

金融海啸之后，通胀高企当前，如何让财富保值增值？
最小化税负和费用、最大化长期投资收益的秘诀就在这里！



*Investing Strategies for the
High Net Worth Investor*

家族财富 税收优化

高净值客户投资策略

[美] 尼尔 J. 甘农 著 徐长征 程旭 梁紫晨 译
(Niall J. Gannon) 高晟财富



机械工业出版社
China Machine Press



*Investing Strategies for the
High Net Worth Investor*

家族财富 税收优化

高净值客户投资策略

[美] 尼尔 J. 甘农 著 徐长征 程旭 梁紫晨 译
(Niall J. Gannon) 高晟财富



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目(CIP)数据

家族财富税收优化: 高净值客户投资策略 / (美) 甘农 (Gannon, N. J.) 著; 徐长征、程旭、梁紫晨译. —北京: 机械工业出版社, 2014.2

书名原文: Investing Strategies for the High Net Worth Investor: Maximize Returns on Taxable Portfolios

ISBN 978-7-111-45604-9

I. 家… II. ①甘… ②徐… ③程… ④梁… III. 私人投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 018556 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: 01-2013-7159

Niall J. Gannon. Investing Strategies for the High Net Worth Investor: Maximize Returns on Taxable Portfolios.

ISBN 0-07-162820-7

Copyright © 2010 by McGraw-Hill Education.

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 © 2014 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of McGraw-Hill Education (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 © 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。

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: 施琳琳 版式设计: 刘永青

三河市杨庄长鸣印刷装订厂印刷

2014 年 2 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 14 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-45604-9

定 价: 45.00 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

献给我一生的挚爱：格雷琴

INVESTING
STRATEGIES
FOR THE HIGH NET
WORTH INVESTOR



译者序

在高晟财富的工作机会，让我们有幸接触到了尼尔 J. 甘农的著作《家族财富税收优化：高净值客户投资策略》（*Investing Strategies for the High Net Worth Investor: Maximize Returns on Taxable Portfolios*）。离开了学校之后就对这些书提不起太多兴趣，但是在一次偶然的机会，翻开了书的第一章之后，就这么一直读了下去。

这是一本自金融危机以来不多见的对高净值客户的投资策略和方法作出指引的书之一。全书开篇即提出了一个让人耳目一新的观点，即没有人是通过分散投资于指数基金或者其他的理财产品来发家致富的，随后又对这一观点进行了进一步的阐述，即不是时时都需要进行分散化投资的，而是要在分散和集中之间寻求一个平衡。纵观全书，甘农的思路非常清晰。在引人入胜的开篇之后，从宏观层面介绍了整个资本市场的发展，将两种常见的投资工具（股票和债券）进行了比较。随后的几章中，作者又对现在主流的一些金融产品，比如对冲基金、另类投资等，提出了自己的见解。在全书的后半部分，甘农主要对高净值投资者所面临

特殊的财务问题，比如财产传承、赠与策略、财富管理模式的选择等一一进行了分析。本书最大的一个特点是，在分析、讨论任何一种金融工具、投资组合或者投资策略的时候，都是从税收的角度出发的，站在税后收益的观点上去看待所有的问题。相对于今天的财富管理行业，这的确是值得我们去思考的地方。

可能很多读者对本书的作者不是非常熟悉，但是在美国投资界，甘农却早已名声在外。甘农先生毕业于南卡罗来纳州要塞军事学院（The Citadel Military College），拥有陆军中尉军衔，并且曾任美军预备役坦克排指挥官。随后他完成了在宾州大学沃顿商学院的课程，开始涉足金融行业。他现任摩根士丹利旗下甘农团队的领导人，领导一个专业团队为《福布斯》400 家族和其他超高净值客户提供专业的金融服务。甘农先生在 2003 ~ 2005 年先后获得《巴伦周刊》等专业杂志评选的“全美 100 位最佳财务顾问”的称号，并在 2008 ~ 2010 年任职于 CFA 协会委员会，致力于推动高净值投资者投资政策的发展。为了表彰甘农先生在金融及其他领域的贡献，他先后获得了 2004 ~ 2007 年的国会银质奖章及总统志愿者服务奖。

相信读完这本书，无论从财富管理层面，还是从个人投资层面，都会对读者有新的视角和新的启示。



致谢

感谢：

- ◇ 上帝，赋予我机会，使我能穷尽一生时光在一项给我如此乐趣的工作上。
- ◇ 父母，帕特里克和海伦·甘农给予我生命。
- ◇ 我的家人、朋友和同事。
- ◇ J. 帕特里克·科恩，在雷曼兄弟时能给 23 岁的实习生一个机会。
- ◇ 多萝西·加里森，我的第一个客户。

迈克尔 J. 布拉姆，资深研究助理，为本书的许多模型贡献颇多。他在形成、测试和确认这些模型的过程中所表现出来的勤奋，为本书的整体性作出了不可替代的贡献。迈克尔现在是麦迪逊资本管理公司的投资分析师，是圣路易斯华盛顿大学的优秀毕业生。

凯利·格里尔，是本书的合作研究助理。凯利除了要完成其在华盛顿大学的金融硕士课程以及准备 CFA 三级考试外，还志愿花费数百小时支持我们的研究。凯利奔波在纽约和圣路易斯的图

书馆，深入挖掘投资图表和记录的旧拷贝，就是为了证实我们的投资主题。他是一位令人印象深刻且非常努力的年轻人，我相信其职业前景将会非常光明。

路易斯·布拉汉姆，是我的个人编辑、结构顾问和指导。谢谢麦格劳－希尔的珍妮·格拉瑟和利亚·斯皮洛；我的代理人艾伦·科尔曼；感谢 SRC 股票图表公司的托马斯·哈钦斯；先锋集团的约翰·博格；华盛顿大学奥林商学院院长马翰德拉·古普塔；沃顿商学院的理查德·马斯顿；私人投资者研究院的夏洛特·拜耳；福布斯的马修·米勒；耶鲁大学的大卫·斯文森；纽约大学斯特恩商学院的阿斯沃斯·达摩达兰博士；《债券购买者》的马修·克瑞普斯；《财富管理期刊》的吉恩·布鲁内尔。

特别感谢我 10 年的商业伙伴马修·罗杰斯；我的助手及家族办公室经理辛迪·菲斯特；业绩分析师克里斯·西哈奇，他完善了我们的代际财富传承规划模型，在图表、分析和格式方面帮助颇多。我会对以下人士进行指导：我现在和以前的同事阿特·斯通、托尼·卡利诺夫斯基、约翰·库堤斯、菲利普·麦考利、乔治·弗里德兰德、鲍勃·西博格、比尔·米耶、提姆·杨、马克·阿伦斯帕克、托尼·加利亚及其投资组合管理研究院的共同创始人 / 董事会成员马歇尔·卡普兰、鲍勃·杰罗姆，以及美邦国际投资组合管理集团的迈克·萨拉米，詹姆斯 P. 奥康和 *The Winners Circle* 的作者 R.J. 舒克。

另外，感谢 Gannon 集团所服务的横跨五代的客户，很荣幸为你们工作。

INVESTING
STRATEGIES
FOR THE HIGH NET
WORTH INVESTOR



序言

2008年5月，我在英属哥伦比亚温哥华所举办的特许金融分析师协会年度会议上发表了一篇演讲，题目为《重新思考高净值投资者高税收效率的资产配置》（*Rethinking Tax-Efficient Asset Allocation for the High Net Worth Investor*）。该演讲以我在Gannon集团多年进行的对富裕投资者投资策略的研究为基础。我们发现，整体来说，资产管理者、学者和金融媒体对于高净值人士所提供的建议是不准确的，也正是这一发现和这次演讲促使我写成此书。

投资建议领域的基本假设之一是，长期而言股票投资业绩优于债券，但我们发现这对于富裕投资者而言是不恰当的。通过研究我们发现，身处最高税级这一条件可能戏剧性地改变了股票、债券等式，许多咨询机构所推崇的面向股票的策略并不如之前规划的那般好，除非你投资于免税账户。这一发现并未全盘否认股票，只是要给我们的客户指明现在所处何种环境；这一发现还促使我为了获得最好的税后收益，形成一致的投资决策，在对比资产类别时一定要算一算账。

我们揭开了股票谜题，但还存在其他需要研究的东西，要看一些当前盛行的投资策略是否适用于美国最富裕公民。我们已经意识到，这并不适用，于是研发了富裕投资者及其咨询顾问可以使用的工具，以重新思考投资等式。我们的众多发现和工具终于促成此书。我希望，富裕投资者通过阅读此书，能以不同的思维思考其财务战略，能记得算一算账，计算一下税后收益是多少，然后再去投资——因为整体来说，金融服务行业可不会这么做。

我们将在接下来的数章中，向“股票长期业绩更优”、“指数基金比主动型管理更有优势”、“对冲基金和另类投资具有优势”等许多投资咨询行业令人恐惧的原则发起挑战。我还将阐述资本市场的简短历史，为华尔街和金融学者的主张提供必要的环境。最后，我们还将探讨富裕投资者所面临的独特财务问题，其中包括：代际传承的遗产规划、赠与策略、私募股权投资、节税的资产配置策略，等等。之后，我们要介绍那些在帮助高净值人士处理这些问题时经过研发而所用到的工具和策略。

推荐阅读

序号	书号	书名	序号	书号	书名
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	31	29374	笑傲股市（原书第4版）
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	32	30024	安东尼·波顿的成功投资
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	33	35411	日本蜡烛图技术新解
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	34	35651	麦克米伦谈期权（珍藏版）
5	30251	以交易为生（珍藏版）	35	35883	股市长线法宝（原书第4版）（珍藏版）
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	36	37812	漫步华尔街（原书第10版）
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	37	38436	约翰·聂夫的成功投资（珍藏版）
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	38	38520	经典技术分析（上册）
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	39	38519	经典技术分析（下册）
10	30249	彼得·林奇的成功投资（珍藏版）	40	38433	在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传（珍藏版）
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	41	38839	投资思想史
12	30604	投资新革命（珍藏版）	42	41880	超级强势股：如何投资小盘价值成长股
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	43	39516	股市获利倍增术（珍藏版）
14	30633	超级金钱（珍藏版）	44	40302	投资交易心理分析
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	45	40430	短线交易秘诀（原书第2版）
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	46	41001	有效资产管理
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	47	38073	股票大作手利弗莫尔回忆录
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	48	38542	股票大作手利弗莫尔谈如何操盘
19	30978	恐慌与机会	49	41474	逆向投资策略
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	50	42022	外汇交易的10堂必修课
21	31016	艾略特波浪理论：市场行为的关键（珍藏版）	51	41935	对冲基金奇才：常胜交易员的秘籍
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	52	42615	股票投资的24堂必修课
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	53	42750	投资在第二个失去的十年
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	54	44059	期权入门与精通（原书第2版）
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	55	43956	以交易为生II：卖出的艺术
26	32473	向最伟大的股票作手学习	56	43501	投资心理学（原书第5版）
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	57	44062	马丁·惠特曼的价值投资方法：回归基本面
28	33175	艾略特名著集（珍藏版）	58	44156	巴菲特的投资组合（珍藏版）
29	35212	技术分析（原书第4版）		13303	巴菲特致股东的信
30	28405	彼得·林奇教你理财		27497	主动型指数投资

INVESTING
STRATEGIES
FOR THE HIGH NET
WORTH INVESTOR



目录

译者序

致 谢

序 言

第一章 富人是如何成功的1

第二章 必须了解的金融史11

第三章 高净值投资者的股票与债券税后收益27

第四章 投资者的资产配置41

第五章 市政债券59

第六章 另类投资74

第七章 税负对长期资产复利增长的影响84

第八章	优化投资组合的策略税收、业绩和费用	100
第九章	主动还是被动：投资者如何决策	115
第十章	以新角度看待风险	122
第十一章	机构的投资习惯	133
第十二章	富裕家族的投资习惯	143
第十三章	代际传承规划	153
第十四章	盈利与股价关联度研究	165
第十五章	投资陷阱	175
第十六章	财富管理策略及不同模式之间的比较	186
参考文献		202
作者简介		210



第一章

富人是如何成功的

作为一名财富管理师，你必须面临这样一个悖论：你最成功的客户可能比你更清楚怎么挣钱。我曾在私人投资者研究院的一次旧金山会议上听过一个我最喜欢的故事，它就突显了这种矛盾。美林财富战略师阿诗文·恰布拉（Ashvin Chabra）讲述了一个潜在客户走到他面前，对他说：“在谈多元化[⊖]之前，我想让你知道，如果 20 年前就认识你，那么今天我就不可能坐在这里。”那个客户想说的是，正是因为当初他不知道什么是多元化，全力扑到一桩家族生意上，才增加了家族财富。如果他把钱投到指数基金中，也许就不会这么富有了。

这并不是说富裕投资者不需要分散化的投资组合。大部分的美国富人是白手创富。他们到财务咨询机构，目的是寻求降低下行风险的敞口。他们或者即将退隐，或者打算卖掉自己的产业，又或者只是认为人生已经达到了应该让分散化的投资组合发挥作用的阶段。但是在构建这一投资组合时，千万

⊖ 也称多样化、分散化，意思相同或相近。——译者注



不能忘了财富是从何而来的。而且理解这一点意味着认识到了以下要点，即分散化的投资组合如此多元且复杂，以至于其不再代表个体企业形成的集合，而是代表整个美国经济、全球经济或者资产组合，它们可能和富裕投资者创立的企业一样保持良好业绩，但也可能不是。换句话说，如果有人将其一手创立的电脑公司卖给 IBM，赚到大钱，那么各自拥有 100 家企业股票的 10 家资产管理公司就不该投钱给他，因为根本分不清他的资金是否会被投到优质企业中。

总的来讲，投资多元化的真正价值在于它可以帮助富人保持富有。也许最好的例子就是《福布斯》全美富豪 400 强榜单。《福布斯》杂志从 1982 年开始每年发布资产净值排在 400 位的美国富豪榜单。与富裕投资者一样，榜单上的大多数人是企业家或者企业家的子女，2008 年的 400 位富豪榜单中有 271 位（比例达到 68%）是自己所创办企业的所有人。¹ 然而榜单的变化也突显了企业命运的起伏跌宕。从 1982 年榜单发布以来，只有 31 位一直保持在内。出榜的人中有些是因为已经去世，而更多的是因为财富缩水。

然而，我们的研究发现，较引人注目的是，由市政债券和股票组成的普通债券投资组合能使更多的人留在富豪榜中。

如图 1-1 所示，1982 年净资产达 1 亿美元的人到了 2008 年净资产要增长至 13 亿美元才能留在榜单内。这就意味着，年化收益率要达到 9.97% 或近 10%。与此同时，1982 年 1 月 1 日～2008 年 12 月 31 日，标普 500 指数的年化收益率是 9.63%。也就是说 1 亿美元的市场投资应该已经增长至 12 亿美元，几乎相当于美国最富有人群获得的回报。更显著的是，1982 年的市政债券的收益率高达 13.36%。如果一个富裕投资者在其本州买入 1 亿美元的 30 年期零息市政债券，持有至 2008 年，其价值可以达到 26 亿美元——13.36% 的免税年化收益。我们将在后面章节所讲的免税部分实际上使近几十年来市政债券比股票有着更为优异的业绩，尽管其收益有时并不比股票高。

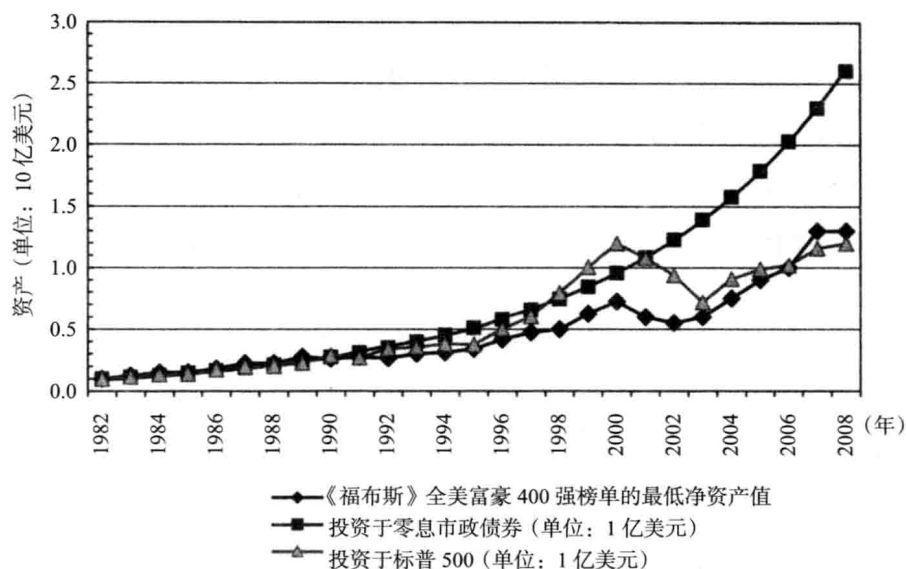


图 1-1 《福布斯》全美富豪 400 强榜单的最低净资产值

资料来源：Forbes.com 和《纽约时报》。

当然，这类计算可能只存在于指数的学术领域。现实中，榜单上的投资者经过一段时间也许会花费其投资组合中的某些资产，而且对于纯股票投资组合而言，其管理费用、股息红利税、资本利得税都会降低收益率。因此，《福布斯》全美富豪 400 强成员每年 10% 的财富增长率扣除了税金、资产管理费以及个人支出，但是股票或者债券投资组合并非如此。然而，即使算上大部分的开支和费用，免税的市政债券组合也足够达到这个收益率。况且 1 亿美元是 1982 年《福布斯》全美富豪 400 强榜单的最低净资产。1982 年，榜单中许多成员的资产都大大超过 1 亿美元。如果榜单中更富有的成员拿出其中的 1 亿美元投资到长期市政债券，或者投资到一个包含股票和债券的安全投资组合中并放置不动，那么，最初的榜单成员中就会有超过 31 位至今仍留在榜单中。

那么，这是不是就意味着富裕投资者应该单纯地购买股票或者市政债券指数基金？完全不是。我们在随后的章节要多次强调的关键问题之一是一个



少有投资者能真正明白的基本理念，即“过去业绩并不等同于未来结果”。说到底，投资组合的未来收益由当前经济和证券市场形势所决定——债券就要看它的收益率和违约率，股票就要看它的估值和盈利增长。要知道，1982年的市政债券平均收益率是13.36%，²2009年收益率不足5%。相似的，1982年初期标普500的市盈率^①是8，2008年年底，一年期的平均历史市盈率是61。³

为什么经历了2008年的严峻熊市，指数中的股票还如此昂贵？这是因为标普公司编制指数时，未将成分股公司^②的盈利或亏损计入估值中，而2008年许多银行和金融企业出现了亏损。因此，尽管出现了大幅的股价下跌，但是市盈率（ p/e ）计算公式中“盈利”部分（ e 部分）的增幅更少。假设不盈利的银行和其他亏损的公司立刻出现盈利并清理其资产负债表——这是一个大的假设——那么分析师会在2008年年底预测，指数的预期市盈率会达到13.8（*Baseline* 杂志），这是一个更加有吸引力的估值。但这一切都不禁令人提出这样一个问题，即为什么有人想投资于一个大部分成分股都陷入困境的指数。如果富裕投资者通过创建优秀企业的方式能赚到钱，为什么还会愿意盲目地将资金分散于较差的企业中？况且，如果股票价格下降很多的话，不会存在一些待售的有着合法盈利的优秀企业吗？我反而主张富裕投资者最好能分散投资于那些优秀企业，而非指数基金。

如果你和美国最富有的人探讨，一般很少有人会热衷于指数概念或者宽泛的多元化。在一篇《白手创富的秘诀2008》的文章中，《福布斯》的编辑布莱特·纳尔逊向前述榜单中平均拥有40亿美元以上资产的17位企业家提出了20个问题。最后一个问题是，“如果你拿10万美元去投资，你会怎么做？”有些人提到购买房产、新创生物公司或者替代能源股票，而有人则愿意将其投资于自己的企业中。没有人推荐指数基金、对冲基金和任何一种多

① 市盈率指在一个考察期（通常为12个月的时间）内，股票价格（ $price$ ，简写为 p ）和每股收益（ $earning$ ，简写为 e ）的比率，下同。——译者注

② 指数的某种股票是成分股，该公司就是成分股公司。——译者注