



华安基金·现代基金管理与投资译丛

# The Intelligent Asset Allocator

# 有效资产管理

[美] 威廉·伯恩斯坦 著  
(William Bernstein)

李 曜 译



上海财经大学出版社

Mc  
Graw  
Hill

Education

Mc  
Graw  
Hill

华安基金·现代基金管理与投资译丛

# 有效资产管理

[美]威廉·伯恩斯坦 著  
(William Bernstein)

李 曜 译

 上海财经大学出版社

MAH71/05

## 图书在版编目(CIP)数据

有效资产管理/[美]威廉·伯恩斯坦(William Bernstein)著;李曜译.  
—上海:上海财经大学出版社,2004.1  
(华安基金·现代基金管理与投资译丛)  
书名原文:The Intelligent Asset Allocator  
ISBN 7-81098-086-6/F·079

I. 有… II. ①威… ②李… III. 资产管理 IV. F830.593  
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 106940 号

- 策 划 黄 磊  
李 玫
- 责任编辑 袁 敏
- 封面设计 利 杉

YOUXIAO ZICHAN GUANLI  
有效资产管理

[美]威廉·伯恩斯坦 著  
(William Bernstein)  
李 曜 译

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址:<http://www.sufep.com>

电子邮箱:webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2004 年 1 月第 1 版 2004 年 1 月第 1 次印刷

---

890mm×1240mm 1/32 7.5 印张 216 千字  
印数:0 001—4 000 定价:18.00 元

“华安基金·现代基金管理与投资译丛”

编辑委员会

主任

韩方河

副主任

金德环 骆玉鼎 李曜

策划

黄磊 李玫

编委

朱勇 邵杰军

尚健 韩其恒

黄磊 汪洪洋

王国卫 孙志方

# 总序



世界基金业的发展,迄今已有一百多年的历史。1868年,英国政府出面组织的由专业人士管理运作的以投资美国、欧洲和殖民地国家证券为主要对象的“外国和殖民地政府投资信托”,开启了证券投资基金的滥觞。在此后的一个多世纪中,基金行业无论是在管理、产品还是在投资技巧、营销、服务等各个方面都取得了巨大的发展。

中国基金业的成长,迄今只用了短短5年的时间。但在这短短5年间,基金业已从封闭式证券投资基金,发展到开放式证券投资基金,推出了指数基金、债券基金、行业基金、保本基金等各种基金类别,并开始介入社保资金的运作管理,正在筹备发行货币市场基金……

作为基金业者,我们深切地感到,百年世界基金业的实践,给我们留下了丰厚的财富。在专业理财领域里每前行一步,都会让我们发现有更多的未知领域需要去探讨,去学习。古语说:知易行难。其实,感觉“行”难时,往往正是因为我们没有“知”充分、“知”准确、“知”完整。现代基金管理与投资是一门科学,也是一门艺术。基金管理与投资中的每一个环节都环环相扣,每一个细节都值得关注,要真正“知”,需要付出

艰苦的努力。

正是本着这样的初衷,我们与上海财经大学出版社一起,从国外最新的基金管理与投资书籍中,挑选了一批具有相当代表性的作品,编译成一套8本的“华安基金·现代基金管理与投资译丛”。其中,《指数基金》、《对冲基金》、《交易所交易基金》(ETFs)、《养老基金管理创新》4本图书涉及基金新业务拓展、新产品设计与管理,而《有效资产管理》、《战略资产配置》、《积极股票管理》、《债券组合管理》4本图书则涉及充满永恒魅力的大型资金的投资和管理技巧。就我们的视角而言,这些图书,从内容上看,大多反映了该领域的前沿动态和发展潮流。作为精心遴选的优秀著作,本套丛书中不乏具有代表性的作品。例如,由著名金融经济学家约翰·Y. 坎贝尔等撰著的《战略资产配置》一书,就荣膺了“2002年萨缪尔森奖”。

我们希望,通过这种努力,不仅使华安基金管理有限公司能够在第一时间洞悉更多的国外业界最新研究动态,进一步掌握目前最先进的证券投资及基金管理技术,开发出受广大投资者欢迎的新的基金产品;更希望通过这套由专业的财经出版社和专业的基金管理公司挑选的丛书的出版,与基金业内以及所有未来期待进入这个行业的专家、学子分享人类最新知识成果,为提高我国的整体基金管理与投资水平贡献我们的绵薄之力。

需要指出的是,本套丛书的出版,凝聚了上海财经大学出

出版社社长熊诗平先生、第三编辑部主任黄磊先生,上海财经大学金德环教授、骆玉鼎副教授、于研副教授、李曜副教授、沈国华先生,以及复旦大学陈学彬教授的很多心血。许多译者与校者,将自己的整个 2003 年暑假以及此后的许多休息时间,用于这套丛书的编译与校对工作。在此,我代表编委会全体委员,对为“华安基金·现代基金管理与投资译丛”付出过努力的每一个人,表示衷心的感谢。

最后,我想说的是,基金管理与投资也是一门实践的科学和艺术。无论怎样的基金管理与投资理论,都须与我们所处的环境,以及所面对的市场、法律法规和投资者相结合,惟有如此,中国基金业的发展,才会展现其蓬勃的生命力。从这一点来说,这一套丛书能够带给大家的只是“知”的一半,而另一半,则还需要靠我们以自己的实践去丰富……

韩方河

2004 年春

于华安基金管理有限公司

# 译者序



威廉·伯恩斯坦的这本《有效资产管理》的思想源自于“价值投资”的鼻祖格雷厄姆在 20 世纪 30 年代的一本名著《投资智者》(也有人译为《聪明的投资者》)。

本书的第一个显著特征是坚持价值投资理念,阐述了价值投资理念指导下的资产配置全过程。对于国内资本市场中目前兴起的“价值投资”具有现实的指导意义。伯恩斯坦相信市场走势确实是随机漫步的,在各个方面都是不可预测的。股票选择和市场择机都是不可能的。他用大量西方投资界的历史数据来证明,基金经理们并没有显示出一致的和连续的股票挑选技术。没有人能够对市场进行择机。投资股票最理性的方法就是进行合理的资产配置。伯恩斯坦认为,资产配置(Asset Allocation)是惟一能够由投资者决定并最终影响投资结果的因素。

在书中,伯恩斯坦从资产的风险和收益娓娓谈起,介绍风险和收益必然是相互联系、不可分割的。描述了各种不同证券资产(美国短期国债、美国中长期国债、美国大公司股票、美国小公司股票、美国房地产投资信托基金、欧洲股票、太平洋沿岸国家股票、日本股票、国际小公司股票等)在西方资本市



市场发展历史上的风险和收益情况。这些数据历时数十年,并延续到 20 世纪末。伯恩斯坦说“无视历史的人注定要重复历史”,那些不熟悉历史的投资者将是失败的投资者。伯恩斯坦以自己<sup>1</sup>对历史数据的分析强调了一些普通投资者在投资中经常发生的认识误区,由于这些认识误区的存在,严重地影响了投资者的投资绩效。伯恩斯坦在书中总结了以下几点极为重要的投资经验:

1. 资产组合的表现和其构成成分不同。一个安全的资产组合并不必须去除一些风险很大的资产,过度依赖安全的资产实际上会增加组合的风险。

2. 对于一个给定程度的风险来说,有一个将产生最高收益率的资产组合。这个组合位于各种资产组合的有效边界上。但困难的是,某一时刻的有效边界的位置只有在事后才能发现。因此,投资者的目标不是去寻找有效边界,因为这是做不到的。

3. 聪明的资产组合投资者的目标是,发现一个能够在各种情况下都相当接近标尺指数(Benchmark)绩效的资产组合。这个组合一般是由各种不同资产类别如国内股票、国外股票、大公司股票、小公司股票、国内债券、国外债券等构成。

4. 投资者应着重关注资产组合的业绩表现,而不是关注组合构成成分的业绩表现。组合中的小部分构成成分证券发生了严重损失,但给整个组合带来的损失是很小的。

5. 注意再平衡(Rebalancing)带来的收益。从长期看,再

平衡将给有耐心的投资者以良好的回报。

6. 要关注资产的相对价值。对资产的市场价值时刻留心,仅仅当市场对资产的价值评估发生变化的时候,才改变目标资产组合的配置。某类资产组合比例的增加或减少,是与该资产的价格变化方向相反的。

7. 好公司一般是坏股票,而坏公司通常是好股票。在选择股票以及投资基金的时候,采用“价值投资”方法比较好,具体的价值评估指标以市净率 P/B 值为最佳。

以上的这些观点,坦陈了伯恩斯坦对价值投资方法极为尊崇的态度。他认为在确定了初始的资产配置构成成分及比例后,采用所谓的“恒定比例混合法”对组合进行及时再平衡,就可以超越绝大多数积极管理的基金。

本书的第二个显著特征是,作者擅长循循善诱,一步步地详细指导读者如何建立自己的投资组合。从单个资产的风险收益到不同资产组合的构建,再到根据市场价格变化进行再平衡。其中还介绍了对冲操作、国际资产组合和外汇风险防范等问题。这些内容极其富有操作性和实践价值。

本书的第三个显著特征是,文笔轻松活泼,雅俗共赏,专业和非专业人士都可以从中得到启迪。伯恩斯坦善于比喻和举例,他将复杂枯燥的组合投资知识在书中演绎得如同故事一般,非常适合普通投资大众阅读。不过,即使对于专业的投资人士(如投资基金管理公司人员),也可以从本书对西方组合投资的历史数据、经验分析中获益匪浅。而且伯恩斯坦对

资产配置过程介绍的详细程度,在国内现有的投资类书籍中是极少见的。本书具有很强的现实感,大部分数据资料非常新颖。

本书的第四个显著特征是,它可以作为进一步研究组合投资的指南。书中最后一章(也是伯恩斯坦认为非常重要的一章)是有关组合投资的资讯材料的出处和地址,比如国外最权威、最经典、最重要的一些组合投资书籍名单,报刊杂志目录,基金公司、评级机构以及其他的专业公司和资料库的网站地址等。因此,本书可以作为专业人士进一步研究组合投资策略的非常好的指南针。

最后,请允许我在这里表述一下对这本译著的特殊感情。这本书是我在加拿大翻译完成的,其时(2002年9月~2003年9月)我作为中国和加拿大两国政府的交流访问学者(CCSEP),在多伦多大学管理学院从事访问研究。现在,人已回到上海,当我执笔写这篇序言的时候,思绪不禁又飞回了遥远的加拿大。在刚到加拿大的前几个月中,除了学习和搜集资料之外,主要的工作就是翻译本书。在历经了艳阳高照的灿烂金秋和白雪皑皑的肃杀严冬后,我终于完成了本书的翻译工作。最后当翻译结束时,我记得是在多伦多大学温暖的Gerstein图书馆内,窗外正在下一场纷纷大雪……可以说这本书的翻译,伴随我度过了在加拿大多伦多最初的陌生而兴奋的时光,让我在异国他乡多了一份精神寄托。它成为我在海外学习生活的一份珍贵的纪念。

对于我的敝帚自珍之情,读者当可理解。但作为自己的第一本译作,稚嫩之状是自然的,书中的不准确及错漏之处也在所难免。所以恳请读者和专家不吝指正,以供未来修订之用。

借本书的出版,感谢我的指导教授及研究合作伙伴、加拿大多伦多大学罗特曼管理学院(Rotman Management School)迈伦·戈登(Myron Gordon)的帮助。另外,我特别要感谢华安基金管理公司对学术著作出版的大力支持。华安基金管理公司在本书引进及出版过程中所体现出的独具慧眼以及志在长远的气度,值得我们钦佩。

李曜

2004年1月1日

# 前言



1993年7月31日,我在《华尔街日报》(“你的资金很重要”栏目)偶尔发现了一篇文章,这篇文章考察了在1973~1992年间不同资产配置的成绩。这篇文章是建立在T.罗·普赖斯(T. Rowe Price)投资基金公司的研究基础上的。研究方法十分简单,从美国大公司股票、美国小公司股票、外国股票和美国债券中构造各种假设的投资组合,然后计算组合的风险和收益。文章指出,在研究的20年的时间段中,上述资产各种固定比例的混合组合的表现超过了单一的组成部分(也超过了大部分专业的资金管理专家),并且风险低得多。我的兴趣顿时被激发起来了。T.罗·普赖斯公司十分友好地寄给我他们用于计算的分析资料,我对这些资料进行了分析。结果是令人惊讶的——几乎所有合理、平衡、固定比例的上述四种资产的组合,在同一个时间段,收益率超过了大部分的专业资金管理专家。

举一个例子,假设一个简单组合,包括各占1/4的美国大公司股票、美国小公司股票、外国股票和美国高等级债券,该组合与仅包括美国大公司股票的组合(如标准普尔500指数)相比,收益更高,风险更低。就标准普尔500指数而言,在同

一个阶段，比 75% 的专业资金管理专家表现得更好。

我被 T. 罗·普赖斯公司的数据迷住了。因为这是一个十分简单的工具，它可以确定历史的资产配置业绩——通过收集数据，根据各种不同资产种类的过去绩效表现，来组合风险和收益。令我失望的是，我无法用已有的软件来完成这项工作，我必须写自己的电子表格。我开始购买、寻求、借甚至“偷”各种各样资产在过去几个不同历史时期的数据，来构造资产组合模型，我的模型数据最早可追溯到 1926 年。

T. 罗·普赖斯公司和我的计算都隐含着一个重要的假设：资产组合会按期地“再平衡”。在一段时间后，资产组合的再平衡是必须的。因为组合中的一些资产表现比其他资产好，这将会改变初始的资产种类的构成比例。为了使组合再平衡，回到初始的构成比例，一些表现比较好的资产种类要被出售，其收入用来购买表现比较差的资产。

大部分富有经验的投资者知道，长期成功的关键在于始终坚持一贯的战略：在广泛的资产种类中分布组合，主要是外国和国内的股票和债券。他们也知道，从长期来看，市场择机和挑选股票或基金，几乎是不可能的。他们最多只是一种分心。换句话说，更重要的是坚持正确的包括外国股票、美国股票、外国债券和美国债券的组合，而不是挑选“最好”的股票或基金，或者“识别”市场的顶部或底部。（我们在本书中将会看到，没有人能始终识别市场，也几乎没有人能以稳定的技能选择股票或基金。）

如果你发现这很难相信,请考虑以下事实:1987年美国股票市场表现不好。在那个剧烈动荡的一年中,美国大公司股票(以标准普尔500指数为代表)整体上涨了5.23%,而美国小公司股票实际损失了9.3%。而在另一方面,外国股票却上涨了24.93%,在那一年,最笨拙的外国股票基金的管理人可能会胜过最富有技能的美国小公司股票基金的管理人。在1992年,发生了恰恰相反的情况。在那一年,美国小公司股票上涨了23.35%,而外国股票下跌了11.85%。最后,在1995~1998年间,美国最大的成长公司股票获得了前所未有的收益,而几乎所有其他的股票都没有什么收益。

还是不相信?在20世纪80年代末期,著名的资金管理人和金融分析师嘉里·布里森(Gary Brinson)与他的同事发表了他们对82家大型养老基金的两个复杂的统计研究成果。他们的结论是,基金收益波动的90%以上归功于资产配置,而只有不到10%归功于市场择机以及股票和债券的选择。换句话说,资产配置政策的重要性10倍于选择股票和市场择机加在一起的作用。近些年来,许多观察家建议说,90%的数字太高了,可能资产配置的因素只占到基金收益波动的50%。这样的观点完全忽视了问题的关键所在。市场择机和证券选择显然是重要的。但问题在于没有人能在市场择机上获得长期成功,也几乎没有人能在证券选择上获得长期成功。资产配置是惟一你能够决定并影响你的投资结果的因素。

然而,现实中却有大量的墨水和时间被浪费在分析师对

股票或债券价格变动方向的预测以及推荐股票和基金上面。事实上,布里森先生于1994年在《华尔街周报》(*Wall Street Week*)上发表其观点的时候,人们几乎一直在说市场择机,几乎没有人提到资产配置战略。赌博的本能是人类的天性,很少有人能够拒绝对未来不可预测事情的投机。

那么,如何才能进行资产配置以获得最大的收益和最小的风险呢?你无法做到,不过不要灰心,因为没有人能够确知答案。甚至是布里森先生也不知道,而他在退休前所管理的资产超过了世界上任何其他入拥有的资产。当然你可以查阅历史数据,观察过去是如何运作的,但不要和未来的情况相混淆。后面我们将查阅历史资料,试图从中提取出有用的资产组合的经验,但是这种经验很少。经验之一,股票比现金风险更大;经验之二,未来股票的收益会比现金更高,但是不会像过去一样,尤其是刚过去的几年;经验之三,资产组合多样化可以分散风险;最后,尽可能在任何投资领域都进行指数投资。

事实上,如果你厌倦阅读本书,仅仅是想要找到一个有用的资产组合的处方,那么请考虑以下的建议:购买上面提到的“简单投资组合”的指数基金,包括各占1/4的美国大公司股票、美国小公司股票、外国股票和短期美国债券。指数基金现在已经商品化了,如同计算机芯片和汽油一样。在大部分大的基金家族或“金融超市”中都可以买到。我极度推荐先锋基金。在每一年结束时,对你的账户进行再平衡,使四个部分获



得同样的规模。设置这样的账户组合可能只需要15分钟,每年的再平衡也需要15分钟。一年中的其余时间你就不需要考虑投资的事情了。如果未来的20年和过去的20年一样,那么结果是你会超过75%的专业资金管理专家。

在1996年,我把本书的第一版放到了网上,并开始为我的网站(<http://www.efficientfrontier.com>)写一些日常的小文章。结果反响超过了我的想像。小投资者对资产配置和投资组合理论的信息的渴求获得了满足。但是我从职业投资人士那里却完全没有获得任何反映。是的,我知道,我们都认识到资产配置的重要性,但是实施的具体细节——如同地图——却并不知晓。互联网的魔力使我和许多投资爱好者一起分享我对资产组合理论的痴迷。接着我又对本书的电子版修订了两次。这些修订、众多的网页以及许多关于投资和资产组合理论的讨论,构成了这本纸张印刷版本的基础。

读者会发现与以前电子版本不同的一些改变。首要地,本书更加强调对指数化投资的重视。我已经得出了结论,积极资产组合管理只是婴儿的游戏。虽然在一些领域,如小股票、REITs(房地产投资信托)和外国股票等,积极的资产管理者看上去做得较好,但这种卓越的表现是不稳定的。我剔除了大部分描写手工计算资产组合数据的部分,电子数据表和金融计算器已经使手工计算过时了。我认为如果你能够手工计算一些数据,你就能加深对一些统计概念(如标准差)的理解。如果你需要学习如何手工计算,你应该看其他的书。在