WILEY

HZ Books 华章经管

无需预测，无需投机，在熊市和震荡中稳健胜出！
打造股票、黄金、国债的不败投资组合

哈利·布朗的永久投资组合

无惧市场波动的不败投资法

The Permanent Portfolio

Harry Browne's Long-Term Investment Strategy

华章经典·金融投资

CRAIG ROWLAND J.M.LAWSON

〔美〕克雷格·罗兰 J.M.劳森 著

王晨 贾俊威 李汉军 译

Craig Rowland
J.M.Lawson

机械工业出版社
China Machine Press

哈利·布朗的永久投资组合

无惧市场波动的不败投资法

The Permanent Portfolio

Harry Browne's Long-Term Investment Strategy

华章经典·金融投资

CRAIG ROWLAND J.M.LAWSON

〔美〕克雷格·罗兰 J. M. 劳森 著

王晨 贾俊威 李汉军 译

机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目（CIP）数据

哈利·布朗的永久投资组合：无惧市场波动的不败投资法 /（美）克雷格·罗兰（Craig Rowland），（美）J. M. 劳森（J. M. Lawson）著；王晨，贾俊威，李汉军译．—北京：机械工业出版社，2017.8
（华章经典·金融投资）
书名原文：The Permanent Portfolio: Harry Browne's Long-Term Investment Strategy

ISBN 978-7-111-57535-1

I. 哈… II. ① 克… ② J… ③ 王… ④ 贾… ⑤ 李… III. 股票交易—基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 167780 号

本书版权登记号：图字：01-2013-3804

Craig Rowland, J. M. Lawson. The Permanent Portfolio: Harry Browne's Long-Term Investment Strategy.

ISBN 978-7-118-28825-2

哈利·布朗的永久投资组合
无惧市场波动的不败投资法

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：黄姗姗　　责任校对：殷　虹
印　　刷：三河市宏图印务有限公司　　版　　次：2017 年 8 月第 1 版第 1 次印刷
开　　本：170mm×242mm　1/16　　印　　张：21.25
书　　号：ISBN 978-7-111-57535-1　　定　　价：69.00 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

推荐序

Foreword

投资似乎很复杂，也十分困难。如果你正在累积财富，希望能按时退休，那么就需要专业人士来帮你。至少，有人以前曾这样告诉你吧。

有大量业绩优异的金融机构会让你相信，要成为成功的投资者，你就要做到：

- 关注市场每天的运行；
- 学会分析股票和债券的细节；
- 不断买进卖出以追求利益最大化。

事实是，这些都不重要。事实是，精明投资很简单，而且很容易。

我相信大多数投资者都愿意把钱投资于低成本指数基金（指数基金是跟踪股市运行的共同基金，比如标准普尔 500 指数）。从长期来看，这种被动投资方式会为那些耐心的投资者收获高于平均值的回报。为什么？原因很多，但主要是因为投资于指数基金的成本比其他方法的成本低。

实际上，斯坦福大学的教授威廉·夏普有一个比较著名的描述：投资于低成本指数基金的被动投资一定能带来比传统投资更好的收益。两种方法收益的平均是整个市场的平均收益。然而，因为传统投资的成本太高，所以这类投资者从他们的投资中获得的

收益并不算大。(想要了解更多的话，请参考 http://tinyurl.com/sharpe-rocks。)

但是除了指数基金，还有其他探索被动投资的方法。

3 年前，我看了哈利·布朗所著的《万无一失的投资》(*Fail-Safe Investing*)。书的篇幅较小，首版于 1999 年，这本书支持一种被称为永久投资组合的被动投资方法，难度上会比指数基金高一些，但还不算太难。

根据布朗所说，永久投资组合应该具有 3 种关键性特征：安全、稳定和简单。他强调，永久投资组合应该能够保护你，使你能自如地应对所有的经济前景，并保证获得稳定的回报，它还很容易实现。

有很多进行安全、稳定的投资的方法，布朗提出了一些具体的建议。

- 投资组合中的 25% 配置于股市，以期在繁荣时期获得巨大的收益。
- 投资组合中的 25% 配置于长期国债，它会在繁荣时期和通货紧缩时期表现较好（在其他经济周期里表现较差）。
- 投资组合中的 25% 配置于现金，以应对银根紧缩或经济衰退。
- 投资组合中的 25% 配置于贵金属（尤其是黄金），以在通货膨胀时期提供保护。

为了利用好永久投资组合，你要把投资资本简单划分成 4 块相等的部分，每一块代表一个资产类别。你还要一年一次调整投资组合。如果你的投资组合中的任一部分跌至总体的 15% 以下，或涨至总体的 35% 以上，就要重置你的投资组合的所有部分，以使每一部分都保持在 25%。

若资产配置较为多元，则整个投资组合在大多数情况下将表现良好。布朗写道：

> 投资组合的安全性来自四类投资的不同特质——这一特质可以确保损害任何一类投资的任何事件都对其他一类或者更多投资有利。

此外，没有哪类投资（即使出现最坏程度的事件）能毁灭整个投资组合，因为没有哪类投资额超过总资金的25%。

布朗的主张乍听起来非常疯狂，有些过于简单了，但是随着时间的推移，我逐渐认为他说得很对。事实上，从看到《万无一失的投资》到现在，我慢慢地意识到，我需要做的是改变投资于指数基金的策略，转向为自己建立一个永久投资组合。我为什么还不这样做呢？

原因之一是黄金价格高。此外，我一直未能真正确定如何在现实中执行布朗的永久投资组合。我想问，形成永久投资组合的真正步骤到底是什么？《万无一失的投资》是本好书，但是理论太多，实操细节太少。我不是专业投资者，有时我需要有个人手把手教我。

这就是本书的意义所在。

这本《哈利·布朗的永久投资组合》是一本易于学习的指南手册，它把布朗的投资策略用于实践中。这本书不只包括这种方法背后的理论，还包括把这些理论用于实践的具体内容。

没人知道经济将走向何处，也没人知道经济繁荣是否就在眼前——或者我们是否会经历几十年的恶性通货膨胀。而且因为没有人知道将来会发生什么，所以也就没有人知道为退休所做储蓄的最好方法是什么。

但是有了永久投资组合，你不一定要去关注未来，你也不需要用水晶球占卜放置资金的最好地方。相反，你可以押注所有的可能性。很酷吗？不是。安全吗？当然是。而且既然克雷格·罗兰和J. M. 劳森准确地讲述了怎样把永久投资组合用于实践中，我也打算那样做，也许你也会的。

J. D. 罗斯

前　言

Preface

生活是不确定的

如果你所知道的有关投资方面的内容是错误的，情况会怎样？如果投资预测的目的只是为了娱乐，与市场上真正发生的事情没有关系，情况会怎样？又或者，如果没有人能真正地知道明天将要发生的事情，更不用说明年，那情况又会怎样？

这种处境就是投资者头疼的根源。当我们觉得经济发展势头良好时，它突然急转直下。一个长期行情不好的市场会突然掉头向上。我们从经纪商那里听说的确定会盈利的投资变成了亏损。感觉起来我们不是在积累财富，而是正在一点一点地失去它。生活是不确定的，投资市场也是如此。

但是也许我们恰好正在关注以错误的方式进行投资的问题。如果投资领域这么不确定且无法预期，为什么不创立一种投资策略来解决这一问题呢？为什么不设想一个未来可以被预期且使新奇的投资方法变得**常见**的构思呢？

这就是本书的主要内容：防患于未然的投资。或者我们应该说，按照**真实市场的运行**而投资。

几十年前，已故财经作家哈利·布朗创立了一种新颖的投资策略，这种策略非常简单，也极其复杂。这种投资策略叫作“永

久投资组合”。其设计思路是：一次性建立投资组合，并用最小的努力来保持**永久**。这一策略的创立并不是为了预期未来或者比其他投资者更聪明。相反，它支持这样一种观点，即真正的现实世界总是不可预期、不可知且出人意料的。它假定没有人可以预期未来，而且你的主要目标应该是用全天候的投资策略来保护你一生的财富。

这种方法在实践中是如何发挥作用的呢？在过去的 40 年里，这种策略的年收益在 9%～10%。更引人注目的是它在一年中最大的亏损大概只有 5%，甚至包括最近的 2008 年金融危机。在这次金融危机期间，永久投资组合的盈亏基本持平，而同期股票市场价值下跌了 36% 以上。更值得一提的是，永久投资组合的背后如今有超过 30 年的经验数据，从那些数据中人们可以利用投资组合预测各种类型的市场（好的、坏的和险恶的）。投资组合的这些结果令人印象深刻，而它也很容易实现。在基础层面上，它只是 4 种投资资产类别，就这么多。这本书会告诉你怎样实行这种简单的投资组合，还会告诉你怎样避免那些极其昂贵且有可能使你一生的财富**瞬间**处于危险境地的投资误区。

另外，你还可以学到不同的执行选项，以适应任何情况。你还能学到一些重要的典型方法，比如把你资产的一部分存储在一个外国账户里，以此来避免受到自然或人为的损失。

最后，你将学到投资领域中的一些常见问题，比如与积极管理有关的风险、投资行业的成本、许多所谓传统的投资智慧中隐藏的危险假设以及怎样避免持续的担心从而真正地享受投资。

不确定性让生活变得很有趣。当你明白如何使市场的不确定性成为你的朋友，就会发现自己正走在正确的路上，并且会有更平和的心态。用放松的方法去投资，而不确定性是其基础，如果这听起来令人难以置信，那么请继续读下去。投资可以是轻松愉悦的，我们会向你展示如何

做到这一点。

谈论一下讽刺问题吧

同时，我们正在把自己的经验和见识融入策略中，因此你不用去考虑这个30年前提出的理论是否过时，即使在今天，它依然能够提供一个可靠的投资结构。我们的目标是让你接触到以前从未接触过的有关分散投资的方法，同时还会培养你形成更高程度的对投资行业的怀疑精神。

本书将介绍一种储蓄和投资的方法，它会帮助你安全地实现投资目标。我们将尽力使这次旅行有趣并有用。感谢你加入我们。

致　谢

Acknowledgements

我要感谢以下这些人，他们在创作这本书的过程中给了我很大帮助。

Newt Rumble，注册会计师，负责审核税收相关信息和不同的国家/地区税务处理问题；Mike Barber，在书中加入了加拿大的实践；Dan Mohr，注册会计师，负责校对与税务会计审查相关的内容；Loren Dohm，负责校对并加入一些补充信息。

我还要感谢 Otto Hueppi，他是在美瑞士顾问团总经理，专注于用自己的洞察力为美国人提供瑞士银行业机会的信息。另外，在珀斯铸币厂的 Bron Suchecki，提供了有关铸币的背景与历史的信息、黄金行业的知识，并审核了与海外黄金配置方法有关的章节。Mike O'Kane，新西兰铸币的首席黄金交易员，提供了有关新西兰黄金储备期权的背景信息。全球黄金公司的 Claudio Grass，提供了瑞士全球黄金的无银行业黄金储备期权的背景信息。Frank Trotter，恒久银行行长，提供了美国银行委托保管账户的黄金储备期权的背景信息。

John Wiley & Sons 公司的 Andy Knippenberg，帮助我们联系出版社。该公司的 Tiffany Charbonier 把事情安排得井井有条；Meg Freeborn 是一位研发编辑，进行了快速编辑并提出有关内容的建议；高级出版编辑 Donna Martone 和执行编辑 Bill Falloon，

接受我们的建议并帮助我们出版了这本书。

另外，Andy Bryant 负责与投资、商业和市场理论相关的对话。J. D. 罗斯，“慢慢阅读”博客（来自 www.getrichslowly.org）的开立者，给这本书提供了咨询和建议，并为本书写了推荐序。

还要感谢 Matthew Wilson 和 Jeff Sponaugle，他们从一个投资者的角度来校对并添加了相关信息，C. J. Domerchie 负责与这本书有关的背后故事。感谢这些好朋友们。

还要感谢 John Chandler 针对制定永久投资组合策略和哈利·布朗以及他的思想背景提供了许多有趣的对话。这些年来我们的交流一直是很有教育意义的。

感谢哈利·布朗的遗孀 Pamela Wolfe Browne，允许我这么多年使用哈利·布朗的投资博客，并继续使他的投资理念存活下去。

感谢 Kendall Earl 在我致力于这项事业的时候，总是那么耐心。

Brian Rowland 负责校对和交流书里的方法。还要感谢 Brian 和 Keith 这两位好兄弟。感谢我的父母养育了我，尽管我常与他们对着干，其中有些还差点成功了。

这些年永久投资组合这一话题已经让几乎所有的博客和网络论坛的参与者都谈论不停了。

克雷格·罗兰

作为作者之一，我希望这本书能成为个人投资管理方面一本可读性强并且有用的指南，我只能再次感谢克雷格所感谢的以上所有人。没有一本书像这本书一样包含了这么多话题，也没有一本书集结了这么多的思想和这么多人的努力。我向在这条路上帮助我们的人致以我真挚的谢意。

写这样一本书要花费很多的时间和精力。当你像我一样有三个小孩

子和一份全职工作时，如果没有一个伴侣关心你并且相信你所做的事情，就不可能完成这样一项工程。我的妻子 Crystal 一直帮助我，鼓励和支持我完成这本书，在此我想特别感谢她。她的爱给了我源源不断的鼓励。

J. M. 劳森

有关插画家

特别要感谢插画家 Chad Crowe。当我们决定需要一位插画家时，我们就一直在寻找一位能够用经典著作 *How to Lie with Statistics* 的风格来讽刺这个行业的插画家。在提交上来的众多插图中，Chad 所画的图明显比其他人的要好得多。

Chad 是一位非常有才华的插画家，为很多期刊画过插图，其中还包括《华盛顿邮报》和《华尔街日报》。他能够理解我们所写的内容，并且能够按时把它们变成搞笑的漫画。他的网站是 www.chadcrowe.com。

目　录

Contents

第 1 章
Chapter 1

什么是永久投资组合
黄金大幕展开

永久投资组合（permanent portfolio）是一种旨在任何经济状况下增加和保护你一生积蓄的投资策略。无论市场状况良好还是糟糕，甚至是正经历极其险恶和意想不到的状况，它都会发挥作用。

这种投资组合的想法是由已故的哈利·布朗（Harry Browne）在 20 世纪 70 年代首次提出的，他在第一本书《如何在即将来临的资产缩水中获利》（*How You Can Profit from the Coming Devaluation*）出版后声名大噪。1970 年出版的这本书认为，美国将很快放弃美元 – 黄金本位制[⊖]，由此引发的通货膨胀会非常严重，以致黄金和某些其他的硬资产（hard asset）[⊜]价格暴涨。因此哈利·布朗建议读者购买黄金和白银，并投资于强势货币比如瑞士法郎以对抗通货膨胀。

果不其然，1971 年尼克松总统放弃了美元 – 黄金本位制，市场行情令人瞩目。黄金从尼克松发布公告时的 35 美元 / 盎司开始，10 年时间里涨至

⊖ 即美元与黄金挂钩，其他国家货币与美元挂钩，各国货币通过美元才能与黄金发生关系。——译者注

⊜ 这是指切实存在的、具有一定耐久性、不易消灭的、受自然周期或经济周期影响较少的资产种类。——译者注

850 美元 / 盎司（2012 年超过 2 200 美元 / 盎司）。白银和瑞士法郎这些资产也同样有非常高的收益。

虽然当时市场形势较好，但一旦 20 世纪 70 年代糟糕的通胀结束，对于保护那些盈利的真正需求就出现了。

一个简单的想法

为了响应多元化[⊖]盈利的需要，哈利·布朗和他的团队成员，包括特里·考克森（Terry Coxon）、约翰·钱德勒（John Chandler）和查尔斯·史密斯（Charles Smith），开始致力于设计新策略。这种策略不仅把资金配置在黄金这样的资产里，还会配置在股票、债券、自然资源里，同时还有持有部分现金的考虑。跟布朗之前在市场向明确的方向运行前就押注的做法不同，新的策略会完全避开市场时机，而且会完全被动——在当时，几乎是闻所未闻之举。

布朗的新策略被叫作永久投资组合。最初的策略建议持有下列资产。

- 股票。
- 债券。
- 现金。
- 黄金。
- 白银。
- 瑞士法郎。
- 自然资源。

这种混合资产策略的制定基于对市场历史、经济学和被动投资策略在任何环境下表现良好的可能性的广泛研究。这项研究甚至还涉及计算机分析，只是该分析在 20 世纪 70 年代晚期由于开支巨大还未得到广泛应用。哈利·布朗对这种新兴的个人计算机技术十分感兴趣，他甚至还编程以完

⊖ 或称分散化，本书中两词同义，可互换。——译者注

成研究。[⊖]

随着永久投资组合方法的开始形成，哈利·布朗的时事通讯《哈利·布朗特别报告》(*Harry Browne's Special Reports*)的读者们对他的建议感到困惑，因为他建议在投资组合里持有股票和债券（而这样的投资组合在20世纪70年代通货膨胀时期表现较差）。然而，布朗坚持他的建议，即强大的分散投资将是较好的长期策略。

哈利·布朗和特里·考克森之后在20世纪80年代早期写了《使你的投资免受通货膨胀的影响》(*Inflation-Proofing Your Investments*)，(与书名所指相反）书中全面论述了在通货膨胀重新受到控制下如何做好投资的新思路。这对一位投资顾问来说的确是一件相当引人注目的事情。20世纪70年代，他一直配置硬资产投资（比如黄金）抵御通货膨胀，然后又突然建议读者卖掉一部分硬资产而购买完全相反的资产，比如股票或债券，这确实很邪乎！

不过，最后证明布朗是完全正确的。事实上，由于通货膨胀受到控制，股票市场也相应地繁荣起来，20世纪80年代早期之前黄金就已经开始迅速从先前的高点向下运行。

经过一段时间，布朗简化了永久投资组合，使它更易于执行而且变得更加均衡。这一努力集大成于布朗1987年出版的《为什么最周详的投资计划通常会失败》(*Why the Best Laid Investment Plans Usually Go Wrong*)一书。这本书也许是揭露许多流行投资策略缺陷的最好的一本书，把投资组合简化为一些核心要素，这些要素至今仍然适用。

简单的配置

说完策略的背景知识，我们接着仔细研究一下这种方法，这种方法包括以下看似简单的资产配置：

25%——股票

⊖ 作者采访了约翰·钱德勒，他是哈利·布朗以前的时事通讯出版商和同事。

25%——债券

25%——现金

25%——黄金

以上的资产配置是该策略最基本的概念框架。现在，怎样实现这25%的配置就跟资产配置本身一样重要。本书会有助于你理解该怎么做。

简单伟大的成果

不要让这种配置表面的简单性欺骗了你。虽然它看起来很简单，但实际**远非如此**。事实上，这种配置反映了对经济和金融历史的深刻理解，也正是这种对经济和金融历史的理解，才使它在各种不同的市况下表现良好，并且表现出强大的多元化。

读罢该书，如果说你能获得什么，那么它应该是这样一种想法，即你需要的不是一个在市场上表现良好的复杂的投资策略。事实上，正好相反，你需要的是一个表现良好的简单的投资策略。随着时间推移，简单策略经常会胜过复杂策略。它的风险更小、管理更少、成本更低，但产生的盈利更大。永久投资组合不仅是你有可能遇见的最简单的，也可能是在风险与回报相比方面表现最好的资产配置方法之一。

第 2 章
Chapter 2

黄金法则之金融安全

黄金法则与不确定性

多年以来，哈利·布朗在他的书《万无一失的投资》中制定出了一系列的法则用以指导他自己的投资决策，这些法则作为常规性的指导方针也被所有的投资者使用。布朗把这些法则称为**金融安全的 16 项黄金法则**。这些黄金法则不仅对于永久投资组合的设计来说是不可或缺的，同时也代表了用来见证市场中各种各样事件的永恒的忠告。本章对这些法则做出了总结，并希望它可以帮助读者更好地理解永久投资组合背后所隐含的哲理。

首先，我们应该知道市场是具有不确定性的。没有什么方法可以避开这个基本前提。你必须接受这样的一个观点，即市场和我们**今后的**生活一样都是具有不确定性的。然而，投资者经常发现，他们最大的问题就是他们天真地认为自己已经通过某种方式战胜了这种不确定性。具有讽刺意味的是，只有当投资者学会了如何去**拥抱**这些不确定性，而不是试图去**战胜**它的时候，投资者才真正学会如何去对待它。

在市场中，永久投资组合是一个拥抱不确定性的策略。它不仅是一种投资方法，也是关于如何增加

> 在市场中，永久投资组合是一个拥抱不确定性的策略。

资金，并且保护你的资金免受那些可能造成灾难性结果的风险的全部哲理。部分关于永久投资组合的哲理包括遵循下面列出来的这些法则，其好处就是无论市场决定以何种方式运行，你都很难失去你毕生的积蓄。这些法则基本上就是本书中你所要阅读的所有忠告的基础。投资者花费一些时间使自己了解了这些法则，将有利于其对于永久投资组合的逻辑的理解。

法则 1：你的职业生涯为你提供了财富

你一生中大部分的财富都来自你所从事的职业。投资的确可以帮你很快地增加资金，但通常都是你所从事的职业为你提供了第一笔投资资金，然后你才可以不断地增加你的储备金。投资者总是很容易被那些从投机性的投资活动中迅速获得大量资金的投资者故事所吸引，但投资者应该理解的是这些故事并不值得关注，**因为它们都是非常罕见的**。更加重要的是要把注意力放在尽量提高投资资金回报率上面，但不要期望在短期内就能获得百分之一万的投资回报率。投资应该是从你的储备金里面拿出一部分资金，看着它们缓慢安全地增加，而不应该是拿辛苦赚到的钱通过风险较高的押注在市场中造成亏损。

法则 2：不要假定你可以回本

永远都不要假定你可以把之前由于不良投资而发生亏损的资产重新赚回来。一笔巨额的投资亏损代表的可能就是数年甚至是**数十年**的辛苦工作。当这种程度的亏损发生时，投资者经常会发现，无论他们辛苦工作多久，或是他们额外节省下来了多少钱，他们都不可能把之前那么多的资产重新赚回来。把你辛苦工作赚回来的钱用于高风险的投资，基本上就等于拿你的那些不能再回来的数年的生命冒险。

历史不会重复，那些能够让你赚钱、存钱的情形也都不会再来一遍。要小心处理那些你辛苦赚回来的钱，永远都不要假定你可以回到过去，然后再

把它们都重新赚回来，因为你可能永远都赚不了那么多了。

法则3：辨认出投资和投机的区别

投资是通过采用一个明确的策略，然后按照一定的规则来完成这个策略，并侧重于**长期**结果的过程。投机是通过短期交易而获利的过程，它寻找的是热门股票、日间交易或者是其他高风险的盈利方法（类似的方法有很多）。

> 如果你所从事的交易看起来就像站在当地的赛马跑道旁边，然后把所有钱都投入那匹脱缰而出的深红色赛马的时候，你就是在投机。

如果你所从事的交易看起来就像站在当地的赛马跑道旁边，然后把所有钱都投入那匹脱缰而出的深红色赛马的时候，你就是在投机。人们总是让他们的资金承担恶性风险，如果他们能对他们实际上正在做什么有清醒的认识，会很容易发现这些恶性风险。许多投机行为相对于其他行为来说更应该称为一种娱乐活动——就像走进赛马场对很多人来说应该是寻找刺激的经历，而不是真正地想要去赚钱（反正对赌徒来说——对选出获胜者存在无休止的欲望，这使得他们在赛马场耗费了大量资金）。

投资者是有计划地进行投资，而投机者有的却只是希望。不要把你一生的积蓄押注到希望上面。

法则4：没有人可以预测未来

但人们从来没有想过要每天早上去拜访巫师来获取建议，他们竟然很乐意去听从一位评论员或者投资大师的建议，以了解市场将来将如何运行。生活中没有哪个领域可以被准确地预测到。这与这些专家属于哪个级别，在哪里工作，过去都做过什么，与谁一同投资无关。没有哪项资格或者证书可以授予地球上任何一个人预测未来的能力。

投资者通过忽略投资大师的建议而赚到的资金，要比听从他们的话赚到的资金要多。如果你相信人们可以可靠地预测出市场下一步的运行趋势，问一下你自己，为什么这样的一个人还要在媒体中讨论最新的热门股票，试图增加曝光率呢？他们为什么要浪费时间告诉你这些，而不是抽身离去，自己去赚钱呢？

法则 5：没有人可以准确掌握市场时机

如果你观察一个投资大师的时间足够久，很可能就会发现他有些投资很成功，有些投资却很失败。这些投资大师中，只有极少数的人可以随着时间的推移**持续**有效地打败大盘走势。如果一个投资大师不能够随着时间推移而持续地打败大盘走势的话，那么他们投资者的建议又有什么利用价值呢？有谁会想在第 1 年获得极多盈利，却在第 2 年由于投资大师的失算而将这些盈利转变为更大的亏损呢？

不幸的是，就是这些大师的客户在听从了建议之后反而会遭受许多真正的亏损。正如在法则 4 中所提到的那样，如果这些人真的可以准确把握市场时机并从中盈利的话，为什么还要向你兜售这些消息呢？他们为什么不保持沉默，把这么容易赚到的资金快速大量地敛进自己的口袋里呢？

市场时机并不能让你获得盈利，它与是谁在市场中操作它，或者它听起来多么具有科学性无关。如果市场时机真的可以使你获得盈利的话，那么每个人都会这么做，我们也都会变得富有。

法则 6：没有哪个交易系统在将来可以跟过去一样有效

美国证券交易委员会要求所有的共同基金都按照下面的说法给予声明，即“**过去业绩并不保证未来结果**”。这句话既简短又精确。一个系统过去有 10 次业绩良好并获得人们的关注，然而有 10 次失败的业绩却没有引起人们的注意。但特定的市场本质表明一个成功的系统并不能持续永久地成功下

去——从理论上来讲，如果交易者能够持续盈利的话，那么他们使用的这个系统就能让他们拥有整个市场。当然，事实就是交易系统从来都没有近乎统治世界——它们甚至经常都没有接近盈亏平衡。

这些年来有**数不清的**交易系统试图击败市场，但没有一次表现得足够良好且得以幸存下来。每一代人都会提出一套他们自己的关于这些系统的变体，然而当今的热门交易系统看起来从来都没比之前的那个系统要更有效。令人伤心的事实就是一旦你听到关于一个系统操作起来应该会比较简单的消息的话，那么这个系统的好运气也快要到头了。是时候把你投入到这个系统里的大量资金撤出来了。

法则7：不要使用杠杆

杠杆就是你用借款进行策略性投资，比如保证金贷款的使用。**在你的投资中使用杠杆就是简单地用最快的方式输掉你拥有的所有东西**。当市场运行良好时，杠杆可能有效，但是如果市场运行得不好，它就可以快速摧毁你毕生的积蓄。

举例来说，在一个典型的保证金贷款协议中，如果投资者用借来的资金所买到的资产低于一定的水平时，经纪商就可以进入投资者的账户，卖掉所有必要的资产以偿还保证金贷款中的金额（尽管这些资产并没有投资到保证金中）。经纪商在采取这项措施之前没有义务获得投资者的许可，如果经纪商所卖掉的资产仍然不够填补亏损，投资者可能还得欠经纪商钱。

进一步来讲，为什么经纪商在可以使用资金为自己投资的时候，要把这些资金贷给你，以获取小额的支付利息呢？难道他们知道一些你不知道的消息吗？远离任何形式的杠杆或者是使用杠杆的投资产品。一夜暴富的幻想掩盖了很长一段关于那些失败的投资者的历史。

法则 8：不要让他人帮你决策

投资看起来非常复杂，因为金融行业每年都会花费数以百万的资金试图说服你它很复杂。然而事实是，一旦你学会忽视市场中的所有噪声，投资就会变得非常简单且便于操作。

有一些案例表明，某些类型的规则和资产配置建议可能具有极高的价值（房地产和税务规划就分别属于这两个领域）。然而，重要的是要区别哪些建议能让你做出更好的决定，哪些建议只是把你的资金调拨给第三方，然后第三方帮你做出决定。

第三方帮你管理资金，通常只会对其增加极少的价值，但是它们却可能会拿你的资金来承担大量的风险，或者（在极少数情况下）在你完全不知情的情况下，拿你的资金做出完全欺骗性的行为。无论它是专业的基金公司还是值得信任的亲朋，当你把资金转交给第三方，让它们代你管理资金的时候，这都是具有一定风险的。当你允许它们可以直接进入你的账户中提取资金的时候，其风险非常之高，投资者永远都不应该这么做。

要时刻牢记，没有人会比你更关心你的资金。关于如何投资，你要自己做出决定。

法则 9：永远不要做任何你不理解的事情

对于大多数的投资者来说，愈是复杂的投资，它就愈是有可能由于未知或者了解甚少的风险而导致失败。尽管如此，许多交易者都坚信，愈是复杂的投资，它的内部构造就愈是精密。重要的是要知道你的局限性，不要让自负领着你走进一些你所知甚少或者完全不了解的领域。

> 重要的是要知道你的局限性，不要让自负领着你走进一些你所知甚少或者是完全不了解的领域。

举例来说，当克雷格在筹集风险投资资本时，他经常会提出很好的观点，成功的企业也都可以很快地解释出它们为什么要这么做。它

们的想法非常易于理解，企业也能很快地对这些风险进行评估。然而，也有许多想法复杂得可怕的、特别令人难以理解的（失败的）企业家。一年又一年，有经验的风险资本家都会完全避开这些复杂的投资。这些投资者从那些来之不易的经验中了解到，那些他们不能完全理解的复杂的投资很少会有好结果的。

如果你在5分钟之内还不能够理解一项投资是如何发挥作用的[⊖]，转身走开。虽然你是由于不能充分理解它而可能错过了一个炙手可热的新的机会，但也会避开无用之物。地球上最成功的交易者不会因为不能理解某项投资而避开它而感到羞耻。因此，如果你的离开仅仅是由于不理解，那你完全不必为此内疚。

法则10：不要把你的安全托付给任何一个投资机构或者个人

2008年金融危机时，有些已经存在了上百年的机构几乎在一夜之间走向破产，使投资者发生大量亏损。同一年，纳斯达克交易所的创办人之一伯尼·麦道夫（Bernie Madoff）被披露导演了一出高达数十亿美元的庞氏骗局，给许多投资者造成巨额亏损，而这些投资者中有许多人都曾经对麦道夫非常信任，拿出了他们毕生的积蓄用来投资。上述过程在2011年再次出现，这次是另外一家大型公司全球曼氏金融（MF Global）的破产，之后许多投资者发现他们账户中的资金很明显地被该公司腐败的管理层给侵吞了。

纵观历史，这种类型的金融管理不善、无力和欺诈行为已经发生过很多次。没有哪个银行、经纪行或者公司是可以永远存在的。因此要在你的周围合理地配置财富，以确保即使某些意外发生，你也不会失去毕生的积蓄。

⊖ 摘自先锋集团的执行总裁威廉·麦克纳布（William McNabb）在文章《重建投资者的信任》（*Restoring Investor's Trust*）中的话，2010年6月，https://retirementplans.vanguard.com/VGApp/pe/PubVgiNews?ArticleName=TrustSpeech。

法则 11：创造防弹投资组合保护资金

最好的长期投资策略通常可以在不引发严重亏损的情况下，能够经受得住最恶劣的市场环境，同时无论市场经济发生了什么状况，它都可以帮助你增加资金。其中一个通过多元化来抵挡最广泛风险的、最好的投资组合就是我们在本书中提到的永久投资组合。

法则 12：仅把那些你可以承受亏损的资金用来投机

任何用来投机的资金应该是你可以承受其全部发生亏损，却又不会影响生活计划的那部分钱。哈利·布朗把他的整体投资策略的其中一部分称为“可变投资组合”（variable portfolio）。可变投资组合适用于那些你可以承受亏损，并且与你的核心永久投资组合分开的资金。如果你没有资金可以承受亏损，或者仅仅是因为不喜欢在市场中进行投机，那么你的整体投资策略中可能就不需要可变投资组合了。

法则 13：确保部分资产在国外

地理位置的多元化可使你免受那些会对你毕生积蓄造成影响的、自然的或人为的灾害。它也可以帮助你防范政府由于试图解决其财政问题而没收其公民私人财产的问题。

把部分资产转移到国外，你就能避免上述类似事件。进一步来讲，当国内发生任何类型的、特别的政治或者经济危机的时候，你就具有了评估其他没有遭受这些因素影响的国家的能力。这样的保护看起来可能没有必要，但是历史上充满了在自己国家由于突发性危机而使投资者发生巨额亏损的例子，其原因主要就是因为这些投资者把他们全部的资金都投入到了自己国家的金融市场中。正如这本书将要解释的那样，如果在危机发生之前根据地理位置的多元化而合理分配资金的话，降低此种

类型的风险就并非难事。

法则14：小心避税计划规则

世界上所有的国家政府都会为其公民提供许多合法的减少税额的方法（比如延迟纳税的退休储蓄计划）。然而，有许多避税计划规则都是违法的，很可能受到行政处罚，甚至是刑事处罚。不幸的是，许多避税策略要么是对税法的无知，要么就是变相地骗取你的钱财。

有许多方法可以建立起一个坚固的投资组合，并且在没有任何风险的情况下使税额最小化。在合法途径如此多的情况下，你就没必要把有风险的避税建议带进你的生活中。不要让在税务方面省钱的欲望把你所拥有的一切都置于危险之中（包括你的自由）。

法则15：留一部分预算来享受生活

这项法则可以归结为：你不知道还可以存活多久。你不应该挥霍无度，退休时不给自己留下一分钱，不过也应该意识到，吝啬地步入老年，意味着你再也没有机会享受辛苦劳作所带来的果实了。找到一个平衡点，既能让你享受辛苦工作所带来的成果，又不会在年老的时候身无分文。

法则16：当你怀疑一种做法时，安全第一

如果你对于某项投资具有怀疑，或者是对于某种做法很是紧张时，**尽可能采取最保守的做法**。如果这就意味着什么都不做，只是买入美国国债赚取少额的利息，也要比买入一份危险的、可能会输掉你毕生积蓄的赌注要好。从保守的投资中获取少额盈利的生活，要比把你的个人积蓄投入到你所怀疑的、可能为你带来巨大亏损的生活更为容易些。

投资与生活的法则

哈利·布朗在其《万无一失的投资》一书中按照下列方法把这些法则给予了总结：

> 安全投资的法则与生活的法则只有些许不同：意识到你生活在一个不确定的世界，不要期待那些不可能的事情，也不要相信陌生人。如果你把同样现实的态度应用到那些为你创造财富的投资上，就不需要再感到害怕，因为你永远都不会破产。

许多这样的法则看起来就像是常识性的东西，不过它们**的确就是**常识。但是当资金与人类情感碰到一起，人们就会受到贪婪、恐惧、妒忌等因素影响而做出错误的决定。永远都不要让情绪引领你用毕生积蓄去做一些事情，否则你将会后悔。

投资中有许多可以让你赚钱的方法，也会有很多让你一无所有的方法。在如何投资辛苦赚来的资金方面，你要小心行事。本章中所讲到的法则和本书中所给的建议都有益于你毕生的积蓄免受许多危险。

概要综述

金融安全的16项黄金法则是永久投资组合理论的基础。一旦你接受了“市场是不确定的”这个理念，你就可以形成一个策略处理这种不确定性。这就是本书要讲的主要内容。

第 3 章
Chapter 3

永久投资组合业绩
测试理论

我们讨论任何一个投资策略时，总会提出“过去业绩如何”的问题。观察历史数据以判断某个特定投资策略未来走向的过程就叫作“回测”。这是个好方法，但是你要小心那些投资策略总结的严格结论，因为它只是根据回测数据推断得来。还有一个更好的方法，就是把回测当作一个工具来证明和反驳一个策略，而不是机械地把过去的市场业绩投射到未来的市场中去。

回测可以告诉投资者一个投资策略的**理论**在过去的实践中表现出何种业绩。这样一来，如果有些策略在过去表现不佳，我们有绝对的理由相信它也不会在未来有效。重复的错误和忠于过去失败的经验不是好的（并且昂贵的）策略。于是回测就成了非常好的工具，可以**反驳**理论或者为理论在过去实践中的有效性提供初步验证。但是以下两者，即过去 10 年这个策略每年都在增长，和以过去的观察为证据来推断**接下来的** 10 年这个策略将会继续增长，其差别很大。

这里所展现的永久投资组合的业绩数据的价值在于论证了历史上这个策略包含的经济理论是怎样有效发挥作用的。投资组合的最初构想是在 20 世纪 70 年代末期提出来的，最终形成于 80 年代中期。换句话说，我们现在有

着超过30年的经验数据可以回顾，并以此推测投资组合理论在真实环境下是怎样表现的。

本章提供了永久投资组合的业绩数据，并且还提供了评估其他投资组合策略的框架。回测数据可以帮助我们回答两个问题：投资策略是怎样失败的？是什么原因导致它们失败？

跟其他投资策略相比较，永久投资组合表现如何？是什么使其与众不同的？我们来一看究竟。

增长、没有重大损失和实际收益：三位一体

根据历史数据，在过去的40年里，永久投资组合策略每年提供的投资收益在9%～10%。[⊖]最严重的损失大约是1981年出现的5%的下跌。

尽管这些数值令人印象深刻，但涉及长期收益时，平均年收益率并不能代表所有数值。我们都必须经历这段决定着我们未来投资记录的时期。这就意味着我们都想看到永久投资组合的投资者期望的总收益，还有这些带来的收益有多少。

表3-1向我们展示了20世纪70年代早期的永久投资组合的收益。

表3-1展示的内容十分有趣，但没有展示出来的内容也十分有意思。

表3-1 1972～2011年名义收益和实际收益

年份	名义收益	实际收益（根据通胀调整后）	年份	名义收益	实际收益（根据通胀调整后）
1972	18.9	15.0	1978	10.5	1.4
1973	14.5	5.4	1979	36.7	20.6
1974	14.5	2.0	1980	17.6	4.5
1975	7.0	0.1	1981	-4.9	-12.6
1976	10.5	5.3	1982	20.2	15.8
1977	4.3	-2.3	1983	4.9	1.0

⊖ 2012 Morningstar. All rights reserved. Used with permission in all tables. Gold prices tracking London PM Fix December average for that year.

（续）

年份	名义收益	实际收益（根据通胀调整后）	年份	名义收益	实际收益（根据通胀调整后）
1984	3.5	-0.5	1998	11.9	10.1
1985	17.8	13.5	1999	3.5	0.8
1986	17.7	16.4	2000	3.5	0.1
1987	8.1	3.5	2001	−0.7	−2.2
1988	4.7	0.3	2002	4.5	2.0
1989	14.0	8.9	2003	13.4	11.3
1990	0.8	−5.0	2004	7.2	3.9
1991	12.7	9.4	2005	7.8	4.2
1992	3.0	0.1	2006	11.3	8.6
1993	11.4	8.4	2007	11.9	7.5
1994	−0.9	−3.5	2008	−2.0	−2.1
1995	19.2	16.3	2009	12.7	9.7
1996	5.6	2.2	2010	12.0	10.3
1997	8.2	6.4	2011	13.3	10.1
年化收益	9.5	4.9			

注：此表和其他表中的数值都四舍五入到十分位。

第一，投资组合提供了可观增长。在投资组合策略下，账面平均每年9.5%的增长率还是比较冒险的。事实上，几乎等同于100%配置于股票的投资组合（同时期其年化收益是9.8%），尽管全股票组合**极其**冒险。

第二，投资组合没有产生过任何重大损失。你看到负收益年数很少。不仅投资组合极少有下滑的年份，而且就连下滑的年份里的损失都非常小。投资组合收益最差的年份是1981年，这一年它损失了大约4.9%（负12.6%是根据通胀调整后的数值）。但是，与这一年其他方式遭受的损失相比，这点损失只能算是一点擦伤。尽管只是小损失，永久投资组合的投资者也会在下一年平复损失，因为市场发现了投资组合的资产和稳定向上恢复增长之间的新的平衡点。

第三，查看实际收益这一栏，这里向我们展示的是根据通胀调整后的投资组合收益。绝大部分时间内的实际收益都是正数，这就意味着不管市场发生什么情况，永久投资组合都可以显著地为投资者带来超过通胀率的收益。

不管市场行情是好是坏，都可以保障投资者的收益。总而言之，永久投资组合是个具有“实际收益”的投资组合。实际收益是评估和比较投资策略的方式，它是非常重要的，但经常被忽视。

这三点反映了永久投资组合的基本表现特征，没有任何其他投资策略可以达到这种安全性和稳定性。一些明显高于通胀率的投资组合并不能增加收入，因为它们太过小心，而其他投资组合虽然会提供高增长率，但由于策略中存在整体风险，投资者可能遭受周期性的重大损失。还有一些投资组合可能会提供防止重大损失的保护措施，还有与收益相适应的非通胀率，但是它并不能打败所有时期的通胀（其所引发的不同类型损失会在稍后讨论到）。

永久投资组合和其他方法之间最大的区别，就在于永久投资组合带给你的是收入的真实增长和保护收入的措施。我们来仔细看一看这些要点。

可观的增长

9%～10% 的年增长率大约就是美国股票市场在最近几十年里的平均增长率（尽管波动更多）。一个可以带来 9%～10% 年增长率的投资组合有着强大的复利威力。表 3-2 告诉我们收益随时间增长的情况。

在投资者的一生当中，9%～10% 区间的增长率可以为你以后提供非常舒适的退休生活（或者可以提前退休）。最重要的是，使用永久投资组合可以毫无压力地获得收益。

大部分投资成果的评论都会以概述历史成果为结束。但是，一个投资组合的增长率只是投资组合的业绩需要考虑的**一部分**。关于整体业绩还有至少两个重要的组成部分，我们会在下面讨论到。

表 3-2 起始资金为 1 万美元、年化平均收益在 9.5% 的增长情况

第 X 年	资金规模（美元）	第 X 年	资金规模（美元）
1	10 000	20	61 416
2	10 950	30	152 203
5	15 742	40	377 193
10	24 782		

没有重大损失

人们很容易因为高收益的投资承诺而动心。但我们经常可以看到的是，过去那些高收益的投资组合通常都包含巨大风险。这些风险刚好没有发生在投资者身上（你不会听到那些同时期并没有做出什么成就的投资者的故事）。建立在最近高收益基础上的投资经常会带来灾难性的损失（被称为“追逐业绩”）。收益欠佳时期或重大损失时期之后往往跟随的就是高收益时期。

即使一个年度的重大损失也很难恢复（尤其是对于那些将要退休或已经退休的人来说）。表 3-3 显示的是不同程度的损失，以及如果发生同程度损失时需要付出多少才能完全恢复。

表 3-3　某一投资组合的重大损失可能需要数年才能回本

投资者应该利用资产保护措施平衡资产

资产损失	回本所需收益率	资产损失	回本所需收益率
-5%	+5.3%	-55%	+122.2%
-10%	+11.1%	-60%	+150%
-15%	+17.6%	-65%	+185.7%
-20%	+25%	-70%	+233.3%
-25%	+33.3%	-75%	+300%
-30%	+42.9%	-80%	+400%
-35%	+53.8%	-85%	+566.7%
-40%	+66.7%	-90%	+900%
-45%	+81.8%	-95%	+1 900%
-50%	+100%	-100%	永远不可能

投资者应该理解这里涉及的数学问题，因为它不是对称的。举例来说，从损失 50% 到回本非常困难，因为此时投资者需要 100% 的收益才能回到起点。即使是 40% 的损失（最近在 2008 年美国股市发生的）也需要 66.7% 的收益才能回本。投资者面对损失的反应不同，如果投资者有足够耐心等待，几年之后损失就可回本；如果投资者无法承受投资组合过度波动的压力而退出，那么回本就永远不会发生。

投资组合带有潜在重大损失的这一困扰是投资者抵制投资组合的原因。对抗这些损失的唯一方式要么是不冒任何风险（这也意味着限制潜在的收益），要么是运用投资组合强大的多元化组合策略。

可以挺到30%甚至更多损失的投资者绝对不是一般的投资者。

幸运的是，永久投资组合拥有简单并且强大的多样化组合方式，能防止重大损失和过度波动。不要低估投资组合抵制重大损失的重要性。可以挺到30%甚至更多损失的投资者绝对不是一般的投资者。经常发生的情况就是投资者在最差的时机（通常接近市场的一个低点）退出市场。但是，永远不要把你自己置于继续遭受损失的情形里，这样才能超越大多数投资者，并且可以安然渡过市场中不可避免的波动。

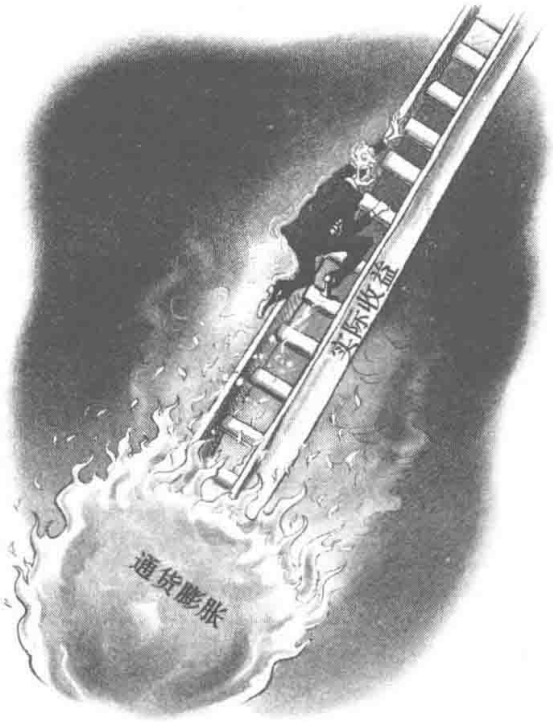
当克雷格还是网络工程师的时候，有一次正和一名经验非常丰富的网络设计师 Nabielsky 博士讨论网络体系结构。博士用以下评论来回答了一个关于系统设计方面的高效能的作用："多快的速度都可以，只要你能玩得转。"这句话的解释就是高效能仅仅是网络设计的一部分，它必须具备在任何时候都可以处理不可避免的问题的能力。

这与投资有什么关系呢？关系大着呢。在投资组合中获得高收益就像魔法一样吸引人。但是，拥有一个给出了显著业绩的投资组合只是你需要考虑的其中一个因素（而且可能并不是最重要的）。投资者也需要知道，当事情不按照原计划进行时，到底发生了什么事。**你的投资组合还可以运转吗**？还是道路的第一个转弯就会使它跌落悬崖？

突出的历史收益并不能使其令人印象深刻。用历史数据和事后总结制成电子数据表非常简单，而且胜过其他一切，**但是这并不意味着投资组合以后还会这样表现**。如果投资就是那么简单，那么这里只会有一个共同基金——历史收益基金，并且每个人都会把自己的钱投入其中。

设计一个只追求高收益的投资组合最终可能会导致一场灾难。投资组合不仅要有使收入增长的能力，还必须有经受意料外的金融风暴的能力，包括当市场看起来将要土崩瓦解的时候投资者内心无法避免的一阵阵的恐惧。**投**

资组合要能转好弯。



根据通胀调整后的实际收益

讨论投资业绩时，理解未根据通胀调整的收益率（称为“名义收益”）和根据通胀调整后的收益率（称为“实际收益”）之间的区别是很重要的。**只有实际收益才是重要的。**

简单地说，通胀就是随时间而流失的货币购买力。当今时代，美联储一直致力于维持一个稳定的2%～3%区间低利率（尽管在过去的40年里，每年的通胀平均值差不多在4.4%左右）。

这项对于通胀的政策意味着投资者每年必须挣到至少4.4%才能与通胀率持平。尽管很多人对这样的政策安排有所抱怨，但为了决定如何投资辛苦赚来的资金，我们还是需要简单地接受系统运作的方式，然后调整我们的策略。

正如我们所讨论的，从20世纪70年代早期起，美国通胀率的平均值大约在4.4%。之所以将20世纪70年代早期当作起始点，是因为在这段时间美国打破了过去金本位的最后一环。同样也是在这段时间尼克松总统终止了美元与黄金的国际自由兑换（1933年美国总统罗斯福从市民手中拿走了用

美元自由兑换黄金的权利）。在尼克松总统终止美元与黄金挂钩以后，由于美元飞速贬值，通胀也快速增长。尽管所有推动通胀的动态因素都牵涉其中而不能全面展现，但在永久投资组合方面，简单地明了美国近几十年的通胀是政府故意为之的政治决定是非常重要的。处理不断被侵蚀的购买力是任何投资策略都要面对的最大挑战。[⊖]

通胀隐匿的一方面就是如果一个人不拿自己的存款做任何投资，而只是一味地守着这笔钱，那么平均下来，他的钱每年就会**自动**消失 4.4% 的价值。

通胀隐匿的一方面就是如果一个人不拿自己的存款做任何投资，而只是一味地守着这笔钱，那么平均下来，他的钱每年就会**自动**消失 4.4% 的价值。

美元的购买力每年损失 4.4% 会导致什么情况发生呢？表 3-4 解释了这个问题（四舍五入到分）。

表 3-4　通胀随着时间不断侵蚀购买力

年份	未来价值（美元）	年份	未来价值（美元）
1	1.00	20	0.43
2	0.96	30	0.27
5	0.84	40	0.17
10	0.67		

简单地说，如果现在你手中有 100 美元，10 年以后你会看到，你藏在床垫下的 100 美元的购买力大概只剩下 67 美元。33 美元跑到哪里去了？我们没有必要搞清楚这丢失的购买力到底**去哪里**了，只要肯定地告诉你这笔钱已经不在你手中了，这才是你真正需要关心的。自从 1972 年完全放弃金本位以后，消费者物价指数（CPI）每年平均上升 4.4%。从创立国家到 1933 年，使用的是金本位，而在这段时间几乎没有通胀，也不存在购买力的流失问题。

想象一下通胀的过程就像一个底部着火的高梯。如果爬得不够快，你最终就会化为灰烬。

⊖ 消费者物价指数（CPI）自 1972 年金本位被放弃后平均上涨 4.4%。在金本位下，自美国建国到 1933 年，只出现过轻微的通缩，购买力并无下降。

但需要注意的是以上的通胀数值都只是**历史平均值**。假设我们正在经历高于平均值的通胀，比如美国在20世纪70年代经历的通胀，在这段时间通胀率涨到了2位数。这段通胀时期对于储户来说可以算得上是一场灾难。如果通胀每年上涨10%而不是4.4%，那些藏在床垫下的钱的价值还剩多少呢？

表3-5会让你大开眼界。如果每年的通胀率是10%，到第10年，你将会损失60%的购买力，40年以后基本上就没有什么购买力了。按照这种情况，今天的1美元未来只能买到价值2美分的物品。通胀太危险了。

表3-5 高通胀率快速摧毁购买力

年份	未来价值（美元）	年份	未来价值（美元）
1	1.00	20	0.14
2	0.90	30	0.04
5	0.66	40	0.02
10	0.39		

损失了什么？**如果你的投资组合收益没有超过通胀率，那么就是在亏损**。一个投资组合不仅需要提供较高的名义收益（没有重大损失），它还必须提供较高的实际收益，而且在所有的时间阶段都必须这样做，包括高通胀时期。想要实现这个目标，看起来容易做起来难。

投资者不能满足于收益与通胀持平的状态；他们要使收益**超过**通胀，没有例外。如果不这样做，意味着随着时间流逝，通胀绝对会侵蚀你的储蓄，直到几乎被败光。

投资者不能满足于收益与通胀持平的状态；他们要使收益**超过**通胀，没有例外。

只有实际收益才至关重要

我必须再次强调，对于投资者来说只有实际收益才至关重要。好消息就是永久投资组合可以为你提供持续的实际收益，还可以使你一路平坦。持续的实际收益解释了为何本章开头表3-1这么重要的原因。投资组合不仅是挣

取固定收益；不管通胀是多少，它都能够获取固定收益。在过去的40年中滚动的10年周期里，永久投资组合的实际年收益在3%到6%之间。这就意味着在过去的40年中，以10年为周期的投资组合收益率比通胀率至少高出3%，某些时期比通胀要高出6%。

有一个很流行的投资策略是把投资组合资产的60%分配给股票，40%分配给债券。我们称这个方法为“60/40投资组合”。这是一个很好的策略，而且在大多数时期的表现也相当出色。但是，你找到的投资组合的类型会有一段低于通胀或与通胀持平的时期。举例来说，20世纪70年代的高通胀时期，曾经导致只包含股票和债券的投资组合的实际收益在很多年内一直处于较低水平。换句话说，投资者在较长的一段时间内还是在亏损。事实上，在20世纪70年代，任何只包括股票和债券的投资组合，不管使用的是什么配置比例，扣除物价因素后，实际收益都少得可怜。

把任何一个策略与永久投资组合相比较，投资组合的多年收益都值得大书特书。表3-6显示永久投资组合和60/40投资组合多年收益的比较。从2000年开始，2000～2002年算3年，2000～2004年算5年，2000～2009年算10年。这个表显示的是如果你在某年投资，在未来的3年、5年或10年后你能获得多少收益。

表3-6 1972～2011年永久投资组合与60/40股票/债券投资组合多年实际收益对比 （%）

起始年份	永久投资组合			60/40投资组合		
	3年	5年	10年	3年	5年	10年
1972	7.3	5.4	3.6	-10.3	-0.8	-1.6
1973	2.4	2.0	3.6	-8.3	-4.5	-0.9
1974	2.4	1.3	3.2	1.0	-2.1	1.9
1975	1.0	4.7	3.0	6.5	3.1	5.1
1976	1.4	5.7	4.3	-0.4	1.5	5.5
1977	6.1	1.8	5.3	-4.3	-2.5	5.6
1978	8.5	5.3	5.9	1.5	2.9	6.6
1979	3.3	5.2	5.8	0.4	6.2	7.8
1980	1.9	1.2	4.7	6.1	7.2	9.7

（续）

起始年份	永久投资组合			60/40 投资组合		
	3 年	5 年	10 年	3 年	5 年	10 年
1981	0.7	2.9	3.7	7.4	9.6	8.3
1982	5.2	9.0	6.1	11.9	14.4	11.2
1983	4.5	6.6	4.6	12.9	10.4	9.8
1984	9.6	6.4	5.3	13.8	9.5	9.2
1985	11.0	8.4	5.0	11.5	12.3	8.4
1986	6.5	4.6	5.2	7.2	7.0	8.8
1987	4.2	3.3	3.9	8.4	8.1	8.5
1988	1.2	2.6	4.2	7.2	9.2	10.7
1989	4.2	4.2	5.1	11.2	9.0	11.8
1990	1.3	1.7	4.3	6.5	4.6	10.8
1991	5.9	5.9	4.9	10.5	10.6	10.8
1992	1.6	4.5	3.7	2.8	8.9	8.2
1993	6.8	5.8	3.9	9.6	12.3	6.4
1994	4.7	6.1	4.2	11.1	14.6	7.3
1995	8.1	7.0	5.0	19.8	17.4	8.1
1996	6.2	3.9	3.8	17.2	11.0	5.6
1997	5.7	2.9	4.4	16.5	7.5	5.3
1998	3.6	2.1	4.5	7.6	0.7	3.5
1999	−0.4	2.3	3.3	−0.2	0.4	−0.6
2000	0.0	2.9	4.2	−7.2	−0.5	0.0
2001	3.6	3.8	5.2	−0.9	0.5	1.3
2002	5.7	6.0	6.3	2.4	3.2	1.9
2003	6.4	7.1		7.1	6.3	
2004	5.5	4.3		4.5	−1.5	
2005	6.7	5.5		3.5	0.4	
2006	4.6	6.7		−4.1	2.2	
2007	4.9			−2.2		
2008	5.8			0.3		

注：60/40 投资组合和永久投资组合收益来自 Simba 电子表格，利用了先锋的债券市场数据，利用了伊博森的投资组合中的其他成分数据。

图 3-1 和图 3-2 展示的是 60/40 投资组合和永久投资组合的滚动 10 年期收益。你可以看到 60/40 投资组合中波动的实际收益和永久投资组合提供的稳定而持续的实际收益。

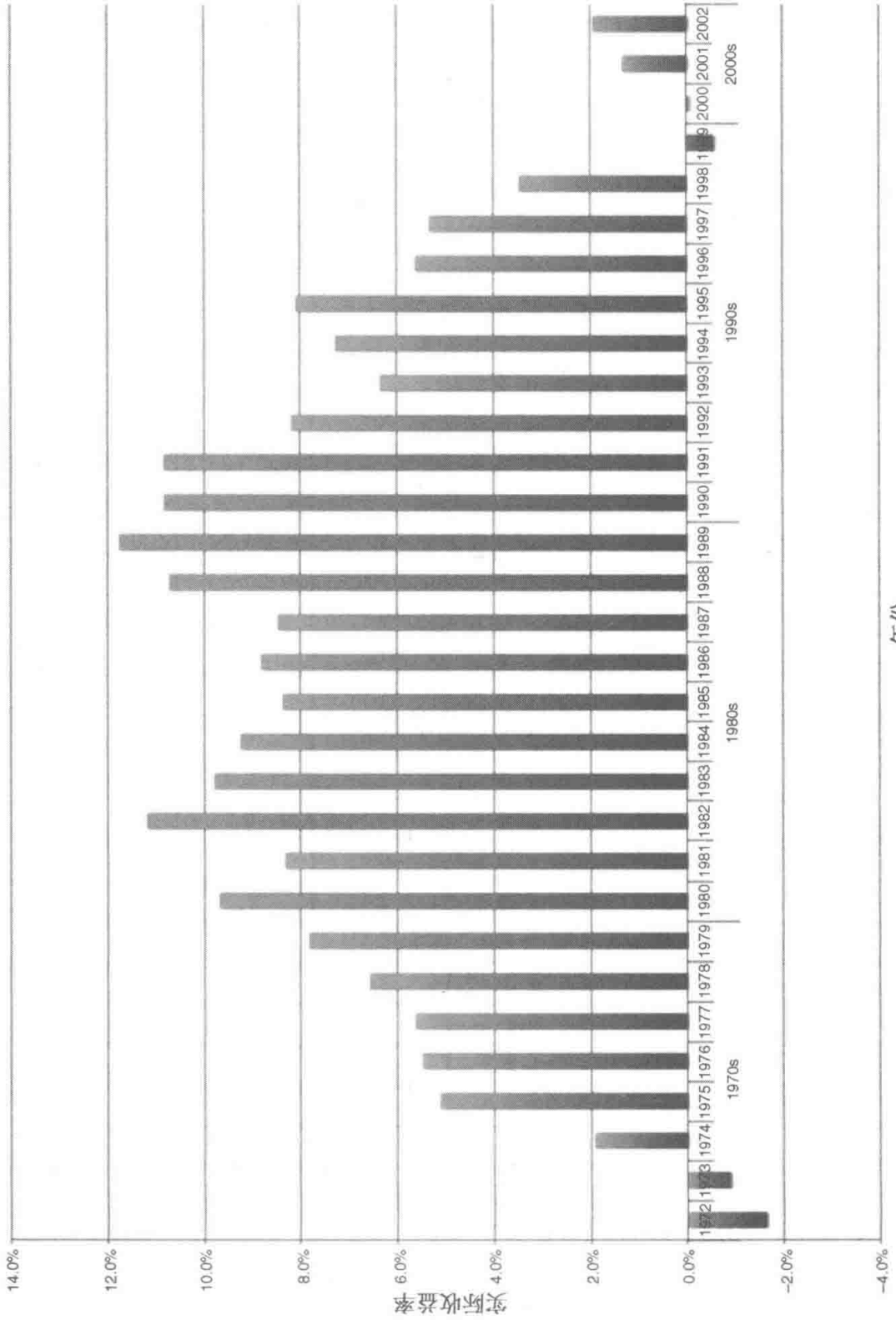


图 3-1 60/40 投资组合在 20 世纪 80 年代和 90 年代增长强劲，滚动实际收益很高

注：然而，在 20 世纪 70 年代和 21 世纪头十年，60/40 投资组合收益低于通胀，并且在相当长的几段时间收益为负或者实际收益很低。

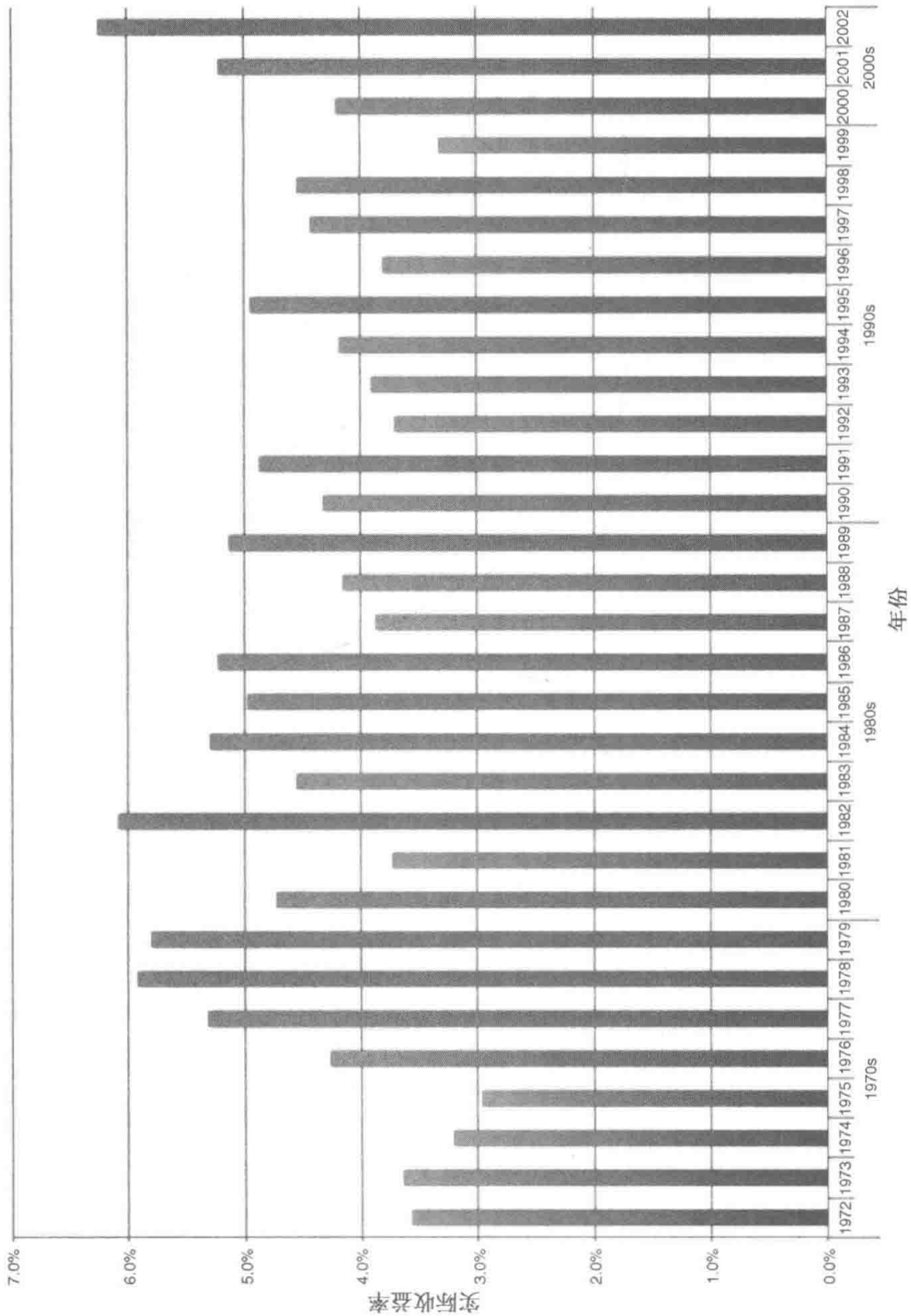


图 3-2　以 10 年为一个滚动周期，在超过 40 年的时间里，永久投资组合实际收益率在 3%～6%

注：没有哪10年是负收益。

图 3-1 展示的内容非常有趣。当股票市场表现良好的时候，侧重配置股票的投资组合也可以表现出色。在 20 世纪 80 年代到 90 年代，60/40 投资组合提供了令人印象深刻的实际收益——有时会超过 10%。然而，在 20 世纪 70 年代和 21 世纪头十年的高通胀时期中，60/40 投资组合的实际收益非常低，甚至一度低于通胀率。

图 3-2 展示的内容是在 20 世纪 80 年代和 90 年代永久投资组合较低的实际收益。但是，它还展示了在 20 世纪 70 年代和 21 世纪头十年间投资组合获得了几乎与前述时间段相近的实际收益率。换句话说，不管市场和整体经济将会发生什么，投资组合收益率每年都比通胀率高出 3%～6%。

花时间来理解上述内容十分值得，因为它还不足以说明投资组合的收益是个确切的百分比。我们需要知道**扣除通胀**以后的收益是多少。投资者退休之前的投资生涯可能有 30～40 年；他们不能接受长时间没有实际增长的情况。并且，一些已经退休的人更容易被长期的零增长或低增长所影响。

从根本上来说，一个投资组合应该在任何较长时间内都要产生固定的实际收益。如果不这样就会产生严重的错误，而且未来也很可能会重复发生。

观察投资组合的整体表现

在回顾永久投资组合的历史业绩时，将其与其他流行投资策略的业绩相对比是很有用的。但是，在回顾收益时，我们的焦点是实际收益。我们在比较投资组合时假设使用美国大公司股票市场指数（U.S. Large Company Stock Market index）和债券市场整体指数（Total Bond Market index）（这两个指数都是典型的好选择）。如果这些简单而实用的指数发现投资组合会遭受损失，那么其他策略只会变得更糟。下面比较了以下 4 个投资组合。

（1）永久投资组合。

（2）75% 美国股票 /25% 债券市场（75/25）——激进配置。

（3）50% 美国股票 /50% 债券市场（50/50）——平衡配置。

（4）25% 美国股票 /75% 债券市场（25/75）——保守配置。

20 世纪 70 年代

我们可以看到，20 世纪 70 年代的平均通胀率大约在 8.6%。在这 10 年中，投资组合的平均收益率必须达到 8.6% 才可以维持购买力。我们看到，在这段时间永久投资策略的实际收益是 5.7%，而其他投资组合的实际收益则在 –2.0%～–2.3% 挣扎。这就意味着，如果在这 10 年的第 1 年投资 1 美元，那么 10 年后价值只剩下 0.85 美元。这 10 年的收益率小于通胀率，对于将要退休或者已经退休的投资者们来说可能就是一场灾难。这还没有展示 1973 年和 1974 年股票市场的巨额损失（扣除物价因素后分别是 –21.5% 和 –34.6%），而永久投资组合完全没有受到影响（实际收益分别是 5.4% 和 2.0%）。

20 世纪 80 年代

进入 20 世纪 80 年代后，我们遇到了美国股票历史上持续时间最长的也是幅度最大的牛市。偏重股票的投资组合都能获取暴利，但是只有当你在这段时间投资很多股票（在过去的 10 年中获利甚少）的时候才能获取暴利。在这段时期，所有的投资组合都创造了相当多的实际收益，但是很明显偏重股票的投资组合收益最大。

利息的参考点并没有在表 3-7 中显示，1987 年 10 月的一天，股票市场下跌了 22%，这一天被人们称为黑色星期一。这段时期永久投资策略开始凸显它的优势，而其他投资组合都沦陷了。有多少投资者在 1987 年慌忙退出市场，想结束损失却只是错过了后来的固体收益？扣除物价因素后，永久投资组合当年的收益上升了 3.5%。

表 3-7　4 个投资组合 10 年的年化实际收益比较　　（%）

10 年	永久投资组合	75/25 投资组合	50/50 投资组合	25/75 投资组合
1972～1979 年①	+5.7	–2.3	–2.1	–2.0
1980～1989 年	+4.7	+10.5	+9.1	+7.6
1990～1999 年	+4.3	+12.4	+9.8	+7.2
2000～2009 年	+4.2	–1.2	+0.6	+2.2

① 用于对比的市场数据适于金本位结束后的 1972 年。

20 世纪 90 年代

随着互联网技术飞速发展，20 世纪 90 年代被看作股票的另一个大好时机。随着股价的飙升，偏重股票的投资组合的实际收益也大大增加。到 2000 年，互联网泡沫即将破裂，之前的股票收益也会被清除。但是永久投资组合再次以稳定而持续的增长率前进着。当互联网的泡沫破裂后，永久投资组合保护了资产，而那些利用偏重股票的投资组合的有野心的人全都摔了大跟头。

21 世纪

21 世纪的到来，对于股票投资者来说就好像是在 20 世纪 70 年代，股票的实际收益少得可怜。股票市场长达 20 年的牛市已经结束了。2000～2002 年互联网泡沫破灭，2001 年的恐怖袭击事件，还有 2007 年开始的房地产泡沫，整个经济出现了非常严重的问题。但是，永久投资组合依然在前进，在这 10 年中，它以 4.2% 的平均实际收益避免了价值的大幅度下降。

不稳定市场中的收益稳定增长

当我们以 10 年为基本单位回顾投资组合的业绩时，考虑一下在这段时期内发生的所有事件。它包括经济腾飞、经济衰退、战争、恐怖袭击、股票市场的冲击、资产泡沫，还有世界范围内的动乱。但是在这段时间内，不管全球经济发生了什么事件，永久投资组合都可以一直维持平稳的增长。

概要综述

投资组合的总体业绩由 3 个部分组成。

（1）较高的增长率，不用太冒险就可以增加你的收入。

（2）避免重大损失。重大损失后很难回本，并且要冒很大的风险（这个风险可能会使事情变得更糟糕）。幸运的是，我们只是让时间自然流逝（这

可能不适合即将退休或者已经退休者)。

(3)实际收益是最重要的。在观察投资收益时,通胀是不应该被忽视的。

投资者无法接受长时间的低收益或重大损失。由于投资组合可以使你的钱随着时间增加,也可能会对你不利并减少你的储蓄。投资者需要增长、保护和实际收益。如果你不具备以上3个因素,你的投资计划可能最终会出现严重的问题。

在几十年间带来平稳而持续的实际收益可以算得上是一个壮举,几乎没有投资策略可以提供相同的收益。然而,永久投资组合在过去40年里经历了市场许许多多好的坏的情况,并提供了平稳而持续的3%~6%区间实际收益。

第 4 章
Chapter 4

简单、安全与稳定
通向成功的 3 个要素

除了增长良好，避免发生重大损失，并在投资组合的业绩中增加实际收益之外，还有 3 个可以使投资策略成功的要素：

（1）简单性；

（2）安全性；

（3）稳定性。

上述 3 个要素可帮助投资者避免不良投资，同时有效地管理由于投资所带来的情绪起伏。

简单性

投资者应该尽可能地简单投资。这项策略甚至可以应用到非常大的投资组合中。**复杂性扼杀收益。**复杂的投资策略与投资产品可能隐藏了许多隐性的成本和风险，而这些隐性成本和风险很难从外面看到。到它们被投资者发现时，常常为时已晚。

复杂性扼杀收益。

投资不需要也不应该复杂。复

杂的投资产品、低业绩与高风险，这些所有你不希望看到的事情之间存在着很强的关联性。

投资者应该知道，没有“零风险”的投资。这是投资的永恒法则。有些交易者既不知道风险实际上是什么，又讲不出关于投资的实质，就声称投资是零风险的。其实，所有的投资都是有风险的，只不过那些简单的投资组合可以使你**避开**风险，并且**理解**了这些风险会对你毕生积蓄所造成的影响，你便可以采取多元化的投资方法来对抗风险。

愈是复杂和非透明的投资产品，就愈是有可能存在简单投资产品所没有的隐性风险。投资者想要做的是明智地判断出风险，并采取多元化的方法来对抗已知风险。投资者**不想**做的是拥有任何意想不到的风险，意想不到可能代价昂贵。不幸的是，复杂的投资总是充满了意想不到的风险。如果这些风险可以通过简单化投资来轻易地避开的话，投资者就不应该自寻麻烦。

此外，投资专家总是试图说服他们的客户，说愈是复杂的投资策略，它所产生的收益也就愈高。然而，事实却是，复杂的投资策略在减少客户收益的同时，又提供了更多可以掩盖各种费用、佣金和其他增加投资专家收入的机会。

最后，与简单的投资策略相比，管理并对复杂的投资组合做出调整的能力总是更为困难且昂贵的，这也会对整体收益带来更大的损耗。

总而言之，设计良好且简单的投资组合具下列多个优点，而这些优点正是复杂投资组合所没有的。随着你通读完本书后面的章节，你会对此有更清楚的理解。简单的投资组合：

- 具有较低的隐性风险机会；
- 具有较低的管理费用；
- 更加节税；
- 要求投资者花费较少的时间来对其进行维护管理；
- 随着时间推移，其收益很可能会超过复杂的投资组合。

这些优点增加了你获得长期投资的成功的机会，因此要保持投资的简单性。

安全性

安全的投资组合都是极具多元化的投资，以避开事情没有按照计划发展的风险。金融安全的黄金法则告诉我们，事业是财富的基础，一旦失去了这些财富，你可能很难再将它们赚回。因此，为什么要冒险把你的积蓄投入到那些所谓能够快速致富的投资项目上去呢？如果投资失误，将会消耗一大笔积蓄。

安全的投资组合并不意味着你要把钱藏在床垫下面（其实这样做一点也不安全，因为通货膨胀会悄无声息并连续不断地减少其价值）。“安全”意味着投资中所承担的风险是可以计算出来的，以防我们将来输得一文不名。它同时也意味着我们应该使用极具多元化的投资策略，以免发生意想不到的风险。投资组合中的资产单独看起来可能会风险很高，但如果可以把它们明智地组合起来，该组合的安全性就会远远高于单独持有其他任何资产的安全性。

稳定性

稳定的投资组合不仅可以在走势良好或者不佳的市场中表现优异，同时也可以保护交易者免受巨额损失。它在价值上不会出现大幅震荡，而价值的大幅震荡可能加速投资者的损失。这是因为只有很少的投资者可以在投资组合价值出现大幅震荡的时候承受住压力，最终不放弃原有的投资策略（投资者通常都是在最差的时机，在遭受巨额损失时放弃原有策略）。

稳定的投资组合允许投资者在市场处于震荡期时避免慌张。稳定并不意味着永远都不会遭受损失；更确切地说，它意味着所遭受的任何损失都足够小，不至于迫使投资者在恐惧的状态下做出错误的投资决策。一旦情绪被恐惧所掌控，投资者就会被迫做出很多不会带来利润的事情，有些事情甚至比对其放任不管而**更具**风险。关键是要**避免**这种情况的发生，而不是在你处于这种情况的时候试图做出正确的决策。

如果我们遵循最新的成功投资策略，想想那些我们可能拥有的巨额财富，这将是多么有趣的事情啊。举例来说，谁不想一年就赚取20%的收益呢？不幸的是，追求异常高的回报率是要付出一定代价的，其代价就是你的投资组合经常会变得非常不稳定且极具风险。当然，你在某些市场中可能会幸运地获得巨额收益，但是你更有可能会遭受巨额损失。

市场的上下波动使任何投资者（甚至是专业的投资者）都很难坚持计划。所有的投资者都是人，都会经历某些范围内的情绪波动，包括偶尔的满心恐惧。无论评论员讨论多少关于投资的守则，要求投资者忽略短期市场波动，但事实就是，大多数投资者在面对大幅下跌时，最终都会撤出所有的投资。

市场发生恐慌时，并不是只有**其他**交易者才会产生恐慌——**你**也会受到影响。交易者认为他们在市场下跌时可以保持冷静的想法，是不切合实际的。投资者只要远离那些可能造成巨额损失的投资策略，在市场发生恐慌的时候作为旁观者而非积极参与者，他们才能保持冷静。

投资者只要远离那些可能造成巨额损失的投资策略，在市场发生恐慌的时候作为旁观者而非积极参与者，他们才能保持冷静。

如果你有很好的长期投资计划，就没有必要为了获得巨额收益而改变投资策略，因为这样做总是意味着你要让自己遭受潜在的巨额亏损和不稳定性。如果我们可以对其放任不管，事实证明稳定且持续的增长可以产生巨额收益。既然长期的投资成功与坚持到底、不试图预测市场走势有关，那么稳定的投资组合就能帮助你在情绪上坚持原有计划。

管理大部分投资

投资者可以通过下列方法来使投资组合变得简单、安全且稳定：

- 只使用保守型投资；
- 保持低成本；
- 使用大幅波动的单个资产来降低投资组合整体的波动性；

- 接受意料之外的事情，信奉“市场充满不确定性”的理念。

保守型投资

保守型投资是积极资产管理的反义词，而积极资产管理通常被华尔街的投资者所信奉。永久投资组合属于保守型投资策略，意味着它并不揣测进出市场的最佳时机，不积极地交易股票，不根据图表信息而进出市场或者是选择其他类似的交易策略。上述所有的行为都假定如果在正确时机正确交易，交易者就能获得巨额收益。很多投资策略都以积极管理原则为基础，并暗含“未来可被预测”的假设。

问题是“未来**不可**预测”。我们应该这样想：如果市场下一段走势真的是可以通过一些简单且可靠的方法被预测到，为什么有些人还要通过网络或者经纪商的办公室来向**你**兜售这些信息？难道你真认为拥有这些信息的人不会小心翼翼地保护它不被其他人知道，然后自己赚取大把钞票，而会为了一点小钱把这些信息兜售给你吗？如果你可以百分百确定市场走势的话，你会怎么做呢？你会在电视上以 19.95 美元的价格将这个信息卖出，并送出一个免费的咖啡杯作为礼品，直到送完为止吗？

1. 积极管理的糟糕结果

尽管有人向投资者兜售这样的想法，即积极管理是成功的必需，但真实结果显示积极管理对于成功根本就不奏效。积极管理型策略随着时间推移很可能会远远落后于保守管理型策略。虽然听起来有些违反常理，但这个结果**数十年**来经过学术和业界研究反复验证过。多数情况下，积极管理型基金策略都落后于保守型投资策略。

标准普尔公司（Standard & Poor's，简称 S&P）拥有它自己的标准普尔指数（S&P Indices）与积极管理型基金业绩（简称 SPIVA）的计分卡。标准普尔公司是市场领先指数的创造者，它以标准普尔 500 指数（由美国最大的 500 家公司股票指数组成）和许多其他包含全球主要经济板块（股票、债券和房地产）的基准而闻名遐迩。在基金产业中，积极管理型基金经理会将他们所持基金业绩与各种标准普尔指数相比较，以测量他们所持基金业绩与市

场整体相比表现如何。

积极管理型基金业绩报告是标准普尔公司比较行业业绩与其行业基准的方式。它们使用的方法对“生存偏差效应”（survivorship bias）做出了解释。生存偏差效应是指在基金业绩中不考虑已退市基金的做法可能会导致人们对基金业绩的错误估计。

业绩较差的基金通常会被退市或者与其他基金合并，以掩盖其糟糕的结果。这样能使一组基金业绩在很多年看起来都还不错，因为那些业绩差的基金很快会被掩埋掉。将糟糕的结果从行业整体数据中移除，同时保留那些整体业绩处于平均水平之上的基金。把生存偏差效应想象成你在学校的成绩，把那些分数较差的课程给去掉，然后再重新计算你的成绩平均绩点（简称GPA）。它们道理相同，除非你这样做，否则就不能从那些毫无戒心的投资者那里做到年赚百万。

把生存偏差效应想象成你在学校的成绩，把那些分数较差的课程给去掉，然后再重新计算你的成绩平均绩点（简称GPA）。它们道理相同，除非你这样做，否则就不能从那些毫无戒心的投资者那里做到年赚百万。

然而，每年积极管理型基金业绩的计分卡都不允许从整体数据中移除业绩较差的基金，而结果真是让我们大开眼界。简单来说，无论在哪个时间段内进行分析，积极管理型基金（不管它们使用什么样的投资策略）指数都远远低于标准普尔指数。下面是几个来自积极管理型基金业绩的报告。

> 2004～2008年5年的市场周期中，标准普尔500的业绩超过了71.9%的积极管理型大盘股基金。标准普尔400中盘股业绩超过了79.1%的中盘股基金，而标准普尔600小盘股业绩也超过了85.5%的小盘股基金。这些结果与之前1999～2003年5年市场周期的结果相似。
>
> **——2008年标准普尔指数 vs. 积极管理型基金计分卡**

> “熊市更偏向于积极管理”的说法是错误的。2008年的熊市绝大多数的积极管理型基金中，9组国内股票组合中就有8组的业绩落后于标准普尔指数。2000～2002年的熊市也显示出了相似的结果。
>
> **——2008年标准普尔指数 vs. 积极管理型基金计分卡**

在以大幅波动为市场环境特征的过去3年时间里，标准普尔500的业绩超过了63.96%的积极管理型大盘股基金。标准普尔400中盘股的业绩超过了75.07%的中盘股基金，而标准普尔600小盘股的业绩也超过了63.08%的小盘股基金。

——2011年标准普尔指数 vs. 积极管理型基金计分卡

标准普尔指数的业绩几乎在所有的国内和国际股票类别中都超过了绝大多数的积极管理型基金经理。除此之外，5年期资产加权平均告诉我们，18个积极管理型基金经理中，有11个人落后于国内基金类别的基准。

——2011年标准普尔指数 vs. 积极管理型基金计分卡[⊖]

正如积极管理型基金业绩报告中所显示的那样，专家们并不能从整体上击败基金市场。更糟糕的是，少部分击败市场的积极管理型基金的百分比也会随着时间推移而变化。举例来说，即使你能找出去年真正击败标的指数（underlying index）的那20%的积极管理型基金，也并不能保证相同的基金在下一年同样也能击败标的指数。

不断地进出市场，或者选择业绩糟糕的积极管理型基金，其平均收益对于某些典型的投资者来说都是非常糟糕的。正如N. 斯科特·普里查德（N. Scott Pritchard）在他的研究报告所提到的那样，他对1988～2007年对基金业绩进行了将近20年的追踪：

标准普尔500在1988～2007年的年收益率为11.81%；然而同时期内投资者的平均收益率仅为4.48%——甚至低于最保守的30日期国债投资[⊖]。

这些糟糕的结果很可能是由多种因素同时造成的，包括没有使用简单、安全且稳定的投资组合。然而，主要原因肯定在于积极管理型投资组合。无论投资者自身是否进出热门基金和板块，或是专业的管理者通过投资者拥有的基金对其进行操作，结果都将是一样糟糕。

⊖ *S&P Indices Versus Active Funds Scorecard*, www.standardandpoors.com/indices/spiva/en/us.

⊖ N. Scott Pritchard, " The Tyranny of Choice, " *Journal of Pension Benefits* 6, no. 1 (Autumn 2008).

保守型投资者并不打算击败市场。相反地，他们想要待在一旁，始终通过广泛多元化的投资类别获得收益。讽刺的是，仅仅试图达到市场平均收益率，就意味着你会随着时间推移击败大多数的投资者和投资专家。

保持低成本

华尔街通过收取共同基金和其他投资产品的管理费用赚取大钱。典型的积极管理型基金每年都会收取1%～2%的管理费用和其他费用[⊖]。举例来说，如果市场潜在年收益率为10%，那么为了与之抗衡，积极管理型基金在收取各种费用**之前**的年收益率应该是11%～12%（因为基金管理费用降低了基金业绩）。换句话说，积极管理型基金的业绩一定要高于标准普尔指数1%～2%，才能在支付管理费用之后超过标准普尔指数。连续多年对此进行操作，对于任何管理者来说几乎是不可能的。

然而，如果投资者可以**省去**这1%～2%的基金管理费用（这样做实际上并不能获得任何业绩上的优势），就能为投资者带来巨大的投资优势。投资者每年都会增加1%～2%的收益率，并且这些收益率会逐年上升。

请看表4-1（你在后面将再次看到）。该表假定市场收益率为10%。请注意，当你的基金达到平均水平，**然后**扣除基金管理费用时会发生什么。

表4-1 如果你能在20年里获得10%的收益率，下面便是投资组合管理费用的假设性影响

初始价值（美元）	费用比率（%）	支付费用后的收益率（%）	年份	最终价值（美元）	费用影响（美元）
10 000	0	10	20	67 275	0
10 000	0.1	9.9	20	66 062	1 213
10 000	0.2	9.8	20	64 870	2 405
10 000	1	9	20	56 044	11 231
10 000	2	8	20	46 609	21 116
10 000	3	7	20	38 696	28 579

⊖ 行业平均水平上的不同来源，包括晨星（Morningstar）在2011年的平均费用是1.3%，而该费用每年都会有所变化。某些基金还有前置费用以及其他费用。

虽然这是一笔小额费用，但为此你不仅可以避免支付像积极管理费用（它们只能为投资组合增加少量价值，甚至不能增加价值）这样的费用之外，同时也可以将省下来的钱投入到投资组合中。积极型投资组合 10% 的年收益率减去 0.2%，便得到了 9.8% 的年收益率，这 0.2% 表现为积极型投资组合每年要交的管理费用。诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普（William F. Sharp）这样说道：

> 如果计算正确，积极管理型基金的平均收益肯定会低于保守管理型基金的平均收益。经验表明，当出现与该原则相悖的结果时，其计算方法肯定不正确[⊖]。

图 4-1 阐述了夏普教授的观察报告。在这个例子中，它假定所有参与者的年收益率为 10%。因此，基金的平均收益率必定为市场平均值本身减去基金的费用。这是唯一的计算方法。

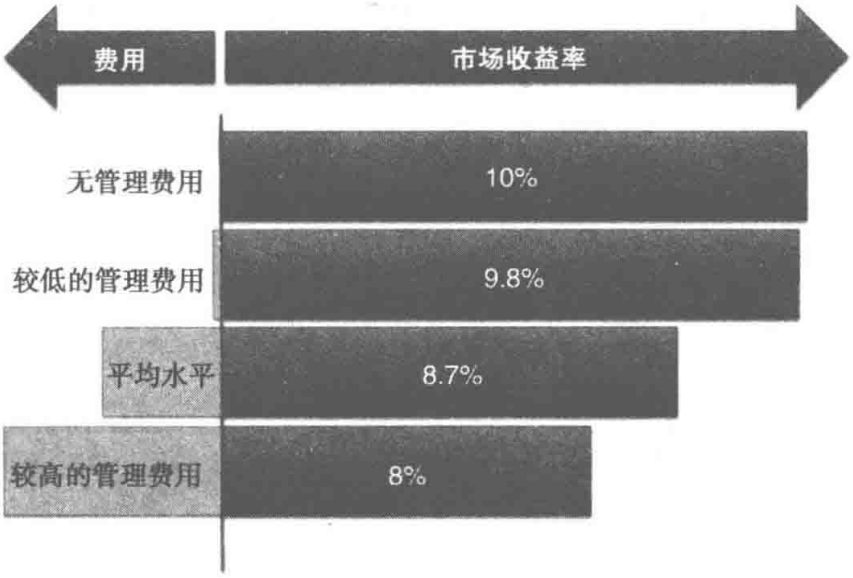


图 4-1 高额的管理费用总是意味着较低的平均收益率

一旦你把管理费用从基金收益中减去，基金业绩将低于平均水平，除非投资者很幸运（真的要足够幸运才行）恰巧在某一特定年份买入了高于平均水平的基金。除了管理费用，投资者还要考虑其他费用。举例来说，税收可

⊖ William F. Sharpe, " The Arithmetic of Active Management, " *Financial Analyst's Journal*, January/February 1991: 7–9.

以在很大程度上减少某些投资收益。然而，还有其他方法可以控制减少这些费用，我们稍后将详细讨论。但请注意：保守型管理也是投资当中控制税收的最有效的方法。

关键就是：举例来说，如果你能把年度费用从1.5%降低到0.20%，那么你就可以毫不费力且没有任何额外风险的前提下，立即获得1.3%的业绩改善。这对于投资者来说简直就是一笔意外之财。

利用波动性避免波动

观察单个资产时，你会发现它的市场波动较为剧烈。市场在任何时间都可能发生好或者不好的事情，而这些事情可能会对单笔投资造成严重影响。尽管观察市场波动会让人很不舒服，但讽刺的是，波动期间却可以产生大量的收益（或者大量的亏损），因为此时市场走势较为震荡，而非平稳。

与那些试图在每个资产类别中寻找最小化波动的投资策略不同，永久投资组合试图**增加**每个资产类别的波动性，以获得**整体上的**稳定。这个方法听起来有些不合常理，但它的确有效。事实上，尽管永久投资组合中至少有一组资产表现不佳，一个或者更多的其他资产通常都会表现不错。资产之间波动性往往会彼此抵消，转变成稳定的整体增长。这种增长使得投资者在面对所有的市场状况时都能保持内心平静。如果同时投资多种不同资产，那么当任一资产产生收益时，投资者将总是处于最有利的位置。

摧毁永久投资组合所带来的安全性和稳定性最简单的方法，就是使用一个波动性不是那么强烈的资产来取代其中一组资产，因为这组新的资产看起来会更“安全”些。那些对永久投资组合策略和其历史不太了解的投资者，经常会对投资组合配置做出这样的改变。然而，这样的改变会严重有损于投资组合的防卫。永久投资组合**利用单个资产的波动性**，然后获得整体的稳定性。绝大多数试图减少永久投资组合单个资产波动性的行为，都将导致投资组合整体上产生更大的波动性，而这正是投资者最初试图避免的。

1. 单个资产

为了理解永久投资组合是如何在整体上减少波动性的，你一定要理解单个资产与投资组合整体业绩之间的差异。**只有投资组合的整体业绩才是最重要的。**

永久投资组合中所包含的资产类别本身都是波动性较强的。举例来说，股票的波动性根本就无须解释。纵观历史，股票市场中那些广为人知的股市崩盘，阐明了这些资产可以在任何时候以任何原因轻易地下降30%、40%、50%甚至更多。同样地，股票也可以在某些市场环境下创造出巨额收益。投资组合中的其他资产（比如债券或者黄金）也都以它们各自的原因发生大幅波动。它们也都可以在**任何**时间产生巨额的损失或者收益。

> 想要成为成功的永久投资组合投资者，你没有必要喜欢永久投资组合中的每一组资产。

然而，投资组合中一组资产发生亏损，通常并不意味着投资组合整体业绩受到了影响。尽管一组或者更多的资产类别发生了巨额亏损，但投资组合总是努力实现年度收益的增加。

投资者最难克服的障碍就是他们往往会关注投资组合中单个资产，而不是把投资组合当成**完整的**整体。想要成为成功的永久投资组合投资者，你没有必要喜欢永久投资组合中的每一组资产。不要管你是如何看待哪个单个资产的，你只要接受投资组合这个完整的整体可以为你提供增长和稳定性即可。

不幸的是，许多投资者对于某些资产类别的唯一经历就是那些失败的投机经历。对于一位被某种资产（比如股票或者黄金）中的糟糕交易折磨得遍体鳞伤的投资者来说，他们很难相信这些资产可以通过某种方式组合起来，结果它们整体上的安全性**更**高，风险**更**小。然而，当我们正确利用这些单个资产把它们当作整体资产中的一部分时，那些隐藏在单个资产类别中的风险几乎完全可以被中和掉。当永久投资组合中波动剧烈的资产类别组合到一起时，它们就会产生令人惊奇的平稳趋势，正如图 4-2 所示。

考虑永久投资组合中各种波动剧烈的资产类别组合方式时，我们可以想

想化学元素周期表中各种元素的组合方式。化学元素周期表中各种元素本身可以是有毒的，具有爆炸性的，腐蚀性的或者更坏。然而，当它们以一定的方式组合起来时，这些元素就构建了生命，同时也构建了我们每天都要用到的产品，而这些产品可能只有其原料成分的很少特性。

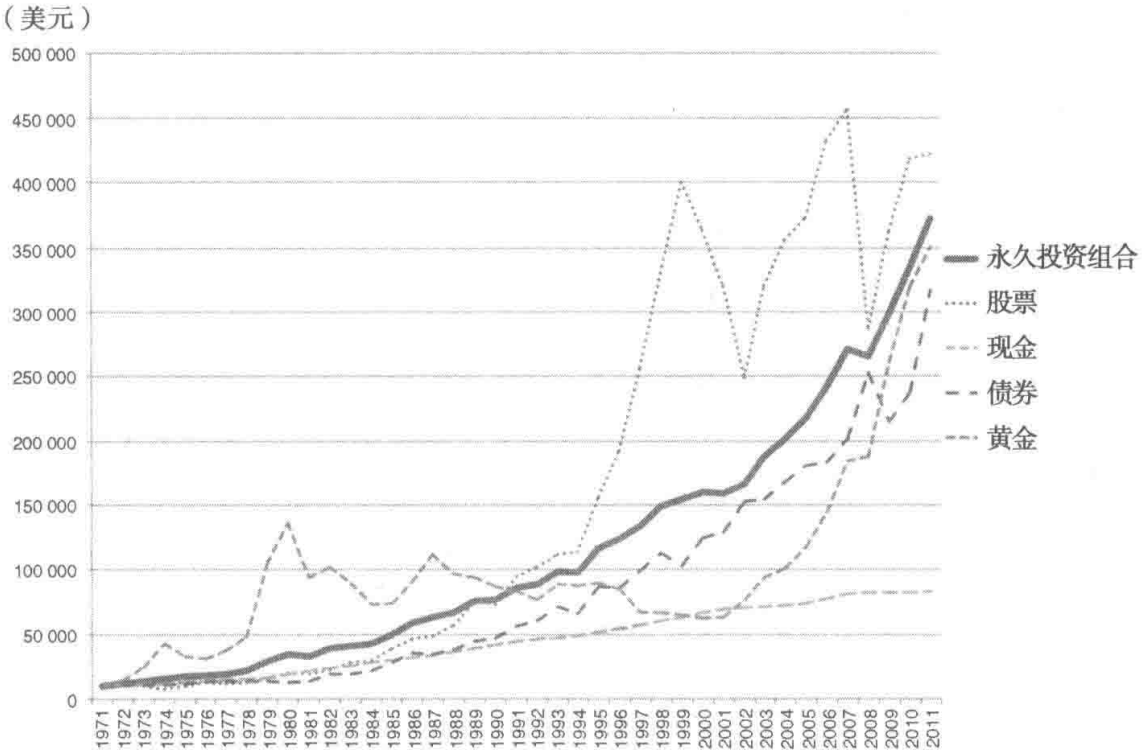


图 4-2　当把波动剧烈的资产组合到一起时就会产生平稳的走势。投资组合 1972～2011 年增长了 10 000 美元

永久投资组合投资者应该理解的一个关键理念是：**只有投资组合的整体价值才是最重要的**。如果一组资产价格下降，而其他资产价格上涨足可以使投资组合总收益增加，那么你的存款就不会减少。我们可以回顾一下投资组合的业绩表，看看投资组合的整体业绩是如何在像股票这样的流行资产表现最差的那几年里依然表现良好的。无论哪类资产领先或者哪类资产落后，获胜的资产总是可以上涨到一定的高度，既可以完全弥补其他资产所造成的损失，又可以将损失在整个投资组合中压制到无关紧要的位置上。

上面所讲的理念非常重要，因为当市场处于震荡时期，永久投资组合中

会有一个或者多个资产处于下降走势，投资者此时很可能会做出不利于投资组合整体收益的决策。投资者经常会有这样的一个习惯，就是在市场动荡时期调整投资策略，因为他们此时很难对其**放任不管**。然而，真相就是：永久投资组合已经经历市场动荡这么多年，此时根本就不需要做任何调整。你只需将投资组合放在那里，任其自由发展运行即可。这种放任不管的方法对许多永久投资组合投资者来说有一个意想不到的好处，就是使他们保持一种前所未有的冷静心情和平和心态。

接受意料之外的事情

预期和现实经常不能完整地契合。克雷格职业生涯的大部分时间都花费在了创业阶段，在此阶段，任何时间可能发生任何事情，这很正常。对于刚起步的公司来说，没什么事情是意料之中的，这使该阶段变得更加有趣且具有挑战性。

任何行业内的公司都会遇到小问题和挫折。然而为了屹立不倒，公司就一定要有避免发生重大错误的能力。重大错误非常耗费金钱，通常也是致命的，这对于投资者也同样适用。只要避免重大错误的发生（有时小错误是不可能避免的），你就能做得很好。

通过与刚起步的公司一起工作，我们学到了重要的一堂课，那就是你应该永远保持灵活的态度并不断审视自己的期望值。对于投资来说，这条建议同样适用。基本上可以归结为：预期很好，可灵活性更好一些。成功创业团队的处事方法不仅灵活，而且能使自己适应新的问题，然后走向成功。失败团队的处事方法死板，不能走向成功。同样地，灵活的投资策略在于它们期望适应市场，然后从市场的繁荣中获利。那些期望市场发生某些特定事情的公司，通常会陷入麻烦，最终导致失败。

讽刺的是，那些被称为永久投资组合的投资，是你所能使用的最灵活的投资模型。因为它所拥有的资产可以在任何经济环境中盈利。无论发生什么，永久投资组合总是有办法来应对它。

做投资时，远离那些让你认为单个的资产应该或者不应该这么做的期望，这是一个很好的主意。举例来说，热爱炒股的人总是期望股票能**永远**上涨（我们把这类人称为“股虫”）。股虫从没想过股票可以使他们在超过10年的时间内没有任何实际收益，或者是市场下跌可以毁掉他们半数甚至全部的财富。即使这些极端事情在美国和世界股票市场很多国家的历史上都发生过，人们还是期望股票可以永远上涨。想想日本的股票市场，这对于股虫来说真是最恐怖的情形，日本股市在2012年的价格比1989年的价格高点还要低75%！

> 讽刺的是，那些被称为永久投资组合的投资，是你所能使用的最灵活的投资模型。因为它所拥有的资产可以在任何经济环境中盈利。无论发生什么，永久投资组合总是有办法来应对它。

黄金钟爱者期望黄金价格能一直上涨（这类人是“黄金信徒”）。黄金信徒从来都没有想过黄金会达到20年来的新低，或者像股票市场那样急剧下跌，即使20世纪70年代末的黄金牛市出现了完全相同的情况。

如果通货膨胀变得十分严重，连续多年侵蚀收益时，那些期望可以靠利息生活的债券钟爱者（“债券信徒”？）将变得非常惨，这种情况在许多国家持续了很多年。即使是获得通货膨胀调整后利息收益的债券持有者，如果通货膨胀调整后的利息收益不能与真正发生通货膨胀的个人利率相一致，他们的收益也会发生亏损。

任何投资，即使是你最钟爱的投资，都没有义务要为你提供最低水平的收益，它们可能不会在你偏爱的时间线上，或者基于你的期望运行。无论人们多么希望相信投资可以精简成一组方程式，但**投资从本质上来说永远都是充满不确定性的行为。**

很多投资专家都喜欢把费事的细节列于电子数据表中，并且喜欢把复杂的金融模型业绩算到百分数的最后一位小数。他们会使用像“预期收益”这样的词语来掩盖金融历史的随机性，并掩盖金融市场是如何**总是**不能达到预期的。历史在将来不一定会重复发生。不能了解到这一点的话，很多投资者

基本上都像是看着后视镜向前行驶一样进行交易。

电子数据包或者金融模型不能预测真实世界中所发生的事件。举例来说，按照推测应该是安全的市场货币基金，却损失掉了投资者大部分的资产，因为这些基金暗含有许多严重的风险。或者是某种货币价值的急剧下跌，将连带着使公民积蓄价值同时下跌。最终，正如我们上面所讨论的那样，尽管专家推测的增长可能会发生，但有时那些具有历史性预期收益的基金，其价值在数年甚至是数十年中都保持持平，甚至是下跌。

当投资者**期待**那些不可能承诺的事情，即市场中的确定性时，他们就会引火烧身。

简而言之，当投资者**期待**那些不可能承诺的事情，即市场中的确定性时，他们就会引火烧身。然而，如果你能对所有未知的事情做好准备，那么无论将来真正发生什么，不管是好的事情还是不好的事情，你都能保护自己不受伤害。

概要综述

三个可以极大地影响投资组合业绩的因素分别是简单性、安全性与稳定性。投资应该简单。不仅是因为简单可以使投资组合的管理变得更加容易，它同时也能为投资者带来更多收益。简单投资组合的成本较低，便于维持管理，同时也能减少财富暗含风险的可能性。

安全的投资组合是以多元化为目的投资，它能增加收益，并且保护你的毕生积蓄免受灾难性的损失。

稳定的投资组合中和了市场的波动性，并避免投资者在市场下跌时放弃原有的投资策略。

积极管理型基金由于其高额的管理费用，平均收益总是低于保守管理型基金。在这方面，几乎所有的数据与研究都支持上述观点。随着时间推移，保守管理型投资组合将获取最高的市场收益，这种结果反复显示，保守管理

型策略的业绩将超过积极管理型策略。

配置投资组合时，波动剧烈的资产可以参与到投资组合，这个投资组合实际上比任一单独的资产都要安全。这项原则部分促成了永久投资组合连续且稳定的收益。

市场本身就具有不确定性，没有任何方法可以避开这个事实。一旦你接受了市场不确定性的本质，那么你就可以研发投资策略，在盈利的同时安全地应对市场的不确定性。

第 5 章
Chapter 5

根据经济状况投资
分散化的假象

投资者应该建立分散化投资组合的想法，立足点在于把资金投入到不同的资产中，这样就没有哪个单一灾难性事件可以对整个投资组合造成巨大损失。这个想法本身很简单，但我们需要考虑如何在投资组合中实现强大的分散化，以确保我们需要它们表现良好时，它能真正地发挥作用。

发生在 2008 年的金融危机使许多投资组合都遭受到所谓“模仿型”分散化所带来的损失，其意思就是许多被投资者**认为**是分散化的投资组合配置实际上却遭受到相同的市场风险。当严重危机袭来时，所有资产价值都倾向下跌，使投资者的整个投资组合造成巨大损失。

在这些损失发生后（由于本书写于 2012 年中期，因此许多损失此时还没有赚回），许多专家就宣称分散化的投资已经不再适用。然而，事实就是，分散化的投资依然适用，但它看起来**究竟**是什么样子呢？很多情况下，人们在付出了巨大的代价后才掀开它的真正面纱。使用像永久投资组合这种**真正**分散化投资策略的投资者在 2008 年金融危机时的收益也都不错。

永久投资组合使用了强大的分散化，这是因为它实现分散化的途径与许多其他的投资策略不同，它的方法要更为合理。然而，在我们开始讨论如何

实现永久投资组合的分散化之前，让我们先讨论其他分散化投资策略是如何出现问题的。

分散化何时开始失效

分散化的失效通常都会与下列几个关键性因素有关：

（1）投资策略使某一资产类别承担了过多的风险；

（2）投资组合中的各资产最终都遭受到了相同的风险；

（3）投资策略的设计是基于资产类别相关性的错误假设；

（4）投资组合中没有硬资产；

（5）投资组合中没有或者只有少量的现金储备。

为了理解什么是可靠的分散化投资，首先要更好地理解，我们为什么要在最初设计投资策略的时候考虑上述因素，这一点非常重要。

某一资产类别承担过多风险

许多投资者都认为他们的投资组合具有分散化，但事实是投资者经常会把资金过多地投入到某一特定资产类别中，特别是他们本人比较偏爱的。这种投资组合通常是根据过往收益确定的（尽管投资者可能还没有真正意识到这一点，特别是当他按照投资经理的建议来确定投资组合时）。如果某一资产类别选择失败，那么整个投资组合就会失败。

请记得我们在第4章中所讨论的关于期望的观点，其要点值得我们在此处重申一遍：任何投资，即使是你最偏爱的投资，都没有义务向你提供任何最低水平的收益，同时它可能不会按照你的时间线或者预期运行。我们强烈建议投资者把他们最偏爱资产总是表现良好的想法从脑中拿掉，因为该资产可能不会按照他们的计划运行（它可能运行得一点都不好）。

举例来说，投资者经常听到一些建议，说他们在股票中承担的风险应该比其他资产中所承担的风险要高（特别是当他们年轻的时候）。尽管股票偶尔会在很长一段时间内表现良好，这是事实，但它可能也会在很长一段时间

内产生很少的收益（**任何**资产中都可能发生这种情况）。

你买入某一股票20年，这并不意味着市场在第21年崩盘时，你之前的收益不会受到影响，并且可以继续持有它们。股票市场并不欠你什么。

投资者过多买入股票的普遍原因是，“你买入股票的时间愈长，它的风险就会变得愈小”，但这并不是事实。你买入多年股票所具有的风险，与你昨天刚买股票所具有的风险是一样的。你买入某一股票20年，这并不意味着市场在第21年崩盘时，你之前的收益不会受到影响，并且可以继续持有它们。股票市场并不欠你什么。

你买入股票的时间愈长，其风险就变得愈小的想法，被我们称为“时间分散化的谬误”（Fallacy of Time Diversification）。约翰·诺斯塔德（John Norstad）在他的论文中彻底揭露了这种想法的假面目。

> ……仔细想想1968～1982年这15年间，当根据通货膨胀调整后的标准普尔500指数整整少了4.62%……你当真会毫不怀疑地说，像1968～1982年的高通货膨胀与股票的低收益，或者是更糟糕的情况，在你的有生之年都不会再次发生了吗？美国有些年长者还记得这段时期（并不是很久之前），他们会告诉你，那段时期对于股票投资者来说，真是一段非常不愉快的时期。如果你想让我举出其他例子的话，想想两次世界大战期间德国金融市场的近乎整体崩盘，或者是近期日本市场的崩盘，又或者是其他国家市场在其历史上所经历的长期低迷，在很多情况下，市场低迷期都不会短于15年。你真觉得这种情况百分之百不会发生在美国吗？如果我们开始认真看待“风险”这个概念的话，即使出现风险的可能性很低，难道我们就不应该考虑这些可能性吗？总而言之，这就是我们争论的要点。不仅仅是各种理论与抽象的数学模型教会我们，风险会持续很长一段时间。历史也给我们上了相同的一课[⊖]。

有趣的是，诺斯塔德的论文写于2000年4月份。他曾引用的标准普尔500指数2000～2001年根据通货膨胀调整后的收益率分别是0.54%

⊖ John Norstad, “The Fallacy of Time Diversification,” www.norstad.org/finance/risk-and-time.html.

和 -1.88%。换句话说，你在2000年投入的10 000美元，到今天只值7 950美元。更糟糕的是，如果投资者把他的钱投入到非常安全稳定的短期国债中，根据通货膨胀调整后的今天也能拿到9 806美元，轻易地就击败了更具风险的股票市场（即使它在根据通货膨胀调整后出现了净损失）。

即使投资者非常幸运地错过了2000～2002年的科技泡沫破裂，2002～2011年投资于股票市场，他所获取的通货膨胀调整前的年收益率仅为2.9%，而根据通货膨胀调整后的年收益率为0.43%。换句话说，根据通货膨胀调整后，投资者10 000美元的投资只上涨到10 433美元，这10年投资到高风险资产的零星收益为433美元，可这段时期却让投资者经历了多少个不眠之夜啊。

直至2011年，许多投资者整整经历了超过10年的负收益，尽管他们投资决策所基于的模型告诉他们美国股票市场的平均年收益率为10%。投资者所期待的与真正发生的经常会大相径庭。根据记录，永久投资组合2000～2011年的收益率为7.8%（通货膨胀调整后为5.2%），这段时期内，投资者10 000美元的投资变成了根据通货膨胀调整后的18 337美元，而其风险与波动性要远小于100%的股票投资组合。

再次重申一下，尽管股票市场在某段时期内可能会有显著的收益，可这并不能保证股票市场会在**你的**特定时间表内运行良好。

上述要点对于其他类别的资产同样适用，无论它们是黄金、债券、房地产或者是其他投资者可能会购买的资产。它们当中的任何一组资产都有可能进入相当长的一段糟糕时期，市场可能会在这段时期内持续数年甚至是数十年的时间。是的，这些资产在不同的时间周期内都会经历很长时间的低迷。涉及投资时，什么都不是能保证的。极具分散化的投资组合不应该增加**任何**特定资产类别的比重。相反地，它应该假定“未来不同于过去”，然后对投资组合中的资产进行**均衡**配置，这样无论市场将来会发生什么状况，投资组合都能运行良好。均衡配置的目的就是：当某一资产走势突然变差，投资组合中会有其他类别的资产来收拾残局，防止出现巨额损失。在一组类别中承担过多风险的话，那就是赌博，而不是投资。

各资产所面对的风险类似

许多投资组合中出现的另一个普遍问题是，看起来分散化的资产类别在某些市场状况下所遭受的风险是一样的。特别是许多投资组合会把风险集中于某一特定资产类别上（通常是股票）。然而，由于投资组合中所持股票种类或者板块不同，比如海外的、新兴市场的、大型公司的、小型公司的、科技类的股票等，投资者可能会认为他所持有的投资组合具有分散化。然而，这样的投资组合只是提供了分散化的**假象**。当严重问题出现且影响到股票资产类别时，投资者经常会发现**所有**种类的股票价值都出现了**快速**下跌，包括专注于全球股票市场中不同经济板块与投资的股票基金。

正如图 5-1 所示，在 2008 年市场崩盘时，大型公司股票、小型公司价值股、科技股、海外股票以及新兴市场股票的价值都出现了急剧的下跌。旨在分散化投资的投资者以为他们买入了不同类别的股票，结果这只是假象。

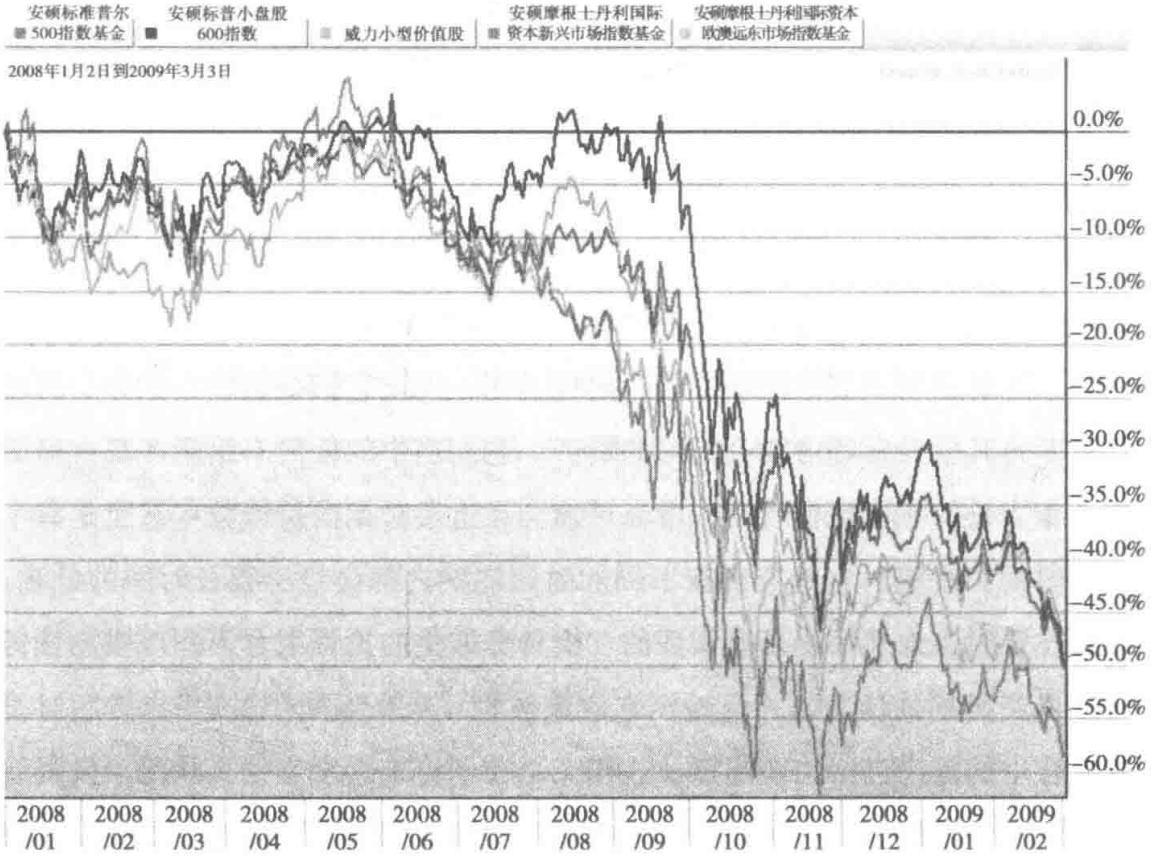


图 5-1 2008 年到 2009 年年初所有股票资产都出现了下跌。损失从非常糟糕到极其恐怖

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

债券投资也会出现同种类型的风险。很多债券（特别是低评级债券）在市场恐慌期与股票具有同样的风险。图 5-2 显示了 2008 年到 2009 年年初市场崩盘期间的整体债券市场（Total Bond Market）、公司债券指数（Corporate Bond Index）、高收益（垃圾）债券（High-Yield（Junk）Bonds）以及受欢迎的美国世纪国际债券基金（America Century International Bond Fund）的业绩情况。

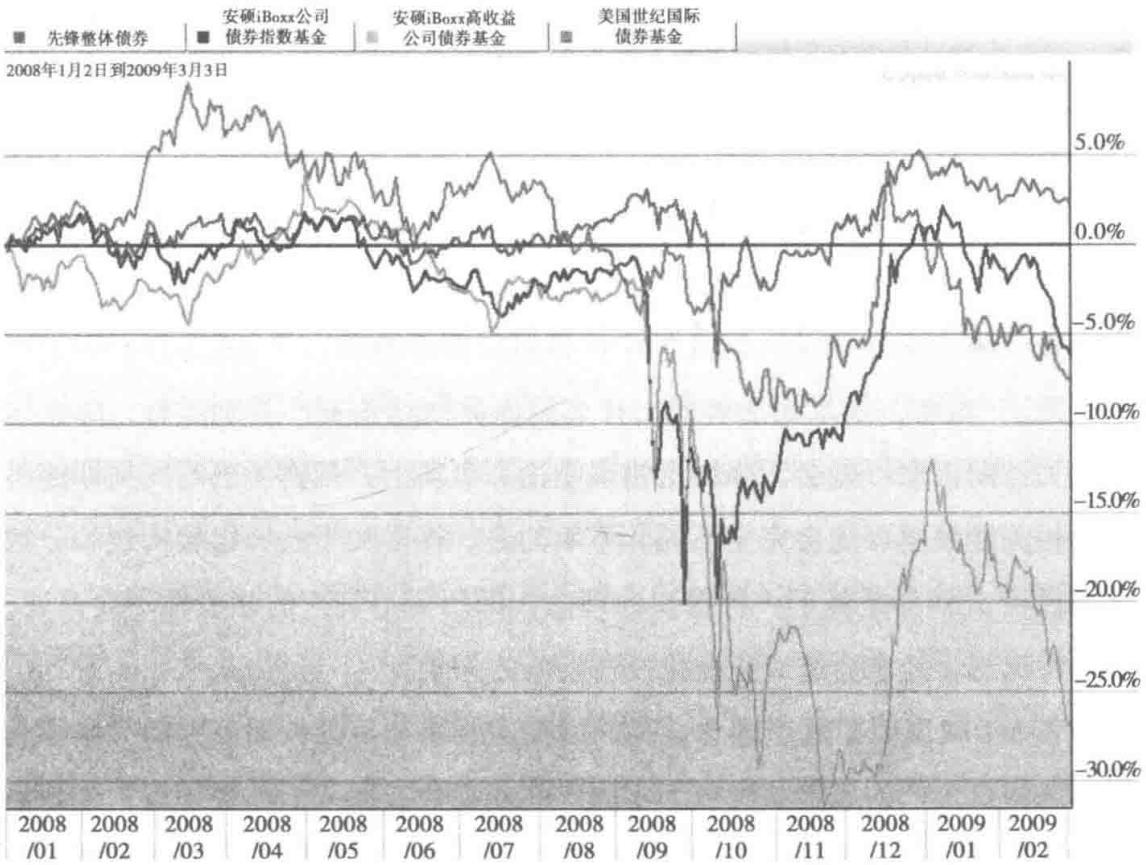


图 5-2　从 2008 年到 2009 年年初低评级债券出现了与股票类似的损失。其他债券的运行幅度并没有大到形成可靠的分散化投资组合

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

高收益垃圾债券与公司债券在 2008 年市场崩盘底部时分别遭受了 30% 和 20% 的损失。其他基金在这段时期的损失略少或者相对持平。但仅仅是在债券基金中避免损失的做法，对于那些在股票市场中遭受巨额损失的投资者来说并没有什么帮助。强大分散化的意义就是当一组资产价值下跌，另一组资产价值就会上升。如果一组资产停滞不前，既没有损失也没有收益的

话，那么整个投资组合依然会遭受大量的损失。

依赖资产类别相关性

投资世界有许多关于资产类别相关性的文章。资产之间的高度正相关意味着各种资产倾向于一起上涨或者下跌；负相关意味着这些资产倾向于以相反的趋势运行（比如，一组资产下降时，另一组资产上涨）。理念就是一组像股票的资产类别与一组像债券的资产类别之间无相关性，或者大型公司股票与小型公司的股票之间没有关联。

然而，仅仅依赖于历史上资产类别的相关性是非常危险的，其原因在于许多资产类别的相关性并不能解释**为什么**这种相关性会存在，将来会有什么因素改变这种相关性。两组资产在过去以某种方式彼此相关，并不意味着它们**接下来**也必然相关。统计学中，你可以简单地说："相关性并不等于因果关系。"然而，如果无法解释出什么原因促使这些资产类别运行，那么这种相关性的信息可能会让你得出错误结论。事实上，根据所选时间周期的不同，相关性数据可能会完全不同。不幸的是，许多关于投资组合构建和分散化的投资文献都是基于一种错误的理念，即历史上资产的相关性不会改变，而这种疏忽，经常会造成分散化投资策略的失败。

表 5-1 就说明了这个理念。我们以美国股票与美国长期债券的关联性为例，这两组资产的风险状况极为不同。在相关性方面我们需要理解，这两组资产之间相关性是 1.0，表示完全正相关；一组资产上涨，另一组资产也会随之上涨。然而，当两组资产之间的相关性为 0.0 时，意味着这两组资产都以随机的方式运行，它们之间不存在相关性。当相关性为 -1.0 时，意味着这两组资产是负相关，一组资产上涨，另一组资产就会下跌，反之亦然。我们很少看到 1.0 或者 -1.0 的相关性。相关性通常会位于这两个数值之间。相关性为 0.50，意味着这两组资产之间存在的相关性为中度正相关，它们通常会一起上涨。徘徊在 0.0 左右的相关性，意味着这两组资产之间不存在真正意义上的相关性，它们不会以一种可预测的方式运行。徘徊在 -0.50 左右的相关性，意味着资产之间存在着中度负相关，当一组资产向上运行时，另一

组资产很可能会**向下**运行。

那么表 5-1 都显示出了什么信息呢？1972～2011 年的测试期间，0.06 的相关性意味着美国股票与美国债券之间并没有什么有意义的相关性。根据这段时期设计出来的投资组合可能会让人们做出错误的假设，即股票与债券不会在投资组合中提供良好的分散化。但是，缩短周期后会发生什么呢？我们接下来将分周期讨论投资组合设计中资产类别相关性理论。

表 5-1　美国股票与美国长期国债之间随时间变化的关联性

资产类别	相关性（1972～2011 年）	相关性（1972～1979 年）	相关性（1980～1989 年）	相关性（1990～1999 年）	相关性（2000～2009 年）
股票 / 长期国债	0.06	0.51	0.32	0.54	-0.83

1972～1979 年，美国股票与美国长期国债之间的相关性为 0.51 的中度正相关。有些人当时可能会得出结论：由于股票和债券以相同的方式运行，因此它们之间不存在分散化。当然他们当时根据那段时期美国股票与美国债券之间的相关性而得出的结论可能是正确的。

1980～1989 年，美国股票与美国债券之间的相关性下降到 0.32，尽管相关性不强，且低于 20 世纪 70 年代，但仍显示债券往往与股票一同运行的特征。

1990～1999 年，美国股票与美国债券之间的相关性再次回到 0.54，它显示出的中度正相关，与 20 世纪 70 年代的相关性相似。根据这个数据，人们在整个 20 世纪 90 年代后期都假定美国长期债券往往同股票一起上涨。（你不能对该数据提出异议，对吗？）事实上，当投资者构建投资组合时，给他们最常见的建议是不要同时买入美国长期债券和美国股票来增加其投资组合的分散化，因为这两组资产是正相关的。

但是现在，让我们看一下 2000～2009 年的这段时期。股票与债券的相关性从之前的中度正相关变成了 -0.83，这是**非常强的负相关**。这意味着这段时期美国长期债券的价格走势与股票价格走势出现了非常强的背离。这与 30 年前人们得出的结论完全**相反**！由于 1972～1999 年的相关性数据，投资者被告知他们应该避免买入美国长期债券，因为这些债券与美国

股票是“正相关”的。遵循这条建议的投资者在2000～2009年美国股票市场表现很差的这段时期，错过了美国长期债券将其投资组合分散化的能力。资产类别相关性是很好的投资组合分散化指标的概念，就这样轻易地失效了。

从回顾资产的相关性数据中，我们学到：股票价格与债券价格是由某些特定原因决定的，这些原因与整个市场有关，与资产类别相关性假设的相关性无关。股票价格不会因为债券价格的下跌而下跌，也不会因为债券价格的上涨而上涨。经济中某些特定的因素造成了资产价格的变动。如果仅仅根据资产类别的相关性就得出结论，那么当相关性变量突然转变时，最终将导致非常糟糕的结果。

强大的分散化不是通过观察资产类别的相关性数据就能建立起来的，它是通过理解某类资产对于经济状况改变所做出的反应建立起来的。

强大的分散化不是通过观察资产类别的相关性数据就能建立起来的，它是通过理解某类资产对于经济状况改变所做出的反应建立起来的。**你要坚信这个想法——它很重要，我们接下来也将更详细地对其进行阐述。**

忽视硬资产

投资者持有的大部分资产都是所谓的“纸资产”（paper assets）。纸资产从本质上来说就是某人将来会偿还债款的承诺（正如债券那样），或者某些资产中所有者权益是属于某人（正如股票那样）。与纸资产不同的是，“硬资产”是切实存在的，可以归于某人名下的物体或者财产，并且它的保留价值与货币价值或者其他纸资产无关。硬资产可以简单地像黄金或者银锭子那样被藏在安全的储蓄罐里，或者更像是房地产，投资者可以利用它们来增加收益。

关于理解硬资产的一件重要事情是它们所遭受的市场力量与股票、债券和其他纸资产不同，因此它们与纸资产不具有同样的风险。在某些经济状况下，当货币、股票和债券都运行不佳时，硬资产是投资组合中唯一可以保护投资组合避免遭受严重损失的组件。

现金不足

现金与硬资产类似，原因在于许多投资者并不把现金看作能在投资策略中扮演重要角色的资产。很多投资者对于现金配置的态度是“现金无用”（cash is trash）（不巧的是，如果这些管理者手中没有现金的话，他们将无法付款）。然而，当市场运行不佳时，现金可以提供你所需要的稳定性和流动性，以支付生活费用、应付紧急情况、处理失业问题以及其他意外事件等。现金配置也是一个便于存放收益的地方，投资组合中更具波动性资产所产生的收益都可以存放在此处。最后，市场崩盘期间，当其他所有人都恐慌地抛售资产时，现金配置可作为资金来源用于购买折扣极高的资产。

换句话说，现金并非无用。市场动荡时，手中握有现金的人就可以趁火打劫，便宜地买入资产。此时，“现金无用”就会变成“现金为王”（cash is king）。

不同方式的分散化

关于之前讨论的分散化传统观念问题，这里有一个更好的方法来看待投资组合中为取得强大分散化而面临的挑战。

分散化的投资组合仅可以在步伐不一致的资产中发挥作用。所有资产都同时上涨的投资组合，其资产也会**同时**下跌。这不是分散化。

分散化的投资组合仅可以在步伐不一致的资产中发挥作用。所有资产都同时上涨的投资组合，其资产也会**同时**下跌。

因此，当考虑建立全天候的投资组合时，我们有必要考虑一下市场状况，因为在特定的时间点，看起来可能不太适合建立投资组合。举例来说，当经济表现良好时，很难想象我们会经历第二次的经济大萧条，在高通货膨胀期间，价格将不再极速上涨的想法，听起来会非常幼稚。

然而，历史告诉我们，一种经济状况后面往往跟随着另外一种完全不同

的经济状况，这常常会出乎所有人的意料。举例来说，在咆哮的20世纪20年代（Roaring Twenties），没人会想到美国当时正处于恐怖的、长达10年之久的、经济大萧条的边缘。20世纪70年代，只有极少数的人相信，他们面对的高通货膨胀即将结束，紧随而来的便是美国历史上长达20年之久的最大的股票牛市。1999年，人们很难相信，过去长达20年的以两位数上涨的股市行情即将结束，接下来便是长达10年的糟糕的股市行情。

最近，2008年的金融危机让很多投资者吃了一惊。事实上，2008年年初，很多投资者看起来最关心通货膨胀和利率上涨，而在年末，这些交易者又开始讨论，通货紧缩环境下的经济大萧条将很有可能发生。对于经济问题，未来永远无法预测。

未来永远都是未知数，而投资者却需要建立一个投资策略来加以应对。重要的是投资者应该完全理解，没有哪个经济学者、投资系统或者专家可以告诉你市场的下一步动态是什么。这点领悟形成了投资策略的基础，即无论将来世界发生什么，它依然能够发挥作用。换句话说，我们可以建立一个投资**策略**，承认未来是具有不确定性的，然后根据这种核心假设建立投资组合。

一旦你完全理解未来是不可预测的，你一定要做的第二件事情就是明确所有可能发生的经济状况，即使有些经济状况现在看来根本就**不可能**发生。这是必需的，这样你的投资策略就可以在任何时间应对任何经济状况。它做起来并没有听起来那么难。

经济与天气有些相似——尽管形成各种天气的过程非常复杂，但总是在遇到炎热或寒冷、干燥或者潮湿的较特殊的气候条件时，过程才会变得更加明显。

未来可能发生的经济状况实际上非常少。经济与天气有些相似——尽管形成各种天气的过程非常复杂，但总是在遇到炎热或寒冷、干燥或者潮湿的较特殊的气候条件时，过程才会变得更加明显。

与其试图通过预测、市场分析和权威意见来克服不稳定性，不如像永久投资策略一样接受所有人类事务中的不稳定性，假定这种不稳定性将永远

存在，并且会随着**经济**状况的变动而变得更加明显。永久投资组合的这个特征，将它与其他投资方法区分开来。

永久投资组合策略假定一切皆有可能，或者某些特定结果必然会发生。它假定未来是不可预测的，并且它持有资产的目的就是在各种经济状况下为投资者提供安全性与稳定性。

4种经济状况

永久投资组合通过选择不同资产来达到分散化的目的。这些资产变动与经济情况有关，与资产类别的相关性**无关**。在投资世界中，这是一条与众不同的方法，它在许多不同的市场环境中为实现强大的分散化提供了一个既简单又有效的投资模型。

尽管看似有许多不同的经济状况，但在任何给定时间内，实际上只有4种基本的经济状况，它们分别是：

（1）繁荣；

（2）通货紧缩；

（3）衰退；

（4）通货膨胀。

无论何时，经济都属于这4种经济状况的不同组合之一。一旦确定了这4种经济状况的相互作用方式，就可以开始考虑什么样的经济策略可以应对那些无论何时，或者以何种方式出现的经济状况。然而，我们首先应该详细讲述一下这4种经济状况。

（1）**繁荣**。繁荣期的特点是提高的生产力和收益、低失业率、稳定或者下跌的利率。人们对经济状况普遍持有乐观态度，股票走势通常也都良好。举例来说，美国1982～2000年就经历了这样一段繁荣期。

（2）**通货紧缩**。在通货紧缩（像信贷危机或者市场恐慌）下的经济冲击将引发价格下降、利率下跌和货币价值上涨。此时，利率通常会随着需求的枯竭而下跌，贷款也将由于更为严格的贷款要求而变得更加困难。人们减少

开支，价格也将开始全面下跌。

尽管一段时期内的价格下降听起来会很具吸引力，但问题是，企业买入的库存价格经常会高于消费者愿意支付的价格。这使企业很难在卖出商品的同时也获得盈利。针对这种情况，企业被迫降低价格，赔钱清理库存，裁减员工，希望可以渡过难关，直至经济状况好转。

（3）**衰退**。衰退一词已成为对任何经济状况（除了繁荣）的整体描述。然而，对于永久投资组合来说，其含义特殊，且包括哈利·布朗所谓的“银根紧缩”衰退期。在银根紧缩衰退期，中央银行选择提高利率来帮助降低疲软经济中的高通货膨胀。然而，不断调高利率的不良后果便是经济衰退。美联储在20世纪80年代早期就采用了这样的货币政策，尽管它在20世纪70年代成功地降低了10年的高通货膨胀，但在20世纪80年代时却导致经济步向衰退。

当把衰退作为经济状况考虑时，重要的是记得衰退只是临时的。一般的衰退期只能持续到消费者开始再次花费，或者经济调整到一个更低的整体需求水平之前为止（通常需要12～24个月）。

（4）**通货膨胀**。相对于可提供的商品和服务来说，经济中过多的货币流通将造成通货膨胀。通货膨胀意味着价格上涨，有时甚至是快速上涨。高通货膨胀期也将伴随利率上涨，这是因为债券持有者与其他贷方要求增加投资回报，以补偿未来美元减少的购买力。

通货膨胀难以控制的原因之一就是因为价格与工资上涨将引发其他状况。货币价值下跌使企业需要花费更多资金来购买原材料，支付员工薪水和生产产品。增加的成本将以涨价的形式转嫁到消费者身上，最终导致员工要求发放更高的薪水以应对价格上涨。周期将不断地循环往复。这种持续上涨的通货膨胀被称为“工资－价格螺旋上升”（wage-price spiral）。图5-3对此现象做出了阐述。

如果每年的通货膨胀率为5%，这意味着无论你做什么，你的资金将每年贬值5%。正如第3章所讨论的那样，如果投资组合中的投资收益低于通货膨胀，你将发生实际的亏损。随着时间的推移，我们可以把通货膨胀看作

船底洞。如果我们往外舀水速度不够快，船将最终沉没。如果通货膨胀变得过于糟糕，投资组合也没能提供足够保护的话，投资者的毕生积蓄将极有可能要面临大规模的亏损。

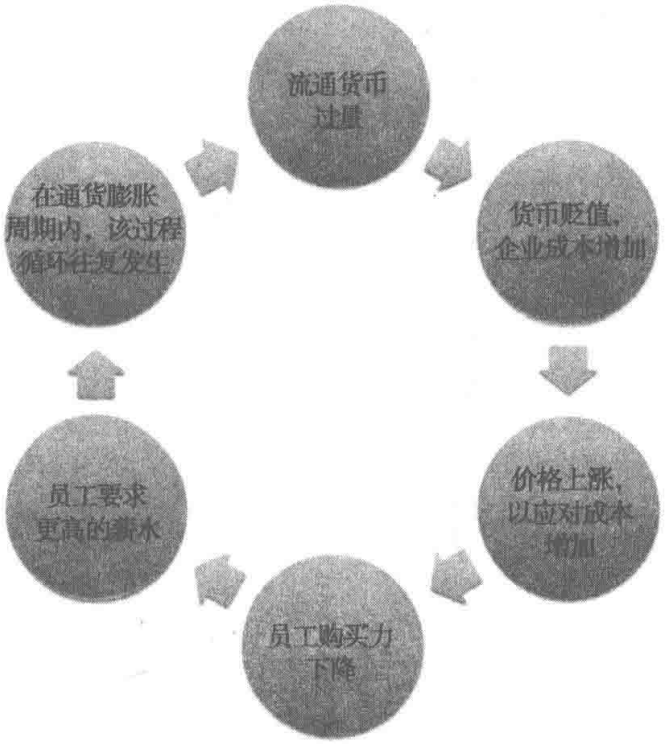


图5-3　工资－价格螺旋上升，这只是通货膨胀对经济的一种影响

当今经济只能发生这4种经济状况（或者是它们的组合）。换句话说，在任何时间点，经济要么发生扩张（繁荣），要么发生收缩（衰退）；货币供应量相对于商品或者服务的供给来说，也是要么扩张（通货膨胀），要么收缩（通货紧缩）。

可能同时出现多个经济状况。因此，经济在经历繁荣的同时，可能也会出现稍许的高通货膨胀、无通货膨胀甚至是稍许的通货紧缩。尽管经济状况之间经常会有过渡期，但总是它们其中一个统领全局。

投资者所面临的问题是：尽管经济状况总是变动，它们永远不可能预测下一个经济状况是什么。通常来说，当经济状况看起来将永不

> 通常来说，当经济状况看起来将永不发生变动时，它即将发生巨大的变动。

发生变动时，它即将发生巨大的变动。

所有的不确定性要求投资者需要多种不同的资产来保护他们在这4种经济状况中免受损失。而只有在这种保护能随时发挥作用时，投资者才会相信，没有哪个经济事件可以突然对其造成损失。

4种经济状况+4种资产=强大的分散化

上述经济状况涵盖了投资者将要面对的所有类型的经济环境。如果每种经济状况都有与之相对应的资产，那么投资者就可以设计出一个投资组合，它可以在所有的经济状况下都表现良好。这就是永久投资组合的作用所在。

繁荣——利好股市与债券

在繁荣期，当经济扩张、公司利润增加、失业率降低时，股票价格整体上都会上涨。同样地，债券在繁荣期的表现也都相当不错（但不如股票表现得那么好），它同时也为债券持有者提供了一笔不错的利息收入。

尽管繁荣期利好股市，却不利好像黄金这样的资产，因为在这种经济状况下，投资者情愿把资金投入到高收益的股票中，而不愿意投入到没有利息、没有分红的黄金中。

通货紧缩——利好债券与现金

通货紧缩期的特点是利率下跌，而下跌的利率又极为利好高质量的长期债券。通货紧缩通常都会引发货币升值，并以价格下降的形式表现出来。这段时期内，由于现金购买力的增加，与现金类似的资产将表现良好。

在通货紧缩期，股票的预期表现将极为糟糕，因为价格下降会导致公司利润下跌，存货过量，而存货价值较购买时也将有所下降。黄金在通货紧缩期的预期表现也很糟糕，这是因为随着现金购买力的增加，较少的钱就能买到等量的黄金。

然而，黄金在通货紧缩期也会发生一些有趣的现象。当实际利率为负（正如它们在美国和许多其他国家中那样），黄金即使在通货紧缩期也能表现良好。我们将在第9章中详细讲述。但多数情况下，高通货紧缩将不利好黄金，因为实际利率在这种经济状况下的值经常是正的。

衰退——利好现金

在衰退期，经济收缩，股票价格下跌。由于银根紧缩衰退减缓或者抑制通货膨胀，因此黄金表现通常也都不佳。最后，衰退期还包括利率上涨和债券表现不佳，因为利率上涨降低了已有债券的吸引力。

唯一可以在衰退期依赖的资产是现金。在股票、债券和黄金价值都下跌的情况下，足够的现金可以帮你减缓投资组合中其他资产所带来的损失，并为你提供稳定的流动资产。现金也可以在衰退期以较低的价格买入其他资产。

虽然现金在经济衰退期是可选择性资产，但它并不能像投资组合中的其他资产那样，可以为投资者提供较大的价格变动区间。现金可以在衰退期减缓投资组合的损失，但实际上，它在投资组合中的作用更像是锚，起到稳定资产的作用。幸运的是，衰退期通常较短，一旦衰退期转变为其他经济状况，其他3种资产（股票、债券和黄金）中的任一种资产将迅速填补衰退期产生的亏损（例如返回至繁荣期、通货膨胀期或者完全陷入通货紧缩期）。

通货膨胀——利好黄金

当经济陷入价格上涨和货币价值下跌的循环时，黄金是唯一表现良好的资产。当经济经历高通货膨胀（每年超过5%）并且/或者预计将来会发生高通货膨胀时，黄金的作用最为显著。在这种情况下，黄金的价值将快速增长。

重要的是记得，当人们说黄金表现良好时，他们通常是说，在货币和其他资产价值下跌时，黄金价值维持不变。我们不必把黄金当作长期投资，而是把它当作长期保险单，用以对抗糟糕的经济事件。现实生活中，中央银

行的通货膨胀目标是高于0的通货膨胀率（比如，美联储的通货膨胀目标是2%，但自20世纪70年代初以来，美国的通货膨胀率为4%）。通货膨胀使资金贬值。随着时间的推移，所有纸币都将贬值，只是贬值速度快慢不同而已。当通货膨胀上升，货币迅速贬值时，黄金可以对你的资产加以保护。

在高通货膨胀期，其他资产（比如债券）与保护购买力的黄金不同，它们的表现都很不理想，因为此时利率也会上涨。利率上涨非常不利好债券。股票在根据通货膨胀调整后，可能上涨，也可能下跌。但股票在高通货膨胀期的价格变动通常不大。即使价格略为上涨，通常也与整个经济的通货膨胀率基本相同（比如，股票每年的收益率为10%，而通货膨胀率也为10%，那么净收益就为0）。最后，在通货膨胀期，虽然利率上涨，但现金在有息账户中的价值依然保持不变。其利率有时可能还会略低于通货膨胀率。整体来说，在高通货膨胀期不适合存储现金，因为现金的购买力已经以很快的速度被摧毁了。

投资组合如何在不同经济状况下发挥作用

永久投资组合对每种经济状况都投入**相同的押注**，即股票、债券、现金和黄金在投资组合中的比例都是25%。进一步来说，无论投资者认为市场的下一步动态是什么，他们持有这4种资产的比例都是25%。

这种方法假设有些资产盈利，有些资产亏损，但不可能提前知道哪组资产盈利，哪组资产亏损。好消息就是，盈利资产所获得的收益通常要远高于亏损资产所造成的损失。举例来说，当一组资产价值升高，其收益率一般要远高于100%，而发生亏损的资产，其损失从来都不会超过100%（除非在特殊环境下，其损失通常都会不超过50%）。随着时间的推移，投资组合中高于损失的那部分收益基本上都转变为稳定的根据通货膨胀调整后的正收益。

在投资组合中同时加入盈利资产与亏损资产的想法，看起来有些违反常理，但它的确可以使投资者盈利。盈利资产所产生的收益将足够抵消亏损资产所造成的损失。

永久投资组合与其他许多投资策略的主要不同之处在于其他投资策略通

常会更倾向于一种经济状况。举例来说，股票所占比重较大的投资组合通常比较期望繁荣期的到来。然而，如果经济不处于繁荣期，这种投资策略所产生的收益在很长一段时间都不会理想，有时甚至会造成实际亏损。相似地，倾向于通货膨胀的投资策略可能更多地将资金投入到黄金、外汇以及其他类似的对冲通货膨胀的资产中。

永久投资组合试图对所有经济状况保持中立。多数情况下，永久投资组合预计繁荣、通货膨胀、通货紧缩和衰退将发生的可能性完全相同。这使投资组合不需要正确地下注于任何可能发生的经济状况，也不会让预期收益与实际亏损之间产生巨大的差异，它使投资组合在任何经济状况下都能产生实际收益，同时还能防止你过量买入任何一种资产。它能保护你的终生积蓄避免遭受严重的亏损，而任何其他投资策略都可能造成这种糟糕的结果。

图 5-4（第 4 章中已有显示）中的实线显示，永久投资组合 1972～2011 年走势平稳。无论经济状况如何变动，永久投资组合都能在通货膨胀期，在不遭受任何严重亏损的情况下产生实际收益，并保持上涨走势。在你对图中股票市场（美国历史上历时最久的大牛市）过于乐观之前，请记得这两个顶部之间出现了长达 20 年的低收益和两次庞大的资产泡沫，它们最终导致股

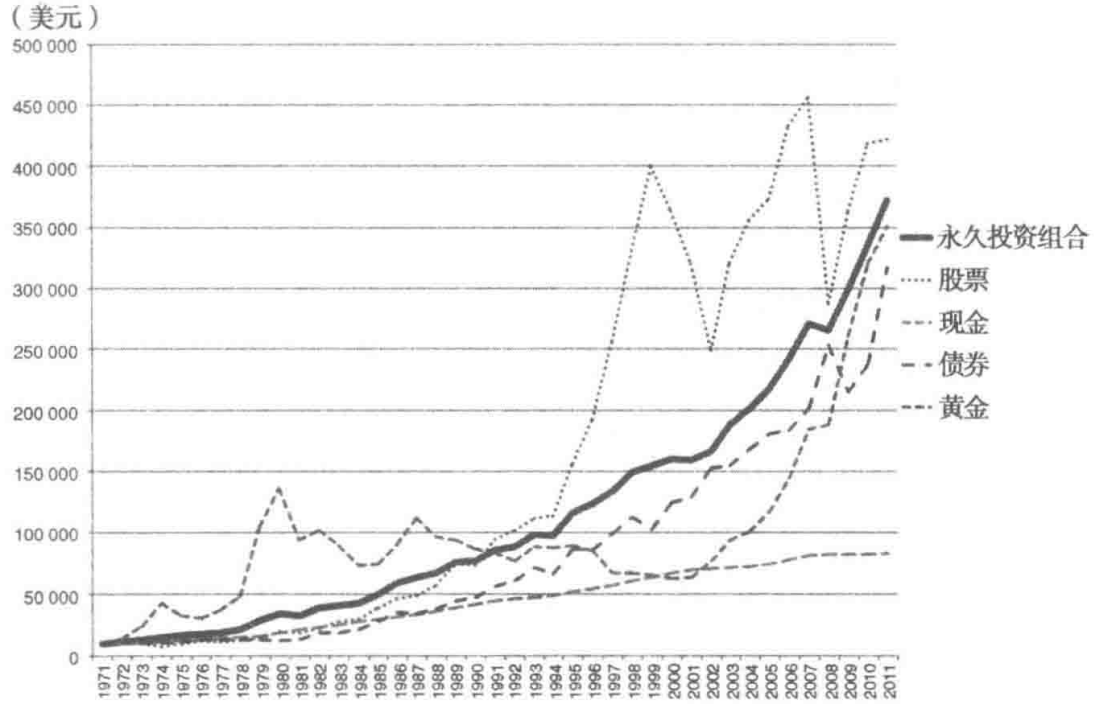


图 5-4　永久投资组合（实线）与股票、债券、现金和黄金的比较（1972 ～ 2011 年）

票市场大幅下跌。然而，实线代表的永久投资组合却可以让你的资产在整段时期都安全稳定地增长。

永久投资组合假定未来充满了不确定性，其策略就是利用这种不确定性来产生收益。永久投资组合的分散化也能保护资产在这个充满不确定性的世界中避免遭受毁灭性的损失。根据不同经济状况设计的投资策略，使投资组合能够应对市场中发生的所有不确定性。

概要综述

许多分散化投资策略失败的原因在于投资者：

- 在某一资产中承担了过多的风险；
- 使其资产都承担了相同类型的风险；
- 使用了错误的资产类别进行相关性假设；
- 没有使用硬资产；
- 没有或者只有少量的现金储备。

永久投资组合的不同之处在于它的投资分散化是根据经济状况的不断变化来实现的。这4种经济状况分别是：繁荣、通货紧缩、衰退和通货膨胀，它们涵盖了所有可能出现的经济状况。经济在任何时间都属于其中一种，也可能处于两种经济状况之间的过渡阶段。永久投资组合使用4种资产来应对这4种可能出现的经济状况：

（1）繁荣期利好股票和债券；

（2）通货紧缩期利好债券和现金；

（3）衰退期不利好任何资产，但现金储备在这段时期却充当了缓冲器的作用；

（4）通货紧缩利好黄金。

通过持有这4种资产，永久投资组合在任何经济状况下，既可以产生实际收益，又能保护资产避免遭受严重损失。多年事实证明，这种分散化的投资模式非常健康而且强大。

第 6 章
Chapter 6

股　　票
股票市场的力量

股票市场是繁荣时期可持有的最好资产。在如下繁荣时期，什么利好股票呢?

- 经济在增长，而通货膨胀并没有严重削弱购买力。
- 利率通常会很低而稳定，也许有轻微下降。
- 失业率很低，而经济在迅速扩张以支撑新的业务和产品。

在这些条件下，公司利润随整体经济而增长，股票价格也急剧增长，这也是常见的事情。股票年化收益率可能是 10% 或更大幅度。持有股票是投资者把握繁荣经济生产能力最好的方法。

然而，股票也有其不利的一面，那就是它们有时会经历巨大的亏损或者很长一段时间没有实际收益。还有，许多出现在投资者面前的股票机会在风险和成本方面很难掌控。本章将展示股票的这些案例并讲述投资这些股票的最好方法，以及应避免哪些投资。

股票的好处

永久投资组合始终会对股票进行配置，因为它们会在一个或许多利好

年份为投资组合增加巨大的收益。有时候在一个看似糟糕的经济时期股票也可以带来巨大的收益，以抵消永久投资组合中的债券、黄金和现金部分的亏损。

表 6-1 资产类别收益——股票繁荣年份（1980～1999 年）

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元资产的实际增长额（美元）
股票	17.9	13.3	122 400
长期国债	10.7	6.4	34 700
现金	6.9	2.8	17 300
黄金	-2.3	-6.1	2 800

注：本表及后文表格中的数据均进行了四舍五入的处理。

我们假设把股票的黄金时代作为最好的情景。在 1980～1999 年这 20 年的时间里，我们可以看到美国历史上最大的一个股票牛市。在这段时间里，股票按复利计算的年度增长率是 17.9%（在实际收益中是 13.3%），这意味着 1980 年对股票的 10 000 美元的投资到 1999 年增长到了 268 000 美元以上（或者说实际收益 122 000 美元）。在很大程度上，这个巨大的增长使投资组合中其他资产都相形见绌。表 6-1 分列了 1980～1999 年这个时间周期里各种资产的收益率。

在这段时间里，股票盈利能力较强，而且持有股票的投资组合业绩都很好，同时，任何未持有股票的投资组合的业绩相对来说比较差。在这一时期，亏损最大的资产类别是黄金，在经济繁荣且通货膨胀未产生威胁时，黄金的业绩很差。一个只押注一项资产（比如黄金）和未持有股票这样的投资组合，往往会在实际中产生巨大的亏损。

股票的风险

有时候你会看到这样的说法，即股票一直会盈利。然而，与这些主张相反，还有一些人认为，在所有的经济条件下，股票都不是你该持有的最好资

产，在将其平仓了结时其业绩也许并不符合预期。股票会在很长时间里为投资者带来很少的盈利或者没有带来盈利。它们还会经历动荡的时期，那时会迅速产生巨大亏损。

表 6-2 是 20 世纪 70 年代高通胀时期的快照，此时股票显示了很好的年度收益率，但是在通货膨胀削减了它的份额之后，在整个时间段内，股票的业绩一直很差。债券和现金在这种情况下的业绩也很差。实际上，股票这个低收益率时期是从 1966 年才真正开始，并在 20 世纪 80 年代早期结束。这一时期的通货膨胀降低了太多的购买力，以至于股票收益无法与之抵消，通货膨胀不利于股票。

表 6-2 资产类别收益——股票萧条的年份（1972～1979 年）

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元资产的实际增长额（美元）
股票	5.1	-2.8	8 000
债券	3.8	-4.0	7 200
现金	6.5	-1.5	8 900
黄金	34.1	24.1	56 000

注：1972 年金本位结束以后，用于比较的市场数据才开始使用。

表 6-3 资产类别的收益——股票萧条的年份（2000～2009 年）

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元资产的实际增长额（美元）
股票	-1.0	-3.4	7 100
债券	7.7	5.0	16 400
现金	2.8	0.2	10 200
黄金	14.9	12.1	31 200

2000～2009 年股票经历了非常糟糕的市场崩盘期：2000～2002 年的科技泡沫破灭和 2008 年的房地产泡沫破灭。这 10 年的实际收益率对股票持有者来说是负值，如表 6-3 所示，2000 年投资的 10000 美元在 2009 年只值 7100 美元。然而在这段时间周期中，黄金和债券的业绩却很好。没有关注黄金和债券的股票投资者会遭受巨大的打击。

波动性

与债券和黄金相比，股票本身波动性极大，这种波动性会随着基于市场状况的大的上涨或下跌而出现。最大的亏损是 -89%，该值来自 1929～1932 的经济大萧条初期。

而且也有收益率是 +30% 的年份，有时候这些利好年份恰好产生在看似糟糕的经济条件中。举个例子，1973 年和 1974 年，市场分别下跌 14.7% 和 26.5%。然后 1975 年和 1976 年的收益率分别是 +37.2% 和 +23.9%！2008 年市场下跌了 -37%。而 2009 年市场又为那些有耐心的投资者带来了 +26.5% 的收益率。这种价格走势的上涨和下跌是很烦人的。

股票就像其他永久投资组合中的其他配置构成一样是波动的。但是这种波动性有时带来的帮助会像它带来的伤害一样大。重要的一点是，缺少股票配置的投资组合也许能避免市场下跌的情况，但是它也错过了市场上涨的情况，而且在债券和黄金业绩较差时，股票的上涨会变得非常有价值。因此，永久投资组合**在任何时候**都持有股票而不会去考虑投资者的主观意见。

持有股票

在繁荣时期要盈利，你应该持有综合股票价格指数基金（a broad-based stock index fund）以抓住股票市场带来的收益，而不是**击败**市场。综合股票价格指数基金能够抓住适合所有投资者的最大收益。

如今有很多股票指数基金，一些是巨大的，一些是普通的，还有一些非常差。不幸的是，近几年来“指数基金”这个词被用来描绘所有投资产品种类，其中一些与真正的指数基金甚少有相似之处。如果你遵循本章所讲述的建议，将可以很容易避免这些产品。

为了完善永久投资组合的股票配置，你会想要持有一种最便宜且范围最广泛的有效的股票基金。在选取股票指数基金时，要注意以下内容：

- 整体股票市场指数或者标准普尔 500 指数；
- 一年的费用比率在 0.50% 以下；
- 是保守管理型（不是积极管理型基金）；
- 来自于有指数投资追踪记录的知名企业；
- 在任何时候都 100% 投资于股票。

标准普尔 500 指数

标准普尔 500 指数是记录美国 500 家最大的上市公司的股票指数，由标准普尔公司编制。这些公司基本上家喻户晓——通用电气、沃尔玛、3M、微软公司、强生公司、谷歌、可口可乐、国际商业机器公司（IBM）、家得宝公司、麦当劳等。

在网上搜索标准普尔 500 指数，可以在这些指数中看到当前上市的企业名单。标准普尔 500 指数中包含的公司的市值总和约占美国股票市场的 70%。

股票市场整体指数

股票市场整体指数（TSM）不只包括标准普尔 500 指数中的所有公司，还包括所有其他公开上市交易的公司，这些公司的规模还不足以使其列入标准普尔 500 指数，它们被叫作中型企业和小型企业，市值（规模）与大型企业相比来说较小。

股票市场整体指数还有一些其他名字，比如威尔希尔 5000 指数或者罗素 3000 指数。股票市场整体指数一般包括上千家企业（3000 家或更多），与之相比标准普尔 500 指数只有 500 家企业。股票市场整体指数几乎涵盖了整个美国公开交易的股票市场总市值的 98% 甚至更多。这就是为什么它被称为股票市场整体指数。它几乎包含了所有企业的股票，除了非常小、流动性不足而不易被交易的股票，或者它们是低价股（即每股交易低于 5 美元，因为它们经常濒临破产，所以是你无论如何都不想持有的）。

推荐的股票指数基金

以下基金符合上述永久投资组合中股票配置的标准。

标准普尔 500 指数

- 先锋标准普尔 500 指数共同基金（Vanguard S&P 500 Index Mutual Fund）（基金代码：VFINX）。
  - 道富 SPDR 标准普尔 500 ETF 基金（State Street S&P 500 SPDR Exchange Traded Fund）（基金代码：SPY）。
  - 安硕标准普尔 500 ETF 基金（iShares S&P 500 Exchange Traded Fund）（基金代码：IVV）。
  - 富达斯巴达人 500 指数共同基金（Fidelity Spartan 500 Index Mutual Fund）（基金代码：FSMKX）。
  - 嘉信标准普尔 500 指数共同基金（Schwab S&P 500 Index Mutual Fund）（基金代码：SWPPX）。

股票市场整体指数（TSM）

- 先锋股票市场整体共同基金（Vanguard Total Stock Market Mutual Fund）（基金代码：VTSMX）。
- 先锋股票市场整体 ETF 基金（Vanguard Total Stock Exchange Traded Fund）（基金代码：VTI）。
- 安硕罗素 3000 指数 ETF 基金（iShares Russell 3000 Index Exchange Traded Fund）（基金代码：IWV）。
- 富达斯巴达人股票市场整体基金（Fidelity Spartan Total Stock Market）（基金代码：FSTMX）。
- 嘉信股票市场整体基金（Schwab Total Stock Market）（基金代码：SWTSX）。

这里列的还不够详尽，许多基金公司在它们的投资阵容里还提供了一些

类型的指数基金。如果你联系一家经纪公司或共同基金公司，且该公司提供自己的指数基金，那么只要它符合本章所讲述的标准，你就可以使用它。

使用哪种类型的指数基金

鉴于以上两种类型的指数基金，与标准普尔指数基金相比，股票市场整体指数提供了更广泛的多样化和税收效益。一只典型的股票市场整体指数基金会持有上千只股票，与之相比，标准普尔指数只持有500只股票。股票市场整体指数基金还比标准普尔指数基金有稍微更好的长期业绩。然而，如果你只能利用标准普尔500指数基金，那么这仍然对永久投资组合具有很大的作用。

为什么用指数基金

指数基金是一种保守地追踪一篮子预先定义的股票的方式。综合评估来说，指数基金通常持有股票规模的一定比例。举例来说，一只追踪美国股市的指数基金明显比地区公开上市交易的公用事业公司持有更多数量的通用电气的股票份额。

股票指数的一个优势是指数基金不需要从事与积极交易投资基金相关的昂贵的活动，比如研究、聘请分析师和咨询师等。因为指数基金拥有整个市场的状况，在任意一年减去它的管理费用就能很简单地预期到市场的一般业绩。

> 因为指数基金拥有整个市场的状况，在任意一年减去它的管理费用就能很简单地预期到市场的一般业绩。

低费用比率

指数是投资股票最好和最有效的方法。它不只保证你的收益的最大可能（因为你能够在所有的时间里拥有全部公司的情况），而且还很便宜。一个典型的指数基金每年也许只有不到0.20%的费用比率。这意味着，你每投资于该指数10 000美元，基金管理公

司管理基金只收取 20 美元的费用。现在，许多这些基金每年只收取 0.10% 或者更少的费用。这就意味着仅仅需要 10 美元，基金公司就可以为你每 10 000 美元的投资管理所有的股票操作。先锋集团（世界上最大的共同基金管理公司之一）的创始人约翰·博格最好地阐述了这一道理："做到顶尖业绩的最短路径是使费用降到最低。"

表 6-4 假设你的基金收益为每年 10% 的成本费用比率的影响

初始价值（美元）	费用比率（%）	除去费用后的收益率（%）	年数	最终价值（美元）	费用（美元）
10 000	0	10	20	67 275	0
10 000	0.1	9.9	20	66 062	1 213
10 000	0.2	9.8	20	64 870	2 405
10 000	1	9	20	56 044	11 231
10 000	2	8	20	46 609	21 116
10 000	3	7	20	38 696	28 579

比较大多数指数基金的低费用率与每年收取 1%、2% 或者更多费用的非指数基金，看起来似乎不多，但是对于一个积极管理基金来说，每投资 10 000 美元，你每年就要向基金经理支付 100 美元、200 美元或者更多的费用。随着时间推移，该水平的费用开始真正地增加并且损害业绩。一个高费用的基金就像你在开车时后面拖着一个锚。表 6-4 显示了 0.1% 的费用比率的基金的影响和更高费用比率的基金的影响，这里假设股票投资的年收益率为 10%。

分散最大化

除了以上讲述的指数基金的益处，指数基金方法还能自动使你摆脱可能投资在单个公司的误区。这种只持有几只股票或者把所有的投资押在单一领域的方法，会给你的投资组合带来与整个经济的表现以外的其他因素相关的风险。举个例子，我们考虑一下先锋股票市场整体指数基金，这是世界上此类基金中最大的一个，在表 6-5 中显示的是 2011 年年末当期顶尖前 10 名持

股份额。

看表 6-5，我们发现即使投资者在第 2 天醒来发现微软公司已经完全破产了，它对整个基金的影响在总值上也只有 -1.50%。

假设还是该投资者，他选择投资几只股票（也许是他自己公司的股票）。如果其中一只股票出现了很大的问题，那么他的股票投资组合不是亏损 1%～2%，而是会更大。

寻求安全和稳定收益的投资者应该不需要担心他们第 2 天在报纸上看到有关他们热衷的公司的新闻。

表 6-5 前 10 名先锋股票市场整体指数的持股份额

公 司	资产比例（%）	公 司	资产比例（%）
埃克森美孚	2.84	宝洁公司	1.39
苹果电脑	2.80	强生公司	1.39
IBM	1.68	美国电话电报公司	1.34
微软	1.50	通用电气	1.28
雪佛龙公司	1.48	辉瑞公司	1.11

资料来源：Vanguard Group, December 2011.

最近几年，投资者很奇怪地看到很多公司几乎一夜之间变得不安全了（2001 年安然公司破产，2008 年雷曼兄弟公司破产等），寻求安全和稳定收益的投资者应该不需要担心他们第 2 天在报纸看到有关他们热衷的公司的新闻。一个具有广泛基础的指数基金会保护你免于那种灾难。

税收效率

对于那些利用应税账户投资巨大的投资者来说，税收效率是一项重要的考虑内容。管理节税的基金会使该基金每年为它的持有者带来尽可能少的应税收入。在所有费用中，税收成本会随着时间的推移而增加，所以在设计投资策略时应该考虑到税收效率。在设计税收策略时，指数基金是你可以持有的最节税（tax-efficient）的股票基金。它们没有积极交易股票并在背后产生不必要的税收的经理。

表 6-6 对比富达麦哲伦基金（Fidelity Magellan Fund）（基金代码：FMAGX）的两种领先指数基金，说明了指数基金是怎样减税的。富达麦哲伦基金是一种很有名的、积极管理型基金，由于其规模较大，它在很大程度上反映了标准普尔 500 指数基金和股票市场整体指数基金，但是积极交易股票，试图（失败的）击败这些指数。

表 6-6 标准普尔 500 指数与股票市场整体指数的税前和税后收益（2011 年冬）

基金名称	15 年的税前收益率（%）	15 年税后的收益率（%）	税率影响（%）
先锋股票市场整体指数基金	5.38	4.91	-0.47
先锋标准普尔 500 指数基金	5.15	4.69	-0.46
富达麦哲伦基金	3.31	2.27	-1.04

资料来源：Morningstar Tax Analysis.

在过去 15 年里，股票市场整体基金有稍微高点的年度收益，而且还比标准普尔 500 指数有更高的税后收益。然而，当这两类基金与富达麦哲伦基金相比时，在税前和税后收益方面，这两种指数基金很容易地击败了富达麦哲伦基金。由于积极管理，富达麦哲伦基金的税率影响在典型指数基金的两倍以上。与那些持有一只基本指数基金的投资者相比，这会为利用应税账户的投资者带来更低的收益和更高的税率。

警　告

税收效率和时间——一个警告

在很短的时间内是不能够判定一只基金的税收效率的。随着那么多的基金出现和消失，寻求一只至少经历过很好的牛市和很糟糕的熊市（至少 10 年）的基金非常重要。当一只基金被迫经历牛市和熊市时，会考验基金经理处理基金税收效率的能力。如果该经理未能（大多数人都不能）认真处理税收效率，只会简单地把税收成本加在基金持有者身上，就只会减少收益。指数基金由于其构建和运作方式本身就很有税收效率，而且这就是在配置永久投资组合时投资者会被建议持有这类基金而不是其他基金的原因。

“他？他是我的一位基金经理。”

避免积极管理型股票基金

不幸的是，你见到的大多数宣传的股票基金都不是保守型指数基金，而是积极管理型。为了永久投资组合中的股票配置，你应该避免积极管理型股票基金，不管它们过去的业绩让其看起来是个多好的方法。

在避免积极管理型股票基金的其他原因里，投资组合要求**始终有**25%的配置完全投资给股票。有时候在选择积极管理型股票基金时，除了股票，基金经理也许会选择持有很大部分的其他基金资产类别。经理也许会觉得债券是一个很好的选择或者选择持有现金。谁知道呢？你不需要基金经理来决定股票、债券、现金、商品等之间的转换，而且也不需要他来打乱永久投资组合中已经分配好的各类资产的平衡。永久投资组合持有的是会增加并保护你已经累积一生的积蓄的混合资产。你并不需要一位试图猜透市场的股票基金经理。

晨星网（www.morningstar.com）有巨大的资源，可供投资者寻找他们所关注的信息，还包括基金的收费和换手率情况，这些是基金业绩

永久投资组合持有的是会增加并保护你已经累积一生的积蓄的混合资产。你并不需要一位试图猜透市场的股票基金经理。

信息的两个关键部分。晨星显示了先锋股票市场整体指数是指数基金的一个完美案例。该基金每年有 0.18% 的日常费用比率，该费用比率非常低（该基金的交易所交易基金的费用比率更低，只有 0.07%）。该基金的换手率也很低，只有 5%，这个数字意味着每年基金平均收益率只有 5%。高换手率总是意味着高成本和积极管理，这两个都不是你想要的。它还是无前端收费基金（no front-end load），这是一种购买基金时的认购费。

表 6-7 先锋股票市场整体指数基金 VS. 一个典型的积极管理型股票基金（%）

基金名称	佣金率	费用比率	换手率	15 年业绩
先锋股票市场整体指数基金	0	0.07～0.18	5	6.35
古根海姆大型核心股基金	5	2.10	92	1.89

资料来源：www.morningstar.com.

高换手率总是意味着高成本和积极管理，这两个都不是你想要的。

经过对比发现，古根海姆大型核心股基金（基金代码：SEQBX）就是你不想要的。因为该基金的成本（1 年 2.10%）和佣金率（持有该基金要支付 5.00% 的佣金）都较高，而且换手率达到 92% 之高（明显属于积极管理型），所以它并不适合持有。

晨星是在网上钻研投资方法的最好来源之一，它们提供免费的投资组合追踪服务，并提供与基金费用和税率影响相关的重要信息。然而，你要跳过使用晨星公司的星级评级（Morningstar's rating）方法来购买基金。这个评级并不能预测基金将来的业绩，只能展现其过去业绩。只购买你觉得费用比率最低的宽基指数基金。本章所列的基金是你的首选。

当你见到像古根海姆这类的基金时，你也许会问："我正持有的是高佣金、高费用和高换手率的基金吗？"糟糕的业绩如何？表 6-7 显示了这两类基金的相关费用和它们过去 15 年**未经**通货膨胀调整的业绩。这段时间的通货膨胀率大约是每年 2.3%。这意味着，经通货膨胀调整后古根海姆基金的实际收益已经是负值，并且持续了 15 年之久！由于这些费用，你将没有什么收益。

积极管理型基金会损害投资组合的业绩

积极管理的股票基金能为永久投资组合的投资者提供哪些优势？一句话，不能；而且使用积极管理型基金还会在某种程度上损害投资组合的整体业绩。

首先，永久投资组合对股票、债券、现金和黄金都有固定的配置。你自己可能为了配置股票而持有一只基金，而基金经理突然决定不想持有股票并转而全部投资于现金或债券。

其次，正如下面详细探讨的内容一样，积极基金经理就是市场。这意味着他们经常跟自己做斗争，并且他们收取费用只是为了让投资者看一场演出。关于该主题的研究已经多次表明，随着时间推移，指数基金将击败大部分与它们相比的积极管理型基金。结果那么明显，但积极管理型基金依然很受欢迎，这件事就变得很让人诧异。这是好营销发挥作用的结果。2011 年 2 月沃顿商学院发起的一项研究得出一项结论：

> 在 23 年里（截止到 2009 年），积极管理型基金以每年 1 个百分点的平均值追踪它们的基准。如果这个基准像标准普尔 500 指数一样，回报率为 10%，那么投资于相似股票的平均管理基金会有 9% 的收益率，而指数基金的收益率在 9.8% ~ 9.9%，只需要支付较少的费用……
>
> ……当所有的积极管理者都被集合在一起，他们的持股份额很大，以至于他们可以反映整个市场，而且因此它们的业绩与市场相符。但是在研究热门股和债券中，它们所引起的费用破坏了他们的结果。举个例子，一般的投资者投资的积极管理型股票基金的年度费用率大概是 1.3%，即每 100 美元中扣去 1.30 美元的费用。
>
> ——沃顿知识在线（Knowledge@Wharton）[⊖]

基金经理就是市场

每一类永久投资组合资产的目标并不是击败市场，而是拥有市场，同时

⊖ *If Index Funds Perform Better, Why Are Actively Managed Funds More Popular?*, Knowledge@Wharton, February 2, 2011.

每年以尽可能低的费用来抓住市场产生的任何收益。为了实现投资组合股票配置中的这个简单目标，投资者应该坚持拥有指数基金，因为一群积极基金经理提供的收益不会比整个市场提供的更好，因为这些经理**就是市场**。

1960 年专业交易（养老金、共同基金等）占据整个交易的 30%，到 1979 年，这个数字增长到 60%[㊀]。1989 年，这个数字增长到 70%[㊁]。根据塔布集团最近的一项分析，2010 年这个数字已经达到了 88%。现在所有股票交易中只有 11% 是个人交易者[㊂]（见图 6-1）。

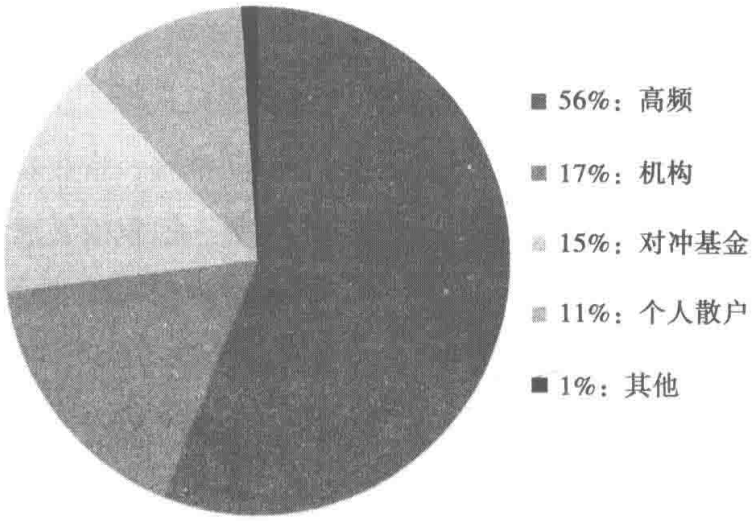


图 6-1　每日交易比例的分组

这意味着在华尔街每天 10 笔交易中有 9 笔都是在专业人员之间进行的。这群人大部分都相互交易。每笔交易都有相似的信息、相似的实时消息、相似的热点、相似的高速交易系统等。然而，每次交易的一方已经决定购买一只股票，而另一方已决定卖出这只股票。

> 这群专业的买入者和卖出者基本上都是在交易几乎相同的信息并且做出完全不同的决定。那会怎么样？很简单：**他们在交易随机噪声。**

这群专业的买入者和卖出者基

㊀ Michael E. Porter, *Cases in Competitive Strategy* (New York: Free Press, 1983), 212.

㊁ Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, " The Impact of Institutional Trading on Stock Prices," *Journal of Financial Economics* 32 (1992): 23-43.

㊂ Bob Pisani. *Man Vs. Machine: Pros and Cons of High-Speed Trading.* CNBC, September 13, 2011, www.cnbc.com/id/39041598/Man_Vs_Machine_Pros_and_Cons_of_High_Speed_Trading.

本上都是在交易几乎相同的信息并且做出完全不同的决定。那会怎么样？很简单：**他们在交易随机噪声**。这群专业人员只是没有足够的信息来做出有关将来可盈利交易的正确决定。买入者和卖出者都认为他们做的决定是正确的。然而总会有一个是正确的，一个是错误的。

当投资者投资于整个股票市场时，他们从所有的智慧、研究以及这些其他公司用指数来分析公司股票的花费中受益。该指数包含所有的股票。股票随着收入前景的调整而上涨和下跌，指数股票投资者可以很轻松地盈利，而不用向一群工商管理硕士支付一定的费用，让他们研究所有的东西并得出相反的结论。这是做得最好的交易。

基金经理不可能击败市场，**他们就是市场**。如果你简单地努力实现市场平均，那么你最终的表现一定会达到顶级。

指数化投资策略是一场马拉松比赛

一些人不喜欢指数化投资策略，因为他们不想变成“均值”。实际上，许多华尔街营销人员就是因为这个原因而兜售他们的基金。然而事实是：通过均值化，经过一段时间你最终会盈利。

我们假设你是一组10人中的一位马拉松赛跑运动员，你不是最快的，但是你有稳定的表现，并且每次比赛都在领先一半的参与者里。有时候你是第5名，有时候第3名，有时候第4名，等等。**你是一个平均值，**同情你！现在你与9位竞争者进行一系列比赛并持续了20年。

现在，如果按照这个结果，你也许会发生类似以下的事情：

- 第1年，跑得最快的选手在这一年跑得最慢；
- 第2年，跑第2的选手会变成第1名；
- 第3年，跑得最好的选手由于膝盖受伤而退出了比赛；
- 第4年，跑得最慢的选手因为服用类固醇酒精物而跑到了前面，但很快因为药物影响他们的健康，然后，他们也被强制退出。

随着时间的流逝，你从未赢得比赛，但是你很**稳定**。你十分稳定，然后

你前进到第 5 名、第 4 名、第 3 名，也许甚至得了很多次第 2 名。你从未赢得比赛，但是你的表现也绝对不会差。实际上，你已经很成功地出现在每场比赛里，而且没有一场是失败的。你很稳定、可靠，而且总会得到一个比较不错的结果。

经过 20 年的稳定表现之后，你也许会发现你已经**赢得这场马拉松比赛**。你的对手要么已经退出，要么已经精疲力竭，或者在前 5 名里从不稳定。你所谓的平均表现会把你归为精英一类，因为在这一年里你很稳定和可靠。

> 指数投资策略的一个自相矛盾的地方就是：通过努力达到平均，你最终会在长期收益方面到达平均值以上。

那就是指数投资策略，每年你不一定要成为最好的，但随着时间的推移，你就会惊奇地发现你已经获胜了。你让成本降低，你很稳定，而且你一直处在有盈利的市场里，而其他人没有那样做。指数投资策略的一个自相矛盾的地方就是：通过努力达到平均，你最终会在长期收益方面到达平均值以上。

小心交易成本

ETF 这一缩写代表 Exchange Traded Fund，即交易所交易基金。这种类型的基金可以像任何股票一样在市场上交易。你可以在早上买入 ETF 基金，在中午卖出，然后在你下班回家之前再把它买回来（虽然这不是好方法）。

然而，一个典型的共同基金要求赎回和存款在一个固定基准上（在交易日结束的时候）。这意味着当你买入基金时，你就会在市场收盘之后获得基金的价格，你在一天之内不能多次买卖它。一些公司（比如先锋集团）甚至不会让你买入一只你刚刚才卖出 60 天的基金。一些基金还会收取提前赎回费用作为惩罚。这种政策使得市场时机把握者和业绩追逐者的行为不会伤害到基金长期持有者，并降低了成本。

在这里对买入且持有投资的策略（比如永久投资组合）来说，区别并不重要。每小时或每日的价格波动都不相关。然而，ETF 基金和共同基金有一

个主要的区别：**交易成本**。

你买入共同基金时，是把钱给你的经纪商或者基金托管人去购买。很多时候，如果共同基金是同一家公司的，那么就不用再支付交易费用。举个例子，你把钱给先锋，并且告诉它们“在我的存款允许的范围内，尽可能多地去购买股票市场整体指数基金”。销售完成时，该基金份额被存入你的账户，而且不包含其他的费用。

而买入 ETF 基金时，你需要处理经纪人佣金。你在下单时也许会担心买卖价差，然后在整个交易中支付了一笔佣金。一年中有限数量交易的佣金是免费的，在折扣经纪商处是 10 美元以下，在全面服务经纪商处每笔交易是几百美元，成本各不相同。

问题是如果你正在交易很多笔小额交易，那么 ETF 基金就变得很贵。举例来说，如果你每个月在你的投资组合里存入 100 美元，你也许只需花费 10 美元来购买 ETF 基金。换句话说，该月你储蓄的 10% 会计入交易成本！不好。

然而，如果你把同样的 100 美元放入共同基金公司，那么它们仅仅会买入基金，而不用向你收取佣金。你的 100 美元可以用来购买价值 100 美元的共同基金份额。你能够买入更多的基金份额，因为你避免了出售佣金，这好多了。

现在，有时候 ETF 基金很有意义，有许多经纪人现在会提供一定数量的免费交易。但重要的是要记住，你需要做大量交易，而不是一些小额交易。举个例子，如果你正在使用 ETF 基金，那么就每 3 个月或者半年从你的现金配置做一次批量购买。如果你遵循这一规则，就可以限制那些可以随着时间真正增加的佣金费用。

大盘股和小盘股

市场上有一些基于公司规模的股票。举个例子，标准普尔 500 指数追踪的是非常大的公司，比如通用电气。这些公司市值数十亿美元并且规模很

大，遍布全世界。这些股票称为“大盘股”或者大型股，代表了美国股市的大部分价值。

与大盘股相对的就是小盘股或者小型股。这些公司也许市值数百万美元，它们的范围非常小（比如区域连锁杂货店或公共事业）。在美国有成千上万的公司是小盘股，而且它们在美国股票市场的市值与大盘股相比只是很小的一部分。世界500强公司占据美国股票市场价值的70%，其他更小的成千上万的公司只占据剩下的30%。

一些学术研究建议，改变（或者转换）投资组合对小盘股有好处（特别是小盘价值股）。若使用永久投资组合，附加的问题、费用和用这种方法分割股票的复杂性都不会出现。如果你仅仅持有股票市场整体基金，那你将拥有大盘股、小盘股和介于两者之间的一切。

小盘股会跑赢大盘吗？学术研究会说“会”，而事实却会说“看情况而定”。有一段时间大盘股会带来最好的收益，而有时小盘股企业会带来最好的收益，这是无法预测的。

让我们看一段过去股票的长期牛市。1980～1999年小盘股（特别是小盘价值股）的年度收益是14.9%，而大盘股的年度收益是17.6%。所以将近20年里，小盘股超过大盘股的更高收益是不存在的。随着大盘股一直带来优厚收益，有多少人能够只坚持使用小盘股策略长达20年呢？不多。

但在21世纪，这是真的，小盘股跑赢了大盘股，这只在**以后的事实**中能观察到。没有人会知道，下一个20年能否再次看到大盘股跑赢了小盘股。另外，因为小盘价值效应很普及，所以现在有很多试图利用这种效应的基金。太多人能够投资于小盘价值股，返利（如果存在的话）很有可能会被试图利用它的市场所套利。市场是非常有效率的，这种免费午餐并不会存在很长时间。

克雷格在美林证券曾经有一位经纪人偷偷地告诉他，美林证券咨询服务成功的秘密就是他们使用了小盘价值策略，非常成功！所以或许也可以说，市场有突出业绩的秘密也许现在正分享给了美林证券经纪商的数百万客户？那个秘密信息现在真正变得有多好以至于那么多人正在使用它？

所以这场小盘股对大盘股的争论将会持续很多年，而且两方都有很多论点支持它们的论证。然而，股票市场整体指数最漂亮的地方就是你可以很容易地拥有**一切**而不会后悔。

国际股票基金

除了投资于美国股票市场不同部门的股票基金之外，国际股票基金是另一种可供投资者选择的基金。然而，出于永久投资组合的目的，国际股票投资对投资者来说显得没那么重要，部分原因是美国股票市场包括那些约占世界经济产值一半的公司。

也就是说，持有美国那些最大公司的指数基金的投资者会受到国际经济活动的影响。考虑一下这个问题：你可以到世界许多国家旅行，但从不会远离麦当劳或者星巴克。微软公司和苹果公司在世界各地销售它们的产品，就好像可口可乐、卡特彼勒和波音公司。需要跑鞋吗？在前面街上就有个商店在卖耐克鞋。所以即使你觉得你只持有美国公司的股票基金，而没有投资国际股票，实际也并非如此。几乎可以确定，你从这些股票中获得的盈利来自全世界，而不只是来自美国。

如果你决定把国际股票基金这一部分加入到你的投资策略中，那么一定要记住，持有国际股票的同时也把货币风险这一元素引入到这一等式中。货币风险就是：虽然很多公司的股票非常盈利，但那些盈利用另一种货币表示的话，会比用本币表示有所贬值。因此，如果美元走强而其他国家的货币走弱，而国际盈利用本币表示的话，也许就不会那么巨大了。

想在永久投资组合里持有更多国际股票份额的投资者应该注意将其比例限制在整个投资组合的5%～10%（比如15%～20%的美国股票市场投资与5%～10%的国际股票投资）。只要在永久投资组合里加大国际股票投资份额，就会削弱投资组合的股票配置与国内经济繁荣状况的关联。如果你在国际市场投资太多，那么它会损害某些条件下投资组合的业绩。美国市场非常好的表现并不意味着其他市场，比如日本或者欧洲市场表现也好。

这种方法是与国家相关的，我们将在第 12 章中讨论，并更全面地讲述包含国际股票投资的永久投资组合。只要记住：如果持有本国经济以外的股票权重较大，你会受某些事件的影响，这些事件又或者对你没什么影响。对那些没有投资于美国股票市场的投资者来说，它可能不只是一个因素，这也会在第 12 章中讲述。

推荐的国际股票指数基金

如果你想投资于国际股票，也可以用指数基金。国际股票指数基金应该是范围广泛的，而且由于同样的原因，它跟国内股票基金一样很便宜。欧澳远东国际指数基金、富时（FTSE）国际（不含美国）指数基金或者有时候称为“总体国际指数”基金，都是很好的选择。

- 先锋富时指数（不含美国）ETF（Vanguard FTSE ex-U.S. Index EIF）（基金代码：VEU）。
- 先锋富时指数（不含美国）共同基金（Vanguard FTSE ex-U.S. Index Mutual Fund)(基金代码：VFWIX)。
- 先锋全球国际股票市场指数共同基金（Vanguard Total International Index Mutual Fund)(基金代码：VGTSX)。
- 安硕欧澳远东指数 ETF（iShares EAFE Index ETF）（基金代码：EFA）。
- 富达斯巴达人国际指数共同基金（Fidelity Spartan International Index Mutual Fund)(基金代码：FSIIX)。

国际指数基金与国内指数基金相比，它收取的费用更高，因为在外国证券交易所交易有额外的费用。我们要寻找的典型国际股票指数基金的费用比率大约是 0.75% 或者更低，越低越好。

先锋全球指数基金

如果你想在国际市场上对国际股票份额加权，那么先锋集团有一类相对较新的基金，叫作先锋全球指数基金（Vanguard Total World index），该基金

反映了世界上所有股票的相对权重。图 6-2 显示了该基金在世界上这些市场中所占的份额。

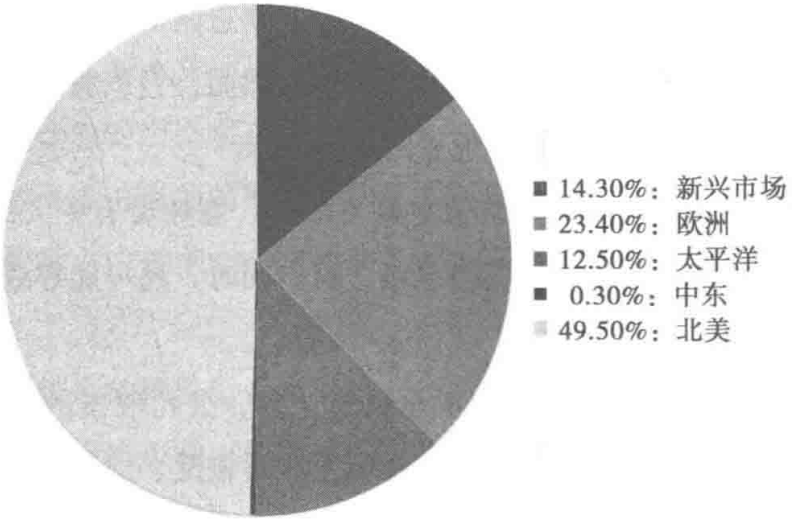


图 6-2　先锋全球指数基金：国内和国际股票份额的一站式购买[⊖]

资料来源：Portfolio breakdown according to Vanguard's website, early 2012.

该基金跟所有的先锋基金一样有较低的费用比率（但由于国际成本，费用没有先锋全球股票市场基金那么低）。

- 先锋全球指数基金共同基金（Vanguard Total World index Mutual Fund)(基金代码：VTWSX)。
- 先锋全球指数 ETF（Vanguard Total World index ETF)(基金代码：VT)。

永久投资组合的投资者如果想要进行国际股票投资而又想持有最简单、最广泛多样化的基金，可以选择这类基金。那些购买基金并在本国配置他们的投资组合的国际投资者，也可能选择这类基金。图 6-2 显示，美国市场占据了这类基金全球市场约一半的份额。

有关公司股票的警告

由于存在股票期权（stock options)、退休人员股票计划和其他为公司员

⊖ 一站式购买，是 20 世纪 80 年代广泛用于金融服务行业以及咨询机构的经营策略。该策略认为：顾客愿意在同一店内既买食品又买日用品，而且也购买各种其他服务。——译者注

工购买股票提供的机会，许多投资者发现他们持有大量的雇主股票。对于在投资组合中配置大部分本公司的股票，至少有两个理由需要你特别注意。

第一，如果你持有太多的单只股票，该股票急剧下跌时，你会有巨大的亏损。对于任何个股来说这都是真实存在的。然而，当该股票是投资者本公司的股票时，这一事实似乎就表现得没那么强烈。

第二，当一家公司的股票价值急剧下跌时，意味着有更大的问题发生。这些问题可能会导致裁员，在股票急剧下跌的同时，还可能导致投资者失去工作和大量储蓄。

许多持有公司股票的员工会很自负地认为，公司股票的表现一定会很好，并且他们认为分散投资也许与投资雇主股票相反。这不是贬低你努力付出的工作，而是员工个人好的工作表现并不意味着公司股票在困难时期不会下跌。

> 用你的工作来赚钱，并把赚来的钱投资于其他地方。不这样做，你会面临失去工作和投资股票亏损的风险。

从雇主股票变为分散投资策略，比如永久投资组合，能够使投资者避免潜在的巨大亏损和包括一段时间失业的突发状况。

把你的工作从你的退休储蓄中区分开来，这是一种更好的策略。用你的工作来赚钱，并把赚来的钱投资于其他地方。不这样做，你会面临失去工作和投资股票亏损的风险。

克雷格说道："虽然我还没有下岗，但是我在持有太多的公司股票之后，就明白了分散投资的价值。2000年春天，我在加利福尼亚州的蒙特雷做演讲的时候，听到了巨大的市场下跌的消息。那时我持有太多我所工作的公司的股票。早上市场崩盘的消息就出现了，然后我看到我公司的报价机一直在响，直到股票价格到达我所设的止损点以下。设置止损是在价格下跌得太低时限制下跌风险的一种方式。一旦止损点被突破，股票就会自动卖出。"

"我告诉我自己：'就是那样。'我知道止损点开始生效，它至少限制了我的亏损，但是我从来没觉得股票会跌得距离它最初的位置那么远。我很愚蠢，没有分散投资真的给了我很大的教训。"

没有指数基金——怎么做

如果你发现你自己身处这样一种状况下，即指数基金对你并不可用（不管出于什么原因），那么你可以寻找以下你能选择的基金：

- 尽可能低的费用比率；
- 应该尽可能追踪美国市场最广泛的那部分；
- 不论何时，应该100%投资于股票，不要依赖基金经理的判断而进出市场；
- 应该有较低的投资组合换手率；
- 基金不应该购买和出售那些试图战胜市场的股票。

概要综述

在永久投资组合中，投资者必须始终保持配置25%的股票。未来是不可预测的，一个糟糕的股票市场在某一时刻会变成好的股票市场。一直待在这个市场中，你总能从股市提供的收益及其部门中获利，以下一系列内容概述了持有何种股票基金和原因。

- 使用指数基金，比如股票市场整体基金或者标准普尔500指数基金。这些投资于股票市场的基金有尽可能最低的成本和广泛多元化的方式。
- 费用比率和换手率都最低的基金会带来更好的业绩。
- 较平均的积极管理型基金会由于一大笔管理费用而败给市场。
- 绝对不要购买积极交易的股票基金，除非你完全没有其他可供选择的基金。如果你被迫选择这类基金，那要确保它始终都完全投资于股票中。
- 不要试图利用你的股票基金去对抗市场。你的市场保护已经成为你在永久投资组合中所持有的其他资产类别的一部分。
- 股票资产类别是为了特定的目的，你不要通过猜透市场或者让经理试

图猜透市场而干预该配置的份额。

- 如果你想持有国际股票份额，你应该把它限制在5%～10%（5%～10%的国际股票份额+15%～20%的国内股票份额＝25%的总体股票份额）。
- 不要把你的储蓄投资于雇主股票，从中分散出来，以免有危害股票和你的工作的问题出现。

第 7 章
Chapter 7

债　　券
债券安全性和收益

经济健康发展和扩张的繁荣时期，债券会带来源源不断的收益，同时还能平抑股票市场的波动。然而，有些时期整个经济会经历通货紧缩、严峻金融危机或者一些不稳定事件。此时，债券是少数价值会真正上涨的资产之一。

债券就是借贷。在一定时间内，在把贷款归还给贷款人之前，借款人要支付定期利息。就像你借款买车、买房的风险一样，债券也有风险，即它是否能偿还以及怎样偿还。

理解起来，债券市场也许是投资领域中最复杂的部分之一，其主要问题是有很多类型的债券，债券中蕴含很多明显或微妙的风险。基于这些原因，唯一适合永久投资组合的债券是 25～30 年的美国长期国债。这些债券在通货紧缩时期会提供最强大的保护，时机好的时候还会带来丰厚的收益。这些债券还避免了你所购买的其他类别债券可能出现的很多风险。

债券的益处

就像永久投资组合中的其他资产一样，我们会**始终**持有债券，不管投资

者觉得经济中将发生什么。虽然债券的前景有时表现得很暗淡，但历史表明它们似乎无处不在，并能抵御投资组合中的严重损失。

2008年秋天股票市场下跌37%，永久投资组合中债券的价格升值超过30%，几乎抵消了整个投资组合中的全部亏损（黄金的全年收益使投资组合在2008年的亏损达到最小）。

2011年美国股票市场只上涨了1%，国际市场由于欧元问题，下跌幅度由14%扩大到下跌19%，此时债券却又出现了很大的涨幅，超过33%。2008年和2011年这两年，少数（如果有的话）市场专家会从债券中预测到这一结果。同时，永久投资组合的投资者仅仅喜欢投资组合的整体收益，该收益中有一部分来自预料之外的债券巨大收益。当股票市场表现很差的时候，债券在前几年却有类似的走势。

正如第6章所探讨的那样，财经媒介喜欢宣称：随着时间推移，股票的表现会比债券好。然而，在一个相对较长的时间里事实并非如此。举例来说，过去的10年里，股票的表现非常差，以至于某些债券（比如永久投资组合里的债券）轻而易举地就打败了它们。事实上，过去30年里，在股市低点，债券在总收益方面均超过了股票。这很令人吃惊，许多投资者从未想过这样的事情会发生。

然而，这一事实就是：市场就是无法预期，而且类似“股票总能击败债券”这样流行的故事总会衍生峰回路转的情节。

然而，这一事实就是：市场就是无法预期，而且类似“股票总能击败债券”这样流行的故事总会衍生峰回路转的情节。实际上，债券在某些时期的表现会好过股票，而且这段时期会很长（十几年）。问题是你不能预知它什么时候发生，所以要始终持有债券，不管其他人给你什么样的建议。2011年10月31日，《股市长线法宝》（*Stocks for the Long Run*）[⊖]的作者杰里米·西格尔（Jeremy Siegel），在接受彭博新闻社的电话采访时说道：

在截止到9月30日的一个多世纪里，债券市场前30年的收益超过

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

了股票市场。最后一次是1861年，美国内战开始的时候，当时美国正从农业国向工业国转变。

除了在危机时期提供安全保障外，债券还可以比表现较好的股票市场带来更强劲的涨幅。也就是说，对股票来说比较繁荣的经济同样有利于债券。1980～1999年，股票有着优越的表现，而债券在永久投资组合中的表现依然是相当好的。

表7-1 资产类别收益——债券和股票的表现都很好（1980～1999年）

资产	年化收益（%）	实际收益（%）	10 000美元资产的实际增长额（美元）
股票	17.9	13.3	122 400
债券	10.7	6.4	34 700
现金	6.9	2.8	17 300
黄金	-2.3	-6.1	2 800

表7-2 资产类别收益——债券的表现好过股票（2000～2009年）

资产	年化收益（%）	实际收益（%）	10 000美元资产的实际增长额（美元）
股票	-1.0	-3.4	7 100
债券	7.7	5.0	16 400
现金	2.8	0.2	10 200
黄金	14.9	12.1	31 200

然而，2000年股票实际收益进入了长达10年的负增长时期，而债券却有稳定的收益和资本增值，带来丰厚的盈利。表7-1和表7-2展示了债券在这些时间里的表现。

债券的风险

所有的投资都有风险，永久投资组合中债券配置的主要风险是**通货膨胀**。更常见的是把它叫作“利率风险”。利率风险意味着：利率上升时，债券价格下降；利率下跌时，债券价格上升。也就是说，**债券价格与利率变动呈负相关。**

债券价格与利率变动呈负相关。

利率风险在通货膨胀时期变成了真正的风险。在通货膨胀时期，利率经常上升（有时候是急速上升）。债券价格与利率变动呈负相关，意味着债券价格会下降。不断上升的通货膨胀不仅会导致债券价值的下降，而且债券以利息方式支付的费用价值也有所下降。

因此，在实际收益方面，不断上涨的通货膨胀对债券持有者来说是一个双重打击。首先，随着利率上升，你持有债券的价格不断下跌，其次你的利息支付也在贬值。结果在高通胀时期债券的实际收益通常是负值，而且投资者会想用非常高的利息来抵消通货膨胀风险引起的亏损。

表 7-3 说明了在 20 世纪 70 年代高通胀时期，每年债券实际收益是怎样到达 -4.0% 的亏损额的。在这最后 10 年，实际购买力几乎下降了 30%。1972 年投资于债券的 10 000 美元到 1980 年只值 7 200 美元。

表 7-3 资产类别收益——受通货膨胀影响的债券（1972 ～ 1979 年）

资产	年化收益（%）	实际收益（%）	10 000 美元资产的实际增长额（美元）
股票	5.1	-2.8	8 000
债券	3.8	-4.0	7 200
现金	6.5	-1.5	8 900
黄金	34.1	24.1	56 000

注：1972 年金本位结束以后，开始用市场数据作为同级比较。

然而要注意，1972～1979 年这段时间里，债券表现很差，黄金价格急剧上涨，并轻而易举地抵消了亏损。在永久投资组合中的各项资产的配置是为了抵消对方亏损的风险。有损债券的经济状况（比如通货膨胀）却有利于其他类似黄金的资产。

除了利率风险外，对于非国债债券还会有其他的风险。我们只需要明白，对债券而言，利率风险可能是最大的风险。

波动性

与股票和黄金一样，永久投资组合也会持有长期债券，因为它们在某些

经济状况下可以带来巨大的收益。但是就像股票和黄金一样，长期债券也是不稳定的。

举例来说，2008 年利率的急剧下降导致债券收益超过 30%，股票市场却在下跌，如图 7-1 所示。上面那条线是永久投资组合中的债券配置，而下面那条线是美国总体股票市场指数。此时，长期债券的波动性抵消了股票的波动性。

图 7-1 2008 年债券的波动抵消了股票的大部分亏损，波动性对于永久投资组合而言并不是一件坏事情

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

然而，在利率上升时期，债券配置也会产生亏损。举例来说，债券在经过 2008 年的巨大收益之后，其价值在 2009 年下降到 20%，而股票收益上涨到 25%。图 7-2 显示了股票这种向上反转的趋势和债券向下反转的趋势。

然而，2009 年投资组合中股票和黄金配置的整体收益也会使整个投资组合产生 12.7% 的盈利（+9.7% 的实际收益）。也就是说，虽然这一年债券的亏损最坏达到 -20%，但是债券的亏损完全被股票和黄金的收益所抵消，还得到一笔净收益。债券的波动会被投资组合中其他组成部分的波动所抵

消。单独看的时候，债券的亏损可能很糟糕。但是当投资者看到**整个投资组合的价值**时（全部很重要），就会轻易地在整个投资组合中得到巨大的收益。

这些投资组合中配置的资产会上涨或下跌，盈利会被锁定，以使投资组合积极发展。最重要的是投资者**需要利用债券的波动性**与其他资产相结合，使投资组合发挥作用，这一点像永久投资组合中的其他资产一样。孤立的资产可能会出现波动，但是与波动性相结合时，其本质上比较中性，在所有的经济环境中，其结果是很平稳的增长。

图 7-2　2009 年股票价格上涨而债券价格下跌。然而这一年就算债券亏损，股票和黄金价格的上涨所得收益仍然超过了 12.7%(实际收益 9.7%)

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

债券和通货紧缩

通货紧缩时期，利率会下降，但会导致债券价值的上涨。

举例来说，如果投资者持有 30 年期国债，利率是每年 5%，30 年期债券的新的债券市场利率每年下跌 3%，那么这 5% 利率的债券将会变得更有

价值，因为在同一时期，它支付了更多的利息。毕竟，如果你正在购买债券，那么你愿意选择持有哪种债券呢？是支付5%利率的30年期债券还是支付3%利率的30年期债券？表7-4有所展示。

如果债券都是一样的价格，你当然会选择5%利率的债券。然而，市场绝对不会让这种不一致的价格存在。你选择的5%利率的债券价格的价值会上涨，直到市场的有效支付在30年里适合3%利率的债券。

表7-4 在更长的时期内，5%利率的债券更有价值，而且在一个利率持续下降的环境下，其价格会上涨

利率（%）	10 000美元在30年里的所得利息（美元）
3	9 000
5	15 000

如果利率上升的话，那么一般规律下债券价格会下降；而如果利率下降，那么债券价格会上涨。债券到期的时间越长，这些价格的运行越剧烈。因此，利率从5%到3%的变化会使30年期的债券比10年期的债券的价格运行更加剧烈。30年期的更高利息支付只是比类似的10年期的利息支付更具有价值。

如果以上所述让你比较混乱，不要担心。你只要记住，债券价格的运行与利率变动是相反的。债券市场会及时调整价格来反映这些变化。你持有的债券类别也会影响价格的变化，这在后面的内容中会有所解释。

持有债券

虽然有很多可供选择的债券，但只有一类适合永久投资组合，那就是25～30年期的美国长期国债。

长期国债适合永久投资组合的原因主要是：

- 不存在违约风险；
- 较长的到期时间会提供最大

虽然有很多可供选择的债券，但只有一类适合永久投资组合，那就是25～30年期的美国长期国债。

的波动，以在通货紧缩时期获利；

- 它们是名义债券（固定利率），这意味着它们本身不会随着通货膨胀而做出调整；
- 避免了其他债券会出现的问题，比如信用风险、政治风险和货币风险。

购买债券的步骤

任何25～30年期的美国长期国债都适合永久投资组合，即使投资者持有它们的时间不到25～30年。在永久投资组合的债券配置中，为了维持所需的波动性，当20年期国债到期时，投资者就会卖出它，然后买入新的25～30年期债券。这个过程很简单，任何经纪商在几分钟（甚至几秒钟）内就能帮你处理。债券市场经常买卖所有不同到期日的债券，你不必一直持有债券到其到期。

> 债券市场经常买卖所有不同到期日的债券，你不必一直持有债券到其到期。

重要的是，投资者在投资组合中持有的债券的到期时间一般要**超过20年**。而且，到期时间少于20年的债券会被循环出投资组合，并被替换成一个具有更长到期时间的债券。

以下是上述过程的步骤：

（1）购买25～30年期的美国长期国债；

（2）持有债券，直到它有20年的到期时间（意思是它在你的账户中会支付给你5～10年的利息）；

（3）卖出20年期债券，并在必要的时候利用该收益购买新的25～30年期债券；

（4）适当地重复这一过程，以维持你的资产配置。

如果以上内容你实行起来很困难，不要担心。你还可以找到一些长期国债基金也适合永久投资组合。这些基金的到期日一直是一个恒定的值，你除

了定期调整整个投资组合外，其他什么也不用做。

购买债券的方法

购买美国长期国债有3种方法：

（1）通过拍卖认购国债；

（2）通过二级市场购买；

（3）通过债券基金。

通过拍卖或者二级市场

对国债而言，直接购买和持有债券是最好和**最安全**的方法。这可以在债券拍卖或者二级市场上获得。

> 对国债而言，直接购买和持有债券是最好和最安全的方法。

通过拍卖认购国债主要有两种方法：

（1）在财政部直达系统（www.treasurydirect.gov）中开立一个账户以购买国债；

（2）利用共同基金公司或者经纪商购买。

财政部直达系统是美国国债的服务系统，允许个人投资者参与拍卖和购买所有类型债券的过程。财政部直达系统账户的设立像其他经纪账户一样，会为你的债券购买提供监护。这项服务在灵活性方面也有局限性，即它只能为你持有债券，这会使得在你的投资组合中的资产之间的资金流动多少变得更加困难。

经纪行还可以在拍卖会上购买债券。投资者应该检查他们的经纪或者与代表谈话，以找出他们的经纪商参与国债拍卖的过程。投资者还可以向债券交易台求助。

二级市场主要流通已经发行的债券。二级市场的债券就像股票一样每天被出售，而且这是不用等待国债拍卖而获得债券投资的简单方法。二级市场的债券购买的到期期限不到30年（举例来说，也许是27年），但是任何

25～30年期的国债基金都是非常好的。

此外，这种方法一般用来在你的经纪行或者共同基金提供商那里的债券交易台购买长期国债。利用二级市场购买债券并把它们存储在经纪行或共同基金提供商那里也许是直接持有债券最简单的方法。许多经纪商都有在线服务，这使得购买债券变得更为直接容易。举例来说，TDAmeritrade和富达公司有很多服务，使得在拍卖会或者二级市场购买债券就像订购一本书那样容易，它们可以为初次使用者提供帮助。

利用二级市场购买债券并把它们存储在经纪行或共同基金提供商那里也许是直接持有债券最简单的方法。

长期美国国债基金

如果你不想直接购买债券，有些可供选择的基金也可以帮你持有这项资产。你要认识到这样做**并没有**直接持有那么好，但是对于那些寻求方便或者没有其他选择的投资者而言，这是一种解决方案。

1. 安硕长期政府ETF基金

不幸的是，许多债券基金持有一系列并不适合永久投资组合的债券，或者利用经理改变债券以试图击败市场。下面的ETF基金将持有大部分政府债券。

- 安硕长期政府债券ETF（iShares Treasury Long-term Bond ETF）（基金代码：TLT）。

对于永久投资组合中的债券而言，该基金适合初级标准。

- 它持有100%美国政府长期名义债券。
- 它持有债券的到期期限超过了20年。

该基金的费用比率还比较低。在任何债券基金中，这是一种强制性要求，因为利息收益可能很低，而你又不想你的盈利被较高的管理费用吃掉。

虽然这种ETF基金表面上100%是国债，但在当下它们的业务是证券借贷。借贷证券的活动会给基金带来风险（举个例子，如果它们借出的这个人不能归还）。它还会产生新的税收风险（政府和非政府的混合利息有不同的

税收待遇)。虽然国债ETF基金很方便，但是它还是没有直接持有债券好。

2. 由先锋公司和富达公司发行的长期国债基金

先锋公司和富达公司发行了以下共同基金，还有一些注意事项。

- 富达斯巴达人长期政府债券基金（Fidelity Spartan Treasury Long-Term Bond Fund)(基金代码：FLBIX)。
- 先锋长期政府债券基金（Vanguard Long-term Treasury Bond Fund)(基金代码：VUSTX)。

不幸的是，这些基金没有达到以上要求的标准，主要是因为这些基金所持债券没有足够长的到期期限。它们还持有仅为80%的国债和20%的其他各种政府支持债券，这些政府支持债券不会给永久投资组合投资者带来任何益处——都任凭基金经理处理。

然而，如果你没有其他合适的选择，与你能找寻到的大多数其他长期国债基金相比，它们也是更好的选择。与先锋基金相比，富达基金是纯国债，是两者中的首选。先锋基金通常混合了太多的现金或者其他类型的债券（比如抵押贷款)，这些都会影响到先锋基金的表现和安全性。

3. 债券基金构成

对于投资者持有的债券，晨星工具用于查看债券基金如何发行很有用。安硕和富达基金几乎持有100%的债券。但更重要的是，它们几乎全部都是**政府**债券。它们持有的小数量现金（为了维持基金的正常运作）没有什么太大的意义。

然而，在撰写本文时，先锋基金有大约76%的政府债券，16.7%的政府机构债券（主要是抵押贷款）和7.2%的现金（或者等价物)(它会经常变化)。这是一个例子，在本例中，债券基金经理试图猜透市场行情，而这也会损害永久投资组合的表现。表7-5显示了债券基金和它们构成部分的相关数据。

有关被动管理型基金（如本章所讲）的一个要点是它们会表现出较高的换手率。正常来说，股票基金的换手率较高并不好，因为这通常意味着基金经理正在积极交易。然而，对于债券基金而言，高换手率通常

是因为它们出售到期的债券并将其替换成更长到期期限的债券。所以如果你见到这些债券基金（和现金）有较高的换手率是很正常的。

表 7-5 安硕、富达和先锋国债基金持有比例

国债基金	费用比率（%）	国债持有比例（%）	其他债券持有比例（%）	现金持有比例（%）
安硕	0.15	99.98	0	0.02
富达	0.10	100	0	0
先锋	0.22	76.0	16.7	7.2

资料来源：晨星，截止到 2012 年年初。

在以上所讲的内容中，所有这些基金的说明给投资者提供了一系列的选择，他们可以用其调整在经理判定范围内的持股份额。而且，正如以上所提及的，实际上安硕基金在证券借贷方面还有一些潜在的缺点。此外，债券基金很方便，但是没有直接持有安全。然而，如果你在自身的特殊局限下很简单地利用债券基金，那么就利用它。

其他债券风险——国债案例

除了我们所讨论的利率变化，债券投资者还必须考虑其他风险。以下探讨的许多风险出现在非政府债券中，政府债券持有者无须担心。

违约风险

违约风险是指投资者无法收回偿付的可能性。违约风险真实存在于公司债券和其他类型的非政府债券中。政府发行的债券在安全性方面通常高于公司发行的债券，但是有些政府也会不履行对债券持有者的承诺，所以政府也可能没有保障。

从发行国债以来，每次危机发生时美国政府会提高税收来进行偿还。还有，必要时还会印钞。当然，这不是首选方法，而且还有可能引起糟糕的通货膨胀。也就是说，持有美国政府债券，你也许会收回因通货膨胀而贬值的

美元，但是你不会什么都得不到，而当你持有其他类别的债券时，这就有可能发生（比如公司破产）。

信用风险

债券信用风险与个人持有的信用评级非常类似。较低的个人信用级别意味着债权人不被偿付的风险更大。所以，希望跟你做生意的人会想要更多的利息以弥补风险。就像你所拥有的信用评级一样，有些机构也会对债券发行者的信用进行评级。

债券市场上的信用评级是由一些机构判定的，比如标准普尔公司或者惠誉集团（Fitch Group）。通常，这些机构对债券发行者的评级较低时，其市场利率就会更高。较低的信用级别会使发行该债券的利率飞涨，而且由于债券价格与利率变动呈负相关，所以债券价格会下降。如果你持有一只信用级别较低的债券，那么它的价格很可能会下跌[⊖]。

赎回风险

赎回风险是某些债券的一种特殊规定，它允许发行人提前偿还债券（一般来说，利率下跌时，债务可以更低的利率再融资）。问题是当再融资发生时，现有债券的持有者持有的债券会贬值。如果它们被允许持有更高收益的债券，那该收益就会出现。

举例来说，许多市政债券都有提前赎回权。这意味着，如果你持有一只利率为6%的可赎回债券，当利率下跌到4%时，发行者就可以赎回债券，并再发行一种新的利率为4%的债券。这剥夺了债券持有者所期望的更高的利息，并削减了它们用于额外盈利的更高的债券价格。当然，如果利率上升，债券发行者更乐意给债券持有者更低的利息支付。

⊖ 然而，2011年，美国政府的信用级别从AAA级降到AA+级，但什么也没发生。实际上，利率继续下降，债券价格上涨！市场是无法预期的。然而正常情况下，信用降级对债券持有者来说是很不利的。

如果你拥有房产，可能已经享受到提前偿还权。实际上，抵押贷款有一种相似的提前赎回权。基本上，利率下跌时，房产持有者抵押房产的比率更低。实质上，它们通过更低的贷款利率来赎回抵押贷款债券。利率下跌得越多，房产持有者再融资的动机就越大。当然，如果利率上升，房产持有者就可以维持更低利息的偿付抵押贷款，而且它们就绝不会认为再融资会变得更贵。

可赎回债券对那些试图从下跌的利率中寻求保护的投资者来说没有任何益处，投资者应该避免持有这类债券。

因此，赎回风险是不对称的，并且非常有利于债券发行者，而不是购买者。它们属于典型的“正面你赢，反面我输”。

所以，可赎回债券对那些试图从下跌的利率中寻求保护的投资者来说没有任何益处，投资者应该避免持有这类债券。

货币风险

货币风险存在于外国发行的债券中，比如美国政府债券以美元偿付，日本债券以日元偿付，英国债券以英镑偿付等。

以另一种货币发行的债券，其问题是如果你住在美国，那么你花费的货币是美元，而不是日元（或者英镑）。持有以外币计价的债券意味着除了债券持有者会面对的其他风险（信用、违约等），你还会遭遇货币价值波动的风险，而债券是以货币计价的。

举个例子，英国高通货膨胀对英国债券非常不利。此时货币贬值，且能购买的越来越少。这将意味着，即使美国经济非常好，而且已经忽略掉通货膨胀的影响，但你的英镑（和它们支付给你的英镑）的价值也可能会下跌。实际上，发生在伦敦、英格兰的通货膨胀也会波及美国本土的英镑持有者。这种情况下（把它们的通货膨胀强加给你），英国政府也许会给予你资助，但你的投资组合绝不会。

在所有情况下，由于永久投资组合依靠当地经济的保护，对于美国投资

者而言，只有美国政府债券适合债券配置。

政治风险

政治风险是指政府发行的债券也许会进行一些改变，这些改变可能会对债券持有者（**尤其是**外国债券持有者）不利。作为一个国家的债务持有者，投资者通常要为政府发行债券的所得红利缴纳税款，这使得投资者受到发行国国内税收政策的潜在不利变化的制约。在其他情况下，发生危机时，为了防止资金外流，政府也许会阻止外国投资者从本国转移走资金。

最后，一些国家也许会觉得，对外国债券持有者征收额外的税收或者在危机期间不向外国债券持有者偿付是好的方法。[⊖]在所有的情况下，外国投资者经常会意识到，随着他们在无投票权的国家投资，对政治家而言，利用这些比利用本国公民更加容易。

> 一些国家也许会觉得，对外国债券持有者征收额外的税收或者在危机期间不向外国债券持有者偿付是好的方法。

税收风险

对债券持有者来说美国的债券利息通常是应纳税收入。你持有的债券类型决定了你将缴纳的税收种类。尽可能缴纳较少的税很重要，应该考虑将投资者组合充分多元化以节省税收。

一些种类的债券，比如市政债券，可以获得优惠的税收待遇（州和联邦各级通常是免税的）。然而，由于以上所讨论的信用风险和赎回风险，它们不适合永久投资组合。这些风险高于美国国债的高税收。

> 虽然来自美国国债的利息收益在联邦一级会征税，但是在州和地方各级是免税的。

⊖ Ana Nicolaci da Costa and Samantha Pearson. "Brazil Doubles Tax on Foreign Bond Buys to Curb Real," *Reuters*, www.reuters.com/article/2010/10/05/brazil-economy-forex-idUSN0413289020101005.

虽然来自美国国债的利息收益在联邦一级会征税，但是在州和地方各级是免税的。这使得它们的税收效率比市政债券低，但是比许多其他类型的债券高，比如那些由公司和受到多种税收管辖权限制的外国发行的债券。

有关税收效率和美国国债的最重要一点是它们的确享受到州和地方各级免税所带来的益处，但是不管是否购买它们作为分散投资组合的一部分，它们的税收效率（或者说相对其他债券缺乏效率）应该不是一个决定性因素。更重要的是确定你持有的债券在必要时能给你提供所需要的安全性。出于永久投资组合的目的，只有美国国债能提供这种安全性，无论征税与否。

债券基金经理风险

政府国债另一个巨大的优势是它们简单、安全，可直接持有而不需要持有基金。持有很多其他类型的债券，你的基金会由于分散投资而更加安全，而此时你需要一位基金经理，这会带来经理人风险。基金经理人风险是指基金经理做出糟糕的市场预测，投资者的钱会遭受损失。即使以前表现一直很好的债券基金经理，当他们的判断与事实相左时，他们也很可能会亏损。

> 债券市场的专家比尔·格罗斯告诉投资者他们中许多人已经知道的东西：这一年，他对美国国债利率做出了错误的预测，而这使得他的著名的太平洋投资管理公司的总收益债券基金亏损巨大。
>
> 周一，格罗斯告诉《金融时报》：2011 年美国经济的增长比他预期的更加缓慢，投资者急于寻求相对比较安全的债券，导致国债收益更低。（编辑：导致价格急剧上涨。）
>
> 由于他一直维持 2450 亿美元的太平洋投资管理公司的基金中大量减持国债直到最近，随着新债券的利率下降，格罗斯错过了较旧的固定利率国债不断上升的市场价值。
>
> “我本该持有更多美国国债吗？当然，这是很明显的。”格罗斯告诉《金融时报》[⊖]。

⊖ “How Bill Gross' Wrong Call on Bonds Has Cost His Pimco Investors,” *Los Angeles Times*, August 29, 2011, http://latimesblogs.latimes.com/money_co/2011/08/bill-gross-pimco-total-return-bond-fund-returns-2011-treasury-bet-recession.html.

永久投资组合策略要求投资者始终保持对美国长期国债的固定配置。你不需要这样一位基金经理，即他积极交易债券投资组合，并且试图抑制波动或者榨取稍微高点的收益。当基金经理的判断错误时，债券投资组合的安全性就会大打折扣。

还有，2008年金融危机时，由于基金经理的失误，积极管理型债券基金的亏损超过了35%。举例来说，当时用于著名的大学储蓄计划的一些债券基金投资者遭受严重的亏损：

> 在俄勒冈州、得克萨斯州、缅因州和新墨西哥州发起的529计划[⊖]所发行的奥本海默核心债券基金（基金代码：OPIGX）上一年跌了36%，晨星（一个投资研究机构）数据显示，中期债券基金平均亏损约5%。晨星评价道[⊖]，这项亏损的原因是管理团队决定在抵押贷款支持证券和信用违约互换上下重注。

投资于这些基金的投资者被迫承担亏损，它们甚至从未觉得可能发生这样的亏损。但是，这里有则好消息：

> 如果你直接持有国债，那么你不需要担心债券基金管理的问题。

直接持有国债意味着掌控权在你手上，而且你持有债券将不会承担不必要的风险。你在自己的账户中将持有100%的长期国债，这样就算经理用你的钱做一些有风险的事情，你也不用担心。作为奖励，你直接持有国债（风险极低），就不用向经理支付年度管理费用。

如果你在永久投资组合债券配置中选择利用债券基金，那么在投资于任何要求持有国债的基金之前，一定要认真做好自己的研究。优先考虑的应该是仅仅持有100%长期国债的基金，并且该基金在整个积极基金管理中的到期期限或者债券类型不发生改变。本章所列的基金是比较好的选择，但是基金经理人风险一直是个威胁，所以要小心它。

⊖ 529计划，是由美国各州发起的大学教育储蓄计划，以其在美国国税局法规中的条款编号而命名。——译者注

⊖ "Oppenheimer Bond Fund Losses Hit College 529 Savings Plans," USA *Today*, January 4, 2009, www.usatoday.com/money/perfi/college/2009-01-01-oppenheimer-bond-fund-529-plans_N.htm.

要避免的债券

根据以上所讲述的各种风险，以下几种债券**不适合**永久投资组合债券配置。

- 通货膨胀保护债券（Treasury Inflation Protected Bonds，简称 TIPS）。
- 市政债券。
- 抵押贷款债券。
- 公司债券。
- 垃圾债券。
- 国际债券。

通货膨胀保护债券

通货膨胀保护债券（TIPS）是由美国财政部发行的，在债券发行期用来为投资者提供经过通货膨胀调整后的一系列利息支付的债券。TIPS 跟其他政府债券一样，有较低的违约风险，但是不适合永久投资组合。主要问题是 TIPS 是根据**通货膨胀情况**做出相应调整。它们在**通货紧缩时期**不能产生价格的大幅上涨，而长期名义国债就可以。

> TIPS 几乎不能抵御有关**通货紧缩**的经济条件，通货紧缩是永久投资组合中债券部分所面临的主要风险。

2008 年的金融危机是通货紧缩的，在这场危机下，通货膨胀保护债券不仅在市场上出现了影响其价格的流动性问题，而且它们的利息支付方法影响了它们价值增长的幅度。这一年，长期国债基金价值至少上涨了 30%，而流行的 TIPS 债券基金价值却**下跌**了 7%。TIPS 在通货紧缩条件下根本不能提供保护，而名义国债却可以（见图 7-4 中那一年债券类型及其各自表现的对比图）。

TIPS 经常被配置在投资行业中，用于债券持有。但是，再说一遍，千万不要购买 TIPS 来作为永久投资组合的债券部分（也不要代替我们之后会讲到的黄金部分）。TIPS 对投资策略没有任何用处，而且如果用它们代替

美国名义国债（或黄金）的话，它们会损害投资组合的保护功能。

市政债券

市政债券吸引人的地方是在某些情况下它在地方、州和联邦各级是免税的。应该重申的是，税务因素很重要，但更重要的是不要让总投资组合的保护功能大打折扣，然而不幸的是，市政债券确实是这样做的。

州和地方政府没有对政府债券利息支出征税，经过进一步观察，市政债券产生的税金节约额并不大。还有，这些债券的收益往往会远低于同期限的国债。这是因为市场套利交易忽略了很多由市政债券产生的税金节约额。美国国债和市政债券之间在收益方面的区别通常是税收优势。

而且，市政债券也可能有信用、违约和赎回风险。在通货紧缩严重的情况下，许多支付更高利率的市政债券可以被发行机关赎回，这使债券持有者失去了由不断下跌的利率而带来的价格升值。因此，你觉得自己所持有的由于通货紧缩而用来抵消投资组合损失的债券也许不再适合你。你不得不和其他人一起去寻求新的债券以代替那些已经被赎回的债券。通常，这就是你不想购买不可赎回国债的**真正时刻**，因为它们的价格将会上涨。把它看成你的邻居借给你的备用发电机，然后当飓风来临时，他们要回了该备用发电机，而你被迫去商店以高价再买一个。这就是赎回风险。

市政债券也存在着信用风险和违约风险。2008年，市政债券突然看起来很危险。市场意识到市政公债可能无法满足它们的财务义务，而这很容易发生。同时，为市政债券做担保的那些大的保险公司也濒临破产。为了避免一些税负而觉得自己做了一笔不错的交易的市政债券持有者该有很多不眠之夜了。

抵押贷款债券

就像市政债券一样，抵押贷款债券也有赎回权，因为抵押贷款债券的持有者（房产拥有者）可以在利率下跌的环境下进行再融资，以获得更好的收益。所以在类似通货紧缩这种状况下，当利率下跌时，抵押贷款债券的升值

幅度往往不大，因为投资者知道房产拥有者可能会提早以更低的利率贷款来还清。不仅如此，抵押贷款利息支付通常在所有级别都要纳税，而且一些不受政府支持的抵押贷款也存在信用和违约风险。

公司债券

公司债券不是很适合永久投资组合。即使高质量的公司债券也有赎回的特点，一流的公司可以看到它们的财产很快会发生变化（过去投资者经常被提醒）。

> 如果从道义上你不想把钱借给美国政府，那么你的首选是持有高质量的长期公司债券基金。

假设我们忽略公司债券的缺点，当它与美国国债相比时，如果你在道义上不想把钱借给美国政府，那么你的首选是持有高质量的长期公司债券基金。由于持有公司债券首先要考虑到违约风险，你要确认你只持有高评级债券基金，并且要持有很多公司的债券以分散风险。在这种情况下把基金分散投资于许多公司比试图单独购买公司债券要安全得多。

若你想要持有一种廉价且长期的公司债券指数基金，而又不想持有美国国债，那么先锋长期投资级债券基金 (Vanguard Long-Term Investment Grade bond fund，基金代码：VWESX) 是不错的选择。

选择这种方法的投资者应该意识到，他们决定避免购买美国国债是在牺牲通货紧缩的保护。一场严重的经济危机可能会导致公司债券大面积的违约风险，包括那些先前看起来很安全的债券。

垃圾债券

高收益债券（也被叫作垃圾债券）是一种收益极高且存在很多风险的债券。不要因为高利率而购买它们作为永久投资组合的一部分，因为它们完全不适合永久投资组合。债券要求的是安全性而不是投机。购买高收益的债券意味着你在追逐利益，而这可能很危险，因为更高的收益就意味着更高的风险。

> 债券要求的是安全性而不是投机。

如果你需要债券在经济危机期间给你提供保护，那么你就不要让它们遭受信用或者违约风险，但是这正是垃圾债券会带给你的——肯定地讲。从某种意义上讲，它们是你所持有的最坏的投资之一——你承担了所有的波动性和股票风险，但得到的潜在收益却少之又少。如果垃圾债券在所有层级上都要征税，而它们没被保存在延税账户中，那么垃圾债券还会产生非常差的税收待遇。

2008年金融危机期间，许多垃圾债券基金的价值亏损了30%或者更多。图7-3比较了垃圾债券与美国长期国债的表现。

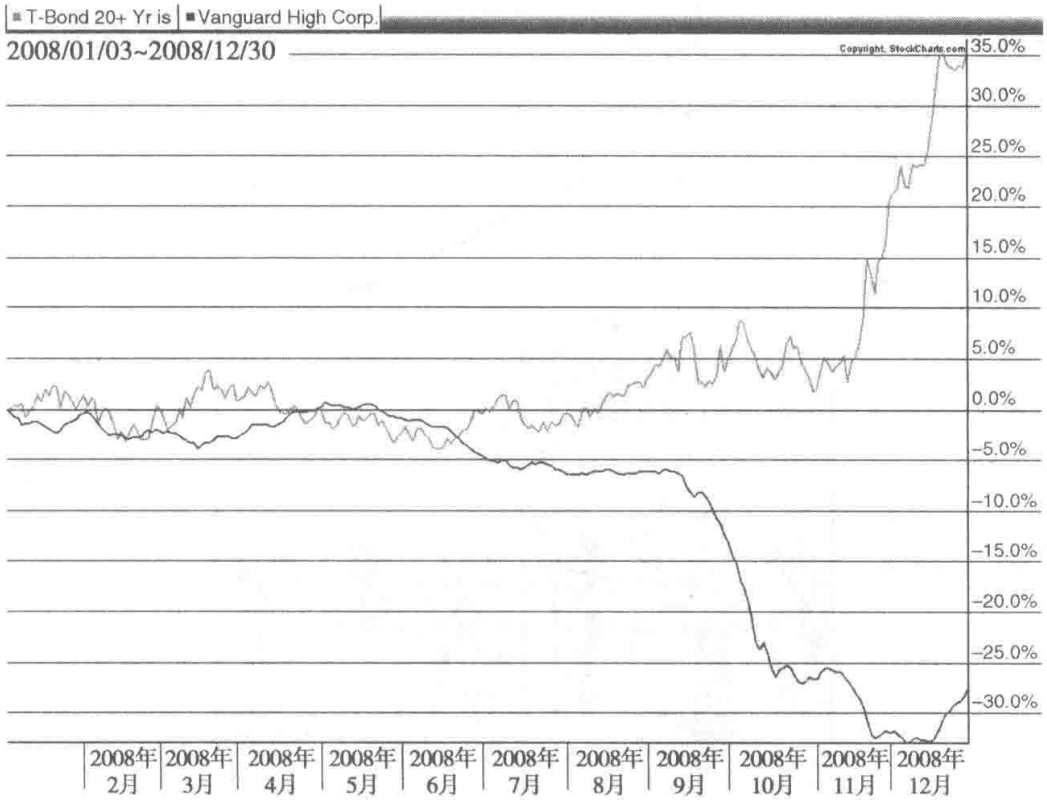


图7-3　2008年美国长期国债与垃圾债券的表现对比。美国国债上涨30%以上，而垃圾债券下跌了30%，没有给分散投资带来任何收益，却带来了许多亏损

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

想象一下，你持有高收益债券，并觉得它们会在糟糕的市场里给你提供保护，但你最后却发现该基金随着你的股票下跌了30%。这不适合你在永久投资组合中所需的分散投资。还是坚持持有美国国债吧。

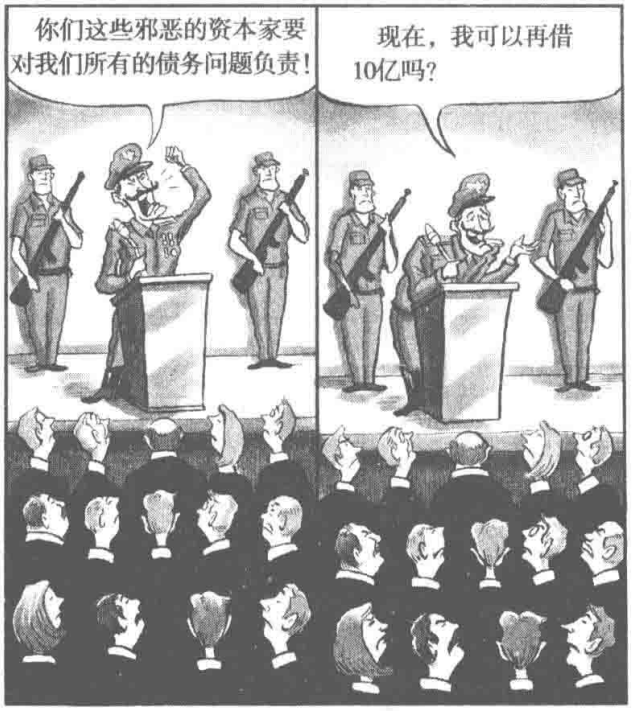
国际债券

国际债券会给投资者带来货币和政治风险。这些债券不仅在价值上会随着货币市场的涨跌而波动，而且还存在这样的风险，即一些外国国家可能拒绝偿付。

特别地，新兴市场债券为投资者分散资金提供了一种简单的方法。《华尔街日报》撰文展示了2008年时厄瓜多尔是如何对待它们的债券持有者的：

> 厄瓜多尔的总统拉斐尔·科雷亚认为他的国家正在拖欠外债，由于经济不景气，这是由左翼思想所推动的一个强硬举动。科雷亚先生说厄瓜多尔将不对债券持有者偿付周一到期的3 060万美元，厄瓜多尔声称，由于早先的管理而使债务的萎缩存在违规行为，科雷亚先生，这位与委内瑞拉总统乌戈·查韦斯相交甚笃的经济学家，猛烈抨击了外国债权人，说他们是“真正的怪兽”。[⊖]

到2011年为止，在拉斐尔·科雷亚总统2008年拖欠外债并把投资者称为“怪兽”之后，厄瓜多尔似乎又要再次发行外国债券。[⊜]此时忽略他们的发行也许是最好的选择。



⊖ http://online.wsj.com/article/SB122911515875502569.html.

⊜ www.bloomberg.com/news/2011-08-04/ecuador-plans-international-bond-sale-to-test-market-demand-after-default.html.

安全资产转移

当投资者在市场危机中感到恐惧时，他们会避开任何有风险的投资。如果他们觉得股票市场存在太多风险，他们通常会认为公司债券市场也存在很多风险。同样地，当市政债券的利率不断下跌时，发行者很可能会行使赎回权或者无法对债券做出偿付，此时市政债券也将不再具有吸引力。

以上描述的场景就发生在2008年后期股市崩盘的时候。投资者害怕出现大规模的国际金融危机，所以他们卖掉一切，转而购买美国国债以寻求保护。但是在金融危机袭击之前，永久投资组合的投资者已经持有这些债券了，它们能够从这个所谓的安全资产转移中盈利。的确，2011年希腊发生债务违约推动了欧元下跌，国内市场也开始下跌，此时这种表现开始重复上演。由于投资者寻求相对安全的资产，大量购买美国国债，导致美国国债价值再次高涨。而由于高质量的美国长期国债的资本增值，那些看起来具有更高收益的其他债券就显得相形见绌了。

图7-4显示了2008年的长期国债基金、先锋长期公司债券基金、先锋

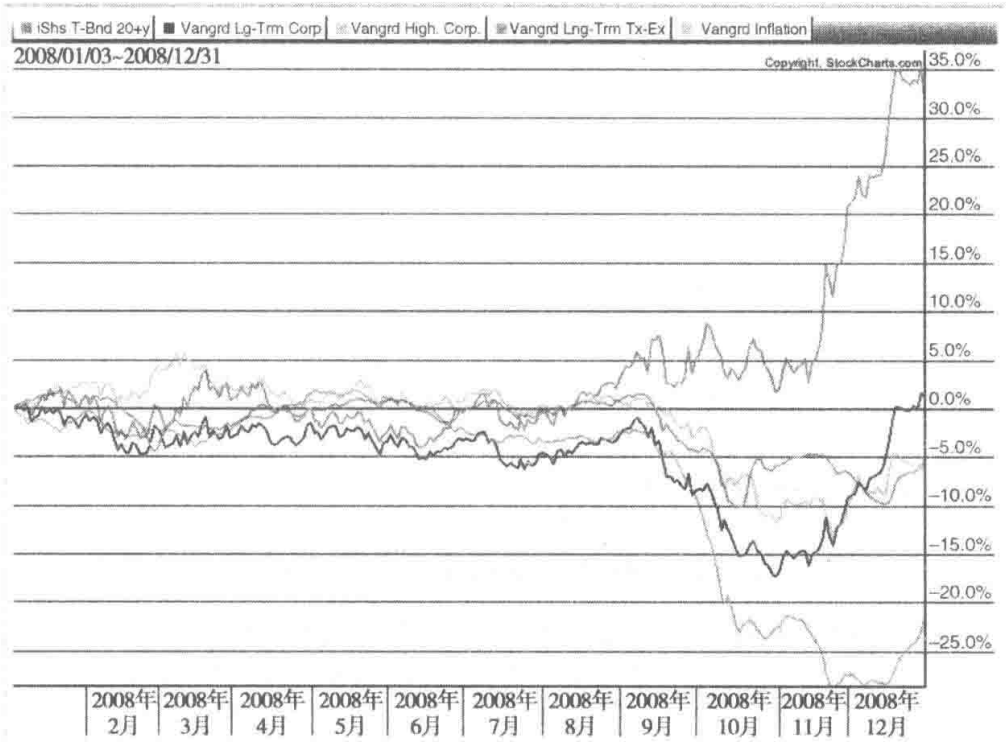


图7-4　2008年金融危机——美国长期国债的表现优于所有其他类型的债券

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

高收益公司债券基金、先锋长期免税债券基金和先锋通货膨胀保护债券（TIPS）基金。

可以看到，股票市场崩盘时，大家就会担心通货紧缩。国债价格上涨了将近35%，而长期公司债券下跌了5%（最低下跌20%），高收益债券（垃圾债券）下跌了30%，长期免税债券下跌了10%，TIPS在本年年底下跌了7%。

2008年——长期债券“灰姑娘般的故事”

2008年上半年，由于传统观点认为利率将要急剧上涨，所以作为一项资产类别，美国长期国债几乎被普遍轻视。事实与此正好相反。令许多投资者惊奇的是，2008年年末美国长期国债轻易地就成为该年表现最好的一项资产类别。

2008年秋天，当信用风险和赎回风险出现时，人们为名义国债支付的价格高于公司债券、垃圾债券和市政债券。只跟随通货膨胀而不随通货紧缩做出相应调整的通货膨胀保护债券，在这种情况下也没有为分散投资带来任何益处。

2008年秋天，当信用风险和赎回风险出现时，人们为名义国债支付的价格高于公司债券、垃圾债券和市政债券。只跟随通货膨胀而不随通货紧缩做出相应调整的通货膨胀保护债券，在这种情况下也没有为分散投资带来任何益处。

最终的结果是，在永久投资组合中持有长期国债可以使投资者获得很多收益，并且可以抵消2008年股票市场几乎所有的亏损。

2011年——又一次教训

2011年历史又有相似的重复。在希腊违约风险推动了欧元出现问题期间，美国市场收益不佳，在1%左右。然而长期国债却出现了大幅上涨，收益为33%，主要是在最后一个季度。一位美国投资者持有该长期国债所得的收益超过了他所持其他任何债券的收益，如图7-5所示。

在该图中，美国国债上涨33%以上，而公司长期债券上涨17%左右，

TIPS 上涨 13% 左右，长期、免税债券基金上涨 11% 左右，高收益公司债券上涨幅度略高于 7%。

公正地说，这些其他债券的平均到期日与永久投资组合持有的长期债券不同。当利率下跌时，这将影响其收益的上涨幅度。然而，这些种类的债券型基金的**表现最好**，所以它们是投资者能够购买的债券类别，而且投资者能够简单而安全地获得这些资产的收益。另外，其他基金可能在该年开始选择短期债券以限制利率风险。但是这一年，那是一个糟糕的选择，因为那些基金的收益大大落后于长期债券。

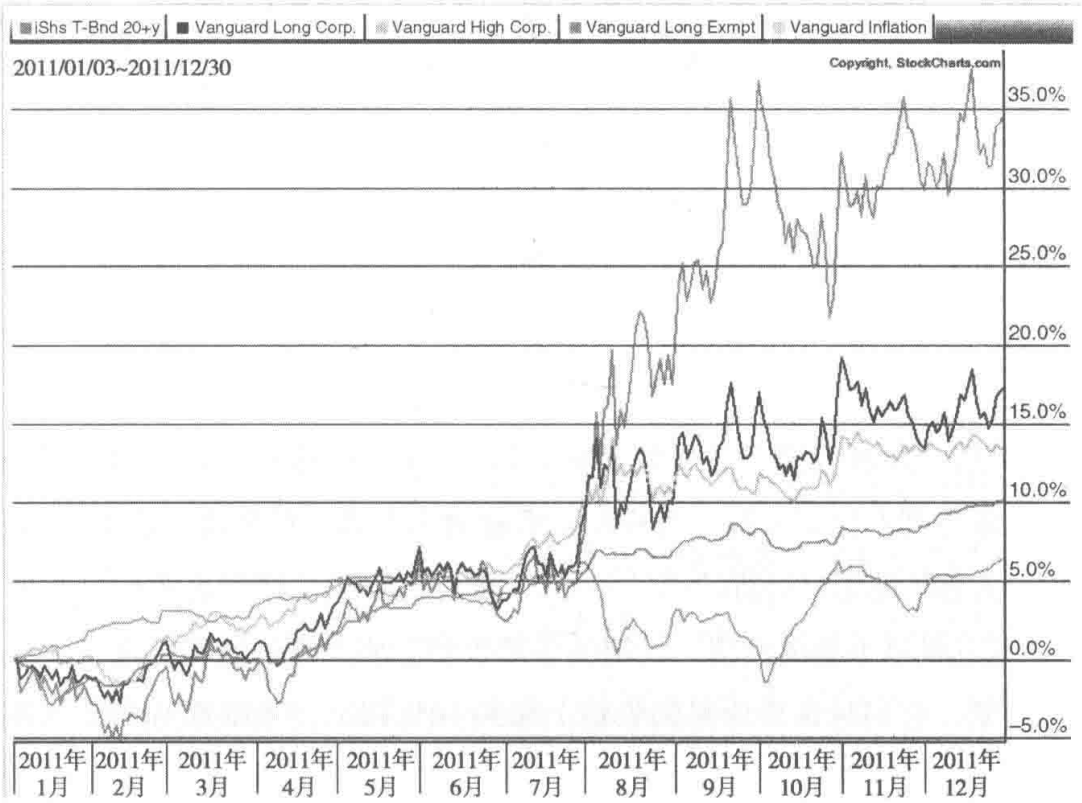


图 7-5　2011 年长期国债表现再次领先

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

赚钱的多种方式

关于债券最常见的误区之一就是债券只靠利息支付来盈利。但是这并不**完全**正确。债券可以在利息支付方面让你盈利，而当利率下跌时，它们还可

以在资本收益方面让你盈利。

债券投资的大规模资本收益的潜力在近几年已经得到反复验证。就拿2007～2008年为例，美国长期国债从2007年开始收益大约是5%，但是到2008年年底，它们的收益下降到了3%以下。虽然现在2%的下降幅度听起来也没那么让你激动，但是，当你看到价格走势在此处来回波动时，你就会发现，它们所产生的资本收益在30%以上。之后，利率经过2009年的上涨，在2011年开始下跌，而债券此时也随之产生了33%的资本收益。

因此，使用永久投资组合的投资者可以利用债券价格在重整时的涨幅来获取收益，并把该收益放入滞后资产中，这在本书中稍后会讲到。关键是一只债券的收益只是**冰山一角**。资本增值还可以用来为投资组合提供保护和价值增长。

克雷格讲道："2007年我在永久投资组合中增加了债券，当时所有消息都预示着要发生通货膨胀，而且到2008年中期为止，天然气价格触及了纪录高点，价格在整个经济条件下一直在上升。我认为债券价值可能会有些亏损，但是我觉得黄金和股票能够承受住这一冲击。"

"然后，2008年秋天，股票市场崩盘，银行濒临破产，任何有一丁点儿风险的债券都产生了亏损。持有垃圾债券的人们的亏损更大，甚至TIPS债券也出人意料地走向负值。"

"随着股票市场的动荡，长期国债的价值急剧上涨。这年，在一个星期的时间里，它们从几乎为零的收益上涨到30%以上。我以前从未见过这种情况，通货紧缩的前景突然就成为现实。然而，在所有这些出乎意料的发展中，永久投资组合背后的经济理论使它们和国债的价值在通货紧缩时期急剧上涨。虽然2008年几乎没有人预期到国债将是本年度表现最佳的资产，但这确实发生了。"

"在2008年金融危机期间，我不是坐在那里一直担心我这一生的积蓄，而是泰然自若地看待整个事件。我不需要担心信用风险，因为我持有的国债没有这种风险；利率下跌时，我也不需要担心赎回风险，因为我持有的债券都是不可赎回的；我更不需要担心债券基金经理人做一些有风险的事情，因

为我自己直接持有债券；最后，我不需要担心股票市场亏损，因为我的债券的盈利几乎可以完全抵消这些亏损。”

“到该年年底，我获得了国债盈利，并把它们重新调整投入到跌至10年来最低价的股票中。我从未想到它能做到这一点，但是这就是哈利·布朗的基本投资哲学的一部分——我们要为所有可能发生的经济状况做好准备，因为你永远不知道接下来会发生什么事。”

债券风险模型

正如我们先前所讨论的，债券有信用风险、违约风险、赎回风险、政治风险、货币风险和税务风险等很多风险。这些风险以债券支付的利率形式被计入债券价格中。与债券相关的风险越多，转换成的偿付给投资者的利率越高。简单地说，美国国债会比那些不可靠的公司债券支付更少的利息。但是美国财政部真正偿付给投资者的机会更大。

> 简单地说，美国国债会比那些不可靠的公司债券支付更少的利息。但是美国财政部真正偿付给投资者的机会更大。

忽略掉美国国债有时所带来的全部负面报道，在本章中所讲述的由美国政府所发行的长期国债几乎对所有的债券风险都免疫。因为美国国债不会出现其他债券会遇见的风险，它们对于美国永久投资组合的投资者来说是最安全的。

表7-6显示，考虑到与债券相关的所有风险，美国国债看起来是表现最好的。要注意的是，私营企业也许会发行一些市政债券和一些由政府担保的抵押贷款。然而，2008年一些非常大型的保险公司都很有压力，如果它们破产的话，这会在整个市政债券市场产生反响。此外，2008年之前一些政府支持企业比如房地美所持有的抵押贷款有美国政府的暗中支持，但是并没有国债那样绝对安全。这也会导致很多问题。当市场出现危机时，真正安全的唯一债券是国债。

正如表7-6所示，当所有的因素都被考虑在内时，美国国债为投资者带

来的风险最低。

表 7-6 债券风险模型——美国国债得分最高

	美国国债	市政债券	抵押贷款	公司债券	垃圾债券	国际债券
违约风险	无	有	可能有	有	有	有
信用风险	无	有	可能有	有	有	有
赎回风险	无①	有	有	有	有	有②
政治风险	无	无	无	无	无	有
货币风险	无	无	无	无	无	有
经理人风险	无	有	有	有	有	有
国际风险	无	无	无	无③	无	有
州 / 地方税务	无	无	有	有	有	有
联邦税务	有	无	有	有	有	有

① 一些美国长期国债发行于高通胀时期，20 世纪 80 年代早期有些赎回条款，但是它们已经不再流通了。

② 不同的政府对可赎回债券有不同的政策。

③ 除非它们是国内公司。

债券基金和退休计划

有些投资者把大量的基金投资于可以享受税收优惠的退休计划，比如 401（k）计划，在这个计划中，长期美国国债基金不是很合适。发行的这些债券基金中的大部分对永久投资组合投资者来说是限制使用的。

如果你发现自己持有的大型 401(k) 计划与你的其他投资相对比较平衡，但是该计划中没有合适的长期国债基金，那么你仍然可以有以下几个选择。

- 让你的 401（k）计划管理人为该计划的基金阵容添加一项长期国债基金。要确定所加的任何此类基金完全是 100% 的美国长期国债基金（基金的名字可以是假的）。
- 问一下你的 401（k）计划管理人，该计划是否提供了一个经纪人窗口。经纪人窗口也许会允许你从二级市场直接购买债券，或者购买计划之外的长期国债基金，比如本章中所列的基金。

- 尽你最大的努力使用你所持有的基金。

如果你被迫选择最后一项，那么试着在你的基金中寻求满足以下条件的债券。

- 尽可能低的费用比率。
- 只使用美国国债，或者至少持有大部分美国国债。
- 持有有效的最长到期期限的美国国债。
- 不要在债券到期日到期前老是变化，虽然有的人可能觉得这样做很合适。你的债券基金要保持固定不变的到期期限目标。
- 使用名义债券而不是 TIPS 或者抵押贷款。

概要综述

在永久投资组合中加入长期国债可以抵御通货紧缩，也会在经济繁荣时期给你带来额外的收益。在处理债券问题的过程中，要了解以下注意事项。

- 你应该购买那些到期期限在 25～30 年的债券。
- 你应该一直持有债券，直到它们还有 20 年的到期期限，然后卖掉它们，再买入新的 25～30 年期债券。
- 你的永久投资组合中的债券应该避免信用风险、违约风险、赎回风险和政治风险。
- 债券应该追求安全性，而不是投机。
- 一定不要购买 TIPS、市政债券、抵押贷款债券、国际债券、公司债券或者垃圾债券。
- 如果你的目的是持有美国政府债券，那么选择高质量和长期的公司债券指数基金（同时也要注意这种方法可能给整个投资组合带来的问题）。
- 如果可能的话，债券应该是本人直接购买和持有，以避免债券基金经理人风险。
- 如果你选择使用基金的话，要确保它是尽可能接近 100% 的国债。

- 如果你选择使用债券基金，绝对不要使用主动管理型基金，而仅仅考虑被动管理型指数基金。
- 如果你的退休计划没有提供一项合适的长期国债基金，那么看一下是否可以增加长期国债基金。或者如果这项长期国债基金可供你直接购买债券的话，那么你可以利用经纪人窗口。

第 8 章
Chapter 8

现　　金
被遗忘的资产

大多数金融顾问都会建议投资者手中保留一些现金，但几乎没有可以运用到这些手中持有的现金的策略，以使其演变为整体投资策略。永久投资组合是个例外，它需要配置占整体资产比例为 25% 的现金，而且这些持有的现金是整体投资策略的基本结构单元。

与被设计为灵活多变的策略的其他永久投资组合资产不同的是，现金的角色是动荡市场中的稳定器。现金配置也为投资者提供了从其他资产中获得并储存利息、红利和资本收益的地方，也可以在市场下跌时提供“干粉灭火剂”以重新调整投资组合。在股票、债券和黄金都不景气的年份里，现金偶尔也可以充当投资组合中的领先资产。

除了以上描述的功能，现金也可以作为紧急备用基金以备不时之需，例如一段时期的失业或健康事件。对于那些退休的人来说，投资组合中的现金部分可以用作生活费用。总而言之，永久投资组合中的现金部分表现出了一些非常重要的功能。

由于现金的安全性和稳定性非常重要，永久投资组合把现金投入最多 12 个月到期的非常安全的美国国债中去。在众多选择中选择短期国债的原

因将会在本章节中讨论到。

现金的益处

在市场的波动中，现金抑制了永久投资组合的变动，并且在几乎所有的经济状况下都能够提供令人惊喜的收益。但是在现金配置至关重要的环境中，有一种特别的经济情况。

银根紧缩衰退

非常必要持有现金的经济环境就是哈利·布朗称之为“银根紧缩”的衰退中。银根紧缩衰退是中央银行在原本就不景气的经济环境中上调利率引发的，而央行实施政策的目的原本是希望降低通胀。

银根紧缩衰退的影响之一是几乎**每一次**重要的利率上升都会引起资产损失。这样一来，尽管不论在经济繁荣、通胀还是通缩时期，永久投资组合中的股票、黄金或者债券资产中的至少一项会正常上涨，但是在衰退情况下，所有这三项资产可能在短期内都会下跌。

好在按照定义，这种类型的衰退是一个相对短暂的时期（通常不超过 18 个月）。中央银行的加息幅度只会这么大，之后要么通胀不再令人担忧，要么高利率暗示经济进入到萧条阶段（此时长期国债会表现良好）。

美国经济经历了 20 世纪 80 年代早期的环境，那时美联储再三提高利率以终止 20 世纪 70 年代产生的通货膨胀。在这段时间，永久投资组合中的短期国债发挥了作用。

表 8-1 显示 1981 年美联储为控制恶性通货膨胀而引发的经济衰退。在此之前最高峰时基本利率（银行向其最好的、最有信誉的客户收取的短期利率）超过 20%，抵押贷款利率达到 15%。

在这种情况下，市场不知道将会发生什么情况，展示了不可预测的结果。随着通货膨胀继续侵蚀美元的购买力，扣除物价因素，股票、债券和黄金的价值全都下降了。很多人一直认为现金是一类失败的资产，但实际

上它却在1981年达到了最高收益。这是永久投资组合从未有过的最差的年份。但它只是损失了4.9%（扣除物价因素-12.6%），而其他策略则损失得更多。

表8-1 在1981年的衰退期间现金表现得极其出色

资产	1981年的收益率（%）	1981年的实际收益率（%）	10 000美元的增长（美元）
股票	-4.9	-12.7	8 729
债券	1.9	-6.5	9 352
现金	14.7	5.3	10 531
黄金	-31.1	-36.7	6 329

那些在投资组合中有现金缓冲的投资者不仅可以安全渡过1981年的市场回调，并且可以通过手中持有的现金重新平衡那些已经掉落到非常有吸引力的资产。表8-2展示了一旦市场冷静下来，在接下来的1982年将会发生什么事。1981年投资组合的小损失在1982年转变为20.2%的收益（15.8%的实际收益）。股票和债券在这年上涨相当迅速，黄金和现金也恢复了活力。那些在经济风暴之外（依靠现金这座靠山）耐心等待的投资者获利颇多。

很多人一直认为现金是一类失败的资产，但实际上它却在1981年达到了最高收益。

即使华尔街俗语“现金无用”听起来十分顺口，但现实是在市场波动期间，现金是适合多元化投资的重要资产。通常人们不喜欢持有现金，但当重要事件发生使一切变得杂乱无章的时候，现金就闪亮登场了。

表8-2 1982年从衰退中恢复的所有4类资产

资产	1982年的收益率（%）	1982年的实际收益率（%）	10 000美元的增长（美元）
股票	21.6	17.1	11 707
债券	40.4	35.2	13 518
现金	10.5	6.5	10 646
黄金	8.3	4.3	11 694

“……但是我把现金（cash）听成了垃圾（trash）”

现金风险

由于现金资产是一类低风险资产，那么它有着与收益相适应的相对低的通货膨胀就不是什么令人惊奇的事了。因为它的实际收益很低，所以现金非常容易受到通货膨胀的打击，并且通货膨胀会随着时间侵蚀现金可能获得的任何实际收益。

20 世纪 70 年代是个高通货膨胀的年代，扣除物价因素，现金一年损失了 1.5%。1972～1979 年的 8 年内，一笔 10 000 美元的投资的实际购买力可能已经减少到 8 900 美元了，如表 8-3 所示。现金比债券和股票表现得出色，但是从整体来说，在通货膨胀时期，现金并不是个好角色。不过，在 20 世纪 70 年代，对于大多数投资者来说，只要损失**较小**，投资表现就算良好了。

> 我们很容易通过事后认知挑选出获胜者，但是这些事后认知不能告诉我们未来会发生什么。

在经济繁荣时期，如果现金配

置的比例较大，经常会被看作丢失了很大的机会。我们经常接触的观念就是，现金可以购买其他资产，例如那些有可能会提供高收益的股票或债券。当然，这个观点的假设是投资者已经提前知道哪类资产可以比现金表现得更好。

表 8-3 高通货膨胀时期（1972～1979 年）的现金表现

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元的增长（美元）
股票	5.1	-2.8	8 000
债券	3.8	-4.0	7 200
现金	6.5	-1.5	8 900
黄金	34.1	24.1	56 000

注：用于同级比较的市场数据始于金本位结束后的 1972 年。

表 8-4 繁荣时期资产类别收益（1980～1999 年持有现金就是错过机会）

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元的增长（美元）
股票	17.9	13.5	122 400
债券	10.7	6.4	34 700
现金	6.9	2.8	17 300
黄金	-2.3	-6.1	2 800

表 8-4 展示的是 1980～1999 年，由于持有现金产生的丢失机会的结果，而这段时间对于股票和债券来说却是一段非常好的时期。在此期间，现金比黄金表现得要好，但和这段时期的赢家来说就不值一提。

我们很容易通过事后认知来挑选出获胜者，但是这些事后认知不能告诉我们未来会发生什么。换句话说，1980 年的时候投资者没办法事先知道股票和债券即将进入表现突出的阶段。1980 年所有投资者都确信的是股票和债券已经持续很多年都表现得很差劲，在达到能够表现良好的点之前可能会一直如此。

波动性

由于现金扮演的是经济不稳定时期的缓冲器，那么表单上出现的现金必

须是**非常稳定**和**非常安全**的。与股票、债券和黄金不同的是，现金是永久投资组合中唯一几乎没有波动的部分。

持有现金可以避免任何风险的其他原因是，在一些市场条件下，使用现金来购买那些价格下跌的资产是很有必要的。在其他情况下，投资者可能会需要使用自己的现金来支付生活费用或存钱以备不时之需。当这样的情况出现时，现金可以说是不可或缺的，所以它必须是稳定和安全的。

永久投资组合中配置现金的目的就是确保在你需要的时候总有可用的现金。

由于现金对于安全性和稳定性的绝对需要，造成的结果是永久投资组合对于持有现金有一个狭义的观点。投资组合的现金配置并不是在寻求与高风险相对应的高收益，尽管现金偶尔也会成为投资组合中表现最好的资产。但是在正常情况下，股票、债券或者黄金都可能是投资组合中表现最好的资产。永久投资组合中配置现金的目的是确保在你需要的时候总有可用的现金。

利率风险和波动性

正如第 7 章关于债券所描述的一样，利率风险是一种固定收益投资例如债券在利率上升的时候所面对的危险。就像债券一样，现金是否容易受到利率上升的冲击取决于它的投资方式。避免潜在的利率风险是永久投资组合现金配置的目标之一。

看待永久投资组合现金配置的一个方式是把它看作长期债券利率风险范围的另一端。利率下降，长期债券则会升值，利率上升时，长期债券则会贬值。每一笔交易的收益会损失的数额是由到期债券决定的。但是，如果使用现金来投资 12 个月的短期债券，那么短期债券到期前的这段时间很短，以至于这类投资很大程度上对由利率改变引起的价值波动免疫。

投资者希望他们的现金最大可能地稳定。这与债券部分正好**相反**。债券很容易受到利率变化的影响，因为债券到期前的时间段很长。由于短期债券到期前的时间较短，所以当利率改变的时候，它们的波动幅度不大。

表 8-5 以 2008～2009 年这段时间为例。从 2008 年 1 月开始到年底，长期利率从 4.35% 降至 2.6%，总共下降了 1.75%。结果却是债券价格上升了 25.9%，而短期债券只上升了 1.5%，几乎没有什么波动。

表 8-5 比较 2008 年与 2009 年的现金和债券收益，债券的价值容易波动，现金的价值非常稳定

资产	2008 年的收益率（%）	2009 年的收益率（%）
债券	25.9	−14.9
短期债券体现的现金	1.5	0.10

然而在 2009 年，长期利率上升势头减弱，似乎只上升了 2%。这 2 个百分点的增长导致长期债券价格下跌了 14.9 个百分点，而短期债券几乎没怎么波动，仅仅只有 0.10 个百分点的上涨[⊖]。记住，债券价格的波动与利率**相反**，这同样适用于短期债券。尽管利率波动幅度很大，短期债券的价值却非常稳定。这正是现金配置所需要的。

持有现金

术语“现金”是建议你钱包里留一部分现金，或者把钱压在床垫底下存起来。但是，永久投资组合中的现金代表的是现金等价物投资。这是一类可以随时转换为投资者可以直接使用的货币的资产。

永久投资组合中现金的标准如下：

- 流通性很强（在任何时间都能直接买入或卖出）；
- 没有利率风险；
- 无违约风险、信用风险、赎回风险、货币风险、交易对手风险或其他固定收益普通风险。

⊖ www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield.

适合现金的投资选择

对于美国投资者来说，符合标准的主要资产是美国政府发行的最长 12 个月的短期国债组成的非常短期的国债。

以下是购买短期债券的 3 种主要方式：

（1）参与财政部的拍卖会；

（2）在二级市场购买；

（3）通过财政部货币市场基金（Treasury Money Market Fund）。

1. 财政部拍卖或者二级市场

购买短期债券的一个方式就是直接从财政部购买。使用这种方式来购买短期债券通常会持有债券直到到期，那时资金会展期至新发行的短期国债。这种方法被称为“云梯策略”，以下是两个基本的方法。

（1）你自己直接开户在财政部系统购买（www.treasurydirect.gov），自己构建云梯。

（2）请你的共同基金公司或经纪商帮你购买短期国债，并为你维持云梯。

Treasury Direct 是美国财政部的一项服务，它使得个人可以用与第 7 章描述的购买长期债券相同的方式参与拍卖来购买短期债券。Treasury Direct 可以和你的银行账户捆绑，使资金增加并直接流通。

经纪人业务也可以在拍卖会或二级市场上购买短期债券。你可以打电话给你的经纪商，在债券语音平台请求帮助购买短期债券（每一家经纪商购买短期债券的流程都会有略微不同的地方）。很多经纪人业务也会为你提供在线形式的自动化过程。

> 购买短期债券然后展期是持有短期债券最安全的方式，但这也是最不方便的。幸运的是，这有一大笔资金可以帮助你控制短期债券的投资组合，费用低廉且安全程度较高。

购买短期债券然后展期是持有短期债券最安全的方式，但这也是最不方便的。幸运的是，这有一大笔资金可以帮助你控制短期债券的投资组合，费用低廉且安全程度较高。

2. 财政部货币市场基金

财政部货币市场基金提供了一个持有短期债券的简单方式。财政部货币市场基金的基本条件在很多方面与投资组合中的债券部分相同。

- 100% 持有美国国债。
- 费用率低（最好低于 0.20%/ 年）。[⊖]
- 被动追踪市场，好过积极地去打败市场。

根据以上的这些条件，对于永久投资组合中的现金部分来说，下面的这些基金会是一些不错的选择。

- 安硕短期国债交易所交易基金（iShares Short Treasury ETF）（基金代码：SHV）。
- 富达国债货币市场基金（Fidelity Treasury Money Market）（基金代码：FDLXX）。
- SPDR 短期国债交易所交易基金（SPDR Treasury Bill ETF）（基金代码：BIL）。
- Gabelli 美国国债市场基金（Gabelli U.S. Treasury Money Market）（基金代码：GABXX）。

（暂且提一下先锋基金，尽管它有时持有 80% 的债券。）

- 先锋国债货币市场基金（基金代码：VUSXX）——遗憾的是这个基金并不是纯粹的国债，尽管它的适用范围很广泛。[⊜]

其他基金可能也会适合你的投资组合中的现金配置。评估这些基金的时候，考虑一下上述指导。如果一个短期国债基金跟随这些指导方针的话，那么对于永久投资组合的现金配置来说，可能就是一个很好的选择。

3. 美国储蓄债券

在美国财政部发行的所有债券类型中，EE 系列和 I 系列的储蓄债券在

⊖ 很多财政部货币市场基金的费用比例较高，应该避免。实际收益接近 0 个百分点，高费用比例意味着投资者实际上损失了很多资金。投资者在投资任何基金之前都要先核查一遍费用比例。

⊜ 在这个基金中，先锋集团可以只持有 80% 的国债，有时会混合一些抵押贷款和其他对于永久投资组合的投资者没有优势的资产。截止到 2012 年年初，这个基金不再向新投资者开放。

小规模投资者中一直很受欢迎。但储蓄债券在大众中并不是那么受欢迎，原因就是它的利率很低，并且声誉一般，近年来储蓄债券获得的收益比财政部发行的短期债券还要高。

EE 系列的储蓄债券自始至终支付的都是固定利息，I 系列储蓄债券支付的是与通货膨胀相适应的利息。储蓄债券最多支付 30 年的利息，而且在债券到期之前累积计算的利息不用缴纳个人所得税，这是一个有用的税务延期工具，对于永久投资组合的现金配置来说是一个很好的选择。

还有一个警告就是，兑付债券并不像卖出经纪商账户中的短期国债一样简单（尽管截止到 2012 年它们只是电子凭证式，所以这些动态的数字可能会改变），持有时间短于 5 年的储蓄债券的销售会招致 3 个月的罚息。最后，个人购买储蓄债券还有一个年度限额。

作为永久投资组合的一部分，如果投资者按照这个思路（25% 的现金配置意味着你的投资组合将持有不超过 7.5% 的储蓄债券），整个现金配置中持有的储蓄债券应该被限制到最高 30%。限制储蓄债券将确保总是有足够的现金来重新平衡投资组合或满足一时需要。同时，在没有额外风险的情况下（由于全部的现金配置的资金是通过美国财政部发行债务筹集的），一个全部是现金的投资组合通常比 100% 短期债券的投资组合的收益要稍微高些。

4. 短期国债

在永久投资组合中，持有现金的另一个可选择项是用 1～3 年内到期的中期国债替代短期国债。短期国债和短期的中期国债之间的区别就在于中期国债的到期时间远远超过 12 个月（但是短于 10 年），而短期国债的到期时间是 12 个月或更短。持有 1～3 年到期的中期国债比持有 100% 短期国债的收益要略微高些，尽管这个方法确实涉及比持有 100% 短期国债稍微高些的利率风险。

但是，如果投资者把至少相当于 1 年生活费的现金投入短期国债中，那么他们可能会考虑把剩下的存入短期国债基金。

如果投资者把至少相当于 1 年生活费的现金投入短期国债中，那么他们可能会考虑把剩下的存入短期国债基金。

看一下表 8-6 中 3 个相似的永久投资组合。一个像现金一样设置

为100%的短期国债。另一个50%是短期国债，另外50%是短期的中期国债基金。最后一个把所有的现金都投入短期的中期国债基金。

有短期的中期国债基金的投资组合收益较高，但这还没完。表8-7列出的是永久投资组合最差的年份，.还有每一个不同的表现。

有趣的是，在这段时间短期的中期国债基金不仅从总体上表现得最好，而且在4个下跌年份的3个中，它们往往损失较小。

即使是在20世纪70年代不景气的高通货膨胀时期，短期的中期国债基金的投资组合和短期国债表现得一样出色。表8-8展示了1972～1979年的高通货膨胀时期，在利率上升的环境中，短期的中期国债组合的调整实际没有什么影响。

表8-6 1972～2011年永久投资组合收益：短期国债，50%短期国债和50%短期国债基金，100%短期的中期国债基金的收益比较

现金类型	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000美元资产的实际增长额（美元）
100%短期国债	9.5	4.9	67 800
50%短期国债/50%短期的中期国债	9.7	5.1	73 200
100%短期的中期国债	9.9	5.3	79 000

表8-7 使用不同现金类型的永久投资组合的亏损年份表现 （%）

亏损年份	100%短期国债	50%的短期国债/50%短期的中期国债	100%短期的中期国债
1981	-4.9	-4.4	-3.9
1994	-0.9	-1.5	-2.0
2001	-0.7	-0.2	+0.3
2008	-2.0	-1.4	-0.7

表8-8 1972～1979年高通货膨胀时期永久投资组合收益：短期国债，50%的短期国债/50%短期的中期国债，100%短期的中期国债的收益比较

现金类型	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000美元资产的实际增长额（美元）
100%短期国债	14.3	5.7	15 600
50%短期国债/50%短期的中期国债	14.3	5.7	15 600
100%短期的中期国债	14.3	5.7	15 600

短期的中期国债是唯一选择

在这里提到的永久投资组合中使用1～3年的中期国债替代较短时间的短期债券，作为一个可供调整的策略在历史上表现得很好。然而，所有永久投资组合投资者都应该在投资组合的现金配置之下建立一个短期国债的头寸，之后再用中期国债进行替代。永久投资组合现金配置的其中一个功能是提供需要的紧急资金的来源，因此，短期国债的安全性和稳定性不应该完全被忽略，即使短期的中期国债可以提供略微高一点的收益。如果利率突然开始上升，短期的中期国债可能略有损失，而短期国债的价值几乎没有什么波动。

对于寻求短期的中期国债基金以融合短期国债达到略高收益的投资者而言，以下基金是合适的选项。

- 安硕短期的中期国债交易所交易基金（iShares Short-Term Treasury ETF)(基金代码：SHY)。
- 富达短期的中期国债基金（Fidelity Spartan Short-Term Treasury Bond)(基金代码：FSBIX)。
- SPDR 短期的中期国债交易所交易基金（SPDR Short-Term Treasury ETF)(基金代码：SST)[⊖]。
- 先锋短期的中期国债基金（Vanguard Short-Term Treasury Fund)(基金代码：VFISX)——就像它们的财政部货币市场基金一样，按照它们把这个比例修改到只有80%的国债方式，这个基金是表单上最后推荐的。[⊜]

可供短期的中期国债基金选择的选项是直接购买中期国债，中期国债云梯和之前讨论到的短期国债云梯的创立方式一样。

⊖ 这是一个2011年秋季刚发行的全新的基金。通常，最好要避免新的基金，让它们创造自己的净资产价值，以确保它们可以在不同的市场中生存下去。然而，道富公司发行的SPDR系列的基金，对于筹集交易所交易基金有着很大影响，并且很可能对于跟随列出的其他基金是一个很好的选择。

⊜ 在这个基金中，先锋集团可以只持有80%的国债，而且有时可以混合抵押贷款和其他类型的对于永久投资组合投资者没有优势的资产。

以上是可供你**选择**的想法。如果你不考虑冒这个风险的话，那么用你的现金来购买100%短期债券也是一个很好的决定。

现金风险——短期国债的情况

违约风险

就像长期国债一样，美国财政部发行的短期国债是不存在违约风险的。不管发生任何预算危机，国债利息都必须支付，因为如果不这样做的话，美国政府就该关门了。

进一步来讲，美国政府以美元计价发行债券，其掌控货币的能力与公司、银行、城市甚至地方政府都完全不在一个水平。与美国政府不同的是，这些实体不能印刷自己的货币来支付债务，这就会造成一定程度上的违约风险。如果美国政府印刷货币来支付债务会导致严重的通货膨胀，但至少你会得到你应得的利息。

除了短期国债的低违约风险之外，在金融危机中投资者往往会涌向安全和易流通的美国短期国债。不论金融和经济条件变得如何极端，总会有一大批短期国债的买家和卖家。对于投资者来说，这意味着在任何时间都可以把短期国债转换为现金，当市场中的很多其他资产流动性非常差的时候，易变现可以说是一个非常吸引人的特色。

信用风险

短期国债的违约风险低，信用风险也非常低。与许多市场权威人士关于美国国债的言论相反，每一次金融危机看起来都像在证明：在发生紧急情况时，美国国债都被看作一个安全地带。未来这可能会改

那些持有大量安然公司或世通公司债券的投资者们，在新闻报道了这些公司的骗局时都很郁闷。一旦信用开始滑坡，这些公司发行的债券价格下跌也非常快。结果没有达到最初设想的巨额收益。

变，但是至今为止，短期国债的替代品都是冒险者。

当涉及信用风险时，拥有短期国债与拥有一州、市、银行或公司的短期债务有很大区别。这些实体中的任何一个都可能出现信用降级，导致价值快速下跌，并且在某些情况下根本卖不出去。

那些持有大量安然公司或世通公司债券的投资者们，在新闻报道了这些公司的骗局时都很郁闷。一旦信用开始滑坡，这些公司发行的债券价格下跌也非常快。结果没有达到最初设想的巨额收益。

货币和政治风险

就像长期国债一样，投资者没有必要持有居住国以外的现金。在美国投资者花费和存储的都是美元，而且没有必要持有别国货币，例如欧元、英镑或者日元。

永久投资组合中避免持有国外货币的其中一个原因是，就像持有国外长期债券一样，别的国家的一个政治决策就可能使国外货币的持有者处于巨大的风险之中。在经济危机中，对于国家来说，不努力实施资本管制是不正常的，而这个措施就是限制货币从国家流入或流出。这些政策对于货币持有者将会产生不利影响。

即使这些货币被视为世界上最安全的货币也不能不受政治风险的干扰。2011 年的夏天，瑞士国家银行有步骤地控制瑞士法郎的价值，导致瑞士法郎兑美元的汇率一周之内持续下跌贬值了接近 10%，令市场大为震惊。在此之前，很多投资者都认为瑞士法郎是除了美元以外安全的多元化投资方式。英国《卫报》报道了这个政策的影响：

> 瑞士国家银行（简称 SNB）实际上使瑞士法郎贬值了，保证购买“无限量”的国外货币以迫使货币贬值……
>
> ……这一举动使货币交易者目瞪口呆，也使得瑞士法郎兑其他货币贬值。经纪商 World First 的首席经济师库克认为“这是一次大规模的干预”，是“货币战争新战役”的开始。
>
> ……“这是我见过的最大的外汇举措……瑞士法郎在过去 15 分钟之

内已经贬值近9%。过去10年这种巨幅波动只在雷曼兄弟事件，'7·7'伦敦地铁袭击案和其他大型地缘政治事件中见到过。"库克说。[⊖]

通过持有短期国债，美国投资者不用担心他们的投资组合中的货币或政治风险。生活在其他国家的投资者应该明智地只持有本国货币，且应该避免用同样的原因投机国外货币。

交易对手风险

当涉及投资现金时，理解交易对手风险是很重要的。交易对手风险是指你把你的钱投入这个组织，将来当你要收回时却要不回来。交易对手风险很难掌控，因为在某种程度上投资者最需要使用资金的时期正好是最没有能力偿还的时期（通常因为他们需要这些资金来应对自己的紧急事件）。紧急事件导致一连串的影响。普通的交易对手风险就是银行挤兑。银行挤兑就是一大批存款人在同一时间想要收回自己的资金，而银行手中没有足够的资金。这个结果可能会是银行停业，接下来令人们还心存希望的是政府赔偿金的接管。这就是交易对手风险。

为了满足绝对安全的需求，永久投资组合的投资者应该不需要评估这些接受他们的资产委托的组织的信誉。换句话说，永久投资组合投资者想要他的现金是**零**对手风险，唯一的方法就是投资实力雄厚的实体，如果必要的话，可以印刷或无限借入货币。在美国，这个实体就是美国国债。

赎回风险

赎回风险即发行人利用降低的利率来召回之前发行的债务，然后在利率更低的时候重新发行债务，就像长期债券一样。短期国债，就像其他国债一样没有赎回风险。

赎回风险经常在短期市场债券和抵押贷款中提到，与这些类型的长期债券一样。还有更长期限的债券，赎回风险把投资者置于妥协的位置。当利率

⊖ Graeme Wearden, "Swiss Bid to Peg 'Safe Haven' Franc to the Euro Stuns Currency Traders," *Guardian UK*, September 6, 2011, www.guardian.co.uk/business/2011/sep/06/switzerland-pegs-swiss-franc-euro.

对发行人有利的时候，他们有能力使他们的低利率贷款保留在市场中，也可以在利率落到对他们有利的位置的时候尽早收回贷款，并且支付利息。这两种方式投资者都会产生损失。

税收风险

短期国债利息要缴纳联邦所得税，但是以州和当地水平来说，这不算重税。这种税务处理给税率高的州的投资者提供了有利条件。

尽管短期国债确实享受上述非常好的税务处理，但是其他的短期债务工具（例如市政债券）在各个级别都是免费的。但是正如第 7 章讨论的，对于使用这种方法的永久投资组合的投资者的债券风险是不合情理的。根据投资组合的总体表现，加上你要承担的在最不可能的时机出现的额外的违约风险和赎回风险，免税债券的吸引力通常不会引起很大的收益。我们要立刻更加充分地讨论这个问题。

在其他风险中，如果拥有国外货币涉及的政治风险不足以使它们变得没有吸引力，必须处理税务机关和国外税务机关的预期就足以使你远离了。在资金离开所在国家之前你必须支付很多税，国外等价物可能提供的高收益对你来说就不那么有吸引力了。

最后，来自公司或银行储蓄部门（大额可转让存款证，简称 CDs）的其他高收益现金会按照地方、州或者联邦的标准来纳税。拥有这些资产的投资者将来很可能发现，值得他们冒更大风险的利率较高的资产到年底还是要以税收形式进入到山姆大叔的口袋中。

税收**很**重要，我们重复讨论过这个话题，但是投资者也希望确保他们没有为了在税收上节省一笔小钱而牺牲安全性。拥有短期国债，你不仅有能力避免本地和州级别的税务，还可以避免你的现金配置的其他严重的风险。

要避免的现金

虽然看起来找到一个安全的地方来持有现金应该很容易，现实却是：希

望获得一个较高收益的场景背后有时经常会发生风险非常大的事。这些风险可以隐藏很多年，当市场发生紧急状况时，这些风险就变成了事实。

以下是现金工具的具体类别，在永久投资组合中为了避开隐藏的风险，要避免使用这些工具。

使用非国债基金追逐收益

追逐收益是一个术语，用来描述投资者为了获得稍高一些的收益，根据他们需要支付利息的微小差异来决定将现金从一个资产类别转到另一个资产类别。追逐收益经常使投资者承担额外的风险，而这些风险带来的损失远远超过可能带来的额外微小收益。

目前国债货币市场基金收益大致在0。很多投资者都相信这些低收益恰好证实用现金来追逐高收益是应当的。千万不要这样想。现金应该被安全地保管。投资组合中的其余部分会挣到足够多的钱，你不必用你的现金配置来冒险。

2008年金融危机时，在很多陷于困境的货币市场基金中，正是高收益资产而非短期国债出现了问题。其中一些基金甚至“跌破发行价”——一份价格降到1美元以下。

> 现金应该被安全地保管。投资组合中的其余部分会挣到足够多的钱，你不必用你的现金配置来冒险。

事实上，第一个创立的货币市场基金——储备基金就降到了1美元以下，套牢投资者多年。克雷格在其博客上关于现金风险对投资者提了如下建议。

> 每个人都应该接受克雷格的建议。在2008年损失一大笔储蓄基金之前，我总是认为现金的安全性毫无问题。我可以保证媒体在这个问题的严重性和普遍性上只是轻描淡写。我学到的教训是：那里有很大的风险，但是当人们意识到了这个问题，事情变得糟糕时，你不会从你的代理机构中获得任何帮助。在我的余生，我的现金将会存入联邦存款保险公司/（美国）全国信贷联盟署（简称FDIC/NCUA）的账户中（不要超过每个银行的存款限制）或用来购买美国国债。[⊖]

⊖ Crawlingroad.com的博客中讨论了在2008年的股市崩溃中他遭受的损失，http://crawlingroad.com/blog/2010/12/04/chasing-yield-with-your-cash/.

到2011年的时候为止，经过好几年的诉讼，投资者终于开始收到他们大部分的资金。[⊖]然而，其他基金公司的投资者就没那么幸运了。其他类型的现金基金使投资者在2008年遭受了巨大损失。举例子来说，Schwab YieldPlus基金在2008年的金融危机中损失了42%。这个基金曾经以保守的现金配置，能用“低资本风险提供高收益”和“你的现金的智能选择”[⊖]向投资者行销。图8-1显示了这个原本认为安全的现金基金的悲剧性结果。

这些基金的小额的额外收益正在面临着资本快速蒸发的困境，而且在某些情况下，冻结赎回使你不能拿回自己的钱。额外的这些收益或之前承诺的1年的收益根本不值得把钱投进去。

情况可能更糟：你根本就不知道存在的问题。以下是有关2008年信用危机的一篇文章：

> 从当时公布的数据可以看出，2008年经济下滑时期的货币市场行业中的恐慌级别远比之前公开的要高得多，为了避免更严重的金融混沌，很多波士顿的公司都从美国中央银行借款数十亿美元以渡过难关。在全国范围内，有接近200个货币市场基金进入联邦储备银行的营救项目，在那一年的9月份最后繁忙的5天里，金额达到2 170亿美元。这周公布的美联储数据显示，[⊖]美国银行波士顿公司哥伦比亚货币市场基金借款130亿美元，常青基金借款90亿美元，富达投资集团借款55亿美元，还有其他很多集团。

对于经济危机，投资者就不能做出反应把钱转到安全一点的地带吗？不，他们不能。经济危机发生得如此之快，以至于你根本来不及去反映。你仅仅是冲向逃生口的其中一个，他们都逃不出去。

如果你持有国债货币市场基金或短期债券之梯，就不用担心基金管理人

⊖ 美国货币市场基金清算网站：http://www.primary-yieldplus-inliquidation.com/pdf/FundUpdate- July2011.pdf

⊖ www.cbsnews.com/8301-505123_162-37640409/lessons-from-schwabs-yieldplus-debacle/?tag=mwuser.

⊖ “’08 Data Show Hub Firms in Grip of Panic,” *Boston Globe*, December 3, 2008, www.boston.com/business/articles/2010/12/03/08_data_show_boston_firms_in_grip_of_panic/?page=full.

秘密地使用你的钱在冒什么样的风险。

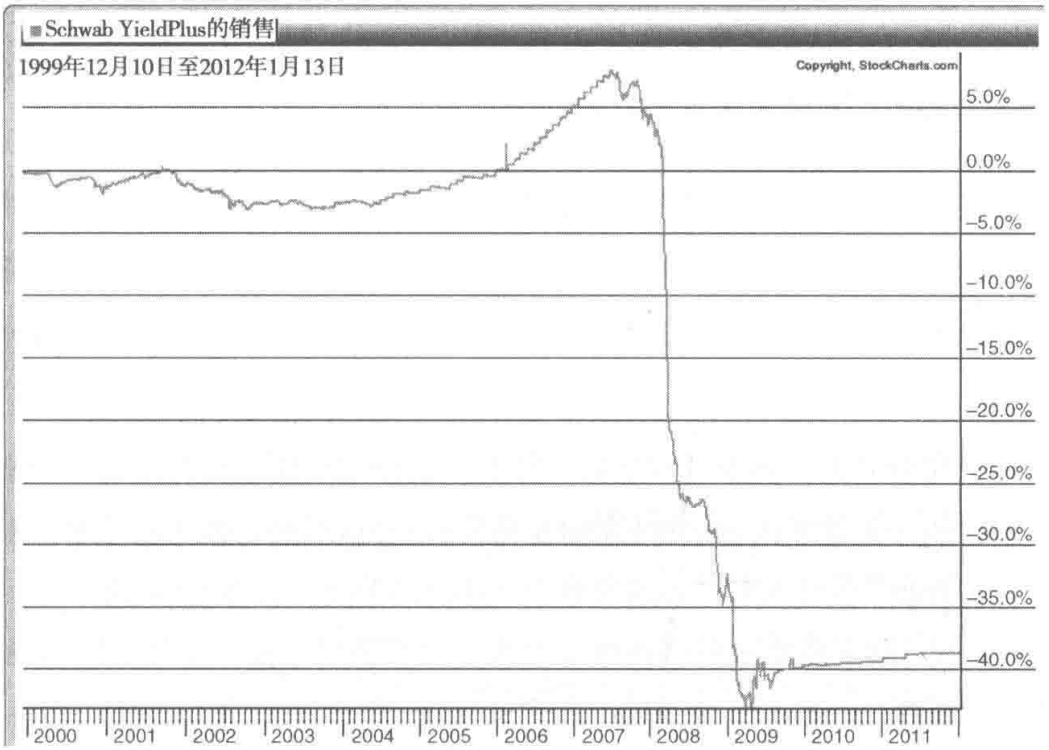


图 8-1 Schwab YieldPlus 2000～2012 年的表现。2008 年金融危机损失的资产

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

即使面对表面上收益率更高的诱惑，在很多情况下一个非国债货币市场基金的冒险者根本不可能超过安全的短期国债基金。我们来看一看富达精选货币市场基金（一个颇受欢迎的货币市场基金）与美国短期国债平均值，还有晨星的金融市场行业的基准之间的比较。覆盖时间最长的基金是1985～2012 年。表 8-9 展示的是在这 27 年间富达精选基金与低风险更安全的短期国债的收益之差只有区区 108 美元。或者说每年只多 4 美元！由此可见对于投入此基金的 10 000 美元来说为了每年多获得 4 美元的收益不值得去冒多余的风险。

表 8-9 富达精选基金与短期国债，还有货币市场基金的行业基准之间的比较

资　　产	10 000 美元的资产 1985～2012 年的增长（美元）
富达精选基金	29 539
短期国债	29 431
货币市场的行业基准	27 475

投资者在普通的货币市场基金中冒的风险更大，但是收获的成果却小于预期的利润，也没有额外的利润。

但是对于处在行业平均水平的货币市场基金来说，情况就更差了。因为大多数基金比典型的短期债券基金的费用比例更高，而实际上的收益却更低。低风险更安全的短期国债以 1 956 美元，也就是每年 72 美元的优势击败标准货币市场基金。投资者在平均货币市场基金中冒的风险更大，但是收获的成果却小于预期的利润，也**没有额外的利润**。

对于现金来说，安全应该是第一位的。就像短期国债的高度的安全性一样，更好的一点是它们仍然可以随着时间与行业标准的货币市场竞争，而且经常打败它们。

银行存款单

美国的银行系统是以一个模型为基础的，这个模型就是银行拿着你存进来的钱组成贷款。银行根据你的存款单支付给你的利息与别人支付贷款的利息之差就是银行挣钱的渠道之一。这种商业模型意味着在任何给定的时间里都只有一小笔存款人的钱可以取出来（其余部分借给了银行的客户，与他们的车、房子、生意等紧紧捆绑在一起）。但是当非常多的人在同一时间想从银行取款的时候会发生什么情况呢？这种情形会导致我们熟悉的银行挤兑。美国政府曾经尝试通过联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，简称 FDIC）来减轻对这类事件的恐惧感，这个机构创办于 20 世纪 30 年代，对一定数量的存款进行保险。

尽管联邦存款保险公司的存款保险已经运行至今，现实却是联邦存款保险公司实际上很少有资产能兑付负债。这意味着一家大规模的银行挤兑就可以很快花完联邦存款保险公司的储备金。2008～2009 年的银行危机中，FDIC 筹集的储备确实很少，而且不得不去请求国会和财政部来获得一个信用额度以处理这些损失——共计约 5000 亿美元之多。所以这个威胁在理论

上是行不通的。[⊖] FDIC 在 2009 年 2 月份的陈述中披露了这些[⊜]：

> 尽管 FDIC 能从财政部借钱来弥补损失，但是基金结存款和储备金的比例却接近 0 或负数，这可能会使人们对于 FDIC 是否能够迅速解决有问题的机构的问题、保护已投保的存款人产生怀疑，进而引发公共混乱。FDIC 认为财政信用额度可以填补不可预见的损失，不是融资计划损失的源头。
>
> FDIC 预期法定存款准备金比例将会下降至 0 点，或者在 2009 年时变得很低，除非基于评估在最后条款中所采用的比率，FDIC 的收入比定期的季度评估将会产生的收入更高。

尽管美国政府很有可能在非常紧急的情况下为 FDIC 提供财务支持，但是这个机会可能会有一些附加条件。举例来说，存款人要延期一段时间才能收到自己的存款，或者在渡过危机之前可能会有每日取款限制。这些措施可能会引发部分极端情形的发生，但是极端的情形比人们想象得更频繁。

由于美国短期国债的满分信心和信用，它们不需要被 FDIC 或其他政府机构保险。不需要 FDIC 是因为如果财政部不能支付你的短期国债的利息，那么 FDIC（和其余所有美国政府机构）就更没有办法来支付了。

短期国债的一个非常好的特点就是它没有保险限制。因此不管你是持有价值 2 500 美元还是 250 000 000 美元的短期国债，它们都将被全额支付（除了一些极端的情况）。在金融危机中，短期国债的持有者甚至在联邦存款保险公司救急资金被讨论之前就会被支付。

> 在金融危机中，短期国债的持有者甚至在联邦存款保险公司救急资金被讨论之前就会被支付。

最后，不管是将永久投资组合中的现金变成存款单还是投入其他银行账户都是每一个投资者需要自己做出的决定。实际上，很多人使用的是混合的方法，他们的现金的大部分都买成稳定而安全的短期国债，另一部分存入银

⊖ "FDIC Insurance Fund Near Empty," http://problembanklist.com/fdic-requests-500-billion-to-cover-unforeseen-losses-on-failed-banks/.

⊜ www.fdic.gov/news/board/27Feb09_Interim_Rule.pdf.

行来支付生活费用或应对紧急事件。

如果你把你的永久投资组合中的现金全部存入银行，那么一定要持续了解银行的财务健康问题，考虑一下把钱分散到其他不同的银行中。最后一点，确信自己的资金在 FDIC 对于各个机构的保险限制之内，以防最坏的情况发生。在 2008 年的金融危机的恐慌中，那些原本以为很安全的金融机构很快就完全解体了，人们对此感到非常震惊。不幸的是，就连银行也没有幸免于难，一些非常大的银行也倒闭了。

市政债券

正如以上所讨论到的，市政债券有信用和赎回风险。尽管很容易想到节税会带来好处，现实却是权衡市政债券可以对整个投资组合的安全性妥协，所以从免税股息中获得储蓄仅仅是一个幻觉。

由于短期国债不是以州和当地水平来交税的，所以市政债券唯一的有利税率可能就是关于联邦所得税的。

表 8-10 比较了 3 个流行的货币市场基金。第 1 个是先锋国债货币市场基金（Treasury Money Market Fund）。第 2 个是先锋通用免税市政货币市场基金（Tax-Free Municipal Money Market，一个短期的市政债券基金）。最后一个是先锋主要货币市场基金（Prime Money Market），这个基金持有各种各样的政府、银行和公司的债务。

表中的数据代表了在最近这 15 年的晨星的基金数据，而且提供了税前和税后的收益。注意，先锋国债货币市场基金 1 年的税前收益是 2.91%。这个收益比同时期的主要货币市场基金 3.07% 的收益略少。免税市政货币市场基金的 2.15% 的税前收益明显低于其他两个基金。这就是这 3 个应税资产的市场套利的区别。

当你收到税后收益的时候，你会发现应税的国债货币市场基金的税后收益是 1.80%，而主要货币市场基金的税后收益是 1.90%。令人惊喜的是，免税市政货币市场基金的税后收益始终比这两个基金的税后收益低。换句话说，根据以上比较，市政债券红利的免税待遇的额外好处并不能在实际中带

来较高的税后收益。影响纳税人的原因可以说是各种各样。

为什么投资者在可以购买较高安全性的、表现没有差异的国债货币市场基金的时候却想拥有一个信用、违约和赎回风险较高的免税基金？为什么要冒更大的风险来获得较少的税后收益？

表 8-10 在过去的 15 年中，先锋国债货币市场基金的税后收益与先锋免税市政债券基金，还有先锋商业票据货币市场基金三者之间的收益比较（%）

基金名称	先锋旗舰国债货币市场基金	先锋免税市政货币市场基金	先锋主要货币市场基金
税前	2.91	2.15	3.07
税后	1.80	1.51	1.90

即使在主要货币市场基金方面，国债基金的税后收益也只落后 0.10%。这种较高风险基金给投资组合带来另一个重要的与短期的中期国债基金相对的收益优势。

公司债券

很多货币市场基金都持有公司债券或公司与政府债券混合。这些基金经常持有银行、重点工业行业例如汽车工业、抵押贷款行业等的债务。这些基金的吸引力通常比安全的短期国债稍微高些，表 8-10 阐述了先锋国债货币市场基金与先锋主要货币市场基金之间的优势差得有多小。

一些投资者可能会反对把自己的钱借给美国政府。如果这困扰到你的话，你可以使用商业债务，但是要了解它的风险。

如果你选择把现金配置给其他资产，而不是短期国债的话，使用最便宜的持有多个行业债务的货币市场基金。这个基金也应该只拥有 AAA 级的债务。以下就是可供选择的基金。

- 先锋主要货币市场基金（基金代码：VMMXX）是一个很好的基金，但有时会持有国债。
- 富达精选货币市场基金（基金代码：FSLXX）是另一个选择，但是目前的花费比例明显地减少了基金收益，它也持有国债。

这个行业的大多数其他货币市场基金要么受到损失，要么就是错过国债机会，要么随基金经理意愿（而且费用昂贵）持有国债。总而言之，大力提倡只用你的现金购买短期国债。

国际基金

国际货币基金中的货币风险和政治风险使得它不适合在永久投资组合中使用。正如已经讨论过的政治和货币风险的部分，即使是强大的瑞士法郎也已经受制于这些问题。如果这些会发生在原本认为既安全又稳定的瑞士法郎上，它就可能会发生在任何地方。在与其他国家交易的时候还有额外的税费方面的花费。

对于永久投资组合的现金配置来说，投资者应该只需要拥有他们居住的国家的货币就可以了。

信用不稳的银行

有时候，你可能会忍不住购买一家信用不稳的银行的定期存款单，希望能够获得额外的利息收入，并且在 FDIC 帮助这些银行摆脱困境的时候得到回报（追逐收益，但用的是个笨方法）。最终你可能会被搞得焦头烂额。把钱存在一个信用不稳的银行就好像坐在醉驾司机开的车上，你以为如果汽车失事的话气囊会救你。但最好的办法还是不要进入这辆车。

> 把钱存在一个信用不稳的银行就好像坐在醉驾司机开的车上，你以为如果汽车失事的话气囊会救你。但最好的办法还是不要进入这辆车。

不要掉入这个陷阱里。把你的钱放在国债货币市场基金中，就能将所有的政治问题都清除掉。永久投资组合的剩余部分可以掌控收益，所以没有必要用你的现金来尝试追逐收益。

但是如果你的银行遭遇财政问题而且自身变得信用不稳会怎么样？简单，关掉你的账户然后把你的钱转移到其他地方。不要等到灾难发生，不要让任何人因为跟随你这样做而使你感到内疚。

你不欠银行任何支持。当你真诚地把钱存在他们银行的时候就是支持。没有必要把你辛苦挣来的财富存在一个被证明不能负责地管理你资金的银行中。首先要保护你自己，然后让做出错误决策的银行去处理失去客户的后果。

现金风险矩阵

表 8-11 与第 7 章展示的内容相似。这是因为影响其他类型债券的风险也会影响不同类型的现金（这些现金是这些投资更早到期的债券版本）。在这里唯一的区别就是后面再加上银行定期存款单，尽管 FDIC 已经确保，但是在 FDIC 不能够把钱退给存款人的巨大银行危机中还是有风险的。如果基金管理人的工作出错，使用短期国债基金也会有交易对手风险。然而对于大多数投资者来说，设置自己的短期国债云梯的能力不是一个便利的选择，所以基金是你最好的选择，尽管会冒一点小风险。

表 8-11 现金风险矩阵——短期国债表现最佳

	短期国债	银行定期存款单	市政	抵押贷款	公司	国际
违约风险	否	是	是	可能是	是	是
信用风险	否	是	是	可能是	是	是
赎回风险	否	否	是	是	是	是
政治风险	否	否	否	否	否	是
货币风险	否	否	否	否	否	是
交易对手风险	可能是	是	是	是	是	是
国际税收	否	否	否	否	否①	是
州 / 地方税收	否	是	否	是	是	是
联邦税	是	是	否	是	是	是

①只有当它们是国内企业的时候才适用。

现金和退休计划

很多投资者发现他们的重要储蓄都有延期税收的安排，例如个人退休金

账户（简称 IRA）和 401（k）计划。对于不便宜的储蓄税，投资者应该尝试把他们的现金按照下面的计划处理。投资者应该从退休计划中拿出一部分现金，这样他们就可以应对紧急情况的发生，而且不用缴纳任何税费或面临取款的处罚。

此外，根据经纪商提供的基金，这之中的很多计划经常会给出很差的选择。举例来说，最可能的就是将不会提供任何种类的短期国债基金。对于正在选择按照这些计划来处理现金的投资者来说，以下这些提示会有所帮助。

- 要求你的 401（k）计划管理者去购买短期国债基金以持有现金。确信任何这样的基金实际上都是一个 100% 的美国短期国债基金（基金名称可以是欺骗性的）。
- 咨询你的 401（k）计划管理者这个计划是否提供自选经纪账户。一个自选经纪账户可能会使你能够直接从二级市场购买短期国债，或在计划外购买合适的短期国债，例如本章列出的这些。
- 你必须尽你的能力来使用这些基金。

如果你被迫选择最后一个选项，接下来尝试着在你的基金中寻找以下内容。

- 尽可能低的费用比例。
- 只用美国短期国债，或者至少大部分是美国短期国债。
- 如果不用短期国债，那么它就应该是一个拥有一大笔商业证券以广泛分散其风险的指数型基金。它持有的证券应该是信用等级最高的（AAA 级）。
- 避免所有积极管理的基金。你想要这个基金是 100% 的短期（一年或更短）证券，以使得现金尽可能稳定。无论在哪里，积极的基金管理者，都没有增加价值。

概要综述

永久投资组合持有的现金使投资组合的整体收益变得稳固，确保紧急

基金随时可用，并且当投资组合不平衡的时候提供“干粉灭火剂”。投资者应该尽可能多地为持有的现金寻求安全性，使现金不会变得容易波动而遭受损失。

以下是对于你的现金的几条指导方针。

- 美国财政部发行的债券应该是永久投资组合中持有的现金的第一选择。
- 如果愿意的话你可以在 Treasury Direct 或你的经纪商的债券平台上建立你自己的短期国债云梯。对于你的现金配置来说，可以考虑轮流使用这些基金，安硕短期国债交易所交易基金、富达国债货币市场基金、SPDR 短期国债交易所交易基金、Gabelli 美国国债市场基金或者先锋国债货币市场基金（最后推荐）。
- 美国的储蓄债券也可以被实际用作永久投资组合现金配置的一部分。
- 你的永久投资组合的现金应该要避免信用风险、违约风险、赎回风险、货币风险和政治风险。
- 如果你被迫用你的现金来购买非国债基金，要确信它不是积极管理，而且没有修改追求利润的策略。确保它只投资于利息最高的证券。
- 银行定期存款单和货币市场账户对于永久投资组合的现金来说并不是理想的选择，因为一些账户涉及交易对手风险和受到 FDIC 保险的影响。然而，如果你想用你的现金购买银行定期存款单，考虑将它尽量分散开来。
- 如果你存款的银行被报道正在遭遇金融问题，取出你的钱，然后转移到别的地方。
- 如果你反对持有美国短期国债，那么可以使用高质量的、多样化的公司货币市场基金。但是你应该认识到使用这个方式产生的漏洞。
- 不要用你的现金来追逐利益。尽可能用最安全的方式来投资。

第 9 章
Chapter 9

黄　　金
永久投资组合的保险

黄金可以在许多不同市场环境中为投资者提供保护，这其中包括高通货膨胀、政治动荡、货币危机和负的实际利率。为提供适当保护，永久投资组合中的黄金比例应该是 25%。尽管许多投资者认为黄金是动荡期最后一根救命稻草，但黄金在非动荡期也是非常有用的资产。

永久投资组合选择黄金是因为它可以在其他资产不能对其提供保护的时候，对永久投资组合加以保护。尽管黄金是波动性较大的资产，但若以适当的比例与股票、债券和现金相结合，黄金的波动性实际上可以帮助**减少**投资组合整体的波动性。我们要考虑永久投资组合中所有资产的波动性（我们已经重申多次了），特别是黄金的波动性，记住这一点非常重要。最近几年，许多投资者买入黄金时都没有合理制定一个既安全又可盈利的黄金投资策略。永久投资组合的投资模式不仅可以利用黄金的波动性获利，同时也可以在黄金大幅下跌的时候保护投资者免受巨额损失。

世界上有两种类型的投资者：钟爱黄金的和讨厌黄金的。通常很少有中立的投资者。我们不知道永久投资组合在配置时对黄金的态度。但它

> 黄金是工具，不是信仰。

既持有黄金，又持有与黄金走势相对的长期债券。

黄金是工具，不是信仰。黄金的确含有不同于股票和债券的特性，它们在某些环境下可能会使投资者发生亏损，但是当其他资产表现不佳时，这些特性却可以**极大地保护**投资者免受损失。作为工具，投资者可以把黄金当作投资组合火灾保险的一种形式。人们购买火灾保险，不是希望他们的房子被烧毁，而是知道房子随时都有可能烧毁，他们要保护自己避开这种风险。

黄金的益处

黄金在高通货膨胀期表现最好。黄金是货币的一种，它可能是世界上一直流通着的最古老的货币。既然人们把黄金当作货币的一种，那么它就与其他纸币形成了竞争。当通货膨胀使货币贬值时（特别是美元），黄金的价值就会上升。

> 黄金之于政客，就像圣水之于吸血鬼。

黄金不会随着时间改变，政府也不能在资金短缺时印刷黄金。黄金既不会积累高额债务，也不会增加政府负债额。它不关心政治宣导，也不保证任何特定货币会走强。黄金之于政客，就像圣水之于吸血鬼。在保护购买力方面，黄金拥有很长的历史，这不是其他货币可以比拟的。

黄金最后且最独特的益处在于它是全世界公认的、体积较小的货币形式。投资者可以直接持有黄金，而其他投资对于投资者来说，只是一种纸上承诺。

在20世纪70年代和21世纪初，黄金曾帮助永久投资组合经通货膨胀调整后持续获得收益。在比较永久投资组合中4组资产的表现后，很明显，缺少黄金的投资组合难以产生正的实际收益。表9-1和表9-2显示了股票、债券、现金和黄金在20世纪70年代到21世纪初这几十年的表现情况。

在高通货膨胀期或者预期将发生通货膨胀的时期，黄金价格将大幅上涨。20世纪70年代，经济在实际通货膨胀和未来将发生通货膨胀预期的双

重打压下，黄金价格大幅上涨了好几年。当投资者用美元大量兑换黄金时，黄金仅在1979年的年度收益率就达到了118%（那年的通货膨胀率为13%）。金融危机时期，黄金的大幅上涨对于保护投资者的资产非常重要。

表9-1 资产类别收益——黄金1972～1979年在高通货膨胀期的表现

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000美元的实际增长（美元）
股票	5.1	-2.8	8 000
债券	3.8	-4.0	7 200
现金	6.5	-1.5	8 900
黄金	34.1	24.1	56 000

注：用于同级比较的市场数据始于金本位结束后的1972年。

表9-2 资产类别收益——黄金2000～2009年的表现

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000美元的实际增长（美元）
股票	-1.0	-3.4	7 100
债券	7.7	5.0	16 400
现金	2.8	0.2	10 200
黄金	14.9	12.1	31 200

21世纪初，美国发动的两次战争和快速扩张的国内支出计划（都属于通货膨胀）使美元大幅贬值。结合两大泡沫（科技股泡沫和房地产泡沫）和股市崩盘，外加美联储（美国的中央银行）空前的市场干预，黄金在所有这些市场环境下都值得持有，其收益率也都非常不错。

黄金还可以在政治、金融和经济危机（有时甚至看不到危机）时为投资者提供保护，这一点非常重要，因为这些事件可能会在很少或者没有什么征兆的情况下发生。

谨慎的储蓄者要在现实的而不是他们想要的世界中进行投资。现实世界充满了不确定性，这意味着投资者始终在投资组合中加入部分黄金是非常明智的决定。

谨慎的储蓄者要在现实的而不是他们想要的世界中进行投资。现实世界充满了不确定性，这意味着投资者始终在投资组合中加入部分黄金是非常明智的决定。

黄金的风险

投资者应该知道与他们资产相关的风险，包括黄金的风险。黄金与其他资产一样，都经历了很长一段时间的低迷期，我们必须承认这一点。在不同的经济状况下，黄金在繁荣、通货紧缩和衰退期的表现都不理想。

经济繁荣使黄金价格下降。当市场状况良好，通货膨胀较低且稳定时，人们认为美元是必要的财富形式，而非黄金。黄金不能产生利息或股息，因此许多投资者可能会避开黄金，选择买入高预期收益的股票和债券，这将对黄金价格造成影响。

近年来，黄金价值仅在1981年就下降了31%，在其他年份也下降了20%甚至更多。黄金价值也曾连续好几年经历过个位数下跌，比如20世纪90年代股市泡沫形成期间。1980～2000年超过20年的时间里，黄金价值基本上要么保持不变，要么下跌。

表9-3显示了永久投资组合中的4组资产1980～1999年的表现情况（重申一遍，这是美国历史上最大的股票牛市）。那段时期，如果你非常不幸地在黄金最高价处买入，并且在后面的20年都没有卖出的话（这种情况不太可能发生），你的实际亏损就是6.1%。

表9-3 黄金投资可能长期发生亏损（1980～1999年）

资产	年化收益率（%）	实际收益率（%）	10 000美元的实际增长（美元）
股票	17.9	13.3	122 400
债券	10.7	6.4	34 700
现金	6.90	2.8	17 300
黄金	-2.3	-6.1	2 800

注：在该表与其他表格中，所有的百分数都四舍五入到最接近的数值。

通货紧缩是第2个不利好黄金的经济状况。通货紧缩与通货膨胀相反。在通货膨胀期，市场上货币流通量过多，造成货币贬值；而在通货紧缩期，由于市场上货币流通量过少，美元往往会**升值**。

由于美元增值后可以买更多的东西，因此也能买更多的黄金。在通货膨胀期，我们可以拿更少的钱买等量的黄金，因此黄金价格下降。

然而，对于通货紧缩和美元的关系，有一点非常重要：现在，中央银行愿意采取特别措施来防止通货紧缩的发生。中央银行采取的主要措施是增加货币供应量和降低利率。如经济状况判断正确，这两项措施可以抑制通货紧缩，刺激通货膨胀。

这种状况实际上是利好黄金的，因为投资者可能认为中央银行将采取必要措施来防止通货紧缩的真正发生（可能包括增加未来发生严重通货膨胀风险的政策）。如果预期市场将发生通货膨胀的话，黄金价格仍将保持高位。

此外，尽管通货膨胀率很低，但中央银行创造的负实际利率的举措将造成高通货膨胀的假象。举例来说，美国在 2011 年的通货膨胀率为 2.96%，而银行的储蓄利率仅为 0.50%，甚至更低，这意味着经通货膨胀调整后投资者实际的现金收益率为 -2.46%，出现了净**亏损**。此时，黄金价格可能上涨，就好像真的发生高通货膨胀一样，因为负的实际利率环境与高通货膨胀很像。按照这种说法，如果市场没能真正走向高通货膨胀，而是走向通货紧缩的话，这对黄金走势非常不利。

最后不利好黄金的是衰退，就是我们之前讨论过的银根紧缩衰退期。它是指当经济不景气时中央银行上调利率所造成的经济收缩。银根紧缩衰退期是在高通货膨胀期中央银行试图控制通货膨胀所造成的。

1981～1982 年，就属于银根紧缩衰退期的例子，当时美联储通过不断提高利率控制从 20 世纪 70 年代开始的高通货膨胀。尽管美联储当时成功地结束了美国长达 10 年的高通货膨胀，但随着通货膨胀率的降低，黄金价值也出现了大幅下跌。

波动性

就像股票和债券一样，黄金也有波动性，但波动的原因不同。

在利好黄金的那几年，黄金价格可以快速上涨，并弥补永久投资组合中股票和债券所带来的损失。在不利好黄金的那几年，股票和债券价格的上涨也能弥补黄金价格下跌所带来的损失。这种波动性为投资组合提供了全方位的保护。

正如之前所讨论的那样，在20世纪70年代和80年代初，通货膨胀非常严重。到1981年通货膨胀率最高已达到21%。美元迅速贬值，黄金迅速升值。黄金从20世纪70年代初期的不到100美元/盎司（打破金本位之后），到1981年已经上涨到超过800美元/盎司（在2012年，相当于超过2 200美元/盎司）。

此时，永久投资组合的投资者应该卖掉那25%的黄金，买入股票和债券。当时很少有人想要买入股票和债券，因为通货膨胀看起来是不可避免的（很快就会证明他们猜测错误）。然而，黄金价格从1982年就开始下跌，接着便是长达17年的美国历史上最大的股票牛市（这非常**不利好**黄金）。

在所有人想要买入黄金时去卖出它（20世纪70年代后期和80年代初期），而在所有人想要卖出股票和债券时去买入它们（20世纪70年代后期和80年代初期），你巧妙地获得巨额收益。正是由于20世纪70年代黄金的波动性，才使这种明智的反手操作变为可能。黄金价格的大幅上涨使投资者有机会盈利，然后再反手买入更低价格的股票和债券。

20世纪90年代中期和后期的股票牛市再次席卷而来。一个接一个的网络公司IPO遍及全美。《道指36 000》(*Dow 36 000*) 也为迎接“新经济时代”（New Economy）的到来而应势出版。在新经济时代，人们很容易便能获得收益，这与在“超级碗”比赛中插播的袜子式玩偶广告不同，愈多的人观看广告，他们才能获得愈多的收益。

这段时期，你应该卖掉手中那25%的正在上涨的（并且不断波动的）股票，然后买入黄金。当时很少有人会判断正确，买入黄金。当时的黄金价格只有250美元/盎司，市场已经持续低迷快20年了。**只有傻瓜才会买入黄金，对吗？**

接着，2000～2002年的股市崩盘致使之前的巨额收益化为泡影。纳斯达克指数从最高点下跌了80%，标准普尔指数也大概下跌了40%。在美国股市稍微恢复后，2008年的金融危机又几乎摧毁了前10年的所有收益。到2009年3月，道琼斯指数没有达到36 000点，而是降到6 600点，这是大萧条以来美国股市面临的最大危机。

然而，黄金在这段时期的价格从 250 美元 / 盎司涨到了 1 600 美元 / 盎司。你当时卖出手中的股票、买入黄金的明智举措，意味着你已经设法避开了所有在股票市场上发生的巨额亏损，并且在接下来股票市场低迷的 10 年里通过买入黄金而获得了不错的收益。

既然黄金能够提供这么高的收益，那么我们就不能忽视它，但也不能因为它的波动性而不把它归入投资组合中。任何资产都会在特定经济状况下发生波动。**如何**把不同的资产组合到一起抵消波动性才是最重要的。

通货膨胀的起因

造成整个市场发生通货膨胀的原因非常简单：政府以某种方式允许过多的货币在市场中流通。货币流通量每超过市场实际需要 1 美元，就意味着货币价值减少 1 美元。

图 9-1 显示出从 1971 年开始由于通货膨胀而造成的美元贬值。我们选择 1971 年为起始日期，是因为从 1971 年开始美元与黄金停止挂钩，通货膨胀真正开始了。

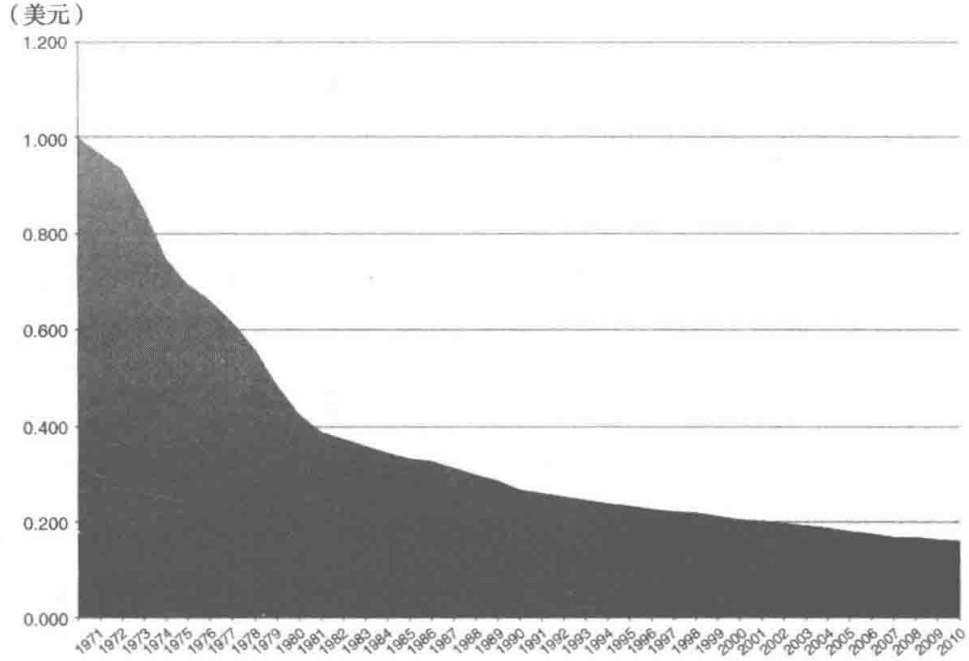


图 9-1　美元价值（1971～2010 年）

注：基于消费者物价指数的美元价值。

关于通货膨胀，重要的是要理解：通货膨胀通常是中央银行和政客们经过深思熟虑后的政策决定。换句话说，通货膨胀是可以避免的。然而，决策者**选择**通货膨胀是因为他们相信经济需要稳定的通货膨胀率。通货膨胀允许政府在支出大于收入时将更多的新印货币投入市场，从而避免做出增加税收的棘手决策。政府只需要印刷出需要的货币，然后让现有美元持有者为降低的购买力买单即可。

黄金在极端状况下的保护力

除了通货膨胀，黄金也可以对冲不确定性和极端事件所带来的风险。任何时间只要发生造成世界动荡的事件，黄金价格就会上涨，投资者可以买入黄金来保护可能发生的其他资产的贬值，比如美元的贬值。

作为世界通用货币，黄金具有极高的流动性。你走到哪里都可以买卖黄金。不仅如此，在高通货膨胀期政府极有可能不会像公众说出实情，告诉他们现在经济究竟有多么糟糕。在这种状况下，公众通常会指责政府，政府的条件反射就是实行工资和价格管制，甚至直接“打劫”公民的资产以试图控制通货膨胀。与股票和债券相比，黄金价值不容易受到这些事件的影响。让我们看两个例子。

美国的通货膨胀两步法

当通货膨胀与政治挂钩时，政客们总是用谎言来掩盖真相。尼克松总统在20世纪70年代实行了工资和价格管制来控制由于政府造成的高通货膨胀（根据他自己的谈话录音，他可能还曾利用通货膨胀来帮助他竞选总统）[⊖]。这些方法最终都以惨败而告终。当工资和价格管制结束时，它造成了更为严重的物资短缺和价格上涨。

⊖ Burton A. Abrams, “How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes,” *Journal of Economic Perspectives* 20, no.4 (Fall 2006): 177–188, http://cba.unomaha.edu/faculty/mwohar/web/links/Donestic_Money_papers/Abrams_jep-v20n42006.pdf.

当通货膨胀与政治挂钩时，政客们总是用谎言来掩盖真相。

福特总统随后发表了“立即制止通货膨胀运动”（Whip Inflation Now，简称 WIN）竞选演说。WIN 鼓励人们填写征募表格，让他们承诺帮助抑制通货膨胀（并在衬衫上面别一枚纽扣）。一名无法印刷钞票的公民具体是如何抑制通货膨胀的，我们不得而知，但危机时期的政治误导总能持续很长一段时间。在福特总统于 1974 年 10 月 8 日发表的演讲中，他宣布：

> 美国联邦政府机构是不会制订通货膨胀管制应急计划的。通过通信和传媒领域众多志愿者的努力，非常简单的征募表格和新动员活动徽章（我已经别在了我的西服翻领上）明天将一并出现在各大报纸上。徽章上只印有 WIN，但我相信它已经传达了所有信息。我将号召所有美国人加入这场浩大的动员活动，号召他们坚持下去，直到我们国家获胜，个人获胜。

美联储前任主席艾伦·格林斯潘曾在 1974 年担任美国政府的经济顾问。他在《动荡年代》（*The Age of Turbulence*）一书中把 WIN 活动称为“难以置信的愚蠢”。

随后的 10 年中，卡特总统试图用其他方法来抑制通货膨胀，但都以失败告终。许多演说家、委员会成员和经济学家都对此发表了多种看法，但只有少数人主张停止印刷钞票并节省开支这个最明显的解决方案。通货膨胀率当时已超过 10%。直到保罗·沃克尔当选美联储主席，刻意减缓货币供应量后，通货膨胀才得以控制（他在 20 世纪 80 年代初创造了银根紧缩衰退期）。

我们从这些事件中都学到了什么？当通货膨胀发生时，美国总统在美元持有者煎熬了将近 10 年后才采取实质性的措施来抑制通货膨胀。没有政客想要对通货膨胀负起责任。如果这样的历史再次重演，高通货膨胀再次发生，请不要感到惊讶。

冰岛克朗崩溃

货币危机可能会突然发生。举例来说，2008 年冰岛的货币崩溃，对

冰岛所有人民都造成了极大影响。冰岛属于第一世界国家，而非香蕉共和国[㊀]。该问题后果之严重，对冰岛经济影响之广泛，就连麦当劳都决定撤出冰岛。

> 麦当劳授权人Lystehf说道，在冰岛克朗崩溃严重侵害快餐连锁店的利润后，麦当劳将于本月底关闭在冰岛的分店……去年冰岛货币崩溃后，冰岛最大的银行也随之破产。彭博通讯社称，克朗兑欧元海外汇价大跌近八成，虽然冰岛后来实施了资金管制，但克朗兑欧元今年还是再跌了8.1%，是26个新兴市场货币中表现第2差的国家[㊁]。

此次事件分析显示，与传统的、只有股票和债券的投资组合相比，永久投资组合为冰岛投资者提供了很大程度的保护。以冰岛克朗计价的黄金价格上涨了259%，而股票价格却下跌了88%[㊂]。但是，更加令人记忆深刻的应该是冰岛股票市场的泡沫增长，永久投资组合投资者会在泡沫破裂之前撤出股票市场中的资金，转手投资到像黄金这样的资产中。当泡沫破裂时，投资者无须等待任何时机便自动处于被保护的位置。他们毕生积蓄在此次灾难中也得以保护。

黄金不只可以抵抗“僵尸”的攻击

人们经常对黄金进行批判，说它属于某种灾难性资产。然而，过去黄金在多样化的投资组合中表现良好，当时世界末日没有到来，美元没有发生恶性通货膨胀，“僵尸”也没有满大街走。资料显示，在20世纪70年代的整整10年中，股票和债券投资组合由于受到通货膨胀影响而表现不佳，但黄金为它们提供了实际收益。

㊀ 是一个经济体系属于单一经济，通常是经济作物如香蕉、可可、咖啡等，拥有不民主或不稳定的政府，特别是那些拥有广泛贪污和强大外国势力介入之国家的贬称。通常指中美洲和加勒比海的一些国家。——译者注

㊁ Omar R. Valdimarsson, “McDonald’s Closes in Iceland After Krona Collapse,” *Bloomberg*, October 26, 2009, www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=amu4.WTVaqjI.

㊂ “Permanent Portfolio Rescues Icelanders from Total Collapse,” http://europeanpermanentportfolio.blogspot.com/2009/08/permanent-portfolio-in-iceland.html.

在 AK-47 和罐装豆类依然深埋地下时，黄金可以为股票和债券投资组合提供多样性保护。

21 世纪初，黄金再次成为唯一可以提供可观收益的资产。在 AK-47 和罐装豆类依然深埋地下时，黄金可以为股票和债券投资组合提供多样性保护。

零利息，无分红，低风险

人们经常抱怨黄金不能像股票和债券那样产生利息或者分红。尽管黄金没有此类特性，但黄金与股票、债券所承担的**风险**也不尽相同。

简单地说，股票和债券拥有像利息和分红这样的内在收益率，它们使股票和债券价值自动上涨，而黄金却不可以（比如，无论你把黄金放在储蓄罐里多久，它都不能从一个变成两个）。但数据同样显示，在黄金没有发生贬值的通货膨胀期间，具有利息和分红的资产有时却会贬值。

因此，虽然黄金不能产生利息或者分红，它却能让**资本增值**（价格上涨），而这些增加的收益也能用于资产均衡且多样化的投资组合中，以产生实际收益。

没人在乎你的投资组合是如何增值的。它既可以是利息、分红，也可以是黄金的增值。无论过程如何，收益总是增加了。不要只专注于追逐利息和分红。把黄金的资本增值也当作投资组合军械库中另一种强有力的保护性武器。

中央银行为何要大量存储黄金

关于黄金的另一个普遍批评说它只是一些毫无价值的黄色金属，本身并无实际价值。然而历史众多案例显示，在投资组合中加入一些黄金的想法是**非常明智的**。无论政府机构、经济学家或者投资专家说些什么，主题都是要在投资组合中加入黄金。

举例来说，中央银行和政府地下室中都存储了**数吨**的黄金。设想一下，如果黄金真的毫无价值，纸币又如此稳健的话，这些大型银行肯定会把黄金

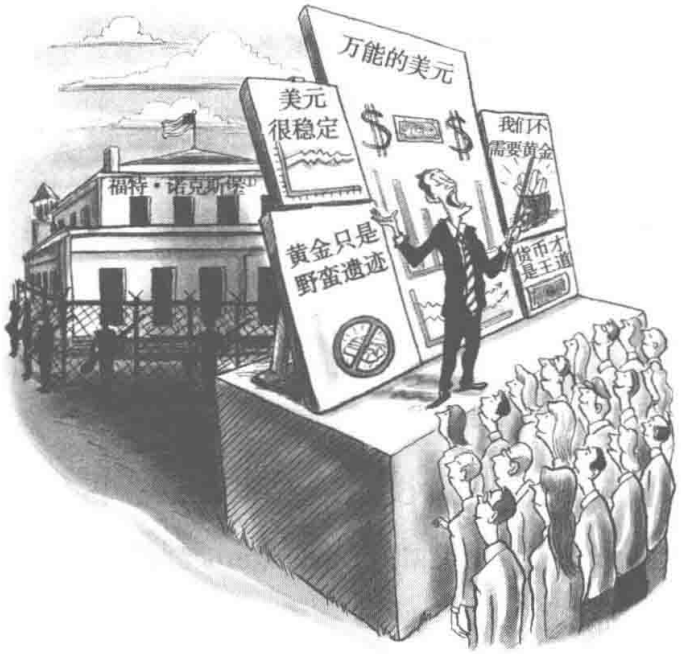
全部卖出，然后买入纸币，对吗？然而，它们没有也不可能这么做。事实上，像中国人民银行等发展中国家的中央银行多年以来都在大量买入黄金，以增加资产的**多样性**[⊖]。难道这些中央银行知道一些你不知道的消息吗？

因为未来不可预测，所以安全的投资组合应该具有多样性且含有多种资产类别。为了安全起见，在这些资产类别中投资者一定要买入的就是黄金。再次重申一下，既不可以把黄金当作信仰，**也**不能排斥它。了解黄金的优势和劣势，然后根据这些特性再在投资组合中使用它。

持有黄金

永久投资组合中黄金配置的首要选择，是把黄金**以金币的形式**存储在安全的地方，以免遭受损失。没有比买入金币更快捷的方式了。

永久投资组合中黄金配置的首要选择，是把黄金**以金币的形式**存储在安全的地方，以免遭受损失。



“黄金？它只是毫无价值的黄色金属。没人会想要拥有它”。

①美国国库黄金存放处。——译者注

⊖ Jack Farchy, “China Central Bank in Gold-Buying Push,” *Financial Times*, February 16, 2012.

黄金是最后一道防护资产。这意味着，当经济或政治系统发生重大毁坏时，你还可以使用黄金来避免损失。为了能在永久投资组合中随时使用黄金，你应该尽可能地买入实物黄金，减少纸上富贵。

现实生活中，很多投资者会把黄金以多种不同方式储存起来。下面几个是最受欢迎的储存黄金的方法。

购买黄金

美国国内有 3 种买入黄金的基本方法：

（1）从黄金交易商处买入；

（2）从银行买入；

（3）买入黄金基金。

从交易商处买入黄金

从当地的钱币店买入黄金，你只需走进店里，然后从交易商那里买入即可。使用现金交易的话，这将为你提供更多的隐私保护。

网上有许多营业多年、信誉良好的黄金交易商。这些交易商收取的佣金通常比当地交易商低，然后通过保险挂号邮件把金币直接邮寄到你家门口。下列几个交易商价格公道，服务专业，值得信赖。

- AJPM 贵重金属（AJPM Precious Metals）——www.ajpm.com。
- 美国贵重金属交易所（American Precious Metal Exchange）——www.apmex.com。
- 科罗拉多黄金（Colorado Gold）——www.coloradogold.com。
- 加利福尼亚钱币投资（California Numismatic Investments）——www.golddealer.com。
- 金拓贵金属有限公司（Kitco Metals, Inc）——www.kitco.com。

很显然，在网上选择黄金交易商时，你要自己事先做好调查。一般来说，在电台或者电视上大肆做广告的公司，其价格或服务都不会很好。跟这

些公司做交易时要小心，因为它们会把高额的广告费用通过更高的溢价的形式转移到金币价格上。

买钱币之前，你可以先在网上查一下每盎司的黄金现货价格，比如像www.goldprice.org这样的网站，或者只是在互联网上查找“黄金现货价格”（Gold Spot Price）即可。

每盎司的黄金价格加上5%的佣金费用（交易商就是从这里获得盈利），就可以得到较为合理的钱币价格。举例来说，如果黄金现货价格是1000美元/盎司，那么1盎司金币的合理价格就应该在1050美元左右。与其他资产一样，对黄金需求较高时，溢价可能就比较高；需求降低时，获得价格也就较低。你可以货比三家。

直接拥有黄金的最好方式是买入1盎司金币。金币既可以是100%纯金币，也可以是黄金与铜的合金，它把相同分量的黄金与铜融合到一起，使其更加耐用（纯金比较柔软，并且容易出现划痕）。

美国最常见的金币是美国鹰扬金币（American Eagles）、加拿大枫叶金币（Canadian Maple Leafs）和南非克鲁格金币(South African Krugerrands)。这些金币都由它们各自国家政府铸造，有些甚至是法定货币（尽管这些金币面值要远小于实际黄金的含量价值）。你还可以选择其他种类的金币，包括奥地利维也纳爱乐乐团金币（Austrian Philharmonics）、中国熊猫金币（Chinese Pandas）、澳大利亚袋鼠金币（Australian Kangaroos）和英国主权金币（British Sovereigns），但这些在美国不是特别受欢迎。

然而，如果你在其他国家生活购买该国政府发行的钱币，或者某一特定纯度的钱币时，可能会享受到税务优惠。举例来说，在加拿大，投资者应该购买加拿大枫叶金币，因为它们是免税的，而购买其他类型的金币可能就要纳税了（金币的纯度要达到99.5%，加拿大枫叶金币的纯度就达到了这项要求）。

对于美国投资者来说，我建议买入美国鹰扬金币、南非克鲁格金币或者加拿大枫叶金币。尽管克鲁格金币或者枫叶金币买入时的价格要略低于鹰扬金币，但鹰扬金币在卖出时可以为你提供更高的溢价（这三种金币每盎司都

如果可能，你只应该买入一盎司大小的金币。小于一盎司金币相对于它们的含金量来说，可能会有较高的溢价，这样同样的钱，你得到的黄金就少了。

含有相同的含金量）。任何钱币交易商都会买入这些金币，因此你可以不用担心卖的问题。

如果可能，你只应该买入1盎司大小的金币。小于1盎司的金币相对于它们的含金量来说，可能会有较高的溢价，这样付出同样的钱，你得到的黄金就少了。

1. 不要在 e-Bay 买金币

不要在 e-Bay 或者其他相似的拍卖网站上买金币。尽管这些网站上会有一些合法卖家，但你受骗的风险会比较高。

2. 在 Craigslist 买金币时要小心

有时你可能会在 Craiglist 网站上无意间发现卖家。不幸的是，有很多人借着卖高价商品（珠宝、电话、计算机等）的借口实施打劫。只要记得，有人在网上发布卖金币的信息并提出想要见面交易时，他知道你会带着满口袋的现金去交易，这就会招来麻烦。同样地，如果你在 Craiglist 网上买金币，你可能就会成为他们打劫的目标（特别是你让他们到家里交易的话）。在当地交易商那里交易会是更加安全的选择。

3. 不要把金币储存在交易商那里

有些黄金交易商会为你提供金币储存服务。永远都不要这样做。随着时间推移，这些黄金交易商可能会破产，而它们代为储存的黄金也会随之不见（被擅自挪用了）。买金币时，你应该**总是**从交易商那里进行实物交割。如果你想让银行帮你代为储存金币，这里有好几家银行可供选择（我们将在后面和第 15 章按照不同地域详细讨论），但你也可以自己保管。

4. 在银行保管箱中储存黄金

银行保管箱是经过证明的、可靠的储存高价商品的方式。如果你用银行保管箱来储存黄金，请记住，银行不知道你保管箱里放的是什么，你应该自己为所储存的商品买保险。不要把黄金放在家里，这样既可以防止发生入室抢劫，又可以防止其他常见风险的发生。

5. 将黄金藏在隐秘处

20世纪30年代，美国总统罗斯福签署了黄金强制兑换令（6102号行政指令），强制美国公民用黄金兑美元。基于这段历史，有些人可能不会相信银行保管箱，想要另寻地方储存黄金。

> 虽然把黄金储存在银行会有风险，但放在家里的话，与政府没收黄金相比，你更有可能遭到抢劫，或者某些你认识人的偷窃。

如果你决定不把黄金存放在银行，那么请注意发生火灾、盗窃的风险（包括你的朋友、亲属、清洁工和护工等）。如果你特别擅长藏东西，你要小心——在你不幸去世或者丧失行动能力时，你的亲属将很难找到你藏的东西。

我们已经把黄金储存在家里还是银行保险箱的风险做了对比。虽然把黄金储存在银行会有风险，但放在家里的话，与政府没收黄金相比，你更有可能遭到抢劫，或者某些你认识人的偷窃。小心权衡你的选择。

从银行买入并储存黄金

美国境内

我们可以在美国境内的银行买入并储存黄金。对于美国公民来说，这项选择最大的缺点在于它不存在地域多样化，因此对永久投资组合来说并不理想。然而，有些投资者（特别是海外投资者或者不想开立海外账户的投资者）可能会发现它的优势。

美国境内大多数银行都不再提供黄金托管账户服务。托管账户意味着这些资产不会出现在银行的资产负债表中，银行只是帮你代为保管财产。然而，恒久银行（Everbank，www.everbank.com）却提供“贵金属账户”（metals account，又称 Metals Select）服务，它可以为客户在托管账户中储存黄金（不建议储存白银）。

该账户有两类：

（1）分配账户（Allocated）;

（2）未分配账户（Unallocated）。

分配账户在投资者名下详细注明了金币或金条的数量和编号。未分配账户为许多投资者开立一个黄金储存账户，你只拥有索取权（比如，你拥有黄金的所有权，但并不对应特定的金币或金条）。

分配账户的优点在于黄金是直接归属在你的名下单独存放的。如果你买10个金币，那么这些金币就只放在你的名下储存。该账户的缺点在于年费很高。

未分配账户的优点在于年费较低，缺点在于你并不是某一特定数量黄金的唯一拥有者，你只是众多拥有黄金索取权投资者中的一员。

尽管分配账户的年费要略高于未分配账户，但分配账户应该是永久投资组合中黄金储存的首要选择。恒久银行允许对分配账户中的黄金进行实物交割，并为其提供额外的保险。可以直接管理黄金最好，而分配账户就为投资者直接管理黄金提供了方便。

> 分配账户应该是永久投资组合中黄金储存的首要选择。

恒久银行也为那些想要在美国境内储存黄金的外国客户提供此类服务。我们将在第15章详细讲述恒久银行的这些业务。

美国境外

对于那些想要直接进入银行系统管理黄金账户的国际投资者来说（欧洲有些国家就有很多这样的银行），分配黄金储存账户是一个很好的选择。

对于很多人来说，在银行储存黄金已经变得非常复杂或者不可能（要么完全不可能，要么就是最低黄金储备要求过高）。我们也将在第15章中对此进行详细讲述。

黄金基金

近几年来，越来越多的人把资金投入到交易所买卖基金（Exchange Traded Funds，简称ETF）和所谓的“封闭式基金”中以管理拥有的黄金。

这个想法很简单：与其自己买入并储存黄金，不如让基金公司买入，然后自己再买入黄金基金股份即可。

与直接拥有黄金相比，买入黄金基金对黄金所有权的风险会更高。首先，你需要很多基金管理人帮你管理黄金，这会产生很多纸质文件，在你急需黄金时这将是个大问题。其次，与其他基金类型一样，基金管理人可能会幕后操作，危害资产的安全。此外，还有许多其他未知风险。

这些基金的确为交易提供了方便，它使交易黄金头寸就像交易股票那样简单。然而，这跟生活中的许多事情一样，方便就意味着高风险。

如果不是情非得已，我不建议把黄金全部兑换成黄金基金。想要使用ETF基金的投资者，最好把两种方法结合着使用，持有一部分实物黄金，一部分黄金基金，以方便调整整个投资组合。

下面是几个比较受欢迎的ETF基金和封闭式基金。

（1）安硕黄金信托基金（iShares Gold ETF，Ticker)(基金代码：IAU)。

（2）道富黄金指数基金（StreetTracks Gold ETF, Ticker）（基金代码：GLD)。

（3）瑞士实物黄金ETF（Physical Swiss Gold ETF, Ticker）（基金代码：SGOL)。

（4）斯普罗特现货黄金信托基金（Sprott Physical Gold Trust, Ticker)(基金代码：PHYS)。

（5）加拿大中央基金（Central Fund of Canada, Ticker）（基金代码：CEF)。

（6）加拿大中央黄金信托（Central Gold Trust of Canada GTU）（基金代码：GTU)。

（7）苏黎世州银行ETF基金（Canton Bank of Zurich ETF）（基金代码：ZGLD)。

这些基金的费用率较低，功能相似。然而，它们之间也有一些很重要的差异。

安硕和道富黄金指数基金

ETF 市场中最大的黄金基金都来自安硕（基金代码：IAU）和道富（基金代码：GLD）。它们的黄金持有量都分别达到了数十亿美元。这些基金的优点在于流动性高，产品也较为完善；缺点就是投资者很难接触到真正的黄金。投资者和真正资产之间存在很多纸质文件。

瑞士实物黄金 ETF

瑞士实物黄金 ETF（基金代码：SGOL）是 2009 年新发行的基金，其独特的卖点在于它把黄金储存在瑞士。目前还不清楚这个特点是否真的可以使它比其他基金更加安全。但对于那些寻求地域多样化来减少黄金储存在美国所具有潜在风险的投资者来说（比如自然灾害造成的国内商品仓库毁坏），这个基金就具有很强的吸引力。

◤黄金 ETF 基金市场 vs. 现实状况◥

有些黄金 ETF 基金持有者要求通过把黄金储存在加拿大或瑞士这样的地方来增强保护。然而，经纪商通常会把投资者投资在 ETF 基金的股份写在“街名”[⊖]名下（可称为待转名股份），而非投资者名下。经纪商自己会将哪位投资者拥有多少股份记录在案。ETF 基金股份通常属于富达投资集团、先锋集团、美林证券公司等，而不属于个人投资者。个人投资者（一般来说）也不具有证明黄金所有权的股份证书。

这意味着，目前还不清楚你是否真的可以直接走进加拿大落基山脉或者瑞士阿尔卑斯山的 ETF 基金办公室兑换黄金，然后去滑雪。除非你有实际的股份证书或者其他能直接证明所有权的材料，否则它们不知道

⊖ 美国证券交易委员会（SEC）对“街名”（street name）的定义是：“当你通过证券经纪公司买入证券时，许多公司都会自动把你的证券转到‘街名’名下。这意味着你的经纪公司会把债券登记在它自己的名字或者其他登记用名下，而非你的名下。但该经纪公司会有记录显示，你才是真正的所有者或受益者。你不会拿到证书，但至少每个季度或者每年，你都会收到经纪商寄来的账户清单，显示你的持股情况。”摘自 www.sec.gov/answers/street.htm。

你是不是股东。进一步来讲，既然这些基金在美国交易所挂牌交易，如果政府要求遣返资金的话，你是不能拒绝的。

尽管这些基金可能会向投资者提供保护，防止自然灾害对美国黄金储存设备的影响，但它们不可能提供更多的保护，来防止其他问题或者全国紧急状况的发生。如果你想加强保护的话，详细请看第15章。

苏黎世州银行ETF基金

非美国的投资者可以考虑由瑞士苏黎世州银行（Canton Bank of Zürich，又称Züricher Kantonalbank，简称ZKB，www.zkb.ch）提供的黄金基金（基金代码：ZGLD）。

苏黎世州银行是瑞士苏黎世州一家资金雄厚的银行，同时也是苏黎世州（瑞士最富有的州）担保的银行，已有140多年历史。瑞士法律要求银行发行每股黄金基金拿到手的黄金含量必须是100%。该黄金ETF基金只针对非美国的投资者。1股基金相当于1盎司黄金。

这个黄金ETF基金的特点是苏黎世州银行允许股份持有者直接到苏黎世按比例提取实物黄金，尽管现实中投资者不可能真的这么做。然而，这家银行实力雄厚，不可能会暗箱操作，危害资产安全。

尽管这种基金的收费要略高于其他ETF基金，但它提供的保障却要比其他基金好。对于非美国投资者，我们极力推荐这个黄金ETF基金。

> 苏黎世州银行是苏黎世州的一家资金雄厚的银行，同时也是苏黎世州（瑞士最富有的州）担保的银行……对于非美国投资者，我们极力推荐这个黄金ETF基金。

斯普罗特现货黄金信托基金——封闭式基金

斯普罗特现货黄金信托基金（基金代码：PHYS）（www.sprottphysical-goldtrust.com）是加拿大封闭式基金，其黄金保管机构是加拿大皇家造币厂。这个基金的独特之处在于列出了库存金条的序列号。它也允许在需要时拿基金来兑换实物黄金。但要再次声明，这很可能是基于营销目的，而非实际应

用。然而，与其他大型市场操作相比，该基金的暗箱操作较少，受到投资者的欢迎。

中央黄金信托和加拿大中央基金——封闭式基金

中央黄金信托（www.gold-trust.com）和加拿大中央基金（www.centralfund.com）与之前讨论的斯普罗特基金一样，都是加拿大封闭式黄金基金。中央黄金信托（基金代码：CEF）只持有金条。加拿大中央基金（基金代码：CEF）既持有黄金，又持有白银。对于永久投资组合来说，中央黄金信托是较好的选择，因为它只持有黄金，这与我们建议在永久投资组合中加入黄金的想法完全一致。这些基金把黄金都存放在加拿大的保管库中，而非美国。与大型的黄金 ETF 基金相比，这些基金已经存在几十年，它们对实物资产的管理方法也较保守。

1. 封闭式资金的税收优势

像斯普罗特、中央黄金信托和加拿大中央基金这样的封闭性黄金基金，美国投资者可以选择按照税率较低的长期投资资本收益税进行纳税，而不用像保守国外投资公司（Passive Foreign Investment Company）那样，按照买卖黄金所得收益纳税，因为这样税率较高。想要知道更多关于这方便信息的话，请查看基金章程，然后咨询税务顾问，查看这个对于你是否适用。

2. 封闭式基金的溢价现象

与黄金 ETF（倾向于紧密追踪市场价格）不同，封闭式黄金基金的持股价格通常要高于黄金价格的 3%、4% 甚至 10%。这些基金的持股价格通常都不会低于资产净值交易。

溢价通常会列在基金网站下方标记资产净值（Net Asset Value) 和溢价 / 折价 (Premium/Discount) 处。溢价率为 5%，意味着我们需要等一段时间后再买入这些基金。这么高的溢价率通常只会出现在波动幅度较大的黄金市场中。

3. 黄金基金风险

美国 ETF 黄金基金在几个指定的仓库 / 储存室中的其中一个储存黄金。

如果国家再次强制兑换黄金（不太可能，但不是不可能），它们第一个要找的地方就是这些商品仓库。

这些仓库也可能会遭到人为破坏或自然灾害。2011年美国东海岸发生了轻微地震，远在北部的纽约城都有震感。幸好没有造成损失，但这也提醒我们，稍微严重点的灾害都可能会对金融行业和它们储存资产的仓库造成巨大损失。

2001年9月11日的恐怖袭击毁坏了商品交易所存放在世界贸易中心地下室中的黄金储存设备。然而，没人曾想过，如果恐怖事件发生，把黄金储存在高危险地带会意味着什么（世界贸易中心曾于1993年遭受过炸弹袭击）。很多合约中都含有不可抗力条款，规定如果发生自然灾害、战争或恐怖袭击，承保人不负有任何责任。2001年9月11日的恐怖袭击，把数吨商品交易者储存的黄金都掩埋在瓦砾下面了：

> 掩埋在世界贸易中心废墟下7周的黄金已于周五被挖出，开始正式用于全球黄金交易，而交易商也从这起悲剧和被掩埋的黄金中走出，开始交易。……价值2.3亿美元的贵金属已经从世界贸易中心4号楼地下仓库中运走。“9·11”恐怖袭击摧毁世贸双塔时，这些黄金是替纽约商业交易所（New York Mercantile Exchange）代为储存的。所有的仓库人员都已安全撤离[⊖]。

如上所说，如果你决定买入黄金ETF基金，你可以分别买入上面列出的两种基金，以增加多样化，避开风险。此外，确保这些黄金没有同时储存在你国家的主要金融中心，这一点也是很重要的。

4. 海外黄金储存

永久投资组合多样化策略的一个重要方面是把部分资金储存在国外（金融安全16个黄金法则的第13条）。寻求投资地域多样化的原因有如下几个。

（1）通过多样化来抵御自然灾害。

（2）通过多样化来抵御人为破坏。

⊖ Reuters News Service, “Buried WTC Gold Returns to Futures Trade,” November 17, 2001, www.rediff.com/money/2001/nov/17wtc.htm.

（3）通过多样化来抵御对账户的威胁。

（4）通过多样化来抵御政府试图扣押资产。

有效的地域多样化对于美国投资者来说已经变得很难。越来越多的报告要求已经使海外储存黄金变得更加困难，而许多非美国金融机构选择停止跟美国公民做生意。

我仍然建议你把部分黄金存放在当地较近的地方以备不时之需，如果可以的话，再把部分黄金储存在国外。该话题将在第 15 章地域多样化中详细讲述。

要避免的资产

在个人养老账户中储存黄金

美国国税局（简称 IRS）允许把美国鹰扬金币存入个人养老账户（简称 IRA）中。这可能并不是什么好主意，原因有以下两点。

（1）因为黄金不能产生利息或分红，所以你这是在浪费宝贵的延税额度，最好把延税额度用在债券、现金和股票上。

（2）如果你急需黄金，不能马上得到它。IRA 保管人在储存黄金时已经考虑到所有的潜在风险。

黄金是投资者最不应该放入养老账户中的资产。首先应把股票、债券和部分现金存入这些账户。若仍有空间，投资者也不应把他们的黄金全部存入 IRA 中，以备不时之需。

瑞士法郎

瑞士法郎在美国和其他国家曾一度被认为是增加多样化、抵御通货膨胀的最佳货币。然而，自 2000 年瑞士宣布瑞士法郎与黄金不再挂钩以来，这使瑞士法郎成为另一个受到政客影响和中央银行管制的货币。

2011 年，瑞士央行对世界货币市场抬高瑞士法郎做出回应，宣布它们

将绑定瑞士法郎与欧元的兑换汇率。那些想要通过持有瑞士法郎来抵御美元或欧元贬值的投资者，很快就遭受到了亏损。瑞士央行的公告震惊市场：

> 瑞士法郎曾经是受货币交易者欢迎的避险货币，现在瑞士法郎兑欧元汇率已下挫7.8%。根据瑞士央行在星期二发布的声明，瑞士央行宣称它的目的是保护瑞士法郎，保证瑞士法郎兑欧元汇价最低保持在1.20的水平，并“准备不设上限地买入外国货币”。[⊖]

现在已没有哪个纸币可依赖，避免投资者在美元（或者其他货币）贬值时遭受亏损。既然没有中央当局可掌控黄金价格，那么黄金价格就会随市场合理波动，较少受到人为操控。

商品

有些投资者相信一篮子大宗商品会与黄金一样好（甚至比黄金还好）。事实并非如此。

商品不与美元、通货膨胀威胁直接挂钩，因此它与黄金不同，不会对不同的经济状况做出反应。举例来说，有些商品基金价值在2008年下跌超过45%，而那年黄金**收益率**却是5%～10%。在金融系统即将崩溃时，人们想要的是黄金，而非石油期货。

当你想在通货膨胀期获得最终保护时，应该与主要中央银行买入一样的东西——黄金。中央银行储存了很多吨的黄金。掌管资金的人都不会买入一篮子大宗商品，你为什么要买？

当你想在通货膨胀期获得最终保护时，应该与主要中央银行买入一样的东西——黄金。中央银行储存了很多吨的黄金。掌管资金的人都不会买入一篮子大宗商品，你为什么要买？

图9-2显示了黄金ETF基金（基金代码：GLD）与威力股商品指数基金（基金代码：DBC）在2008年市场崩盘时的区别。很显然，危机来临时商品

⊖ Heather Struck, “Swiss Take Firm Currency Action, Franc Tumbles,” *Forbes*, September 6, 2011, www.forbes.com/sites/heatherstruck/2011/09/06/swiss-bank-takes-firm-currency-action-u-s-markets-poised-for-losses-at-open/.

与黄金对市场所做的反应很是不同。黄金属于商品，但它也属于货币，这就造成了很大的不同。

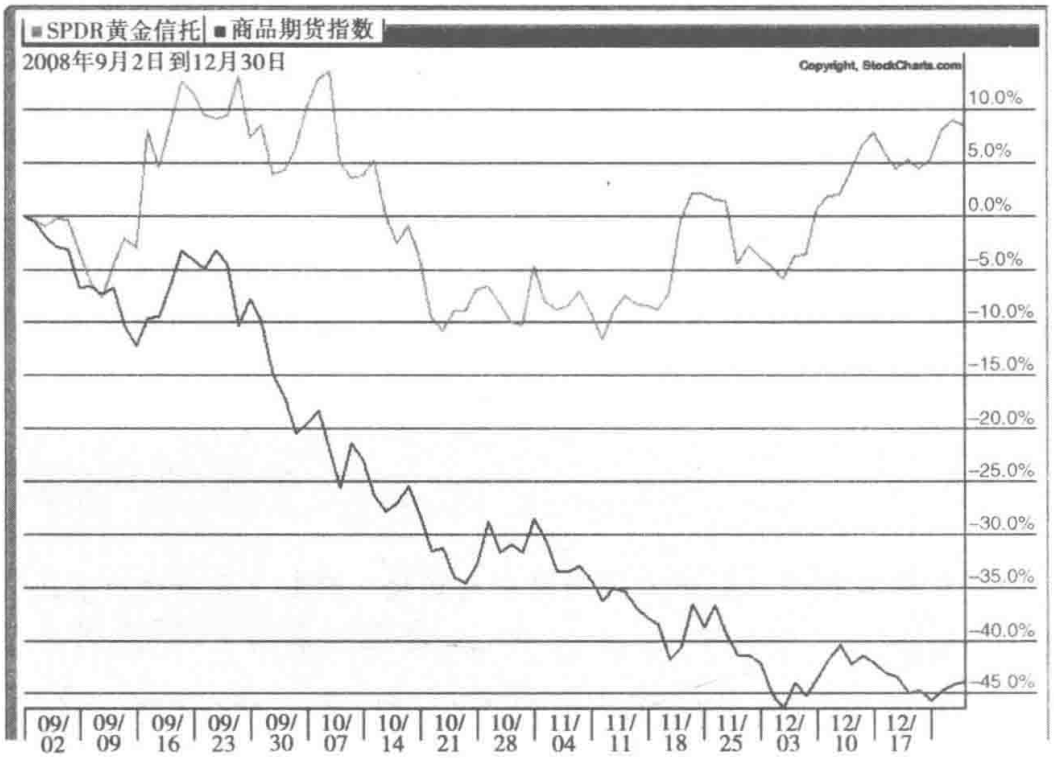


图 9-2　2008 年黄金 vs. 商品期货指数

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

黄金与商品不同。商品只能通过期货合约获得，而黄金却可以直接拥有并安全储存。关于这点，整桶的油和小麦就无法做到。在应急储备方面，黄金可以提供更好的保护。

黄金开采公司

拥有矿业公司股票与拥有实物黄金不同。即使黄金价格上升，矿业公司股票依然会受市场压力的影响，从而影响所有公开交易的股票。

图 9-3 比较了 2008 年金融危机时实物黄金市场与标准普尔贵金属及采矿业指数（追踪矿业股票）的价格变动。黄金价格在 2008 年出现了上涨，而贵金属和采矿业指数却发生了 60% 的下跌，最糟糕时的跌幅几乎达到 75%。

图 9-3 2008 年金融危机时黄金 vs. 贵金属及采矿业指数（基金代码：XME）

资料来源：Chart courtesy of stockcharts.com.

收藏型硬币

避免储存任何种类的收藏型、稀有或者古董硬币。同时避免任何未经认可的硬币，比如纪念币。

由于收藏型硬币价值很大程度上不是由金属含量决定，而是可收藏的稀有程度决定，因此储存它们没有储存黄金可靠。

电视上销售的许多收藏型硬币都是镀金的，在含金量方面没有任何价值。是的，这甚至包括限量版的猫王硬币。一定要坚持收藏公认的金币。

1 盎司金条

投资者应该避免收集小型金条（像 PAMP Suisse 这样的黄金发行厂商通常都会发行 1 盎司大小的金条）。小型金条没有受欢迎的 1 盎司金币可辨识性高，它们的防拆封包装也使验证其真伪变得更加困难。

1933 年前的硬币

有些黄金交易商告诉人们，如果你能拥有 1933 年之前的硬币，政府即使再次没收黄金，也不会没收它们。这是错误的论点。首先，我们现在已经不再使用金本位了，美国基本上不会再次没收黄金。其次，如果政客们想要再次没收美国公民的资产，我们也不知道他们会怎么做。

> 如果政府决定通过抓捕所有泰迪熊的法令，法庭就会判它有效。

如果政府决定通过抓捕所有泰迪熊的法令，法庭就会判它有效。因此，不要因为一些黄金交易商声称某些硬币不会再次被没收，就相信确有其事。

你应该知道，1933 年前的硬币属于收藏型，它们标价高的原因是其稀有性，而非含金量。你只是通过付更多的钱让黄金交易商的钱袋鼓起了而已。

白银

白银更像是工业金属，而非货币金属，因此它在遭遇政治和经济问题时不能像黄金那样提供可靠保障。白银价格与黄金价格走势可能一样，也可能不一样。

按照这种说法，储存一些垃圾银币（junk silver coins）来应急也是不错的选择（1965 年之前铸造的美国银币纯度为 90%）。然而，我们不能把白银取代黄金当作永久投资组合中的首要硬性资产。

假黄金

如果你从有信誉的经销商那里买金币的话，就不太可能买到假币。然而，如果从私人那儿买，就要小心了。这里有两种装置，可以通过很简单的方式帮你辨别真伪。

（1）金币平衡器（Gold Coin Balance）——www.goldcoinbalance.com。

（2）菲什硬币平衡器（Fisch Coin Balance）——www.fisch.co.za。

这两种装置可以在几秒钟内测量 3 个方面的相关指标：

（1）硬币的厚度；

（2）直径；

（3）重量。

黄金密度特殊，普通金属不能全部符合这三点测量，因此很难伪造。

如果你要从私人卖家那里大量购买金币的话，就应该购买这些装置。菲什测量器价格很高，但金币平衡器（见图 9-4）的价格就非常便宜，而且一样有效。这些装置可以检测许多主要金币类型，包括鹰扬金币、枫叶金币和克鲁格金币。

如果你觉得某笔交易好得令人难以置信，那很可能就是场骗局。如果有人出售的金币价格比市场价格低很多的话，他很可能就是骗子。只从有信誉的交易商那里买金币，一般都不会买到假币。

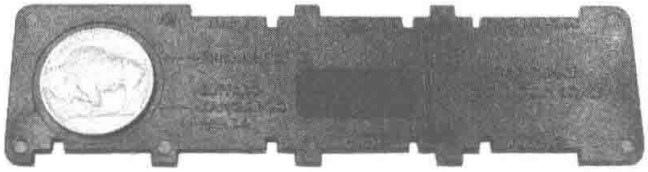


图 9-4 金币平衡器

资料来源：Gold Coin Balance.

通货膨胀保护债券

对投资者最常见的诱惑是在永久投资组合中使用通货膨胀保护债券，而不是黄金来保护投资组合。这里有多个原因可以说明 TIPS 不是永久投资组合中黄金合适的替代物。

1. TIPS 含有利益冲突

TIPS 可以为投资者提供通货膨胀调整后的收益，但基本问题是提供通货膨胀保护的机构正是造成通货膨胀的机构。

黄金在永久投资组合中部分作用是提供多样化保护，使投资者免受因政治和经济决策造成的高通货膨胀。“TIPS 在永久投资组合中可以与黄金起到同等作用”的想法非常不切实际，这就像从纵火犯那里买火灾险一样。

与 TIPS 有关的风险在于报道通货膨胀过程的完整性，也就是消费者物

"TIPS 在永久投资组合中可以与黄金起到同等作用"的想法非常不切实际，这就像从纵火犯那里买火灾险一样。

价指数（简称 CPI）。即使我们相信 CPI 现在可以在整体经济中准确地反映通货膨胀，但问题是政府会不会在将来通货膨胀严重时试图去操控 CPI 呢。事实上，这些年来美国的 CPI 已经由于各种原因改变多次了。这并不表示将来它就不会再次改变。

阿根廷是摧毁货币的典范，是政府在处理高通货膨胀时会采取某些措施的例子（正如已经讨论过的，回顾美国政府在 20 世纪 70 年代的行为也非常具有启发性）。最近，它们在 2011 年又使用了之前的惯用伎俩来处理通货膨胀。政府的做法非常典型：操控 CPI，怀疑任何持有反对意见的人。这是对通货膨胀保护债券持有者的警告，无论他们生活在哪里，他们的资金都会受到影响。

> 2006 年，当通货膨胀依然维持在 10% 左右时，基什内尔（阿根廷总统）撤换了负责 CPI 报道的人。之后，拉瓦尼亚称政府低报了 CPI。政府去年给出的价格增长率是 10.9%，而拉瓦尼亚 30 年前所建的公司——Ecolatina 咨询公司却说去年的价格增长率为 26.6%[⊖]。

金融史表明，你的财富不能 100% 全是纸币。这并不是说金融危机即将来临，只是对历史经验的总结：当货币危机发生时，它经常会以极快的速度发生，并产生令人意想不到的结果。

2. TIPS 不能产生足够的上升价格走势

TIPS 不适合纳入永久投资组合原因如上所述。除此之外，TIPS 在高通货膨胀期的价格增长幅度永远都不能抵消投资组合中其他资产所发生的亏损。TIPS 没有黄金波动性强。正如之前讨论的那样，在金融危机时黄金每年价格增长都超过了 100%。由于 TIPS 价格由市场决定，因此它的增长率达到 100% 的概率几乎为零。

⊖ Eliana Raszewski. "No One Cries for Argentina Embracing 25% Inflation of Fernandez." *Bloomberg*, March 28, 2011, www.bloomberg.com/news/2011-03-29/no-one-cries-for-argentina-embracing-25-inflation-as-fernandez-leads-boom.html.

在某些经济环境下，永久投资组合**需要**黄金的波动性来带动整个投资组合增长。这意味着黄金上升价格走势一定要可以完全抵消现金、股票和长期债券所发生的亏损。TIPS 的价格走势做不到这点，而黄金可以。

3. TIPS 从未承受过压力

TIPS 仅仅从 1997 年才开始在美国出现，它从未经历过高通货膨胀。因此，无论这些人持有什么证书，他们对 TIPS 在美国高通货膨胀期将如何表现的言论都只是猜测。如果美国将经历高通货膨胀，TIPS 拥有者将感觉自己更像是撞击试验的假人，而非投资者。

> 不要从造成通货膨胀的人手中买通货膨胀保险。

对 TIPS 最后一句忠告就是：**不要从造成通货膨胀的人手中买通货膨胀保险。**远离 TIPS，只在永久投资组合中买入黄金来抵抗通货膨胀。

限制黄金销售税

美国公民销售黄金需要交纳特殊的资本利得税。我们将在第 13 章中详细讲述。然而，有些税收你可以通过提前规划避免。

各州销售税

美国有些州对购买金币要征收销售税，而金币却是由美国财政部铸造的法定货币。为什么金币购买者要为法定货币交税呢？难道他们从自动提款机中取钱时也要交税吗？

在这种情况下，投资者应该做的就是驾车到其他州，在不用交销售税的州购买金币（很多州都不会对购买金币征税，只有较大的州才会那么做）。

既然不交税就把在外州购买的金币带回去这个行为不合法，那么你就可以直接在购买金币的州的银行开一个保管柜。这不仅为你提供了少量地域多样化，你也不用再带着金币回去交税了。然而，你一定要在纳税申报表上正确申报所有购买的东西。即便如此，至少你可以在购买时避免不合理地纳税。

国家销售税

有些国家对购买金币征税。如果金币纯度不够，有些国家可能也要征税（比如加拿大和其他地区）。至于纯度限制（金币纯度通常至少要达到99%或者更多才能达到免税要求），你只需在你的国家买入免税金币即可。举例来说，你可以在加拿大买枫叶金币，因为它的纯金（24K）含量超过了99%。

其他因素

保险箱风险

你要确保你的保险公司愿意承保黄金。许多保险计划书在默认情况下不承保黄金，因此你要购买附加险。如果发生盗窃或火灾，没有保险的黄金放在家里会有很严重的隐患。保险箱不在银行保单范围内（它们不知道里面是什么，需要如何承保），因此你要确保你自己的保单承保保险箱内的东西。

还有另外一种可能，就是如果美国州规章判定保险箱已被遗弃（每个州的规章不同，只有几年的差别），那么银行会把它移交给州政府进行拍卖。州政府以这种不正当的方式收集资金，希望实际拥有者永远都不要出现[⊖]。你依然可以索要这笔钱，但如果你的保险箱内放有贵重物品，那么即使现金得到返还，也于事无补了。为防止此类事件发生，我建议你至少每年去查看一下你的保险箱。只是在银行开立账户还不行，你本人需要去查看账户，这样才能在银行留下记录，确保账户的安全。

金属账户风险

如果银行破产，金属账户开立者很难拿到放在银行的资产。向银行核实以确保资产无论如何都归债权人所有（即确保与银行签署的是**委托保管账户协议**，而非银行承包的资产）。

⊖ "Anguished Tales of Property Taken by State," www.sfgate.com/cgi-bin/article.cgi?f=/c/a/2007/07/02/LOSTPROPERTY.TMP&ac=all.

即使这样，单凭协议也无法防止彻头彻尾的欺骗。2011年，全球曼氏金融集团（MF Global），这家世界最大的期货交易商之一由于欺诈行为而宣告破产。该公司管理者进入顾客账户并非法挪用顾客资产。他们还非法挪用了他们代顾客保管的金条和银条。下面是《巴伦周刊》描述的问题严重性：

> 首先，全球曼氏金融集团通过一系列复杂交易致使12亿美元凭空消失，最终走向破产，这是众所周知的。其次，储存在该公司地下室的银条也瞬间减少了超过25%。
>
> 本质上，这是投资者储存在全球曼氏金融集团账户中银条和金条发生减少的事件。
>
> 目前监督全球曼氏金融集团破产后清算工作的受委托人建议把客户所有剩余资产，即黄金、白银、现金、期权、期货和商品组成一个共同基金，每位客户只能得到他们所存资产价值的72%。换句话说，虽然投资者已获得某些特定金条或银条的全额付款，并且有“仓单”作为凭证，但他们必须放弃28%的价值。
>
> 投资者非常气愤，“仓单（比如金条）是我们的资产，100%都是。”约翰·罗伊辩驳道。他是芝加哥一家名叫BTR Trading期货交易公司的合伙人。他个人在全球曼氏金融集团的投资中损失了几十万美元；他的客户损失更多。他说：“我们是特殊的一群人，而受委托人却对资产进行了彻底的再分配。”[⊖]

到这篇文章发表时，到底谁拥有资产的问题已交由法院解决，但法院也不能绝对公平地处理问题。这种风险很少见，但它的确发生了。

放弃教条主义

永久投资组合最理想的状态是把部分实物黄金安全地储存在身边，再把剩余部分存放在海外，以增加地域多样化。这是理想状态。

⊖ Erin Arvedlund, “The Silver Rush at MF Global,” *Barrons*, December 17, 2011, http://online.barrons.com/article/SB50001424052748703856804577098740322633760.html.

但有时我们无法达到理想状态。此时，这只是程度问题，不能让教条主义阻挡我们的思路。小部分投资者可能想要直接购买黄金，然后把它安全地储存在当地。大部分投资者由于物流原因可能根本无法做到这点。因此许多人发现，他们需要把少量实物黄金储存起来，然后把大部分黄金都交给某类银行或者其他黄金投资产品。

虽然持有黄金敞口不是很理想（比如 ETF），但总比什么都不拥有要**好得多**。不要让教条主义挡住了实际行动的道路。如果 ETF 在现在的状况下是最理想的选择，那么就买入 ETF。不要因为没有完美的方式就不去实行投资组合策略的任何部分。只要你有能力，你就能想到其他方法。

概要综述

永久投资组合持有黄金是为了保护资产不受高通货膨胀和其他政治和经济危机的影响。下面是你为什么以及如何在永久投资组合中持有黄金。

- 黄金是强大的资产，它对高通货膨胀反应强烈，能够抵消多样化投资组合中其他资产所造成的损失，并产生实际收益。
- 黄金不能像股票和债券那样产生利息和分红。然而，它可以在股票和债券价格都下跌时升值，并产生收益。
- 永远不要在永久投资组合中用 TIPS 替代黄金。
- 黄金开采公司股票和大宗商品指数不能在投资组合中替代黄金。
- 尽可能减少持有黄金的纸质文件。
- 把部分黄金储存在便于获得的地方，以备不时之需。
- 买入像美国鹰扬金币、加拿大枫叶金币和南非克鲁格金币等作为黄金储备。
- 黄金基金较为方便，但不安全。
- 不要在投资组合中买入收藏型或古董金币。
- 如果从黄金交易商那里购买黄金，不要支付过高的佣金，并且一定要亲自进行交割。

- 即使状况不理想，持有某些类型的黄金也比什么都没有好。在黄金所有权的问题上面，不要让完美成为敌人。
- 无论你生活在那里，增加持有黄金的地域多样性都是个好主意。

黄金是强大的资产，其独特特性可以保护投资组合在发生通货膨胀或严重危机时免受损失。与永久投资组合中所有其他资产一样，黄金为投资组合提供安全性和稳定性。

第 10 章
Chapter 10

实施永久投资组合
达到安全的多种方法

我们已讲述永久投资组合背后的经济理论并深入探讨了个别资产，现在是执行的时候了。

从简单到复杂，有很多方法来实施投资组合。你必须判定出哪种方法适合你的情况。

在实施永久投资组合时，遵循基本策略比完美地执行更重要。每个投资者都有各自不同的限制因素，比如他的居住地、税务状况、投资组合规模等。实际上许多投资者基于最实用的方法来组织他们的永久投资组合。也就是说，在实施永久投资组合时，请记住这句格言："完美是优秀之敌人。"

不要让追求完美投资组合成为你实施足够良好的投资组合的障碍。你总是可以随着处境的变化而不断完善自己的组合。

关键概念

购买全部资产

记住，永久投资组合的分散投资方法源于持有所有的 4 种资产类别。这

4种资产类别是：股票、债券、现金和黄金。

在投资组合中**始终**持有所有这4种资产类别而从不在市场时机出现时做出尝试，这是至关重要的。试图准确猜测出何时持有或卖出你的任何资产会使你的投资组合面临严重的风险，而且这些风险会没有任何预兆地突然出现。

另外，遵循前几章所讲述的对每一资产类别的指导也很重要。偏离那些界限很容易导致投资者在毫无意识的情况下从投资转向投机。

在哪里消除风险

简单且容易遵循的投资策略通常会比复杂的方法表现得好。永久投资组合能够把非常基本的投资基金和投资策略结合使用，而且有助于用尽可能**简单**的方法来持有每一项资产。

举个例子，基本的股票指数基金往往比积极交易的指数基金好；直接持有黄金或者在分配账户中持有比把它配置在黄金基金中好。通过基金持有国债是不错，但是如果你可以在你的经纪商中毫不费力地直接持有它们，为什么不那样做呢？始终要记住，复杂的投资方法背后会隐藏很多风险。试着在尽可能合理的范围内（比如，直接持有债券是很好，但是不要脱离出去并试图构建你自己的股票指数基金！）直接持有资产。

你在决定怎样实施永久投资组合时，以下这些都是你在考虑个别资产方面应该注意的：

- 持有这项资产**最简单**的方法是什么？
- 有没有一种方法会降低你和你试图持有的资产之间的比例？

考虑使用不同的金融机构

你需要一个经纪账户来实施永久投资组合，因为你要购买ETF或者共同基金来作为投资组合资产的一部分。我们建议的方法是在**两个**不同的经纪商开立账户，用以抵御任一金融服务公司出现问题时带来的风险。虽然这种方法看起来使投资组合变得更加复杂，但它仅仅需要一点额外的努力就可在两家公司开立账户。初始设置之后，除了偶尔检查一下整个投资组合，看其

是否需要调整以外，就很少需要持续的维护。

我们会在第 14 章中讲述资产配置时使用不止一家经纪商的原因。

考虑使用不同的基金提供者

在永久投资组合中，另一个减少潜在风险的简单方法是为主要的投资组合资产使用不同的基金提供者。

举个例子，你可以不把你所有的股票都投资于先锋总体股票市场基金，而是把它以 50/50 的比例分散投资于先锋基金和富达总体股票指数基金，以防其中一种基金出现问题，这样也可以选择另一种资产。假如你可以把全部现金分散投资于富达和安硕这两个公司，那么你就没有必要把全部现金投入到富达美国国债货币市场。

记住，你也许正在使用这些方法保护自己远离未知的风险，但是如果你在购买时这项保护仅仅要求分散投资于另一项基金，那么就会毫无成本地减少风险。

然而，许多人发现把每一项资产类别分散投资于多种基金很麻烦。所以另一种方法就是使用不同基金公司发行的基金作为不同的资产类别。举例来说，你可以选择使用先锋基金作为股票持有份额，使用安硕 ETF 作为现金持有份额，直接持有债券，并且把黄金放入该配置中。运用这种方法，你就仍然可以使用一个经纪商且持有股票、债券和现金，你还知道，出现问题的单一基金是不可能影响整个投资组合的。

4 个级别的保护

以下描述了不同的永久投资组合实施方法中的 4 个不同级别的保护。每一级别代表了对你的资产的更高层次的整体保护。

这 4 个级别具体如下。

级别 1：基础。所有的 ETF 和 / 或共同基金都被用来配置股票、债券、现金和黄金

级别 1 会提供强大的多元化和安全性。它会允许你以快捷而简单的方式

实施永久投资组合。然而，在债券和黄金基金中，以及在极端条件下（比如影响金融部门的自然或者人为灾害），这种方法也许会涉及一些基金经理人风险。

这种方法对投资组合来说是一种基本的实施策略，而且对于较少数量的基金或者那些寻求最简单的方法的人，这种方法也许是不错的选择。

级别2：良好。ETF和/或共同基金作为被用来配置股票、现金和大部分黄金，直接持有债券和一部分黄金

级别2的方法通过直接持有债券（因此消除了债券基金经理人风险）给投资组合带来了更多的保护。一些黄金是以实物形态储存的。所以在紧急情况下它可以很快地获得。然而，大量的黄金配置都有地域多元化的限制，通过基金持有黄金还会产生经理人风险。

级别3：更好。ETF和共同基金用来配置股票和现金，直接持有债券，黄金存在国内

级别3更深一步地分散了你的资产，它不仅保证你更加直接地控制你的债券，而且你的黄金会以实物形式存储在银行或者其他你所选的安全位置。这种方法使你能够有更多的分散投资，以抵御金融部门的严重问题，包括那些可以扰乱市场的自然或者人为灾害。

级别4：最好。ETF和共同基金被用来配置股票和现金，直接持有债券，黄金分别在本国与国外存储以实现地域多元化

级别4这种方法为整个投资组合提供了更高级别的安全性和分散投资。股票持有在简单的股票指数基金中。现金可以是短期国库券或者高质量的国债货币市场基金。直接持有长期国债消除了债券经理人风险。你的黄金配置分散在不同的地区，在一场严重的危机期间，该配置是最后的重要资产。这种方法可以带来更大的自信，那就是即使是在极端条件下，你一生的积蓄也不会完全亏损掉。

当可以用最小的努力简单地实现级别1、级别2或者级别3的投资组合时，使用如今也适用的银行业务和投资工具也能很容易地实现最高级别的保护。

以上所描述的实现级别并不是一成不变的，用这种方法展示出来方便参

考。举个例子，开始于级别 1，然后你可以选择购买一些实物黄金，直接购买长期国债，而不用使用基金把投资组合达到级别 2。

从级别 2 中，你可以修改你的黄金配置，然后到达级别 3。使用这种方法，你能更加直接地控制黄金，这样你不能随时持有它的风险会降低。

从级别 3 中，选择把黄金分散储存在国外以到达级别 4 的保护很重要。

在开始设置你的投资组合时，一点点的规划就可以使你跳到级别 4。使用你当前正在用的不同的账户，那么你很可能已经在到达级别 4 的路上了。

级别 1：基础——所有基金

级别 1 表示最基本层次的分散投资。等量购买这些基金会使你的投资组合分散以抵御市场风险。以下是全部 ETF 和 / 或共同基金永久投资组合。从每一类别（以下展示的是上市的基金，但不是很详尽）中选择一种基金。

25% 的股票

- 安硕罗素 3000 指数基金（IWV）。
- 先锋总体股票市场指数基金（VTSMX 或者 VTI）。
- 富达斯巴达人总体股票市场基金（FSTMX）。
- 嘉信总体股票市场指数基金（SWTSX）。

25% 的债券

- 安硕长期国债 ETF（TLT）。
- 富达斯巴达人长期国债共同基金（FLBIX）。
- 先锋长期国债共同基金（VUSTX）。

25% 的现金

- 安硕短期国债基金（SHV）。
- 道富 SPDR 国库券（BIL）。
- 富达美国国债货币市场基金（FDLXX）。
- Gobelli 美国国债货币市场基金 (GABXX)。
- 先锋国债货币市场基金（VUSXX）。

25% 的黄金

- 安硕黄金 ETF（IAU）。
- 道富黄金 ETF（GLD）。
- 实物瑞士黄金 ETF（SGOL）。
- 苏黎世州银行黄金 ETF（ZGLD)(非美国的为优先选择)。
- 斯普罗特现货黄金信托基金（PHYS）。
- 加拿大中央黄金信托基金（GTU）。

级别 1 投资组合的例子——相同的基金公司

以下是使用上面所列基金的简单投资组合表现的一个例子。

安硕投资组合

级别 1 投资组合使用安硕基金的例子。

- 25% 的股票——安硕罗素 3000ETF（IWV）。
- 25% 的债券——安硕长期国债 ETF（TLT）。
- 25% 的现金——安硕超短期国债 ETF（SHV）。
- 25% 的黄金——安硕黄金 ETF（IAU）。

投资者通过任何经纪商只使用一个 ETF 提供商（巴克莱投资公司的安硕），就可以实现该投资组合。如果你可以免费交易 ETF（现在许多经纪商一年会提供一定数量的免费交易），那么你就可以几乎不费任何成本地设置该投资组合。

先锋投资组合

如果你在先锋有个账户，可以考虑下面的选择。

- 25% 的股票——先锋总体股票市场基金（VTSMX）。
- 25% 的债券——先锋长期国债基金（VUSTX）。
- 25% 的现金——先锋国债货币市场基金（VUSXX）。[⊖]
- 25% 的黄金——安硕黄金 ETF（IAU）。

⊖ 到 2012 年为止，现在对新的投资者不再发行，可以考虑用先锋短期国债基金（VFISX）代替。

该投资组合使用了 75% 的先锋基金。25% 的黄金配置要求一项类似安硕 ETF 的基金，因为先锋没有提供足够好的黄金基金（它们的贵金属和矿业基金不适合黄金）。然而，通过先锋的经纪服务可以很容易买到安硕基金，这使它成为一种方便的实施投资组合的方法。

富达投资组合

富达也为实施投资组合提供了比较简单的方法。

- 25% 的股票——富达斯巴达人总体股票市场基金（FSTMX）。
- 25% 的债券——富达斯巴达人长期国债基金（FLBIX）。
- 25% 的现金——富达国债货币市场基金（FDLXX）。
- 25% 的黄金——安硕黄金 ETF（IAU）。

与先锋一样，富达也没有提供一种合适的黄金基金，但是通过使用富达的经纪服务可以很容易获得安硕黄金 ETF。

虽然你把全部的资金投入到一家基金公司或者经纪商会有风险，但是使用以上几种方法却很方便。

级别 1 投资组合的例子——不同的基金公司

使用多个基金提供商可以分散投资，以防其中一种基金发生无法预料的事情。这种投资组合可以通过以下方式实施。

（1）25% 的股票——先锋总体股票市场 ETF（VTI）。

（2）25% 的债券——安硕长期国债 ETF（TLT）。

（3）25% 的现金——道富国库券 ETF（BIL）。

（4）25% 的黄金——瑞士黄金 ETF（SGOL）。

该投资组合在任何经纪商处都容易配置，但是它把你的资金分散投资于 4 种不同的基金提供商发行的基金（比如先锋、安硕、道富和 ETF 证券公司）（如图 10-1 和表 10-1 所示）。

在这种方法下，任一基金公司出现问题将不会套牢你的全部资产。是的，这种可能性很小，但是值得考虑，而且用这种方法保护自己不受这种风险的影响是很容易的。

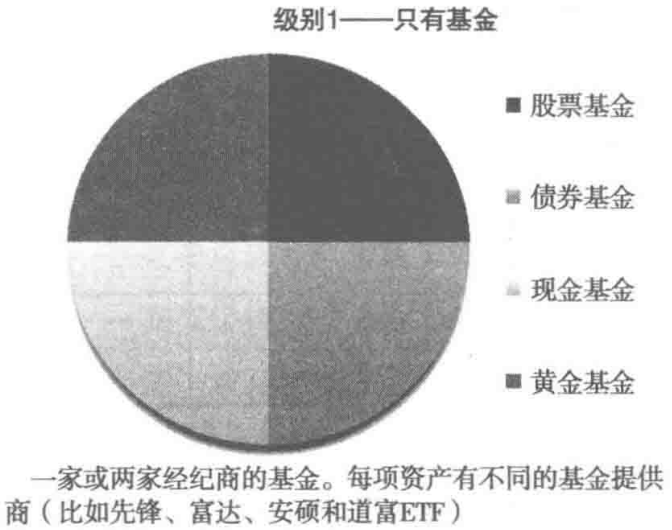


图 10-1　基本的级别 1 的永久投资组合

在这种方法下，任一基金公司出现问题将不会套牢你的全部资产。是的，这种可能性很小，但是值得考虑，而且用这种方法保护自己不受这种风险的影响是很容易的。

表 10-1　级别 1 投资于一家经纪商的投资组合　　（%）

资产位置	股票基金	债券基金	现金基金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商	25	25	25	25	—	—	100
银行	—	—	—	—	—	—	—
本地	—	—	—	—	—	—	—
总值	25	25	25	25	—	—	100

级别 1 投资组合——两家基金公司和两家基金提供商

为了使你的投资组合更加安全，或许可以选择把你的基金分散在两个不同的经纪商账户中。通过使用这种方法，你可以在经纪级别和基金级别分散投资。

一家经纪商或一项基金出现问题不会套牢你全部的资金，同时你可以解决掉出问题的部分。如果你选择只使用基金来实施永久投资组合，那么我建议你使用这种方法。表 10-2 展示了各种分类的例子。

表 10-2 级别 1 投资于两家经纪商的投资组合 (%)

资产位置	股票基金	债券基金	现金基金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商 1	12.5	12.5	12.5	12.5	—	—	50
经纪商 2	12.5	12.5	12.5	12.5	—	—	50
银行	—	—	—	—	—	—	—
本地	—	—	—	—	—	—	—
总值	25	25	25	25	—	—	100

表 10-3 显示了先锋和富达都开有账户的投资组合的表现，各公司基金各占一半（任何经纪商都会发生作用）。因为每种基金在很大程度上反映了其他提供商发行的基金的发展状况，所以当重整投资组合时，你可以很容易地平等交易每类基金。

表 10-3 比例各占一半的先锋和富达的账户

	先　锋	富　达
股票	先锋总体股票市场指数基金	富达总体股票市场指数基金
债券	先锋长期国债基金	富达长期国债基金
现金	先锋国债货币市场基金	富达国债货币市场基金
黄金	安硕黄金 ETF	瑞士黄金 ETF

级别 2：良好——基金、债券和黄金

级别 2 试图通过直接持有投资组合中的债券来消除债券经理人风险。在这种方法下，黄金的配置部分会以实物形式被持有，以此来应对紧急状况。ETF 或者其他基金被用来配置股票、现金和剩余的不以实物形式持有的黄金。

为了实现级别 2 的永久投资组合，要从级别 1 的基金阵容中选择一种基金来配置股票、现金和黄金，对于债券配置而言，联系你的经纪商的债券交易部门或者使用经纪商的在线工具，在拍卖会或者二级市场购买期限为 25～30 年的美国国债。你还可以开立一个 Treasury Direct 账号，如果你愿意，你可以在拍卖会上直接持有国债。

对于购买黄金而言，你需要联系本地的铸币经销商或者在线供应商，以购买一些可以安全地储存的金币。

级别 2 投资组合的例子

（1）25% 的股票——先锋总体股票市场 ETF（VTI）。

（2）25% 的现金——安硕短期国债 ETF（SHV）。

（3）25% 的黄金——瑞士黄金 ETF（SGOL）和一些实物金块。

（4）25% 的债券——在二级市场上购买，可通过经纪公司持有，或在 Treasury Direct 购买。

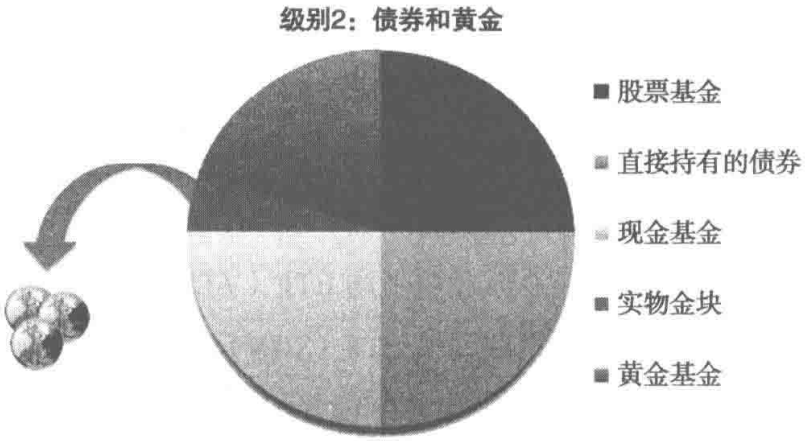
该投资组合维持了级别 1 的基金分散投资方法（级别 1 有 3 个不同的基金提供商），但是现在你已经通过直接持有债券控制债券配置。你不再需要担心债券经理人风险，因为不再有债券经理。还有，你还消除了债券基金管理的相关年费。也就是说，你现在的风险会更低，成本也更低，其影响力不可小觑。

> 基本的方法是：如果你需要的话，持有一些很容易获得的黄金。

级别 2 的方法需要直接持有黄金，在你的控制下存储黄金以防万一。剩下的黄金会被配置在黄金 ETF 或者其他基金中。表 10-4 显示的 5% 这一数字被选作案例。你需要挑选一个适合你情况的百分比。持有较小投资组合的投资者也许想存储 100% 的本地黄金。持有较大投资组合的投资者由于后勤及安全因素而不能这样做。基本的方法是：如果你需要的话，持有一些很容易获得的黄金。图 10-2 表示在级别 2 实施投资组合过程中持有一些黄金。

表 10-4　级别 2 投资于一家经纪商和实物黄金的投资组合　　（%）

资产位置	股票基金	债券	现金基金	黄金基金	黄金分配账户黄金	实物黄金	总值
经纪商	25	25	25	20	—	—	95
银行	—	—	—	—	—	—	—
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	20	—	5	100



基金来自一家或两家经纪商。每类资产有不同的基金提供商。债券是直接持有，不用通过基金。安全持有一些可迅速获得的实物黄金

图 10-2 级别 2：在你直接控制下持有的一些金块和直接持有的债券

表 10-4 显示了怎样使用一家经纪商来实施级别 2 的投资组合。表 10-5 显示了怎样使用两家经纪商来实施投资组合。

表 10-6 又再次显示了在先锋和富达都开立账户的投资组合的表现，每个账户各占一半。

表 10-5 级别 2 投资于两家经纪商和实物黄金的投资组合 （%）

资产位置	股票基金	债券	现金基金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商 1	12.5	12.5	12.5	10	—	—	47.5
经纪商 2	12.5	12.5	12.5	10	—	—	47.5
银行	—	—	—	—	—	—	—
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	20	—	5	100

表 10-6 比例各占一半的先锋和富达的账户

	先　锋	富　达
股票	先锋总体股票市场指数基金	富达总体股票市场指数基金
债券	直接从债券交易部门获得	直接从债券交易部门获得
现金	先锋国债货币市场基金	富达国债货币市场基金
黄金	安硕黄金 ETF 和一些金币	瑞士黄金 ETF 和一些金币

级别 3：更好——基金、债券和黄金

在级别 3 这种方法下，你始终可以更加直接地控制你的资金。在这个配置中，你使用 ETF 或者共同基金配置股票和现金，但要直接持有债券（见图 10-3）。更进一步地，你所有的黄金都是以本地实物金块的形式存储配置，而不是以黄金基金的形式持有。

级别 3 投资组合的例子

（1）25% 的股票——先锋总体股票市场 ETF（VTI）。

（2）25% 的现金——安硕短期国债 ETF（SHV）。

（3）25% 的债券——在二级市场上购买，可通过经纪公司持有，或在 Treasury Direct 购买。

（4）25% 的黄金——安全存储的实物金块。

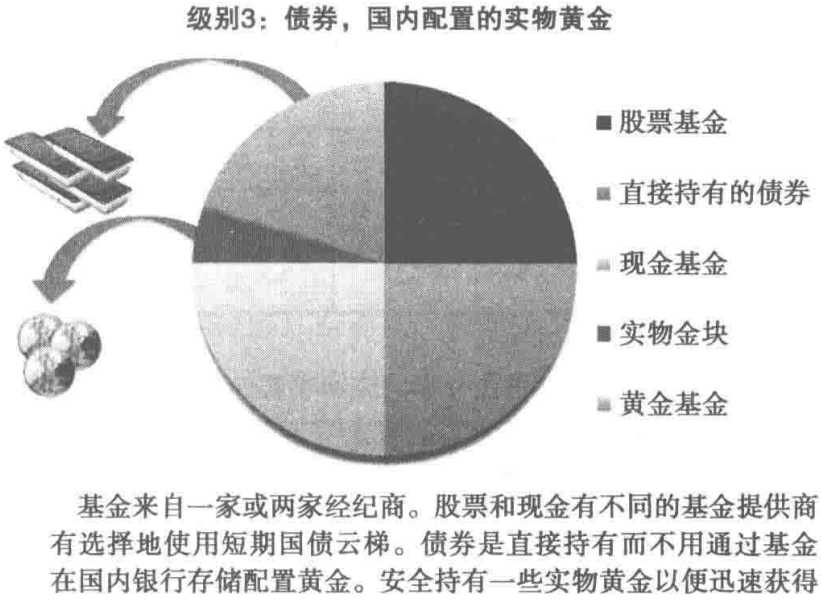


图 10-3 级别 3：在银行存储配置的黄金，就近持有一些黄金并直接持有债券

级别 3 的一些黄金配置存储在本地，同时剩下的黄金可以配置在与贵金属账户有关的机构中（在黄金那一章已讨论过）。为了安全起见，黄金存储应该有各种各样不同的配置。

级别 3 投资组合中的资产类别既有虚拟资产，又有实物资产。这种分散投资使任何个别的金融、政治或者经济事件完全卷走你积蓄的情况变得不太可能。

表 10-7 和表 10-8 显示了怎样实施级别 3 这种投资于一家或两家经纪商和提供黄金存储配置的银行的投资组合。

表 10-7 级别 3 投资于一家经纪商、实物黄金和配置的黄金的投资组合（%）

资产位置	股票基金	债券	现金基金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商	25	25	25	—	—	—	75
银行	—	—	—	—	20	—	20
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	—	20	5	100

表 10-9 又再次显示了在先锋和富达都开立账户的投资组合的表现，每个账户各占一半。

表 10-8 级别 3 投资于两家经纪商、实物黄金和配置的黄金的投资组合（%）

资产位置	股票基金	债券	现金基金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商 1	12.5	12.5	12.5	—	—	—	37.5
经纪商 2	12.5	12.5	12.5	—	—	—	37.5
银行	—	—	—	—	20	—	20
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	—	20	5	100

表 10-9 比例各占一半的先锋和富达的账户

	先　锋	富　达
股票	先锋总体股票市场指数基金	富达总体股票市场指数基金
债券	直接从债券交易部门获得	直接从债券交易部门获得
现金	先锋国债货币市场基金	富达国债货币市场基金
黄金	没有存储在一家银行的黄金配置以及一些本地存储	没有存储在一家银行的黄金配置以及一些本地存储

级别 4：最好——基金、债券、黄金和地域多元化

级别 4 试图为你的投资组合提供最高水平的安全和保护。

为了完成级别4的投资组合。投资者会实施级别3的投资组合方法，再加上以黄金存储配置在国外机构的形式进行的分散投资。这种方法提供了**极其强大的**多元化，只要稍有计划就可以很容易地设置。

级别4投资组合的例子

（1）25%的股票——总体股票市场指数基金 。

（2）25%的现金——短期国债云梯或者国债货币市场基金。

（3）25%的债券——可以通过经纪公司购买持有，或者在Treasury Direct购买。

（4）25%的黄金——安全存储的实物金块，包括在国外机构存储账户中配置的部分。

该投资组合提供了最大的安全性。

- 你的股票配置为指数基金，投资于整个股票市场而不用考虑时机，成本非常低。
- 你的现金是一种安全的短期国债云梯或者比较合适的国债货币市场基金。
- 你的国债是直接持有的，不存在任何经理人风险。
- 你的黄金是以实物形式持有的，分散在不同的地域，以抵御自然和人为灾害以及其他突发事件。

此时就会给你的积蓄带来一种强大的保护。另外，如果一系列极端状况出现时，你可以很灵活地应对（如图10-4所示）。

表10-10展示了使用以上描述的策略的一个例子。

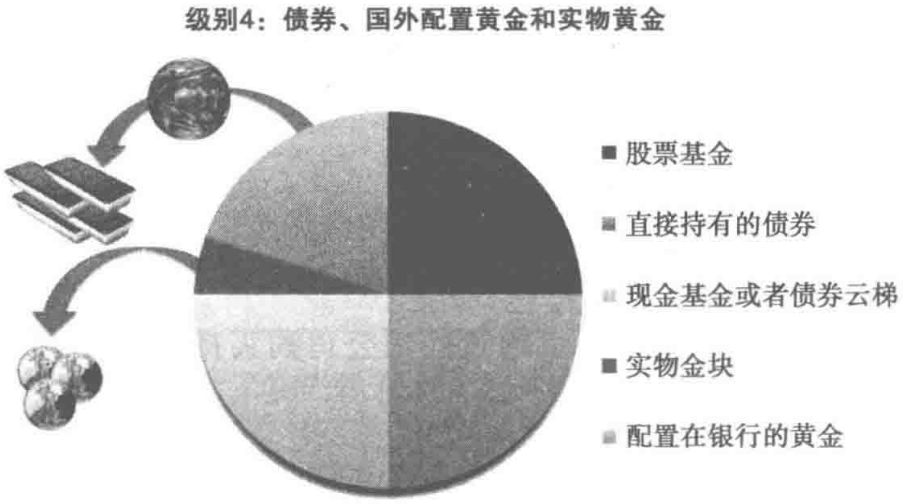
表10-11显示了在先锋和富达都开立账户的该投资组合的表现，每个账户各占一半。

如果这种方法看起来似乎太麻烦，那么你可以考虑表10-12中使用一家经纪商的方法。或许你已经有了银行和经纪商的账户，所以，你所需要的只是一个国外配置黄金的存储账户。

这种配置方法会带来很强的多元化，一旦被设定以后，它就很容易

维持。

表 10-13 显示了在先锋开立账户的该投资组合的变现。



基金来自两家经纪商。股票和现金有不同的基金提供商。有选择地使用短期国债云梯。债券是直接持有的而不用通过基金。在国外存储配置黄金。安全持有一些实物黄金以便需要时能迅速获得

图 10-4 级别 4 有国外存储的黄金，股票配置为指数基金，现金配置为坚实的短期国债或者债券梯，债券是直接持有的

表 10-10 资产分散在本地和国外的两家经纪商中 （%）

资产位置	股票基金	债券	现金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商 1	12.5	12.5	12.5	—	—	—	37.5
经纪商 2	12.5	12.5	12.5	—	—	—	37.5
国外	—	—	—	—	20	—	20
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	—	—	5	100

表 10-11 比例各占一半的先锋和富达的账户

	先　锋	富　达
股票	先锋总体股票市场指数基金	富达总体股票市场指数基金
债券	直接从债券交易部门获得	直接从债券交易部门获得
现金	先锋国债货币市场基金	富达国债货币市场基金
黄金	没有存储在国外的黄金配置以及一些本地存储	没有存储在国外的黄金配置以及一些本地存储

表 10-12　资产在本地和国外的一家经纪商中　　(%)

资产位置	股票基金	债券	现金	黄金基金	黄金分配账户	实物黄金	总值
经纪商	25	25	25	—	—	—	75
国外	—	—	—	—	20	—	20
本地	—	—	—	—	—	5	5
总值	25	25	25	—	20	5	100

表 10-13　比例各占一半的先锋和国外账户

	先　锋	国　外
股票	先锋总体股票市场指数基金	
债券	直接从债券交易部门获得	
现金	先锋国债货币市场基金	
黄金	没有	分配存储和一些本地存储

最大的保护很容易实现

该投资组合一旦设立，只需要很少的维护和检查，它强有力的分散投资可以抵御一系列有损你积蓄的风险。从正常的市场风险到影响到你居住地的危机，所有这些都被包含在此项保护中。

以下就是你开始级别 4 的投资组合需要采取的步骤。

（1）在一家或两家经纪商开立账户。

（2）把你的现金、股票和债券资金分散在两家经纪商，要么选择一家单独经纪商，那么就把你所有的现金、股票和债券基金放入单独的账户里。

（3）配置股票时，在经纪商那里购买一份总体股票市场指数基金。

（4）配置现金时，购买短期国债或者国债货币市场基金。在你本地的银行持有一些现金以应对紧急状况。

（5）购买国债以配置债券。

（6）购买一些本地黄金，并安全存储起来以应对紧急状况。

（7）在第 15 章所列的地区中，在其中一个地区开立账户，使用剩下的黄金基金购买配置的黄金。

全部购买？还是等待？

关于永久投资组合的一个常见的问题是，是立即购买全部的资产，还是等待着慢慢地进行。全部购买吧，等待是一种市场时机的委婉语。

等待是一种市场时机的委婉语。

同时购买全部的投资组合资产会带来以下益处。

- 它会以可能比现在更安全的方式很快分散你的投资组合。
- 你能够开始享受稳定的投资收益而不用一直紧绷着神经担心亏损。
- 你不用担心你的资金，而且也不会轻易受到外界事件的影响。
- 你的分散投资会让你在处理极其紧急的状况时为你提供各种选择。
- 你可以很好地继续你的生活，而不用一直担心要保护你的财产。

摊平成本也许帮不到你

在投资行业，“摊平成本”指的是这一惯例，即随着时间的推移买入一项资产，并希望被认购的该资产价格不会太高。

这种方法在理论上听起来是不错，但是实际上存在一些问题，尤其是当它应用于永久投资组合时，具体如下。

- 你购买的资产的价格并不确定会下降。它也许会持续上涨，而你在等待一个更低的价格时将会错过收益。
- 大多数投资者并不够训练有素，不能按时购买所需的数量。
- 每次投资者需要买进一项资产时，这就给了他第 2 次做决策的机会，而且这也会受到金融媒体、朋友、投资专家等的影响。
- 不买投资组合中的所有资产，保护的水平会大打折扣。

一旦你确定投资组合适合你，那么一般来说最好能买进整个投资组合，而不是试图猜测购买个体资产的时机。当你采用这个“全部购买”的方法时，你会**迅速**得到投资组合的全面保护，而且你会很快享受到该投资组合带来的心灵的平静。

克雷格在他的经历中讲述了根据市场时机购买资产并不是好方法的原

因："我们可以看一些我经历的有关投资组合中时机资产的真实案例。2008年春天通货膨胀严重时，石油价格达到了历史高点，有些地区推动汽油价格涨到了5美元/加仑以上。每个人都确定通货膨胀出现了，随着利率的上升，这对债券非常不利。然而，我觉得持续下降的房地产价格还会变得非常低，长期债券利率**可能**会更低，而这会使债券价格大幅上升。大约在2008年4月到2008年的秋天，伴随着房价和长期债券收益的下跌，市场濒临崩盘，推动债券价格迅速上升。通货膨胀消失，通货紧缩出现。截止到该年年底，债券收益超过了30%，而股票市场却下跌了很多。人们觉得股票价格将会下跌，最后错过很多收益，而且还不能从当时下跌的股票市场获得任何保护，所以人们会等着购买债券。

"然后在2008年年末和2009年年初，当时我在运作我的投资博客，人们写信告诉我，他们因为市场崩盘而不想购买股票。他们觉得股票甚至会跌到更低的水平。我告诉他们如果可能的话，这是买入股票的最佳时机，因为现在股票是10年未见的价格。我还在我的博客上写道，投资者应该按照永久投资组合策略的建议进行投资组合的重置，因为股票价格很有可能会出现强劲的反弹。一些人仍然决定等待。好吧，2009年股票市场产生了接近30%的收益，而债券价值下降了20%左右，所以2009年没有买股票的那些人就错过了股票市场的那些收益。

"现在，2010年股价一直来回震荡。有些人写信告诉我说'2009年长期债券的价格下跌了很多，我认为它们还会持续下去，所以我还不打算买入。'当然，我会建议他们不要选时操作，而是立即购买一切以获得全面的保护。果不其然，2010年长期债券全年产生了9%的收益！2011年长期债券看起来表现**更差**。人们又再次觉得不应购买债券，因为他们确定利率'无路可走而只能上升'（这不利于债券）。好吧，猜猜会怎样？利率在2011年急剧下跌，长期债券在该年的收益超过了33%，而股票市场只有1%的收益！

"而且涉及黄金时，情况一模一样。2007年黄金大约是600美元/盎司，很多人认为它不会再高了，所以选择观望。但是截止到2012年年初黄金的交易价格是1600美元/盎司！

“如果在上述情况下，投资者只是立即购买投资组合所有4个组合部分，并且一直持有它们，那么在非常动荡的2008～2011年，该组合会带来8%的年度复利。这甚至还包括非常糟糕的2008年，这一年危机最严重的时候市场几乎下跌了40%，而投资组合基本持平。8%的年度复利还包括2009年债券下跌超过20%的时期，以及2010年和2011年的极度动荡时期。这些资产一起发挥作用，抵消了投资组合中个体资产类别的亏损，而且在非常小的波动下给投资者带来坚实的实际收益。

“市场是不可预测的。这就是为什么我告诉人们立即去买所有的资产并一直持有它们。没有这所有的资产，你就没有全面的保护。”

其他的投资组合方法

使用投资组合构建服务

如果你正在发愁如何管理一个投资组合，或者简单地想用一种更简单的方法来建立你的投资组合，那么你也许可以考虑一下投资组合构建服务。投资组合构建服务把一系列基金或者ETF放入一个单一的投资组合里，你可以将资金存入该投资组合中。这项服务会注意购买资产份额，它甚至还会帮你进行资产重置。

这项服务的缺点是：如果你每季度没有进行足够的交易（一旦投资组合设立，它包括非常少量的交易），那么它会收取费用。然而，费用基本上是足够合理的，所以为了方便，它是值得支付的。

1. FOLIO INVESTING

Folio Investing（www.folioinvesting.com）会允许你很容易地使用本章所概括的所有ETF来建立一个投资组合。一旦建立，你可以存入资金部署该组合，或者按照需要进行重置。如果你每季度交易不到3笔（这非常有可能），Folio Investing会收费15美元，它还对每笔交易收取4美元的费用。所以这项服务加上每笔交易的佣金，你每年大约要支付60美元左右。

2. SHAREBUILDER

ShareBuilder（www.sharebuilder.com）与 Folio Investing 类似。它是由 ING Direct 运营的，而且它有一些功能，使它容易自动保存。

ShareBuilder 允许定期自动投资（比如每个月），以便购买你指定的每笔交易 4 美元费用的 ETF 股票。这笔资金会直接从你的银行账户中扣除。正如 Folio Investing，你可以先不买入，等到你累积一个巨大的认购之后才会发生，以使交易成本在控制范围内。

3. 投资组合服务加上实物黄金

你可以使用本章所建议的 ETF 和其他的基金来配置股票、债券和现金，投资组合服务对每类资产设定同等的数量。那样的话，每个月你将同等量地买入所有的资产，然后用你每月的剩余去购买实物黄金。

这对较小规模投资组合的投资者来说是个好主意。使用这种方法，最终黄金配置会变得足够大，使得国外存储成为其中一部分，而且你可以把这部分放入实施投资组合的过程中。

最后的注意事项

避免自动再投资

你应该避免基金利息和红利的自动再投资，这种功能会自动进行红利和利息的再投资，而这些红利和利息是由股票和债券基金重回同样的基金来支付的。利息和红利的自动再投资使追踪那些为了税收目的而购买的基金变得很困难，而且会打乱“平衡带”，该平衡带是用来判断何时买卖投资组合中的资产。

不必支付再投资，而是考虑把所有基金存入你的现金配置中（有时候称为“流动账户”）。通过使用这种方法，你的记录很容易保持，因为你将不再需要追踪购买小额的股票和债券。另外，你可以把你的资金聚为现金，用它每年调整一次你滞后的资产，或者当你达到平衡时有助于你降低交易费用。

教条与现实

这种方法已经在第 9 章中讲过，但是它在这里值得重复强调，因为当你要设计理想的投资组合时，这种方法是首选。

通常，你没有完美的方法可用。你遇到的特定情况与其他人都不同，这很正常。作为投资者，你应该尽你所能来使用能够保护自己的方法。如果你所提供给自己的是一个全部基金的永久投资组合，那么这比把你的资金置于风险和 / 或投机投资中要好得多。如果这意味着你在你的保险箱里持有一些基金和金币，因为那就是现在你所能做的，那么这也不错。以良好的计划开始比等待一个完美的计划出现要好。

概要综述

通过使用以下永久投资组合执行策略，你的永久投资组合的安全水平会不断加强。

- 级别 1——所有的基金。
- 级别 2——直接持有债券和一些金块的基金。
- 级别 3——直接持有债券和黄金所有权的基金。
- 级别 4——直接持有债券和黄金所有权以及在国外不同地域分散投资的黄金的基金。

在不止一家经纪商持有投资组合的资产可以进一步加强投资组合的多元化。当建立投资组合时，考虑实施你最初可以达到的最高水平。你以后可以依赖该水平的投资组合。

不要进行摊平成本或者在购买 4 项资产时试图挑选市场时机。只需要立即购买所有的资产类别并迅速得到投资组合的全面保护。最后，不要让追求**完美**计划阻碍了你实施一个**良好**的计划。

第 11 章
Chapter 11
投资组合的调整和维护

永久投资组合是以 4 个简单资产类别的同比例配置开始的。然而随着时间的推移，每份资产的价值将偏离最初的比率，投资组合变得失衡。为了保持其安全性和稳定性，调整整个投资组合变得十分必要。

举例来说，图 11-1 显示，在最初的永久投资组合资产配置中，每部分平均分摊了 25%。随着时间推移，某项资产比例开始超过其他资产，而这取决于基本面如何发展。随着时间推移，投资组合可能反而开始像图 11-2 所展示的那样。如果投资者等待的时间太长，投资组合会变得非常不平衡，其中的某一类资产（在这个例子中是股票）开始在整个配置中占主要地位（见图 11-3）。

> 其中某一类资产变得重要时，其他资产大部分时间将会受冷遇。

随着时间推移，所有多样性的投资组合都将经历这种调整型的增长。其中某一类资产变得重要时，其他资产大部分时间将会受冷遇。问题是如果在把资产重新调整到平衡状态之前要等过长时间的话，那么如果业绩较为领先的资产突然反转方向，就会增加亏损风险。

尽管你想在业绩好的资产上赚取尽可能多的收益，但在上面的这个例子中，如果投资者简单地“任其波动”而什么都不做，那么就会使投资组合在

股票市场的波动中面临巨大风险敞口。如果股票市场扩大跌势（早晚它将发生），那么会令整个投资组合产生麻烦。在图 11-3 中，投资组合配置了 50% 的股票，这意味着如果股票市场下降 50%，整个投资组合会遭遇潜在的 25% 的损失（也就是，投资组合的 50% 的 1/2）。

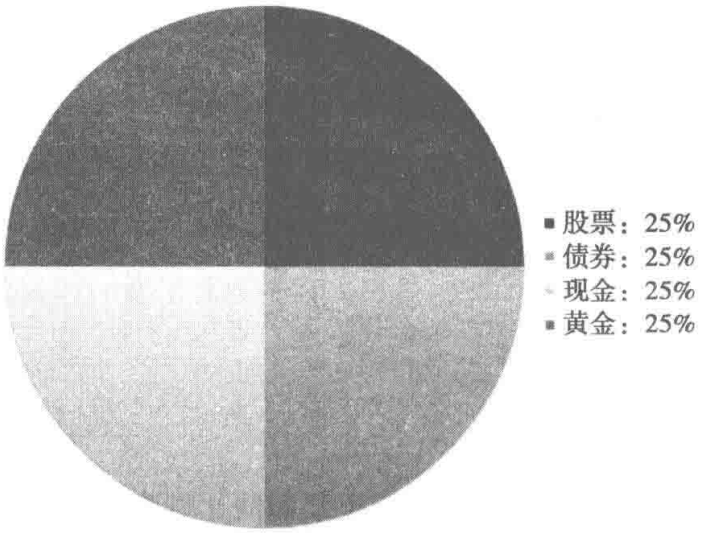


图 11-1　最初的投资组合中每份资产占 25%

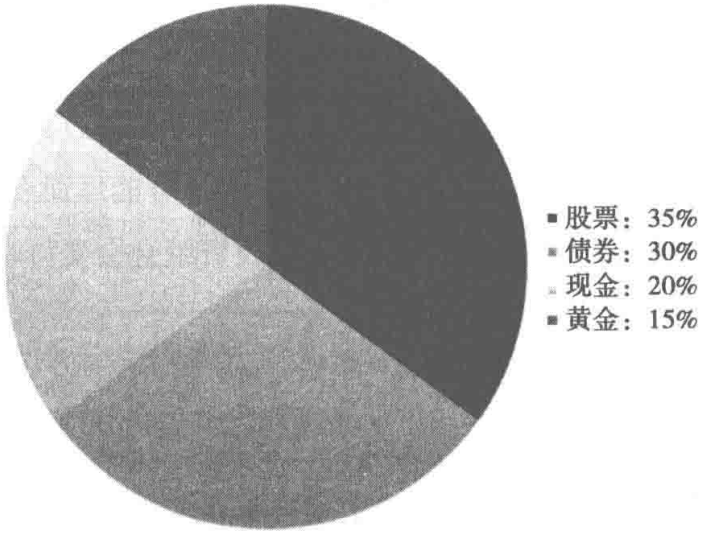


图 11-2　一项或多项资产会在经年累月中超过其他资产

当然，如果一类资产价值减少的话，这也是另一类资产升值以抵抗一些损失的好机会。然而，通过使其他资产贬值以降低投资者冒的风险这种做法不足以抵抗损失。举例来说，图 11-3 展示了在这个资产配置中，黄金下降了 10%，但是如果导致股票贬值的经济环境是通货膨胀，那么投资者只拥有

一小部分的黄金来帮助抵抗下降。

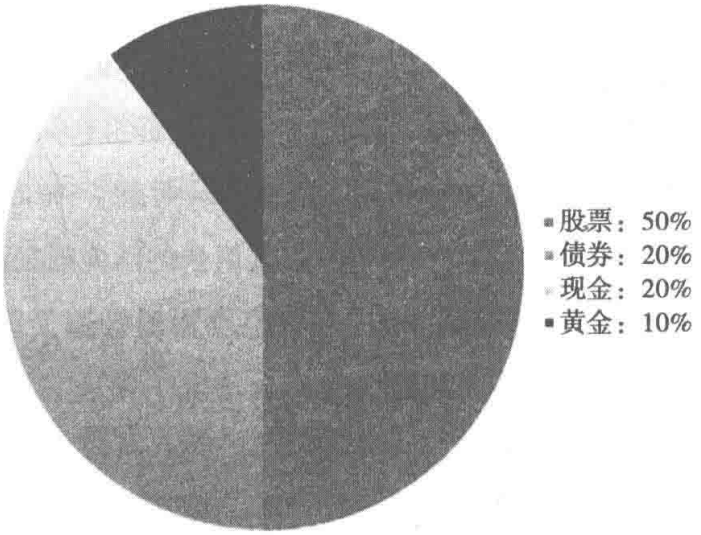


图 11-3 最终一项资产可能会增长到相当大的比重，如果其价值下跌，投资者会遭受非常严重的损失

上述例子显示，要找到一种方法很重要，这种方法要捕捉到已经升值的资产，并且不会使整个投资组合变得不平衡。需要一个方式用利润来弥补后进者的业绩。这个过程就被称作“调整”。[⊖]

调整的两个主要目的

调整为永久投资组合提供了两个主要目的：

（1）控制风险；

（2）获得额外收益。

在控制风险方面，调整确保你投资组合中的任何一个资产绝不会过于暴露。把钱从高收益资产中撤回的做法是你在强迫自己接受一个“低买，高卖”的心理。这样可以降低你的高收益资产突然遇冷遭受损失的风险。

调整的第二个副产品就是它允许你通过卖出一部分你的有盈利资产和买入更多贬值资产来获得额外收益。这是一个很好的长期投资策略。

表 11-1 展示了 1972～2011 年每年调整的永久投资组合与没有调整的永

⊖ 或者“重新再平衡”。——译者注

久投资组合之间的比较。随着时间的推移，调整过的永久投资组合明显高于没有调整过的。调整过的永久投资组合不止收益比较高，而且波动性也只有市场的一半（在图中没有显示，但是对于那些感兴趣的人补充说明这一点，未调整投资组合的标准偏差是 14.3%，调整过的投资组合只有 7.7%）。

调整过的投资组合最差的年份是 1981 年大约 -5%（扣除物价因素是 -12.7%）。然而，在同一年，未调整的投资组合的巨大损失高达 -21.6%（扣除物价因素是 -28%）。这些年，相比未调整投资组合遭受的损失，调整过的投资组合的损失总是更小，甚至在大部分情况下没有损失，如表 11-2 所示。调整不仅可以控制风险，而且还能提高收益。

表 11-1　1972～2011 年调整过的投资组合与未调整的投资组合相比较

投资组合	复合增长率（%）	实际收益率（%）	10 000 美元资产的增长（美元）	10 000 美元资产的实际增长（美元）
调整过的（投资组合）	9.5	4.9	379 800	69 200
未调整过的（投资组合）	8.8	4.3	300 400	54 700

表 11-2　调整投资组合与未调整投资组合的损失相比较　（%）

年份	调整投资组合的损失	未调整投资组合的损失	年份	调整投资组合的损失	未调整投资组合的损失
1975	没有（损失）	-7.9	1994	-0.9	-1.0
1981	-4.9	-21.6	2000	没有（损失）	-2.1
1983	没有（损失）	-3.3	2001	-0.7	-5.7
1984	没有（损失）	-5.4	2002	没有（损失）	-5.8
1988	没有（损失）	-0.9	2008	-2	-12.2
1990	没有（损失）	-1.5			

调整维持防火墙

防火墙用来控制火灾。如果火灾爆发，火势将不会蔓延而引发更糟的结果。举例来说，在一排屋子中，住宅之间有防火墙，那么如果邻居家发生火灾，整个街区化为灰烬的可能性就大大减小。同样地，汽车的防火墙把乘客

与发动机分隔开，这样在轮胎着火时就会增加乘客的安全性。从概念上讲，防火墙是个不错的限制意外灾难伤害的设计策略。

整体安全的一部分是由永久投资组合提供的，因为永久投资组合建立了防火墙，这也是调整如此重要的原因。把每一种资产类别（股票、债券、现金和黄金）都限制在 25% 的比例，任何一个都可以承担巨额损失，但对投资组合的伤害被减到最小。

重大损失方面的思维实验

尝试以下关于抑制重大损失的思考实验。投资组合中任何一项资产的假定损失会怎样影响**整体**价值呢？想到最糟糕的情况是一种宝贵训练。

你认为一项资产损失 50% 会怎样？假使明天上午黄金（或者是股票、债券）下跌 50% 会怎么样？这是有可能发生的。对于占 25% 比重的黄金来说，50% 的损失就是整体投资组合损失 12.5% 的价值，如表 11-3 所示。

现在，损失 12.5% 肯定不是什么好事，但也不是什么**灾难**。这个例子也假设当一项资产遭受损失的时候，其他几项资产的价值在上涨以帮助对抗下降资产的影响（这是经常会发生的情况）。如果黄金下跌，股票或债券很可能会上升，这样将会帮助整个投资组合对抗潜在的损失。

表 11-3 单一资产被遏制的重大损失

资产	原始价值（美元）	损失（%）	最终价值（美元）
股票	10 000	0	10 000
债券	10 000	0	10 000
现金	10 000	0	10 000
黄金	10 000	-50	5 000
总计	40 000	-12.5	35 000

我们来进一步讨论一下这个话题。我们说，到明天上午当你起床时发现黄金变得**不值钱了**。可能有人最终完善了炼金术，然后黄金变得这么便宜，你甚至可以拿来铺你的后院。

现在你的 25% 的黄金配置变成了 0。总体投资组合方面的价值会减少

25%。表 11-4 展示了这个结果。25% 的损失并不大，但它是不可恢复型的灾难。再强调一次，我们仍然假设没有其他资产的价格上涨以对抗这些损失。

与上述例子成对比的是，想想这种类型的损失，股票投资者经常把他们自己暴露在没有防火墙类型的保护的地方。举个例子，在 2008 年，一些偏重股票配置的投资组合在这次冲击最厉害的时候遭遇了 40% 或更多的损失。在美国经济大萧条时期，股票市场 3 年间下跌了接近 90%！任何一个重点投资股票的投资者承担的损失都会轻松超过 25%，且永远不会收回损失。投资组合中的防火墙能够帮助抑制这类灾难性的破坏。

表 11-4 灾难性的单一资产 100% 损失被遏制

资产	原始价值（美元）	损失（%）	最终价值（美元）
股票	10 000	0	10 000
债券	10 000	0	10 000
现金	10 000	0	10 000
黄金	10 000	-100	0
总计	40 000	-25	30 000

你的救生防火墙

周期性的调整会阻止你的投资组合中任一单个资产配置比例过重。利用这个方法，你就为投资组合建了一个救生防火墙，确保了任一单个资产的冲击永远不会损害你其他的大部分财富。

正如第 3 章在业绩方面阐述的那样，承担 40% 的损失意味着你需要挣到 66% 的收益才能回本！假设下跌 90%（正如经济大萧条时期）又该怎么样？那意味着你要在该资产上挣到 900% 的收益才能回本。

在之前的例子中，某一资产亏损 12.5%，意味着你只需赚回 14.3% 就能回本。这是一个非常容易清除的障碍。这种收益一年就能实现，但是一年能实现 66% 的收益以弥补之前的损失吗？不太可能。那种幅度的损失一般需要很多年才能收回。

一个遵守规则的调整策略会把重大损失的可能性保持在最低程度。如果某类资产被允许在整体投资组合中变得比重过大，那么你可能会因贪婪地期望这类资产大幅升值反而难以承担这一严重的风险。

一个遵守规则的调整策略会把重大损失的可能性保持在最低程度。如果某类资产被允许在整体投资组合中变得比重过大，那么你可能会因贪婪地期望这类资产大幅升值反而难以承担这一严重的风险。

如何调整：调整带

当任一单个资产达到总量配置的35%或下降到总量配置的15%（被称为35/15%）时，整个投资组合都应该调整。这些触发点被称作“调整带”，它们用来强迫投资者根据投资组合的比例机械地买卖资产（没有别的了）。

正常来说，一年只需要看一下投资组合，或者核对一下比例就行了。通常一年一次，很少需要调整的。调整带历史上每隔几年就会被触发（假设没有新的资金被加入到这个投资组合中）。35/15%的调整带多年来曾经用在各种各样的市场里，并且在成果和风险之间达到了很好的平衡。

根据上述内容，如果你有时听说市场发生了大事（比如金价大涨或股票市场受到某种大的冲击），达到调整带，那么就有必要核查一下事情情况并早点调整投资组合。

当达到调整带的一端，就要卖出超过投资组合总价值35%的一部分某一资产，然后用所得收入购买下降到投资组合总价值25%以下的其他资产。调整完成以后，整体投资组合应该是每类资产各占25%，跟原始配置一样。

举个例子，假设一个永久投资组合的原始设置为总数额100 000美元，各类资产各占25 000美元。投资者18个月以后再看这个投资组合，发现这4类资产闲置的价值如表11-5所示。

由于上述例子中的一类资产（黄金）已经达到调整带35%，所以投资者

需要按照下面所说的去做。

表 11-5 18 个月后投资组合失去平衡

资产	原始价值（美元）	目前价值（美元）	投资组合百分比（%）
股票	25 000	21 500	18.17
债券	25 000	29 350	24.80
现金	25 000	25 650	21.68
黄金	25 000	41 800	35.33
总计	100 000	118 300	100

（1）把这个投资组合的总价值（118 300 美元）除以 4 得到 29 575 美元。这是投资组合中的四类资产调整后的每一类资产的价值。

（2）把黄金超过 29 575 美元的部分卖掉。

（3）用卖黄金的收入来购买不足 29 575 美元的资产，使调整后的投资组合中每类资产都达到 29 575 美元。

表 11-6 展示了上述行为的结果。

注意，投资组合中即使只有一类资产达到调整的临界值，整个投资组合也都要调整。

表 11-6 调整资产

资产	旧价值（美元）	新价值（美元）	占永久投资组合的比例（%）	行为
股票	21 500	29 575	25	买入 8 075 美元
债券	29 350	29 575	25	买入 225 美元
现金	25 650	29 575	25	买入 3 925 美元
黄金	41 800	29 575	25	卖出 12 225 美元
总计	118 300	118 300	100	

调整的基本方法是：在使整体投资组合风险最小化时，提供一个获得收益的接近最优的方法。在实际中有一些与调整有关的话题，不过还是详细说吧，这样更管用。

取款和调整

理论上，调整带被触发是因为某一类资产价值上升或下跌。然而，在实际中，永久投资组合持有的这4类资产的价值随着时间推移往往会上升。因此，其中的一项资产超过总投资组合价值的35%，比跌破总投资组合价值的15%更正常。

对这个趋势的一个预期是当投资者处于投资组合的价值下降的过程中时（例如退休）。对于一个处于永久投资组合下降过程中的投资者来说，取款应该出自**现金**部分。

投资组合价值下降的过程最终将会导致现金部分接近15%的调整带。当达到这个临界点的时候，整个投资组合就应该调整到原本25%×4的配置方式，这样就可以把现金部分提升上来了。

因为股票、黄金和债券随着时间可能会超过现金，处于撤退阶段的投资者最好尽可能地远离这些资产。这样的话，在接触其他资产之前先使现金下降到15%，这样将使它们有更好的增长机会。

时间影响调整带

调整带被触及时另外一个影响因素是何时建立你的投资组合。如果你在建立投资组合时，其中某一类资产正好处于高点，或者某一类资产正急剧下跌，你可能认为比投资组合一般情况下更早地遇到了调整带。其实，正常调整就好。

经过一段更长的时间，大多数永久投资组合的投资者可以期待每隔几年进行一次调整。不频繁的调整意味着交易费和应纳税收入可以保持在最低水平，这样使得维持投资组合的花费保持在很低的水平。投资组合也只需要偶尔检查一下就可以了，这样你就可以用你的时间做更重要的事情了。

经过一段更长的时间，大多数永久投资组合的投资者可以期待每隔几年进行一次调整。

向投资组合中加入新的资金

另一个影响因素是当调整带被触及的时候就是这笔新资金即将通过债券为投资组合做贡献的时候。哈利·布朗建议新的资金应该投入投资组合中的现金部分，然后当现金达到整个投资组合的35%的时候调整永久投资组合中的其他资产。

但是，有一个替代方法可能会带来稍微高一些的长期回报，就是把新资金加入现金配置直到它达到25%（如果没有达到或超过25%），然后接下来把新资金加入投资组合中其他3个资产中**表现最差**的资产中，直到它达到25%。

通常，购买表现最差的资产是个好主意，因为它将以最低的价格出售。谁不喜欢畅销？当你购买一类正在销售的资产，你得到的将比现在付出的多（股票、债券、现金和黄金）。很多投资者的行为正好相反，他们喜欢挤着购买热门资产，买到手以后却发现它们下跌了。

分配股息

当调整带被触及的时候，另一个影响因素涉及投资组合产生的股息分配。

使用交易所交易基金或投资组合的股票市场和国库的共同基金的投资者，可以选择自动再投资这些基金产生的股息（叫作“股息再投资计划”或DRIPs）。这就意味着这个基金支付的股息将直接被用来购买**同一个**基金的股份。实际上，这个基金创造了利润，然后这些利润又被用来购买更多这个基金。

正如第10章所讨论的，实施永久投资组合而不是股息再投资，你应该选择将所有支付给你的利息和股息直接投入你的现金配置。对于免税账户没有多大影响，但是对于应税投资者来说，这个方法可以降低持有很多小型投资组合交易和税务管理涉及的负担。

通过把支付给你的股息投入现金部分，你也可以选择用现金购买（投资

组合中）滞后的资产，而且不要被迫再投资那些价格已经上升很多的资产。随着时间推移，这通常会是最好的方式。

调整的不同方法

由于布朗推荐的调整方法是根据 15% 和 35% 的调整带，严格的 20% 和 30% 调整带认为也是可以接受的（在使用这个方法的情况下，如果任何资产达到总体投资组合的 30% 或 20%，你就要调整整个投资组合）。这个方法历史上提供的收益比 35%/15% 方法略微低些。

30%/20% 方法的吸引力是它可以帮助市场冷却，你可能正紧张不安地看着一类资产达到整体投资组合的 35%（尤其如果这是你个人不喜欢的一类资产）。要意识到使用这个收紧带将会导致较高的交易费用和税费，与把事情放置不管相比，这样会吞食你的利润直到你达到 35%/15% 调整带。

调整的另一个经常用到的方法就是不用管每个资产类别的比例，每年都简单地把每类资产调整到占整体投资组合的 25% 就可以了。事实上，这个方法总会在达到 35%/15% 调整带之前就调整好了整个投资组合（与 35%/15% 调整方法论相比较而言，它提供的长期收益就稍微低些了）。但老实说，它的好处就是为投资者提供一种能力，也就是他一年花费不超过 15 分钟的时间来监控和管理他的投资。由于年度调整会**明显**增加税费，所以这个方法只推荐给主要资金在延期税收的账户的投资者。

由于年度调整会**明显**增加税费，所以这个方法只推荐给主要资金在延期税收的账户的投资者。

底线就是调整是永久投资组合策略的一个重要部分。然而，在某个投资者怎样挑选调整的方法上面还是有一些灵活性的。

调整的情感方面

随着时间推移，永久投资组合要求投资者观察他的投资组合，由于投

资组合中的一项或多项资产开始变得比重过大而使投资组合变得越来越不平衡。如果表现出色的资产是投资者**个人**不喜欢的，那么这个投资者就会陷入麻烦了。当调整的时间到了，而且他们正在购买的滞后资产是他们（而且市场也正是时候）所不喜欢的，那么投资者们也会陷入麻烦。

举个例子，思考永久投资组合的黄金配置。很多投资者不喜欢黄金，尽管在历史上黄金与投资组合中的其他资产有着密切的关联。现实中可能会发生的就是投资者持有 25% 的黄金的时候**紧张**，在黄金价格上涨的时候持有 34.9% 的黄金就变得**更紧张**不安。等待一类自己不喜欢的资产从 31% 或 32% 爬到调整临界值 35% 的这段时间可以说是紧张的源泉。在这种情况下，使用 30%/20% 的调整方法可以使投资者晚上能睡得更安稳（即使它的整体收益稍微低些）。

> 投资者现在讨厌的资产可能会在将来救他。这在过去发生过很多次，而且将来也很有可能会再发生。

或者思考一下狂热的黄金爱好者被告之需要减持 35% 的黄金，然后用卖得的钱购买债券，而债券正是他个人可能并不喜欢的资产。从个人情感出发，他可能不喜欢这个主意，但是从历史来看，用获胜资产的利润来购买滞后资产一直是一个好主意。投资者应该坚持（哪怕十分不情愿）做完，而且应该认识到未来并不是不可预测的。投资者现在讨厌的资产可能会在将来救他。这在过去发生过很多次，而且将来也很有可能会再发生。

调整是使永久投资组合保持安全和稳定的一个重要部分。但是为了充分享受永久投资组合的安全性和稳定性，追随一个**守规律**的调整策略就很重要了。换而言之，不要尝试根据你的预感、市场观念或者你最喜欢的市场评论员的话来测定你的调整举动的时间。在你做决定和坚持调整带的时候不要掺杂个人情绪。

调整和应税账户

调整在税费方面应该是很贵的。但是，在支付非常多税费和允许投

资组合失衡之间有一个平衡点。没有平衡的失衡投资组合意味着你可能会损失一大笔钱，你会通过调整把税都交给政府。因此，你必须偶尔调整一下投资组合然后接受税费结果，以保证你将来的表现不会被连累。幸运的是，永久投资组合在调整方面的需求非常少，这意味一个较低的税金账单。

如果你的投资组合是由大多数应税账户组成的，请参考以下的指导方针来帮助你提高整体投资组合的税收效益。

（1）使用 35%/15% 调整带。这个方法会把投资组合的交易费用降到最低，将帮助你减少投资组合产生的应税资本收益。

（2）在调整的过程中，如果超过一类资产高于 25%，但还没有达到 35% 的上限，你可以简单地放置不管以节省税费和交易费用。在这种情况下，用销售达到 35% 的资产的收益来购买其他低于 25% 的滞后资产，但是不要离开那些超过 25% 的资产。

（3）当你必须要做一笔销售的时候，选择你拥有时间最长，长期资本收益最高的资产进行交易。

（4）在美国，销售黄金的收益当前都要交税，不管是投资者的边际税率还是收藏税率（目前是 28%），按最低的交。根据你的边际税率或你的延期账户中有一些要调整的免税部分，你可能会想调整持有的黄金。

（5）如果你让注册会计师（简称 CPA）来准备你的税费，要确保他了解贵金属，例如黄金、黄金交易所交易基金和闭端式基金（closed end gold funds）的税费。

（6）将你的分红和股息支出归于你的现金配置，而且不自动再投资。这将有助于减少很多记账麻烦，而且如果你正在努力避税的话，你这样做也不会有虚卖交易。

（7）不要把调整投资组合当成修补投资组合的借口。频繁交易的税务成本很高，而且频繁交易不可能比置之不理获得更好的收益。

概要综述

调整投资组合可以控制风险，而且有助于获得额外的整体收益。在必要时调整投资组合，你可以限制遭受毁灭性损失的概率。把调整投资组合当成你的储蓄的防火墙。

调整带是保持投资组合良好运行的简单方式。默认的调整方式包括：当某一资产升至投资组合的35%时，将其抛售至只占25%，或者当某一资产降至投资组合的15%时，买入这一资产使之达到25%的比例。

有很多方式可以调整投资组合，但是最简单的方式是当某一资产所占比例达到35%或者15%的比例时，只要重新将其所占比例回归25%即可。如果你担忧投资组合，可以将高比例调整至30%，将低比例调整至20%。只是你要留意更高的交易成本和税务成本。

如果你想简化投资组合，使其无须监控，那么只需一年一次将其比例各自回归25%即可完事（不过在使用这种方法时要考虑税务问题）。

应税投资者要尽可能地限制投资组合中的交易。坚持35%/15%的调整带，你只需每2年或者3年调整一次。不要允许某一资产的比例超过35%或者低于15%。认真地这样操作能保证投资组合的安全。

最后，不要让情绪影响你的调整决策。有时，你不喜欢的资产收益表现反而最好。有时，表现最好的资产需要出售，其盈利应该被用来买入我们不喜欢的资产。用你的盈利买入那些遭受抛售的资产，你应该感到高兴才对。

第 12 章
Chapter 12

在国际上实施永久投资组合

当今实施永久投资组合的人遍及世界各地，而且有更多人希望实施这个投资组合。最普通的问题就是："在我生活的地方管用吗？"答案是：管用。

还有个警告就是：设计投资组合是为了在你自己的国家经济**内部**起作用。所以如果你居住在美国以外的国家，你就不要想着用你的资产集中购买美国股票、美国债券和还有美国现金资产。你要尽最大努力在自己国家并用本币持有这些资产。这样可以防止你的收益被货币价格波动所侵蚀，或者被国外经济发生的事情过度影响。这些是将会讨论到的规则的一些例外情况（主要是对于一些发展中国家），但是大致来说，你最好集中在你自己生活和工作的国家进行永久投资组合资产的设置。

世界不是平的

了解经济繁荣、通货膨胀还有通货紧缩的经济周期很重要，永久投资组合用到的这些经济周期都将**与国家相关**。这意味着加拿大的经济可能非常繁荣，但同时英国的经济可能处于通货膨胀的状态。同样地，日本通货紧缩的时期可能对于居住在澳大利亚的某人没有什么影响。

表 12-1 体现了这一情况。我们将通过中央银行的利率、通货膨胀率、失业率，还有 GDP 增长来简单地看一下一些国家的经济气候。

表 12-1 每个国家都有自己的经济条件，世界肯定不是平的 （%）

国家	中央银行利率[①]	通货膨胀率	失业率	2011 年 GDP 增长率[②]
美国	0.25	2.96	8.5	1.6
加拿大	1.0	2.29	7.5	2.4
英国	0.50	4.19	8.4	0.8
德国	1.0[③]	2.09	6.6	2.5
日本	0.1	-0.20	4.5	-0.7
澳大利亚	4.25	3.1	5.2	2.1
以色列	2.5	2.17	5.4	4.7

① 数据来自截至 2012 年 2 月的 www.global-rates.com，澳大利亚利率来自澳大利亚储备银行，欧洲利率来自欧洲中央银行。

② 截止到 2011 年第 4 季度，若第 4 季度数据不可用，则使用第 3 季度数据。数据出自：www.tradingeconomics.com。

③ 欧洲中央银行利率。

尽管大家都在说着全球化和“世界是平的”，但世界各国经济状况仍非常不同。

尽管大家都在说着全球化和“世界是平的”，但世界各国经济状况仍非常不同。当然，现在国家之间的贸易关系比以前紧密得多，但是不同区域的经济在更多的时间内始终倾向于独立运行。

关于表 12-1 重要的事情不是它涉及的年份（这个表是 2011 年的）。重要的是这些国家自身始终都将处于**不同的经济区域**。一个国家可能会是低通货膨胀（德国），另一个国家可能是高通货膨胀（英国），但另外一个可能是通货紧缩（日本），还有别的国家可能是经济繁荣的状态（澳大利亚）。每年的经济状况都会不同，而且不可预测。最重要的是，每个国家都是独一无二的。

袋鼠与鹰

2011 年，美国仍然处于恢复状态，而这些问题是由早些年开始的房地产冲击产生的。结果是美国中央银行决定采用非常低的利率政策（有时称之为“ZIRP”，即零利率政策），利率低到 0.25%。但是，官方通货膨胀率报道

的是 2.96%。在实际收益方面，在 2011 年，把现金存入你的当地银行的账户每年能挣到大概 0.50% 的利息，但是每年的通货膨胀率是 2.96%，扣除通货膨胀的损失后，你会发现其实是亏损的。换句话说，美国当前处于一个**负实际利率环境**。这根本不是繁荣的经济环境，失业率和增长率反映了这一点。

现在我们来看 2011 年澳大利亚的数字。澳大利亚就像近年来的美国一样确实存在很大的房地产泡沫（至少还未曾破裂）。它们中央银行的利率是 4.25%，通货膨胀率是 3.1%。但澳大利亚银行提供给储蓄账户的利息一年大约 6%，而不是像美国接近 0。因此澳大利亚的储户相对于美国的储户来说，实际收益就比较乐观了。

另外，澳大利亚的股票市场在过去 10 年中非常戏剧性地超过了美国市场（见图 12-1）。澳大利亚的居民如果将他所有的钱都投到美国股票市场且不去考虑自己的居住地，这样不仅是把自己拖到动荡的美国市场，还会受制于美国使美元在全世界贬值的政策。

图 12-1　澳大利亚股票指数基金（ASX）与 1999～2012 年的美国总体股票市场指数——出自安硕澳大利亚股票指数基金（Ishares ASX Index）和先锋总体股票市场基金（Vanguard Total Stock Market）最长时期的指数数据的比较

以上的讨论并不意味着建议你应该把所有的钱都投入澳大利亚市场。下一年的情形可以很容易扭转。问题在于每一个国家都将拥有不依赖于其他国家的经济情形。这将成为事实，虽然经济和商业书籍相信全球化的结果之一是世界经济将或多或少地联系在一起。

世界经济不是平的，也不是铁板一块。每个国家都有自己要保护的利益，也都有自己的问题，这些问题对其区域而言也是独特的，会影响到自己的经济表现。各国领导层将按照它们的意愿来实行政策，而且这些政策首先将有利于它们自己。是的，大家嘴上都会提到公平贸易、协作、强势货币等，但是关键时刻这些只是个幻想。每个国家都将通过它们自己的经济政策和举措来诉求自己的利益，而且这些将会分别影响到每个国家。美国政策对美国经济有利，同样地，中国、日本、欧洲和澳大利亚等的政策都是有利于它们自己的经济。

投资你的居住地

我们已经准备好讨论这个问题的原因了。举例来说，如果你居住在另一个国家，而且不想把你所有的资金都集中投资到美国。美国将要发生的事可能跟你所居住的国家发生的事有很多不同之处。你想要把你的资金大部分投在你实际居住、挣钱和消费的国家。永久投资组合可以设计用于工作于任何经济之下。经济条件不会因为你住在英国、加拿大、澳大利亚或其他国家就轻易改变。

不同的国家运用同样的原则

同样的永久投资组合原则适用于所有国家。你应该持有 25% 的股票、25% 的债券、25% 的现金和 25% 的黄金，然后根据需要调整。唯一的不同就是你应该持有自己国家的股票、债券和现金等资产。

股票

你应该持有自己居住的国家的股票。有一种例外情况是如果你所居住的

国家经济和股票市场非常小。例如，如果有人住在比利时，那么拥有整个欧盟市场指数的话生活才会富裕起来。这是因为整个欧盟的经济都将对比利时人产生影响。同样的原因，一些居住在新加坡的人最好持有一个太平洋沿岸地区股票指数基金（Pacific Rim stock index）。

债券

国际永久投资组合投资者应该寻求可用的长期政府债券，它被认为几乎没有什么风险。这种债券应该是由投资者居住国家发行的理想债券，但是在上述例子中，比利时的投资者可能在他的投资组合中要使用 30 年的德国债券。例如，一些住在加拿大的人应该拥有加拿大政府债券，而不是美国国债。一个德国投资者应该持有德国债券而不是英国债券。

这种状况的原因是由于在经济繁荣、通货膨胀、通货紧缩和经济衰退等经济形势之间进行转换时，每种货币都与自己国家的经济状况有着或强或弱的联系。政府会将债券利率推广到全国各地。正如之前所示，现在澳大利亚的经济条件与日本有很大的不同。看一下这两个国家之间的债券利率，我们的表 12-2 用的是 15 年期政府债券，因为这是澳大利亚政府能提供的最长时间的数据。

表 12-2　2012 年日本与澳大利亚长期债券收益率比较

国　　家	15 年长期债券收益①	通货紧缩②
日本	1.43	−0.2
澳大利亚	4.35	3.1

①澳大利亚债券最长期限就是 15 年——彭博社政府债券收益率，截止到 2012 年 3 月。
②数据出自截止到 2012 年 2 月的 www.global-rates.com 澳大利亚储备银行设置的澳利率。

在表 12-2 中，我们看到日本债券的收益率明显低于澳大利亚（1.43% 比 4.35%）。这是因为日本的通货紧缩已经持续很多年了，结果是利率下降并且保持在低水平（记住利率下降与通货紧缩有关）。然而，澳大利亚却没有这方面的问题，其通货膨胀率比日本要高，而且债券利率反映的就是高利率。在这个例子中，如果你不是日本人而购买日本债券，你不仅要担心日本

市场中的利率的大起大落，还要担心日元和你的本国货币之间的汇率。这种情形会变得极其复杂和冒险，这也是投资者要避免的。

不是所有的政府都会提供长期债券（20～30 年）来推荐给永久投资组合。举例来说，你可能只有权购买 15 年期的债券，正如澳大利亚的例子中所展示的（或者 10 年期债券以及其他国家中期限更短的国家债券）。这可能是个问题，因为如果通货紧缩发生在你居住的国家，债券可能不能有力地回应通货紧缩。

这种情况下就要使用你可以用到的最长期限的国债。这样一来，你才能像美国投资者购买美国国债时一样，只需要承担很低的信用或者违约风险，这对你是有好处的（假设你处于一个相对稳定的工业化经济体中）。在这种情况下，投资者可以购买 10 年或 15 年的债券来构成投资组合中的长期债券部分，而且要持有较少的现金来尽力赶上投资者拥有的更长期限的美国债券。举个例子，持有 15% 的现金而不是 25%，其余 10% 用来购买更多的债券，使最终的分配呈现 35% 的债券和 15% 的现金来购买短期债券的状态。

简单地说，美国版永久投资组合中平均到期期限为 10～15 年的债券可以用 25% 的长期债券（20～30 年期）和 25% 的现金构成。所以如果你可以买到一个你居住的国家的 15 年期债券，你可能会想要拥有更多这种债券（组成投资组合中的现金和债券部分）以接近 10～15 年到期期限的平均值。然而，与此同时，你仍然需要持有一些现金支付生活费用和以备不时之需，所以如果有可能，你不要用你持有的全部现金购买债券。

现金

国际永久投资组合的美国投资者都要遵循的一个同样的原则是持有现金，即拥有你自己国家发行的短期债券。在大多数经济环境中，这是最安全的持有现金的方式。大多数政府即使不提供非常长期的债券，也都会发行你可以持有的非常短期的债务。重点是你的现金要是本国货币，是你工作和花费所用到的钱。你不用去兑换别国货币，因为如果汇率来回波动的话，它可能没有收益。货币市场像其他市场一样易波动和难以预测（甚至可能更差）。

黄金

任何国家的永久投资组合的投资者都应该采用相同的方式来获得黄金所有权。可以的话，你不妨持有一些实物黄金以应对当地的紧急事件。其余你可以考虑本书之前讨论过的选择，如果能力允许，不妨试试运用地理多样性。所有投资者都应该持有一些黄金，这与他们对于当地货币的稳定性无关。

不同国家的选择

以下列出的是可以成为你的本地永久投资组合最佳选择的不同的国家和资产。

请记住，在世界上不同的地区会有很多选择，而且没有在这里列出来的并不意味着不适用于你居住的国家。

请记住，在世界上不同的地区会有很多选择，而且没有在这里列出来的并不意味着不适用于你居住的国家。

如果你遵从本书列出的基本资产类别指南，很可能有能力建立你自己的强健的永久投资组合。然后用这些推荐的选择来作为你的生活和投资的选择。

每个国家对于投资征收的税都不一致。一些国外地区会对你的投资收税，然后你自己的国家可能也会再次收税（双重税收）。一些国家对所有国外公司的投资收益收的税可能会比国内公司的投资收益缴纳的税重得多。税务管辖权非常不同且经常变化。要明白，在你居住的国家你将受到可能最好的税收待遇，请咨询合格的税务专家吧。

加拿大

加拿大与美国相比邻，是美国主要的贸易伙伴，它们的经济在很多领域都有着紧密的联系。但是，它们也有明显的不同之处。最大的区别在于，作

为木材、石油天然气和其他商品的大型出口国，加拿大的经济非常依赖自然资源。尽管与美国挨得这么近，永久投资组合的加拿大使用者已经发现大部分使用加拿大资产的主意只适用于他们国家的内部。所以专注于加拿大的永久投资组合是一个增长和保护财富的非常好的选择。[⊖]

股票

- **安硕标准普尔/多伦多股票交易所60指数**（iShares S&P/TSX 60 Index，代码：XIU）

这个指数包含了多伦多股票交易所（Toronto Stock Exchange, 简称 TSX）的 60 家最大的公司。这个基金大约是在 1999 年创立的，管理费用非常低，仅有 0.17%。因为它只掌控前 60 名公司，它更集中于大盘股而不会掌控小点的加拿大公司。

- **安硕标准普尔/TSX限制股票指数基金**（iShares S&P/TSX Capped Index Fund，代码：XIC）

跟上面的 TSX60 交易所交易基金一样，这个指数基金追踪的是加拿大公司，但是有一些不一样的地方。第一，它掌控的公司超过 60 个，所以它能准确地反映加拿大整体市场（超过 250 只股票，代表了大约 95% 的加拿大上市公司）。第二，加拿大的交易所比美国小很多。因此在过去经济泡沫期间，加拿大的公司已经增长到占据加拿大股票指数的大部分（例如，北电网络）。这会导致有时单只股票会占主要地位，如果它出现问题，整个指数会不按比例地受到影响。限制型指数尝试通过限制任何单只股票不超过总体指数的 10% 来阻止这种情况的发生。

这个安硕基金的管理费用非常低，仅仅 0.25%，而且在 10 年中一直保持这个费用，所以它也有一个长期追踪记录。与 XIU 相比费用较高的原因可能是因为它的投资组合中的拥有的公司较小，这样往往会产生较高的管理费用。

⊖ 感谢 Mike Barber 在这一章节关于加拿大的选择的贡献。

- **先锋摩根士丹利资本国际加拿大指数交易所交易基金**（Vanguard MSCI Canada Index ETF，代码：VCE）

先锋集团刚刚进入加拿大市场。这个摩根士丹利资本国际指数追踪的是加拿大市场中较大的公司（大约100个），管理费用低到0.09%。这个基金是一个崭新的基金，但是因为是先锋集团旗下，所以应该是一个好选择。

- **道琼斯加拿大蒙特利尔银行巨头60交易所交易基金**（BMO Dow Jones Canada Titans 60 ETF，代码：ZCN）

这个交易所交易基金追踪的也是加拿大最大的60个公司，管理费用也非常低，仅仅0.15%。这个基金大约是在2009年成立的。

债券

直接购买

加拿大长期债券可以直接购买，而且这**永远**是你避免管理费用的最好选择。如果你需要的话，可以借助下你的经纪商的债券平台。你可以按照第7章中的指导操作，可以购买加拿大政府债券，但是要确定它们的到期期限为25～30年。

- **加拿大蒙特利尔银行联邦债券交易所交易基金**（BMO Long Federal Bond ETF，代码：ZFL）

这个交易所交易基金持有的全部是平均大约21年到期的加拿大政府长期债券。虽然比不上直接持有债券，但如果你不能直接购买政府债券的话，它也是一个非常便利的选择。

- **安硕DEX长期债券指数交易所交易基金**（iShares DEX Long-Term Bond Index ETF，代码：XLB）

这个基金持有的是全国政府、省和公司发行的长期债券的混合资产，平均到期时间大约是22年。这个债券基金没有BMO ETF好，因为它不是100%的政府债券。但是，如果你无法直接持有BMO这个选项，这也是个值得考虑的选择。

现金

- **直接购买**

如果你想要的话，经纪商可以帮你建立你自己的加拿大政府短期债券云梯。如果它的办理对你来说很方便的话，这就是一个好选择。

- **加拿大蒙特利尔银行短期联邦债券交易所交易基金**（BMO Short Federal Bond ETF，代码：ZFS）

这个交易所交易基金是加拿大政府债券的一个混合，但不幸的是，它带有抵押贷款风险。这不是最理想的，但是如果你只有权使用这个的话也没问题，债券到期年限平均为 2.74 年。理想情况下应该低于 1 年。

- **安硕短期债券指数交易所交易基金**（iShares Short-Term Bond Index ETF，代码：XSB）

就像上面的选择 BMO 一样，安硕的产品是债券的一个混合，但是大多数为政府债务（带有抵押贷款）。因为组合中资产的到期时间大概一致，所以若想用它替代现金应该不是一个理想的选择，但是如果与其他选择混合的话应该是没有问题的。

- **加拿大存款保险公司保险账户**（CDIC Insured Account）

就像美国投资者的联邦存款保险公司（简称 FDIC）一样，加拿大存款保险公司（Canadian Deposit Insurance Corporation，简称 CDIC）的一个问题可能是如果你把你所有的钱都投入一个银行，而这个银行又遭遇了非常大的损失，这个时候会怎样？但是，如果你账户中的钱保持低于被保险的限制，而且可以在两个银行之间转账，这对你的现金部分来说可能就是一个好的选择。

以上就是提供给你的一些选择，我仍旧推荐你尝试尽可能多地使用加拿大政府债券以获得最终的安全性。对于加拿大人来说这是最安全的方式，同样的理由，对于美国居民来说美国国债也是最好的选择。

黄金

- **实物黄金**

加拿大的枫叶金币是一种漂亮的硬币，它符合指导的纯度（超过 99% 的

黄金），而且也不用缴纳销售税。对于加拿大永久投资组合实物黄金的持有者来说，这是一个很好的选择。其他纯粹的黄金硬币，例如美国布法罗金币（U.S. Buffalo）也是可以接受的。

- **海外黄金**

作为加拿大人，在海外黄金的存储方面比美国人的选择要多得多。如果你想要购买海外黄金，第15章中的相关内容可以为你提供一些可用的选择。要注意，一些瑞士银行现在不接受加元和美元。其他的选择都还可以使用。

- **中央黄金信托**（Central Gold Trust，代码：GTU.UN）

在加拿大，一个好的黄金基金就是由中央黄金信托提供的。这是第9章描述的一个闭锁式基金，而且自从20世纪60年代来就已经存在了。在加拿大内部它持有实物金条。

加元和美元

如果你是加拿大人，但在美国待的时间也很长，那么持有美元资产混合加拿大资产这种投资就有意义了。这意味着，如果你冬天去南边消费，那么也应该持有一些美国股票、美国长期国债和短期国债，因为你将在美国花掉一部分你的钱，拥有一些美国永久投资组合资产可以帮助你规避加元和美元价值的波动风险。

链接

- iShares Canada—ca.ishares.com
- Vanguard Canada—www.vanguardcanada.ca
- BMO Canada—www.etfs.bmo.com
- Central Gold Trust—www.gold-trust.com
- Bank of Canada—www.bankofcanada.ca

欧洲

如果你不是住在德国或法国，那么正常来说，要想在欧洲持有永久投资组合，注意要有横跨整个欧洲的多样性选择才行得通，不要把你的资产都集中在你自己国家的内部。这样做的主要原因是：每一个国家都有自己的经济长处和短处，但是都与一种货币联系在一起。尽管有一些国家（例如德国和法国）十分强大，而历史上其他国家却出现很多麻烦（例如西班牙、希腊和意大利）。如果投资者住在一个比较小的国家或者历史上重复出现金融震荡的经济体中，那么把他的财富扩展到整个欧洲将会是更好的选择。

股票

- **先锋摩根士丹利资本国际欧洲指数股票**（Vanguard MSCI Europe Index）

先锋集团提供了一个股票指数基金，这是在多个国家注册过的，而且追踪的是摩根士丹利资本国际欧洲指数。这个指数持有欧洲内部 16 个不同国家的 450 只股票，所有股票的费用比例都很低。

- **欧洲斯托克 600 指数**（STOXX 600 INDEX）

欧洲斯托克 600 指数是由欧洲最大的 600 家公司组成的。对于美国投资者来说，它跟标准普尔 500 指数（S&P 500）相类似，而且对于股票分配来说会成为另一个绝佳选择。

- db X-Trackers

德意志银行（Deutsche Bank）提供了一系列的 db X-Tracker 名下的产品。这些交易所交易基金在很多国家都是可用的。它提供的欧洲斯托克 50 交易所交易基金（Euro STOXX 50 ETF）追踪的是欧洲最大的 50 家公司。同时它也提供了一个德国股市指数（DAX index），而这个指数是专门针对德国内部的。

债券

- **直接购买**

如果你住在欧洲内部较大的一个经济体国家，可以的话请尝试购买你所

在国家政府的债券。每个国家都会有自己最长的到期时间，但是如果可以的话，你最好尝试购买20～30年到期的债券。如果你只能购买到期时间较短的债券，你的投资组合中必须有超过25%的债券和较少的现金比例，这样才能实现与持有长期债券相同的效果。

很多欧洲的永久投资组合投资者不考虑自己居住的国家，而只是购买德国债券。德国债券被认为是可以持有的最安全的欧洲政府债券。

- db X-Tracker Sovereign Eurozone 25+（代码：X25E [varies]）

这个指数追踪的是很多欧洲国家的25年期以上的政府债务。对于欧洲的永久投资组合来说，这个基金的平均到期时间会使它成为一个绝佳的选择。

- **安硕巴克莱资本欧洲15～30年期债券**（iShares Barclays Capital Euro Government Bond 15 to 30 Year，代码：IBCL）

这个交易所交易基金持有的是不同的欧元区国家的分配方式多样化的债券。到期时间是22年，费用比例是0.20%。如果你不想要或者不能直接购买债券，出于多样化债券投资组合的考虑，这会是一个很好的基金。

- **先锋欧洲债券指数**（Vanguard European Bond Index）

在债券分配方面，这个基金可以使用的平均到期时间确实太短了（平均8年），但是如果你没有其他选择的话，这个基金也是可以考虑的。如果你正在使用这个基金，你就必须持有更多的债券而减少现金的分配，这样就可以达到与在投资组合中持有长期债券相同的表现。

- **IBOXX德国和欧元区债券交易所交易基金**（IBOXX German and Eurozone Bond ETF）

IBOXX指数在使用db X-Tracker来追踪德国和欧元区债券的时候是可用的。这些交易所交易基金没有永久投资组合长期债券部分需要的到期时间，但是再说一次，你需要选择持有更多的这些交易所交易基金，减少现金部分以获得与直接持有长期债券同样的波动。可以选择IBOXX欧元主权区国债（IBOXX Sovereign Eurozone Treasury）（不同的国家）和IBOXX德国国债（IBOXX Germany Treasury）（只有德国）。

现金

- **直接购买**

如果你能用你国家的债券来设置自己的短期债券云梯，那么这就是一个很好的选择。

- **安硕巴克莱资本欧洲 0～1 年期国库债券**（iShares Barclays Capital Euro Treasury Bond 0-1 Year，代码：EUN6）

跟巴克莱债券基金一样，这个基金持有的是可以充当现金配置的政府债券的混合资产。这个高质量的短期债券在多个国家都保证了它具有高度的安全性和多样性。

- Easy ETFs IBOXX Liquid Sovereigns Extra Short（代码：ISS）

这个交易所交易基金持有的是非常短期的国家债券的混合，主要来自法国、德国和意大利等现金持有比例不同的国家。

- **东方汇理资产管理公司交易所交易基金**（Amundi ETF，代码：C3M）

东方汇理资产管理公司提供了一个政府债券交易所交易基金，它追踪的是不同国家的可以充当现金的国家债券。

- **安硕巴克莱资本欧洲 1～3 年期国家债券**（iShares Barclays Capital Euro Treasury Bond 1-3 Year，代码：IBCA）

对于先预留了至少 1 年的生活费用，想要把余下的现金放进一个收益较小、但是风险也较小的基金中的投资者来说，这个交易所交易基金会是一个不错的选择。就像其他基金一样，这个基金持有的是欧洲不同国家的不同债券。

- **IBOXX 德国 1～3 年期的国债**（IBOXX German 1-to-3-Year Treasury ETF）

IBOXX 可以在追踪德国短期政府债券的 db X-Trackers 中使用。对于那些想要冒更小的风险获得更多收益的投资者们来说将会是一个不错的选择。

黄金

- **实物黄金**

黄金经销商在整个欧洲都是可以选择的。在一些国家，银行仍然直接

销售实物黄金。奥地利生产的自己国家的金币被称为维也纳爱乐乐团纪念币（Vienna Philharmonic），这与美国鹰扬纪念币（American Eagles）、克鲁格金币（Krugerrands）和加拿大枫叶金币（Canadian Maple Leafs）一样都是投资者很好的选择。大不列颠君主币（British Sovereigns）也可以。瑞士信贷（Credit Suisse）和玉兰瑞士（PAMP Suisse）生产不同尺寸的实物金条，但是在可以使用金币的地方还是推荐金币。在接收实物金币有困难的国家的投资者应该考虑持有一些金链珠宝以备不时之需。

- **瑞士银行黄金**（Swiss Bank Gold）

如果你离瑞士足够近而且可以开一个黄金账户，接下来就要用尽一切办法来使用这个选择。推荐的银行列在第 15 章。欧盟居民的最小账户额度可能比其他国家的投资者更低（尤其是美国人）。奥地利和列支敦士登的银行对于黄金储存来说也是可以考虑的选择。

- **海外黄金**

作为欧洲居民，你可能想要存贮你的黄金，而这些黄金被用于在第 15 章中列出的那些选择，它们涉及把你持有的黄金放到欧洲大陆以外的地方。

- Zürcher Kantonalbank Gold ETF（代码：ZGLD）

这个交易所交易基金是由苏黎世州银行筹办的，总部在瑞士。如果你要购买而且需要用一个交易所交易基金作为黄金 ETF 的话，那么强烈推荐这个 ETF。

- **ETF Securities 实物黄金交易所交易基金**（ETF Securities Physical Gold ETF，代码：PHAU 或者 PHAUP）

ETF Securities 提供了一个美国实物黄金的 ETF。

链接

- Vanguard Global—Global.vanguard.com
- iShares Golbal—www.ishares.com/global
- STOXX Indices—www.stoxx.com
- db-X Trackers—www.etf.db.com

- Amundi ETFs—www.amundietf.com
- Easy ETFs —www.allcountry.easyetf.com
- Austrian Mint—www.muenzeoesterreich.at
- Canton Bank of Ziicich—www.zkb.ch
- Sillber Corner—www.silber-corner.de

英国

英国永久投资组合投资者应该关注那些以英镑计算的资产。但是，要考虑的选项是使英国和欧盟之间的股票分配多样化的选择，因为，欧盟和英国的公司之间有着很深的联系。

股票

有一些指数基金供应商追踪的是富时 100 指数（FTSE 100）或者富时 350 指数。这些都算是很好的选择。混合一些欧洲大陆的股市投资比例也是可行的。

- **安硕富时 100 指数**（iShares FTSE 100，代码：ISF）

这是一个费用低的交易所交易基金，它追踪的是伦敦交易所最大的 100 家公司，而且这也是一个很好的选择。

- **欧元区选择**

看看之前部分对于欧盟大陆的选择，这些在英国永久投资组合股票分配中也会表现良好。

债券

- **直接购买**

英国金边债券可以在拍卖会或二级市场上直接购买。跟你的经纪商联系获得帮助或者你可以访问债务管理局（Debt Management Office）的网站来获取更多信息。直接获得金边债券避免了债券基金中的管理风险。

- **安硕富时英国 GILT 所有股票**（iShares FTSE UK All Stocks GILT，代码：IGLT）

这个交易所交易基金追踪的是英国长期金边债券。但是，它的平均到期年限只有 13 年，这个时间属于短期的，但是你可以在投资组合中持有更多这个交易所交易基金和较少的现金来弥补到期日期的不足。

现金

- **直接购买**

如果你可以在你的经纪商的那里设置你自己的短期云梯，那么这就是一个很好的选择。

- **安硕富时金边债券 0-5**（iShares FTSE Gilt 0-5，代码：IGLS）

这个交易所交易基金投资的是到期年限最长为 5 年的英国金边债券。平均到期年限大约是 2.8 年，这样可以使英国投资组合中的现金持有变得更容易波动。对于至少预留了 1 年的生活费用，然后想要把余下的现金分配放进一个收益较小，但是风险也较小的基金中的投资者来说，这个交易所交易基金将会是一个不错的选择。

黄金

- **实物黄金**

若想持有一些实物黄金，大不列颠君主币、奥地利维也纳爱乐乐团纪念币、美国鹰扬金币、克鲁格金币或者澳大利亚枫叶金币都是很好的选择。瑞士信贷和玉兰瑞士生产不同尺寸的实物金条，但是如果可以的话，建议你还是选择实物金币。

- **瑞士银行黄金**

如果可以的话，就开一个瑞士银行黄金账户。推荐的银行在第 15 章中。

- **海外黄金**

英国的投资者可考虑把他的一些黄金存储在第 15 章列出的国外的一些地点。

- Zürcher Kantonalbank Gold ETF（代码：ZGLD）

这个交易所交易基金是由苏黎世州银行筹办的，总部在瑞士。如果你要购买而且需要用一个交易所交易基金作为黄金 ETF 的话，那么强烈推荐这个 ETF。

- **ETF Securities 交易所交易黄金**（ETF Securitirs Exchange Traded Gold，代码：PHGP）

这个交易所交易基金在伦敦交易所交易而且持有实物黄金。

链接

iShares UK—uk.ishares.com

ETF Securities—www.etfsecurities.com

UK Debt Management Office—www.dmo.gov.uk

Canton Bank of Zürich—www.zkb.ch

澳大利亚

一个非常稳定的澳大利亚永久投资组合可以用以下这些基金来组成。跟其他区域相比，澳大利亚的永久投资组合的追随者们已经得到了不错的业绩。

股票

- **先锋澳大利亚股票指数**（Vanguard Auatralian Shares Index，代码：VAS）

先锋集团提供了一个追踪标准普尔澳大利亚 300 指数（Australian 300 index) 的基金。这个费用比例开始于一个相对高的 0.75%，随着这些账户余额而递减。先锋集团也提供了这个基金的 ETF 版本，费用更低，仅为 0.15%。

- **安硕摩根士丹利资本国际澳大利亚 200 指数**（iShares MSCI Australian 200 Index，代码：IOZ）

安硕提供了一个追踪澳大利亚证券交易所（Australian Securities Exchange，

简称 ASX）排名前 200 的公司的 ETF，费用为 1 年 0.19%。

- **富达 SPDR 标准普尔 / 澳大利亚证券交易所 200 指数**（State Street SPDR S$P/ASX 200 Index, 代码：STW）

这个富达 SPDR 指数交易所交易基金追踪的是澳大利亚证券交易所排名前 200 名的公司，费用为 1 年 0.286%。

债券

- **直接购买**

如果可能的话，尝试直接购买债券。澳大利亚储备银行把购买方式列在它的网站上，你也可以让你的经纪商帮忙购买。当前政府销售的最长期限的债券是 15 年，所以你应该购买这种债券。

- **先锋多样性债券指数**（Vanguard Diversified Bond Index）

这个基金是 40% 的澳大利亚国债和 60% 的国际债券的混合。这个债券大部分是一些公司持有的政府债券。这个债券大多是 AAA 级或 AA 级的。这个基金最大的问题是永久投资组合中的长期债券的平均到期年限太短了。但是，如果你在使用这个基金的时候可以简单地减少现金分配，然后购买更多这个地方的基金使投资组合中的债券部分变得更加灵活，那么这个问题就可以解决了。

现金

- **直接购买**

如果你可以在你的经纪商那里用你的国债来设置自己的短期债券云梯，那么这对你来说就是一个很好的选择。

- **先锋现金加指数**（Vanguard Cash Plus Index）

这个指数基金投资的是澳大利亚的州和银行发行的多样化的证券。尽管它不如只持有政府债券安全，但这是一个比只有一种投资选择更加多样化的持有现金的方式。不幸的是，平均一年 0.70% 的费用对于一个现金基金的小账户来说有些高。

黄金

- **实物黄金**

澳大利亚非常幸运能够拥有珀斯铸币厂（Perth Mint），它生产质量绝佳的实物金币，对于想要拥有实物黄金的人来说出自造币厂的金币应该是一个非常好的选择。你可以在第 15 章阅读到更多有关珀斯铸币厂的信息。

- **珀斯铸币厂黄金交易所交易基金**（Perth Mint Gold ETF，代码：PMGOLD）

珀斯铸币厂也提供了一个黄金交易所交易基金，它是由珀斯铸币厂持有的实物黄金支持的。这个交易所交易基金与珀斯铸币厂的黄金证书项目有关，这会在第 15 章中讨论。珀斯铸币厂给澳大利亚和新西兰的居民在最低限额方面有一些优惠，而且市民们可以与铸币厂直接交易。

- **海外黄金**

尽管珀斯铸币厂有一个最好的储存海外黄金的项目，但如果你实际居住的地方与铸币厂一致的话，那么这点对你没什么用。看第 15 章中关于在美国或瑞士持有黄金的其他一些可以考虑的主意。

链接

- Vanguard Australia—www.vanguard.com.au
- State Street Australia—www.spdr.com.au
- iShares Australia—au.ishares.com
- Perth Mint—www.perthmint.com.au
- Reserve Bank of Australia—www.rba.gov.au

亚洲、中东和世界其他地区

在整个亚洲、中东和世界其他地区，有很多不同的交易所，所以把所有可能的选择都列在这本书中是不可能的。大致来讲，就是遵循本章开头在股票指数、债券、现金和黄金分配方面列出的一些指南。如果你住在一个非常小的国家，你可能会简单地考虑在全球配置相关资源或者简单地参考美国的

相关信息，因为你的国家的经济可能没办法为建立投资组合提供非常好的选择。如果你居住在一个经济不稳定或者政府债券市场历史上有过违约纪录的国家，更是如此。

在资产方面，例如黄金，不同国家在购买或可用性方面可能存在限制。建议投资者考虑保留一些金饰来替代实物黄金以备不时之需。如果你考虑到额外的保护和隐秘性，可以考虑第 15 章列出的其他海外黄金的选择。

发展中国家的投资

不幸的是，世界上有些国家存在着腐败，而且这会影响到居住在这个国家的居民和他们的经济，尤其是那些想要保护财富的人。

现实是永久投资组合是设计用来在不腐败的经济体中发挥作用的。是的，它有风险多样化的特色（例如海外黄金储存）。但是，如果当地的股票市场充斥着腐败的气息，而且政府曾经有过不偿还债务的历史，或者定期没收居民们辛苦挣来的财富，那么永久投资组合就不能产生神奇的作用。

很多时候，保护你自己的最好方式就是把你的大部分资产投资到其他地方，而不是在家工作然后把钱存起来。当你需要用它来支付生活费用时，把资金撤回来，但是要把钱保存在腐败的当地政府和震荡的经济之外。

如果这就是你的处境，那么推荐你使用第 10 章，对于其中列出的美国的投资组合或者国际投资组合，实行永久投资组合，然后看你能否在当地交易所或者从其他地方的被保险和值得信赖的经纪商那里购买这些资产。

股票

购买一个环球指数基金。先锋集团已经开始在美国交易所提供这样的指数基金（基金代码：VT），如果你可以使用的话，这是一个不错的选择。它在第 6 章被详细讨论过。这个基金尝试去反映世界各国的相对权重。

- 先锋世界指数共同基金（Vanguard Total World Index Mutual Fund，代码：VTWSX）。

- 先锋世界指数交易所交易基金（Vanguard Total World Index ETF，代码：VT）。

如果你可以购买这个基金，在你获得国内或者美国经纪商帮助的地方，它将会提供简单的一站式多样化。图 12-2 是第 6 章讨论到的这个基金的分解的重印版。

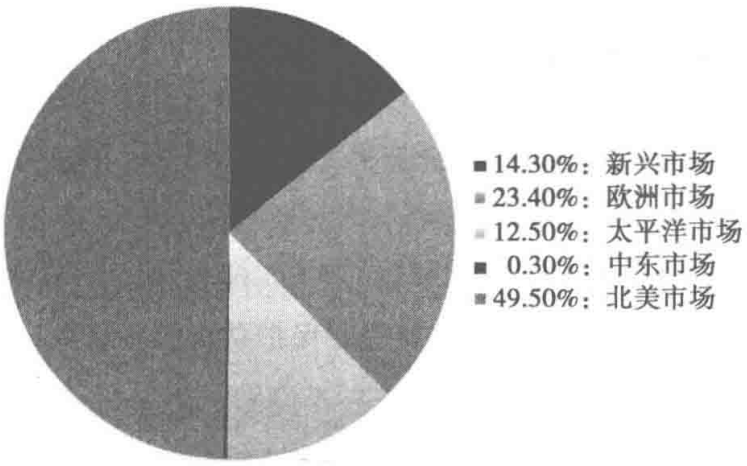


图 12-2　先锋世界指数：如果在居住的地方可以购买的话，这也是一个好选择
资料来源：根据 2012 年年初的先锋集团的投资组合分解。

债券

由于大多数基金都集中在个别债券市场或区域债券市场，环球政府债券很难在一个单一基金中找到。如果你可以找到一个广泛的债券基金来购买，不妨考虑不同的发达国家的平均到期年限 10 年期以上的债券。如果你做不到，那么就尝试看看你是否能直接购买美国国库债券，因为它们的流动性很强，而且是全球交易。即使很多国家普遍依赖美国的美元，通过这种方式，你仍然能够获得巨大的多元化。

现金

保留一些本国货币以备不时之需和日常消费。但是要把其余部分投入全球多样化的短期债券基金中。再提一次，在这里采取这个措施，效果可能不会太好，但是这取决于你的交易所。另外，考虑购买一个在第 8 章中描述的美国国债货币市场或短期债券基金。

黄金

在一些国家，购买实物黄金是非常困难，或者是被彻底禁止的。有一个可以代替的办法，就是考虑购买你一些黄金饰品以备不时之需，但是为了安全起见，要尽可能地保密。出于安全方面的考虑，剩余的黄金配置应存于国外，以应对国内可能发生的货币问题。

基金公司

先锋有很多国际性的基金，而且正开始提供更多外汇基金。先锋公司是个不错的选择，你可以在其网址上选择：www.vanguard.com。iShares 也提供许多很好的国际性基金（www.ishares.com）。其他欧洲指数基金提供者可能也对你开放，因此也可以考虑它们。

概要综述

世界不是平的。每个国家都有其独特的经济和经济周期，未必与其他国家相一致。

尽可能将债券和现金配置于你自己的政府债券和货币上。购买外国债券，你将面临汇率波动的风险，这可能有损于你的收益。

利用低成本的指数基金产品可以限制绝大多数工业化国家股票市场的整体风险。如果你居住在一个小国家，股票市场规模也不大，那么可以考虑跨地区分散投资（比如欧洲、环太平洋地区或者美国）。

对非美国投资者来说，有很多良好的黄金海外储藏选项，不过美国人在近年来也有了黄金的海外储藏选项。这方面请参考第 15 章。

如果你居住在发展中国家，可以考虑建立由全球或美国资产构成的多元化投资组合。

对美国投资者适用的有关股票、债券、现金和黄金的配置指南同样适用于别的国家。咨询你的经纪人，问清楚构建投资组合的具体产品，说不定能遇到本书不曾提及的额外选项。

第 13 章
Chapter 13

税与投资

税是投资必不可少的一部分。利息收入、分红和你卖掉资产获得的资本利得都需要纳税。根据居住地不同，你将面临的投资税情况也会不同，但所有投资者都意识到了最基本的一点，**就是税将减少你的投资总收益**。有效管理相关的税务是成功投资的重要部分。

今天在税上多花一分钱，今后你的投资将减少一分钱。随着时间流逝，税务可以对投资收益造成很大的影响。很多不擅长处理税务问题的投资者收益每年都要减少 10%～30%，甚至更多。如表 13-1 所示，在投资生涯中，如果投资者设法避免缴纳任何税，那么他获得的收益将比纳税的投资者高很多。

表 13-1　对年度收益每 1% 的征税都将大幅度地减少总收益

初始价值（美元）	税率（%）	税后年度收益率（%）	年数	最终价值（美元）
10 000	0	10	20	67 275
10 000	1	9	20	56 044
10 000	2	8	20	46 609
10 000	3	7	20	38 696

投资者应该时时考虑税收成本，否则就要把辛苦赚来的钱交给政府而非自己和家人。

简单通常是最好的税务策略

简单的投资策略是永久投资组合前提条件的一部分。这同样也适用于投资者的税务管理策略。像永久投资组合这样简单的投资方法，它在降低成本方面比其他投资策略都要简单。在使纳税额最小化方面，它的优势也非常明显。

（1）使用简单的保守型投资，避免管理者或策略将投资组合复杂化，产生不必要的税负。

（2）简单的配置模式只需要很少的管理和重新调整，从而减少了缴税次数。

（3）简单投资组合使用的税务筹划方案也较为简单，即使将来税法修改了，对它的影响较小，调整税务筹划方案的费用也较少。

在考虑纳税计划时，请记住，在允许的情况下尽可能少纳税是所有投资者的目标。幸运的是，这里有许多合法途径来使你的税务负担最小化，你应该尽可能地使用这些策略。

然而，有些税务策略要么非常激进，要么可以说是完全违法，我们应该完全避免它们。没有必要在组成了安全且稳定的投资组合后，再由于不合法地纳税而付出高额的罚金和利息（可能还有你的自由）。如果税务策略太难理解或者看起来好得不真实，**那么就要小心了**。如果你对某些税务策略有疑问，请一定要向有资质的会计师或税务律师咨询。

免税机制

很多政府都有相关的减税机制，你可以使用它们减免你的部分或全部的退休金投资税务。这些机制每个国家都有不同，但它们一般都会有下列一个或者更多特征：

- 它们允许利息和分红免税；
- 它们允许资本利得免税；
- 它们可能允许存款或取款免税；
- 它们可能允许其他类型的储蓄和特殊债券免税，等等。

由于可供投资者使用的延税储蓄机制和策略有很多（随着法律的不断变化），本书不能一一枚举（这可能需要一本书才能写完）。本章将着重讲述美国投资者可用的税务策略。然而，几乎所有的永久投资组合投资者都可以利用部分或所有的这些技巧，再配合当地的减税工具建立更加节税的整体投资组合。

税务类型

作为投资者，首先你要理解每种资产**类别**中有哪些事件需要交税，然后根据自己所处的状况将这些资产对号入座，以实现合理的避税或延税。一旦你理解了每笔投资中的税费来源，你就对如何最有效地使用避税策略有了更好的理解。

从核心来讲，永久投资组合投资者在管理投资时会遇到4种主要的税务：

（1）利息税；

（2）红利税；

（3）资本利得税；

（4）应征利得税。

利息税

从长期国债和短期国债获得的利息属于应税收入。永久投资组合中，这些收入应缴纳的税务属于联邦税。现在它们已经不按照州税征收了，这为各州内有利息收入的投资者带来了很大的好处。

既然永久投资组合能不断地产生利息收益，那么投资者在这方面就没有什么好的方法避税了，除非长期国债和短期国债的利息收入都列在了延税账户内。

红利税

红利是公司付给股东的利润，它属于应税收入。持有股票指数基金的永久投资组合投资者会获得红利，因此要缴纳联邦税和州税。和利息收入一样，投资者可以定期收到红利，因此如果投资者没有某些类型的延税账户的话，是不能避税的。

资本利得税

资本利得是你通过卖出增值资产而获得的收益。举例来说，如果你花100美元买入资产，然后以150美元的价格卖出，那50美元的盈利就是资本利得。对美国投资者来说，持有资产超过1年所获得的资本利得属于长期资本利得，近几年来这些收益的税率比一般收入税率要低。持有资产少于1年所获得的资本利得属于短期资本利得，按照一般收入税率征收税款。资本利得可能也要缴纳州税。

既然永久投资组合不需要频繁交易，那么我们就没有理由按照短期资本利得税率交税。尽管投资者必须要缴纳长期资本利得税，但有很多策略可以帮助我们用亏损来部分抵消资本利得，从而使总资本利得的纳税额降到最低。

> 资本利得对需纳税投资来说是有好处的，因此你可以延税，直到资产卖出为止。

永久投资组合可以从债券、现金、股票或者黄金（黄金通常会产生一种特殊的收益，下面将详细讨

论）获得资本利得。资本利得对应纳税投资来说是有好处的，因为你可以延税，直到资产卖出为止。资本利得可以增加延税账户内的资金。

应征利得税

在美国税务制度下，黄金被认为是“应征税资产”，任何从投资黄金中获得的收益都应缴税，但方式与股票和债券不同。现在卖出应征税资产所获得的收益应按照 28% 和你的边际税率（即最后一次增加的应纳税收益同收益的比率）中较低的来纳税。如果永久投资组合中通过卖出黄金获得的收益不在延税账户中的话，那么就需要按照应征税率缴税。

关于应征税重要的一点是，如果投资者正确填写 IRS 表格（消极性国外投资公司应填写表格 8621），那么卖出某些封闭式基金（比如 CEF、GTU 和其他在第 9 章中讨论过的基金）所获得收益在一些情况下可以当作长期资本利得缴税。如果你对此类纳税计划机会感兴趣，可以跟你的税务顾问详细讨论。

只有在投资者卖掉资产后，应征税资产获得的收益才算实现，因此投资者可以延缓付税，直到资产真正卖出。和其他税务类型一样，只有延税账户可以防止投资者缴税，直至黄金卖出（尽管在延税账户中对拥有黄金的选择有所限制）。

资产顺序和税务计划

一旦了解永久投资组合将缴纳何种税，你就有必要决定选择最节税的投资组合资产（也就是你在管理收入和 / 或者资产增值时允许缴纳何种水平的税务）。一般来说，这里有 4 条针对每项永久投资组合资产的节税指南，以节税最少到最多依次列出。

（1）债券需缴纳最多的税务，因为它不仅可以产生固定利息收益，在调整资产配置时也会产生大量的资本利得。

（2）其次是现金，因为它也会产生应纳税的利息收入和小额资本利得。

（3）再次是股票，因为在调整资产配置时，会涉及股票的固定红利收入

和资本利得，这些是需要纳税的。

（4）黄金纳税最少，因为它只有在售出时才会产生资产利得，同时也不会产生任何应纳税的红利或利息收入。

根据上述指南，投资者首先应将债券放入延税账户中，接着是现金、股票，最后是黄金。

这个方法只是**理论上的**最佳方法。我们应该在现实中根据不同状况采取不同方法。下面讨论了永久投资组合中每项资产的一些纳税策略。

根据上述指南，投资者首先应将债券放入延税账户中，接着是现金、股票，最后是黄金。

债券

债券在利率下降的市场状况下以利息或资本增值的方式产生收益。债券产生的固定利息收入对需纳税的投资者来说是一项应灵活应对的挑战。投资者可以通过选择卖出债券的时机来决定其增值价值，从而在一定程度上管理潜在资本利得。

尽管美国长期国债不需缴纳州税和地方税，但还是要缴纳由于利息收入产生的额外联邦税，投资者应该尽可能将它降到最低。表13-2是晨星公司提供的税务成本分析，从中你可以看到先锋长期债券基金（代码：VUSTX）在过去15年税前和税后的收益情况，这覆盖了该债券基金的整个偿还期。

表13-2 先锋长期债券基金在过去15年的税前和税后收益率 （%）

基金名字	税前	税后	差别
先锋长期债券基金	8.5	6.3	2.2

资料来源：www.morningstar.com tax cost analysis.

晨星公司的税务分析工具允许投资者根据之前的数据对税负进行合理预期。这些基金数据的历史跨度至少要有10年，因为只有这么长的时间周期才可以确保基金经历多种市场状况，这样你就能看清管理者如何在不同的市场状况下处理税务了。

表13-2显示，在这段周期内先锋长期债券基金至少损失了25%的基金

收益，这造成了总收益的极大减少。针对这种税务状况，你通常会想把所有或者几乎所有的债券都放入延税账户中，以尽可能地对这些收益实行避税。多年以来，投资者防止债券利息收入进入应税账户的能力都是他们的一个关键性技能。

除了上述应纳税的利息，债券利率下降也将产生可观的资本利得。有时债券价格上升得如此之快，以至于你需要调整资产配置，卖掉债券，以实现正确的配置水平。在2008年股票市场崩盘期间，许多永久投资组合中都曾出现过这种状况，当时债券价格的上涨幅度超过了30%，而股票价格却几乎下跌了40%。在这种状况下，当调整发生时，你持有的债券将产生额外的资本利得。这种状况说明为什么尽可能多地把债券放入延税账户中是个很好的主意。

现金

与债券一样，我们以短期国债（或者相似的金融工具）的形式持有现金，并产生利息收入，但与债券不同的是，短期国债只能产生很少的潜在资本利得。这是因为它的偿还期短，所以价格非常稳定。短期国债产生的利息收入通常也会低于长期债券。然而，税负对现金来说依然是个问题。表13-3显示了15年内纳税对先锋短期债券基金产生的影响，以及延税账户是如何帮助减少税负的。

表13-3 先锋短期债券基金在过去15年的税前和税后收益率 （%）

基金名字	税前	税后	差别
先锋短期债券基金	4.6	3.1	1.5

资料来源：www.morningstar.com tax cost analysis.

1. 现金和突发事件

我们有必要在身边留有足够的现金，而不是将现金全部放到延税账户中，因为现金可以满足我们日常的生活支出，帮助我们应付突发事件，比如退休、失业、生病等。

如果你把所有钱都放进延税账户，之后又由于突发事件而需要提前支取，那你可能会被罚款同时也无法及时取出钱（假定这笔基金可以全部取出）。因此，你不应该将**全部**现金都存进延税账户或退休金账户。相反地，我建议你把几个月的生活费以现金的形式留在身边，不要存进延税账户，以防备紧急事件的发生。利用这种方法，你可以在急需用钱时及时拿到钱，并且避免了罚款。

如果你在应税账户外已经预留了部分生活费，那么把剩下的现金储存在延税账户将是个不错的方法，这样可以使得整个投资组合的税负最小化。

股票

股票基金为投资者提供红利和资本利得。然而，发放红利和资本利得将**减少**同等数量的基金价值。一旦将它们发放给股东，就必须要缴税。在这种分配情况下，你基本上就是把资金从一个口袋里拿出，缴税，然后再放到另一个口袋里（债券基金也是如此）。

尽管上述股票基金的分配方式会产生不必要的应税收入，但指数型基金（正如在永久投资组合中推荐的那样）在税务方面实际上非常节税。指数型基金内部只有少量的股票，其结果就是产生最少的收益，要缴纳的资本利得税也会最少（假定投资者没有卖掉任何股份）。此外，指数型基金带来的个人收入通常不会超过 2%～3%，因此又可进一步减轻税负。

表 13-4 比较了先锋整体股票市场指数基金（Vanguard Total Stock Market Fund，代码：VTSMX）在过去 15 年是如何同富达大型积极管理型麦哲伦基金 (actively managed Magenllan fund from Fidelity，代码 FMAGX) 在税前和税后收益方面进行较量的。

表 13-4 在过去 15 年，先锋整体股票市场和富达麦哲伦基金在节税方面的较量（%）

基金名字	税前	税后	差别
先锋整体股票市场	5.7	5.2	0.5
富达麦哲伦基金	3.5	2.5	1.0

资料来源：www.morningstar.com tax cost analysis.

在节税方面，先锋指数基金只需缴纳不到总收益10%的税负（税前5.7%收益率的0.5%），而富达管理型基金几乎要缴纳相当于总收益30%的税负（税前3.5%收益率的1%）。除此之外，富达积极管理型基金的收益情况也远不如整体股票市场指数基金。这对寻求良好税后收益的投资者来说是个双重打击。

由于股票指数基金的确可以产生应税红利和资本利得（尽管它们相对节税），因此你绝对有理由把部分股票指数基金放入延税账户中（假定在你放入债券和现金后依然有位置放入股票指数基金）。

黄金

从税务角度来说，黄金是较为特殊的资产，因为它完全不产生利息或红利。然而，在出售黄金时的确会产生应税收益。尽管如此，黄金仍然应该是最后一个放入延税账户中的资产。

表13-5使用业内流行的道富集团黄金ETF基金（State Street Gold ETF，代码：GLD）为黄金在过去5年（这是晨星公司提供的最长周期数据）的业绩代表。请注意，黄金在税前和税后的收益完全一样。这是因为黄金基金不能产生内部应税收益（无利息，无红利，无资本利得）。投资者在卖出基金股份时需要根据收益情况单独纳税，但这些并没有反映到晨星公司的数据结果上。唯一需要提醒投资者的是，某些ETF黄金基金在支付费用方面有特殊的税务处理要求。我们建议投资者登陆ETF网站阅读相关税务说明。

表13-5 道富集团的黄金ETF基金在过去5年的税前和税后收益率 （%）

基金名字	税前	税后	差别
道富集团黄金ETF基金	20.1	20.1	0

资料来源：www.morningstar.com tax cost analysis.

从黄金ETF基金中获得的收益应按应征利得税率缴税。从封闭式黄金基金中获得的收益应按长期资本利得缴税，这与之前讨论的填写正确的IRS表格一样。如果你持有实物黄金，那么在你将其出售并获得收益之前，你无须缴纳任何税。然而，出售实物黄金所获得的收益应缴纳应征利得税，而不

是税率较低的长期资本利得税。永久投资组合的设计正是通过减少投资组合内部交易来使关于黄金的税负最少化。

上述关于黄金税负问题都假定你所持有的黄金不在延税账户内。如果你的延税账户在放入债券、现金和股票后依然有位置放入黄金的话，那么你持有的**部分**（不是全部）黄金可以放入该账户。如果该延税账户是持有美国鹰扬金币的个人退休账户（详细信息请看下面关于延税账户中金块的讨论），那么它将以黄金基金或金块的形式储存。如果将来你在调整资产配置时卖掉黄金以获利，那么延税账户中的黄金配置（即使只占很小一部分）也能帮助减少税负。

黄金和突发事件

如果你选择在延税账户中放入部分黄金，你依然应该把一些黄金放在容易拿到的地方（就像你的现金储备），以备不时之需。你永远都不会知道在紧急情况下你对于黄金的需求有多迫切。在紧急状况下，你不会想让一群人还有机构挡在你和你的黄金之间。当然，我们肯定不希望自己处于这种境地，但历史告诉我们世界变化速度之快远远超出我们的想象。而不幸的是，灾难永远是不期而至的。

退休账户和永久投资组合

尽管投资者持有的资产种类不可能覆盖所有类型的退休账户，但大多数美国投资者都会通过雇员和一个或多个个人退休账户（Individual Retirement Accounts, 简称 IRA）来持有 401（k）计划账户的一些组合。下面将着重讨论永久投资组合在使用这些类型账户时的机遇和挑战。

401（k）计划

大部分私人企业业主都会提供 401（k）计划。这些计划在近几年由于多种原因人气暴涨，有的雇主选择这一计划是出于想要把投资和长寿风险转嫁到雇员身上的愿望（传统固定收益养老金计划把所有风险都施加到雇主身

上)。401(k)计划盛行的另一个原因是华尔街告诉人们:只要掌握了正确的工具,任何人都可以通过投资致富。而现实是,投资者在401(k)计划中将面临与其他投资账户一样的风险。

就像永久投资组合能为投资者在其应税账户中提供安全感和稳定感一样,它也能使401(k)账户变得更加安全和稳定。然而,401(k)计划的问题是,投资者的投资账户通常主要是由股票基金组成,后来再加入大量的债券基金。尽管典型的401(k)计划通常不会涵盖永久投资组合中所有资产类型(也就是股票、债券、现金和黄金),但401(k)账户可以与其他应税账户和延税账户一起创造出一个完整的投资组合,以达到永久投资组合的要求。

1. 401(k)账户中的股票

许多401(k)计划过去只提供积极管理型股票基金,但最近几年几乎所有的401(k)计划都开始提供基本的低成本标准普尔500指数基金,这与永久投资组合中的股票相得益彰。

如果你的计划中不提供股票指数基金,那么就在计划内的投资阵容中找到投资于美国股票市场的基金,完全使用基础策略(避开行业基金),并在无须选择市场时机的情况下能一直投资于股票。通常来说要注意以下几点。

(1)在可供选择的范围内,确保基金收取的管理费用最低。

(2)选择可以在任何时间都可以投资于股票的基金,覆盖面尽可能涉及整个股票市场。

(3)在晨星公司网站上查看基金,看它的年度成交量是多少。高成交量是一个危险信号,表明积极管理会导致低业绩。如果可以,你应该避免这些基金。该话题已在第6章中详细讨论过。

2. 401(k)账户中的现金

几乎没有401(k)计划提供短期债券基金,关于这一点,投资者通常不得不使用永久投资组合中的现金配置。当然,如果你的401(k)计划可以提供短期债券基金,那么就用它来做现金储备,但是你仍需阅读基金招股说明书,以了解它是如何进行资产投资的(许多“债券”基金实际上包含了许多非债券资产)。

下面是你在401（k）计划中选择基金作为现金配置的指南。

（1）在计划中避免含有利率风险的基金（这些基金在利率上升时会发生亏损），它不适合充当永久投资组合中的现金配置。你需要使你的现金非常稳定的基金，就是说你不想买任何平均偿还期超过3年的基金，因为年限愈高，利率风险就愈高。在可以的条件下尽可能地挑选平均偿还期少于1年的基金。

（2）根据基金资产的投资方式，尽可能选择费用比率和管理者自由裁量权较低的基金。

（3）大多数401（k）计划提供所谓的“稳定价值基金”（stable value fund），这是现金配置的很好选择。稳定价值基金的目的就是在不损失或只损失很少本金的前提下提供最微薄的收益。然而，它们却存在短期国债没有的交易对手风险。

（4）如果选择使用稳定价值基金作为永久投资组合中的现金配置，那么你一定要读基金招股说明书，以确保理解基金所涉及的风险。请注意，任何没有100%（或者接近100%）投资于短期国债的基金将要承担更多风险。

3. 401（k）账户中的债券

通常来说，401（k）计划不会提供平均偿还期较长的基金。尽管永久投资组合中债券要求长期国债的偿还期至少是20年，但大多数401（k）计划提供的债券基金的平均偿还期只有5～10年。此外，这些基金通常只占国债很小的一部分（如果有的话）。换句话说，几乎没有401（k）计划会包含适当的长期国债来和永久投资组合一起使用。

鉴于大多数401（k）计划中可选择的长期国债非常有限，这里有几条建议。

（1）要求你的雇主把长期国债指数基金加入到401（k）计划的投资阵容中（问一下也无妨）。

（2）如果你只能选择持有中期国债（比如偿还期为7～10年的债券），那么就多持有这种债券基金，少持有现金。举例来说，你可以考虑持有35%的中期国债和15%的现金。通过增加中期国债基金配置和减少现金配

置，它组成的投资组合整体业绩与同等分量现金和长期国债组成的投资组合相似。

（3）如果你无法持有长期国债基金，那么就试着去找一个偿还期较长的高质量企业债券。

（4）设法使用偿还期较**稳定**的债券基金。就是说如果基金显示的平均偿还期是10年，你肯定不想哪天醒来发现管理者已经把该债券基金的偿还期降到1年。你应该避免任何管理者可以准确预测市场、来回操纵资产的基金。

如果上述建议都没能为你的永久投资组合债券配置提供解决方案，你可以看看后面讨论的自选经纪账户。某些自选经纪账户提供购买长期国债基金或直接为你的401（k）账户配置国债的选择。如果你可以使用自选经纪账户，那么就要弄清楚你可以购买哪种资产。

4. 401（k）账户中的黄金

几乎没有401（k）计划为永久投资组合中黄金配置提供合适的黄金基金。请注意，贵金属与矿业基金**不能**取代黄金基金。然而，当你认为黄金是最适合在延税退休账户外持有的投资组合资产时，401（k）计划不能选择黄金的问题就不是那么严重了。

如果你的401（k）计划可以加入黄金基金（重申一下，**不是**贵金属与矿业股票基金），那你就把它作为你黄金配置的一部分。

5. 401（k）计划的自选经纪账户——解决方案?

在理解上述401（k）计划的局限后，某些计划就提供了一个被称为是“自选经纪账户”的优秀工具。自选经纪账户允许401（k）计划参与者绕开普通的投资阵容，为他们提供了更为广泛的投资选择，就好像401（k）账户是经纪公司的投资账户一样。

大多数401（k）计划中的自选经纪账户只能为少数员工使用。很多401（k）计划的条款说明中几乎都没有提到自选经纪账户这一选择。

大多数401（k）计划中的自选经纪账户只能为少数员工使用。很多401（k）计划的条款说明中几乎都没有提到自选经纪账户这一选择。

由于多种原因，自选经纪账户不能被大肆宣传。首先，401（k）计划发起者不想让参与者的账户承担过多风险，而使用自选经纪账户的参与者往往要比普通投资阵容的参与者承担更多的风险。其次，401（k）计划的基金提供者（更有可能）想要尽可能多地把资产投资到**提供者**的投资产品中。401（k）计划的提供者就是通过对这些产品收取费用获得盈利的。

如果你的401（k）计划条款说明中没有提到任何关于自选经纪账户的事情，你依然可以就这个问题咨询你的计划管理者（很多计划看起来没有自选经纪账户，可实际上是**有的**）。

如果你的401（k）计划可以使用自选经纪账户，这里没有很多关于它的使用限制（有些自选经纪账户只允许购买特定类型的基金）。投资者可以使用第10章中讨论过以基金为基础构建永久投资组合的方法，很简单地在401（k）账户中建立一个都是ETF基金的永久投资组合。

个人退休账户

个人退休账户是一种自愿投资性储蓄账户，它为投资者提供了优惠的税收待遇。个人退休账户通常允许投资者通过经纪公司从众多可选择的ETF基金、共同基金和单一股票中挑选，因此投资者很容易就可以在个人退休账户中建立一个都是ETF基金或共同基金的永久投资组合。

个人退休账户可分为两种基本类型：传统（traditional）个人退休账户和罗斯（Roth）个人退休账户（有一些变体，比如SEP-IRA）。它们之间的主要区别在于传统个人退休账户允许投资者在税前存入基金（并从收入中扣除），然后在提取资金达到一定额度和分配时再缴税。另一方面，罗斯个人退休账户包括已纳税的基金，但将来这些基金产生的收益无须再缴税，退休后提取资金也是免税的。

无论投资者用的是传统个人退休账户还是罗斯个人退休账户，在这些账户中建立永久投资组合的基本方法都是一样的，但决定使用哪种账户主要取决于你自己的特定情况，包括你的应税收入、对未来预期税率等。如果你不

确定哪种账户最符合你的情况，你可以与你的税务顾问探讨。

一旦你已开立个人退休账户，你就可以建立第10章中所说的投资组合。这些资产将列在你的个人退休账户，而不是应税账户中。

黄金和个人退休账户

个人退休账户允许把美国鹰扬金币存入有资质的监管账户。个人退休账户会牵涉麻烦和潜在费用，目前还不清楚这样做比只是使用黄金基金会有什么优势。

> 在个人退休账户中持有黄金是为了方便，而不是安全。

无论你在个人退休账户中加入的是黄金还是黄金基金，这两种方法都会使你的黄金资产脱离保管人或基金提供者的监管，因此它们面临着类似的风险。在个人退休账户中持有黄金是为了方便，而不是安全。正如上面提到的那样，把部分黄金放在延税账户外以备不时之需总是个好主意。

债权人保护

个人退休账户和401（k）账户可以在债权人提出索赔时向投资者提供保护。401（k）账户通过《雇员退休收入保障法案》提供保护，而个人退休账户的保护由于各州法律的不同而有所不同。因此，退休账户不仅可以提供税务优惠，还能在某些状况下提供法律诉讼和债权人保护。

你应该就不同类型退休账户所提供的债权人保护，咨询熟知你居住地法律的律师。这是你把部分储蓄存放在延税账户中的另一个优势。

养老金、社会保障以及其他计划

如果雇主为你提供传统养老金计划，你算幸运的。这种计划愈来愈少，而享受此类计划的人通常不知道终身收入是多么宝贵。相似地，社会保障计划主要为那些长期缴纳养老金、具有一定资质的工人在退休后提供少量养老

金。然而，传统养老金计划和社会保障计划的未来充满不确定性。永久投资组合通过提供完全独立于任何退休计划或政府项目的储蓄金，为担心此类项目的投资者带来内心的宁静。

任何养老金计划以及其他安排（比如年金）都应该与你的永久投资组合区分开，因为每月生活费不属于可纳入调整策略的资产类型。此外，与永久投资组合的剩余资产相比较时，我们很难知道每月生活费的价值是多少。最后，将来社会保障金很可能比工人预计的要少（或者根本就没有）。同样地，如果管理不当，养老金计划也会陷入麻烦，这将导致可分配收入的减少。

最好的方法就是把你的永久投资组合资产与任何养老金或者社会保障金区分开。我们应该把永久投资组合当作一种保险，谨防养老金计划或其他政府提供的养老金（比如社会保障金）在未来出现问题。

税收亏损收割

如果你的大部分投资都在应税账户中，你可能想使用“税收亏损收割”（tax-loss harvesting）来冲抵亏损，以提高投资组合整体的税收效益。

税收亏损收割是基于这样的理念：如果一组资产发生亏损，你可以为了税务需要卖掉资产并认定亏损。你在一组资产中认定的亏损可以用于冲抵其他资产中的收益。你每年都可以冲抵固定数量的亏损，直至殆尽。你也可以在某一年一次性冲抵收益。

举例来说，假定有一年你的股票基金价值下跌了 10 000 美元。你把它卖掉并锁定 10 000 美元的亏损。接着，你由于资产调整而从债券处获得 10 000 美元的收益。通常来说，债券收益的那 10 000 美元是应该缴税的。然而，既然你在股票中亏损 10 000 美元，你就可以拿它冲抵债券收益的那 10 000 美元，净收益为 0。

换句话说，这两笔交易的税务结果是你**无须交任何税**。如果没有收益可冲抵（你没有做调整），每年你仍然可以冲抵固定数量的亏损，直至为 0（现在每年最高冲抵额是 3 000 美元）。尽管用来说明理念的例子很简单，但在

某些市场中它可以帮整个投资组合减掉很多税。

税收亏损收割很难在长期资产中发挥作用

尽管税收亏损收割听起来像是很有用的策略，但还需要考虑一些问题。首先，有些资产你持有的时间愈长，发生实际亏损的概率就愈小。股票、债券、现金和黄金从长期来看价值都倾向于上涨。因此，除非对资产价值造成**较大的**冲击，否则不太可能从持有多年的资产那里收割亏损。然而，对于那些持有时间较短的资产，有时你可以对一组或多组资产进行亏损收割。

虚伪交易

在审视参与税收亏损收割的机会时，你一定要注意**虚伪交易**。美国国税局把虚伪交易定义为在亏损时卖出资产，然后在30天内买回**相同的资产**。由于虚伪交易而产生的亏损不能减免。举例来说，假定你在第1个月卖出先锋整体股票市场指数基金（Vanguard Total Stock Market index fund），亏损额为10 000美元，然后又在下个月的第28天买回。这属于虚伪交易，因为你卖出了资产，并在30天内买回。虚伪交易的相关要求不允许你在报税时认定这笔交易发生亏损。然而，如果你等到第31天再买回资产，税务亏损就完全有效了。

在第31天再买回资产将增加这组资产错过市场收益的风险。然而，把税收亏损收割与投资组合调整一起使用，将使投资组合调整产生的税负最小化。有些策略建议买入相似的（不是相同的）基金，而不是等31天，从而错过市场的大型波动。然而，如果你只是在买入资产前等待31天，并希望利用税收亏损收割的话，那么不太可能造成严重的后果。

虚伪交易和红利的再投资

之前我们已经讨论过红利的再投资，你通常都**不希望**投资组合出现这种情况。对于想要利用税收亏损收割的应纳税投资者来说，如果红利的再投资发生在售后等待期，那么将造成特定问题。红利的再投资被认为是购买，这

将引发虚伪交易！举例来说，假定你在第1个月卖掉基金并打算等待31天后再买回。在这个月的第15天，基金中的剩余股份发放红利，并自动用于购买相同基金股份。这属于虚伪交易，无法在此处使用税收亏损交割。

在决定使用可能有用的税收亏损交割或者任何其他税务管理策略时，我建议你征求有资质税务专家的建议。每个人的情况不同，这些策略不一定适用于每位投资者。

关于税务的最后看法

尽管不同的州和国家之间的节税机遇不同，但基本原则是一样的。

- 利息和红利需要定期缴税，因此针对它们选择避税策略将带来极大的好处。
- 售出之前资本利得都无须缴税，这允许你在资产升值时对确认收益加以控制。
- 延税账户首先应该用于最不节税的资产。把资产加入延税账户中的顺序应该是：债券、现金、股票、黄金。
- 在延税账户外保留一些现金和黄金，以备不时之需。
- 在延税账户内保留一些现金和黄金可以使你在调整投资组合时无须触发整个投资组合的现行税务。

税法每年都在发生改变，每位投资者的个人税务情况也不同。请咨询有资质的税务专家来决定以最好的方式把本章列出的策略应用到你的投资组合中。

概要综述

如果没有有效的税务计划，税将花掉你年投资收益中很大的一部分。合理使用像延税退休账户这样的税务计划机遇，不仅可以保护你的资产，同时也可以让它随着时间的推移迅速升值。

既然债券和现金通常是最不节税的永久投资组合资产，那么首先你应该把它们放入延税账户。如果还有位置的话，你可以把股票放进去。然而，如果延税账户没有位置而需要把股票基金放入应税账户，整体股票市场指数基金相对比较节税。

黄金是最节税的永久投资组合资产，因为它无须支付利息和红利。同时，你在资产调整之前都无须卖出黄金，这样就可以延缓资本利得的确认。这两种因素说明黄金应该最后放入延税账户。即便如此，我并不建议你把所有资产都放入延税账户中，以防将来有突发事件而要用到它们。此外，你还需要把部分现金放在延税账户外以备不时之需。你可以考虑至少把每种资产类别的一部分都放入延税账户中，以方便投资组合资产调整时可以免税。

每个人的税务情况不同。根据你的特定情况咨询有资质的税务专家，以确定所有相关的税务计划机遇。

第 14 章
Chapter 14
机构多元化

永久投资组合鼓励投资者根据经济和市场环境（比如繁荣、衰退、通货膨胀和通货紧缩）实行资产组合最大的多元化，以及避免一些不必要的风险。这些目标是通过把投资组合中的资产分散为 4 种资产类别，以保护你的财富并使其增长的方式来实现的。

不幸的是，除了市场运行中的风险，还有一些其他风险也会对你的财富产生威胁。这些风险呈现的方式包括机构缺陷、经理人不称职以及彻头彻尾的欺诈等。

这些风险存在于由学者和许多投资顾问用来测量投资组合的分散性和表现的典型指标之外。然而，这些风险就像那些常见的风险一样对投资者的财富产生严重的影响，有时候程度会超出想象。举个例子，一年中，如果基金经理人冒着若失误会亏损 50% 的风险进行操作，那么试图追逐那额外的 1% 的收益有什么意义呢？或者遇到你的经纪行将所有客户的账户冻结一段时间的问题呢？电子表格和金融模型显示不出这些风险，并不意味着它们在任何时刻都不能被观察到。

本章讲述了通过机构多元化来减轻这些额外的市场风险的方法。

什么是机构多元化

简单来说，机构多元化就是把你的资金分散在基金、经纪行、银行和其他机构中，用以抵御来自持有和管理你的资产的人和组织机构的风险。

这种方法看上去过于谨慎，但并非如此。在金融历史中，资金雄厚的银行破产、基金公司资产管理不善以及受托人被证明不值得信任，这些事件比比皆是。分散投资以抵御这类事件的风险是很有意义的。

为什么要进行机构多元化

美国有严格的法律、条规以及防止银行、经纪行或者共同基金公司的破产事件对客户造成资产亏损的保险措施。这些保护措施给个体投资者带来一定程度的信心，让他们觉得自己的资产会受到保护，即使在最糟糕的事情发生时也不至于亏损严重。

然而，法律比较到位并不意味着你的资产不会在某一机构中产生问题。在某些情况下，基金可能会受到很长一段时间的限制购买，而监管机构和法院可以解决这类问题。在最糟糕的情况下，某些机构的破产可能会导致与其

相关的利益者面临部分或者全部亏损。

政府会试着尽其所能来提供对抗所有灾难的全面保护，没有真正无懈可击的系统。下面我们简要介绍一下这些威胁。

超过保险限制

拥有多个经纪行账户的一个原因是，在证券投资者保护公司（Securities Investor Protection Corporation，简称SIPC）的限制下（目前总额限制在500 000美元以内，现金限制在250 000美元以内），维持你的账户平衡。在某些方面，SIPC是一种类似FDIC的保险程序，但是两者在一些重要的方面仍有不同。

一些经纪行账户会由于经纪商的欺诈或者偷盗行为而有所缺失，而SIPC会保护这些账户中的资产。然而，它并不能帮你避免由于正常的市场波动或者经理人失误而造成的投资亏损，而且它也不能保护某些类型的资产，比如商品期货合约。有关SIPC提供的保护类型以及投资者如何确定自己是否被包括在内，SIPC网站上有更多的信息（www.sipc.org）。当你的账户到达一定的临界值时，利用不同的经纪行是为你维持全面保护的一种方法。

除了以上所说的，许多经纪行还会提供保险，其覆盖范围包括其他风险或者增加到现有SIPC中的限制。把你的资金分散在两个或者更多的经纪行里会更可能使你始终处在那些由金融机构规定的任何其他保险范围的限制之内。这点每家经纪行都有所不同，所以最好能询问清楚你的特定的经纪行为客户资产提供了什么保险。

经理人风险和管理不善

正如第6～9章所讲述的，基金公司会以完全合法的方式管理资金，但仍可能因为经理人的失误而面临巨大的亏损。举例来说，我们在谈论现金时讲过，2008年市场崩盘期间，经理人承担了太大的风险而导致一些货币市场基金亏损巨大。当经理人进行一项有风险的投资而结果并不理想时，股票

和债券基金也同样会经历巨大的亏损。

问题是保险范围和政府条规将不能保护你避免这种可能发生的亏损。因为这些是市场风险，了解并避免它是投资者的责任。即使基金经理人要为带来问题的风险行为负责，投资者也要承担其中的一部分责任。当基金公司的一项基金出现非常糟糕的问题时，基金公司也许会补偿投资者，但是也有可能不会（很有可能不会）。

虽然使用低成本的指数基金能降低风险，但是按照本书中所讲述的建议，这些风险甚至还会出现在表现非常好的相关基金中（举例来说，先锋总体债券市场基金在2002年由于经理人风险而降低了它们的指数）。使基金经理人失误分散化的最简单的方法就是把你的资金分散在不同的基金公司里，保护自己免受其中任何一家基金公司出现问题造成的影响。

破产和欺骗

1. 全球曼氏金融集团（MF GLOBAL）

正如第9章中所讲述的，2011年全球曼氏金融集团几乎一夜之间破产，它欺骗投资者，未经授权就使用投资者的资产，这明显违反了法律的相关规定。当全球曼氏金融的破产事件曝出时，多方声讨导致投资者的资产被冻结（曼氏金融明显是用客户的资产做抵押，以在其他活动中进行自己的交易）。到2012年，许多曼氏金融的客户仍然在等待着这些问题的最终解决，他们也许要等更长的时间。许多投资者如果会得到什么的话，那也只能是少量的收益。

图14-1剪切了一段曼氏金融有关客户委托保管账户的营销宣传册的内容。该宣传册谈到了那些从公司中分散的客户资产。然而，这种分散很明显没有合理地使用客户的账户。据《华尔街日报》报道：

> 全球曼氏金融在申请破产之后的一个多星期里，账户上仍然缺失了估计6亿美元，周三，一位著名的会计专家说道，他开始觉得欺诈也许是破产的原因。
>
> “我关心的是，随着事情变得越来越可怕，流动性逐渐枯竭，有些人勾结在一起并进行欺诈，我不确定这是否存在，但似乎就是那样。”

证券交易委员会（Security and Exchange Commission）的前首席会计师林恩·特纳（Lynn Turner）周三告诉彭博。

“很奇怪，我们今天仍坐在这里试图搞明白 6 亿美元到底是怎么回事，”特纳说道，“它就像凭空消失了一般，今天我们还无法得知这 6 亿美元的去向，这并不是一个好的征兆。它们混在托管账户中使问题更加复杂，也更受关注。”[⊖]

图 14-1　全球曼氏金融集团有关客户分散资产的营销宣传册

2. 贝尔斯登和雷曼兄弟

2008 年信用危机和市场恐慌期间，有些著名的金融机构发生破产。在当年早些时候，随着贝尔斯登公司的破产，许多不良投资似乎一下子变坏，进而导致雷曼兄弟这家具有 160 年历史的投资银行几乎一夜之间倒闭。持有贝尔斯登和雷曼兄弟债务的投资者遭受了巨大的亏损，同时在这些机构开立账户的投资者也面临各种各样的风险，而且随着事情的发展，他们会经历很多不眠之夜。

身份盗窃

不法分子会用令人难以置信的复杂方法来窃取个人身份、进入个人投资

⊖ Dan Freed, “MF Global ‘Starting to Smell Like’ Fraud: Ex-SEC Accounting Chief,” *The Street*, November 9, 2011, www.thestreet.com/story/11305806/1/mf-global-starting-to-smell-like-fraud-ex-sec-accounting-chief.html.

和/或银行账户。这类欺诈会以各种各样的方式发生，从盗窃账户报表和其他邮件到复杂的电子盗窃账户信息凭证。悲哀的是，身份盗窃通常不是发生在那些匿名的不法分子身上，而是亲属以及其他与受害者有密切关系的人。经纪行和银行一般会提供相关的保险和政策来处理这些事件，但是如果事件真的发生就可能需要花费一些时间来清理这样一个烂摊子。

如果你把自己的资金分散在不止一家机构，你**所有的**资产受身份盗窃行为影响的概率就会降低。此外，如果你的一部分资产会遭到不法的欺诈，那么在其他机构持有资产会给你提供所需基金，当欺诈行为发生时，你可以与执法部门和机构一起解决。

自然灾害

飓风、地震、海啸和其他自然灾害对存储客户信息的金融机构和数据中心来说也是威胁，大多数金融机构都有多个备份的“热门网站”来处理这些和其他的紧急状况。热门网站是一个备份的数据中心，它可以随时准备上线。这种方法就是，如果主要的数据中心出现问题，遭遇数据泄露或者数据丢失的公司能够继续运营。

然而，事实是，账户访问会受到自然灾害许多不同方式的影响。有个热门网站备份数据中心是一回事，而处理公司日常运作的人由于当地的情况再也不能管理是另一回事。也就是说，除非公司能够想出一个方法来放入备份的首席执行官、董事会、经理和处于热备用状态的员工，否则不管数据系统中有多少备份，公司都可能遭遇自然灾害的风险。

恐怖主义

2001年“9·11”事件告诉我们，恶意攻击的目的不仅是一个象征性的打击，而且还要扰乱华尔街的金融业务，冲击美国的经济。而且事实上，在悲剧发生后，整个国家经济遭到了大规模的破坏，华尔街关闭了一个星期。

类似“9·11”此类事件完全无法预见，也不能预防。然而，在紧急情况下，投资者可以通过持有不止一个机构的账户并且不依赖于同一个金融中心的方法来减少亏损全部基金的可能性。

网络攻击

除了恐怖主义对建筑物和基础设施造成的威胁之外，在网络战中，各种网络组织和政府把证券交易所的电子网络作为目标。在许多情况下，通过计算机网络的电子攻击所造成的损害比对物理结构造成的损害还要大。举个例子，事实上，华尔街所有的记录都是电子表格的形式，若遭遇计算机系统攻击会导致严重的问题，包括潜在的巨大金融损失。

世界的金融网络是以相对比较脆弱的方式相互联系的。企业交易系统中出现一个问题就可能在世界市场上产生连锁效应。2010年春天美国股票市场经历了“闪电崩盘”，在这期间，道琼斯股票指数在5分钟内下跌了1 000点，之后才迅速恢复。在这段时期内，自动交易系统堆积了很多抛售单，并一直在增加，直到最终受到控制（在账户中设置止损的一些投资者由于自动卖出了那些几乎很快恢复的头寸而遭受了巨大的亏损，而其他糟糕的交易后来被退出和取消了）。

据报道，闪电崩盘是由自动交易系统和高频交易系统发生故障造成的。然而，如果这种情况是**偶然**发生的，那它作为**蓄意**攻击的一部分，肯定会再次发生的。

通过把你的钱分散在不同的机构，如果有事情发生的话，你至少能更好地掌控你的一些基金。金融公司有不同类型的系统，每类系统对于创造它的公司来说都是独一无二的。一个能立刻重创所有公司的大规模攻击不太可能发生，但是摧毁一家公司，至少在短期内，是绝对有可能的。

在计算机安全方面，克雷格有很多亲身经历：“在我事业的早期，我是一位网络安全审计员。我的工作是强行进入金融公司以及其他公司的计算机网络。虽然银行和金融机构很明显有安全保障措施以防问题发生，但一个非

常聪明的外人或者（更有可能）业内人士会带来问题也是很有可能的。

“当你把钱分散在至少两个机构中的时候，它们不太可能有相同的基础设施，每个机构会有自己的安全政策、保护措施和程序。多样化的硬件、软件和企业间的内部控制能很好地降低一次攻击立刻重创多家机构的可能性。就当帮自己一个忙，为保险起见，把你的钱分散在不止一家公司吧。”

如何分配你的钱

机构多元化不难实现，而且大多数投资者可能至少已经在实现的路上了。简单来说，实现机构多元化最基础的方法就是至少持有两家经纪行或者共同基金公司的账户，并且基本上平均分配你的基金。

延期纳税账户

如果你在一家机构有一个个人退休金账户（IRA）或者延期纳税账户，那么你可以在另一家公司开立一个账户。一旦你开立了新的账户，你就可以简单地把账户中的一部分资产转移到新的机构。请与你的经纪行协商执行这个转移的方式与过程。如果进行得当，这种转移将不会带来任何税务问题。

纳税账户

如果你有一个纳税账户，你可以把资产份额转移到另一个经纪行，而避免由于它们的购买导致的资本增益。关于怎样以这种方式转移资产份额，你的经纪行有详细信息。该资产份额会简单存入你的新经纪行的账户中，而且不用缴纳税费，因为并没有发生出售行为。联系你的经纪行，问问它们如何转移你的部分资产到另一家经纪行。该过程因公司而不同，但是并不难完成。

分散基金

除了分散在不同的机构，资产分配还可以通过基金提供商和第 10 章中谈到的实行永久投资组合来完成。这种分散投资是通过持有不同公司提供的

基金实现的。把你的钱分散在不同的基金公司是安全的。

举个例子，当你可以很容易地购买由先锋集团和另一家公司（比如安硕）提供的基金份额时，千万不要只持有先锋基金。但是当任何特殊基金提供商（先锋公司和安硕公司的声誉都很好）出现问题时，就不建议使用这种方法。金融历史显示，即使是表现最好的公司，也会发生一些不可预期的事情。

> 把你的钱分散在不同的基金公司是安全的。

概要综述

简单来说，机构多元化背后的思想，就是把你的钱分散在不止一家银行、经纪行或者基金提供商中。这可以抵抗一些威胁，包括欺诈、不称职、身份盗窃、自然灾害、网络攻击、恐怖主义或者其他未来无法预知的灾难。

虽然把你的钱分散在银行或者经纪行的不同账户对许多投资者来说是最简单的方法，但金融历史表明，把资产分散在不同的机构是一种好方法。在分散资金时，至少选择两家合适的经纪行，持有适合永久投资组合的不同公司的基金。使用不同公司的基金来构建你的投资组合，以抵御基金中的经理人风险，这也是一种好方法。

如果你有一个延期纳税账户，那么你可以转移一部分基金到第2个基金提供商那里，而不用缴纳税费。联系你的提供商以获取更多的信息。同样地，纳税基金也会转移到第2个经纪商那里而不用缴纳税费。联系你的经纪商以获取该过程的具体步骤。

第 15 章
Chapter 15

地域多元化

永久投资组合策略中的一个重要元素是把一部分资金存入国外。本章将讲述地域多元化是一种好方法的原因，并介绍了在如今的环境中安全方便地实施地域多元化的方法。

过去和现在

哈利·布朗在他那个时代对有关地域多元化的建议是把金币分离存储在瑞士银行。当时，这一方法相对来说比较容易实现，瑞士银行会提供较低的费用，而且只需要一封信、存款支票和基本信息就可以为你开立账户。

遗憾的是，以上所说的情况已经不存在了，我们需要考虑大量的方法和更加创新的策略，即使它们不符合布朗原来的建议。这些新方法都有利有弊。

地域多元化这一主题仅限于本书所写的内容，并不包括所有的可能性。然而，对于所有永久投资组合规模，我们都提供了一些非常可行的方法。对作者而言，展示大量简单而安全的实现地域多元化的方法很重要，即使它没有达到理想的效果（不容易实现）。读者需要决定何种方式的地域多元化可

以实现他们个人的需要。

什么是地域多元化

简单来说，地域多元化的意思就是把你的部分财产放在国外。这种类型的多元化可以保护投资者避开那些最极端的风险。这些风险会以任何形式出现——扰乱地区金融市场的主要自然灾害或者没收投资者在国内持有的财产的政府行为。

地域多元化的目的**不是**为了偷税，那是违法的。在国外持有部分财产的目的是为了让你有**选择**的余地，以应对可能会发生的极端事件。

哪些资产应该配置在国外账户中

为国外账户选择配置的资产时，实物黄金是最好的，原因如下：

- 它方便存储；
- 它不用支付利息或红利，所以很少有会计问题；
- 它几乎不需要调整；
- 在真正紧急的情况下，它是最具流动性的资产。

把其他资产放在国外账户中几乎不能带来任何利益。但通常，会伴随着更高的税费、更多的会计问题，而且在紧急状况下的流动性可能更弱。在永久投资组合这 4 种资产中，黄金在地域多元化方面的表现最好。

为什么要进行地域多元化

恐怖主义

正如第 14 章中所讲的，把你的部分资产放在另一个国家可以抵御本国的恐怖事件（尤其是当该事件冲击了本国的金融中心时）。在美国，许多大

型银行和经纪行以纽约地区为基础，该地区曾多次遭受恐怖袭击。其他的工业化国家也有类似的集中在少数大城市的金融服务区域。在紧急情况下，这些地区的任何重大灾害都会影响到存放于其中的资产。

自然灾害

那些影响美国金融中心的自然灾害可能会以很多方式破坏其正常运行。这些威胁在第 14 章中讨论过。把你的部分财产放在国外可以减少自然灾害即刻摧毁你全部财产的可能性。

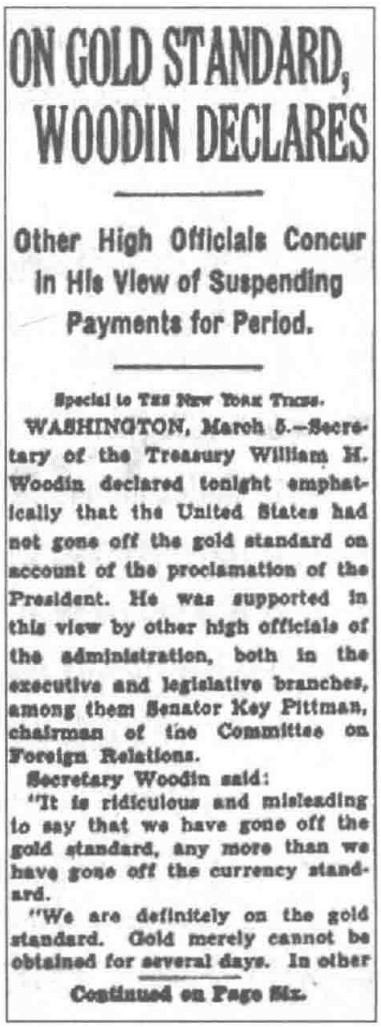
政府没收

众所周知，在应对紧急状况时，政府会通过没收资产和 / 或实施资本管制以防资产流出本国。这在美国曾经发生过，1933 年美国彻底没收黄金，之后黄金所有权归国家控制，这一状况持续到 1974 年。其他国家也曾实施资本管制、国有化资产和 / 或冻结所有市民的资产以防投资者将资产转移出国。

1. 1933 年美国没收黄金

图 15-1 中的剪报来自 1933 年的《纽约时报》，在当时，财政部长遵照时任美国总统富兰克林·罗斯福的命令下令非法没收黄金，市民们对此反应强烈。为了应对市民的抗议，他说出了这样一个理由（实际上，他是彻头彻尾的撒谎）。虽然财政部承诺过（后来美国政府违约了），但是罗斯福的没收命令却禁止把纸币变成黄金。该禁令还禁止美国人存储普通金块。

虽然美国财政部部长声称："黄金不能持



ON GOLD STANDARD, WOODIN DECLARES

Other High Officials Concur in His View of Suspending Payments for Period.

Special to THE NEW YORK TIMES.

WASHINGTON, March 5.—Secretary of the Treasury William H. Woodin declared tonight emphatically that the United States had not gone off the gold standard on account of the proclamation of the President. He was supported in this view by other high officials of the administration, both in the executive and legislative branches, among them Senator Key Pittman, chairman of the Committee on Foreign Relations.

Secretary Woodin said:

"It is ridiculous and misleading to say that we have gone off the gold standard, any more than we have gone off the currency standard.

"We are definitely on the gold standard. Gold merely cannot be obtained for several days. In other

Continued on Page Six.

图 15-1 来自 1933 年 3 月的《纽约时报》的剪报揭示出，财政部部长并没有解释清楚罗斯福的黄金没收政策

有多长时间。”但事实是后来40年内，美国市民都不能合法地持有黄金（直到1974年）。这一措施的作用是废除了美国的金本位制，即使当时它对减轻大萧条没有多少作用。

虽然美国财政部部长声称：“黄金不能持有多长时间。”但事实是后来40年内，美国市民都不能合法地持有黄金（直到1974年）。

以下是1933年3月的《纽约时报》的报道，从图15-1中引用的：

> 今晚财政部部长威廉·哈特曼·伍丁（William H. Woodin）着重声明，根据总统的宣告，美国没有废除金本位制。他的观点得到了其他政府高级官员的支持，包括行政和立法机构的相关人员。在这些人中还有参议员凯伊·皮特曼（Key Pittman），他是外交关系委员会主席。财政部部长伍丁说道：“我们废除金本位制听起来很荒谬并具有误导性，但并不是我们废除了货币标准。我们仍然在使用金本位制。**黄金不能持有多长时间。**”（黑体字表示强调）

2. 阿根廷的小畜栏

最近，其他国家在没收市民资产前都实施了资本管制。举个例子，2001年，阿根廷政府采取了一种名为corralito（即“小畜栏”）的经济措施。这项措施冻结了所有的银行账户，并使比索贬值了66%。当时市民几乎一夜之间损失了2/3的积蓄。[⊖]

一些阿根廷人认为，他们在国内拥有的账户可以受到保护，因为他们的资产是以美元和欧元计价，而不是比索。但他们奇怪地发现，政府法令要求将那些账户资产转换成比索，这样他们还是亏损了66%。只有那些把部分资产分散在国外账户的市民才能避开这些政策对资产价值的侵蚀。[⊜]

3. 这是为了你好

阿根廷在2008年恢复了这项措施，当时它宣布国内的私人退休金由政府管理（当然是为了保护市民），《华尔街日报》报道：

> 本周，阿根廷总统克里斯蒂娜·基什内尔（Cristina Kirchner）宣布，

⊖ Argentina's 2001 *Corralito*, http://en.wikipedia.org/wiki/Corralito.

⊜ 来自于与经历过2001年事件的阿根廷人的私人交谈。

阿根廷政府将国有化全国私人退休金系统。如果国会同意这项“掠夺”，那么300亿美元的（想想美国的401（k）养老金计划）私人养老金将变成政府的财产。

毫无疑问，政府掠夺退休金在美国人眼里是一件很离谱的事情，但是在阿根廷，这是司空见惯的，因为阿根廷政府对于金融系统的干预活动很频繁。现在华盛顿扩大了其在美国银行业中作为担保人的作用范围，我们不得不认真思考一下这件事。[⊖]

即使你相信当前掌权的领导者是世界上最好的，他绝对不会采取这种措施。那么5年之后呢？10年之后呢？事实是突发事件会毫无预兆地在任何时间发生在任何国家。等到它们逼近的时候再把财产转移到国外就晚了。资产需要在**问题出现前**被安置在一个安全的地方。

战争和内乱

我们都希望战争或者主要的内乱绝对不会发生在我们国内，但历史告诉我们，不管一个国家是多么和平或繁荣，这些事件都有可能出现。

奇怪的是，把你全部的钱存入自己国家的方法在美国比在其他国家更普遍，可能是因为美国从150多年前内战之后，再没有发生过大的战争或者革命。

奇怪的是，把你全部的钱存入自己国家的方法在美国比在其他国家更普遍，可能是因为美国从150多年前内战之后，再没有发生过大的战争或者革命。然而，如果你问一些欧洲或者拉丁美洲的人有关地域多元化和政治风险的问题，你就会听到入侵、革命和政府没收资产的故事。这些事件可能是他们亲身经历的，也可能是他们父母或者祖父母亲身经历的。实际上，这些人生经历告诉我们，地域多元化的方法似乎很明智。

亚马逊网站上有哈利·布朗的上一本关于投资的书——《万无一失的投资》，其中提到了史蒂夫的经历：

⊖ “Argentina's Property Grab,” *Wall Street Journal* Opinion Page, October 23, 2008, http://online.wsj.com/article/SB122471757680560465.html.

几十年前，当时我在国外，正好经历了一场反政府政变，政府军队和反叛者在银行历经 3 天的交战，而我全部的钱都存在那家银行里，那时我第一次明白了哈利·布朗的建议。

布朗先生是对的。没有人知道以后会发生什么，如果你有钱，那么你就输不起。你不得不做些准备，而哈利·布朗给你提供了工具。

分散这种风险的一种方法是在国外持有一部分资产。假若国内的政治局势变得很不稳定并且危险，这种方法就像一张最大限度的安全网一样发挥作用。

你可以睡得更安心

可能听起来会有些奇怪，但是如果你把一部分资产放在国外，你会睡得更安心，而且新闻事件对你的情绪的影响将会变小。你将会明白，即使你所在的国家发展得很糟糕，你在世界的另一边也会有一张安全网，它保护着你和你的家人。

地域多元化以及对美国市民的警告

要注意，地域多元化不是你在“007 系列”电影中看到的秘密的瑞士银行账号。事实上，国外账户只是满足投资者对某种类型分散投资需求的一种工具。

在国外开立账户是一种不爱国的表现！

安全、便宜和合法地进行地域多元化的方法有很多种。不幸的是，有一些实现这种多元化的更好的方法对普通的美国人来说，变得越发艰难和昂贵，尤其是那些正在考虑瑞士这类地区的美国人。这是因为美国政府使用许多法律和法规不断扩大对金融事务的干预，而这些法律法规会影响美国公民在国外账户中的资产。在过去的几年里，这种趋势不断上升。这些变化使得投资于外国银行对美国公民并无吸引力，而且前几年写的有关这一主题的许多信息已经过时了。

近几年，美国政府的这些措施不断改换形式。其中一种就是，更多地利用行政手段进行资本管制，而不是选择公开立法的形式。

近几年，美国政府的这些措施不断改换形式。其中一种就是，更多地利用行政手段进行资本管制，而不是选择公开立法的形式。也许有一天你会发现，再找不到一个愿意与美国公民做生意的外国金融机构，虽然在美国以外持有资产**看起来**仍旧合法。

考虑到美国公民可以选择的范围越来越小，现在国外开户的需要更紧迫了，是时候认真考虑一下这些变化，并在美国国外存储一些资产了，现在这样做仍然是有可能的。在许多情况下，维护现有账户比开立一个新的账户要好得多。但我并不是在危言耸听，近几年来，美国政府已采取措施来限制个体公民把财产转移到国外。就算没有这些限制，历史也提醒我们应该适当采取措施。

甚至于政客也会那样做

2012年共和党（Grand Old Party，简称GOP）总统候选人米特·罗姆尼（Mitt Romney）公开了一个完全合法的瑞士联合银行（United Bank of Switzerland，简称UBS）苏黎世账户，价值300万美元，它在2010年已经关闭了。你要确定，那里不是瑞士巧克力，也不太可能像《波士顿环球报》（*Boston Globe*）报道的那样，仅仅持有外国货币：

2010年年初，正如罗姆尼在第2次总统竞选中所提出的，（货币经理人）马特意识到那可能会变成政治问题，他决定关闭这个300万美元的瑞士联合银行账户，该账户是7年前于瑞士建立的。2009年，美国政府控告瑞士联合银行，由此获得那些在瑞士的账户中秘密存储数十亿美元的上千美国人的信息。

据说马特开立了瑞士账户，不是为了隐藏资产，而是为了把罗姆尼的投资分散成外国货币。举个例子，如果美元贬值，那么瑞士法郎就可以抵消其损失。马特强调，该账户被列入罗姆尼2010年的纳税单，罗姆尼也缴纳了利息部分的税款，就跟他为所有国外投资的收益所缴纳的税款一样。（黑体字以示强调）[⊖]

我们并**不是**批判罗姆尼先生持有国外账户的决定。实际上，作者祝贺罗姆尼先生和他的货币经理人如此有先见之明，在投资组合中使用地域多元化。然而，很不幸的是，近几年来的美国政策使普通美国人这样做的成本变得很高（而且通常是不可能的）。但另一方面，罗姆尼先生绝对不是在国外持有财产的唯一政治领袖。

我们并**不是**批判罗姆尼先生持有国外账户的决定。实际上，作者祝贺罗姆尼先生和他的货币经理人如此有先见之明，在投资组合中使用地域多元化。

实际风险范围

在进行更深一步的讨论之前，弄明白一个概念很重要，那就是“实际风险范围”。实际风险范围是指，试图采取措施来保护那些**风险**有所增加的资产并不是一种好方法。也就是说，如果你想让事情变得简单点，那就不要太过投入于保护那些出现了从未出现过的问题的资产。

⊖ Todd Wallack, “Boston Lawyer Keeps Steady Hand on Romney's Holdings,” *Boston Globe*, January 30, 2012, http://articles.boston.com/2012-01-30/business/30676371_1_malt-romney-offshore-accounts.

不要太极端地去抵御小概率事件，比如骗子们常用的政府没收财产事件。

不要太极端地去抵御小概率事件，比如骗子们常用的政府没收财产事件。图 15-2 列举了一些这样的事实。让事情简单化，不要自以为是地高估你自己。

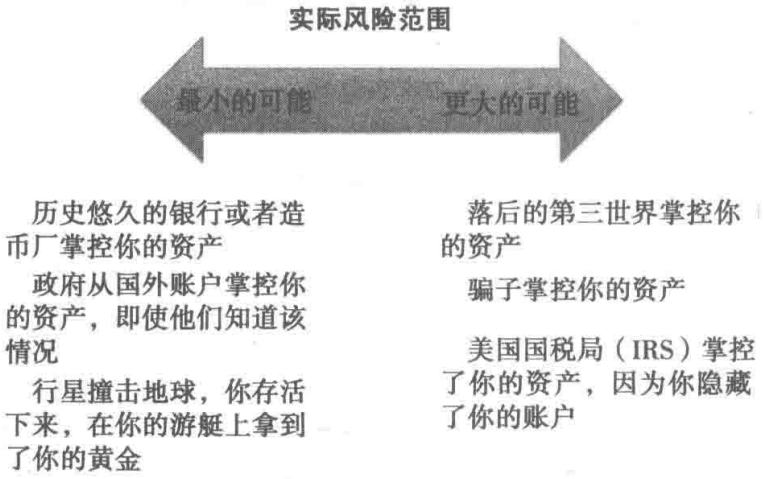


图 15-2 账户风险的实际风险范围

以上观察报告的重点是，要尽可能简单地持有国外账户，不要让对极端事件的恐惧把你拉进更为常见的风险里。

以下是在国外账户中存储资产的基本原则。

（1）在有比较稳定的政府和合法的系统的国家开户，因为它们能为私人财产提供强大的保护。

（2）避免在那些问责规则不透明或者不清楚的机构开立账户。

（3）试着在支持金融隐私的法定管辖区内开立账户。

（4）要始终遵循所有的法定公开资料中的内容。

规则 #1 是，你应该只在有比较稳定的政府和合法的系统的国家开户。把你的钱存放在那些不太稳定国家的金融机构不但没什么好处，而且你的资产会遭遇很多风险。你应该避免在任何不能保护私人财产权的经历多次腐败、当前政治形势不稳定的地区开户。

规则 #2 是，如果你并不能确定一个机构的管理、保险、审计的具体

运营标准以及如何对客户负责，那么你应该避开该机构。你正在考虑的任何国外的司法管辖区还应该有完备的法律，足以处理那些金融机构可能会遇到的问题，一旦出现问题，该法律还有办法追回资产。还有最后你要做的是，不要把资产放在一些小型离岸天堂，那样可能当该资产缺失时，你才发现自己没有追索权（而管理你案子的法官是拿走这项资产的人的叔叔）。

规则 #3 国外地区应该有银行隐私规则，以防该国家未得到法院签发的有效法令就公开账户的详细内容。这些法律将会防止那些不问青红皂白就进行非法调查的信息泄露。

规则 #4 要遵循所有公开的法律。隐藏资产会导致严厉的处罚，该处罚包括对隐藏资产的罚款甚至于限制你的自由，政府知道你有一个国外账户并不意味着它们会进入该账户并把钱拿走。关于这些情况，国外的司法管辖区有它们自己的法律，如果必要的话，你可以利用这些来保护自己。

总之，要坚持使用那些历史悠久的机构，在这些机构中存储资产，你才会觉得安全。而且你很少会遇到问题。不要自以为是地高估你自己。

总之，要坚持使用那些历史悠久的机构，在这些机构中存储资产，你才会觉得安全。而且你很少会遇到问题。不要自以为是地高估你自己。

地域多元化的类型

以下是你在持有黄金时进行地域多元化的方法。它们从最小保护到最大保护程度一一列出。

最小保护

- 在国外持有黄金的黄金 ETF。
- 在国外持有黄金的封闭式基金。
- 在线黄金存储服务。

中级保护

- 国外机构或者银行的黄金凭证。

- 在国外机构或者银行的非分配账户。

最大保护

- 在国外机构或者银行的分配黄金账户。
- 在国外机构或者银行的独立的黄金账户。
- 在国外地区的银行保险箱。

外国黄金 ETF 和封闭式基金

在某些情况下，这些是在国外存储黄金的金融产品。就像第 9 章中所讲的，这可以是封闭式基金中的实物黄金，就像在加拿大存储资产的中央黄金信托，或者也许像把黄金存储在瑞士的指数基金的 ETF。

持有这些基金的好处就是，你可以用它们分散美国的自然或人为灾害。而它们的弊端是，政府在紧急状况下仍能够强制收回这些基金（这违反你的意愿）。另一个弊端在第 9 章中已经讨论过，那就是 ETF 或者黄金基金有其固定的名字，并不单属于你一个人。即使该 ETF 或者黄金提供有实物黄金赎回的权利，但要证明对 ETF 或者基金的直接拥有权，也不是一件容易的事情（尤其在紧急状况下）。

虽然黄金基金提供了便利性，但它们只能提供最小的地域多元化，本章不再进一步讲述。出于地域多元化的目的，你只要记住，持有这些基金主要是为了便利，而不是安全。

一只黄金 ETF 或者封闭式基金对于调整你的投资组合非常有用，因为它交易起来比较容易。出于这种目的，在黄金基金中持有一小部分的黄金配置并且使用更安全的方法持有剩余资产也许是有意义的。这一方法的一个例子是，将 5% 的投资组合配置于黄金基金，将 20% 配置于海外账户。这一方法有助于阻止海外账户的频繁交易，降低交易成本，并减少记账麻烦。

虽然黄金基金提供了便利，但它们只能提供最小的地域多元化，本章不再进一步讲述。出于地域多元化的目的，你只要记住，持有这些基金主要是为了便利，而不是安全。

在线黄金存储服务

近几年来，一些公司开始提供国外黄金存储服务。这些服务允许投资者在线买卖黄金，并把它存储在世界的某些地区（纽约、伦敦、苏黎世等）。这些服务有各种各样的条款和条件，旨在确保金属交付的可用性，但是也许存在其他风险。

非分配账户

存储黄金的机构会提供不同类型的账户。其中一种方法就是非分配账户。“非分配账户”是指存储实物黄金有义务提供所需黄金，但也许并不是在任何时候都能真正预留给存款人，这种方法削弱了黄金所有权的整体安全性，因为投资者并非真正持有任何特定的黄金；相反，他持有的是可以索赔的黄金总库的一部分，黄金总库持有在存储提供者的保管库中。

分配账户

第二类黄金存储叫作“分配账户”。这类账户包括存储实物黄金，在一个单一的大型黄金总库中为每一位客户配置了黄金。所以如果你购买10盎司分配账户中的黄金，该机构将会在大型黄金总库中增加10盎司。当你想赎回你的黄金时，该机构就会简单地从该总库中去掉10盎司，让你获得基金。

分配账户是很吸引人的，因为它们提供了高水平的安全性，并为每一位已注册的持有者持有其资产提供了更高水平的保证。由于银行和其他存储提供商只是扮演托管人的角色（这些被叫作“委托保管账户”），对于持有这些资产的机构来说，这些资产是非法资产。因此，黄金分配账户的持有者通常会得到更多的保护来抵御保管者无力偿还的风险。

独立存储账户

独立存储账户的安全性更进一步。保管者不会存储你可以索赔一定数量黄金的大型黄金库，它会真正取出你购买的黄金，并专门为你预留。独立存

储账户是存储黄金账户中最安全的一类，是适合永久投资组合最好的选择。

然而，独立存储账户比其他某些形式的黄金拥有权更加昂贵，因为保险库专门为这些账户预留了资产，所以这需要更多的管理。而且，许多机构不再像它们过去那样提供独立的黄金存储，现在它们只提供分配账户。

外国安全保管箱

外国安全保管箱在专门提供这类服务的银行或者私人存储处。这种装置的益处是你可以用你的安全保管箱直接掌控你的资产，不过你必须去那里并亲自把它放入安全保管箱中。这种方法还提供了存储你的部分财产的私人方法，这种方法可以使你很长时间不用管它。

这种方法的缺点是，你需要亲自去国外进行交易，如果你需要调整你的投资组合，那交易中还包括买卖资产。跟美国的安全保管箱一样，如果没有合理的理由，国外银行将不会进入安全保管箱（虽然在英国有一种无限制的安全保管箱打开和没收资产的案例）[⊖]。这种方法的另一个弊端是你需要为资产购买保险，因为安全保管箱提供商一般不为保管箱中的东西投保。最后，你的亲戚和继承者也许不知道安全保管箱，当你丧失行动能力或者死亡时，他们也许找不到它（即使一些人会考虑到这一因素！）。

国外黄金存储方法

正如以上所讨论的，世界很多地区（伦敦、纽约、瑞士等）有专门为投资者存储黄金的服务。这些服务例子有：

- 黄金货币公司（Gold Money）——www.goldmoney.com
- Bullionvault——www.bullionvault.com

这些公司为黄金存储提供了另一种方法，但是它们提供存储黄金的方法是否比黄金 ETF 和封闭式基金更安全就不得而知了。

⊖ "What Do You Keep in a Safety Deposit Box?," *BBC*, March 7, 2011, www.bbc.co.uk/news/uk-12248666.

Bullionvault 没有为持有黄金提供实物交割的权利。你可以只出售黄金，收回存入的基金。结果，在类似瑞士这些地区拥有一只包括黄金的 ETF 似乎并没有带来太多好处。

黄金货币公司为持有的黄金提供了实物交割的权利。但是它们的公司地址位于英国泽西岛，所以从法律上讲，如果该公司出现问题，投资者拥有的追索权是不清楚的。举例来说，在法律纠纷中，你要雇用一位泽西岛律师在泽西岛法庭上控告黄金货币公司吗？从安全的角度来说，泽西岛并没有给外国投资者提供任何特别吸引人的措施。举个例子，2009 年之前，泽西岛甚至都没有给存放者提供任何保险，而且现在它的安全覆盖水平仍然很低。也许它作为一个托管账户并没有什么不妥，但那只是也许。

如果你要在国外存储，这些服务并不是首选，也不是更好的选择。

新西兰

新西兰是位于南太平洋地区的一个非常稳定的国家，人口在 400 万左右。新西兰是以英国的法律系统和强大的产权制度为基础。而且，新西兰拥有低犯罪率、非常低的腐败率，并以全世界生活水平最高的国家之一而自居。你在考虑存储黄金的地区时，这些全都是不得不考虑的优点。

新西兰铸币局

新西兰铸币局（New Zealand Mint）实际上是位于奥克兰的一个**私人**黄金存储设施。它与新西兰政府并没有什么联系。该铸币局为它的客户提供的服务包括分配存储账户或者提供私人安全保管箱，该保管箱对客户来说可能很重要。

网站：www.nzmint.com

账户类型：分配账户或者安全保管箱

账户最低限度：没有最低限度。只要你想购买，你甚至可以只购买一个金币，它们也会帮你存储。

账户成本：

- 黄金分配账户每年收取 1% 的费用。
- 每年最少收费 30 美元。
- 小型安全保管箱每年收费 200 美元，大型安全保管箱是 250 美元。
- 数量非常大的话（超过 500 000 美元），可以有折扣。
- 它们购买黄金的佣金比同行业的标准高。

接受美国客户吗？接受

接受非美国客户吗？接受

开立账户的要求：

- 两种形式的身份证明（护照等）。
- 地址确认书。
- 同意新西兰铸币局的相关条款和条件。

注意：

- 与铸币局做交易的客户有责任公开账户和任何税单。该铸币局只对新西兰政府合法的要求透漏客户信息做出回应。

新西兰铸币局是一家私人企业，并不是新西兰政府的附属机构。它从 1967 年开始营业，并为南太平洋的斐济岛、库克岛、纽埃岛和图瓦卢铸造金币和银币。它还会发行一系列的纪念币，比如金奇维（gold Kiwi）。而且它还发行了“星球大战”人物金币（不建议被放入永久投资组合中，部分是因为达斯·维德和卢克·天行者金币的市场较小）。它们发行了一些内部金币，还为一些诸如瑞士 PAMP 造币厂或者美国爱达荷州的 Sunshine Mint 公司铸造了一些其他的金币，所以质量非常高。新西兰铸币局还在奥克兰总部设立了私人保管箱。

铸币局提供了两种服务：黄金分配存储账户和安全保管箱。当你下单购买黄金时，你可以亲自或者通过电话获取黄金分配存储服务。一旦账户开立，你可以根据协议条款购买黄金，铸币局会在它们的保管箱中以你的名义存储起来，黄金有足够的保障。该协议仅仅描述了铸币局持有资产类别的条款。铸币局作为一个委托保管账户持有黄金，即使该铸币局有一些金融方面

的问题，该资产也不会赔给债权人。

如果你选择安全保管箱，那么该铸币局还可以帮助你提供这项服务。但是你需要亲自去奥克兰开立账户并存入黄金（你可以从贵金属市场购买）。而且，跟大多数银行一样，铸币局的安全保管账户并没有保险，因为铸币局不知道里面有什么东西。你需要自己购买保险。

伦敦劳埃德保险社（Lloyd's）为黄金分配账户提供全值保险。但是该保险范围不覆盖恐怖主义和战争行为（无论在哪里，很少有保险政策会包括这些）。为了以你的名义交易，你的分配账户中的黄金只能通过新西兰铸币局的员工来获得。该铸币局投保了欺诈险，接受普华永道会计师事务所审计，而且遵守了新西兰法律。

如果客户需要，可以随时到奥克兰赎回他们的黄金。更现实一些，如果客户愿意支付运费，铸币局可以把黄金运到该客户所在地区。

新西兰作为一个小而遥远的岛屿国家，它的位置有助于其远离全球性问题。从这一角度来看，新西兰也许是一个好的选择，此时要考虑以下由新西兰铸币局首席金银交易商迈克·奥凯恩（Mike O'Kane）提供的信息：

> 新西兰政府没有持有黄金储备，所以不会有没收黄金的威胁。我们国家比较遥远并被海水环绕。没有人会来到这里只是为了带走我们存储的黄金。在紧急情况下我们可以封锁边境。我国是农业出口国。因为人们总是需要粮食，所以我们能很好地抵御全球经济下滑的问题。

新西兰铸币局的一个缺点是，它收取的购买黄金的佣金非常高，在9%左右（这些佣金也可以根据你的购买规模来协商）。

这种方法的一个最大的优点是，铸币局可以处理规模非常小的真正的实物黄金分配账户。虽然我们并不建议使用这种小账户，但是如果投资者有需要的话，他甚至可以购买**一个金币**并利用铸币局存储起来。这个优点使得新西兰铸币局甚至对于那些在国外寻求最小规模黄金分配账户的投资者来说，也是一个不错的选择。

总之，新西兰铸币局对黄金分配存储的最低要求对小账户投资者或者试图从其他提供商处分散资产的投资者非常具有吸引力。

澳大利亚

跟新西兰一样，澳大利亚也是一个比较稳定的国家，并且以英国的法律系统和强大的产权制度为基础。澳大利亚在地理位置上也是孤立于世界其他地区的。这些对于潜在的黄金存储位置来说，全都是有利的属性。

珀斯铸币厂

珀斯铸币厂（Perth Mint）由西澳大利亚州政府管辖，它提供很多由政府担保的黄金购买项目。标准普尔公司对西澳大利亚州政府的评级是AAA，该铸币厂被保守管理，而且非常注重隐私和安全。珀斯铸币厂建立于1899年。

西澳大利亚州有非常大的采矿行业，而且是自然资源净出口地区，产品出口到澳大利亚和世界各地。铸币厂的作用是将来自采矿工业的金属制成在国际市场上可用的贵金属。

名字：珀斯铸币厂

网站：www.perthmint.com.au

账户类型：以证书或者直接账户形式持有的非分配账户、分配账户和独立账户。

账户最低限度：通过授权交易商得到的黄金券项目最低10 000美元（查看当时的网站）。买卖最低限度是5 000美元。如果你的资金超过50 000美元，你可以直接与铸币厂交易。澳大利亚和新西兰的居民可以直接与铸币厂联系，而不用通过交易商的较低限制额。

账户成本：有两种类型的成本，一种是黄金券项目的成本，另一种是直接与保管者交易的成本。

黄金券项目成本：不同的授权交易商，其成本也不同。大多数授权交易商的收费是：

- 买盘时抽取的佣金是2%；
- 卖盘时抽取的佣金是1%。

存托项目账户成本：对于账户余额低于50 000澳元的澳大利亚/新西兰客户，或者账户余额低于250 000美元的其他国家的客户，铸币厂的收费是：

- 买盘时抽取的佣金是2%；
- 卖盘时抽取的佣金是1%。

如果你的账户余额（包括贵金属和现金）高于以上提及的账户，那么你就不用支付佣金。

对于黄金券项目和存托项目而言，持有黄金分配账户的年度存储费是1%（其他类型的账户成本更低）。对于那些资产巨大的客户，费用是可以协商的。

接受美国客户吗？接受。

接收非美国客户吗？接受。

开立账户的要求：

- 经过公证的护照副本或者其他身份证明。
- 地址确认书。
- 同意珀斯铸币厂的条款和条件。

注意：

- 与铸币厂做交易的客户有责任公开账户信息，并遵守适用的法律（不同国籍和居住地的客户遵守的法律不同）。该铸币厂只对澳大利亚法庭合法地要求透漏客户信息做出回应。

珀斯铸币厂发行永久投资组合投资者感兴趣的4种主要产品：

- 黄金券；
- 非分配黄金账户；
- 分配（合并的）黄金账户（目前并不适用，但是将来也许会开放）；
- 独立黄金账户。

珀斯铸币厂黄金券项目（PMCP）账户值少于50 000美元。在铸币厂网站上，该证书是通过授权交易商出售的（有一些美国经纪商和世界其他经纪商）。交易商处理交易时，收取的买盘费用通常是2%，卖盘费用是1%（根

据交易规模的大小，可以协商降低费用，但是对于较小账户收取的费用也许更高）。

投资者的证券和法律义务不是通过交易商履行的，而是直接通过铸币厂，受制于澳大利亚法律。如果交易商破产，也不会影响证券的有效性。如果出现问题，作为证券持有者，投资者始终可以直接与铸币厂交易。

这些证券代表铸币厂指定数量的黄金，并由西澳大利亚州政府担保。投资者持有这些黄金券的类型包括非分配账户、分配账户或者独立账户。

该证券最大的缺点是基金的买卖是通过交易商进行的。这使交易变得更加复杂，并且由于交易商的分散基金，交易很可能会遇到很多问题。然而，如果交易商破产，那么投资者可以直接与铸币厂交易，铸币厂会把基金重新转移到投资者的账户中。

对于超过 50 000 美元的账户，建议投资者跳过交易商，直接与铸币厂交易。当使用这种方法时，投资者可以直接开立账户，把铸币厂当作经纪商。这种方法减少了交易的复杂性，而且为投资者提供了对非分配账户、分配账户或者独立账户的访问。

独立账户具有最高水平的安全性，建议投资者使用这类账户。珀斯铸币厂的分析和策略经理 Bron Suchecki 接受本书采访时，关于珀斯铸币厂的独立账户、分配账户和非分配账户，他这样说道：

> 如果你不相信交易方（珀斯铸币厂或者其他交易方），那么你就不要向它们提供任何信息，无论是分配账户还是非分配账户。

当你考虑到在一个地区违约的黄金存储服务也很可能在另一个地区违约时，你就发现 Suchecki 先生的观点是对的。毕竟，如果它们违背了它们其他的承诺，还有什么能阻止它们进入独立存储保管箱并拿走黄金呢？

然而当你明白，在法律关于委托保管账户的独立持有者的保护条款下，你的永久投资组合中的黄金已经预留了，这种方法仍然是令人欣慰的，值得推荐。

为什么是珀斯铸币厂？ Bron Suchecki 这样解释道：

> 澳大利亚使用的是英国法律系统。我们国家有非常稳定的政治和强

有力的法治。我国从未发生过内战，并且有高水平的社会凝聚力。我们的文化比较开放，我国最初是英国的罪犯流放地，这意味着我们对于政府并不是完全地信任。全部铸币厂的金属都有100%的保险，基于这一点，我们有来自标准普尔公司评级为AAA的政府的担保。

在没收风险方面，西澳大利亚州与澳大利亚联邦政府有一种非常类似得克萨斯州与美国政府的关系。西澳大利亚州人极有可能会把没收黄金看作没收“他们”的黄金，因为它会对我们的采矿工业产生大的影响。我们是净出口国，这样做会伤害我们的经济，而且还会引起巨大的反响。据报道称，当时在澳大利亚，就算采矿业集团斥资22 000 000美元进行宣传活动，政府还是废除了联邦自然资源收取的暴利税（Super Profit Tax），虽然听起来没那么直接，但这是政治上没收黄金的一个实例。

除了以上所论述的观点以外，法律还禁止珀斯铸币厂泄露客户账户的信息。只有澳大利亚法院发布的有效命令才能迫使铸币厂的员工提供或透漏有关客户账户的详细信息。

珀斯铸币厂所有的账户都由西澳大利亚州政府担保，并由伦敦劳埃德保险社为其整个库存黄金投保，这为存储在铸币厂的资产提供了最高级别的保护。

总而言之，要寻求安全而简单的存储黄金的地方，珀斯铸币厂是一个非常吸引人的选择。

美国

出于地域多元化的需要，美国以外的投资者可能会想要投资于美国的银行。另外，一些永久投资组合的投资者也许会觉得与国外存储黄金提供商交易可能不舒服，宁愿选择把黄金存储在美国银行。如果黄金再次被没收，那么美国的存储库将会是第一个被查封的，意识到这一点很重要。所以对于投资于美国银行的投资者来说，仍然建议你们使用能实现最大多元化的国外服务。

恒久银行

美国银行一般不提供黄金金属账户。但是恒久银行是一个例外，而且它在这一领域提供了一些选择。

网站：www.everbank.com

账户类型：非分配账户和分配账户。

账户最低限度：5 000～7 500 美元。

账户成本：

- 买卖黄金的佣金是 0.75%。
- 黄金分配存储账户的费用是每年 1.5%。
- 非分配账户是免费的。

接受美国客户吗？接受。

接收非美国客户吗？看情况，需要具体内容具体分析。

开立账户的要求：

- 美国居民需要驾照。
- 非美国客户需要护照。
- 完整的在线账户形式。

注意：

- 恒久银行以美国为基础，并容易受所有相关报告的影响，而且还要对美国要求透漏客户信息做出回应。

恒久银行位于美国佛罗里达州，在网络上很容易找到。该银行存储的黄金在国内和国外一共有 6 个托管金库。因为这些资产属于银行客户，银行只发挥保管者的作用，这些账户没有在美国联邦存款保险公司（FDIC）投保。这是因为 FDIC 只为银行**存款**投保，而黄金并不是银行存款。但是，即使是银行存储的客户资产，也要收取费用。黄金本身在每个保管位置里都有保险，而恒久银行还经营黄金保险业务。恒久银行有多种级别的监管和审计，就像美国其他的银行一样。所有的黄金都像委托保管账户一样被存储起来，这既不是银行资产负债表的一部分，也不会用于赔偿银行的债权人。

恒久银行提供了两个版本的黄金账户，第一类是免费的非分配黄金账

户，但是银行会存储所有客户购买的黄金，这个账户随时都可以转换成实物黄金分配账户。第二类是分配存储账户，客户可以购买实物金币或者金条存储在银行的托管账户中，银行会收取年费。预计在不久的将来，银行会提供独立存储黄金账户。对于永久投资组合而言，为了达到最高级别的安全，建议使用分配账户或者独立账户。

恒久银行为美国人提供黄金交割。然而，截止到目前，该银行还没有为国际客户提供黄金交割。但是在2012年，恒久银行计划试验性地实施一项新的服务，叫“指定存储”。它允许客户购买黄金并把它存储在全球的几个金库里。一旦账户设立，黄金会在银行的保管下，存在客户选定的位置。只要有合法有效的证件，客户可以在指定存储位置取出黄金。如果你需要与美国的银行做交易，那么这是一个比较创新的产品，可以考虑使用。

当被问到为什么一些人应该考虑使用恒久银行时，该银行首席执行官弗兰克·特罗特（Frank Trotter）说道：

> 我们有最好的保管库和最低的交易费用，而且是一家有信誉的机构。我们还会为你们进入多样化的全球货币市场提供许多产品，以及你在任何银行都能见到的国内银行工具。我们把这些产品看作“全球投资者的工具箱”。在许多方面，我们总是相信永久投资组合方法。我们提供价值、安全性和选择。我们银行的员工都很熟悉黄金和货币市场，他们在使用这些工具时都有专业的知识作为支撑。2012年我们将为投资者提供更多的工具和服务。我们极力倡导多元化。

总而言之，对于想在美国（但是美国人会选择国外地区）实施地域多元化的永久投资组合的投资者来说，这是一种选择。该过程中开立账户的限度很低，这是它的一个优势。而且，如果你需要的话，它们还会提供更加传统的银行服务。

瑞士

作为一个开立外国账户的地方，无论是虚构的好莱坞电影还是当前国内

存有30%海外资产的事实，在人们的心目中，瑞士确实有某种神秘性。瑞士银行的神秘性，一部分是因为1934年创建的瑞士银行隐私法。这些法律规定泄露账户信息会受到法律惩罚。在某种程度上，制定这些法律是为了保护犹太人和其他存款者的资产，以防其被纳粹强制收回。不幸的是，这些法律的作用也有利有弊。这些法律在保护资产不受残暴政府没收威胁的同时，也保护了那些试图隐藏不法资产的犯罪者。

除了好莱坞电影里那些陈词滥调，瑞士银行还有一些特殊的特点，其中一个特点就是瑞士账户把你的钱安置在法律管辖范围内，不管是谁出于何种目的要查询你的账户信息，瑞士银行都有特殊的限制条例。

> 瑞士绝对不会出现一个伯尼·麦道夫。
>
> ——Otto Hueppi，瑞士银行家

瑞士银行的第2个特点是它的监管非常健全，而且瑞士银行没有会影响其他国家（包括美国）银行系统的腐败、破产和欺诈的历史。瑞士银行家Otto Hueppi评论道："瑞士绝对不会出现一个伯纳德·麦道夫。"

在银行账户的安全性方面，如果你想要有一家能与你做交易的银行，那么瑞士银行就是一个比较好的选择。

美国人眼中的瑞士银行

不幸的是，由于近年来美国账户信息公开要求的变化，所以如今大多数美国人是不能在瑞士开立账户的。但是通过中介机构还是有很多可行的方法（后面会提到）。然而，如今瑞士银行一般不想与美国客户做生意，即使瑞士银行愿意，它的账户的最低限度也比前几年要高出很多，其中一个典型的例子就是当前账户的最低限度已经高于250 000美元。即使美国客户反复致电瑞士银行咨询相关问题，看上去瑞士银行也不太愿意回答。

最近几年，一件特殊的事件极大地改变了美国人希望开立或者维持瑞士银行账户的情况。2008年，瑞士联合银行（United Bank of Switzerland，简称UBS）的一些人蓄意帮助少数美国人策划非法逃税。当该逃税的阴谋曝光

后，UBS 被美国政府强制透漏所有美国客户的名字（不论他们是否与非法逃税事件有关）。如果 UBS 不合作，它将面临不能在美国做生意的惩罚，UBS 提交了持有瑞士银行账户的美国人名单，支付了一大笔罚款而且关闭了美国客户在瑞士开立的账户。明显地，这次事件使大多数人明白瑞士银行的隐私措施没以前那么强大。

UBS 事件之后，美国政府又要求瑞士其他银行透漏客户账户信息。如果这些信息被泄露，瑞士银行就违反了它们的隐私法。大多数瑞士银行现在觉得不值得为美国客户冒风险陷入这样的麻烦中。

瑞士把金融隐私权作为公民的一项基本权利，针对这个已经有一系列银行业实践行为，这其中包括保护客户账户隐私和维持账户安全。瑞士对待政府入侵市民的金融事务的态度就像美国人对待新闻检查的态度一样。要记住，瑞士的银行文化就是利用政治手段来保护其客户，在这一方面，瑞士政府把它看作与对付逃税者、毒贩和恐怖分子一样重要的事儿。瑞士法律的创建**不是**为了帮助逃税者、毒贩和恐怖分子，而是为了保护市民抵御政府的胡作非为和非法没收私人财产的行为。没有完全不受限的自由，只是受限的自由比别的选择更好。

非美国公民眼中的瑞士银行

如果你是非美国公民，也未居住在美国，那么瑞士银行会为你持有黄金提供几种安全的方式。只不过许多瑞士银行提高了非瑞士公民账户的最低限度。而且，在某些情况下，你也许还要亲自去瑞士开立账户。

比较讽刺的是，虽然欧洲人距离瑞士最近，最有能力开立瑞士账户，但如果你居住在欧洲，那么考虑把你的黄金存储在欧洲以外的地区也许会更好。这只是参考了欧洲的历史和多次爆发的冲突。

即使瑞士账户存在所有的限制，但如果你在这些限制内和较高的账户最低限度的条件下进行交易，瑞士银行也仍然有很多较好的作用。其中对于瑞士银行和美国公民的一个亮点就是，美国和瑞士政府正在讨论协商关于允许瑞士银行重新开始与美国人做交易的税收协定。虽然到目前为止这种境况充

满了不确定性。

瑞士银行的类型

以下是几种不同的瑞士银行。

（1）**跨国银行**——这些是一些大型银行，比如瑞士联合银行（UBS）和瑞士信贷（Credit Suisse）。这些银行在世界各地都有办公场所，在全球范围开展运营。

（2）**私人银行**——“私人银行”这个词在瑞士有特殊的含义。私人银行大多只为拥有大量资产的个人服务。它们主要提供精心的服务，并收取较高的费用。它们在世界范围内做生意，但是许多私人银行在瑞士国外并没有分支机构。

（3）**州立银行**——这些银行由瑞士各州所管辖（瑞士各州相当于美国各州）。这些银行在州内有很多分支机构，而且它们一般不在瑞士以外做生意。这些银行收取合理的费用，并提供良好的服务。然而，它们大多数（并非全部）只与州内的居民做生意。

1. 州立银行——非美国公民

在以上 3 种类型的瑞士银行中，对于永久投资组合的投资者来说，州立银行一般是最好的选择。原因主要有以下 3 点。

（1）它们由各州投保，可以抵御破产的风险。

（2）它们在各州以外被限制运营，所以外国政府很难给它们施压。

（3）它们很少会受到外部事件的影响，因为它们的生意主要集中在州内。

在州立银行，账户持有者的保险是由各州自己投保。瑞士的存款保险公司提供的存款保险限制比美国提供的存款保险限制要低得多，因此由各州提供的附加保险项目对州立银行的整体安全性很重要。

州立银行吸引人的第二个原因正是其他大型瑞士银行（如瑞士联合银行或者瑞士信贷）并不吸引人的原因，而且州立银行还包括非瑞士国际业务范围。在不久前美国国税局（IRS）丑闻中，瑞士联合银行唯一致命的弱点（除了自己员工愚蠢的表现）是它拥有美国经纪商普惠公司（Paine Webber），并

与美国人做了很多生意。这些安排造成的后果就是，如果它没有遵循美国税务机构的信息要求，那么美国政府就会威胁要关闭瑞士联合银行在美国的业务。

然而，州立银行并没有在本国以外做多少生意。这些银行主要为本州居民提供服务。不在瑞士国外存储资产，外国政府就很难去施加压力让银行透漏客户账户信息或者以其他方式干预它们的运营。它们还不易受到外国风险投资的影响，比如近年来困扰瑞士联合银行和瑞士信贷的美国和欧洲抵押贷款。

2. 推荐的州立银行

一些瑞士州立银行只对**未居住在美国的非美国公民**提供黄金账户。对于该类投资者，它通常是最合适的黄金存储选择方式。

虽然有很多州立银行，但它们中的大多数不接纳外国客户，它们只服务于本地账户持有者。作为一个外国人，给他们打电话询问开立账户的事情无异于一个很有礼貌的会面但只得到了简单的“不用了，谢谢”这一回答。

然而，以下列出的银行会接纳一些外国客户（虽然在2012年撰写本文时不包括美国人）。

（1）**苏黎世州立银行**。苏黎世州立银行（ZKB）是由瑞士苏黎世州所有的银行。苏黎世是瑞士最富有的州，而苏黎世银行已经有140多年的历史。这家银行提供了低成本的分配黄金存储账户。如果需要，它还提供了安全保管箱。

网站：www.zkb.ch

账户类型：分配账户和安全保管箱。

账户最低限度：250 000～500 000瑞士法郎。

账户成本：依据预存资金量，黄金委托保管账户每年的费用在0.5%～1%。在某些情况下，你可以协商获得更低的费用。

接受美国公民吗？不接受。

接受非美国公民吗？接受。

开立账户的要求：

- 护照。

- 资金来源证明。
- 银行账户协议。
- 必须亲自前往苏黎世银行。

注意：

- 瑞士银行隐私法禁止银行泄露账户详细信息。客户要对他们本国所有的报道和信息公开要求负责。

苏黎世州立银行是瑞士最强大的一家银行。它由苏黎世州经营并担保，是一家提供全面服务的银行，在整个地区都有分支机构。该银行在苏黎世用保管库为客户提供了黄金委托保管账户，并在满足最低限额的条件下收取合理的费用。

不幸的是，非瑞士账户持有者的账户最低限额已经变得非常高。另外，该银行目前并不与美国人做生意。然而，如果你能负担得起使用它们，并且符合它们的客户要求，那么它们就是分配黄金存储账户中一个最好的选择。

（2）**巴斯勒堪通银行**。巴勒斯堪通银行（Basler Kantonalbank）由巴塞尔州所有。这是另一个非常老的州立银行，但是，跟苏黎世银行一样，它们也不接纳美国人。

网站：www.bkb.ch

账户类型：分配账户和安全保管箱。

账户最低限度：各种各样。

账户成本：黄金委托保管账户每年的费用可以低至0.3%，但也有其他的费用标准。

接受美国公民吗？不接受。

接受非美国公民吗？接受。

开立账户的要求：

- 护照。
- 资金来源证明。
- 银行账户协议。

注意：

- 瑞士银行隐私法禁止银行泄露账户的详细信息。客户要对他们本国所有的报道和信息公开要求负责。

巴勒斯堪通银行并不像苏黎世银行那样受到重视，但是它的声誉很好（当然比任何美国大型银行要好得多）。然而，最近的瑞士联合银行丑闻使巴勒斯堪通银行受到了美国国税局的审查，现在它完全不与美国人做生意了。询问有关账户的非美国公民需要考虑一下账户的最低限度，来决定在这家银行开立账户是否是一个切实可行的方法。

美国公民的中介机构

有些瑞士公司会与当地的瑞士银行合作，为外国人（某些情况下也包括美国人）开立账户。这种服务的费用和账户最低额度的要求各有不同。

一些中介机构会简单地为你开立一个账户，这样你和银行就建立了联系。

然而，对于美国人来说，利用中介机构会稍微复杂点。对于美国账户持有者来说，中介机构的作用相当于瑞士的代理商，它们会以美国存款人的名义开立账户。银行账户名义上属于美国存款人，由存款人拥有。然而，报道和披露事项由中介机构决定，所以银行并没有违反瑞士法律。美国账户持有者必须签署一项协议，保证中介机构被授权向美国国税局报告交易行为和填写适当的国税局文书报告工作，并且符合美国证券交易委员会（SEC）的要求。通常中介机构针对这项业务会收取年费。

使用中介机构就会增加额外的费用和复杂性，即使这整个的费用对于分配黄金存储账户来说仍然是合理的。

瑞士美国咨询公司

瑞士美国咨询公司（Swiss American Advisors，AG，如以前的Sallfort Advisors（AG），在2012年改名）是在美国证券交易委员会注册的一家瑞士苏黎世的代理商，它在2008年开始营业。瑞士美国咨询公司是一家完全

在美国证券交易委员会注册并符合美国国税局规定的公司，专门允许美国客户持续享受瑞士银行的服务。它们是一家提供全方位服务的金融顾问和投资服务公司，可以购买任何在美国证交会注册的产品。它们只服务于美国客户。

网站：www.s-a-advisors.com。

账户类型：分配账户和额外的服务。

账户最低额度：如果该账户在一年内涨到了 500 000 瑞士法郎，那么最低额度可能是 250 000 瑞士法郎。

账户成本：黄金账户的年费是 0.73%。

接受美国公民吗？接受。只服务于美国客户。是在美国证券交易委员会注册的咨询公司。

接受非美国公民吗？不接受。

开立账户的要求：

- 经过公证的护照副本或者其他身份证明。
- 地址确认书。
- 资金来源证明。
- 银行账户协议。
- 相关的国税局税务表格，包括 W-9 表格。
- 与公司签订的协议。

注意：

- 瑞士美国咨询公司要求填写所有美国国税局要求的表格，它们可以帮着财政部填写年度外国账户披露表格（FBAR）。交易上报给美国国税局是为了纳税申报。

瑞士美国咨询公司使用不同的银行来存储客户的黄金。这些账户是以客户的名义开立并由客户掌控。瑞士美国咨询公司代替银行处理有关美国证券交易委员会和美国国税局规定条款的文书工作。瑞士美国咨询公司的权利只是在客户指挥下，在账户中交易，它们无法接触真正的基金。它们是注册过的瑞士金融管理公司，完全遵循瑞士资产管理协会（SAAM）的规定，该规

定比美国证券交易委员会更严格。它们每年由瑞士公司审计。托管所有客户资产的瑞士银行依照瑞士法律持有它们，而账户报表由银行提供。

持有黄金账户的客户每年支付0.73%的合理费用。这项费用包括银行存储成本和日常管理费。与此相比，黄金ETF或者封闭式基金收取的费用范围是0.40%。所以只需要0.33%的费用，你就可以在一个强大的银行获得真正的瑞士银行的黄金储备分配账户。

为什么使用瑞士美国咨询公司并在瑞士持有黄金？总经理人Otto Hueppi这样解释道：

> 如果你在瑞士持有资产，那么你会得到更大的安全性。举个例子，美国经纪商用名义登记的方式登记资产。在瑞士，他们名义上代表你持有该资产，但是资产实际上并不属于银行/经纪商。资产由你保管，它们不能因其他目的而被借出去。它们名义上由你持有，而这消除了对手风险，也不允许证券借贷。这就是瑞士银行要收取佣金而美国银行没有收取的原因。在美国，黄金和其他资产的价格比较便宜，因为经纪商可以利用这些资产以达到它们自己赚钱的目的。而在瑞士，黄金被保管起来，一旦被客户购买，就不能被银行或者经纪商使用了。
>
> 在瑞士美国咨询公司我们不能直接持有资产，我们只能遵循客户的指令买卖资产。只有客户才能取出资产。我们每年进行一次审计，而且必须遵循瑞士资产管理协会（Swiss Association of Asset Managers，SAAM）的规定要求，这比美国证券交易委员会（SEC）要严格得多。我们会由瑞士审计公司每年进行一次审计。瑞士银行申诉专员作为一位独立的检查员，可以回答任何问题。总之，银行把所有的资产保管起来，并遵循瑞士法律。我们无法拥有客户的账户，在银行的资产都是以客户的名义持有的。

虽然Otto Hueppi现在的生活和工作都在瑞士，但是他出生在美国，并在美国居住了几十年。他为瑞士银行工作超过28年，其中有22年是在私人银行工作，比如苏黎世州立银行。Otto熟悉永久投资组合策略以及所要求的黄金存储账户类型。

为美国和非美国公民提供的瑞士黄金存储服务

最近几年出现了新的服务机构，这些服务机构与大型瑞士保管公司合作，代表客户买卖黄金并保管黄金。它们不是银行，但是它们操作真正的黄金并且遵循瑞士法律的要求，为它们负责的所有客户账户资产提供100%的安全保护。这些公司一般会与美国和非美国市民做交易。

全球黄金

全球黄金（Global Gold）是BFI资本集团的一个分支机构，它成立于1992年，总部建在瑞士。2009年，全球黄金作为一个独立的黄金存储服务机构开始经营。全球黄金可以允许投资者以简单和安全的方式在瑞士存储黄金而不用与银行交易。

名字：全球黄金。

网站：www.globalgold.ch。

账户类型：分配账户。

账户最低额度：首次购买的最低额度是50 000瑞士法郎，额外购买的最低额度是20 000瑞士法郎。

账户成本：出售时收取的佣金是1.5%，买入时收取的佣金是3%；根据购买的数量，费用比率可以降低。

年度存储费用如下分层布置：

- 超过50 000瑞士法郎：0.7%。
- 超过100 000瑞士法郎：0.6%。
- 超过250 000瑞士法郎：0.5%。
- 超过500 000瑞士法郎：0.45%。
- 超过1000 000瑞士法郎：0.4%。

接受美国公民吗？接受。

接受非美国公民吗？接受。

开立账户的要求：

- 经过公证的护照副本或者其他身份证明。
- 地址确认书。
- 资金来源证明。
- 全球黄金条款和条件协议。

注意：

- 全球黄金不是一个金融机构，客户要对他们本国所有的报道和信息公开要求负责。

全球黄金与瑞士安保公司（VIA MAT）合作提供服务。瑞士安保公司是一家提供大型安全仓储和库存服务的公司。瑞士安保公司的黄金保管库建在苏黎世机场的免税区，黄金交易不用在瑞士缴纳税费。许多其他的大型黄金ETF和黄金存储服务都使用苏黎世瑞士安保公司的保管库。

全球黄金在黄金购买中发挥经纪商的作用，这意味着，当你把钱汇给全球黄金时，全球黄金就会执行购买订单，为你购买实物黄金。然后黄金被存储在瑞士安保公司，作为全球黄金资产的一部分。交易剩下的资产会重新汇到原始账户中。**全球黄金不是一家金融机构，**不会为你持有资金。

全球黄金持有的资产由安永会计师事务所（Ernst and Young）审计，并由伦敦劳埃德保险社全额投保，以抵御常规亏损的风险。全球黄金由瑞士联邦金融局（VQF）监督，瑞士联邦金融局是瑞士的标准金融服务集团，遵循所有合适的瑞士法律。全球黄金总部在瑞士，有可能会提供一些额外的保护，以防止来自国外的压力或者影响它们的业务。

全球黄金没有提供独立账户，除非你的账户达到5 000 000瑞士法郎。资产放置在全球黄金的分配账户中，由客户拥有，全球黄金负责管理记账。这样做是因为瑞士安保公司为客户服务的独立存储账户在费用和记账方面是很昂贵的。然而，全球黄金确实可以为每一个客户提供100%的分配账户。

如果你愿意，你可以亲自去全球黄金处提取黄金。要是你愿意支付运费，你还可以让它们把黄金运送给你。

有关全球黄金的服务，全球黄金的总经理Claudio Grass是这样说的：

我们是哈利·布朗的粉丝，我们为那些担心把他们所有的资产放入

银行系统的机构和私人投资者创建了这项服务。我们提供的是100%的非银行解决方案，为每位客户以1:1的比例购买黄金，并进行实物分配。

为什么是瑞士？因为瑞士是实行直接民主制的国家。在这里，人们拥有一段关于黄金的历史，我们也是政府可以施压拿走黄金的最后一个地区。在1998年以前，瑞士政府不会移交我们的黄金，因为它受宪法保护。父母和祖父母仍然可以把黄金留给后代。作为直接民主制的国家，我们始终有权利向联邦政府说“不”。我们都知道创建瑞士银行安全系统是为了保护人们不受政府压迫，我们尊重这一传统。

全球黄金的员工都熟悉永久投资组合策略和安全的国外黄金存储方法。许多瑞士银行拒绝了美国客户，全球黄金为在瑞士进行黄金存储而不与瑞士银行打交道提供了一种方法。

安全保管箱

要想拥有比黄金分配账户更高级别的保护，外国安全保管箱是一种选择。这种方法最大的问题就是要求你亲自处理所有的交易。然而，如果你经常去世界各地旅行，或者根据需要，你有办法到达你的安全保管箱所在的位置，那么这种方法也值得考虑。

奥地利

如果你需要匿名的安全保管箱，那么你可以重点关注Das Safe提供的服务。使用该保管箱的费用价格以330欧元起价，并依据你要求的规模而有所调整。你可以在奥地利银行柜台购买黄金，然后存储在你的安全保管箱里。它的网站是www.dassafe.com。

瑞士

如果你非美国公民，那么瑞士银行是使用安全保管箱的一个选择。相对于跨国银行（虽然它们也有安全保管箱），本章所列的州立银行是更好的选

择。瑞士银行可以供应黄金并将其存入你的安全保管箱里。

如今大多数瑞士银行在安全保管箱方面不接纳美国客户。

新西兰

新西兰铸币局在奥克兰的保管库会提供安全保管箱服务。在前面介绍新西兰铸币局那部分，我们已经讲过一些细节。新西兰铸币局在柜台出售黄金，这些黄金可以直接存入你的安全保管箱。

澳大利亚

澳大利亚墨尔本的守护者金库（Guardian Vaults）不仅提供了安全保管箱服务，还提供黄金交易。黄金可以存储在分配账户中，直到你有能力把它转移到你的私人保管箱中。你还可以使用守护者金库为安全保管箱投保。它的网址是 www.guardianvaults.com.au。

边境国家

如果你的居住地靠近一个政治经济形势都比较稳定的国家，而且过去一趟也并不麻烦，那么也许你可以考虑为存储黄金开立一个安全保管箱。这种方法可以防止你受到本国发生的事件的影响，而且可能更有利于你的处境。

地域多元化模型

表 15-1 代表了如今适用于简单地域多元化的选择范围。以这个概述为基础，在选择黄金存储方法时，考虑一下下面这些指导。

黄金 ETF 和封闭式基金——对地域多元化来说并不好。然而，你可以用它们作为调整投资组合的**一部分**，这样你就不用经常调整你的外国分配账户。

黄金存储服务——它在安全性方面与 ETF 或者封闭式基金差不多，除了有 ETF 或者封闭式基金会遇到的风险，它还有额外的风险，但可能提供不了更好的保护。

表 15-1 地域多元化模型

存储方法	分配存储	便利性	接受美国市民	成本	账户最低额度
黄金 ETF 或者封闭式基金	不是	高	是	低	低
黄金存储服务	看情况	高	是	低	低
新西兰铸币局	是	中等	是	高①	低
珀斯铸币厂	是	中等	是	中等	低—中
全球黄金	是	中等	是	中等	中—高
瑞士中介机构	是	中等	是	中—高	高
瑞士银行	是	低	不是	中—高	高
安全保管箱	是	低	看情况	低	低

① 新西兰铸币厂的佣金比其他地区高。而另一方面，它们的年度存储成本比较合理。

新西兰铸币局——对于持有简单直接的黄金分配账户的小规模账户持有者来说，它是一个比较好的选择。虽然购买时支付的佣金有点高，但是相较于它提供的便利性和地域多元化，它是一个良好的选择。对于试图分散所持黄金的大规模账户持有者来说，这也是一种可靠的方法。

珀斯铸币厂——从整体的安全性、成本和地域多元化这些方面来说，它是一个很好的选择。然而，即使你满足了最低额度要求，交易员认证程序也不如直接与铸币厂交易。政府的担保和铸币厂的长期经营也是它吸引人的地方。

全球黄金——如果你满足账户的最低额度要求，并且不想与银行交易而把黄金存在瑞士，那么这就是一个好的选择。

瑞士中介机构——如果你是一位美国人，想把你的黄金存储在真正的瑞士银行中，那么这是一个好的选择。如果你满足账户的最低额度要求，那么它的费用比较合理，服务也比较专业。

瑞士银行——如果你是一位非美国人士，那么直接与瑞士的州立银行交易比较好。然而，从逻辑上讲，与它们合作会很难，而且大多数投资者很难达到该账户的最低额度要求。

安全保管箱——安全保管箱提供了高水平的安全和隐私服务。然而，对于许多投资者来说，让他们亲自去该国管理资产从逻辑上讲是不切实际的。如果根据需要，你能够亲自前往安全保管箱所在的位置，那么这种方法也许值得考虑。

公开账户——美国公民

作为美国公民，隐藏外国账户是违法的。如果你在国外有个超过一定数量（在写作这本书的时候是10 000美元）的金融账户，你**必须**每年在1040表格和新的8938表格上向美国国税局公开一次信息，而且你还要向财政部申报国外银行账户（Foreign Banks and Foreign Accounts，简称FBAR）表。其他国家可能也有类似的报告要求，而且你应该检查你所居住的地区适用的法律，以确定你遵循了该地区的法律。

千万不要利用外国账户来避税。这样做的话，即使你最后不被抓住，至少你要一直担心会收到来自美国国税局的审计通知（或者更糟糕），这是不值得的。记住黄金法则的规则#14：要小心避税方案。只有遵循所有的法律，你才能无后顾之忧地享受外国账户所带来的收益。

作为美国公民，隐藏外国账户是违法的。如果你在国外有个超过一定数量（在写作这本书的时候是10 000美元）的金融账户，你**必须**每年在1040表格和新的8938表格上向美国国税局公开一次信息，而且你还要向财政部申报国外银行账户表。

怎样公开

美国市民必须在1040表格、8938表格和单独提交给财政部的国外银行账户表（FBAR—财政部的表格TD F 90-22.1）[⊖]上公开其外国账户的金融利息状况。作为纳税人，1040表格每年要提交给美国国税局，该表格要求公开相应的信息，并检查相应的保管箱。2012年又新添了一个新的表格，即表格8938。这种表格要求公开的详细内容比表格1040更多。在撰写本文时，该表格的要求还未最终完成，但是如果你的永久投资组合中使用了外国账户，那么你应该了解这些文件的最新要求。

国外银行账户表每年要单独提交给财政部，并**不**与你的1040表格一起提交给美国国税局。它在6月30日到期（1040表格是4月15日到期）。表

⊖ www.irs.gov/pub/irs-pdf/f90221.pdf.

格 1040、8938 和国外银行账户表每年都是单独归档，国外银行账户表的文件地址与税务申报地址不同。你可以下载国外银行账户表，填写要求的信息，然后用挂号信把它寄到所列的地址。图 15-3 显示了该表格的部分内容。

你还可以进入财政部的金融犯罪执法网（Financial Crimes Enforcement Network）进行电子申报，在下面这个网站你可以注册一个用户名：http://bsaefiling.fincen.treas.gov/Enroll_Individual.html.

如果你在犹豫是否真正根据自己的处境填写这些表格，那么就尽量按照要求填写就好了（当然还是建议你最好与律师或者会计师商讨一下）。

披露信息会危及我的资产吗

美国政府获取你的相关信息的能力是毋庸置疑的，因为隐藏这些是违法的，而且比起来遵循相应的信息公开要求更可能给你带来麻烦。但是即使政府完全知道你国外的账户，也没多大关系，原因如下。

（1）你在黄金分配账户中的交易很少，所以税费也没有那么多。还有，黄金不会有产生任何利息或者红利来支付税费。

（2）只是因为政府知道这个账户并不意味着它可以随意进入该账户。适用美国当局有时也必须考虑一下外国法律的相关要求。

除非你牵涉进毒品交易、恐怖行动、逃税或者其他严重的犯罪活动，否则美国政府将不会关注你和你的账户。不要高估你自己。

除非你牵涉进毒品交易、恐怖行动、逃税或者其他严重的犯罪活动，否则美国政府将不会关注你和你的账户。不要高估你自己。

紧急状况发生时的选择

为防止公民把钱转移到国外（或者要求全部被收回），任何政府都会警告谨慎的投资者不要掉以轻心。对这些要求不要太过天真而陷入爱国主义的情节，履行你的职责，不要因为某些不应负责的事件而亏损。历史告诉我们，

管制资产的决定常常是为了保护特殊利益团体和政治领袖，而不是普通公民。

在国外存有资产意味着可以利用国外的司法权来拒绝遣返资产。这对公民有好处，而且不利于那些试图抢夺他人财产的人。

在政治或者经济紧急时期，任何使你的资金延迟、被抽调回国内的方式都对你有利。这是因为这些危机有可能会突然发生。能够延迟遣返资产通常能够让你抵御最糟糕的国内政治或者经济紧急状况。

如果你的资产牵涉进一种紧急状况，那么你可以在你的居住地或者资产所在国雇用一位律师。让他们帮助你，以防资产被遣返，或者至少能尽可能延长资产被遣返的时间。你延迟遣返资产的时间越长，你失去一切的可能性就越小。把一部分资产存入国外可以让你有机会处理那些紧急状况，而这是那些把全部资产存储在国内的人们做不到的。如果有必要，你可以利用这些机会。始终要记住，一定要在紧急状况发生之前制订应急计划。

其他选择

还有一些适用于外国黄金存储的其他选择。如果以上并没有列出，原因可能如下。

（1）作者并没有经历过。

（2）作者研究过，但可能觉得它太过复杂或者太过冒险，所以不建议读者使用。

你一定要有自己的想法，记住之前在实际风险范围中提到的建议，而且你还可以关注一下金融安全的黄金法则。比较典型的方法是，与那些经济发展较为成熟的国家中比较著名、资金雄厚且信誉卓越的提供商合作是最安全和最好的选择。

概要综述

把一部分黄金存储在你的居住国进行地域多元化，可以抵抗自然或者人

为灾害，以及应对其他类似政府没收私人财产这样的紧急状况。通过只考虑把黄金存储在国外有着稳定的政府和法律体系的地区，以给财产权提供强大的保护，这样地域多元化就很容易实现，资产也会很安全。

对于非美国公民，虽然近年来瑞士州立银行把账户的最低额度提高了很多，但它们也提供了很好的黄金存储选择方式和合理的费用。对于在美国银行分配存储黄金，美国国内也有很多方式。

美国公民如果可以承担得起较高的账户最低额度要求，他们可以使用瑞士中介机构服务。另外还有瑞士黄金存储服务，它们提供了较低的账户最低额度要求，而且不用直接与瑞士银行打交道。美国和欧洲的投资者还应强烈考虑一下在国外存储黄金的其他地方，比如澳大利亚或者新西兰。

此外还有一些在线黄金存储服务，但是它们是否比黄金 ETF 或者封闭式基金更有优势不得而知，而且在线服务可能还会有些目前并不了解的额外风险。

不管有些人会怎么想，世界大多数政府可能并不关注你的国外账户，除非你有任何违法犯罪活动。把你的外国黄金分配账户安置在安全的地方，这样在紧急状况下，你才不至于手足无措。另外要遵循本国的公开和申报账户信息的法律要求。在国外存储黄金的目的是让你的投资更加安全，并减少政府当局因为财富而追捕你的风险。

最后，千万不要高估你自己！

第 16 章
Chapter 16
可变投资组合

最后一个永久投资组合投资策略是一个被称为“可变投资组合”的策略。正如我们讨论过的，永久投资组合策略现在已经提供了 40 年的稳定收益，而且波动率也较低。有点无聊，但却是有益的。除了这个稳定的部分，哈利·布朗也意识到当你想要参与到这个市场的时候，拥有一个出路比较好。假使你想感受股票交易的兴奋将会怎么样？可能你对金价会有好的预感？假设你有一些钱而且想要做一些投资？你该做什么？简单：你需要可变投资组合。

可变投资组合是用于投机的。只有那些你不害怕损失的钱才应该用于这个投资组合。

可变投资组合的钱应该是这样一类钱，那就是如果你明天起床的时候发现这些钱没有了也不会影响到你的退休金、给孩子上大学存的钱、房子的首付等。它应该是这样一类钱，你可能要以损失全部金钱的代价来满足你对于投机的渴望。

在可变投资组合中可以持有任何你认为有贡献的投资。投机性股票、热门行业投注和你堂兄新成立的公司都是候选项。如果你想要的话，使用任何你认为将起作用的对市场时机的判断方案，或者可能只是跟随你在电

视上看到的或者在杂志上读到的建议。如果你不是市场时机选择者，但你真的认为股票是一种好的交易，那么就购买一些额外的总体股票市场指数基金。或者如果你什么都不想做，那么就全部持有现金，直到一些投资项目吸引了你。

但是，提醒一句：所有的投资者都有不同的风险承受能力，而且不幸的是，很多投资者在意外发生之前，并不知道自己的风险承受能力是多少。可变投资组合应该被慎重对待，并且要确信如果投资没有达到预期，这其中的损失是自己能够承担的。

为什么要使用可变投资组合

可变投资组合有时候可以补充永久投资组合策略的不足之处。很多投资者都有个用自己的运气对抗市场的想法，而且一些还成功了（尽管大多数是不成功的）。可变投资组合让你用一种方式来赌你的钱，如果证实错误的话不会对你的核心储蓄有影响，但是如果你的投资结果证实是好的，将会使你获得一些收益。

是否使用可变投资组合，决定权在你。永久投资组合在它自己的领域表现良好，但是一些投资者偏好更多的风险，对这类投资者来说，可变投资组合可以补充永久投资组合的不足之处。只要确信在可变投资组合中出现的损失永远不会发生在你的永久投资组合中。

可变投资组合的 3 条规则

可变投资组合有 3 条基本的规则。

（1）损失必须是你输得起的。

（2）不能把永久投资组合中的钱转到可变投资组合中。

（3）你不能投资那些输不起的项目。

可变投资组合可以占整个投资组合的任何比例，只要是你可承受**损失**的

范围。

举例来说，你可以把你的投资分开，用你可以承受全部损失的钱投到10%的可变投资组合中，用你完全不能损失的钱投到90%的永久投资组合中。另外，其他人可能会决定，对于他来说正确的比例是40%的可变投资组合和60%的永久投资组合。

但是，很多永久投资组合的投资者可能分配给可变投资组合的比例是0，因为他们不愿意产生任何损失。可变投资组合是**可选择的**，不是强制的。只要不违反以上规则，你可以完全按照自己的想法做。

规则 #1——你可以输得起

如果你不能容忍你的投资出现损失，那么你就不应该往可变投资组合中投钱。在这种状况下，任何人都应该只是简单地把自己的钱存在永久投资组合中。

但是，如果你碰巧对某个专业领域很了解或者拥有你认为可以带来巨大投资收益的知识，那么把你的钱按照你认为可以带来巨大收益的想法或理论去投资就没错了。关键是要确信如果事情没有达到原计划的预期，你的损失不会超出你可承担的范围。

当哈利·布朗讨论到可变投资组合策略的时候，他经常建议如果投资者认为自己有非常好的投资想法，应该尽可能多地承担风险。这个想法就是如果你碰巧达到胜利了，你要确信能收到钱。当你拥有可以损失的钱，而它们又表现良好的话，不妨用它们在你认为有潜在的巨大收益的市场中试水，它们也足以应对风险。

规则 #2——不要把永久投资组合的钱转到可变投资组合

从永久投资组合中拿出来一些来填补可变投资组合可能是非常有诱惑的，但紧接着会带来很多坏运气，**你绝不能这样做**。如果你在可变投资组合中发生损失，你不能拿你的

> 不要动你的工资储蓄，这样你就会跳出可变投资组合产生的坑。

永久投资组合中的核心资产来重建你的赌池。

任何投入可变投资组合的钱不是可变投资组合原来就有的钱，就是从你的收入中拿出来投入到投资账户的新的资金。不管是哪种情况，它都必须始终是那笔你可以承受全部损失的钱。不要动你的工资储蓄，这样你就可以跳出可变投资组合产生的坑。

永久投资组合中的存款与可变投资组合之间应该是单向阀。可以把可变投资组合中的资金转入永久投资组合，但是绝对不可以把永久投资组合中的资金转入可变投资组合。当思考可变投资组合的时候，这可能是要记住的最重要的规则。

规则 #3——不能比最初的投资损失更多

投机性的投资有很多种不同类型，而且它们之中的一些是非常危险的，因为它们会使你损失的钱比原来投入的钱更多。

有一种投机性投资的类型是做空股票，在可变投资组合中应该禁止。做空股票涉及一个投机赌注，也就是特定股票的价值会下跌。做空一只股票包含从经纪商借股票，以当前的价格卖掉，然后答应在未来价格更低的时候买入。如果价格下跌，你把它买回来还给你的经纪商，这样两者之间的价格差产生的利润就会进入你的腰包。

问题是，如果股票价格**上升**而不是下降，你仍然有责任把它买回来。举个例子，如果你预期一只股票会下降 50%，但是它反而上升了 200%，那么你的损失会非常大（比你最初的投资还要大得多）。你必须以一个非常高的价格把它买回来，因为尽管价格可能跌到 0（如果你做空的话就会赚钱），但价格也能无限制地继续上升（对于做空的交易来说就会发生亏损），因此做空发生的损失的金额是无限大的（在现实中，经纪商将会通知你追加保证金，在超出保证金的损失发生之前会清空你的账户余额以弥补损失）。因此，做空股票可以导致比最初的投资更大的损失，而这种行为应该在可变投资组合中禁止。

同样地，有一些私人商业投资也可能使你陷入圈套，损失比投资更多的

钱。事实上，要禁止任何使你产生比投入的资金更大损失的投资。也要小心那些合作关系，就是如果生意失败，可以允许债权人直接来向你索赔的。如果事情没有按照预期发展，这种类型的风险会导致你损失比已投入的资金更多的钱。这些投资都不适合可变投资组合。要确定你的责任只限制在你投资的资金内，没有超出。

最后，永远不要在任何情况借钱投资。即使对于可变投资组合的投资来说，这也是不允许的。

最后，永远不要在任何情况借钱投资。即使对于可变投资组合的投资来说，这也是不允许的。

上述的例子仅仅是阐述了会引起比最初的投资更大的损失的几种投资。不幸的是，这样的例子还有很多。

永久投资组合的构思是让你知道你的钱没有处于非常大的风险中，晚上可以放心地睡觉。但可变投资组合的构思是，你知道自己的钱处于非常大的风险中，但是损失不会超过你投入可变投资组合中的资金。要确信不要涉及可能会导致损失比投入大的任何类型的投资。

当你疑惑的时候，回过头来再读一遍这本书开头的16个黄金法则。而且要清楚地记住其中一条最重要的规则：如果你不了解一项投资的话，就不要购买它。

如果你不了解一项投资的话，就不要购买它。

调整永久投资组合

关于永久投资组合的讨论的主题涉及了调整资产分配的不同方式，从4×25%分割改为其他方式。尽管提高永久投资组合表现的成果吸引了最多的注意力，永久投资组合最终的目的依然是获得更多收益或安全性。每一笔交易都应使投资组合更加安全而不是更加冒险。不要轻易尝试风险。如果你想给自己的永久投资组合增加另一项资产或者改变其中资产的分配比例，你不妨将这种尝试活动放到可变投资组合中。

举例来说，你是否认为你的资产中股票的配置份额应超过25%？如果

答案是“是的”，那么你可以在自己的可变投资组合中随意购买股票，但是记住永久投资组合中资产的比例不能轻易改变。

同样地，如果你认为永久投资组合中缺少一项像房地产投资信托（Real Estate Investment Trust，REIT）一类的投资，那么你就可以购房地产投资信托股票，只不过，要确信你的行为在可变投资组合的限制之内。

你真的战胜过市场吗

现实的不幸却是，大多数投机者最终走向破产，而且他们之中的很多人屡次失败。根据统计，从长期来看，投机交易不能一直打败市场。这并不意味着对你来说每次投机都不能成功。只是要提醒你，这个游戏的胜败并不由你决定，而且你玩的时间越长，遭受损失的可能性就越大。

当挣钱看起来很容易的时候，投机的强烈欲望可以说是非常大的。每个人都关注亿万富翁的其中一个原因是他们太稀有了。如果每一个人都可以从股市中获得较大的市场收益，那么我们每个人都是亿万富翁了。一定要记住，在购买彩票时，一些人只是幸运而已，是的，在投资股票和战胜股市方面，有时候不得不求助于运气。

作为一名投资者，不能只看到中奖后的微笑，而不去考虑那之前付出的辛苦。成功的投机需要总是选中正确的号码，而这是非常难的。

当市场拒绝与你合作的时候，一个现实的投机方式可以让你不那么失望。可变投资组合为你提供了可以获得潜在收益的投资框架，而且会在所有情况下避免你遭受不能承受的损失。

记住，即使你的赌运特别好，也不意味着你应该从永久投资组合中抽出钱来放入可变投资组合。事实上，它可能意味着把可变投资组合中的利润拿出一些来放入安全的永久投资组合。因为从长期来看，市场会把投机者的收益带走。

概要综述

可变投资组合提供了永久投资组合以外的投机性投资的框架，而且应该只能用那些可以承受损失的钱来投资。

如果你不能承受任何损失，或者只是简单地不想投机，那么你所有的钱都应该只被保留在永久投资组合中。

如果你要开始执行一个可变投资组合，那么就要遵循以下几个基本规则。

（1）必须用你输得起的钱来投资。

（2）可变投资组合的损失不能用永久投资组合中的资金来弥补。

（3）永远不要采用可能输不起的方式来投资可变投资组合。

从长期来看，打败市场是极其困难的。如果你的可变投资组合运气很好，你可以考虑把获利的一部分投入永久投资组合。

第 17 章
Chapter 17

永久投资组合基金

如果经营你自己的永久投资组合的方法看起来太过麻烦的话，那么不妨考虑下面两种商业基金。

- 永久投资组合基金（The Permanent Portfolio Fund)(基金代码：PRPEX)。
- 全球 X 永久 ETF 基金（Global X Permanent ETF)(基金代码：PERM)。

虽然这些产品很方便，但它们也存在一些缺陷。我们将在本章讲述使用上述其中一种基金的表现、优缺点，所以如果你觉得它们符合你的需要[⊖]，你可以使用它们。

永久投资组合基金

基金名字：永久投资组合

基金代码：PRPFX

基金网站：www.permanentportfolio.com

1982 年，特里·考克森（Terry Coxon）和约翰·钱德勒（John Chandler)（分别是哈利·布朗的通讯主编和出版商）建立了一项模仿永久投资组合概

⊖ 此处作者不掺杂任何经济利益，作者对此处讨论的基金未收取任何补偿。

念的基金。1981年特里·考克森与哈利·布朗合作编写了 *Inflation Proofing Your Investments* 一书。这本书明显偏离了哈利·布朗10年前的思想。在这段时期，哈利·布朗一直很坚定地提倡硬货币，并建议客户购买黄金、银和瑞士法郎，以抵御从20世纪70年代早期一直影响经济的通货膨胀。

哈利·布朗和特里·考克森在1981年的书中讲到，通货膨胀将很快会受到控制，也许需要重新建立一个更加平衡的投资组合。他们说对了，在这本书出版的时候，困扰美国10年的通货膨胀达到了最后阶段，并准备急剧下降（虽然那时候没人知道）。通货膨胀的结束导致黄金、银和瑞士法郎价值的急剧下降。然而，新的永久投资组合配置（与那本书描述的稍微有点不同）持有的资产能够在将来带来利润。

基于永久投资组合早期版本的基金从一开始就持有以下配置，只有少量的修改。

- 20%的黄金。
- 5%的银。
- 10%的瑞士法郎（以短期瑞士政府债务的形式持有）。
- 15%的房地产和自然资源股票。
- 15%的进取型增长基金股票。
- 35%的美国短期国库券和债券。

表现

多年以来，永久投资组合基金作为保守型基金，其表现非常可靠（虽然近年来基金的表现比前几年好）。表17-1显示了1982年年初基金与本书所推荐的4×25%永久投资组合配置的表现对比。

基金很少有下降的年份，在下降那些年，基金会产生负收益，而相较于竞争性基金来说，它的亏损通常是轻微的。举个例子，2008年，基金产生了8.36%的亏损，而其他保守型基金在危机中的亏损是20%、30%或者更糟糕。久而久之，基金的实际收益会变好——该基金扣除通货膨胀后的收益将近4%。

表 17-1 永久投资组合基金 VS. 本书中写的 1982～2011 年的 4×25% 永久投资组合基金

基金类型	年度收益率（%）	实际收益率（%）
永久投资组合基金	6.8	3.8①
4×25% 永久投资组合	8.5	5.3

① 1982～2011 年的年度通货膨胀率是 2.96%，被用来估计这次实际收益。

与永久投资组合共同基金相比，本书所讲的哈利·布朗的 4×25% 永久投资组合配置（基于哈利·布朗 1987 年提出的建议）产生了更高的历史收益率，与那些随着时间的推移刚好抵消通货膨胀的影响基金（现金和黄金）相比，这可能是持有更多成长型基金（股票和债券）的结果。收益的不同显示出 4×25% 基金在同一时期有更高的收益（和更好的实际收益）。然而，总体来说，这个单一的基金提供了广泛的多元化。相较于市场上的无数其他基金，如果你觉得单一基金的便利性很重要，那么该基金是一个好的选择。

利与弊

所有基金都有它们的利弊。为了方便，你通常要放弃一些回报。以下是永久投资组合共同基金的优劣势说明。

1. 经理人风险

在永久投资组合基金的例子中，你将要放弃资产类别的自主权，而且在基金操作方面，你必须依靠经理人做出谨慎的决定。所谓的经理人风险，我们在之前的章节已经讨论过了，**所有**基金都会涉及经理人风险。

经理人风险只是一种任何积极管理型共同基金都会遇到的固有风险。与这项基金的经理人风险相比，如果你用“自己动手”式的方法实现该书所描述的永久投资组合，那么你可以更多地掌控资产以及了解它们是如何被持有的。

2. 选股机制

永久投资组合基金使用积极管理方法配置股票。正如本书之前所讨论的，随着时间的推移，任何积极管理型股票投资组合预期会滞后于基础广泛的非积极管理型的股票市场指数。选股机制本质上还提高了交易成本，也许

会产生更高的换手率。该基金吸引人的地方是它广泛的多元化，该基金持有的包括股票、债券、现金和硬资产，而且它还不用经理人挑选绩优股。

3. 税务管理

永久投资组合基金的税务管理非常好。在此类的税后收益和税收管理方面，该基金一般在晨星评级中排名第1，坚持5年、10年、15年。这是一个非常好的成绩。

即使回到最初，管理该基金所缴的税费也是尽可能少。所以就应税账户中持有单个基金来说，如果基金的税收效益是你重点考虑的方面，那么永久投资组合基金是一个非常好的选择。

4. 费用比率

当前基金的费用比率是每年0.78%，低于平均值，但是不像指数基金那么便宜。近年来，该基金出现了大量的新资金流入，这使基金的费用持续降低，它在这方面的努力是值得称赞的。然而，每年0.78%的管理费仍然明显高于典型的4×25%永久投资组合的经营成本。因此，与使用低成本的ETF和指数基金的4×25%永久投资组合相比较，该基金的管理费用会影响整体收益。但还是要说，你要注意的一部分是一体化基金的便利性，对于一些投资者来说，小费用的差异也很重要。

5. 关注通货膨胀资产

永久投资组合基金所占的比重往往会大于类似黄金、银和瑞士法郎这些抗通胀资产（占基金总配置的35%）。通货膨胀压力不大的时期，通货膨胀资产将会影响表现。这也意味着在通货紧缩环境下，比如2008年，基金与4×25%永久投资组合配置相比，它会遭受重大损失，因为它并没有配置完整的25%的美国长期国债。

在通货膨胀资产方面，基金中的黄金配置与4×25%永久投资组合中的黄金配置能提供同样的保护。黄金有一个明确的货币联系，而且对高通胀反应良好。基金中也包括银，但是相对于货币金属，银更像是一个行业金属，而且在所有的经济条件下，尤其是大危机时期，银的表现没有黄金好。

基金中配置的瑞士法郎不再提供有效的通货膨胀保护。虽然曾经与黄金

紧密挂钩，但到21世纪初，瑞士已经切断了这个联系，此外，正如第9章中讨论的，2011年瑞士国家银行甚至威胁要用瑞士法郎盯住欧元，以保护瑞士的出口。

意外的是，2011年瑞士国家银行的公告导致瑞士法郎价值的急剧下降，如今瑞士法郎本质上与其他货币在形式上一样，是另一种容易受中央银行操纵的纸币。虽然基金建立时，瑞士法郎配置是一种好的方法（在其他货币贬值时，瑞士法郎是一个很好的避难所），但是如今瑞士法郎不再服务于原来的目的了。

如果美元走强，同时经济表现良好，那么基金对通胀的整体强调意味着它也许会滞后于4×25%永久投资组合配置。然而，如果你认为通货膨胀将会发展为主要的经济和货币问题，那么该基金应该要持有那些能提供较好保护的资产。

6. 终极思想

永久投资组合基金不能让你实现地域多元化，因为黄金全部由基金持有。其次，机构多元化也会受到限制，因为同样的基金公司持有你所有的资产。如果这些对你很重要，那么你将不得不跳过该基金，亲自去做。最后，该基金的资产主要集中在美国，所以它并适合于国际投资者，除非他们希望得到很多美元和美国资产。

永久投资组合基金已经有30年的历史了，并且在投资组合中按照规定的目标稳定增长。它还能够避免任何较大的亏损，而其他基金可能会遭受这些亏损。

虽然随着时间的推移，该基金可能比不上4×25%永久投资组合配置（尤其是在股票表现较好的时期），但对于那些寻求安全、稳定和麻烦较少的投资组合的投资者来说，这是一个好的选择。在表现良好和糟糕的市场中，它的表现记录一直很好。在很多基金每隔几年涨涨跌跌的行业中，永久投资组合基金的表现似乎一直很平稳。

全球X永久ETF基金

基金名字：全球X永久ETF基金（Global X Permanent ETF）

基金代码：PERM

基金网站：www.globalxfunds.com/permanent

2012 年 2 月，一种新的 ETF 适合配置到投资组合中，它与永久投资组合 4×25% 中的各部分类似。这种 ETF 基金叫作永久 ETF，由全球 X 发行。

这种 ETF 基金的具体配置如下。

- 9%——美国大盘股。
- 3%——美国小盘股。
- 3%——国际股。
- 5%——美国房地产股。
- 5%——美国和国外自然资源股。
- 25%——美国长期国债。
- 25%——美国国库券和票据。
- 20%——黄金 ETF。
- 5%——银 ETF。

表现

这种基金太新，以至于没有关于其长期业绩的信息。虽然预期该基金在业绩方面接近 4×25% 永久投资组合配置，但是根据基金的操作，有许多因素会影响该基金的表现。

利与弊

1. 经理人风险

与其他任何基金一样，全球 X 永久基金也有经理人风险。然而，招股说明书严格限制了经理人参与的活动。但是，投资者 60 天的期限内可以改变其选择。不论如何，经理人一个糟糕的决定可能会影响该基金的表现，所以这始终是要纳入考虑范围的风险。

2. 一只基金或者很多基金

全球 X 基金就是所谓的“基金的基金”，这意味着它不是持有真正的金银，而是持有黄金 ETF 和银 ETF 的份额。同样地，它的股票持有份额的形

式也是行业 ETF 份额，它与基金在股票持有中的资产类别相对应。实际上，ETF 的子基金的经理人风险对全球 X 的 ETF 基金也会产生影响。举个例子，黄金 ETF 的失误可能会影响持有永久 ETF 的投资者。

3. 选股机制

该基金使用被动管理型方法配置股票。所以这是个好消息。该基金除了与各自的股票指数联系紧密，其成本也很低。然而该基金把股票配置分成了更小的部分，试图提高其表现。虽然对股票配置来说，单一的、基础广泛的指数基金有可能是更好的选择，但该基金配置股票的方法可能也会发挥很好的效果。当然基金只有经过多年的实践，投资者才能更准确地把握其特点。

4. 税务管理

该基金因为太新，所以很少有税务上的信息。一个顾虑是，基金中的基础股票、债券、现金和贵金属部分每年会自动调整到 25%。如果不能正确处理，它可能会产生很多资本收益，但同时也给应纳税投资者带来了税务问题。因此应税投资者应该小心这类基金，除非这几年的记录证明了它在税收效率方面的表现很好。

5. 费用比率

该基金的费用比率很低，只有 0.49%。其中还包括子基金的费用。虽然费用很低，它还是比不上投资者“自己动手式”的方法。然而，对于一个便利的单一基金来说，它的成本非常合理。

6. 长寿风险

不幸的是，在投资行业，许多基金的寿命相对都较短。不像永久投资组合基金，全球 X 永久 ETF 基金发行于 1982 年，它没有几十年的历史或者大的资产基础。如果基金发行者觉得基金不能带来足够的盈利，那么该基金没过多少年就会关闭，这很有可能发生。如果这发生的话，投资者将会收回他们的资产。对于应纳税投资者，如果那时基金的标的资产的收益巨大，还可能产生较大的税单。

7. 终极思想

跟其他基金一样，永久 ETF 不会让你实现任何种类的地域多元化或者

机构多元化。想要实现这些特点的投资者就只能寻找其他的基金。还有，与以上所讨论的永久投资组合基金一样，该ETF也是把资产集中在美国，所以它并不适合国际投资者，除非他们想要很多美国资产和美元。

该ETF显示了不错的前景，但是出于税收管理的目的（在该基金有更多的良好记录之前），我们只建议那些能在税收延迟退休账户中持有它的投资者使用。如果基金由于较差的税收管理而有较大的分散，这种方法会提供保护。我们要时刻关注该基金，但是马上投入大量资金，我们会觉得很不安全，除非该基金多年之后依然很稳定，我们才觉得安心。

概要综述

有两种使用不同永久投资组合策略的商业化运作的基金。

第一种是从1982年发行的永久投资组合基金，它很长一段时间内的表现都很稳定。永久投资组合基金往往适用于通货膨胀的经济环境，而在繁荣的市场环境中，与4×25%永久投资组合各部分相比，它的表现也许不佳。对于应纳税投资者来说，该基金很好管理。而且在纳税投资组合方面，它是个很好的一体化基金，值得选择。

第二种是新的永久投资组合ETF，兴起于2012年，它很紧密地反映了本书中所讲述的4×25%永久投资组合的各部分。然而，由于该ETF太新，所以在长期表现和税收效率方面很难去判定。投资者使用这种方法时应该要谨慎，也许它没过几年就到期了，所以要关注它是否能坚持住。应纳税投资者更应特别小心新的ETF基金，直到判断出基金的税收效率。

这两类基金都把资产集中在美国市场，也许不适合国际投资者，除非他们想要在美国市场交易或者使用美元。还有，由于这两种基金都是由单一基金公司持有全部资产，所以都不允许地域多元化或者机构多元化。与“自己动手式”的方法相比，这两种基金收取的费用更高，而且都存在经理人风险，但是如果你觉得便利性很重要，那么它们是较好的选择。

第 18 章
Chapter 18

总　　结

本书涵盖了所有已知的永久投资组合策略。是的，信息量很大。然而，每个主题我们都要彻底讲明白，以确保读者读到所有细节，并在组成自己的永久投资组合前获得足够信息，这点很重要。投资市场具有风险，但也无须害怕。保护并使储蓄增值的能力就意味着你可以享受生活，不再为储蓄担心。

永久投资组合是我们遇到过的，能够在所有市场状况下获得通货膨胀调整后稳定收益的最佳方法。如果你必须要参与少量市场投机，你也可以选择建立可变投资组合来对永久投资组合加以补充。

投资应该是令人愉快的过程，它让你在稳步实现财务目标过程中不会定期遭遇重大挫折。永久投资组合就是创造这种令人愉快和高回报的投资经验之一。

我们非常感谢您能抽出时间阅读此书，希望它能为您提供有用的信息。如果本书分享的知识和建议能够增长并保护您辛苦赚来的积蓄，那么我们写本书的目的就达到了。

投资于真实世界时，必须为意外做好准备
要在市场中表现良好，无需复杂的投资策略，只需正确的投资策略
永久投资组合基金40年来完胜股票、债券等单独市场表现

1987年，传奇人物哈利·布朗在他的书中介绍了一种“永久投资组合”。这位曾竞选过美国总统的职业投资家，在书中写到：“这种投资组合实际上不需要持有者花心思关注，其收益是惊人的，投资者无须参透未来，无须做出投机性决策。”

永久投资组合具有三种关键特征：安全、稳定和简单。

他建议的基金配置是：

- 25%配置于股市，包括成长型股票、房地产和资源股，以期在繁荣时期获得巨大收益。
- 25%配置于长期国债，它会在繁荣时期和通货紧缩时期表现良好。
- 25%配置于现金和短期债券，以对抗银根紧缩或衰退时期。
- 25%配置于贵金属（如黄金），以在通货膨胀时期提供保护。

The Permanen **io**

每年再平衡一次，重置投资组合。它比复杂的策略风险更低，管理更简，成本更低。历经40年的数据验证，该组合稳健胜出所有市场。

在过去40年中，永久投资组合基金年化收益为9%~10%。更引人注目的是其回撤极小，曾经的一年最大亏损不超过5%。在2008年金融危机中，股票市场市值下跌超过36%，而该投资组合盈亏基本持平。

本书将详细介绍创建和管理永久投资组合的每一个步骤，教投资者实践多元化投资，自律地处理投资事务，在任何市场环境中收获长期稳定收益。

WILEY
www.wiley.com

上架指导：金融/理财
ISBN 978-7-111-57535-1
9 787111 575351 >
定价：69.00元

投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn