

《经济学人》投资经典

个人投资 策略指南

The
Economist

[第二版]

(The 2nd edition)

市场、风险、报酬及投资行为
GUIDE TO INVESTMENT STRATEGY

[英] 彼得·斯坦叶 著 张璐 译

《经济学人》以其在全球金融界
独一无二的地位为您提供权威的个人投资策略。

本书的第一版强调了两个原则：保持简单的投资策略和在投资前要充分了解自己和市场。其重要性近年来已经被众多投资者所证明。如今的第二版详尽又通俗地分析了各个市场在信用紧缩中的表现，并投资者提供了相应的投资策略，让我们拭目以待。

——杰里米·马歇尔 英国C. Hoare & Co银行CEO



个人投资 策略指南

市场、风险、报酬及投资行为
GUIDE TO INVESTMENT STRATEGY

[英] 彼得·斯坦叶 著 张璐 译

图书代号 SK10N1275

图书在版编目 (CIP) 数据

个人投资策略指南/ (英) 斯坦叶著; 张璐译. —
西安: 陕西师范大学出版总社有限公司, 2011. 1

书名原文: Guide to Investment Strategy

ISBN 978 - 7 - 5613 - 5401 - 8

I. ①个… II. ①斯…②张… III. ①私人投资 - 指南 IV. ①F830. 59 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 254715 号

Guide to Investment Strategy by Peter Stanier

Copyright: © 2006, 2010 by The Economist Newspaper Ltd, Peter Stanier

This edition arranged with Profile Books Ltd

through Andrew Nurnberg Associates International Ltd.

This book's simplified Chinese edition copyright is owned by Shaan Xi Normal University

Publishing House CO., Ltd.,

now published in China and registered in CIP(2010, 254715).

All rights reserved.

个人投资策略指南

(英) 彼得·斯坦叶 著 张 璐 译

责任编辑	曾学民
责任校对	陈显英
封面设计	杜 帅
出版发行	陕西师范大学出版总社有限公司
社 址	西安市长安南路 199 号 邮编 710062
网 址	http://www.snupg.com
经 销	新华书店
印 刷	北京东海印刷有限公司
开 本	710mm × 1000mm 1/16
印 张	16.25
字 数	190 千字
版 次	2011 年 7 月第 1 版
印 次	2011 年 7 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5613 - 5401 - 8
定 价	39.80 元

从股票开始 前言

2007 年—2009 年的信用紧缩导致许多投资策略的业绩低迷。此前大量的投资者发现投资因承担信贷风险获得的收益已经变得非常小，而且许多人也想知道杠杆平仓是如何影响市场的。但是，几乎没有人能预测到流动性的冻结以及伴随着的信贷危机。不过，很快我们就看到了前几年银行贷款的捆绑销售致使银行行为准则的普遍恶化。问题逐渐浮出水面，但却没有人知道哪些银行、哪些信贷受到了严重影响。因此，银行业发生了信用崩溃，而信用往往是银行业的基石。银行间逐渐消失的借贷，以及对冲基金之类的投资者贷款的收回，迫使银行增加杠杆化投资品的销售。这些带动了股票价格的下降，甚至出现在信贷配给给其他经济领域造成影响之前。

这场危机给多元化的投资理念留下了一些新的观点：运用“另类”投资组合进行分散化投资似乎还远远不够，因为这些投资常用风险度量投资策略的缺陷，以及使用过于平滑的月估值，这使得投资者的收益往往非常“意外”。但是，大量的其他长期投资者却从未改变“简单持有”政府债券以及股票作为他们金融投资组合的策略。对于这些投资者而言，2008 年他们获得了期望从政府债券获得的收入，但是他们的股票投资，却令人非常失望。这就是 2008 年“简单持有”的老派投资策略和先进的现代“多资产”策略之间不同的界定，不过“多资产”策略可能使得投资者感到困惑和失望。

本书描述了包括股票、债券和现金的“简单持有”策略的设计，对风险的讨论始于一种新的形式——讲述金融骗局，以及投资者如何帮助

自己避免这种“常见问题”的发生。它也包括一个关于风险组合的新章节，讨论了风险容忍程度调查问卷的作用。并借助数据指出了美国股票在 1978 年到 2008 年间的糟糕业绩，以及自 1966 年以来全球（除美国之外）16 个国家（作为整体考虑）的股票业绩。这似乎是一个非常长的时期以至于风险承担似乎不大可能会得到回报。在这个背景下，之后展开了关于我们该怎么做的讨论：即买进持有，还是视市场而定？——它解决了已故的彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）于 2003 年提出的关于策略基准以及基本固定分配的不同市场是否过时的问题。这个问题与我们的关联性比曾经出现的长时期（到 2008 年）全球和特定国家股票市场相对于政府债券市场而言的较差业绩更大。之后的章节又讨论了短期和长期策略的设计，包括一个新的内容——现金的安全性如何？而且关于“债券梯”（bond ladders）的讨论扩展到了在公司信用风险和在美国一些市政当局存在财政困难的情况下进行债券选择的问题。

和危机对信用工具、对冲基金、私募股权的影响一样，本书也有一部分新内容，讲述上市的私募股权部门，它是股票市场的最新参与者。有一部分关于运用衍生工具去获得房地产市场投资份额的新加内容，还有一部分是关于基于交易的指数，它们用于度量机构使用的和用于住宅的房地产业绩。这些指数代表了以专家论证为基础的旧风格指数的质量改进，而且它们有助于阐明分散化投资房地产的显著优势。本书包括一个新的章节，是关于投资艺术品和其他收藏品的。它给出艺术品价格“漫无目的地浮动”的观点，简要讨论了投资于艺术品的金融投资经验，并提供了一些期望艺术品投资组合能够在未来表现良好的理由。

彼得·斯坦叶

第一部分 整体介绍

第 1 章 准备工作

金融骗局：“一个长期的话题” / 3

其他灾难性的投资 / 5

三思而行 / 7

你能承受多大的风险？ / 9

知道你的投资机会 / 11

战争箱和保护伞 / 13

→ 专栏：基础货币（本位币） / 13

第 2 章 了解你的行为

来自行为金融学的观点 / 15

投资者偏见 / 17

投资者偏好 / 20

损失厌恶 / 21

心理账户和行为投资组合理论 / 22

投资策略和行为金融学 / 24

参数不确定性和行为金融学 / 25

传统金融学、行为金融学及其演化 / 26

第 3 章 市场投资收益：市场会让我富裕起来吗？

投资业绩来源 / 28

提供不同保护的避风港 / 30

哪类政府债券业绩最佳？ / 31

→ 专栏：盈亏平衡通货膨胀率是市场的预测吗？ / 32

投资者期望获得什么样的溢价收益？ / 35

股权风险溢价 / 38

股权风险：不要寄希望于时间来分散风险 / 42

第 4 章 我们该怎么做：买进并持有还是视市场而定？

模型投资策略 / 47

坚持市场信念与避险港投资 / 51

→ 专栏：市场泡沫 / 51

策略模型的恰当角色 / 55

第 5 章 时间期限和策略特点：简单持有

短期投资策略 / 56

现金的安全性如何？ / 57

没有完全适用的短期策略 / 57

→ 专栏：债券为短期投资者提供保险了吗？ / 58

你对长期投资感兴趣吗？ / 60

个人和机构财富的投资年限 / 60

长期投资者 / 62

- 理财规划和投资期限 / 63
 - “避险资产”、基准、风险承受和长期策略 / 64
 - “简单持有”的危险 / 66
 - 好的和坏的波动性 / 66
- 专栏：未预期到的通胀：再次扫大家的兴 / 68
 - “简单持有”的长期资产配置模型 / 68
 - 长期投资者应该持有更多的股票吗？ / 70
 - 再一次发生通货膨胀 / 71
 - 阶梯政府债券：一个以“安全第一”的有用投资组合 / 72
 - 债券梯、税收和信誉：美国市政债券的案例 / 74
- 专栏：奥兰治县的传奇故事：什么是优质的市政债券？ / 78
 - 采取长期战略存在着什么陷阱吗？ / 79
 - 长期养老金储蓄和风险厌恶程度 / 80
 - 长期策略：“不完全信息改变了一切” / 81
 - 市场时机：无法避免的风险 / 82
 - 一些“简单持有”策略得出的信息 / 84
- 专栏：出现坏结果的机率可能比你想象的要高 / 85

第二部分 实施更加复杂的战略

第 6 章 准备工作

- 有益的提醒：流动性风险 / 93
- 行为金融，市场效率和套利机会 / 96
- 套利的障碍 / 97
- 根本性风险和套利 / 98
- 羊群效应和套利 / 99

实施成本、市场发展和套利 / 101

机构财富和个人财富：税收 / 102

第7章 股票

个人投资组合中集中的股票头寸 / 106

企业主管薪酬计划 / 107

股票市场的不安全特性 / 108

股票市场异常及资本资产定价模型的基本见解 / 109

“小盘股”和“大盘股” / 111

不要因为你的“风格”而忘乎所以 / 114

→ 专栏：价值型和成长型理财经理 / 116

谨慎投资者应该高估价值型股票吗？ / 118

股票红利和谨慎的投资者 / 120

偏好国内投资：国际投资价值多少？ / 120

是否应对国际权益投资进行套期保值？ / 125

国际权益投资和流动性风险 / 130

第8章 信用

信用质量和信用评级机构 / 132

组合分散化与信用风险 / 136

→ 专栏：本国货币标价的新兴市场债券 / 138

证券化，投资债券市场的现代方法和信用紧缩 / 140

按揭贷款支持证券 / 140

→ 专栏：按揭贷款支持证券在实现投资目标中的作用 / 142

资产支持证券和担保债务权证 / 144

国际债券和货币对冲 / 147

它是如何实现的？ / 149

它的成本是什么呢？ / 150

怎样进行外汇预测？ / 151

第9章 对冲基金

什么是对冲基金？ / 153

系统性回报和风险的其他来源 / 154

“对冲基金真能实现对冲吗？” / 155

对冲基金收益数据的质量 / 156

如何激励对冲基金管理者？ / 158

对冲基金费用是否过高？ / 158

投资技巧对于对冲基金回报的重要性 / 159

对冲基金策略的种类 / 162

对冲基金市场的规模 / 162

直接策略 / 164

权益对冲、多空策略和权益市场中性策略 / 165

卖空和偏好短头寸的管理者 / 166

“只做多头”的权益对冲基金 / 166

新兴市场对冲基金 / 167

固定收益对冲基金：廉价债券 / 168

套利策略 / 169

固定收益套利 / 169

兼并套利 / 169

可转换套利 / 170

统计套利 / 171

多策略基金 / 171

商品交易顾问或管理型期货基金 / 172

对冲基金的风险 / 173

操作风险 / 174

- 低流动性对冲基金投资和长通知期问题 / 175
- 谎言，该死的谎言与对冲基金风险数据 / 175
- “完美风暴”与对冲基金风险 / 177
- 管理投资者风险：对冲基金的基金作用 / 179
- 你应该为配置你的对冲基金支付多少费用？ / 179
- 问卷：对你的对冲基金管理者提问 / 182
- 对你的对冲基金管理者提问 / 182
- 对你的对冲基金顾问提问 / 185
- 对你的对冲基金的基金管理者提问 / 186

第 10 章 私募股权——信息导向的投资回报

- 什么是私募股权？ / 188
- 私募股权市场风险 / 189
- 上市私人股本 / 193
- 私募股权组合 / 195
- 私募股权投资回报 / 196
- 专栏：私人投资、成功交易和估值偏见 / 197

第 11 章 房地产市场

- 什么是房地产投资？ / 200
- 专栏：使用金融衍生品投资于房地产市场 / 202
- 投资房地产的吸引力有哪些？ / 203
- 多样化 / 203
- 专栏：现代房地产指数以及评估房地产的多样化角色 / 204
- 收益率 / 208
- 通胀对冲 / 209
- 房地产投资的风格以及主动投资管理机会 / 209

什么是不动产价值以及你应当期望多少的收益 / 210

租金收入 / 211

作为房地产投资基准的政府债券收益 / 213

租客信用风险 / 213

房产报废 / 214

房地产私募和公募市场 / 214

房地产市场的国际多样化 / 215

汇率风险以及国际房地产投资 / 215

第 12 章 艺术和收藏品市场

艺术品市场价格的驱动因素 / 218

→ 专栏：艺术品市场指数 / 220

投资于艺术品 / 223

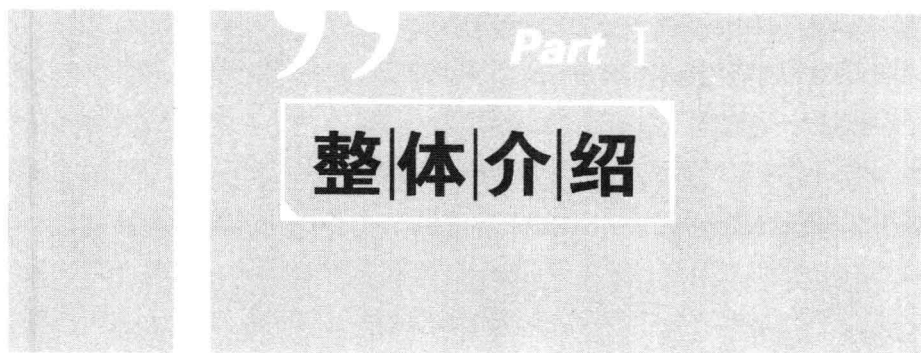
其他激情型投资 / 225

附录 1 / 228

附录 2 / 237

附录 3 / 244

第一部分



● 金融骗局：“一个长期的话题”

“激增的财富进入市场，个人变得贪婪起来，骗子立即出来利用这种贪婪。”2008 年和 2009 年，众多金融骗局受害者的经历证实：查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindle Berger）关于繁荣、破产和诈骗之间密切关系的分析至今仍然跟他 1978 年第一次出版《狂热、恐慌和崩溃》（Manias, Panics and Crashes）时一样，是有意义的。经验同样表明，现代监管框架在降低投资者成为金融骗局受害者的风险方面，实际作用比希望实现的要小。

许多投资者可能会被信念所诱惑，认为他们找到了一个表现得非常好的低风险投资机会。在宏观环境向好的时期，他们可能更容易产生这种信念。但是，再好的投资机会也总是有风险的。

2008 年 12 月，伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）数十亿美元证券投资骗局的曝光；2009 年 2 月，资产高达数十亿美元的斯坦福国际银行的倒闭；接下来是对更大的金融骗局的指控……这些都提醒我们投资是有风险的，也给投资者和投资顾问上了很重要的一课。看似琐碎的旧说：“如果它看上去太

好了而显得不真实，那么它很可能就是不真实的。”——仍然是任何人都可以提供的最具价值的投资建议。

在麦道夫事件的受害者遭受损失之后，值得一问：这些投资者应该怎样去避免损失？这事件可能是历史上最大的证券骗局——庞氏骗局（Ponzi scheme，见附录1），蒸发掉了将近500亿美元，其中退出的投资者似乎还获得了现金支付，而这些现金都来自于最近进入的投资者。不久，这些得到了证实：投资于麦道夫的所有钱都损失掉的受害者，包括许多富有的个人和慈善机构，一些理财专业人士，但只有相对较少的机构投资者。

这其中不乏接受投资顾问推荐的投资者，而投资顾问似乎还为他们具备鉴别良好管理者的专业调查技能而沾沾自喜。还包括一些依靠个人门路的投资者，这些门路大都能证明管理者——纳斯达克股票交易所的前任主席伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）有良好声誉和商业头脑。

投资顾问经常指出，某某著名会计师事务所是麦道夫投资证券的托管基金的审计机构，但是这对保护投资者而言没有任何帮助。一个接受朋友或者投资顾问推荐的投资者应该怎样识别风险呢？

一些老的经验教训再次脱颖而出：

- ◎一个可靠的规则：要获得超出政府债券的收益，就只能承担风险。
- ◎投资剧烈波动时，风险非常明显，而投资没有显示出任何波动性时，风险将非常不明显。要特别质疑投资顾问推荐的低波动但能提供较好收益的投资。在麦道夫事件中，提供给投资者的收益似乎一看就不是那种非常多的情形。
- ◎不要投资你一点儿都不懂的东西，因为有一群跟你一样的人正在这么做。随大流的欲望可以解释许多我们本不会采取的决定。
- ◎不管你的投资顾问说什么，确保你的投资要么是国库券，要么被充分分散化。同样，当风险投资没有明显波动的时候，分散化是很难评估的。
- ◎如果投资顾问给你提供不方便的谨慎建议（例如，建议你不要投资一

个你想投资而且你朋友也看好的东西)，那要特别注意了。

◎身份并不是诚实的一个较好象征。

◎只是因为一个投资机构被政府所监管，不能认为监管者能够保证所有事情都是对的。

◎依靠良好的尽职调查鉴别投资管理者的能力是尽量减少欺诈面临的风险的关键。麦道夫事件一个权威的事后报告称“麦道夫是红色旗帜的暴乱（见第9章）”。极少数机构投资者在麦道夫事件中遭受损失并不是偶然的，而个人投资者当前面临的一个挑战就是确保他们也有机会通过尽职调查拥有高素质的管理者。

● 其他灾难性的投资

把金融骗局放到一边，我们发现其他人可怕的投资经验可以提供有用的警示故事。因此，以一些吃过亏的机构、投资顾问或者个人的历史为例作为开始来讨论理财的问题是很有启发性的。

金融财富的重大损失可以被归结为三类。第一类是投资者完全了解他们所承担的风险，但是他们仍要违背自己的理性判断，故意去赌博，最后赌博失败。他们后悔他们所做的，他们知道这样做是考虑不充分的，可是他们也只能怪自己运气不好。人们经常说的艾萨克·牛顿（Sir Isaac Newton）金融废墟的故事就是这种行为的一个很好例子。

在1720年的春天，艾萨克·牛顿（Sir Isaac Newton）——“一个被认为理性的科学家”，卖掉了他在南海公司的投资，收到7000英镑，获得了100%的投资利润，这笔钱数目可观，相当于今天的700万英镑。他写道：股票价格在那时候已经因为“疯狂的人们”开始非理性膨胀了。南海公司由政府资助，当时的伟人、好人做后盾，充满活力的骗子进行管理，其本身就是一个矛盾综合体。但是在随后的几个月里，它的价格进一步攀升。在1720年的那个夏天，牛顿本来可以获利更多的。但后来可能是因为遗憾错过了这些额外