



华章经管

PEARSON
Education

证券 投资组合 策略

UNDERSTANDING
ASSET ALLOCATION
AN INTUITIVE APPROACH TO
MAXIMIZING YOUR PORTFOLIO

(美) 维克托·坎托 (Victor Canto) 著 廖小胜 译

学会选股后,
更要学会投资
组合策略!



机械工业出版社
China Machine Press

证券 投资组合 策略

UNDERSTANDING
ASSET ALLOCATION
AN INTUITIVE APPROACH TO
MAXIMIZING YOUR PORTFOLIO



机械工业出版社
China Machine Press

Victor Canto. Understanding Asset Allocation: An Intuitive Approach to Maximizing Your Portfolio.

ISBN 0-13-187676-7

Copyright © 2006 by Pearson Education, Inc..

Simplified Chinese Edition Copyright©2007 by China Machine Press.

Published by arrangement with the original publisher, Prentice-hall, Inc., a Pearson Education company. This edition is authorized for sale only in the People's Republic of China(excluding the Special Administrative Region of Hong Kong and Macau).

All rights reserved.

本书中文简体字版由Pearson Education (培生教育) 出版集团授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有Pearson Education (培生教育) 出版集团激光防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究

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: 01-2006-4621

图书在版编目(CIP)数据

证券投资基金策略/(美)坎托(Canto, V.)著, 廖小胜译. —北京: 机械工业出版社, 2007. 5

书名原文: Understanding Asset Allocation: An Intuitive Approach to Maximizing Your Portfolio

ISBN 978-7-111-21593-6

I. 证… II. ①坎… ②廖… III. 投资—组合分析 IV. F830. 59

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第040385号

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: 周裕 版式设计: 刘永青

北京京北制版厂印刷·新华书店北京发行所发行

2007年5月第1版第1次印刷

170mm×242mm·16.5印张

定价: 42.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010) 68326294

投稿热线: (010) 88379007

ASSET ALLOCATION

献给阿利托（Alito），一位伟大的顾问、教师和经济学家。

我作为他的一个“孩子”而感到自豪。

UNDERSTANDING ASSET ALLOCATION

译者序

本书作者维克托·坎托（Victor Canto）博士是一位有成就的美国经济学家，毕业于著名的芝加哥大学经济学系，师从于经济学芝加哥学派的一些代表人物。他曾经出版和发表过一些很有影响力的经济学著作和文章。坎托博士花了许多年的时间来研究美国政府政策对于证券投资的影响，将研究成果写成了这本书。

简单地说，证券是指股票和债券等有价值的票据，证券资产配置就是按一定的比例分配股票和债券等票据。一般来讲，投资在股票上，收益较高，但风险较大，投资在债券上，收益低一些，但收益是固定的，风险很小。投资者可以购买不同的股票和债券，构成一个股票和债券的投资组合，一个好的投资组合要有高收益和低风险。如何构成一个好的投资组合呢？这就需要有好的投资组合策略，也就是要有好的证券资产配置策略。

在这本书中，作者给出了3种主要的证券资产配置策略：

（1）长期资产配置策略，也称为战略性资产配置策略。这是一种传统的证券组合策略，其主要方法之一是按照主要股票指数（如美国的标准普尔指数）中股票配置方法来组合。按照作者的估计，实行长期资产配置策略，年平均收益率是8%。

（2）战术性资产配置。作者对战术性资产配置的定義是：在一个相对有效的市场中，在懂得了如何评价各种股票价格的情况下，制定价格涨落的基准点，相对于价格涨落的情况，改变不同投资资产的分配比例。对于这个资产配置策略，作者并没有详细讨论，但认为战术性资产配置是特殊的周期性资产配置。

（3）周期性资产配置。作者对周期性资产配置的定義是：在可以预测

市场变动的情况下，利用各种价格涨落的机会，采取有别于长期投资时的资产配置方案。这是全书的重点，也是作者的创新之处，作者认为宏观经济因素，如通货膨胀率、税率、利率、汇率、政府制定的各种经济政策等，会影响各个行业和公司，进而影响这些行业和公司的股票价格，在进行证券投资时，要“自上而下”地分析问题，也就是从宏观到微观地分析问题，要利用好因宏观经济形势变化而产生的证券价格变动周期。

本书的作者是有一定思想深度的，对于初学证券投资的人来说，书中有的地方可能难懂一些，读者可以跳过难懂的地方。本书最后一章是全书的总结，有概括性的论述。

我认为作者是一个美国共和党的支持者，他对于美国宏观经济的看法与民主党的观点是有差别的。我国的读者有可能从这本书中得到一些启示，但在应用上还需要结合我国的国情。

在翻译这本书的过程中，我遇到了一些翻译上的难题，由于我的水平有限，缺点和错误在所难免，恳请广大读者朋友批评指正。

在翻译这本书的过程中，我得到了机械工业出版社华章公司有关领导和本书编辑的热情帮助，在此一并致谢。

廖小胜

2007年4月于北京

ASSET UNDERSTANDING ALLOCATION

推荐序

在1996年11月，我曾写道：“在全球股票市场复苏背后的一个最重要的、宇宙级的神秘力量，是30年未见的通货膨胀率下降。”^①我当时是热情地说出了最直接的理由。在那段时间，美国股市比上一年增长了25%，并且在2年的时间里，股票上升了68%。在1996年时，税收的情况不是太好。20世纪90年代初，国会通过了增加税收的法案，我认为这样的法案是阻碍发展且不利于储蓄的。在20世纪90年代中期，虽然美国的经济和股票情况都在好转，但通货膨胀率还是接近2%。从那时起，我就一直认为：通货膨胀是对储蓄和投资的加税，低通货膨胀率就是减税，可以抵消高税收对经济的影响。

我想用以下这个例子来说明“自上而下”的思想方法，这种方法对经济学家和各种投资人都是至关重要的。在宏观的投资世界里，经济中的各种力量都有自己的影响力。各种力量结合在一起，给经济打上了一个独有的烙印——它的表现、它的功能等。一旦你了解这个烙印的内涵，你就会对股票和证券的走向，无论短期或长期，有一个预测。虽然许多人不懂得经济中的各种力量结合的方式，也赚了钱，但这也可能使他们赔钱。在1996年的同一篇文章中，我还写道：“增长不会引起通货膨胀，低通货膨胀引起增长。”读了这句话，你可能揣测，有“自上而下”思想方法的人也不一定都想得一样。例如，在1996年，一个对市场看跌的人可能认为经济增长和股市都是通货膨胀的压力，需要美联储（Federal Reserve）的干预。我们知道，尽管在那个10年中经济起起伏伏，股票却一直攀升。我认

① Kudlow, Lawrence A. "'Thankful,' American Abundance: The New Economic and Moral Prosperity ." New York: Forbes/AHCP, 1997.

为，只是在美联储的行为方式由“低通胀引致增长”向“增长引致通胀”转变时，股票的攀升就停止了。

我并不完全否定“自下而上”的投资策略。从“自下而上”的角度看，一个投资人会说：“看这只股票，高收益、高市盈率，管理有方，产品又好，我要买它。”这没什么错，如果你是这样选择股票，你一定是在选择获利的股票。事实上，在仔细构造1个投资组合时，投资人和经理人都需要用这样的方法；但我也认为，如果太注意细节，往往会忽视大的方向及其带来的高收益。低买高卖？这是当然，但要把眼睛再睁大点——“自上而下”。

我长期以来一直坚持这样的观点：新的投资人开始时，要搞1个80：20的投资组合，其中有80%的股票和20%的债券。在一个较长的过程中，例如30年，这样的分配比例比60：40要好。但在30年里，许多事情都可能发生，市场会波动，宏观环境会变化，通货膨胀时高时低，税收增加或降低，一会儿牛市，一会儿熊市。由于一些外界的原因，某些投资的领域发生了变化，导致不同类型股票的上扬或下降，为了在所有这些转变中占据上风，投资人应该根据每天“自上而下”的宏观因素，及时调整他们的投资方向，这使我想起了手中的这本书。

我想谈一谈我和本书作者维克托·坎托在一起的日子。在我1996年写那篇有关通货膨胀的文章时，我刚刚离开加利福尼亚州，在那里，我度过了我生活中非常重要的一年。在加州的时候，我和维克托有很多时间待在一起，有时谈一谈生活，但绝大多数时候在做经济学家该做的事：阅读历史数据、构造预测模型和写论文。像我一样，维克托也是一个注重大局的人，他也坚定不移地拥护降低税收、减少政府干预和稳定通货的政策。这一切只因为他不仅知道这些宏观政策将使个人拥有更多的自由，并使经济繁荣，他也知道时间一次次地证明了这一切。当税赋和干预减少时，会刺激工作、储蓄和投资的增加，这样，每个人都将生活得好一些。但维克托也很现实，他理解：知道什么政策可以使经济完美是一回事，但我们面对的经济并不总是完美的。因此，投资人和经理人面临的挑战是：要理解当

天的经济形势对各类股票的影响，并基于这种理解做出调整，使投资策略适应当天的经济形势。维克托在书中有力地说明了这些。

影响经济的力量有许多种，最高一层来自政府，如税收政策、货币供应政策和法规等。下面一层是通货膨胀率、汇率和贸易平衡。有些东西可以作为通货膨胀的指示器，如黄金价格和公债值利率曲线（Treasury yield curves）就说明了货币与商品之间相互作用的现象。在公司一层是存货、销售和收益情况；再往下一层是就业、生产率和工资水平。然后是抽象一些的东西，如供给和需求曲线及不同行业和企业之间的内在弹性等。

上面这个链条很长，且各项之间是紧密关联的。对投资者来说，要在各个层面上都成为专家实非易事。对于同样的信息可以有不同的解释。如果你经常读些财经报刊或看看电视中的经济新闻，你可能已经认识到了这种情况。例如，如果我说：在当前经济形势下，降低企业税率可以加速集中资本，从而使商业扩张、就业率增加、股市上升，我将给出我自己的“自上而下”的理由。如果另一个经济学家说：降低企业税率可能增加政府的赤字，从而使利率提高，增长受到抑制，股市受挫，那么他一样是在“自上而下”谈论现在的经济形势（虽然，这时我是坐着，没有说话，但在我看来他好像是在另一个星球和我讲话）。

现在，你可能认为在这一点上我对宏观经济有种特别执著的偏见，不过这没关系，我每晚都在电视上这样袒露我的观点。对我来说，知其正确却闭口不言才是真正为难的。

精明的投资起源于对宏观的把握，维克托·坎托说明了这是为什么和怎样做到。进一步地，在理解了宏观经济形势的条件下，他告诉投资人和经理人怎样去利用股票和债券涨落的机会。做事情成功与否全在于你的目标，毫无疑问，有维克托给你指路，你的投资收益一定会有所改进。

劳伦斯·库德洛（Lawrence Kudlow）

美国CNBC “Kudlow & Company” 节目主持人

当回想这本书的由来时，我的思绪就回到了读研究生的时代。20世纪70年代，我有幸进入了芝加哥大学。在学校的历史上，那是一个很特殊的年代。在那时，几乎每一个研讨班都由一个未来的诺贝尔奖获得者开办。尽管压力很大，但老师和学生们都有着难以置信的精神状态。研究生们努力做好准备，不论参加哪个研讨班，讨论和辩论都是很精彩的。大批高质量的研讨班和开办这些研讨班的杰出精英们，使人们获得了极其广泛的经济学知识。我定期参加货币银行学、国际贸易和公共财政的研讨班，米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）、哈里·约翰逊（Harry Johnson）和阿诺德·哈伯格（Arnold Harberger）主持这些研讨班，他们都是经济学领域最杰出的人士。对于加里·贝克尔（Gary Becker）的价格理论课，我也有美好的记忆。

许多芝加哥大学的教员既是杰出的经济学家，也是很有天赋的教师。而且，不仅老教授讲得好，也有一些很棒的年轻教员，如罗伯特·巴罗（Robert Barro）、雅各布·弗兰克尔（Jacob Frenkel）、阿瑟·拉弗（Arthur Laffer）、杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）^①。我的教授们不但课讲得好，对联邦和当地政府颁布的政策也很有兴趣，特别是那些财政方面的法律文件。在他们的课上，他们不厌其烦地解释“自上而下”的激励和激励政策如何影响经济行为和经济表现。他们特别注重指导他们的学生如何观察政府政策对经济的影响。

我从芝加哥大学的学习经历中学到了很多东西，哈里·约翰逊加深了我对两部门模型的理解，加里·贝克尔告诉我们激励对人的行为的影响，而在哈伯格的课里，我可以把它们全都融会在一起。哈伯格漂亮地将他的

① 杰里米·西格尔著《投资者的未来》已由机械工业出版社出版。

关于公司所得税负担的著名论断以及一般均衡方法，与他对税率变化和浪费度量的分析结合起来，并将其应用到现实世界中。在我的眼里，这就是哈伯格真正杰出的地方。以他难以置信的知识深度和广度，对公共政策给经济带来的问题，他都可以给出简单又完美的解决方案。

在我的职业生涯中，哈伯格是我效仿的榜样。我在南加利福尼亚大学(USC)的时候，就非常留意政府的政策，应用许多我从“阿利托(Alito)”那里学来的概念和思想(“阿利托”是崇拜哈伯格的西班牙裔美国学生给他起的名字)。当时，我的研究兴趣包括政策和经济行为之间的联系。20世纪80年代中期，我离开了南加利福尼亚大学，开始为AB拉弗和VA坎托联营公司工作。在那里，我的注意力越来越集中到政府政策的影响和含义。但在1997年的时候，由于我妻子阿纳和3个女儿的鼓励，我开始了我自己的公司，我决定将精力集中在我真正感兴趣的地方：我发现对政府行为的分析很少应用到与商业经理人、金融专家和投资人有关的策略上。有了这个想法，我开始分析政策对投资的影响，我的发现不仅会对投资人、投资组合经理和金融分析家有用，也会对公司战略专家、政府官员和政策制定者本身有用。这本书总结了我职业生涯中的有关成果，对于读者，我希望这本书为你指出了一条新的投资道路——读了这本书，你就理解了。

在沿着这条道路发展我的投资理论的过程中，我遇见了许多优秀的人物(我和他们之中许多人成为了好朋友)。有时在困难的时候，人们才发现哪些是他们真正的好朋友。1997年当我开始我的新公司的时候，得到了哈伦·卡丁哈(Harlan Cadinha)、赫布·古尔奎斯特(Herb Gullquist)和凯文·梅利奇(Kevin Melich)等的大力支持，他们是真正的朋友。最近，我又认识了戴维·克利里(David Cleary)、罗伯特·霍尔兹(Robert Holz)、汤姆·甘格尔(Tom Gangle)、彼得·卡尔(Peter Carl)、彼得·莫克(Peter Mork)等，在诸多方面使我受益匪浅。

没有克里斯·麦克沃伊(Chris McEvoy)的帮助，这本书就不能问世。他的奉献、直觉和许多有关编辑的建议，提高了这本书的质量。安迪·威斯(Andy Wiese)和萨米尔·吉亚(Samir Ghia)是杰出的研究助理。

ASSET DEFINING ALLOCATION

目录

译者序

推荐序

前言

引 言 你能做得更好 / 1

第 1 章 寻找好的结果 / 6

第 2 章 周期性资产配置 / 17

第 3 章 思考周期性 / 42

第 4 章 了解税 / 60

第 5 章 联系在一起 / 75

第 6 章 起点 / 89

第 7 章 资产配置的倾斜 / 102

第 8 章 周期性资产配置策略的多用途 / 122

第 9 章 主动管理和被动管理 / 137

第10章 地点? / 153

第11章 看一看弹性 / 170

第12章 驾驭对冲基金 / 186

第13章 市场时机选择还是价值时机选择 / 198

第14章 每一种策略都有机会 / 205

第15章 把全部合在一起：价值时机选择 / 216

术语表 / 231

注释 / 238

参考文献 / 244

引言

你能做得更好

为了达到投资目标，投资资产的分配是关键变量，这也不是什么秘密，但是如何成功地进行投资资产的配置^①，确实是说起来容易做起来难。对于今天大多数投资公司提供的资产配置计划而言，我相信仍可以找到一个比这些都好的配置方案。简单地说，大多数投资计划太僵硬，投资人希望看到更灵活的计划，大多数投资计划只有少数的选择余地，但实际上投资人应该可以选择他想要的任何项目，当然，应该提供给投资人一个最好的资产配置结构，让他们做决定。

虽然每个投资计划都可以让投资人获利，但实际上你可以做得更好。

投资方法要适应投资人的目标和生活方式，不一定非要超过一般的投资收入，但要在股票和债券之间，或者在小公司股票^②和大公司股票^③之间做投资资产分配的决定，不仅需要预测收益，还要保证必胜的可能性，这就是为什么投资资产的配置要考虑几率的原因。我们可以明确的是：第一，对一种投资的收益几率，有计算公式；第二，这些几率符合投资人长

① 在不同的投资项目中分配你拥有的投资资产。——译者注

② 只有少量资本总额的小公司股票，也有的译为小市值股票、小盘股。——译者注

③ 有大量资本的大公司股票。——译者注

期的目标，从而产生一个适当的资产配置；第三，对投资资产的配置还要做数学加工，给有机会的行业加权，减少虚浮价值的成分。所有这一切确保在投资组合中，没有我们始料未及的赌注。

历史数据对未来的回报是有指导作用的，但风险、估价和时间的变化都是有影响的。实际利率的变化对小公司股票有什么影响？如果税赋和政府管制增加了，那么对债券会有什么影响？对于资产配置的过程来说，能够预先看到各种可能的重要变化是非常重要的。然而，这个过程也要注意两个特点：第一，资产配置结构的多样性；第二，主动地使用被动式管理工具，如：指数基金[⊖]。

在我谈到资产配置结构的多样性时，我指的是资产配置的模式要能够为了抓住机会而变化。例如：我不认为非传统的领域是对冲基金[⊖]的独有领域，对我来说，与传统资本市场指数没有关联的任何投资都可以进入，非传统的领域可以包括对冲基金，也可以包括折价封闭式基金和工业基金，或者对特殊股票和债券的投资。

另外，要主动地使用被动式管理工具。你可能注意到这里有矛盾，是死板地按“指数”走，还是去“主动”？我们将在战略性资产配置（strategic asset allocation, SAA）的背景下讨论这个问题，这要求一个主动的投资经理人在长期内稳定地获利。但如果一个投资经理人在某些周期中获利，而其余的时间亏损，怎么办？在一个长期的过程中，一个投资经理人的业绩不见得比指数基金的表现好。

这个讨论说明：对于战略性资产配置来说，依照指数确实是一个较好的策略，然而，对于想要在周期中利用各种投资基金优势的人来说，如果仅仅依照指数，得到的结果是较差的。我现在不是在谈传统的战术性资产配置（tactical asset allocation, TAA），而是想谈谈介于战术性资产配置（TAA）和战略性资产配置（SAA）之间的中间步骤：周期性资产配置（cyclical asset allocation, CAA）。

⊖ 投资于同属一种股价指数的股票，如标准普尔500指数股票的基金，其投资组合中的股票与指数的成分股一样。——译者注

⊖ 在股票和期权上从事投机交易的共同基金。也有的译为套利基金。——译者注

在经济周期中，周期性资产配置既看重各种资产，也看重“主动与被动”（active-versus-passive）的管理。在市场没有多少选择机会的时候，使用指数基金是一个省钱的方法，可以追随大市场的走向，但市场的效能也有周期性，通过资产配置过程，相应地重新调整指数基金，也可获利。

任何事情都有属于自己的时机，有时应该使用主动管理，有时应该使用被动管理；有时是价值股票[⊖]表现好，有时是成长股票[⊖]表现好；有时大公司股票好，有时小公司股票好。

构建主要股票指数的方法为此提供了很好的说明。一般地说，股票指数是根据股票的资本总量来加权的，这就是说，资本总量越大的股票在一个指数中的分量也越大，例如：在20世纪90年代的泡沫时期，曾经有一段时间，10只最大的标准普尔500股票大约占到这个指数资本总量的50%，这样，如果这10只最大的股票超过这个指数的表现，那么剩下50%里的490种股票就可能落后于这个指数的表现，在这个时候，一个主动的经理人能超过这个指数表现的几率是低的，这暗示着在大公司股票周期中，使用指数基金方法的策略是很好的。

另一方面，在小公司股票的周期中，同样的490种标准普尔成分股就有可能超过这个指数，在这种情况下，即使随便选一些小公司的股票，也有可能比市场的平均收益好，这样，在小公司股票的周期中，一个主动的策略是最可取的。

大或小公司股票的周期和加权方法可以改变一项主动管理策略的表现，使它的表现可以比一个指数策略好或者坏。在你看准了机会的时候，我认为你应该行动，因为这时你对成功是有信心的。

还要考虑到不同类型的股票，拿任何一个指数来说，如标准普尔400、标准普尔500、标准普尔600，在每一个指数之中，价值股票比成长股票的数量大得多。大量的研究表明：从平均情况看，价值股票比它们所在的指数表现好。但即便这个结果是真实的，使用一个主动的价值股票策略可能仍不是个好主意。原因在于：一个主动的管理策略，直接导致一个有大量

⊖ 低市盈率的公司股票。——译者注

⊖ 一般指新兴科技公司的股票，预计迅速增值，但风险大。——译者注

价值股票的投资组合，考虑到选择价值股票之标准的实质，如果出现问题，整个策略就难保了。

一个简单的例子可以说明这个问题：1只15美元的股票被低估了，它的价格变成了12美元，它会不会被更加低估呢？你应不应该继续买进呢？不要太急，价值方法有时可能使你损失得更惨。而另一方面，根据成长股票的性质，增长可以保持，在增长慢下来时，成长股票的投资者可以抛出这种股票。

需要重申，任何事情都有属于自己的时机。

我保留这样的观点：考虑到风险的因素，在一个长的时期中，没有一个单一的资产配置策略是最好的。有时一个主动的策略有效，而另一些时候一个被动的策略是好的；有时是大公司股票好，有时是小公司的好。由于周期性的存在，各种策略都有机会。

因此，一个投资计划不应该被束缚住，它应该是自由和灵活的，有各种各样的资产选择。一个好的投资顾问应该掌握其中的奥秘。

当然，在今天的投资界，你能够找到各种各样的建议。在一定的范围内，有些是好的，有一些则是不好的，例如：过分依赖历史统计数据，快速选定一个单一的策略等都是不利于投资者的。

我相信历史的相关性，但同时要与未来市场的信息相结合，这样才能对未来有一个正确的看法，才能够及时和准确地抓住回报周期中的转折点。另外，对政府政策的变化和当地各种重大事件要有一个“自上而下”的全局性把握，这有助于充分认识和参与到一些国内和国际的长期性和周期性的变化中去。

基于上述各种信息和看法，就可以得到各种决策规律，来决定怎样和什么时候选择投资的类型、地点、规模以及主动还是被动方式等，你可以把整个过程看做是一个用“价值时机选择”的方法进行的资产配置。

所有的投资人都会面临资本市场的风险。控制风险，在你的目标背景下评估那些投资机会，并有效地进行具体的投资，这些都需要有宽广的、客观的、贴近市场的考虑。确实，资产配置的分析没有必要弄得像一个黑匣子——在里面处理一大堆统计数据，然后吐出来一个投资计划。资产配

置的框架应该是一个有逻辑性的结构，投资人有各种选择：股票还是债券？国内还是国际？大公司还是小公司？依照指数还是主动出击？传统领域还是非传统领域？

在长期的投资中，如果死守一个投资策略，就只能得到平庸的结果。切勿让思想受到限制，你能够做得更好！