

HZ BOOKS
华章经管

Mc
Graw
Hill
Education

畅销书《技术分析》作者普林格的最新力作
一本萧条市场中的生存手册

投资在第二个 失去的十年

Investing in the Second Lost Decade

华 章 经 典 · 金 融 投 资
M A R T I N J . P R I N G

马丁 J. 普林格

[美] 乔 D. 特纳 著

Joe D. Turner

汤姆 J. 科帕斯

Tom J. Kopas

李昆 译

*Martin
J. Pring*



机械工业出版社
China Machine Press

2

投资在第二个失去的十年

Investing in the Second Lost Decade

华章经典 · 金融投资

M A R T I N J . P R I N G

马丁 J. 普林格

[美] 乔 D. 特纳 著

Joe D. Turner

汤姆 J. 科帕斯

Tom J. Kopas

李昆译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资在第二个失去的十年 / (美) 普林格 (Pring, M. J.), (美) 特纳 (Turner, J. D.), (美) 科帕斯 (Kopas, T. J.) 著; 李昆译. —北京: 机械工业出版社, 2013. 6

(华章经典·金融投资)

书名原文: Investing in the Second Lost Decade

ISBN 978-7-111-42750-6

I. 投… II. ①普… ②特… ③科… ④李… III. 投资-基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 114171 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: 01-2012-6060

Martin J. Pring, Joe D. Turner, Tom J. Kopas. Investing in the Second Lost Decade.

ISBN 978-0-07-179744-3

Copyright © 2012 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 The McGraw-Hill Asia Holdings (Singapore) PTE. LTD 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 (亚洲) 教育出版公司合作出版。

版权 © 2013 由麦格劳-希尔 (亚洲) 教育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 Education 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: 黄姗姗 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 13.75 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-42750-6

定 价: 49.00 元

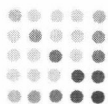
凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

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



导 论

Introduction

你是否准备好了迎接另一个失去的十年

想起了那美好的旧时光！记得在 20 世纪 90 年代，投资者在大牛市的后期阶段振奋不已，那时投资是多么的容易和充满了乐趣。1995 ~ 1999 年，标准普尔 500 指数的年收益率分别为 38%、23%、33%、29% 和 21%。为了理解这样的收益率意味着什么，我们假设你在 1995 年 1 月 1 日在股市上投资了 100 万美元，那么，这笔投资到 20 世纪末的时候已增值到近 350 万美元。但这样的收益率和以高科技上市公司为主的纳斯达克指数的收益率相比，又会显得暗淡无光：纳斯达克指数仅在 1999 年一年的收益率就高达 85%。10 年、15 年和 20 年的股票市场年平均收益率也都高达 15% 以上。在那个年代，投资决策非常容易，投资者要做的事情就是买一张票，坐上股市这列隆隆向前的火车即可。所有投资者都坚信一条非常简单的金科玉律：逢低买入，买入并持有，然后就坐等你的利润不断翻番。此前 18 年股票市场带来的可观的收益率强化了投资者“买股票不可能亏损”的心态。每个人都认为自己是投资天才，不

放过任何一个机会吹嘘自己的投资业绩，不管是在高尔夫球场上、办公室的饮水机旁还是感恩节的家庭晚餐上。很多人放弃了原有的工作专门从事日间交易——后者更有趣，收入也比从事乏味的办公室工作更高，当然律师除外。即使是最保守的人都被这种贪婪的气氛感染，将原本的风险规避原则抛在脑后，也加入到这场投资泡沫的狂欢中。然后，就出问题了。当世界进入新的千年，2000 年到来后，股票投资的环境发生了戏剧性的变化。自 20 世纪 60 年代末以来投资者从来没有遇到过的事情发生了——一个长期性的熊市出现了。突然间，被投资界认为理所当然的投资原则完全不管用了，投资组合的决策变得远比以前困难。

在十多年后，很多投资者和金融媒体从业人员认识到实际上股市当年出现了转折，开始进入下跌阶段，并将随后的十年称为“失去的十年”。的确，从 2000 年 1 月到 2009 年 12 月这段时间是股票市场历史上最糟糕的十年之一。这十年内两次严重下跌的下跌时间超过这十年的一半以上，这使得按照购买并持有思路操作的投资者沮丧不已。即使考虑到分红，这段时间股市市值也跌去了 9%。我们要面对的是一个新的冰冷的现实，投资者不能再期望能从股市获得每年两位数以上的回报率。关于某人放弃了原有的工作专门从事日间交易的故事已是久远的过去——在 2012 年，只要能有一个全职工作，人们就很满意了。那些曾经被认为是可靠的其他投资渠道现在也有各自的问题：房地产是低风险投资且房价只涨不跌的神话已被彻底粉碎；银行储蓄的利息下降到接近零的水平，如果算上通货膨胀和所得税，储蓄的实际收益率是负值；政府债券的收益率跌到几十年来的低点，回报的潜力低，如果利率上涨，就会面临着巨大的本金风险。是的，自 2000 年以来，对于大多数投资者而言，投资市场成了一个名副其实的雷区。这十年始于投资者天真的乐观和信心，终于投资者的焦虑和对未来的期待。

为了更清晰地说明我们的观点，我们以一对夫妇的养老金计划为例，看看自 2000 年人们的预期发生了怎样的变化。史密斯夫妇退休时，史密斯先生 62 岁，当时他们攒下了一笔可观的积蓄。根据历史经验，他们决定将这笔钱

中的 100 万美元投资到股票市场，购买指数基金。当时，标普 500 指数在之前 25 年的平均年回报率超过了 17%，如果从 1900 年算起，则该指数的年均回报率为 10%。他们想，就算他们的投资只有 10% 的年均回报率，他们可以花掉其中的一半，将剩余的 5% 继续投资，获得复合收益。这个计划看起来合理，能够让他们的退休积蓄继续增长，甚至还能时不时提高他们用于消费的金额，抵消通货膨胀的负面影响。他们打算每年支取 5 万美元（每季度支取 12 500 美元）来补贴生活费用。这在当时听起来没有什么不对，感觉他们夫妇并不贪心。至少他们认为自己的计划是基于符合现实的假设，他们的期望也比较合理。在退休 12 年后（2012 年），史密斯先生已是 74 岁的老人，图 I-1 显示了他投资的 100 万美元的情况。



图 I-1 史密斯夫妇的退休储蓄足够维持他们的余生吗

注：股票市场“失去的十年”的投资负回报加上每年固定支取的现金使史密斯夫妇账户上的余额大幅缩水，他们怎样才能挺过第二个失去的十年？

资料来源：Pring Turner Capital Group.

由于整体股票市场“失去的十年”的投资负回报加上每年固定支取的现金，在退休 12 年后，史密斯夫妇投资股票市场的账户上仅剩 330 225 美元的余额。他们还可以依靠这个投资组合来补充生活费用多长时间？如我们所猜

测和在本书中所讨论的，如果**还有一个**失去的十年，史密斯夫妇该怎么办？他们的钱什么时候会被用光？在本书中，我们会不断以史密斯夫妇为例来描述金融环境的变化，并提供主动积极的方案来帮助投资者在我们认为会出现的**另一个**失去的十年中生存和发展。

从非常长远的角度来看，股票市场整体是上涨的，但目前我们正面临一个长期性的熊市也是事实。这种股票市场表现不佳的危险时期可以长达 20 年或更久。在你的投资生涯中，你可以经历多少这样的 20 年？史密斯夫妇能否通过被动的买入并持有策略挺过另一个失去的十年？在下一个十年结束之际，他们都已是 80 岁高龄的老人了，期盼着下一个长期性牛市的来临。问题是：到那个时候他们的账上还有钱吗？我们想说的是，要想投资获得成功，投资者就必须了解他们所处的长期性环境，是长期性的牛市还是长期性的熊市？我们知道在长期性牛市中（如 1982 ~ 2000 年的牛市）是非常容易操作的，投资者只需要简单地买入并持有，但在包含了许多周期性起伏的长期性熊市中生存就困难多了。要在一个长期性熊市中成功，需要大量艰苦的工作、正确的工具以及更加灵活的投资原则。本书的目标是将这些原则进行透彻的讲解，让你能够在下一个失去的十年的剩余时间投资获得成功。

一个好消息是，即使在长期性熊市中还是可能赚钱的，但投资者必须首先抛弃在此前的长期性牛市中行之有效的买入并持有、指数化以及被动的资产配置策略。在一个负面的长期性熊市环境中，这些静态的投资策略会严重影响你的投资回报。在一个长期性的熊市中，投资者要想赚到钱，关键之处在于采取一个更加**主动积极**的投资策略。即使在这种整体是负面性质的、逆水行舟的环境中，仍然存在一些赚钱的机会——一些可能持续 2 ~ 3 年的周期性上升时期。在这些上升期结束后，随之出现的是周期性下跌，因此投资者需要谨慎地运用风险管理技术来保护自己投资组合的价值，捍卫此前的周期性上升趋势中获得的胜利果实。要成功地从市场的这些周期性涨跌中赚到钱，关键之处在于使用合理的经济周期预测工具和遵循一定的投资原则。过去 150 年的经济和金融的历史显示，市场和商业活动存在一种逻辑性的关联。如同

一年要经历四季转换，经济也会经历景气状况的循环。

认识到“金融四季”现象的存在，并正确地运用合理的资产配置策略能给投资者带来更好的投资回报。的确，理解经济周期与股票、债券以及能对冲通货膨胀的大宗商品之间历史的、可靠的和先后次序的关系对投资者是大有益处的。具备了经济周期、长期性趋势和适时战术资产配置的相关知识，投资者就有可能在承担更低的风险的同时获得更好的回报。更重要的是，这能使投资者对自己的投资更加放心。

有些人认为，在阅读一本书之前应该对作者有所了解，这样可以使读者更好地理解作者的倾向和观点。本书是普林格-特纳资本集团（Pring Turner Capital Group）的几位合伙人在总结了美国金融市场 110 年的经验后的合著。他们是：马丁·普林格（Martin Pring）、乔·特纳（Joe Turner）和汤姆·科帕斯（Tom Kopas）。我们在此也要感谢投资组合经理助理吉姆·科帕斯（Jim Kopas），他在研究、稿件编辑和数码制作等方面所做的工作为本书的顺利完成做出了重要的贡献。

在过去的数十年中，我们行事谨慎的资产管理公司已经成功地将本书所讨论的投资策略的关键原则运用到客户资产管理上。我们的方法是独一无二和多视角的，同时包括了基本面分析、技术分析和经济周期分析的因素。我们之所以采取这种宽视野的投资组合管理策略是因为我们的首要目标是谨慎的风险管理。实际上，在公司的办公室我们打趣时常常说的一句话就是“我不知道”。我们无法确切地知道未来会给我们带来什么。没有人能知道。但是，面临不可知的未来，我们还是得在今天做出决定，然后在时间的另一端给客户带来满意的投资结果。这就是为什么我们的投资分析依赖于经济周期的循环特征，同时我们对风险管理十分看重。

毫无疑问，基本面分析（公司质量、价值和收入）、技术分析（趋势分析、投资者情绪和货币政策）和经济周期分析（经济的转折点）中都有一些因素可以帮助投资者的投资过程更顺利。我们把所有这些因素都看作投资组合风险管理的各个层面。我们不能确切地知道未来会给我们带来什么，然而，

通过运用不同分析工具的组合，我们是有可能降低投资风险，同时提高投资回报的。

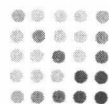
就我们的投资风格而言，我们不是短线的日间交易者，不是高频交易者，但我们也不是“买入并持有”策略的信奉者。我们的资产配置不是大多数财务顾问建议的被动型配置，我们采用的是动态的资产配置策略，具体的配置原则在很大程度上取决于我们处于那种典型的4~5年经济周期的哪个阶段。我们随着经济周期的节奏逐步和有条理地调整资产配置和重点投资的行业。随着市场环境的改变，我们的投资策略也有相应的改变。我们是基于对市场 and 经济的观察来判断各类资产类别的风险和收益特征，并以此做出资产配置的决策。传统的观点认为资产配置决策可以根据投资者的年龄来决定，譬如你是35岁，那你就还可以多冒一点险，因为假如失败，你还有时间东山再起。而我们的观点是，无论你是35、55还是75岁，你都不想在一个熊市中的股票上冒太多的险。即使你还年轻，还有足够的时间再把钱赚回来，你也不会愿意亏钱。长期性（非常长期的）和周期性的牛市和熊市并不会因为你的年龄就对你另眼相待。

我们花了些时间来回顾历史，从此前的长期性熊市中吸取教训，这些教训将有助于你对未来股票市场的状况有所准备。那么到底我们未来将会面临什么样的市场状况呢？基于对历史上长期性熊市的广泛研究，我们的看法是，投资者应该对股票市场出现另一个“失去的十年”要有心理准备，要看到未来的十年中有可能出现更频繁的经济衰退，而复苏的时间会更短、力度更小。实际上，我们认为未来的十年甚至会比已经过去的十年更艰难，因为我们的经济正面临一个新的威胁——通货膨胀！因为巨额政府债务有可能引发通货紧缩，这种情况可能不会马上出现，这一点我们会在本书第3章详细讨论。但是，我们感觉政府的政策正日益指向通过货币手段来解决所背负的巨额债务——对政治家而言，解决债务负担最简单的办法就是通货膨胀，或者说印钞票。第一次世界大战后，在德国的魏玛共和国时期，政府连续几年大肆印发钞票，最后德国的纸币几乎变成废纸。我们当然不是说美国也会出现这样

的极端情况，但是我们应该知道通货膨胀相当于政府偷偷地对储蓄者征税，会严重影响到退休人群的生活质量。通货膨胀自 20 世纪 70 年代和 80 年代初期以后，就没有真正威胁过美国的投资者。但我们现在得警惕了。

面对未来的挑战，你准备得如何？如果你不但要面对一个股票市场的长期性熊市，而且还要同时面对一个债券市场新的长期性熊市，你该怎么办？如果通货膨胀和利率在下一个十年期间上升，那么债券的投资前景可能会像过去十年的股票市场一样糟糕。如果这两个市场同时面临一个充满挑战的、大幅波动的市场环境，你该怎么办？你如何才能做好充分的准备？你是准备成为市场的牺牲品还是想掌握自己投资的命运？

在你读完本书后，你将会掌握能够帮助你面对另一个失去的十年的关键工具和策略。本书将会讨论两种重要的策略：如何在周期性的熊市中保护你的资产，以及如何在周期性的上升中获得收益。我们始终强调的一点是重视风险管理工具的运用，这使得我们的投资组合无论在熊市周期还是牛市周期中首先能够得到保护，然后获得满意的回报。对于那些想对我们提出的策略进行更深入了解的读者，我们提供了详细的附录，在其中对关键问题进一步展开讨论。此外，我们的官方网站 www.pringturner.com 会定期提供我们当下的观点和有关图表的更新。同时，读者还可以在网站 www.mhprofessional.com/mediacenter/ 找到包括本书所有的图表、有用的链接以及讲解如何运用我们的经济周期分析方法进行投资的视频等各种丰富的资源。无论你是金融从业人员还是个人投资者，这本书对于帮助你在第二个失去的十年中生存和发展都有无可估量的指导意义。



致 谢

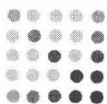
Acknowledgments

很多人都对本书的顺利完成提供了不可或缺的帮助和启发。我们要特别感谢教育界的人士对本书思想上的影响，旧金山金门大学的教授 Henry “Hank” Pruden 博士。Hank 是一名资深教育家、技术分析的推崇者，正是他当年介绍马丁·普林格和乔·特纳认识，两人随后在 1988 年成立了普林格-特纳资本集团。Bruce Fraser 是我们另一个长期的朋友和顾问，他也是一名有着创新意识的教育家，他推动着我们在投资组合管理上精益求精。此外，我们要特别感谢 Robin Parker，他打开了我们的思路，使我们对自己在投资领域所做出的独特贡献有了更深的理解。

我们感谢道琼斯指数的研究人员，他们发现了马丁·普林格的经济周期研究，并证实了本书所讨论的普林格-特纳资本集团的投资策略。如果没有 Steven Malinsky、David Krein 和 Jeff Fernandez 所进行的深入研究，本书的某些章节是不可能写成的。道琼斯指数的团队在道琼斯-普林格经济周期指数的开发过程中发挥了重要作用。

我们特别感谢道琼斯指数的 Richard Ciuba，他将我们介绍给在 Advisor-Shares 工作的 Noah Hamman，而后者提出了建立一个基于我们的经济周期策略的主动型管理交易所交易基金的建议。我们期望能够向一直在寻找一种“全季节”投资工具的投资者和投资顾问提供道琼斯-普林格经济周期 ETF（代码 DBIZ）。

我们还要感谢麦格劳-希尔公司的编辑为本书的出版所付出的努力，特别是 Mary Glenn 和 Jane Palmieri 对我们在编辑过程中出现的种种问题的耐心和宽容。她们认真编辑我们的初稿，推动我们按时完成工作，最终使本书得以出版。



目录

Contents

导论

致谢

第1章 为什么我们将面临第二个失去的十年 // 1

两类经济转折点 // 2

资本错误配置和经济衰退 // 4

技术和房地产泡沫是本次长期性熊市的根源 // 5

债务是一颗定时炸弹 // 6

有没有解决方案？如果有，是什么？这对疲软的股市意味着什么 // 11

第2章 什么是股市的长期性趋势，对投资者有什么意义 // 17

什么是长期性和周期性趋势 // 18

美国股票市场自 1800 年以来的长期性趋势 // 22

长期性牛市和长期性熊市的特点 // 25

第3章 是什么力量引发股票价格的长期性趋势？

长期性趋势的转折点有什么特征 // 28

长期性熊市的心理和结构特点 // 29

估值和投资者情绪 // 33

目前的长期性熊市还会持续多久 // 37

商品价格趋势的不稳定带来的影响 // 41

底部在哪里 // 43

第4章 通货膨胀、通货膨胀、通货膨胀!

商品的长期性牛市早已开始 // 46

通货膨胀：对投资组合征收的隐形税 // 51

商品价格长期性趋势的特点 // 52

抗通货膨胀资产的投资机会 // 57

第5章 留心利率趋势出现向上的转折 // 61

利率的长期上升趋势对投资者意味着什么 // 65

识别信用市场长期趋势的反转 // 68

大宗商品价格在长期下跌趋势的底部领先于债券收益率 // 71

和通货膨胀/通货紧缩之间的关系 // 72

结语 // 74

第6章 经济周期概论 // 81

什么是经济周期 // 82

投资者该如何理解经济 // 86

意识到经济周期的存在有何用处 // 88

第7章 如何将经济周期用作投资债券、 股票和大宗商品的指路图 // 92

经济周期的季节性特征 // 93

6个阶段 // 94

概要 // 96

根据经济周期不同阶段来调整资产配置 // 99

第8章 如何运用简单的指标来识别经济周期的阶段 // 104

一些背景因素 // 105

通过市场活动识别经济周期所处的阶段 // 107

结果 // 108

各阶段的行业表现 // 110

第9章 道琼斯-普林格经济周期指数

——史密斯夫妇需要的答案 // 114

构建指数的第1步：识别当下处于经济周期的哪个阶段 // 116

构建指数的第2步：按阶段进行资产配置 // 120

构建指数的第3步：股票市场的行业配置 // 121

指数和ETF // 121

第10章 投资组合风险管理 // 128

风险和收益的判断 // 129

风险管理和“重大亏损法则” // 130

战术资产配置的重要作用 // 132

质量很重要 // 136

一个全面风险管理的流程 // 143

第11章 自己动手还是交给投资经理 // 146

保护你自己不受自己的伤害 // 148

寻找适合你的职业投资经理 // 150

怎样做一个好的客户 // 151

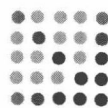
后记 结论和资源 // 155

附录A 股票市场长期趋势转折点处的其他信号 // 158

附录 B 大宗商品市场长期性牛市的补充材料 // 172

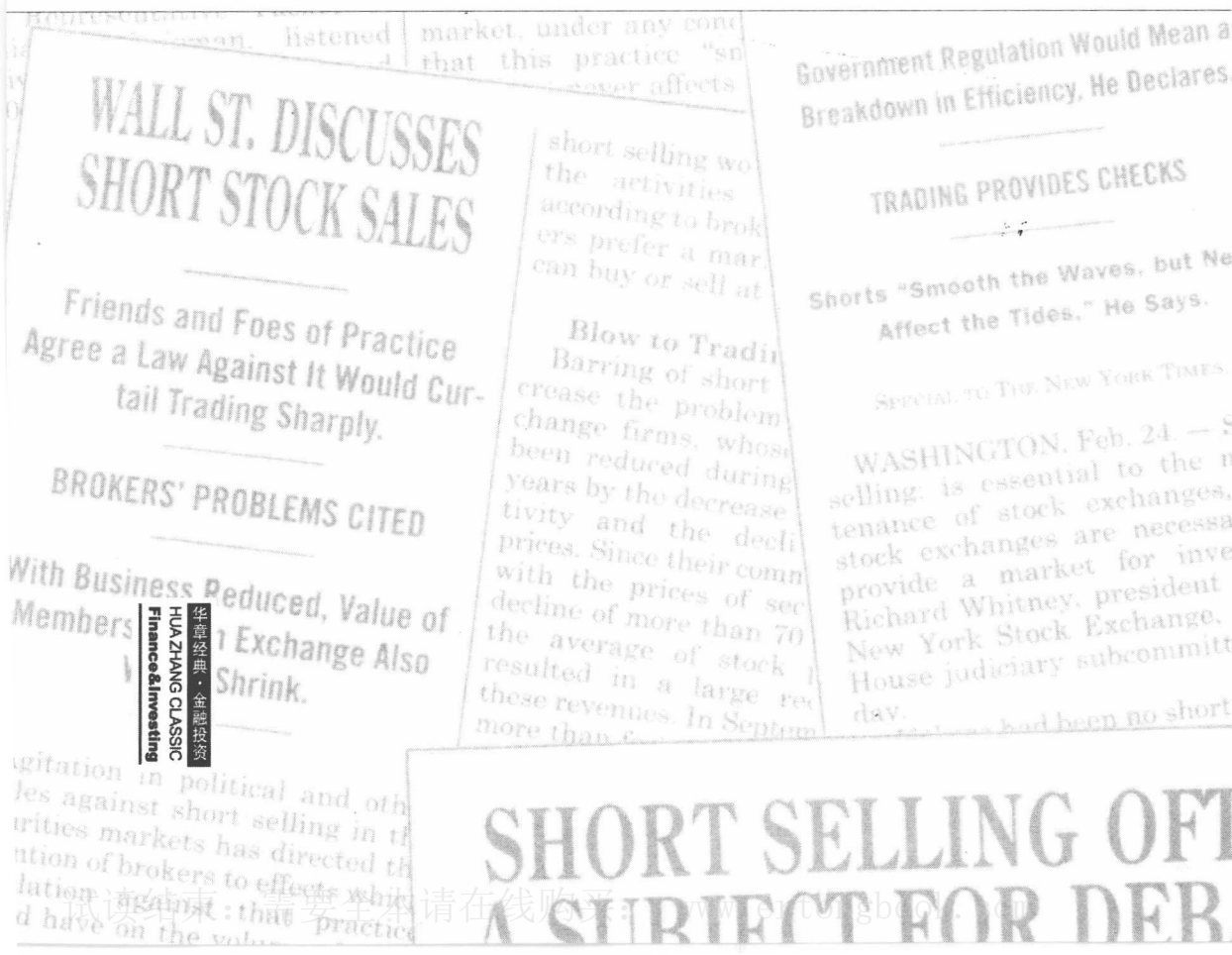
附录 C 全球视角下的股票市场长期性熊市 // 179

附录 D 基于经济周期的资产轮动指南 // 191



第 1 章 Chapter 1

为什么我们将面临第二个失去的十年



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice
Agree a Law Against It Would Cur-
tail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of
Members' Exchange Also
Shrink.

华章经典·金融投资
HUAZHANG CLASSIC
Finance & Investing

market, under any cond
that this practice "sn
cover affects

short selling wo
the activities
according to brok
ers prefer a mar
can buy or sell at

Blow to Tradit Barring of short

crease the problem
change firms, whose
been reduced during
years by the decrease
tivity and the decli
prices. Since their comm
with the prices of sec
decline of more than 70
the average of stock
resulted in a large rev
these revenues. In Septem
more than c.

Government Regulation Would Mean
Breakdown in Efficiency, He Declares

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves, but No
Affect the Tides." He Says.

SPECIAL TO THE NEW YORK TIMES

WASHINGTON, Feb. 24. — S
selling, is essential to the m
tenance of stock exchanges,
stock exchanges are necessa
provide a market for inve
Richard Whitney, president
New York Stock Exchange,
House judiciary subcommitt
day.

SHORT SELLING OF A SUBJECT FOR DEB