

HZ BOOKS  
华章经管

Mc  
Graw  
Hill

九成专业投资者的赢利关键  
写给普通人的重要投资启示

# 有效资产管理

## The Intelligent Asset Allocator

How to Build Your Portfolio to  
Maximize Returns and Minimize Risk

华章经典 · 金融投资

William J. Bernstein

〔美〕威廉·J·伯恩斯坦 著

王红夏 张皓晨 译

最著名的  
资产配置  
科普书



机械工业出版社  
China Machine Press

# 有效资产管理

## The Intelligent Asset Allocator

How to Build Your Portfolio to  
Maximize Returns and Minimize Risk

华章经典 · 金融投资

William J. Bernstein

〔美〕威廉 J. 伯恩斯坦 著  
王红夏 张皓晨 译



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

---

有效资产管理 / (美) 伯恩斯坦 (Bernstein, W. J.) 著; 王红夏, 张皓晨译. —北京: 机械工业出版社, 2013. 2

(华章经典·金融投资)

书名原文: The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximize Returns and Minimize Risk

ISBN 978-7-111-41001-0

I. 有… II. ①伯… ②王… ③张… III. 资产管理 IV. F830. 593

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 317599 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: 01-2012-5184

William J. Bernstein. The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximize Returns and Minimize Risk.

ISBN 0-07-136236-3

Copyright © 2001 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

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 © 2013 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. 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-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。

版权©2013 由麦格劳-希尔教育(亚洲)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 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:赵陈碑 版式设计:刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 2 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 12.75 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-41001-0

定 价: 39.00 元

---

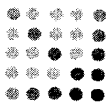
凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261; 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com



## 译者序

Foreword

中国股市发展至今已有 20 余年的历史，从初期的监管制度不完善到今天法律法规的规范，中国股市发展逐渐趋于成熟，人们的投资理念也在发生变化。2001 年之前的中国股市没有价值投资的概念，基本上都是消息层面的短线投资。之后，随着股改的完成、监管体制进一步加强与市场的完善，国外成熟的价值投资理论在中国证券市场得以应用。

“价值投资之父”格雷厄姆在早期的价值投资理论基础上发展了一套比较完整的现代价值投资理论框架，格雷厄姆称：“坚持合理的投资理念并得到很好的建议，个体投资者的业绩从长期来说会超过大型机构，对此我深信不疑。”股票市场每天的波动都是惊人的，这既是诱惑又是陷阱。诱惑产生了大量的投机者，然而格雷厄姆坦诚地告诫我们：“每个人都知道，在市场交易中，大多数人最后是赔钱的。”但同时市场的价值规律告诉我们：“短期经常无效但长期趋于有效。”所以“长期持有”是应对“市场波动”最简单又最实用的办法。价值投资是投资的核心思想。

本书作者威廉·伯恩斯坦秉承了格雷厄姆的价值投资理念，系统地阐述了价值投资在实际操作中的应用。本书从风险和收益的关系入手，论述了不同证券资产历史收益及风险关系，由此引出投资组合的构建，以及如何

根据市场价格变动对投资组合进行调整，作者指出市场时机选择和证券选择非常重要，但是资产配置及其调整是投资长期成功的关键性因素。书中还介绍了对冲操作或套期保值、国际资产组合以及外汇风险防范等问题。作者援引了大量翔实的历史数据对观点进行论证，内容具有很强的实践性及操作性。

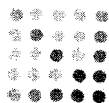
作者采用娓娓道来、循序渐进的叙述方式，用通俗的语言，通过大量的数据论证了价值投资观点。本书不但适合从事投资研究的专业人士，也适合普通大众阅读。读者能从书中很好地把握作者证券投资的方法与技巧并付诸实践。

在本书的翻译过程中，自始至终都得到了机械工业出版社华章公司的大力支持与帮助。同时，在翻译的过程中，刘岭、赵玉焕、董梅、易瑾超为本书的翻译提出了许多宝贵的意见，在此一并表示感谢。

书中的一切精彩论述归功于作者本人，书中的疏忽和遗漏之处由译者负责。敬请读者批评指正。

王红夏 张皓晨

2012年11月于北京



## 前 言

### Preface

1993年7月31日，我在《华尔街日报》（“关于钱的那些事儿”系列）上看到一篇关于检验1973~1992年各类资产配置绩效表现的文章。这篇文章是以T. Rowe Price金融集团<sup>①</sup>的研究为基础而写成的。文章使用的研究方法极其简单：从美国大型公司股票和小型公司股票、外国股票和美国债券中选取各种各样的搭配来构建虚拟的投资组合，并计算它们的收益和风险。这篇文章指出在这20年的时间中各种固定比例搭配的上述资产的绩效表现均超过了同期单一资产的绩效（同时也超过了绝大多数专业的投资管理人），并且它们明显有着更低的风险。我对分析结果感到困惑。T. Rowe Price金融集团慷慨地把它们用于计算的数据发给了我，我对此进行了分析。结果很令人惊讶：将4种资产以任何合理的比例进行搭配，其绩效表现几乎都超过了同期绝大多数专业的投资管理人。

例如，一个美国大型公司股票、小型公司股票、外国股票和美国高品质债券各占1/4的“傻瓜组合”比单独的美国大型公司股票（以标准普尔500指数为代表）要有更高的收益和更低的风险，而标准普尔500指数又要

---

① T. Rowe Price金融集团具有近70年投资管理经验，为全世界的机构和个人投资者管理着近3000亿美元的资产。该公司被列入标准普尔500指数的上市公司，是全球第二大上市资产管理公司。——译者注

比同期 75% 的专业投资管理人有更好的市场表现。

我深深痴迷于 T. Rowe Price 金融集团的数据，这里有一个简单的工具来弄清历史资产配置的绩效表现：收集各类资产以往的绩效数据，然后回过头来测量它们的收益和风险。让人失望的是，我找不到可以立刻完成这项工作的软件，我必须去建立自己的工作表格。我开始购买、寻求或者找人借各种资产的不同时期的数据，然后建立回溯到 1926 年的资产组合模型。

T. Rowe Price 金融集团和我自己的计算过程都包含了一个重要的内含假设，即投资组合要定期恢复平衡。恢复平衡很必要，因为组合中一些资产的绩效会好于其他资产，因而会改变最初各资产在组合中的比例。为了保持最原始的资产比例，一些绩优资产必须被卖出，然后用这些钱去买那些绩差资产。

大多数经验丰富的投资者都明白，成功的秘诀在于坚持以国内外股票和债券为主的广泛的资产配置策略。他们同样明白市场时机选择和股票或共同基金的挑选策略在长期是不可能实现的，它们会让人分心。换一种说法，去寻找外国股票、美国股票、外国债券和美国债券的比例要远比挑选所谓最好的股票和基金或者预测市场的高点和低谷重要得多。（之后我们将会看到，没有人能永远猜对市场的走势，也几乎没人能永远选对股票和基金。）

如果以上的话让你觉得很难相信，请思考接下来的这些事情：1987 年对美国股市来说不算个好年头。在那动荡不安的一年，美国大型公司股票（以标准普尔 500 指数为代表）仅仅获得了 5.23% 的收益，而小型公司股票竟然亏损了 9.3%。另一方面，外国股票获得了 24.93% 的收益。在那一年最笨的外国股票基金经理人都可以击败最具经验的小型公司股票选股人。1992 年，情况颠倒了过来，美国小型公司股票上涨了 23.35%，但外国股票则亏损了 11.85%。最后，1995 ~ 1998 年那些最大的美国成长股获得了空前的收益，并几乎击败了其他所有资产。

如果这些还不足以使你信服的话，你看看下面的例子。在 20 世

纪 80 年代末，加里·布林森——一位知名的投资管理人和金融分析师，和他的同事们发表了两篇关于 82 家大型养老金复杂的统计学研究。他们总结说基金收益中超过 90% 的部分都要归功于资产配置，而市场时机选择和股票与基金的选择技巧仅仅有着不到 10% 的功劳。换句话说，资产配置比市场时机选择和选股策略加起来还要重要 10 倍。近年来很多观察家提出 90% 这个数字太高了，可能资产配置的作用只占到投资收益的 50%。这类观点完全没有抓住重点。市场时机选择和选股策略当然很重要，但问题是过去没有人能够长期使用这些方法取得成功，以后应该也不会有。资产配置是影响你投资的众多因素中唯一可以掌控的因素。

分析师在预测股价及推荐个股与基金上浪费大量笔墨和时间实在是令人诧异。事实上，当布林森先生 1994 年出现在路易斯·卢凯瑟的《华尔街周刊》上时，他的评论大都关注于市场时机选择而几乎没有注意到资产配置策略。赌徒的本能深深扎根于人性深处，几乎没有人能抗拒对未知事件押注的诱惑。

那么，你究竟该怎样才能找到以最少风险获得最大收益的资产配置方法呢？答案是不可能。但也别灰心，因为其他人也不能，甚至连布林森先生，这位退休时掌控了比这个地球上任何人都多的资产的人，也对此无能为力。是的，你可以通过历史数据去研究哪些方法在过去行得通，但别把这个和哪些方法在将来行得通混为一谈。

稍后我们会回顾历史数据，并试图从中找出有用的关于投资组合的建议，但能学到的东西微乎其微。首先，股票比现金更有风险。其次，将来它们可能会比现金取得更大的收益，但收益肯定不像过去这么高，至少不会像近期这段时间那么高。再次，资产组合的分散化投资降低了风险。最后，尽可能指数化你的投资。

事实上，如果你懒得读完本书，仅仅是想要一个有用的投资组合方案，你可以参考以下建议：购买上面说过的由指数型基金构成的“傻瓜组合”——美国大型公司股票和小型公司股票、外国股票和短期美国债券基金各 1/4 的资产组合。指数型基金已经与电脑芯片和汽



油一样商品化了，它们可以在最大型的基金公司和“基金超市”中买到。我强烈推荐先锋基金。在每年的年末你应该重新调平你账户中的资产配置来让4种资产重新达到相等的规模，这样就足够了。建立账户大约需要15分钟，年度账户调平大概也需要15分钟，这一年中剩下的时间你就可以把投资的事情统统忘掉。如果未来的20年和过去的20年一样，那你的投资组合将要完胜75%的专业投资管理人。

1996年，我把这本书的第1版电子版放在了网上，并开始为我的网站——有效边界（Efficient Frontier，<http://www.efficientfrontier.com>）定期写点东西。读者的反应超出了我的预想。小型投资者对资产配置和组合理论信息的饥渴程度让我非常高兴，但我完全没料到会收到专业投资人的回复。他们告诉我大家都知道资产配置有多重要，但对其具体细节（如果你要实践的话该遵循怎样的路线）目前还不清楚。网络的魔力让我可以与无数人来分享我对资产组合理论的迷恋——他们中一些是名人，但大多数都不是。随后我又发布了本书的两版电子版。这些对原书的修订、网站上无数的信息以及有关投资和资产组合理论的许多讨论构成了本印刷版书籍的基础。

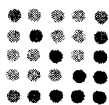
读者将会在本书中发现几处与之前电子版不同的地方。首先也是最重要的是，我对指数化的强调变得越发强烈了。我已经得出了一个结论，就是主动式资产组合管理就是骗人的把戏。尽管在某些领域，比如小型公司股票、房地产投资信托（REITs）和外国股票领域，主动式投资管理人似乎表现不错，但这些都是虚幻的表象。我删除了绝大部分阐述如何手工计算各种资产统计量的章节，因为电子表格和金融计算器已经使手工计算过时了。我认为手工计算可以帮助你更好地理解统计学概念，例如标准差，但如果你真想学到一些东西，你还是得在其他地方多下工夫。我也采用了一种新型算法来计算重新调平后的资产组合的收益，并因此开心地抛弃了我在前几版中一直沿用的电子表格最优化方法。

在过去的几年中，投资和电子商务相结合，为公众提供了大量眼花缭乱的投资工具和手段。不幸的是，绝大多数工具，例如基金超

市、在线交易和大量的证券研究，都相当于为投资者上吊自杀提供绳子。但对于谨慎的投资者来说，收益还是很大的。互联网的爆炸式发展带来了太多有用的服务，也使每个人无论通过电脑、网络还是电话都可以接触到现代金融最前沿、最杰出的理论和思想。其次，更重要的是廉价的指数化投资工具的迅速繁殖。现在甚至连最小规模的投资者都可以像最大型的投资者一样高效而低成本地建立投资组合。

我尤其要感谢乔纳森·克莱门特、罗伯特·巴克、弗兰克·阿姆斯特朗、约翰·莱肯法勒、史蒂夫·邓恩、斯科特·伯恩斯以及过去几年给我支持和建议的其他人。我将深切的谢意致予苏珊·莎琳，感谢她在投资管理方面过人的技巧和教给我的那些无价的金融知识。最后，我最想感谢我的妻子珍妮，没有她的鼓励和编辑方面的支持，本书无论如何都不可能完成。

威廉 J. 伯恩斯坦  
于俄勒冈州北本德



## 导 论

### Introduction

想象一下，你如果突然被送到了在一个从未去过的国家，当你正在寻找回家的路时，得知附近有一台崭新的、装备精良的、舒适且安全可靠的轿车。你拿到了车钥匙，并且得知驱车去几百英里外的一个机场，在那里有一架飞机等着接你回家。

你该怎么办？你会立即奔向轿车，开走它，并希望你可以幸运地找到通往目的地的道路吗？你犹豫了。你从一个乡巴佬变成了一辆豪华轿车的主人，本地居民一定会有所察觉。一些骗子聚在你身边想要给你提供建议，你会相信他们吗？

但愿你没有像上面说的那样做，而是去找最近的一家书店，买张详细的地图，并且规划出通往机场最快捷的路线，只有这样你才算是找对方向了。

大多数投资者发觉他们自己处在一个与此非常类似的情形中。很多人选择了最先看到的那条道路，大胆地开始他们的投资生涯（通常是把大量的资本投入一个接近或已经达到最高点的高风险市场）。他们很少会弄明白自己的方向在哪里，以及怎样到达终点。更多人知道他们迷路了，却把找到方向的希望寄托在陌生人（比如“财务专家”或者“理财规划师”）的仁慈和专家式的意见上。但通常，这些“专家”的兴趣与他们的客户是有很大的区别的。

学会靠自己进行成功的投资类似前面虚构的旅行者成功地从一个城市到达另一个城市。使用地图是一种简便的方法，接下来我会简单介绍。该路线将会按精确的顺序依次通过特定的地标，每个地标都会在它各自的章节中描述。旅程有时是缓慢而且艰苦的，并且不存在捷径。本书不应该泛读，而应一页页、一章章地井井有条地精读。

## 地图

(1) 做一个深呼吸，用几周或几个月甚至更长时间抛开手头所有工作，把所有时间用来完成以下步骤。你不用急着彻头彻尾地改变自己的资产配置，你可以用一生中余下的时间将事情打理有序，将时间用在学习和规划上是很值得的。

(2) 理解金融市场中风险和收益的本质以及二者的基本关系。

(3) 了解各种各样投资类型的风险和收益的特征。

(4) 明白分散化投资组合整体的市场表现和组合中单个资产的表现有很大不同，就好比蛋糕的口味和起酥油、面粉、黄油以及糖的味道之间的不同。这叫做资产组合理论，它对你在未来取得成功至关重要。

(5) 估算你能够承担多大的风险，然后学会怎样用资产组合理论去量身定做一个在该风险水平下能够取得最大收益的投资组合。

(6) 现在你已经做好购买股票、债券和共同基金的准备了。如果你已经成功完成了上述任务，那这一步是目前为止最简单的了。

在你的旅程中，本书会一章章地带你完成上述步骤，并将助你寻找到清晰有效的终身投资策略。

尚未对资本市场中的风险和收益以及资产组合理论有深入理解时，你的投资能成功吗？当然可以，而且很多人已经这样做了。没上过课就能学会游泳和开飞机也并非不可能，但我并不建议这样做。

## 怎样阅读本书

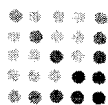
本书不是格里森姆<sup>⊖</sup>的小说，想要掌握本书中的内容是需要花一些工夫的。每一个章节都为下一个章节构建了基础，因此本书必须被一页页、一章章地阅读，不允许跳过某些章节。最理想的情形是，你在度假时带上本书，并在每天早上思路清晰的时候首先阅读本书。阅读一个小时左右就可以停下，等到第二天再继续阅读。

拥有较强的数字处理能力会对你的阅读有所帮助，但这不是必需的。一些关键的数学概念和技巧都在几个单独的“数学细节”中进行了详细描述。如果你没时间或者对数学不感兴趣，那这些“数学细节”你可以跳过不读。

本书最重要的是第9章“投资可以用到的资源”。投资需要终身学习，我期望本书可以激发人们的热情，推动他们在这个领域进行更深远的探索。

---

⊖ 约翰·格里森姆（John Grisham，1955—），美国知名畅销小说作家，作品多是以法律为题材的惊悚小说，其中多部小说被拍成电影。——译者注



## 目 录

Preface

译者序

前 言

导 论

### 第 1 章 总论 /1

标准差 /5

### 第 2 章 风险和收益 /9

个人资产类别：1926 ~ 1998 年 /9

每个人的子孙都理应富有 /16

1970 ~ 1998 年的资产分类 /18

历史收益的问题 /22

### 第 3 章 多元资产投资组合的市场表现 /28

弗雷德叔叔提供的另一种选择 /28

简单投资组合市场表现的建模分析 /30

两种以上的完全不相关资产 /34

### 第 4 章 真实世界中投资组合的市场表现 /39

研究复杂投资组合的市场表现：风险—收益图 /39

再次拜访弗雷德叔叔 /48

小型公司股票 VS 大型公司股票 /50

有效边界 /52

那些专家们 /56

## 第 5 章 最优资产配置 /60

最优配置的计算 /61

更多的坏消息 /67

用小型公司股票进行国际化分散投资 /70

资产配置：三个步骤 /71

## 第 6 章 市场有效性 /80

从  $\alpha$  人到猿人 /84

为什么基金经理们表现如此差劲 /85

案例分析：1 月效应 /88

指数化解决方案 /90

幸存者偏差 /96

你是否纳税 /97

投资简报 /98

与市场先生的较量 /100

不完全的随机游走 /101

这一切意味着什么 /103

阴阳 /103

## 第 7 章 那些零碎的话题 /105

价值投资 /105

在新世纪投资 /117

新的范式：道琼斯指数 36 000 点 /120

套期保值：货币效应对外国股票持有人的影响 /125

动态资产配置 /129

行为金融学 /131

## 第 8 章 执行你的资产配置策略 /135

选择你的资产配置 /135

纳税筹划 /137

指数化：先锋基金和 DFA 基金 /138
债券 /143
国债阶梯 /144
确定资产的精确配置 /144
执行你的计划 /146
一劳永逸的基金 /153
退休——最大的风险 /156
哈利表弟来征求你的意见 /164
<b>第 9 章 投资可以用到的资源 /166</b>
推荐书单 /166
对资产配置者有用的网站 /170
<b>附录 A 做你自己的投资组合分析师 /172</b>
<b>附录 B 资产间的相关系数 /174</b>
术语表 /177
参考文献 /185



## 总 论

想象一下你正在为你富有但性格古怪的弗雷德叔叔打工。他是一个认真善良的雇主，当你在他的公司工作多年后，他决定让你加入公司的养老金计划。你现在 30 岁了，将要为叔叔工作 35 年直至 65 岁退休。每年他都会为你的退休金账户支付 5 000 美元，你有两种投资方案可供选择，需要提前做出决定。

选择一：3% 年利率的银行存款单。

选择二：一个非常奇怪的选择——在每年年末，弗雷德叔叔会投掷一枚硬币。如果正面朝上，这一年你将会获得 30% 的投资收益；如果是背面，你将会损失 10%。这个选择被称为“弗雷德叔叔的硬币投掷”，或者更简单地被称为“硬币投掷”。

第一个选择给了你固定的收益，事实上 35 年之后，这是绝对确定的一笔收入。如果你能熟练使用金融计算器，几秒钟后就能算出这个选择将会带给你 302 310 美元的收入来供你安度晚年。你会发现通货膨胀将会使你这一大笔钱的未来价值缩水，事实上，如果通货膨胀率是 3%，在当前的购买力下你就只剩下了 107 436 美元。

第二个选择起初会使你迷惑不解。你辛苦挣得的退休金随着一枚