

由 查尔斯 D. 埃利斯 撰写前言  
畅销书《投资艺术》的作者

本书投资过程的观点面面俱到，十分专业。

—— 哈里 M. 马科维茨 诺贝尔奖得主，投资组合理论之父

# 资产分配

(原书第5版)

[美] 罗杰 C. 吉布森 克里斯托弗 J. 斯东尼 著 赵玉洁 译  
(Roger C. Gibson) (Christopher J. Sidoni)

## ASSET ALLOCATION

Balancing Financial Risk, Fifth Edition

# 资产分配

(原书第5版)

[美] 罗杰 C. 吉布森 克里斯托弗 J. 斯东尼 著 赵玉洁 译  
(Roger C. Gibson) (Christopher J. Sidoni)

---

## ASSET ALLOCATION

---

Balancing Financial Risk, Fifth Edition



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目(CIP)数据

资产分配(原书第5版)/(美)吉布森(Gibson, R. C.),等著;赵玉洁译. —北京:机械工业出版社, 2014.11

书名原文: Asset Allocation: Balancing Financial Risk

ISBN 978-7-111-48419-6

I. 资… II. ①吉… ②赵… III. 投资风险-风险管理 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第250205号

本书版权登记号: 图字: 01-2013-6895

Roger C. Gibson, Christopher J. Sidoni.

Asset Allocation: Balancing Financial Risk, 5th Edition.

ISBN 0-07-180418-8

Copyright © 2013 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 © 2014 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(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)销售。

版权©2014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。

## 资产分配(原书第5版)

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:施琳琳

责任校对:董纪丽

印刷:北京诚信伟业印刷有限公司

版次:2014年11月第1版第1次印刷

开本:170mm×242mm 1/16

印张:21.75

书号:ISBN 978-7-111-48419-6

定价:59.00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:hzej@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

## 第 5 版序

有经验的投资者都理解下列有关投资的四条强大的箴言，而睿智的投资者在管理自身投资的过程中遵循这四条伟大的箴言：

1. 切记，最重要的决策是决定长期资产组合，即多少投资于股票、不动产、债券和现金？
2. 投资组合应该由使用现金的真实目的和时间决定。
3. 在每类资产内部及不同资产类别之间充分分散投资。糟糕的事情的确会发生，通常令人猝不及防。
4. 要有耐心，坚持到底。好的事情总是喷薄欲出，通常至少预期如此，而急不可耐的投资者总是会遭遇不尽如人意的业绩。伟大的教练曾经说过：“制订合理的计划，按照计划执行。”“坚持不懈，持之以恒”也是非常有用的名言，而制订正确的投资路线方针更是如此，这又让我们重新回到箴言 1 了。

奇怪的是，大部分宣称竭尽全力、希冀获取更好业绩的积极投资者，却与上述一条或多条投资箴言背道而驰，从事损害自身利益和投资组合的行为。他们支付更高的费用，改变投资组合的成本和税收，花费大量的时间、感情和精力。这些“损失漏损”不断积累，将原本可以获得的业绩消磨殆尽。而原本的投资业绩只需要投资者花费一定的时间和精力去了解他们自身面临的投资

现实，建立最有可能达成投资目标的理性的长期投资决策，不断坚守这一决策就可以实现。

要以现实的态度对待投资，这一点越来越重要。因为市场逐渐由那些规模庞大、反应迅速和博闻强记的专业人士及专业机构主导，他们拥有主要优势。举几个例子说明在过去的几十年中市场发生的根本变化。

- 机构投资者的交易从占市场整体交易的 10% 增长到 95%。
- 交易数量突飞猛进，以纽约证券交易所为例，股票交易数量由 300 万股激增至 50 亿股，而衍生品的交易量是股票交易数量的两倍——100 亿股，增长了上千倍。
- 排名前 50 的机构投资者占整体市场交易的一半。这意味着当个人投资者买入或卖出时，有一半的时间他的对手是一个反应迅速、聪明的机构投资者。当然，个人投资者有时可能会赢，但他有可能经常赢吗？基本上不可能。

即使是专业人士和机构，也会发现很难打败市场。在过去的 5 年、10 年和 20 年期间，有超过一半的专业人士和机构被市场打败了。对个人投资者，惨淡的现实更加残酷无情。

“如果你不能打败他们，你可以融入进去。”这就是指数型投资被广泛接受的原因。个人投资者投资指数的一个更好的原因在于，他们可以自由地将时间和精力放在他们具有决策优势的地方：了解自己，完全按照市场状况接受市场，就像我们接受任何天气变化一样。然后设计出通过下列重要测试的长期资产组合结构或者资产混合：

1. 投资者能够而且愿意接受和适应该投资组合。
2. 长期合理的意料之中的结果可以满足投资者自身最首要的目标。

虽然有少量的投资者技术精湛、资金充沛、思维独立，以至于他们可以通过积极地改变投资来增加资产价值，但是以往的记录一次又一次显示，这

些投资者的数量比大部分投资者愿意相信的数量要少得多。对个人投资者而言，在这些市场赢家的投资业绩记录产生之前，识别出它们的机会微乎其微。

在遭受失望之前解雇资金经理人，而在成功显现之前雇用新的经理人，这样不断改变经理人几乎是不可能的。这样与经理人的“约会”被认为是十分浪费时间和精力行为，应该被所有严肃认真的投资者所摒弃。

因此，投资者关注资产组合决策的主要优势在于，这可以帮助他们避免徒劳地寻找更高业绩的“猎鹬”(snipe hunt)行为，将注意力集中于最重要的投资决策：长期资产组合，通过避免错误来最小化不可接受的结果的发生机会，而同时最大化可以达成最首要的投资目标的机会。

正如智者所言：“成功就是得到你想要的，幸福则是喜欢你所得到的。”如果所有的投资者将重心集中于资产组合，按照上述四条简单的箴言投资，接受投资结果，那么他们便会觉得成功和幸福。因此，此时投资者的投资才是真正为投资者所用，服务于投资者。

当然，所有有经验的投资者也知道，大部分个人投资者需要花费许多年、历经许多错误和不愉快的投资经验后才会明白上述那些简单朴实却意味深长的箴言。幸运的是，就像哈里·杜鲁门明智的推荐一样，有一种更方便快捷的选择可以帮助我们达成：我们可以通过阅读历史学习和了解。市场就是市场，而投资者也就是投资者，他们一起创造和书写出更多的历史，从他们犯错的历史中，我们可以以极低的成本从中学会价值连城的教训。

查尔斯 D. 埃利斯

2013 年 1 月

在致力于专业投资咨询工作的 49 年间，我认为成功的投资主要依赖于常识性的东西。用你的常识发掘一种资产作为投资对象，让你付出的每一分钱都能买到价值最大的资产。这意味着要“逢低吸纳”。例如，通过比较一系列相似的投资资产，选择相对而言价格最低的资产购买，这才是非常明智的。如果购买公司资产份额支付的价格只有其内在价值的一部分，那么未来资产价格下降的风险会更小，而价格上升的潜力和机会更大。

显然，分散投资就是这样一个常识，分散化投资使得产生高于预期收益的资产，并将其用于弥补收益低一些的资产。即使是最成功的专业投资者也不敢指望他所选择的  $2/3$  以上的投资资产能带来比平均水平更高的收益。因此，资产分配和分散化是长期投资成功的基石。

分散化投资意味着不要把所有的资产都投向任何单一的投资类型。同样的道理，只投资于一家公司、一个行业或者一个国家也是不明智的。如果你的搜索范围扩大到所有国家，将可能找到更多物美价廉的资产，甚至可能找到更加低廉的投资。这显然可以降低风险，因为国家不同，其熊市和经济周期出现的时间也不同。经济状况的变化对不同类型的资产的影响也不同。通过在不同类型的资产之间进行分散化投资，投资组合的价值将会波动

更小。

从并不多的资产开始，逐渐建立财富王国，显然需要勤俭节约。投资者在制定家庭年度费用预算时，需要将大量比例的收入用于储蓄，严格遵守和执行该预算计划才能逐渐变得富有。例如我在大学毕业的前 15 年中，我坚持每赚取 1 美元都存起来 50 美分的预算计划。俭开富源，奢起贫兆。只有勤俭方可积累财富，挥霍浪费则贫穷潦倒。

“平均成本法或定期定额投资法”这个奇妙的方法说的是：当投资对象价格波动时，在固定的时间间隔中购买相同金额的投资。在投资期间结束时，投资的平均投资成本将低于投资中购买资产所支付的平均价格。换言之而言，相同的投资金额使得在投资对象价格低时买入更多的数量，在价格高时买入更少的数量，因此投资平均成本相比市场平均价格更低。

洛克菲勒曾经说过，想要财富增长必须让金钱为你服务。换言之而言，只能做把钱借给别人的债主，而不能成为欠债的借款人。例如，如果你的房子有一笔巨大的房产抵押贷款，那么支付出去的利息将是你房屋价值的两倍多。相反，如果拥有这所房子的抵押债权，为这项房产提供抵押贷款，那么每年抵押贷款产生的利息不断复利，将形成一笔巨大的财富。如果从不存在借款，那么利息永远是为你服务，是你的收益而不是成本。对在大多数国家每十年出现两次的熊市和经济衰退，你将可以淡定面对，轻松度过。

必须要有时刻准备熊市来临的理念，这也是个常识。专业人士也无法获悉每一个熊市何时出现，但可以肯定的是，在你的一生中将会出现多次熊市。有常识的投资意味着你随时做好资金和心理方面的准备。资金上的准备意味着你必须要准备好可以渡过任何熊市难关所需要的资金，不至于在错误的时机被迫出售资产。事实上，财务计划中必须提供额外的资金，使得在资产价格低到不合理时还有能力买进。心理上的准备意味着必须清醒地意识到未来存在许多牛市和熊市，因此不要在错误的时机买入或者卖出。对于那些心理上沒有准备好，只是按照一时冲动交易而不是市场情况交易的人而言，

低价买进高价卖出非常困难。

当我的投资咨询公司于 1940 年开业时，公司简介手册的首页写了这样一段话：“在其他投资者心灰意冷、急于脱手时买进，在他们贪婪热切、急不可耐时出手，这需要百折不挠的耐心和勇气，也将带来硕果累累的回报。”

只有当大多数投资者都在出售时，资产价格才会下降：当大多数人都在购买时，价格才会上升。这个事实可能是最难掌握的投资真理。正是因为这个事实使得投资和其他行业完全不同。例如，当你询问的 10 位医生都赞成服用某种药物时，显然你会服用该药物。但是当你征求意见的 10 位证券分析师都认为你应该买入特定种类的资产时，显然你应该出售，采用相反的操作。原因在于如果百分之百的投资者都在购买，只要一个人改变想法开始出售，那么你就已经错过了在巅峰价格出售的机会。普遍的常识不是人人共有的，但是常识和仔细的逻辑推理表明，如果在其他投资者买入资产的同时买入相同的资产，很难取得超越他人的投资业绩。

在选择购买何种资产时有许多判断资产价值的标准，其中一种最值得信赖的标准就是资产价格相对于资产收益有多高。然而，更重要的是资产价格相对未来 5 ~ 10 年可能的收益有多高。资产份额是获得未来收益的权利。收益的增长通常是卓越管理的结果。即使是最优秀的专业人士在判断管理者的管理能力时也存在许多困难。对业余的投资者而言，最好的方法是思考下列三个问题：这家公司相对于竞争者其增长速度是否更快？它的利润率相对于竞争者是否更高？所投资资产每年的赢利能力是不是比其他竞争者更高？这三个简单的提示可以在很大程度上帮助投资者正确判断这家公司的管理能力。

历史显示了多种不同资产类型的价格波动频率和波动幅度。合适的资产分配可以帮助削弱资产价格波动对资产组合的影响。由于人类行为的加速，资产价格在未来可能波动幅度更大，波动更加频繁。这就是为什么不能依赖于短期业绩选择投资顾问的原因。举例来说，如果一个投资顾问承担了更高的风险，那么可能在牛市的时候有更高的业绩，在熊市时则恰好相反。无论

是个人投资者，抑或是管理养老基金和大学捐赠基金的基金经理人，都应该至少在一个完整的市场周期中判断投资顾问的管理业绩和能力，判断时参考更多的周期当然更好。这有利于平衡掉投资顾问的运气成分，揭示其由于专业技能和投资常识带来的回报。

我希望每一个人都可以成为投资者。在我成为投资顾问的时候，美国只有 400 万股民，现在美国有 4 800 万股民。美国现在共同基金的投资规模是 55 年前的 1 000 多倍。坚毅忍耐、具备常识和明智的资产分配可以长期产生优异的投资业绩和结果。例如，如果在 25 岁时开始每年投资 2 000 美元到个人退休账户中，由于个人退休账户是复利免税的，假定每年平均总体收益率为 10%，等到 65 岁时账户金额将累计至接近 100 万美元。

投资管理要求广泛地考虑所有主要的投资工具。在本书中，罗杰·吉布森为在这个瞬息万变的世界中如何更好地投资构建了资产分配准则。简单地说，他通过阐述资产分配决策中的逻辑过程，一步步地引导投资顾问和客户。罗杰·吉布森推荐的广泛分散化的投资方法不但可以带给投资顾问及其客户丰厚的投资回报，同时可以引导他们达到恬淡平和的心灵境界。

约翰 M. 邓普顿

邓普顿基金公司主席

1989 年 4 月 11 日

本书的作者罗杰·吉布森先生在1989年一手建立了吉布森资产管理有限公司，公司管理的资产规模超过10亿美元，主要对象为机构客户和大客户，每个客户的平均投资规模为900万美元。公司成立至今已经25年，期间经历了美国股市的跌宕起伏。吉布森先生将其在资本市场中摸爬滚打的经验凝结成了本书。本书贯穿始终的一个概念就是，投资者制定分散投资于多种资产类别的资产分配战略，之后无论面临市场如何变化，始终坚定不移地坚持该目标资本配置。这对中国资本市场也具有很大的意义。在这样的背景下，机械工业出版社华章公司引入了本书，使我们再次聆听到投资界大师的声音。

本书的完成，得到了许多朋友的无私支持。其中，戴超亮、葛楠、彭黄培、冷惠、杨静和裘峰承担了部分章节的初稿翻译，我负责了本书终稿的翻译和全书的审校工作。另外，本书的出版得到了机械工业出版社华章公司的大力帮助，特此表示衷心的感谢。尤其感谢华章公司的云逸编辑、左萌编辑和施琳琳编辑，本书翻译之时恰逢我的女儿云杪出世，期间翻译工作一度搁浅，感谢三位编辑对我的谅解，是她们的热心和对我的不离不弃才使得本书终于顺利完成。

由于本书内容包罗万象，跨度很大，涉及企业管理、经济、

历史、哲学的方方面面，为本书的翻译增加了不少难度。尽管译者始终谨慎动笔，仔细求证，但由于译者水平有限，译稿难免存在疏漏和错误，恳请广大读者批评指正。

赵玉洁

2014年3月于江西财经大学枫林园

首先，我想向我的合作者和同伴，克里斯托弗 J. 斯东尼表达我的感谢。本书是我第一次和他人合作完成。毫无保留地说，克里斯托弗的加入让本书变得更有效率，更加有趣，他新增的内容让本书更加完整。我同样想感谢吉布森资产管理有限公司的分析师查德·海尔曼，他为克里斯托弗和我提供了研究支持，而且本书全部图与表都是由他准备的。我还想感谢我的妻子布伦达，她是吉布森资产管理有限公司的首席执行官，负责公司日常运营管理工作。在本书交付给麦格劳－希尔出版社之前，布伦达牺牲了无数个夜晚和周末的休息时间，完成了本书的文字和图表的编辑以及格式排版工作。

许多公司为本书提供了研究支持和资本市场的业绩数据，如果缺少他们的工作，本书将不可能完稿。因此，我希望向他们表示我的感谢。首先，我想要特别感谢的是晨星公司（Morningstar, Inc.）投资研究部的主管：东·菲利普斯。东（也称为“Spike”）慷慨地为本书的第5版和之前的版本提供了大力支持。我也同样感谢晨星公司和晨星公司全资控股的子公司伊博森协会（Ibbotson Associates）。我还想感谢瑞银环球资产管理公司（UBS Global Asset Management）、威斯特克公司（Vestek）、汤姆森路透集团和罗伯特·希尔先生（<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data>）。

htm)、空间基金顾问公司 (Dimensional Fund Advisors) 和财富资本管理公司 (Wealthcare Capital Management)。

我非常感激投资管理研究协会的前任主席兼首席执行官达尔文 M. 贝斯顿先生, 他对本书第 1 版草案提出了许多建设性的意见, 他的建议也大大提高了本书的文字部分内容, 同时他还帮助本书顺利翻译成日文版本铺平道路。我同时也要感谢现代组合理论之父、诺贝尔经济学奖得主哈里 M. 马科维茨先生的大力支持和认可。他开创性的工作是本书讨论的观点的基础。

我尤其要感谢邓普顿基金会前主席约翰 M. 邓普顿爵士, 他一生致力于丰富人们的精神财富。邓普顿先生在精神和专业程度上一直激励着我。作为一个全球长期投资最佳纪录的拥有者, 能得到他写本书第 1 版序, 我感到荣幸之至。

我还非常感谢查尔斯 D. 埃利斯, 他给本书第 4 版和第 5 版撰写了优秀的序言。埃利斯博士知识渊博, 他行文如流水般的至理名言完美地勾画了本书主要研究主题的轮廓。

我非常感谢麦格劳 - 希尔公司的编辑: 扎卡里·加耶夫斯基和詹妮·丝瑞思, 和他们的共事非常愉快。谢谢他们为了让本书以最好的方式呈现给读者而作出的努力。

我有幸得以在各种美国会议上就资产分配和现代投资组合理论发表报告, 非常感谢参与报告的投资和金融专业人士。我们在会议上高质量的对话和交流极大地帮助了本书进一步提炼观点和升华。

本书包含的概念十分丰富。有些概念是原创的, 有些是借鉴其他著作。如果你被其中的某一个观点所触动, 你可能想知道观点的具体来源。我尽可能在书中列出所有的原作者。但不幸的是, 本书的大部分内容缺乏确切的来源。因此, 有些著作帮助我形成现有的观点和想法, 但却由于无法直接追溯到对应的作者而无法向其致谢, 对这些作者我表示十分的歉意。同样, 本书

对部分借鉴的观点根据我个人的研究和经验进行了修改，我向这些作者表达歉意。

最后，我要衷心地谢谢所有吉布森资产管理公司现在的和未来的客户。正是他们让我的投资顾问职业生涯充满挑战，收获连连。

罗杰 C. 吉布森，CFA

目录

第 5 版序

第 1 版序

译者序

致谢

导论 / 1

第 1 章 资产分配的重要性 / 6

第 2 章 美国资本市场投资业绩：历史性回顾 / 17

通货膨胀 / 19

短期国库券 / 21

债券 / 24

长期政府债券 / 27

中期政府债券 / 31

长期公司债券 / 34

大型公司股票 / 35

小公司股票 / 39

附录：债券久期 / 41

第 3 章 美国资本市场投资工具的相互关系 / 43

总结性的对比和含义 / 47

附录：统计知识 / 52

## 第4章 离散和预测限制 / 57

短期国库券 / 60

长期政府债券 / 62

长期公司股票 / 66

## 第5章 市场时机选择 / 72

战术型资产分配的兴起 / 86

## 第6章 投资时间期限 / 89

## 第7章 确定广义投资组合平衡的模型 / 101

具体目标 / 102

投资目的 / 102

客户拥有的投资知识 / 103

风险 / 104

波动性容忍度 / 105

投资组合平衡模型 / 108

## 第8章 分散化：第三个维度 / 121

附录：对分散化概念和资本资产定价模型的进一步讨论 / 136

资本资产定价模型 / 140

## 第9章 有效边界的扩张 / 144

非美国债券投资 / 145

非美国股票投资 / 146

不动产 / 150

1997年是非常好的一年 / 153

美国通货膨胀保值债券 / 153

商品挂钩证券 / 155