



跟随 美联储投资

INVEST
WITH THE
FED

Maximizing Portfolio Performance by Following Federal Reserve Policy

CFA 协会推荐

一本书读懂美联储与投资品种的连带投资关系

[美] 罗伯特·约翰逊 杰拉尔德·詹森 路易斯·加西亚-菲乐 著 郑磊 译
(Robert R. Johnson) (Gerald R. Jensen) (Luis Garcia-Feijoo)



机械工业出版社
China Machine Press

跟 随 美联储投资

INVEST
WITH THE
FED

Maximizing Portfolio Performance by Following Federal Reserve Policy

[美] 罗伯特·约翰逊 杰拉尔德·詹森 路易斯·加西亚-菲乐 著
(Robert R. Johnson) (Gerald R. Jensen) (Luis Garcia-Feijoo)

郑磊 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目(CIP)数据

跟随美联储投资 / (美) 罗伯特·约翰逊 (Robert R. Johnson), (美) 杰拉尔德·詹森 (Gerald R. Jensen), (美) 路易斯·加西亚-菲乐 (Luis Garcia-Feijoo) 著; 郑磊译. —北京: 机械工业出版社, 2017.5

书名原文: Invest with the Fed: Maximizing Portfolio Performance by Following Federal Reserve Policy

ISBN 978-7-111-56704-2

I. 跟… II. ① 罗… ② 杰… ③ 路… ④ 郑… III. ① 美国联邦储备系统—研究
② 资本投资—研究 IV. ① F837.123 ② F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 084203 号

本书版权登记号: 图字: 01-2017-2051

Robert R. Johnson, Gerald R. Jensen, Luis Garcia-Feijoo. Invest with the Fed: Maximizing Portfolio Performance by Following Federal Reserve Policy.

ISBN: 978-0-07-183440-7

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. 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.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education 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 © 2017 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。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。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区)销售。

版权 © 2017 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

跟随美联储投资

出版发行: 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: 杜若佳

责任校对: 李秋荣

印刷: 北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版次: 2017 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 15

书号: ISBN 978-7-111-56704-2

定价: 55.00 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

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

华章经管 | HZBOOKS | Economics Finance Business & Management



献给海蒂，我生命中的挚爱与挚友。

——罗伯特·约翰逊

献给我的家人，特别是我的妻子与灵魂伴侣佩妮，
还有我的儿子泰勒和我的女儿艾丽莎。

——杰拉尔德·詹森

献给我的双亲卡曼与曼纽尔，以及我的今生挚爱伊
莉莎。

——路易斯·加西亚-菲乐

|译|者|序|

I N V E S T W I T H T H E F E D

做投资的人无疑必须深入理解宏观经济环境。对于一个国家来说，宏观经济环境就是其货币政策和财政政策，以及产业结构、经济增长指标等。在经济全球化的今天，宏观经济环境不仅仅局限于一国之内，我们还需要深刻理解和把握全球最大经济体——美国的宏观经济政策。其中变化空间最大的是美国货币政策，它是由一家半官方机构——美联储（Fed）负责制定的，而美联储就是美国的中央银行。

迄今为止，美国仍是全球经济的领头人。美元是美国中央银行发行的，但美元的问题已经不再是美国人的问题，而是全球的问题。“美国经济打个喷嚏，全球经济都会感冒”。这就是对当前世界经济格局中美国地位的贴切写照。

所以，这本书并非只是写给美国投资者看的，应该说这本书尤其值得美国以外的投资者研读。本国读者可能对理解本国货币政策更有优势一些，而对于美联储这个表面上和政治没有直接联系的复杂机构，却难以看到其真面目。我相信，即使是一般美国人，也难以真正了解它。作为译者和投资者，我对此有

深切体会。回顾 2008 年金融危机之后，美联储的一举一动更是牵动着市场的神经。现在的情况是，美国必须逐步恢复其货币政策正常化，也就是从危机救市的宽松货币政策逐步收紧，回归到正常的利率水平。但是，这个过程并不能一蹴而就。这就是每次市场预测到美联储可能加息时就会引起全球市场动荡的根本原因。早在 2015 年年底，我就预言美联储在 2016 年只有一次加息机会，而且考虑到美国总统大选，只能安排在 12 月，而当时市场普遍预测美国 2017 年加息 3~4 次。这种预测差距直接导致在每一次美联储开会议加息前后，市场都会动荡不安；加之美联储观察者（所谓的线人）以及美联储成员不断表达自己的观点，市场认知可谓一片混乱。按照本书的分类，这是一种货币政策不确定的状态，而本书提供了在这种情况下投资的建议。我相信读完这本书，读者会更清晰地了解其中的经济逻辑和联系。

未来几年，美国货币政策有很大的概率进入这种缓慢加息进程，按照本书分类，即货币政策收紧阶段。当然，中间可能因为特朗普实施新政而出现很多变数。所以，对美国货币政策的观察，应该以半年为周期，预计美国 2017 年加息 1~2 次。在这种市场预测美联储将收紧货币，同时美国政府在不断干预货币正常和汇率的情况下，也可能出现货币政策暂时不明确的情况。但是，总体上来说，我们应该对美联储的货币政策走向有把握。

这本书回答了以下问题：什么行动可以让你最有效地在证券表现良好的美联储货币政策宽松期获得更多收益；在美联储货币紧缩时期能做些什么，从而让你可以从中获利，或者至少能够减少美联储紧缩政策造成的负面影响。简言之，所有问题都围绕着一个核心问题：如何能够在美联储收紧货币政策和放松货币政策时期都获利。

以我个人之见，黑白分明、界限清晰的货币政策环境是较少的。大多数时

间，我们身处的是一个介于两者（货币紧缩时期和宽松时期）之间的货币环境，也就是一个不确定的货币政策环境。所以，如何配置资产是一个斟酌和平衡的艺术。这本书给出了一个“明确的”不确定货币政策时期的投资组合建议。特别要指出的是，本书作者对稀贵金属、房地产、大宗商品的建议，都属于另类投资，国内读者可能不太熟悉，而这本书有助于开拓大家的眼界。例如，本书建议持有固定比例的稀贵金属，而根据情况调整股票、房地产和商品在组合中的占比；在货币紧缩或不明确时期，应该超配权益 REITs 和商品。

这本书的另一个重点是讨论投资组合的资产轮动策略。作者分析了 1966~2013 年 16 个板块组合（消费品、食品、能源、零售、建筑、服装、矿产、金融、交通、商业设备、工业制品、化工、汽车、公用事业、耐用品和钢铁）的业绩表现。这是本书的精华所在。我们都知道，投资讲究的是选择标的和进出时点，两者是乘法关系。这是保证投资业绩的核心所在。

在阅读这本书时，也应注意到这个分析框架的局限性，即经济基本面并非只有货币政策这一个决定因素。另外，全球经济更加多元化，美国在全球经济中的领导地位在逐渐弱化。从全球经济视角来看，应该同时关注欧洲央行、中国央行、日本央行的货币政策动向。实体经济有其周期性，这不完全受货币政策影响，还要考虑财政政策和政治等因素。这本书有助于我们补充对全球货币政策的经济影响的认识，但是投资人在做出投资决策时，还应该具备更高远和更广阔的视野。

读完这本书，读者可以结合中国实际情况，参考美国货币政策下的大类资产轮动，得出未来一年的资产组合配置范围。我个人认为，2017 年开始的“特朗普新政”将叠加美联储的渐进加息政策，导致宏观经济环境和货币政策不确定的情况出现，在股票配置上可以选择能源、消费品、食品、非银金融、钢铁

以及部分原材料，适度投资稀贵金属；而根据中国情况，还应加入国企改革、军工、医药、PPP 等概念板块股票。

这本书最吸引我的地方是它提供了从 20 世纪 70 年代到 2013 年的各类资产收益数据。仅此一点，这本书就已经非常有参考价值。可以说，作者数据分析的时点正是我出生的时代，而 2013 年也不过就在两三年之前。这个时间跨度覆盖了现在投资界很多投资经理的生活经历，从数据角度来看特别有价值，而且不落伍。

郑磊

2016 年 12 月 8 日

| 致 | 谢 |

I N V E S T W I T H T H E F E D

罗伯特·约翰逊

感谢我的两位合著者杰拉尔德和路易斯。杰拉尔德充满智慧的明智建议，富有洞察力的观点，还有与我的深厚友谊，让我在过去的 30 年间受益匪浅；路易斯则是那种少见的可以集思想火花与轻松幽默于一身的人。所有能有幸与他们共事的人，都会从中有所收获与长进。

我要感谢我的论文评选委员会主席，也是我的好朋友 Thomas Zorn，他与 Richard DeFusco 一起，为我的个人生活与职业生涯带来了深远的影响。在与他们工作的过程中，我学到了很多。其中最有价值的，莫过于他们让我明白友情与学术严谨性二者可以和谐共存。John Maginn 与 Donald Tuttle 作为论文专业修订的专家，他们对我的影响让我脱胎换骨。

我还要感谢 Anthony Hendrickson 院长和我在克瑞顿大学海德商学院时的同事，感谢他们对本项目的支持。能与那些明白商学是一门应用学科的人士

共事可谓莫大荣幸，但这一点简单的原则恰恰是大多数商学院学术研究者所遗忘的。

人生中不乏这样的时刻，因为某些事而发现某人是你真正的挚友。感谢 Matt Scanlan 以及 Jeff Lorenzen 坚定的支持，患难之际方见真情。

最重要的是，感谢我的母亲 Rowena，是她激励我一生奋发致学。她并没有像我一样的机遇，却早早向我灌输了对知识的渴求。我真希望她能看见本书的出版。

杰拉尔德·詹森

感谢我的双亲 Bob 与 Marilyn，是他们教会我要勤奋工作与做正确的事。

对于一起完成本项目的合著者，我永远欠他们一个人情，他们带给我的不仅是智慧，还有无尽的乐趣。Bob 与 Luis 不仅是两位高校学者，更是两位挚友。

我还要感谢 Manfred Peterson、Thomas Zorn 和 Roger Stover，这三位对我有着巨大影响的教授，也给予了本书巨大的影响力。这是我莫大的荣幸，因为我在自己的学术生涯中一直以他们为目标。

路易斯·加西亚－菲乐

感谢我的两位合著者，罗伯特与杰拉尔德对我的信任、指导以及他们所起的榜样作用，也要感谢他们的幽默感。我还要感谢 Richard Pettway 与 Jeff Madura 的建议，他们在无意间充当了我的导师。对此，我真是尤为感激。

| 目 | 录 |

I N V E S T W I T H T H E F E D

译者序

致谢

导言 美联储的货币政策 / 1

非理性繁荣 / 2

这本书为什么重要 / 5

撕下美联储的神秘面纱 / 6

美联储政策的分类 / 11

如何划分货币条件类别 / 12

结论 / 15

第1章 美联储货币政策与传统资产的表现 / 17

扩张性还是限制性 / 18

美联储观察者 / 19

风险扮演的角色 / 19

获胜者是…… / 20

风险有多大 / 24

哪个月对股票投资最有利 / 26

固定收益讲了不同的故事 / 28

汇总 / 31

结论 / 33

第2章 货币政策环境与风格投资 / 35

企业规模 / 37

价值与成长 / 41

货币政策环境与风格投资的关系 / 45

回报背后的理据 / 56

实施基于风格的投资策略 / 57

结论 / 59

第3章 拓展风格投资 / 61

市场效率和行为金融学的争议 / 62

一些典型的行为金融学偏误 / 64

我们对于有效市场理论和行为金融学的看法 / 68

长期逆转的证据 / 69

结论 / 73

第4章 货币政策环境与另类资产 / 75

用另类资产对冲通货膨胀 / 76

房地产投资 / 77

房地产信托投资基金 / 78

商品投资 / 84

结论 / 95

第5章 板块轮动和货币政策环境 / 97

板块轮动策略 / 100

应用一个简单的板块轮动策略 / 108

优质金属矿业股的表现 / 112

贵金属股票与货币政策环境 / 117

板块轮动策略的实施 / 118

结论 / 120

第6章 外国股票 / 121

国际市场：发达市场、发展中市场和不发达市场 / 122

货币政策环境与发达市场的股票表现 / 126

发展中市场（新兴市场）的股票表现 / 135

货币政策环境与发展中市场的股票表现 / 139

结论 / 140

第7章 对冲基金 / 141

什么是对冲基金 / 142

利用小企业溢价 / 149

小企业溢价与货币政策环境 / 153

利用价值股溢价 / 154

价值股溢价与货币政策环境 / 155

利用逆转现象溢价 / 157

逆转现象溢价与货币政策环境 / 157

同时利用小企业溢价和价值股溢价 / 158

货币政策环境与投资风格溢价 / 159

如何构建一个对冲组合 / 160

结论 / 161

第8章 固定收益证券 / 163

投资级债券的表现 / 165

美联储货币政策与高收益债券表现 / 168

美联储政策转变与债券到期表现 / 173

到期收益溢价和货币政策环境 / 176

结论 / 178

第9章 投资策略 / 179

设计一个动态投资策略 / 180

货币政策条件和表现最佳的股票 / 181

货币政策指导下的股票轮动策略表现 / 183

如何把另类资产和外国证券纳入轮动策略 / 191

结论 / 198

本书结语 / 201

附录 为什么利率很重要 / 203

基础估值 / 204

商业利润 / 210

融资购买 / 211

新发行证券的吸引力 / 215

小结 / 216

注释 / 217

作者介绍 / 225

| 导 言 |

美联储的货币政策

我猜想普通民众不会喜欢听到银行可以而且确实在印钱这类说法，也不想知道是哪些控制着国家信贷的人在指引政府制定政策，手里攥着每个人的命运。

米特兰银行董事长雷金纳德·麦克纳 (Reginald McKenna)

在 1924 年股东大会上的讲话

2013 年 9 月 8 日，由于疲弱的经济复苏数据低于预期而引发的一轮全球股市螺旋式下跌，突然间扭转跌势，向上反弹。可以毫不夸张地说，在几分钟内，全球财富又增加了几十亿美元。是什么导致了这场财富大转向？令人震惊的是，这只是因为某位男士发表了一个声明。这就是美联储主席的威力，而那位男士就是本·伯南克。在这一天，伯南克发表的声明只不过是美联储提前准备好的每月为经济注入货币计划而已，而且宣布的时间甚至有些推迟。但由此引发的全球市场的戏剧性反应，却进一步放大了美联储对金融市场的巨大影响力。

美联储主席往往被人们视为美国权力榜排名第二的大佬，仅次于美国总统。甚至不少人还在质疑，这一说法是否低估了这一职位的权威地位。

非理性繁荣

股市对美联储主席声明做出的最极端反应的例子是美联储前主席艾伦·格林斯潘所说的那句名言——如果你是一位牛市支持者的话，也可以认为那是一个臭名昭著的词——“非理性繁荣”。在一次干巴巴的讲演中（对于曾经听过格林斯潘讲话的人来说，还会有其他感受吗？），格林斯潘说了下面这番话：

很明显，长期低通胀（通货膨胀）意味着未来具有更少的不确定性，而较低的风险溢价意味着股价和通胀率会更高。在过去，我们看到的是相反的走势，但是我们如何才能知道，非理性繁荣会在何时吹起资产泡沫，然后出现日本过去十年那样不期而至的漫长的经济衰退呢？¹

对于美联储前主席的这番话，当时市场做出的反应是快速而极具戏剧性的。格林斯潘发表讲话时，美股已经收市了，但是他的发言迅速传遍世界各个角落，引发了投资者的焦虑甚至恐慌，全球市场开始自由落体式下跌。人们担心美联储会很快加息，迫使经济减速。投资者将这番话解读为一个美联储即将收紧货币政策的信号。日本股市下跌了 3.2%，中国香港收市时跌了 3%，法兰克福股市跌了 4%，伦敦股市的市值缩水了 2%。在第二天开市时，道琼斯工业平均指数下跌了 145 点（接近 2.3%），之后有所反弹，当天收市时共下跌了 55 点。值得一提的是，格林斯潘当时并没说美联储即将加息，而是市场将其解读为美联储即将加息的信号。“非理性繁荣”这个说法由此不胫而走。