

Investing From the Top Down:
A Macro Approach to Capital Markets

全球化後

由上而下

的投資策略是唯一

看
經濟大環境
決定投資

著 ▲ Anthony Crescenzi
譯 ▼ 齊克用

作者簡介

安東尼·克雷森茲

Anthony Crescenzi

Miller Tabak公司的首席債券策略師，是一位受人尊崇的財經作家，著作有：《The Strategic Bond Investor》、《Stigum's Money Market》第4版。他經常參與商業和財務企劃，包括NBC的《華爾街日報報導》、CNBC和彭博社等。他是realmoney.com資訊的提供者。

譯者簡介

齊克用

美國休斯頓大學物理碩士。現任寰宇出版專任講師、證券基金會、台灣金融研訓院講師。著作：《探金實戰·波浪理論》與《探金實戰·李佛摩投機技巧》由寰宇公司出版，《大財保秘笈(技術分析)》、《共同基金秘笈》、《海外基金秘笈》、《「財富管理與境外基金」基礎篇》、《「財富管理與境外基金」實務篇》、《高淨值客戶之財富管理》、《退休規劃一典通》。譯作：《價值投資致勝11堂課》。

書籍與課程討論區：

<http://blog.yam.com/ckwm1/category/2944690>

本書第十四章列出之網址部份已有變更，譯者已全部更新；請參閱上列譯者部落格。



寰宇投資策略 293

目錄

看經濟大環境 決定投資

Investing From the Top Down:

A Macro Approach to Capital Markets

謝辭	005
第一章 由上而下的投資策略來源	009
第二章 2007年的信用危機案例	035
第三章 全球化使由上而下成為必要的投資策略	053
第四章 主題式交易和投資	073
第五章 運用ETFs	089
第六章 中央銀行由上而下	099
第七章 彌補價值型投資的缺點	113
第八章 由上而下分散投資組合	137
第九章 運用數學	179
第十章 採用由上而下投資的其他策略	197
第十一章 新趨勢	211

Anthony Crescenzi / 著

齊克用 / 譯

寰宇出版股份有限公司



Education

US

Boston Burr Ridge, IL Dubuque, IA Madison, WI New York
San Francisco St. Louis

International

Bangkok Bogotá Caracas Kuala Lumpur Lisbon London
Madrid Mexico City Milan Montreal New Delhi Santiago
Seoul Singapore Sydney Taipei Toronto

目錄

謝辭	005
第一章 由上而下的投資策略來臨	009
第二章 2007年的信用危機案例	035
第三章 全球化使由上而下成為必要的投資策略	053
第四章 主題式交易和投資	073
第五章 運用ETFs做主題式投資	089
第六章 中央銀行由上而下監控市場	099
第七章 彌補價值型投資的缺點	133
第八章 由上而下分散投資組合	157
第九章 運用數學運算	179
第十章 採用由上而下投資的其他原因	197
第十一章 類股表現才是獲利的來源	211
第十二章 市場情緒	225
第十三章 總體經濟的黃金年代來臨	241
第十四章 最佳40項由上而下的指標	249

謝辭

由上而下的投資方式，是人們以宏觀的思維來看待這個世界的副產品。每一個有這種思維的人，都以他們自己獨特的方式各自成形。我將自己的發展情形歸因於一些因素，而這些因素彼此之間，或多或少有些關聯。當然，每個人最初都是受到父母或監護人的幫助，而我的父母讓我有自由的空間去選擇自己想要去發展的方向。除此之外，父母安排我的兄弟姐妹進入能讓我們學到經驗的社區，那是全國社區中能找到經驗的小世界，在這社區中，可以幫助我從各方面的思考提升宏觀的思維，最重要的是，養成對經濟和市場趨勢的看法。

生活在自由市場資本主義的國家，使得由上而下的思維大量地孕育而生，世界上沒有一個國家在這方面比美國做得更好。資本主義社會如美國，歷經了許多變化，最有可能導致投資人轉變其投資的領域。作為一個美國人我每天都覺得非常幸運。

許多投資人都曾運用宏觀的資訊和長期趨勢，作為制定投資策略的依據。在這方面我最崇拜的是太平洋資產管理公司（Pimco）的比爾·葛洛斯（Bill Gross），他是全球最大債券基金的經理人。他和他的同事證明了運用宏觀方式於資本市場的優勢，而且對於他們所投資的商品的未來趨勢展現了寬廣的知識，由此造就了他的基金非常成功。喬治·索羅斯（George Soros）是另一個讓我敬佩的投資專家，他曾運用宏觀的投資原則而獲得非凡的成就。

為了推展我的投資方式和本書的寫作，我要感謝聯準會（Fed）200個博士（Ph.D.）研究員，他們為一般大眾提供了有用的研究報告。對於極力想知道市場、經濟、聯邦機關、銀行部門等的人，聯準會的研究具有極大的實用價值。聯準會的研究報告可以很容易地透過網路在聯邦出版品中找到。通常，聯準會研究員的研究報告會經由聯準會的官員在演說中發表，而我會從這些定期的演說中獲得有用的資料。特別是，前聯準會主席葛林斯班（Alan Greenspan）發表的許多演說讓我獲益良多，我從他的演說中瞭解到更多有關我們國家的資本主義制度。國際清算銀行、國際貨幣基金、世界各國央行和政府機構，它們也提供了非常專業的研究報告。

感謝我的老闆傑弗利·米勒（Jeffrey Miller）和傑弗利·塔巴克（Jeffrey Tabak），他們持續地贊助我的工作，而且多年來給我很大的空間，自由地去追尋探索更寬廣的資本市場，而不是侷限於一個狹隘的領域。我還要感謝他們給我機會，讓我具備專業技術去發展華爾街的事業和撰寫三本書。

為了出版這一本書，感謝我的同事丹·葛林豪斯（Dan

Greenhaus)，他在本書中撰寫了二個章節，以及提供我每日的研究報告。感謝我的同事皮特·布克華（Pete Boockvar）和查爾斯·坎貝爾（Charles Campbell）的寶貴見解，羅伯·科根（Robert Koggan）多年來的支持和指導，約翰·皮坦沙（John Pietanza）提升了我工作的品質，以及所有的工作伙伴，史蒂文·喬丹（Steven Jordan）、拿特·利普茲史坦特（Nat Lipstadt）和沃爾特·唯爾（Walter Well），他們對市場和華爾街的運作有獨到的見解。

至於我的出版商，麥格羅希爾（McGraw-Hill），我要感謝珍妮·格萊塞（Jeanne Glasser）給我機會出版和導引本書寫作的方向。感謝您的耐心等待！感謝史考特·庫茲（Scott Kurtz）和蘿莉·阿巴特（Laurie Abbate）的支持，以及鼓勵我持續努力做得更好。

當然得感謝我的三個女兒，布里坦尼（Brittany）、維多利亞（Victoria）和伊莎貝拉（Isabella），她們給我最大的動力去完成所有的工作，還要感謝辛西亞（Cynthia），她在我工作的這些年中照顧和培育我們的女兒。

第一章

由上而下的投資策略來臨

009

第一章 由上而下的投資策略來臨

這個世界變得比以前更複雜，投資也肯定越來越複雜。幸運的是，有一種方法可以讓投資人在操作的時候更簡單，這種方法已存在多年，但直到最近才達到成熟的階段，使得每個人都可以使用這種方法。由上而下的投資是一種投資的概念，它的指標可以清楚地和可靠地指出投資的方向，因而制定投資策略變得相對容易，特別是那些不懂財務報表，或對財經領域不甚瞭解的投資人更適用這種方法。

這種投資方式，也非常適合我們的社會演變，從電視到報紙的每一件事情，都可能形成投資的概念，而且投資的範圍縮小了。主題式投資就是投資人先有一個概念，然後根據這個概念購買股票、債券、貨幣、不動產，以及其他形式的投資。

「由上而下」的投資，是一個多方面優於其他方式的投資方法，包括優秀的對手「由下而上」的投資。由下而上的投資是一個價值型的投資方法，它是根據資產

的價值買進低於其內含價值的資產的投資方法。例如，以公司股票為例，由下而上的投資人一開始會有個概念，XYZ公司的生意興隆足以證明該公司的前景很好，可以買進該公司的股票，於是投資人開始「由下而上」分析該公司的財務報表，特別是公司的資產負債表、現金流量規劃等等，然後再分析股價的走勢決定股票是否值得投資。是的，這需要很大的功夫，而且你做了這項工作將會選出相當多的投資標的。從投資報酬的角度考量，似乎我們應該做好事前的工作以確保我們所規劃的是最好的投資決策。

由下而上的投資策略是個不錯的方式，但是問題是投資人常常沒有工具和時間來做這樣的分析工作。有多少人真正知道如何分析財務報表？誰真的想要這樣做？誰真的有時間這樣做？由衷地告訴你，卸下你自己的重擔吧！因為由上而下的投資已證明是制定投資策略非常好的方法，而且相較於其他模式的投資策略，由上而下的策略更適合21世紀的投資。我將在本書中詳細說明。

2007-2008信用危機是一個由下而上投資失敗的例子

2007年發生了幾個重大的事件，當時次級房貸危機引發了全面性的信用危機，美國聯準會必須採取特別的行動來平息。信用危機在2007年8月全面性蔓延，每天都有悲劇般的情節發生。在整個危機期間，竟然找不到一個由下而上的工具，來幫助投資人瞭解發生了什麼事和該如何處理，特別是市場價格大幅波動應該如何因應。

價值型投資人被由下而上的方法打敗了，因為由下而上的方法是預估企業未來的價值。例如，在抵押貸款危機爆發時，由下而上的分析師建議買進許多公司的股票。2007年2月信用危機擴大，一家大型華爾街投資公司建議投資人買進Ambac金融集團的股票，當時的交易價格每股為90美元左右。經過華爾街投資公司由下而上的篩選，認為Ambac值得投資，將它評為「優於市場表現」，華爾街的術語就是買進的意思。這支股票在2007年底時的價格每股為25.77美元，而且後續還不斷地下跌。

2007年信用危機給了我們一個啟示是，由上而下的投資是最佳的策略。當信用危機在8月全面性展開時有各種不同的信號出現，告訴投資人應該選擇或避開哪些類型的投資。例如，在危機期間企業想獲得貸款的困難度很高，而投資人避開了所有的債券，包括那些信譽良好的企業所發行的公司債。多數不受欢迎的債券都是與抵押貸款部門有關的債券，包括商業本票市場有擔保或無擔保的債券，只要是與房地產有關的債券都像瘟疫一樣，投資人避之唯恐不及。

圖1.1 顯示的是有資產擔保的商業本票市場出現急劇的變化。如圖所示，有資產擔保的商業本票總金額在2007年8月開始急劇減少，在2008年初趨於穩定之前連續20個星期的期間減少了35%，大約是4,200億美元。

商業本票市場除了出現急劇的變化之外，它還出現不尋常的緊縮現象，就是一般投資大眾面對風險的態度趨於謹慎，這是由上而下的投資人應該敏銳觀察的地方。從1970年以來，商業本票市場只出現過7件違約¹，這個數目遠低於其他的固定收益市場，但投資人不顧一切地避開商業本票。這是一個明確由

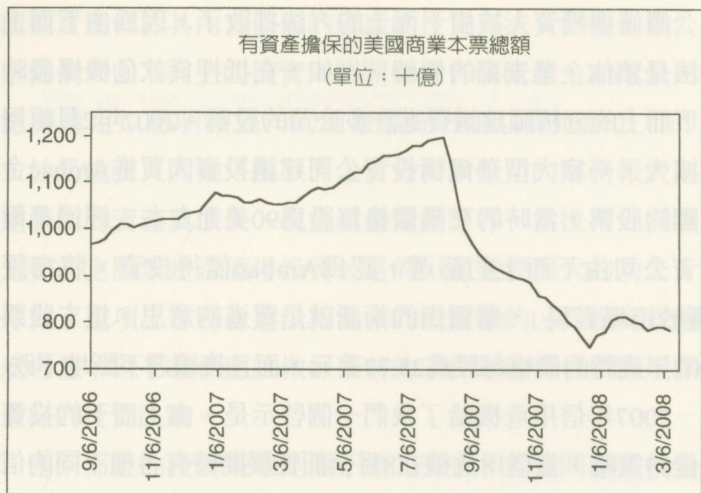


圖1.1 2007-2008信用危機：由上而下的策略呼籲投資人避開風險性資產。

資料來源：聯準會

上而下的信號，當風險規避增加時可以用來區分表現不佳的資產。其中一個例子是垃圾債券，它在2007年的表現非常差，特別是夏季開始信用危機擴大時。圖1.2說明了這個重點，圖中顯示的是垃圾債券在信用危機期間殖利率增加情形。垃圾債券顯然是該避開的族群（因為殖利率上揚，債券價格下跌）。由下而上的投資人在危機期間看不清楚真相，認為許多公司持續擁有相當不錯的未來現金流量，因此吸引投資人購買低價的垃圾債券，這樣的舉動在2007年至2008年初的期間已證明是錯誤的。

信用危機也意味著潛在的經濟疲軟，這一點可以從美國的失業率上升看出端倪，失業率大幅上升是因為第二次世界大戰後，隨後而來的經濟衰退所造成（見圖1.3）。對於由上而下的



圖1.2 KDP 高收益債券指數 (殖利率為百分點)

註：KDP 高收益債券指數是由高收益債券市場中100支債券所組成。

資料來源：KDP 投資顧問，彭博社。



圖1.3 由上而下的規則：從第二次世界大戰導致經濟衰退以來，失業率每次以0.6個百分點上升，而且每次出現轉折的時間平均為九個月（最近一次出現轉折的時間點在2007年3月）。

資料來源：美國勞工統計局。

投資人來說，這種現象有很深的意涵。例如，這是一個信號，警示投資人避開運輸類股的股票，因為運輸類股的股票在經濟疲弱期間普遍表現不佳，特別是經濟衰退期間更是如此，見圖1.4。這也是買進美國公債的信號，如圖1.5所示，殖利率下跌主要是預期聯準會考慮信用危機的負面影響將會調降利率。

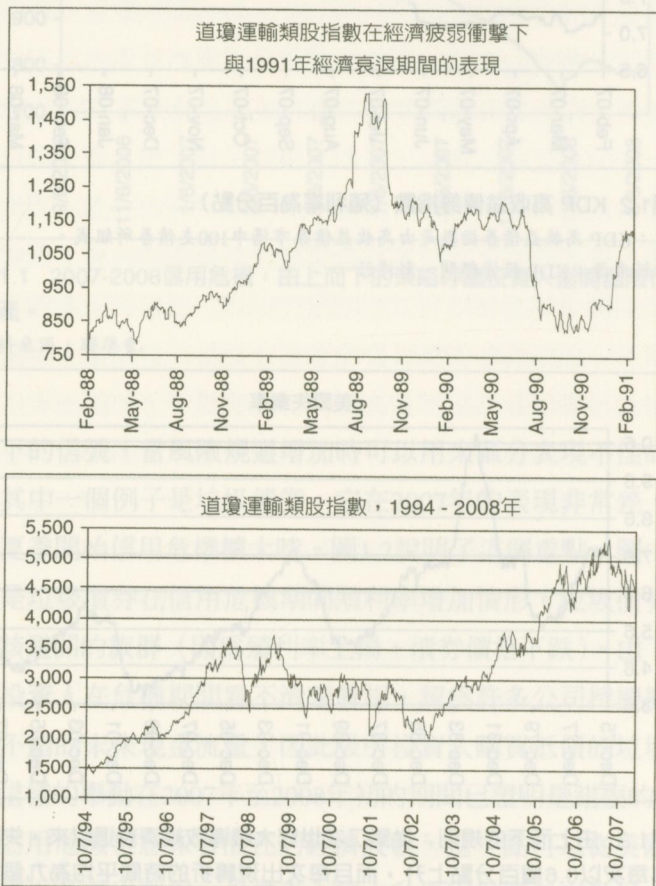


圖1.4 在經濟衰退期間運輸類股的股票表現落後

資料來源：彭博社

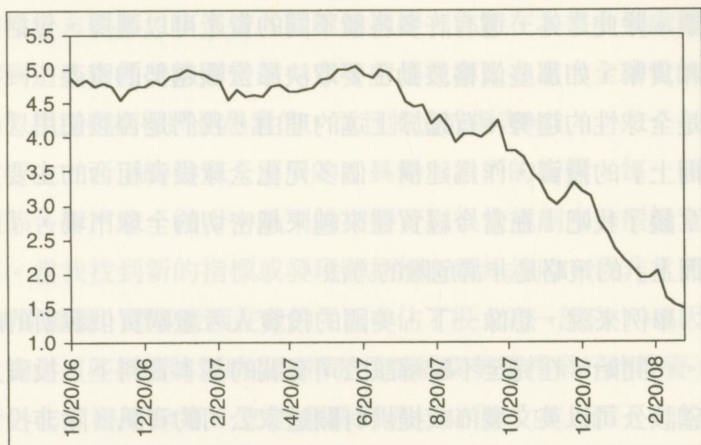


圖1.5 兩年期美國公債的殖利率（百分點）

資料來源：彭博社

從2007年和2008年危機事件衍生了許多不同的投資概念，這是由上而下投資人的優勢，因為由上而下的投資策略不僅讓投資人具備有效的工具可以指出下一步該做些什麼，而且它可以让投資人更容易看到未來的變化可能影響投資的環境。這就是為什麼由上而下的投資策略優於其他投資方式的原因；它充滿活力。關於這一點我們將在本書中討論。

金融市場全球化：由上而下的投資是唯一的方法

讓我把事情說明白：現在國外的市場有許多的公司可以選擇，但分析這些公司和它們的市場必須面對許許多多的挑戰，如語言和文化的隔閡，而且問題是，某家公司的股票在某個市場價格較低而在另一個市場較高，這時該如何評估國外市場的