上的点,在该点之下市场趋势将会发生改变。止损点将会随之设定。如果你不是以技术分析为导向的投资者,那么你将不会设定一个特定的价格水平。你会以另外的方式处理这个问题,你会寻找你为什么投资于这个特定资产的原因,并确定如果这些条件不再生效的情况下会发生什么事情。你会在内心演练一下,如果发生什么情况,什么时候发生,你会执行退出战略。在实际的情况中,我们不得不执行这种风险管理战略,进而在更高程度上管理整个投资组合的风险。

有多种方法进行风险管理。最明显的方法就是将投资组合分散为几种资产类型,从而分散投资风险。第二种方法就是控制你投资组合的波动性。股票有较高的潜在收益,但也会有与收益相当的风险程度,这就被称作波动性。减少这类证券的数量明显就会降低风险。第三种方法就是只有当经济状况有利于该类资产时才投资于该类资产。你不会在冬天大地都覆盖着冰雪时播种。同样地,当经济环境不利于某类资产时,就不要买进该类资产。前两种方法会在本章中讨论,而第三种方法将贯穿于本书的其余部分。那么,首先让我们开始看看多元化的投资原则吧。

## 多元化投资

有一个广为人知的谚语,那就是不要把所有的鸡蛋都放在同一个篮子里。这个原则非常适合应用于投资过程。这是因为,同时投资于多个资产或资产类别会在你持有的一种资产未能像你所预期的那样盈利时,为你的投资组合提供缓冲。

多元化不仅仅指购买不同的股票。它也涉及现金、债券、通货膨胀对冲资产,如此等等。投资组合里还应该包括房地产、石油租借年金(oil leases annuities)、以及其他种类的资产,但是这些都超出了本书的讨论范围。我们这里只涉及债券、股票和与商品有关的资产,因为它们都是流动性强、能够自由交易的,并且会定期调整至市场价值的资产。

配置资产的一种方法是我们称之为“静态”的方法。在这种情况下,我们每种资产都持有一些,并且从不出售。在2000~2003年这样的熊市,或者在1987年一夜之间股市下跌了25%这样的金融危机中,这样的投资组合受到的损失会很小。同样,这样的投资组合也能分享开始于1981年的债券大牛市,以及1970年代至1980年代黄金市场的牛市等等。然而,这种方法却有两个缺点,我们这里不是指如此操作会让经纪人和金融规划师失业。首先,如果特定的资产类别确实表现得好,

应该增长这类资产在投资组合中所占的比例,这个比例会超过最初的比例。更为严重的是,这种超比例的资产配置可能碰巧发生在错误的时间内,比如当这类资产处于价格顶峰的时候。我们这里的目标是当这类资产价格处于底部的时候,而不是在价格处于顶部的时候,增加该类资产的比重。总之,投资组合必须进行调整,或者这种静态的方法会导致资产组合的不平均,如果不是损失全部,那也会损失多元化资产质量的大部分。

同样不好的是,静态方法不能抓住新出现的投资机会,也没有为价格下降风险提供一点保护。没有一种方法是完美无缺的。然而,当太阳依然闪耀的时候准备干草是没有意义的吗?换句话说,当经济、技术、心理和货币环境向积极的状况好转时,为了充分利用这样的机会,改变资产配置平衡是很有意义的。

货币管理过程中的一个关键目标是尽可能地提高风险/收益比率。完全避免投资风险是不可能的,但是如果你能在不放弃太多收益的情况下控制风险,那么你将能更容易地获得投资的成功。大多数的购买良机出现在市场消息最为不利,市场参与者出售持有的股票以对市场消息做出反应的时候。度量这种波动敏感性的一种方法是画出两年期的价格变化图。当这个指标处于最低点时,这意味着情感指数是极端消极的,事实上没有人愿意持有股票。图 1-1 显示了回溯至 1900 年的价格变动历史。当价格变动率(ROC)低于 $-25\%$ ,并随后反弹超过这个水平时,这通常就是进入市场的一个低风险时机。例子中用向上的箭头表示出来。尽管这个

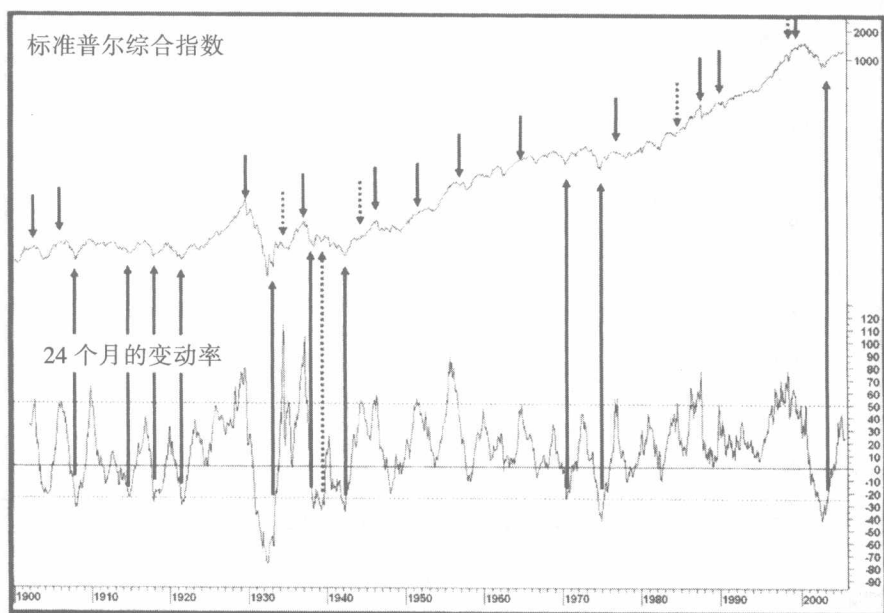


图 1-1 标准普尔综合指数和 24 个月的变动率(来源:Pring.com)

技巧在过去 100 年中表现得很好,但是没有一种投资技巧是完美的。仅仅看一下 20 世纪 30 年代末期,一个虚线的向上箭头给出了错误的购买信号。同样地,当价格已经上涨了很长的一段时间,投资者就会对他们的方法更加自信和草率。这就是风险最大的时候。图中清晰地显示了当该指标已经上升了 50%,随后下跌的几个例子,风险非常高,收益是负的。

这些例子已经在图中用向下的箭头表示。几个虚线的向下箭头显示了错误地预测了市场趋弱的情况。

图 1-2 反应了同样的数据,从这些指标得出的 24 个月中的年收益率以 y 轴表示,风险以 x 轴表示。我们所处的应该是高收益、低风险的位置。实际上,应该尽可能地向左上方移动,西北象限是广为人知的投资区域。应该避免的位置是东南象限,这里风险高,而收益低或者是负值。很明显,在现实生活中达到西北象限的极端位置是不可能的,因为市场总是试图处于出清状态。幸运的是,我们运用的一些技巧能帮助我们朝这个方向移动。可以通过多元化投资以及在经济周期中的适当时机增加特定资产的比重,来达到这一点。最后一个方法是在资产价格处于历史低点的时候买入,在资产价格处于历史高点的时候卖出。这并不意味着在资产价格底部买入,在资产价格顶部卖出,因为价格低可能会变成更低,价格高可能变

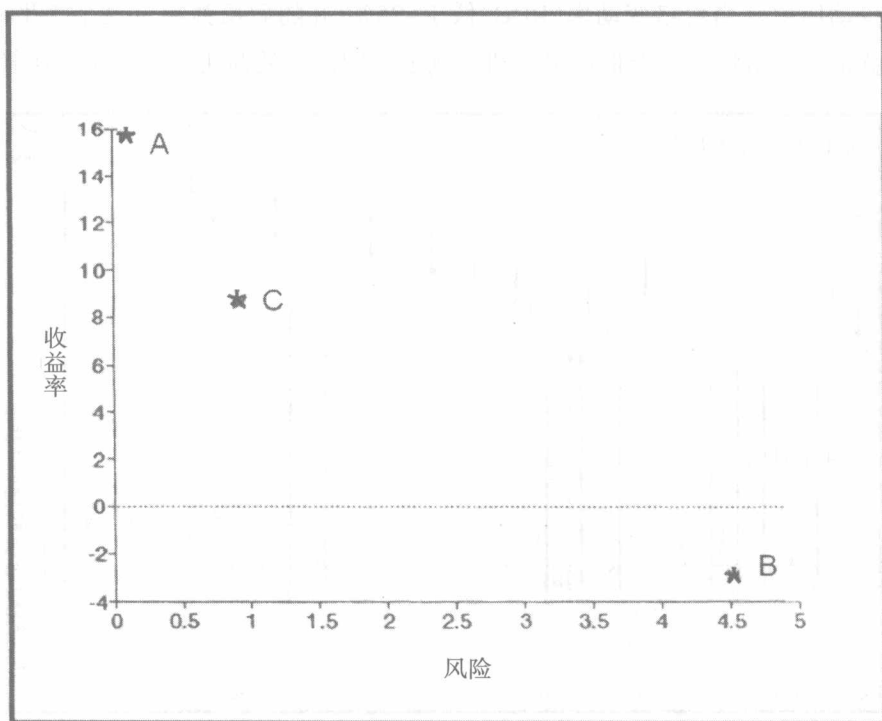


图 1-2 标准普尔收益率 vs 对应的风险,1948 年~1991 年(来源:Pring.com)