

~ The Art of Asset Allocation ~

摩根·斯坦利投资管理公司创始人、前哈佛商学院投资银行学教授向您郑重推荐此书



资产配置 艺术

[美] 戴维·M. 达斯特 著 李 康 等 译

上海人民出版社

~ The Art of Asset Allocation ~

资产配置的艺术

[美] 戴维·M. 达斯特 著 李 康 等 译

上海人民出版社

译 序

在中国证券市场从“资金推动型”逐渐向“价值投资型”过渡的转变中,无论机构投资者还是个人投资者,都更趋向于通过理性分析合理配置资产,用多元化投资方式化解股市的非系统性风险。“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”就是资产配置最好的通俗诠释。投资者从过去的精选个股、集中投资逐步向分散、组合投资转移,自上而下的资产配置方式日益受到机构投资者的重视。投资决策从单纯依赖内幕消息及政策消息转向采用数量分析技术手段,加强资产配置的研究,从而达到在风险一定的情况下实现利润最大化的投资目标。而在资产配置的研究方面,国外同行无疑走在了我们前面,其理论成果和实务运作经验值得我们借鉴。

《资产配置的艺术》(*The Art of Asset Allocation*)就是一本介绍资产配置原理与投资策略的难得佳作。该书作者戴维·M.达斯特现任摩根·斯坦利个人投资部首席投资官,他于1996年加盟摩根·斯坦利,著有《债券全书》(*The Complete Bond Book*)和《债券及货币市场手册》(*The Handbook of the Bond and Money Markets*)两本书,并曾在金融类出版物上发表了大量的论文,包括《巴隆》(*Barron's*)、《欧洲货币》和《货币管理者》,是这一领域造诣极深、贯通理论和实践经验的专家。

书中论述的原则和策略适用于资本市场的所有层面,详细讲述了如何使用现代资产配置理念和工具在各种市场环境下(牛市、熊市、平衡市)增加收益与控制风险,并以其简明、清晰的风格为读者指明了成功的要领。除了大量系统、详实的资产配置理论外,书中还包括了大量实用性很强的工作表,大大提高了该书的可操作性,从而架起了从理论研究到实际操作的桥梁。同时,该书所涉及的资产类别众多,包括股票、债券、基金、

房地产、黄金、艺术品等,其中相当一部分还尚未进入我国证券投资者资产配置考虑的范畴。当然,这与我国法律法规的有关规定、资本市场与货币市场之间不完全沟通的现实情况有关。但是,通过对本书的学习,投资者们可以学到全局性资产配置的观念,能以开阔的视野、领先的思维理念在市场中取得投资的先机。而且,随着市场经济的发展与改革开放的不断深入,混业金融逐渐进入决策者的视野,投资者的投资渠道逐步拓宽是指日可待的事。

因此,本书的及时引进出版具有特殊意义。它不仅是证券分析师乃至专业金融从业人员提升自身水平的全面系统、简明实用的教材,也是普通投资者的优秀入门读物,更是机构投资者乃至基金经理领先一步,获取可能超越市场平均收益率的必备“锦囊”。我们有理由相信,该书在中国的面世会给我们的投资者打开看金融市场的另一扇“窗子”,给我们目前的投资理念与投资策略带来革命性的冲击。受上海人民出版社之托,上海金信证券研究所组织人员进行了本书的翻译工作,希望读者能从本书中获取有用的知识,了解与掌握资产配置理论,以推动我国资本市场研究与实践的深入发展。当然,读者在阅读本书时,应该注意我国股权分置市场与成熟资本市场所处环境的不同。

本书共分为六部分九章,系统介绍了资产配置的基本含义、原则和资产配置途径,资产配置的构造与框架,资产收益率分析及资产配置行为为基础的分析,16种主要资产类别的基本风险与收益特征,金融市场分析与投资决策,以及资产配置战术与战略等内容。李康、杨兴君、张哲、张紧跟、江艺、叶雅、舒明月等同志负责翻译。限于译者水平,译著中难免存在不当与疏漏之处,敬请同仁和专家以及各位读者批评指正。

本书责任编辑与上海人民出版社副总编辑何元龙先生及上海人民出版社其他同志在本书的出版过程中付出了大量的辛勤劳动,正是由于他们的努力,本书才得以顺利出版,在此我们全体译者表示深深的谢意。

中国证券业协会证券分析师委员会副主任委员
上海市金融工程研究会副理事长
上海金信证券研究所所长、高级经济师

李 康

前 言

投资的目的是为了提高资产购买力,换句话说就是投资组合的税后总收益率必须要高于通货膨胀率。而实际收益有多高,达到这一目的的方法所含的风险有多大,正是资产配置考虑的内容。

对多资产投资组合来说,资产配置是其收益函数中最重要的因素。但人们往往把大量的时间、金钱投入到对投资管理人的选择和评估上,而忽略了对资产配置的重视。本书就是为了纠正人们的这种疏忽。

我和戴维·M.达斯特都相信,收益向平均值回归,或者说收益向长期平均水平靠拢的趋势,是投资过程中最大的压力之一。任何资产配置的进程都必须遵循历史规律,就像温斯顿·丘吉尔所说的那样:“你对过去能看到多远,就能预测未来多远。”

布林森、辛格和比鲍尔在《金融分析师杂志》(*The Financial Analysts Journal*)上就投资组合业绩的决定性因素发表了一些学术研究文章。在对82家大型的、拥有多元化资产的美国养老基金1977—1987年的投资组合样本进行分析后,他们发现,投资收益差异的91.5%来自于资产配置的策略。SEI投资公司对97种大型养老基金的分析表明,投资收益的差异中87%与资产类别的选择有关。汉密尔顿·约翰逊的一份研究报告证明,通过对股票、债券和现金进行正确的配置,在10年多时间里,其年收益率能达到标准平衡型基金年收益率的三倍。

这说明,对不同的分散化、多资产的投资组合而言,其投资业绩的差异中大约90%是来自于资产的配置,而不是管理人的选择。20世纪80年代,在长达三至五年的时间里,持有美国普通股和持有全球普通股的投资收益差距每年高达1,000个基点。而在以上任一类别资产中一流的管

理人和三流的管理人在业绩上的差距每年仅为大约 300 个基点。

好的资产配置会使得一个组合的总体投资收益高于组合中各部分资产收益的相加。大型的养老基金,例如通用电气公司的养老基金,利用明智的资产配置使其基金的总收益做到了这一点。相反地,劳工部的一项研究却显示,在过去的 20 年里,养老基金计划的平均年总收益率都低于单项资产的收益率。因为,这些基金往往在股票和债券取得比以往更好的收益之后才将其比重最大化,而不是在之前。这就好比是在蜿蜒曲折的山间车道上开快车的时候在拐弯处试图通过后视镜观察刚走过的道路而不是及时向前看。

我相信资产配置以后会得到更多的重视,未来的投资明星将会产生于那些正确使用资产配置的个人、信托受托人、基金管理者和受托管理人当中。当前备受重视的管理人选择问题将变得不再重要。把很多管理人组合在一起,可以得到不同的风格,不同的管理人之间会互相补偿和抵消。当增长型股票投资处于热点时,增长型股票管理人取得的好收益会被价值型管理人的较差收益抵消,相反亦然。

没有一个研究者会比我的朋友戴维·M. 达斯特更深入地了解资产配置,也没有一个人比他更像信徒一样虔诚于资产配置。他是资产配置最热诚的实践者。这不是一份轻松的职业,它是一种艺术、一门科学,或者更甚于此。我曾作为一个投资者与戴维有过多年的合作,这本书将会一直作为我的“特殊”藏书。

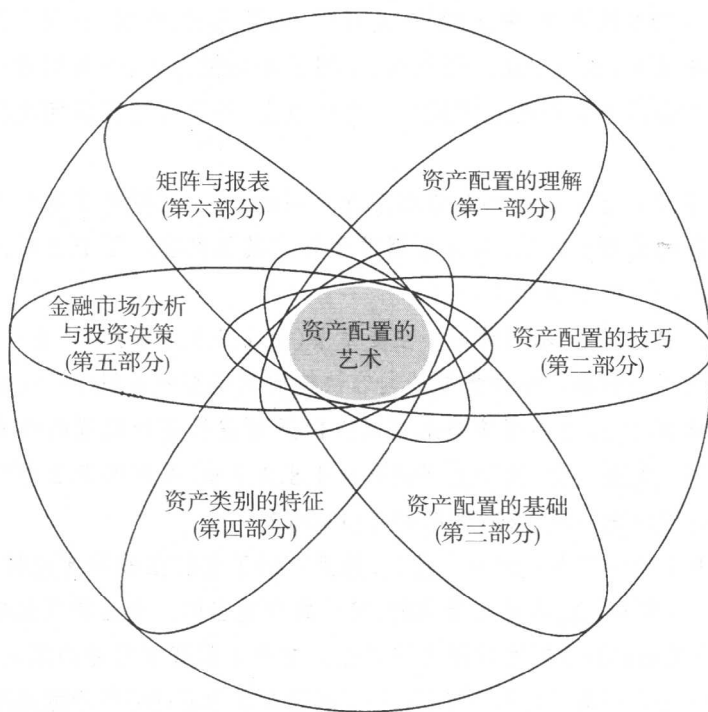
摩根·斯坦利投资管理公司创始人、主席

巴顿·M. 比格斯

序 言

您现在捧在手中的这本书涵盖了大量有助于投资者在任何金融市场环境下进行资产配置的实用信息。就像图 P.1 所显示的那样,《资产配置的艺术》一书提供了包括工具、表格、图、矩阵、工作表和使用指引等全面

图 P.1 《资产配置的艺术》重要主题



资料来源:作者。

内容,旨在阐述:(1)资产配置的基本原则;(2)资产配置技巧;(3)资产配置的基础;(4)16种资产类别的基本特征;(5)金融市场分析的一系列方法。另外,投资者将从(6)矩阵与工作表中获益,因为这些矩阵和工作表是为基于现实基础完成成功的资产配置而设计的。

资产价格不断变化,投资目标日益宽广,以及投资者渴望更多地了解自己的投资并发挥影响,这一切使得投资者需要合理的、注重实效的资产配置和投资策略建议。《资产配置的艺术》正是为提升个人投资者的金融思维和行为能力而撰写的,适合处于不同财富阶层的投资者,包括:(1)拥有10万美元及以下可供任意支配金融资产的8,400万美国家庭,截止到2001年底这些家庭的金融资产总值达到了3.4万亿美元;(2)拥有10万至100万美元可供任意支配金融资产的1,600万美国家庭,资产总值5.6万亿美元;(3)拥有100万至1,000万美元可供任意支配金融资产的220万美国家庭,资产总值6万亿美元;(4)拥有超过1,000万美元可供任意支配金融资产的10万美国家庭,资产总值2.2万亿美元。

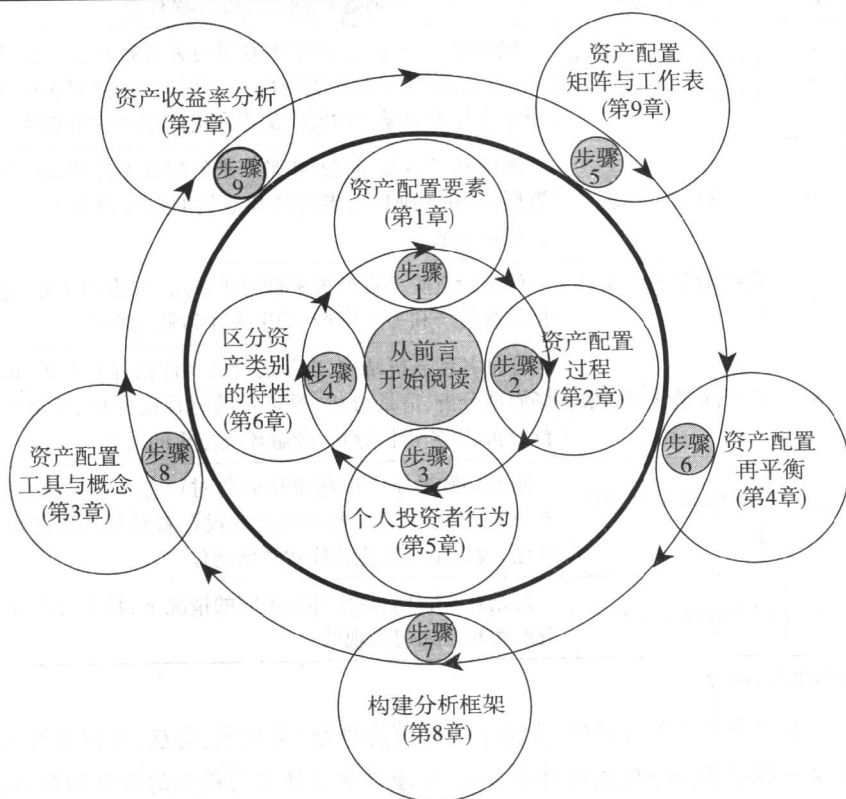
许多其他投资者、中介机构、发行商、监管者、教育家、研究人员都将从此书中受益,包括专业投资机构、美国以外的投资者、公司财务经理和政府金融部门官员以及监管机构。迄今为止,还没有发现任何类似本书的金融著作。

许多投资者喜欢按照章节顺序逐页阅读,另一些投资者则喜欢从核心的四章内容开始阅读,同时根据进程补充其他内容。图P.2列出了阅读本书的一个有效的方法。

如图P.2所示,本书的四个主要章节(第1、2、5、6章)组织在一起,将资产配置理论和实践中最重要的内容快捷而且完整地呈现给投资者。阅读这些章节之后,投资者接下来可以:(1)开始进行资产配置的操作;(2)在进行资产配置之前,接下去阅读第9、4、8、3、7章(按照图P.2中最外一圈的顺时针方向);或者(3)同时进行(1)和(2)。

表P.1列举了本书的9个特色,并且列明了它们在书中何处被谈及,以及它们为何对投资者是有价值的、有用的和适当的。这些特色包括:(1)资产配置要素;(2)如何进行资产配置;(3)对个人投资者行为的深入剖析;(4)16种主要资产类别的显著特征;(5)资产配置工作表;(6)资产配置再平衡技巧;(7)资产配置分析框架;(8)资产配置工具与概念;(9)资产收益率分析。

图 P.2 《资产配置的艺术》阅读方法



资料来源：作者。

表 P.1 《资产配置的艺术》特点

章节	特 点	为何这一特点对投资者有益
1	资产配置要素	描述了资产配置的步骤、意义和基础,以及资产配置何时起作用、何时不起作用
2	如何进行资产配置	分析不同投资者的财富水平以及从风格、定位、投入来确定不同的资产配置类型
5	对个人投资者行为的深入剖析	探究许多影响个人投资者决策、思维模式、行为、反应的关键因素

(续表)

章节	特 点	为何这一特点对投资者有益
6	资产类别的显著特征	概述投资 16 种主要资产类别的关键特征、选择、优点、风险,将具有大众表现的资产列出,并强调在极度压力或外力情况下的资产配置和资产保护的重要性
9	资产配置工作表	回顾基于心态、前景、年龄因素的配置方针和资产配置周期,并刻画投资者群体和他们的投资前景及潜在的投资领域
4	资产配置再平衡技巧	研究所有类型资产再平衡的优缺点、方法和环境,包括传统资产和另类资产、积聚头寸和私人股权
8	资产配置分析框架	评估各种分析结构,以帮助投资者评估社会分析、市场周期分析、情景分析、投资者满意程度分析、策略执行分析、财务指标分析、金融环境分析的功效
3	资产配置工具与概念	阐明实际操作中市场价格如何对信息作出反应,资产收益之间的关系,资产如何对投资者承担风险作出补偿,投资组合最优化模式如何运作
7	资产收益率分析	总结在持有期、经济环境不同的情况下,特定资产和资产类别是如何表现的

资料来源:作者。

在本书的写作过程中,我有幸能够获得摩根·斯坦利、高盛、美洲银行及其他一些著名金融机构的众多专家、管理层和支持部门提供的智慧和学识。受篇幅所限,我非常遗憾不能在这里一一列举每位尊贵的同事的名字。我对他们深为感谢,包括资产管理者、经济学家、投资组合经理、数量策略师、财务顾问、投资代表、研究分析师、法律及辅助人员、人力资源和市场官员;投资银行家、机构销售和交易专家、创新服务人员、专业操作技术人员、分支机构管理人员,以及辅助以上专家的能力出众的助理、行政人员以及工作人员。

感谢以下各位给予我非常有价值的建议和忠告:

Steve Alley, Jim Allwin, Bruce Alonso, Steve Anderson, Carla Bakker, Jack Ball, Alyssa Baltazar, Bob Bauman, Lewis Bernard, Barton Biggs, Mag Black, David Blair, Rick Blosser, Mitchell Bompey, Walter Bopp, Ed Brennan, Simon Brewer, Rob Brown, Dan Burke, John Campbell, Mac Caputo, Jacky Charboneau, Mayree Clark, Bruce Cohen, Zoe Cruz, Ellie Currie, Barry Davis, Dick Debs, Rich DeMartini, Patty Doyle, Tom Driscoll, Ray Drop, John Egan,

Carl Eifler, Catherine Eristoff, Ben Firestein, Dick Fisher, Bret Gallaway, Neal Garonzik, Raj Gupta, Shelley Hanan, Ray Harris, Andy Hart, John Havens, Eleni Henkel, Jim Higgins, Bob Holcomb, John Jacob, Paul Jingoian, Peter Karches, Mark Kary, David Kelso, Don Kempf, Bob Kidder, Paul Kimball, Chuck Knight, Joyce Kramer, Fred Krom, Jim Little, Lisa Luca, John Madigan, Eric Madoff, Jim Mahon, Jack Markwalter, Miles Marsh, Joe McAlinden, Ray McGuire, Terry Meguid, Mitch Merin, Jack Merriman, Mike Miles, Fred Miller, Ira Miller, Steve Miller, Leah Modigliani, Sal Monastero, Jim Moriarity, Steve Newhouse, Laura Norman, Amr Nosseir, Tim O'Connell, Ray O'Rourke, John Osbon, Patty Palumbo, Vikram Pandit, Maggie Parent, Joe Perella, Brian Pfeifler, Rick Pivrotto, Phil Purcell, Paolo Revelli, Neri Reyes, Peter Riva, Steve Roach, Janice Rodriguez, Jim Runde, Don Ryan, Rick Ryan, Jeff Salzman, Blanca Sanabria, John Schaefer, Jim Schlueter, Barry Schneider, Bill Schuck, Bob Sculthorpe, Greg Semkow, Griff Sexton, Mike Stone, Laura Tyson, George van Amson, Jack Wadsworth, Ginger Ward, Bianca Watts, John Westerfield, Phil Winters, Fred Whittemore, Marna Whittington, Byron Wien, Rick Woolworth, Richard Worley, and Jennifer Zimmerman.

感谢以下各位给予我诚恳的鼓励、指导和支持:

Alan Abelson, Yuki Adachi, Melissa Adamson, Kpate Adjaoute, Carlye Adler, Rich Adler, Peter Aliprantis, Darya Allen, Marsha Alleyne, Jeff Alvino, Greg Amadon, Effie Anagnostopoulos, Carol Anderson, Tom Armstrong, Paul Ashby, Rich Atlas, Ellen Babby, Lon Babby, Hans-Ueli Bachofen, Jim Baker, Mark Bavoso, Marina Behr, Beverly Bell, Peter Bernstein, Scott Bessent, Eric Best, Chuck Biderman, Linda Bierds, Ted Bigman, Frank Biondo, Scott Black, Jess Bobier, Leslie Bocskor, Andy Boszhardt, Francine Bovich, Emily Boyd, Ben Bram, Gary Brandwein, Alex Bridport, Ravi Bulchandani, Ray Cameron, Peter Canelo, Angelica Cantlon, Sam Carroll, Ty Carmichael, Roger Carter, Lori Cohane, Rita Colella, Lee Cooperman, Doug Coppola, Hernando Cortina, Jon Corzine, Ron Crismon, Larry Cunningham, Parthie Darrell, Richard Davidson, Mark Dayton, Christina de Marval, Nathaniel de Rothschild, Robert de Rothschild, Jeannine Deloche, Melinda DeMaio, Alex Denner, Sarah Devlin, Brit

Dewey, Madhav Dhar, David Dineen, Patrick Downs, Laura Dox, Renee Dugan, Ken Ebbitt, Charley Ellis, Lior Evan, Susan Everly, Caroline Everson, Caroline Falk, Amy Falls, Ali Fayed, Henry Fernandez, Doug Fields, David Fife, Gene Fife, Jim Fisher, Bill Flatley, Rose Ford, Wolf Forster, Tom Frame, Cedric Francois, Carlos Frederico, Ken Froewiss, Glenn Fuhrman, Dilip Gadkar, Steve Galbraith, Fran Gallagher, Stretch Gardiner, Michael Gellert, Stephen George, Heinz Geyer, Khalid Ghayur, Debra Gill, Gaspare Gioia, Bob Goldfarb, Marian Goodell, Gary Goodenough, Berry Gordy, Rick Gould, Andie Grace, Jim Grant, Richard Grant, Tone Grant, Jerry Guthrie, Katy Hall, Tracy Hanyak, Larry Harvey, Sam Hayes, David Haynes, Mary Healey, Katherine Hennessey, Tom Herman, Mike Hertz, Calvin Hill, Janet Hill, Bill Hobi; Manuela Hoelterhoff, Greg Hoogkamp, John Howard, Patsy Howard, Liz Iannone, Anand Iyer, Angela Jelmolini, Janice Johnson, Robin Joines, Kia Joorabchian, Alois Jurcik, Allison Karayanes, Steve Kay, Carey King, Ellen King, Norman King, Peter King, Andrew Kirk, Barbara Kirk, Dallas Kirk, Kathy Kirk, Skip Kirk, Terry Kirk, Seth Klamman, Paul Klug, Anita Kolleeney, George Kozmetsky, Gailen Krug, Eddie Lampert, Kinga Lampert, Nicholas Lampert, Kathy LaPorte, Ruth Laredo, Rick Larkin, Noreen Leahey, Ben Leewak, Bob Lenzner, Marty Liebowitz, Jay Light, Nelly Linggi, Joanne Lipmann, Robert Louis-Dreyfus, Thierry Lovenbach, John Mack, Lois Macri, Jeff Madrick, Burt Malkiel, Tim Maloney, Jeff Marcus, Nancy Marcus, Joanne Marini, Ron Masci, Fariborz Maseeh, Cecile Mattei, Robin Maynard, John McArthur, David McCreery, Sarah McDaniel, Jack McDonald, Kathy McDonough, Katherine McKinnon, Tom McManus, Catherine McRae, Richard Menschel, Robert Menschel, Cory Mervis, Danny Meyer, Diana Meyer, Jack Meyer, Bill Michaelcheck, Alison Mignoni, Peggy Moreland, Sue Morelli, Bill Morton, George Moseley, Kirsten Moss, Cyril Moule-Berteaux, Vreni Mueller, Cynthia Muller, Linda Munger, Robert Murchison, Peter Nadosy, Que Nguyen, Walter Ochsner, Stephanie Oesch, Pilar O'Leary, Michael Parekh, Elizabeth Peck, Jay Pelosky, Mark Peters, Wayne Peterson, Chris Petrow, John Phelan, Dina Pinos, Dick Powers, Diana Propper de Callejon, Richard Rainwater, Narayan Ramachandran, Edna Reid, Hank Reiling, Barbara Reinhard, Doug Rentz, Kyelim

Rhee, Linden Rhoads, Larry Ricciardi, Lucy Ricciardi, Nick Ricciardi, Christina Roedema, Chase Rogers, Jack Rogers, Jim Rogers, Sally Rogers, Bob Rubin, Diana Ryan, Anthony Scaramucci, Robert Scherer, Susan Scheuble, Alan Schroder, Rick Schwartz, Jim Schweitzer, Hayedeh Sepahpur, Jack Shepherd, Nicole Sherwood, Robert Shiller, David Silfen, David Singer, Arthur Soter, Rod Spiedel, Ed Spiegel, Susan Squires, Karen Stewart, Henry Stifel, John Straus, David Swensen, Barbara Theodorellis, Andrew Tobias, Michael Urias, David Vanrenen, Helen Vendler, Mary Viviano, Peggy Wager, John Weinberg, Andy White, John Whitehead, Jacques Wittmer, Ursula Wittwer, Kent Womack, Xiyan Xe, Sam Ye, James Yellen, Ardeshir Zahedi, Jing Zhao, Lloyd Zuckerberg, Roy Zuckerberg。

感谢以下各位给予我极大的帮助：

Ariel Aisiks, Matt Arpano, Jim Ash, Tom Aydelotte, David Bacal, Mark Bavoso, Jim Bell, Jerry Bierbaum, Sonya Bogaars, Roli Breiteneker, Felipe Britto, Matthew Bronfman, Danielle Brown, Jennifer Brown, Adolf Brundler, Adriana Burke, Cam Burns, Tracy Chesman, Sue Conroy, Nigel Cree, Rachelle Curry, Andy Cushman, Michael David, Michelle Debusschere, John Devlin, Danielle Donovan, Kerry Dowd, Robert Dunn, Rob Dyer, Joe Eisler, Lincoln Ellis, Amy Esposito, Cara Fanning, Catherine Farmer, Alex Fash, Dan Finnegan, Pat Finnegan, Julie Frist, Jorge Garcia-Garcia, Godfrey Gill, Mark Glasser, John Goodwin, Scott Gregorchuk, Josh Gully, John Halasz, Lisle Harding, Kim Hatchett, Marianne Hay, David Horn, Jennifer Ioli, Calvin James, Joe Karas, Tom Kazazes, Christina King, Jennifer Kloppenborg, Josh Knechtel, Jeff Kobernick, David Kratovil, Gina Kuhlenkamp, Liz Lee, Willi Leimer, David Lew, John Loeb, Terry Markey, Gail Massey, Leena Mathew, Kathy McAvey, Tim McLaughlin, Sarah Meehan, Trish Metz, Marie Mole, Rick Morgan, Jim Moye, Peter Muller, Gerry Noejovich, Bridget O'Daly, Fabian Onetti, Jon Orseck, Miguel Osio, Mercedes Paratje, Andy Peake, Jack Petersen, Raul Pineda, Skip Pratt, Zelle Reams, Madelyn Reddin, Eileen Reynolds, Rachel Richards, Rich Rogers, Ron Robison, Sarah Rolston, Bryan Romano, Peter Rukeyser, Kimi Sato, Gene Schatz, Alan Scheuer, Andrea Scola, Rob Sechan, Dick Seidlitz, Omar Seymour, Jack Shepard, Bruce Simon,

Elena Stremlin, Bibi Swenson, Silvia Suarez, Louise Teeple, Bill Tugurian, Henry Valera, Itche Vasserman, Jennifer Vaughan, Jason Vickery, Norb Vonnegut, Patrick Wall, Louise Wasso-Jonikas, Wheelock Whitney, Alex Williams, Jim Wombles, Stella Wong, Eric Yamin。

特别致谢:

Harris Blum, Bob Boiarsky, Bill Broadbent, Anne Brown, John Brynjolfsson, Norm Burger, Ed Butowsky, Elizabeth Camp, Peter Carman, Louise Casanova, Tony Casanova, Eva Castillo, Bob Castrignano, Dollaya Chabongsai, Jill Chanin, Nicole Cheslock, Kelly Close, Jim Cramer, Tom DeLong, Jon Diamond, Michelle Doig, Kelly Drop, Townes Duncan, David Edwards, Duncan Edwards, Bill Farrell, Alf Field, Michael Finkbeiner, Bobby Frist, Annemarie Froehner, Robert From, Jack Gabarro, Ernst Gall, Pat Geyer, Marc Goldman, Diana Gomez, Jeff Graves, Jimmy Griscom, Bill Gruver, Urs Guthmann, Ted Hampel, Sam Hayes, Tom Healey, Mike Higgins, Jamie Hirsch, Sue Hostetler, Kevin Hunt, Rene Jaquet, Marc Jourden, Skip Karetsky, Shannon Kates, Maya Koenig, Kimberly Kravis, Larry Kudlow, Elizabeth Kuo, Eiichiro Kuwana, Robert Lamb, Ed Landry, Christian Lange, Aaron Liberman, Ching-Shan Lin, Diana Lindsay, Ferdinand Lips, Dan Long, Vickie Longo, Henry Looser, Kent Lorentzen, Alex Lynch, Liz Lynch, Coleman Lyons, Alec Machiels, Lauren Male, Ted Malloch, Kim Markowitz, Susan Mayring, Alighiero Mazio, Steve Memishian, John McArthur, Dan McCarthy, Tom McConnell, Ellen McRedmond, Linda McRedmond, Mitzi Meriwether, Doris Meyer, Michelle Montague, Missy Moore, John Morris, Tom Morrow, Jennifer Murphy, Ray Nasher, Jane Norris, Richard O'Connell, Morris Offit, Steve Paine, Susan Paine, Emilie Paisley, Mark Peters, Keith Phillips, Tom Piper, Kimberly Quinones, Hank Reiling, Jaclyn Reindorf, Vicki Reyes, Kevin Richardson, Ramzi Rishani, Jose Rivera, Robert Roethenmund, Dick Rogoff, Amy Rosmarin, Owi Ruivivar, Regina Rule, Arnold Saltzman, Ammanda Saltzman, Arif Sarfraz, Robert Scherer, Jacqui Schwab, Camilla Seth, Ruchir Sharma, Carol Shasha, Dennis Shea, Peter Sherwood, Ruby Sherwood, David Singer, Roy Smith, Nadine Smith, John Snyder, Andrew Stevens, Scott Stuart,

Todd Taylor, Nick Valenti, Gail van Lingen, Renee Vara, Alex Viner, David Wallace, Jean Wallace, Bruce Whitman, Barrie Wigmore, Nadine Wong, Bill Wright, Edwin Wydler, Tucker York, Diana Young, Pat Young, Drew Zager, Shelley Zimmerman。

感谢我的同伴们所付出的辛劳和汗水,以及他们的创造力:

Michelle Ahn, Christen Brown, Yi Ding Chen, Caroline Chu, Denise D'Alberto, Natalie Dillon, Hal Goltz, Charlotte Greenough, Jill Hanson, John James, Wei-Kai Lang, Celine Ma, Mike Mascetti, Lily Rafii, Kyelim Rhee, Ilana Seidel, Irene So, Elizabeth Wells, Richard Whitworth。

言语已无法表达我对一些同伴们深深的感激之情。如果没有他们的肯定、坚持、耐心、智慧、鼓励、指导、勤奋、奉献、思路清晰、目光高远、注重实效以及崇高的理想,本书是无法完成的。我要谢谢:

Ela Aktay, Judy Brown, Catherine Dassopoulos, Frances Drake, Jennifer King, Regina Maher, Josephine Rosenberg, Annie Rusher, Stephanie Whittier。

我非常高兴在这里向我的家人致敬,我爱他们,我感激他们,他们永不言败地为我喝彩。怀着深深的敬意,我要把这本书献给我的妻子 Diane Darst,我们的孩子 Elizabeth Darst 和 David Darst,以及我的兄弟们 Guy Darst, Chuck Darst, Dan Darst 以及 Kitty Darst, Josie Darst, Mary Darst, Jackson Darst, Elaine Woodall, Allison Eden, Tom Woodall, Valerie Belmont, Debra Lanman, Jonathan Lanman, J.T. Lanman, Nell Lanman, Donald Netter, Bob Wassman, Bobby Wassman, Robert Wassman, Susan Wassman。

“艺术”(art)一词来源于拉丁文,可以一直追溯到古印欧语系词根“ar”,它的意思是“组合”。而现代众多的词典将“艺术”一词定义为:(1)表示美丽的、吸引人的,或者超乎寻常的意思;(2)掌握一门技术或一门学问的原则、方法;(3)人类行为的技巧。除了因为“艺术”具有以上这些含义之外,将此书命名为《资产配置的艺术》的另外一个重要原因是,本书使用了 130 多幅图、表帮助投资者更快地领会并掌握资产配置和投资理念。我希望投资者通过本书的阅读,在这门艺术(当然更是科学)的帮助下,在所有市场环境下都能取得极大的成功。

戴维·M.达斯特

目 录

译序	1
前言	1
序言	1

第一部分 资产配置的理解

第 1 章 资产配置要素	3
概述	3
资产配置的含义	3
资产配置的基础	6
资产配置的风险与收益	9
保值型资产与成长型资产	12
通货膨胀对购买力的影响	13
第 2 章 资产配置过程	16
概述	16
财富水平、投资者需求与资产类别的搭配	16
资产配置的类型	18
资产配置和其他方法之间的交集	25

第二部分 资产配置的技巧

第 3 章 资产配置工具与概念	33
-----------------	----

概述	33
现代投资组合理论/有效市场理论	33
资产与投资组合收益	36
资产与投资组合风险	48
风险与收益	59
资产收益和相关性的忠告	68
资产配置优化模型	69
资产配置优化软件	75

第 4 章 资产配置再平衡

概述	76
再平衡原则	77
再平衡的优点和缺点	78
超比重资产配置的起因与含义	80
再平衡的范围	84
有关积聚头寸的特别考虑	87
再平衡的方法	91
资产配置放任自由——不进行再平衡	99
再平衡的敏感性分析	101
再平衡成功的重要因素	114

第三部分 资产配置的基础

第 5 章 个人投资者行为

概述	119
影响个人投资者资产配置决定的因素	119
个人投资者资产配置行为的演变过程	121
影响个人投资者资产配置行为的主要决定因素	123
战略性和战术性原则	127
个人投资者的行为特征	133
金融市场历史的教训	139

透视行为金融学	141
---------------	-----

第四部分 资产类别的特征

第 6 章 区分资产类别的特性	157
-----------------------	-----

概述	157
资产大类	157
评估资产类别	159
各种资产的参与者	162
资产类别与资产子类别	164
资产类别描述	164
资产类别比重分配与运用	201

第 7 章 资产收益率分析	206
---------------------	-----

概述	206
资产收益率数据处理	206
按若干年分组的资产年收益率	207
按单年度分组的资产年收益率	213
按经济周期分组的资产年收益率	224
不同资产类别中收益率的轮流领先者	230
按单年度分组的行业部门股票年收益率	232
股票市值最大的公司	236
美国最大公司单年度收益率	239

第五部分 金融市场分析与投资决策

第 8 章 构造分析框架	247
--------------------	-----

概述	247
社会分析	248
市场周期分析	249
情景分析	251
投资者满意度分析	254

投资策略执行分析·····	256
财务指标比较分析·····	259
金融市场环境分析·····	264
资产配置阶段和周期·····	267

第六部分 战略与战术

第9章 资产配置矩阵与工作表·····	273
---------------------	-----

概述·····	273
资产配置过程中的工作表·····	274
资产配置工作表的内容·····	277
资产配置工作表的局限性·····	277
资产配置指导原则·····	279
投资者的资产配置周期·····	283
市场表现的先后次序·····	285
资产配置矩阵·····	288
投资者基本情况工作表·····	291
投资前景工作表·····	296
投资领域工作表·····	301
风险规避矩阵·····	308

第一部分

资产配置的理解

第 1 章

资产配置要素

概 述

本章的主旨在于介绍有关资产配置的问题,如为什么资产配置至关重要,资产配置包含哪些细节问题,以及资产配置应如何与投资者的投资想法相匹配。

本章同时也涵盖了大量有关资产配置入门知识和观点。首先,我们考察了资产配置的基本含义,包括根据各类资产的不同特性构建有效的资产组合,进行资产配置的权衡,为给定的资产类别设定数量上的限制,以及实现分散投资。其次,逐一图解和详细解释资产配置过程中的这些相继步骤。

本章全面分析了资产配置过程中至关重要的资产、市场以及投资者基础,后续章节将对此一一详细讨论。我们在此处关注的是资产配置的风险和回报,并将资产配置方案表现最好和表现平时的金融市场环境进行比较。最后,本章研究了通货膨胀对购买力的影响,以及让投资者在两个基本的资产类别——保值型资产与成长型资产——之间进行抉择的动因。

资产配置的含义

对于不同类型的投资者,资产配置的含义不尽相同。

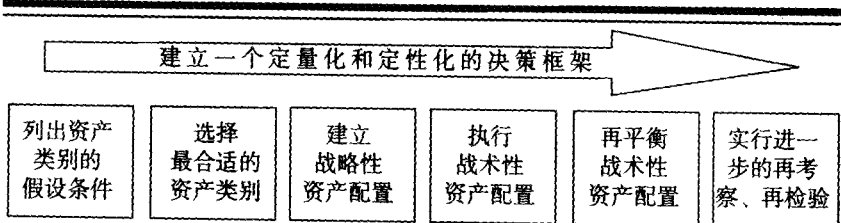
对于多数的专业投资者,资产配置通常意味着:(1)计算各种不同资产的收益率、标准差和相关性;(2)运用这些变量进行均值一方差最优化从而选择不同风险收益率的资产组合;(3)根据机构的目标、历史、偏好、限制以及其他因素,分析和执行备选的某一资产配置方案。

对于个人投资者,资产配置不一定包括这些正式的计算过程。一般而言,个人投资者进行资产配置时通常要对以下事项予以特别关注:(1)税收状况,以及其他一些与给定的资产组合相关的税后因素;(2)投资者的个人动机、个人情况,以及市场的周期性和长期前景。

影响投资者资产配置决策的战略性考虑包括:满足子女或长辈需求的大额支出的时间分布和金额;风险的度量和承受能力,以及因承受风险与损失而得到适当补偿的能力;评价收益的绝对和相对目标及基准;一个或多个投资集合头寸的影响;个人财产如艺术品、珠宝和收藏品;重要的金融负债如抵押借款和保证金借款。

在对投资者财务状况和投资目标进行全面的分析后,我们用一系列有序的步骤来概括专业资产配置过程,如图 1.1。

图 1.1 资产配置的有序步骤



资料来源:作者。

第一步,投资者与其投资顾问会对关于未来期望收益、风险及各资产类别间未来收益的相关性关系的各项假设进行测算,并对其进行详细说明。

第二步,投资者与其投资顾问将选择最能够与投资者的投资构想与目标相匹配的各种资产类别,它们构成的资产组合在一定的风险下能够给投资者带来最大收益,换句话说,在给定的收益下带来的风险最低。

第三步,投资者可以建立长期的资产配置策略(有些投资者称之为“战略性资产配置”)。围绕未来资产组合预期变动的趋势,该策略应反映出长期最优化的标准。

第四步,在战略性资产配置的原则下,投资者将制定战术性资产配置的决策。

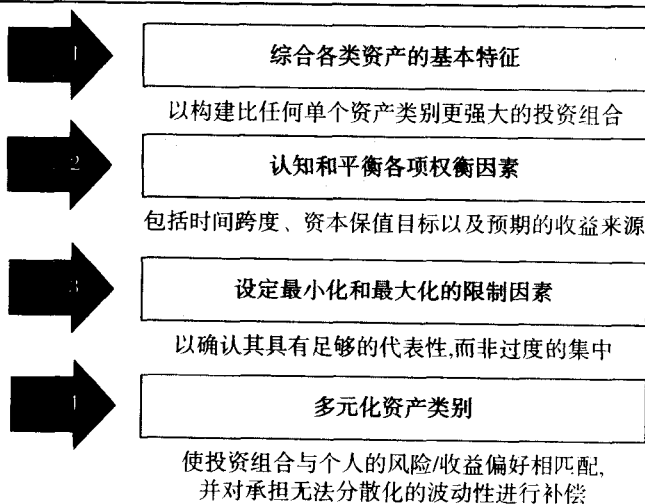
第五步,在多数情况下,在战略性资产配置的框架下,投资者将定期

对资产组合进行再平衡,同时不能忽视与再平衡行为有关的税收和交易成本。

最后,投资者还需不时地考察战略性资产配置本身,以确保其符合投资者所处的现实环境、心理状态、资产组合中不同资产类别的前景,以及对金融市场的大势预期。

对于许多投资者而言,资产配置不仅仅意味着对收益、标准差和相关性进行数学的最优化运算,还具有更深远的意义。其中部分意义在图1.2中予以说明。

图 1.2 资产配置的基本意义



资料来源：作者。

重要的是,资产配置综合了不同类别资产的主要特性,在此基础上形成投资组合,相对于每个组成成分,该投资组合都具有更好的风险/收益特征。此外,资产配置也是不断进行认知和平衡的权衡过程,其中在投资者的时间跨度、资本保值目标和预期的收益来源方面的权衡尤其重要。

同时,资产配置也需设定最小化和最大化权衡因素,以确保选择足够的资产类别而不是过分集中于某类资产。

最后,资产配置要实现多种类别资产与特定投资品种的分散投资,从而将投资组合的期望风险特征与投资者自身的风险承受水平相比配。资产配置通过分散投资寻求在一段足够长的时间内提供更高的回报与更低

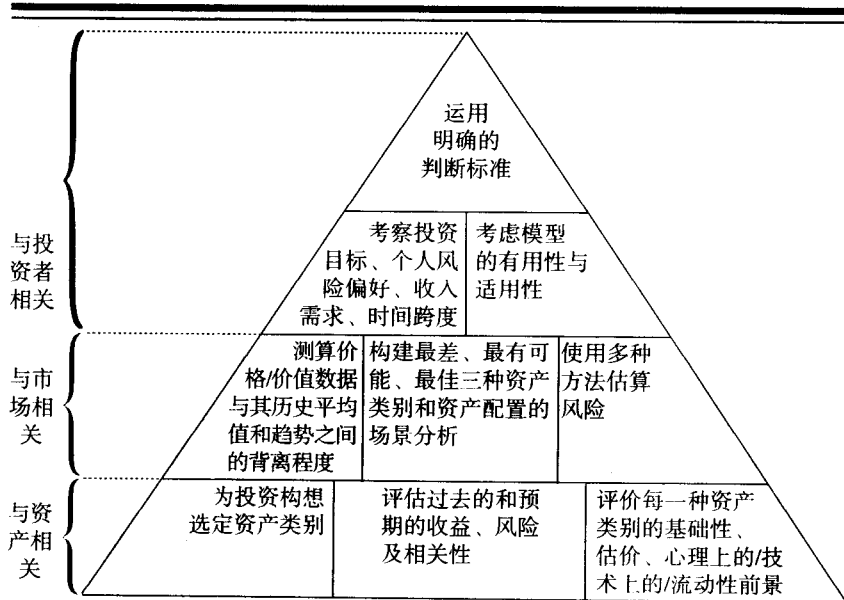
的风险,并对投资者承担无法分散的波动性予以适当补偿,而并非利用有限的资产类别去迎合市场的变化。

究其本质,资产配置着力于解决四个基本问题:(1)在股票与固定收益证券间,如何才能达到最佳的资产组合?(2)在国内资产与国际资产间,如何才能达到最佳配置?(3)如何确定基准货币和非基准货币的仓位?(4)在常规和另类投资中,什么才是最佳的资产分配?以上述问题为背景,资产配置关注两类至关重要的投资决策过程:(1)投资者准备承受多大的价格风险与购买力风险?(2)投资者是倾向于定期还是不定期对投资组合进行再平衡,或以上两种情况都不是?

资产配置的基础

为了增加资产配置成功的可能性,投资者要采用严密的、前后一致且经过仔细推敲的方法来解决资产配置的基础问题。其中一些最重要的资产配置基础见图 1.3。

图 1.3 资产配置的基础



资料来源：作者。

与资产相关的资产配置基础有：

- **资产类别的选择**：投资者必须决定哪些资产类别可以被纳入投资组合的范围，或者换个说法，哪些资产类别将被排除在外。举例来说，对于固定收益证券，投资者需要考虑选择应税还是免税的证券，或者将两者均纳入投资组合，并决定所选证券的品质（投资评级、高收益或两者皆有）、到期时间（短期、中期、长期，或者长中短期相结合），以及其他特征。某些特征将影响到资产大类的选择，包括：（1）可用于投资的金额；（2）投资者可以致力于资产配置的时间；（3）投资者个人的状况、经验、市场预期、偏好与厌恶；（4）其他评判准则，包括成本、效率、流动性和可见的社会影响。
- **资产特性的评估**：投资者需要认真测算历史以及预期的风险、收益或各项资产类别间的相关性关系。投资者还必须特别仔细地研究和思考以上参量——风险、收益和相关性——相对于历史上的高点和低点是继续其趋势还是反向运行。
- **评价各项资产类别的前景**：投资者应该根据一些标准来评价不同类别的资产，这些标准应该被严格采纳以使投资者更清楚地了解到：（1）隐含的经济与金融基础；（2）按照历史水平和相对于其他资产的估价；（3）影响资产价格的心理、技术和流动性因素。其中，基础因素包括：经济、货币以及财政环境；公司利润增长以及通货膨胀或通货紧缩的预期；政府、汇率以及政策的变动。估价因素包括：资产估价模型的类型、输入变量和适用性；估价的特定标准（比如，对股票而言有市盈率、市净率、市价与出售价格之比、股息率以及买卖价差）。心理、技术和流动性因素包括：投资者持有的资产状况以及买卖不同资产品种的资金流入和流出情况；投资者情绪的测度；公司及其内幕人员的买卖行为；以及其他影响投资者行为的因素，如现金比率和保证金借款活动等。

与市场相关的资产配置基础有：

- **测算背离程度**：图表可以帮助投资者根据周期与长期趋势评判某项资产的价格与价值水平，以及估计这种价格与价值如何接近或背离资产的长期平均价格或价值水平。例如，金融市场的众多参与者关注某项资产已背离其历史收益与风险水平的持续时间与

程度。

- **场景分析**: 实行一系列场景分析的目的在于帮助投资者现实地估算各种不同的经济与金融条件发生的可能性。通过这一方法, 多种多样的最差、最有可能和最佳事件以及这些事件对特定资产或资产组合的影响, 将使投资者对随之产生的情绪和投资反应做好心理准备。
- **风险估算**: 许多投资者以其资产价值或净值所面临的已实现或未实现损失来衡量风险, 这种想法确实已经根深蒂固了。风险估算、风险评价以及风险控制在任何资产配置的活动中都应扮演重要的“角色”。其中, 最常用的风险测算方法包括: (1) 投资收益标准差; (2) 给定时间区间内, 如一天、一星期、一月、一季度、一年或更长时间范围内的最大损失; (3) 从波峰到波谷的最大振幅; (4) 资产价格达到前一个峰值所花费的时间。

与投资者相关的资产配置基础包括:

- **投资者状况考察**: 投资者需要将自身的状况作为资产配置中不可或缺的一个环节来进行思考和分析。这些个人状况包括: (1) 投资者目标、经验、心态以及心理上的各种特性; (2) 投资者人口、收入和财产状况, 目前及将来的家庭成员以及随时间推移而可预见到的相关的资本流入流出情况; (3) 配置资产的投资活动的时间跨度。
- **模型有效性分析**: 金融、投资和资产配置模型都服务于一个实用性的目标, 因为它们在资产配置过程中运用符合逻辑的推理、量化的计算以及分析规则。同时, 过分依赖于投资模型会导致严重的弊端。投资者需要尽可能深入地研究过去与未来的金融状况、极端事件及其他情形: (1) 何时模型最实用和有效; (2) 何时类似模型的价值十分有限。
- **判断力的运用**: 资产配置中最重要的基础因素或许就是对构建投资组合的每个过程和持续的投资行为进行合理且明智的判断。为达到此目的, 投资者应保持适度的怀疑精神, 尽量找出资产组合整体或者其组成部分中的错误推论、不恰当/不准确假设以及薄弱环节。

资产配置的风险与收益

资产配置的优缺点

资产配置的优点之一是能够改善某项投资组合的综合风险/收益水平。正如本章前面所提及的,为实现这一目标,投资者在构建恰当的资产组合时通常基于以下考虑:(1)投资者的需求与性格;(2)纳入投资组合的各项资产的风险、收益和相关系数等特性;(3)金融市场的前景。资产配置的核心目标是为了在给定的风险水平下,增加整个投资组合的收益,或是在一定目标的收益水平下,减少整个投资组合的风险。对于特定的投资者,要使资产配置在任一有效的时间框架下都产生令人满意的结果,就应该以适当的比例对具有适当特性的适当资产类别进行配置。

资产配置的一个主要缺点在于,它导致投资者错失了投资于一类或几类涨幅显著且稳定的资产类别的机会。标准普尔 500 指数从 1995 年到 1999 年年收益率分别达到 37.5%、22.9%、33.4%、28.6% 和 21.0%,促使投资者越来越多地关注美国大盘股,而对资产配置的有效性和作用失去了兴趣。具有讽刺意义的是,历史经验表明,许多有关股票、债券、商品、房地产及其他资产类别的异常价格波动都发生在投资者均普遍认为价格的走势将会继续扩大他们的收益或损失时,而这正是实施投资组合再平衡与分散化的资产配置的绝佳机会。

资产配置起作用的条件

在某些金融市场环境下,资产配置提高风险控制和投资收益的机会要高于其他市场环境。当符合下列所显示的一项或若干项条件时,资产配置活动通常会产生令人满意的结果:

- 价格的循环领涨:如果不出现单一资产类别的收益率每年都超过其他资产品种的情况,那么该资产配置将会不断增值。资产配置的分散化使组合内的不同类别资产的价格在不同的年度循环领涨,由此帮助投资组合从表现好的资产上获利,而避免过分地依赖于表现不好的资产。
- 稳定的关系:如果收益、风险(由收益的方差或标准差衡量)以及资

产类别间的相关性在一定时期内保持合理的稳定,资产配置的结果有望近似于预期的结果。

- **低相关性:**资产配置理论所隐含的基本假设之一即为同一时期内,多数主要资产价格呈现不同方向和程度的变动。如果一类金融资产的价格朝一个方向急剧变化而另一类反向变化,则资产配置通常是卓有成效的,反之亦然。
- **稳定的成分/结果特征:**厨师的一个窍门就是允许成品菜的品质不受原料比重的小差错的影响。同样,成功的资产配置需要充分考虑到资产组合的一些微小变更所引起的后果。当投资者审慎进行资产类别的选择和斟酌时,整个投资组合的风险/收益状况应该达到合理的稳定,即便一项或多项资产的表现偏离历史预测或投资者的设想时也应如此。
- **适当的再平衡活动:**资产配置过程中有一项重要但经常被忽略的步骤,即需要监控由于价格走势差异所引起的不同类别资产权重的变化,并对此做出必要的调整。利用资产价格的循环走势进行资产再平衡活动通常是明智的做法。同时,投资者对投资组合进行再平衡时应该避免过早地放弃走势持续强劲的资产类别,也应该避免将资本过分集中于那些持续表现出下跌趋势的资产类别。
- **投资者判断力与技巧:**资产配置的最终结果在很大程度上决定于投资者在选择和评价资产类别、资产管理人以及特定投资品种等方面的判断与技巧。掌握一系列此类技巧并不容易,需要投资者具有诸多个性品质,如耐心、直觉、洞察力、勇气、决心、现实主义态度、灵活性以及自控能力与自知之明。

资产配置不起作用的条件

在某些情况下,资产配置可能导致投资结果偏离投资者的最初设想。造成这种结果可能有以下一种或者几种原因:

- **异常的金融市场环境:**当某种资产类别(如美国成长型大盘股)的表现优于另一项资产类别(例如中盘股、价值型证券、新兴市场证券和债券等)并连续数年呈现出较大的差额时,投资者可能会对资产配置持悲观的看法。面对这种情况,投资者可能会有以下表现:

(1)试图将投资固定于一些表现最出众的资产上;(2)轻视由表现好坏不同的资产类别组合后所带来的较低的混合收益;(3)往往关注于资产配置所带来的回报,而忽视了对资产配置来说同样重要的风险管理与风险控制功能。简而言之,资产配置有依靠资产的价值和年收益来改变其长期平均值的倾向,在持续的牛市(或熊市)的后期阶段,对平均值的偏离会持续下去,并远远超出历史平均水平。

- 不稳定的关系:资产配置的另一个基本原则是期望收益、以标准差衡量的风险以及主要资产类别之间的相关系数能够保持在它们的历史表现的一定合理范围内,并且对于不同资产类别这三者之间的关系能够总是保持真实性。当这些关系被打破,或者长期表现为一种反常模式时,某一给定的资产配置所产生的混合收益会远远偏离预期结果。
- 增长的相关性:当不同资产组合之间的相关性很高时,这些资产的价格变动会趋于同时起伏,分散投资所带来的减少风险的好处就会显著减弱甚至消失。在不同市场和来自于世界不同地区、投资于不同资产类别的市场参与者由于因特网、电子通讯工程、全球电视、多处分支机构的金融中介以及各种各样的资产衍生物市场等媒介而变得联系愈发紧密的时代,许多情况下价格之间的相关性也趋于上升。在市场的 unstable 或外部的金融震荡频频出现,以及投资者可能更加依赖于多元化运营和资产配置来缓冲这种动荡时,这一现象会经常发生。全世界的大批投资者会通过将资产投入到某些行业群体(如能源、医药、主要消费品)、货币集团或者全国固定收益工具(如主权债券、抵押券)的策略进行投资组合。结果,全球资产的价格相关性增加,价格同步增长。这时,资产配置活动由于依赖于区域价格的多元化会产生令人失望的结果。
- 不稳定的组合或结果:假如投资者的资产配置中资产组合的一些轻微调整就可能使投资组合的预期结果发生大的变动,那么这种资产配置过程就不大可能生成令人满意的结果。当在一系列金融方案中对资产配置进行多种轻微调整时,上述原理常常可以帮助我们检测这些调整方案的预期风险和预期收益。一般情况下,通

过使用便携式计算器就可以做到这一点,不过在复杂的方案中,就需要借助于金融服务公司提供的资产配置优化设计程序或者通过因特网上的各种投资服务网站才能完成。通过这些称之为敏感性分析的过程,投资者可以判定资产配置构架的强项与弱点。

- 不恰当的再平衡活动:当考虑是否和如何再平衡资产配置时,投资者应该在头脑中始终记住两个关键问题。首先是再平衡活动的频率。有的投资者每个季度都要考虑再平衡资产配置,而其他一些投资者会间隔一到三年甚至更长时间也不愿改变其资产配置目标。其次是设置一个再平衡原则,当某项资产类别的价格剧烈波动引起资产权重变化时,该原则用于调整相应的投资组合。倘若投资者过于频繁或者过于缓慢地再平衡资产权重,其资产配置的期望收益就会受到很大损失,并且会使资产价值的损益情况背离投资者的长期最佳利益。
- 投资者的失误:人类具有犯错误的本性,经常会因为过分自信或者过分固执而低估或者忽视风险。反过来,过分小心也会使投资者无法精确地估计风险。在很多情况下,资产配置建立在这样一个预期之上,即没有人能够每年都准确预测不同资产类别的投资表现。不过,投资者可以投入时间和精力,努力使资产配置适合于他们的风险承受度、时间跨度、收入需求和税收状况,由此可以缩小期望结果与实际结果之间的差距。

保值型资产与成长型资产

对于长期投资者而言,购买力风险的重要性至少等同于市场价格波动风险。而另一方面,对于短期投资者而言,由于他们一般没有机会把好年份或坏年份中的投资业绩进行互相冲抵,因此,市场价格波动风险就会变得比购买力风险更重要。

资产配置的持续时间与购买力风险的相互作用,一般会使得投资者:(1)在长期投资组合中,更愿意投资于股票或类似于股票的成长型资产,这些资产相对具有更高的长期收益及更高的波动性;(2)在短期投资组合中,更愿意投资于保值型或平均收益型资产,这些资产相对来说长期收益

图 1.4 保值型资产与成长型资产

投资者特性	保值型资产	成长型资产
预期时间跨度	短期	长期
收入需求	高和/或可预见的	低和/或不可预见的
购买力的维持	低	高
市场波动的容忍度	低	高
股票市场前景	普遍熊市	普遍牛市

资料来源：作者。

较低,波动性也较弱。这些投资者资产配置指导原则的总结见图 1.4。

那些有特定的收入需求且可以接受长期投资要求的投资者宁愿选择:(1)从投资组合和/或资本增值中拿出少量本金,来谋求分红和利息收入的增长;而不是(2)构建一个严格通过分红和利息收入满足特定收入目标的资产组合。这些投资者相信,过分强调那些分红和利息收入在年总收益中占较高比例的资产(如债券、优先股、公共事业和房地产投资信托),从长远来看是放弃了通过股票和类似股票的其他资产(如房地产、风险资本和私募股权)所带来的资本高增长。所谓“总收益法”,是指既考虑资本收益又考虑分红和利息收入。这种理念受到众多大学基金的追捧,许多大学基金将其支出规定公式化,从而使得其投资组合的计划年总收益总是高于其固定支出以及指定用途的本金之和。

通货膨胀对购买力的影响

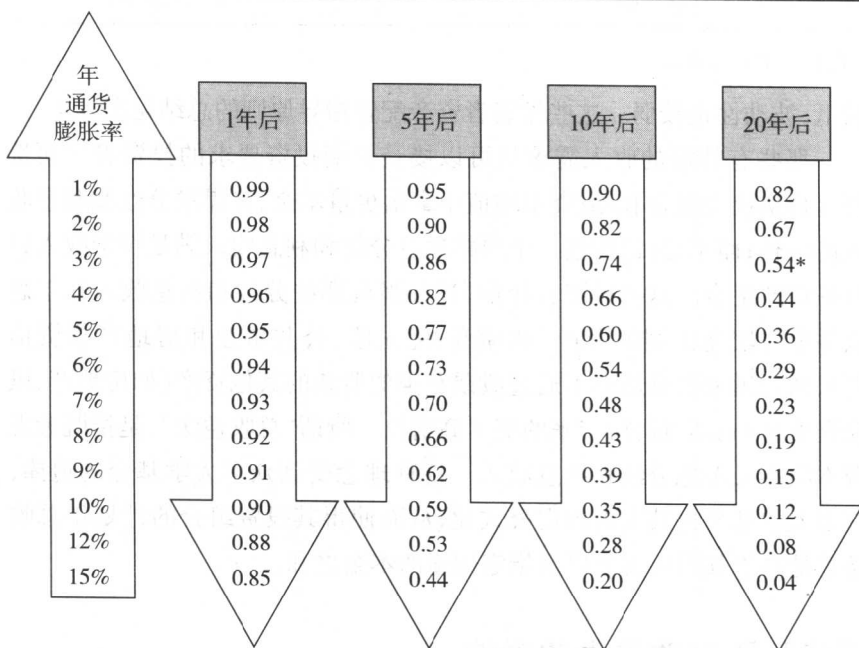
关于资产配置的最基本也是必须意识到的两个方面,是时间所扮演

的角色以及购买力风险的大小。那些使用长期规划来构建和管理财富大厦的投资者,有更多的机会用在好年份获得的收益来抵消因市场短期波动而造成的损失。历史显示,当投资者长期持有,如1年、5年、10年乃至20年地持有主流资产类别如债券与股票时,实现的收益率将趋向于资产的长期平均收益率(近似于标准普尔500指数的10.7%,或近似于美国长期国债收益的5.3%)。

甚至在相对适中的年通货膨胀率条件下,如果有超过20年的持有期限,投资者的购买力损失就会逐渐衰弱。图1.5显示了1%—5%的平均年通货膨胀率范围内,当投资期限分别为1年、5年、10年、20年时,投资者剩余购买力与原始购买力的比率。

如图所示,当年通货膨胀率为3%时,20年后,若假定本金价值保持不变,则投资者已损失了原始购买力的46%($1.00 - 0.54$ 的剩余购买

图 1.5 剩余购买力与原始购买力的比率



注释：* 税前,投资者需要持有价值为原始价值1.85倍的资产,才能够维持购买力不变。

资料来源：作者。

力)。根据这种方案,投资者需要资产价值成长至资产原始价值的 1.85 倍,以能够维持其原始购买力水平($1.85 \times 0.54 = 1.00$)。如果是税后,则需要增长的价值就更大。

从现代金融的历史来看,通货膨胀率不可能一直保持不变,而是有着升降变化,甚至在某些时期内会基于货币条件的变化、国内与全球的经济形势、资金流向、产品和服务的供需状况、生产者与消费者的预期以及其他因素,而表现为通货紧缩。当无法确定平均年通货膨胀率将在长期内保持一个特定的正值时,过去多年来的不同数额的购买力损失就会变成既成事实,并且代表了一种重要的风险,对于这种风险,投资者应该抱有清醒认识并为之作好准备。

第 2 章

资产配置过程

16

资产配置的艺术

概 述

为了更好地理解资产配置过程,投资者需要仔细考虑不断变化的财务需求、各种类型的资产配置以及资产配置如何与其他投资方法相互作用。投资者的资产配置要不时随着自己的财富水平在一定时期内的增减而变化。本章分析在投资者播种、建设并实现财富的时候,如何来满足这些需求。

资产配置的主要类型——风格、导向和投入——都在本章有所讨论。资产配置的風格可能是保守型的、稳健型的或者激进的;资产配置的导向可能是战略型的、战术型的或者是两者的结合;资产配置的主要投入可能是定量的、定性的或者两者兼有。本章还将介绍一种叫做业绩归因的过程,揭示了如何去分解投资者战略性基准收益的贡献因素的具体来源,这些战略性基准收益是相对于其实际战术性业绩而言的。

本章结尾部分将介绍这一资产配置过程如何选择以下因素:投资风格与行业基金、地区与国家、行业和证券、投资管理人、货币和市场时机。

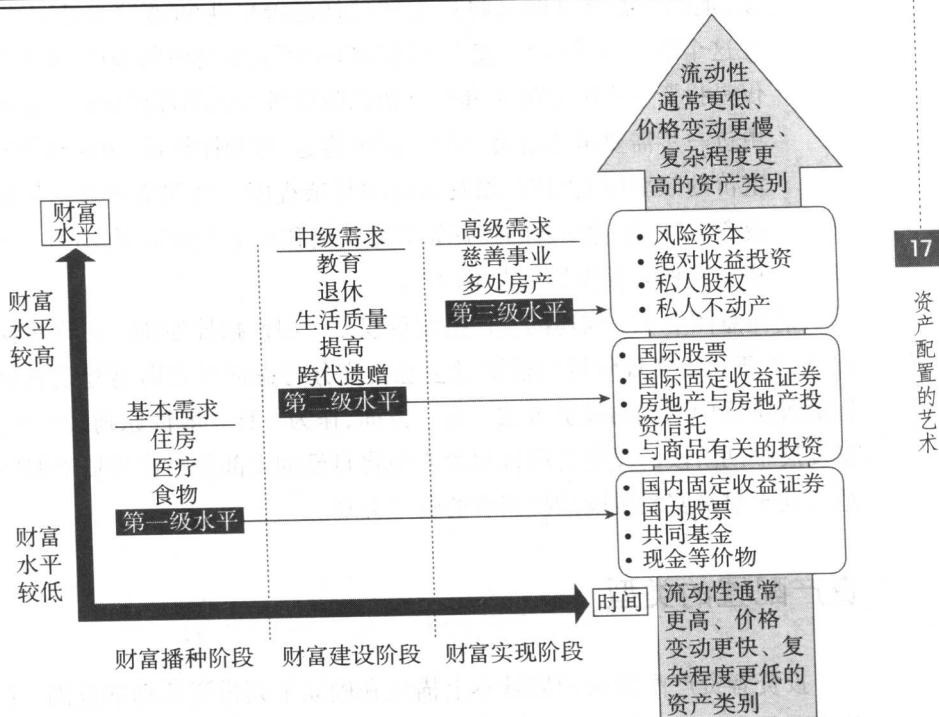
财富水平、投资者需求与资产类别的搭配

随着投资者经历了财富创造和财富实现,他们的需求和担忧也会演化,就像适合于他们的投资组合的各种资产一样。图 2.1 中描述了这个过程。

如在图 2.1 中所示的那样,投资者在其一生中通常会经历以下一个或多个财富阶段:

- 财富播种阶段:在开始或财富播种阶段,投资者主要关注的是诸如

图 2.1 财富水平、投资者需求与资产类别的搭配



资料来源：作者。

住房、医疗、穿衣、饮食和保险之类的基本需求。如果有多余资本可供用来投资,这些投资者应该考虑那些容易理解并提供合理程度的流动性的资产。这些资产通常包括现金等价物、国内股票,以及国内固定收益证券,投资者可以直接持有或者通过共同基金持有它们。

- 财富建设阶段:当投资者处于增长或财富建设阶段时,他们的需求扩大到包括教育、提高生活质量、退休和为后代积累财富。与此同时,在许多情况下他们可以投资的资产类别可能扩展到更多方面:不仅包括在财富播种阶段中提到的资产,还包括国际股票,国际固定收益证券,房地产和房地产投资信托(real estate investment trusts, REITs),甚至还包括与商品有关的投资。
- 财富实现阶段:在投资者获取大量财富的情况下——财富实现阶

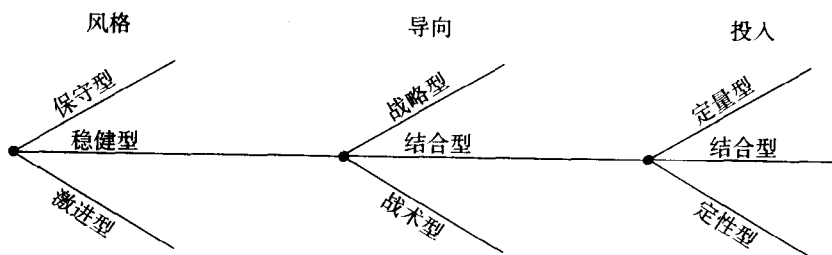
段——可能是通过例如公司并购、发行上市或继承之类的变现活动,他们的需求可能又将扩大到包括慈善事业和维护多处房产。在这个阶段,投资者可能会考虑投资于更大范畴内的资产,而不仅仅是投资于在财富播种和财富建设阶段所考虑的那些资产。这些更进一步需要考虑的资产的特征可能是:流动性较低,重新估值和定价的频率可能很低,以及更高的复杂程度。这些资产包括风险投资、某些绝对收益的投资如对冲基金和基金中的基金(即组合型基金)、私募股权和私人不动产。

请注意图 2.1 中描述的资产搭配仅仅是一般性指导原则。在许多情况下,处于财富实现阶段的投资者会想要充分考虑通常在财富建设和财富播种阶段中遇到的投资方式。另一方面,作为一种一般性原则,处于财富发展早期阶段的投资者应该尽力避免将自己的大部分财富投资于那些适合处于财富实现阶段的投资者的资产类别。

资产配置的类型

投资者资产配置的领域基本上描述和确立了其投资活动的范围,这种投资范围可以包括所有地理区域和资产类别,也有可能局限于一个国家或地区(例如北美、欧洲、拉丁美洲或亚洲)并且相对局限于股票、债券和现金。在确定了资产配置的领域之后,投资者可在自己的投资组合中适当考虑资产配置的类型。资产配置类型可根据其风格、导向及投入来划分,各种类型也可以按多种方式组合在一起,如图 2.2 所示。

图 2.2 资产配置的类型



资料来源：作者。

资产配置风格

资产配置的風格可以被描述为保守型、稳健型和激进型三种。我们很难在所有市场环境下将任何特定的资产或投资者性格严格划分为保守型、稳健型或激进型,因为这些风格与主流投资形式和金融市场环境有一定程度的互动和依赖关系。一种高质量的资产配置风格在金融市场稳定且通货膨胀率低的情况下可能被认为非常保守(例如债券和现金占很大比重),但是在其他诸如金融市场波动很大、通货膨胀率高、利率和债券价格大起大落等情况下可能会被认为非常激进。

在千年之交,保守型资产配置风格具有:(1)比重相对较低的股票和类似股票的投资(例如高收益和新兴市场债券、房地产、绝对收益投资、某些对冲基金、私募股权以及风险资本投资)以及对外投资和外币;也有可能结合(2)比重相对较高的现金和短期投资、固定收益证券以及国内投资和本币。

在相同的金融环境下,激进型资产配置风格具有:(1)比重相对较高的股票和类似股票的投资以及对外投资;也有可能结合(2)比重相对较低的现金和短期投资、固定收益证券以及国内投资。

在类似的金融环境下,稳健型资产配置应该位于保守型资产配置与激进型资产配置之间。

资产配置风格的其他特征包括投资组合的目标和预期价格表现。就整体而言,保守型资产配置风格应该表现出较低的价格波动性(根据投资组合收益的标准差来测算),并且极有可能是通过股利和利息收入而非主要通过资本增值的形式来产生收益中的较大份额。与此形成鲜明对比的是,激进型资产配置风格可能会表现出较高水平的价格波动性并以资本增值而非利息等收入的形式来产生收益中的较大份额。稳健型资产配置风格试图让价格波动性低于激进型风格而高于保守型风格,并产生收入和资本增值相结合的收益。

资产配置导向

如图2.2所示,资产配置的导向可分为战略型、战术型以及两者的结合型这三种形式。战略型资产配置试图为投资者建立最佳长期资产组合,相对较少关注短期市场的波动。战略型资产配置应该反映:(1)投资

者对金融市场和具体资产类别的中长期看法;(2)他们对于资产长期目标的与众不同之处可能导致资产配置向一个特定的方向倾斜(例如朝向特定币种或较低的投资流动性,投资收益的变动性更大,或潜在收益时机的确定性较小);以及(3)监控并管理长期风险的各种手段和可靠性。

战略型资产配置有几种作用。它能有助于确定在长期资产组合中将哪些资产包括进去。例如,一些投资者会决定用书面的参数标准来鉴别和确定他们需要长期投资的资产类别子群。例如小盘股、新兴市场股票、可转换证券,或房地产投资信托(REITs)。通常,战略型资产配置相对较少发生变动,主要因以下因素而变动:(1)投资者对风险的态度和收益目标发生显著变动;(2)对资产的收益、标准差和/或相关性的预期发生变化;以及(3)出现了一种投资者以前没有考虑过的新的资产类别。

总体战略型资产配置可以是以书面文件单独地或作为投资策略报告的一部分等形式出现,能为实施战术型资产配置活动提供指导。通过运用决策区间,投资者能分清战术型资产变动偏离战略型资产配置的紧密或者松散程度。例如,投资者的战略型资产配置可能会要求有30%的比重投资于高等级债券,有10%可供变动的区间(也就是说,最高可为40%,最低可为20%)。

为提高战略型资产配置的有效性,投资者应该为战略型资产配置中的每种资产选择适当的指数,以创立一个综合基准收益从而使使得可以对资产配置的总体战术型投资结果进行评测,在表2.1中我们举了一个这种计算方法的例子。

在对战略型资产配置基准(第5列)与实际产生的投资者的战术型业绩(第6列)进行的样本比较中,投资组合的当年实际收益超出战略型综合基准收益440个基点,即4.4%(20.9% - 16.5%,即第6列减去第5列)。

表2.1中的第7、8和9列通过一种被称作经营业绩归因分析法的程序来分解这种超常表现的具体缘由。经营业绩归因分析法被用来分清哪些因素对以下两者之间的差异有具体的积极作用或消极作用:(1)战略型配置基准收益(由每种资产的战略型资产配置比重乘以代表每种资产的指数的总收益而得出);以及(2)投资者的战术型收益(由投资者对每一种资产的战术型资产配置比重乘以由投资者对每种资产指定的工具或指定

表 2.1 典型战略型资产配置的戰略型与战术型基准收益

以美元计价的名义总收益									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (1) × (3)	(6) = (4) × (2)	(7) = (6) - (5) (7) = (8) + (9)	(8) = [(2) - (1)] × 4	9 = (1) × [(4) - (3)]
资产类别	指数	投资者战略型资产配置	最近年度战略型配置指数	最近年度投资者战术型收益	资产对战略型配置综合基准收益的贡献率	资产对投资者战术型收益的贡献率	战略型配置基准收益与投资者战术型收益的总差异	可归因于资产配置决策差异	可归因于战术型收益对指数收益的差异
美国大盘股票	标准普尔 500	45%	28.6%	32.5%	12.9%	16.3%	3.4%	1.6%	1.8%
日本股票	MSCI 日本	5%	5.1%	4.0%	0.3%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
新兴市场股票	IFCI 综合	5%	-22.0%	-17.0%	-1.1%	-0.3%	0.8%	0.5%	0.3%
美国长期国库券	Ibbotson 联合公司长期政府债券	30%	13.1%	14.6%	3.9%	4.4%	0.5%	0.0%	0.5%
高收益债券	Ibbotson 联合公司高收益企业债券	5%	0.6%	-1.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
现金	30天美国国库券	10%	4.9%	5.2%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
总计	100%	100%					4.4%	2.0%	2.4%
	综合战略型基准总收益				16.5% ¹				
	投资者综合战术型总收益					20.9% ¹			
	战略型对战术型收益总差异					4.4%	4.4% =	2.0%	+ 2.4%

注释：¹ 表示可能因四舍五入而加总数有出入。

资料来源：作者。

的经理人所实际获取的总收益)。

简单地说,经营业绩归因分析法帮助确定收益差异中多少是因为:(1)战略型对战术型资产配置决策造成的,以及(2)与代表每种资产的基准指数的表现相比,投资者(或其资产管理者)的业绩是良还是差。在给定的资产中也可运用类似方法。例如,经营业绩归因分析法可应用于美国大盘股股票,以确定投资者的实际业绩有多少是因为:(1)行业比重决策对标准普尔 500 基准;以及(2)在每一行业内对具体证券的选择对该行业基准证券构成。

在表 2.1 中,在战略型配置基准收益与投资者的战术型收益之间 +4.4% 的差异中,有 +2% 可归因于资产配置决策, +2.4% 可归因于投资者的战术型收益对基准指数收益。+4.4% 的总收益差额中, +3.4% 来源于美国大盘股股票(其中有 +1.6% 可归因于战术型地分配 50% 给这种资产的决策,而在投资者的战略型资产配置中,该部分资产比重则为 45%, +1.8% 可归因于这样的事实,即投资者自己的——或外雇人员的——资产管理业绩 +32.5%,超出当年标准普尔 500 指数的 28.6% 的收益)。与此同时,收益差异中的 +0.8% 归因于新兴市场股票(其中有 +0.5% 可归因于只将投资组合的 2% 投资于这种资产的战术型资产配置决策,而投资者的战略型资产配置中该部分资产应为 5%;另外 0.3% 可认为归因于投资者自己[或外雇人员]的资产管理业绩 -17.0%,业绩表现优于 IFCI 综合指数的 -22.0%)。另外 +0.5% 的收益来源于美国长期国债(其中 0.0% 归因于战术型资产配置决策,因为投资者分配 30% 投入这种资产正好与 30% 的战略型资产配置相等,且有 +0.5% 的收益归因于投资者自己[或外雇人员]的资产管理业绩 +14.6%,该业绩超过 Ibbotson 联合公司长期政府债券指数)。这些资产包括日本股票、高收益债券和现金,它们对战略型资产配置收益与投资者的战术型收益之间的差异的贡献可以忽略或为较小的负值。

战略型资产配置也能成为一种重要的参考指南,在市场陷入极度狂热或消沉状态从而诱使投资者大规模变动其资产配置时更会如此。虽然金融混乱常常会带来很具有吸引力的买进或卖出机会,但这些一般最好从一个战术型观点来考虑而非改变整体战略来应付市场的短期涨跌。战略型资产配置能有助于带来一定程度的反思、理智以及合理的且有条不

素的节奏以让投资者作出重要的资产配置决策。

战术型资产配置可能具有不同的形式,起到的作用也与战略型资产配置不同。有些投资者可能会针对资产配置采取一种主要为战术型的方法,将长期因素视为一系列短期因素之和,另外一些投资者则运用战术型资产配置来加强或抵消投资组合的战略型配置决策。常见的战术型资产配置时间跨度可以为一年,只不过有些大型专业投资机构和个人投资者因为具有充足的资源和智慧而可能会每个季度、每个月甚至每周来调整战术型资产配置(或者至少开会来讨论考虑这样的调整)。

当投资者有理由确信一种资产的定价过高(或过低),并且愿意通过降低(或增加)这种资产在投资组合中的比重在短、中期支持自己的这种看法的时候,就会倾向于使用战术型资产配置。在有些情况下,投资者可能会运用交易所交易的一揽子产品、指数期货、期权或其他种类的衍生品工具来迅速调整自己的风险。由于战术型资产配置对价格敏感并具有机会主义的本性,特定形式的战术型风险管理可以包括价格预警、限制性措施和止损指令、同期交割技术以及风险价值模型(value-at-risk, VAR)。

在实践中,许多投资者将战术型和战略型资产配置结合起来运用。战术型配置有助于投资者预测并对资产价格的大幅度变化作出反应(就像在一场越洋帆船比赛中作一些短期调整一样)。战略型配置允许投资者就资产配置作出长期规划以完成多年甚至是几十年的目标(就像在一场越洋帆船比赛中,选定航线、航行,并执行从起点到终点所需的大规模机动策略)。

资产配置投入

图 2.2 还着重介绍了投资者用以确定各种资产在整个投资组合中的比重的投入的类型。投资者可以通过运用定量模型、定性判断或者两者相结合的方法来确定各种资产的比重。

定量方法通常只有几个步骤,多数步骤可通过资产配置软件、磁盘、光盘或者互联网来轻易实施或获取。首先,投资者可能为投资组合挑选资产类别和子类别。诸如第 17 章表 7.1 中一个有 25 种资产类别和子类别,加上基准指数或基准来源的表格,能有助于投资者追踪投资业绩。表 7.1 还显示了在很多长时间间隔中资产的年投资收益和业绩的标准差,

而当整个期间的数据无法获得时就用较短期间的数据来计算。

第二,投资者可就以下因素作出假设:(1)未来预期收益;(2)正在考虑的资产类别的风险(以标准差这个术语表示);以及(3)每对资产类别的未来预期收益的相关性。许多投资者一开始会考虑在不同时间框架——从几年到5年、10年、20年以及30年——中的历史投资业绩、标准差以及收益的相关性。

第三,一个所谓的投资组合最优化计划能产生许多可能的资产配置方案,每个方案都有其不同的预期风险与收益水平。从这些结果中,投资者可以挑选一系列被称为有效边界资产配置的方案,展现对于一定预期收益水平具有最小风险的投资组合,以及对于一定风险水平具有最大预期收益的投资组合。

第四,在评估通过投资组合最优化建模软件而获得的资产配置方案时,投资者极有可能会对在投资组合中所允许的最大和最小数量设置上百分比限制和/或下百分比限制。在这个最终步骤中,投资者对最优化软件设置了限制。

在实践中,许多使用投资组合最优化建模软件的投资者不严格遵照软件的输出结果行事。就像飞行员将自动导航与手动控制相结合一样,这些投资者意识到计算机程序计算出来的结果是由对收益、风险和相关性假设的预期而确立的。这些预期未必同过去的历史情况一致,也未必需要在一些诸如交易成本、税负、保管和披露成本较高的情况下作出调整。因此,投资者需要根据自己的好恶来仔细评估这些结果的准确性和一贯性。

如前所述,定性方法在投资组合构建过程中起到作用,要么是与量化工具一道发挥作用,要么是作为投资组合设计的初始投入。资产配置的定性因素常常严重依赖于对历史数据、图表、统计工具和其他模型进行的分析。但把定性方法与定量方法区分开来的是前者主要依赖于投资者自己的合理判断和其他投资顾问的建议,而不是数学运算法则或软件程序,从而确定初始投资组合中的比重,然后在适当的时间间隔中作出改变。

一般来说,定性资产配置方法评估基本评测标准(例如经济指数和盈利估计、货币状况以及工资、价格和生产力趋势的变化等),估价标准(例如实际利率、收益曲线的斜率、市盈率和市净率等),以及心理/技术/流动

性评测标准(例如资金流量、投资者信心指数、波动性指数以及价格和交易量表等)。这些评测标准是在绝对的基础上并相对于长期历史平均数得到执行的,常常以标准差高于或低于其长期平均值的大小来表示。

定性方法的另一个重要组成部分包括就假设、过去的和预测的收益,以及不同资产间的关系与可信赖的人士进行讨论和咨询,来测试其准确性、一贯性以及实际可操作性。在选择及开发资产配置的定性和定量投入时再怎么强调反思、常识和理性思考的重要性都不为过。投资者所能用到的所有模型、理论构成和根据定律作出的资产配置方案如果没有才能、意志和智慧来策划就会一钱不值。

资产配置和其他方法之间的交集

对于能在一定时期内产生较好的投资收益的资产配置来说,投资者必须掌握选择和再平衡资产的技巧来与其他方法相结合。在许多情况下,所有最聪明、经验最丰富、最精明的投资者都可能在一定程度上依赖诸如资产管理人、咨询师、评级机构、新闻报道以及金融中介机构之类的途径来获取专业知识和建议。

图 2.3 列出了影响资产配置的选择决策。这些方法当中有几个在下面几个段落中有些介绍。

图 2.3 影响资产配置的选择决策



资料来源：作者。

风格和资产子类别选择

如果可以把资产配置比作是挑选哪些森林的过程,那么就可以把风

格和资产子类别的选择比作挑选哪些品种的树。风格和资产子类别选择也包括所谓的主题、产业或板块选择。这个方法除了适用于股票之外,还适用于许多主要的资产类别。在有些金融市场环境下,一个给定资产类别中的大多数资产子类别常常大致同向移动,而在另外一些金融市场环境下,资产子类别可能会在收益上表现出程度相当大的分化。因此,投资者应该注意这些区别,而不管这些区别是否实际上被用来在特定资产类别中划分出单独的分支。

例如,在债券资产中,投资者可以根据信用评级(范围从较高的投资等级到中等级别,再到低等的级别)、根据到期期限或持续时间(从短期到中期再到长期)、根据资产子类别(从政府债券到政府机构债券、公司债券和免税市政债券)来配置资产。

在股票资产中,投资者可以根据市场资本规模(从大盘股到中盘股再到小盘股)、根据风格(包括增长型,价值型和核心型,后者是一种增长型和价值型的机会主义结合)、根据主题(从防守型到进取型,或者从所谓的新经济到旧经济),甚至根据多种因素的主题(例如对环境敏感、人口推动或以出口为导向的公司的股票)来进行资产配置。对各种资产子类别和风格以及对特定国家和地区进行投资的多年总投资收益情况在第7章的表7.2、表7.3和表7.4中有所分析。

在替代性投资品种中,投资者可以根据资产子类别(例如房地产、风险资本、私募股权和对冲基金),以及根据风格(包括并购、套利交易、可转换套汇、基于期权的策略、折价债券投资、杠杆收购活动或夹层债券投资)来进行资产配置。

地区和国别选择

对于许多投资者来说,国际投资代表着向更大程度的分散化迈出了第一步。跨境投资的结果可以分为非常成功、仅仅可以接受、令人遗憾,这取决于在何处何时投资以及投资持续的时间有多久。

至于资产子类别和风格,在某些金融市场环境下,特定地区或国家的资产变动的方向一致并且幅度也大致相同;而在其他情况下,一个地区或国家的情况可能与别国不一样,并且收益的变化也与世界其他地区不一致。举例来说,在20世纪80年代、90年代以及新千年到来之后,当日本

固定收益债券和股票价格上升或下降的时候,其他国家或地区的类似资产的价格变动方向与之不同。投资者需要评估基于地区或国别的投资分散化会实际产生收益的多元化并且各地区或国别的业绩相关性相对较低的短期和长期概率。当不同国家和地区的市场产生相关性较高的业绩时,则地区和国别选择可能就不如风格、资产子类别及行业选择那么重要。

行业和证券选择

我们继续用林业来作类比,对单个行业和证券的选择就像挑选特定种类的树木一样。投资者将资金投入某些行业和/或证券品种,要么是单独的投资,通过投资顾问来管理个人投资账户,要么是通过诸如共同基金、封闭式基金、单位投资信托或私人合伙制企业等工具来管理。

虽然有很多研究结果强调了资产配置在阐明一定时期投资总收益的变化中的作用很重要,但是这些结论对于投资者来说,并不意味着减少行业和证券选择的重要性。例如,第7章的表7.6表明标准普尔500指数中的十种主要行业小类的业绩在1991年至2001年期间逐年分化。

资产管理人的选择

在许多方面,管理人的选择是影响资产配置的一种最为重要的方法之一,特别是对那些将资金分配到许多种资产的投资者而言。投资者可能会决定自行管理部分资产——直接进行或通过指数基金和/或诸如SPDRs(被称为“Spiders”)(基于标准普尔500指数),Diamonds(基于道琼斯工业平均指数),Cubes(基于纳斯达克100指数)或Webs(全球基准股票指数,追踪17个不同外国股票市场)之类的交易所交易基金。即使并非所有的资产类别及其主要子类别都拥有可轻易追踪并上市交易的指数基金或交易所交易基金,但是在20世纪80年代特别是90年代,它们的数量与被各种类型投资者使用的情况有所增加。另一个与此相关的趋势是,有些大型专业投资机构把期货和其他种类的金融衍生品工具作为一种快捷、有效和低成本的方法,用来增加或减少基于指数的特定资产类别的风险。

与20世纪70年代和20世纪80年代早期相比,投资者可获得有关资

资产管理人的信息的数量和质量都有了较大的提高。与此同时,资产管理人的数量也急剧增加。作为对这些发展的回应,选择管理人的程序也通过以下措施得到了稳步改善:(1)业绩报告方法的标准化;(2)通过印刷媒体和基于互联网的宣传体系来扩大信息传播的渠道;(3)提供各种关于选择资产管理人的措施,这些措施包括管理人的信息、定期报告、关于管理人雇佣和薪酬机制的正式程序。

币种的选择

在选好一种参考币种或基础币种之后,投资者应该考虑是否对冲投资组合中基础币种之外的币种所带来的风险。虽然对冲能够减少一个给定投资组合所产生收益的总体波动性,但是进行这样的对冲可能会产生很高昂的成本。

虽然投资者可以为赞成或反对在投资组合中对冲任何外币资产风险找到很多强有力而合情合理的理由,但是在短期内,未被预测到和未被对冲的币值变化能增加或减少外国资产的投资回报。因此,投资者必须评估任何币种的升值或贬值程度及其对一种给定资产的以外币计价的收益可能产生的影响,以及这些可能的币值变化对外币收益换算为相应的基础币种有何影响。

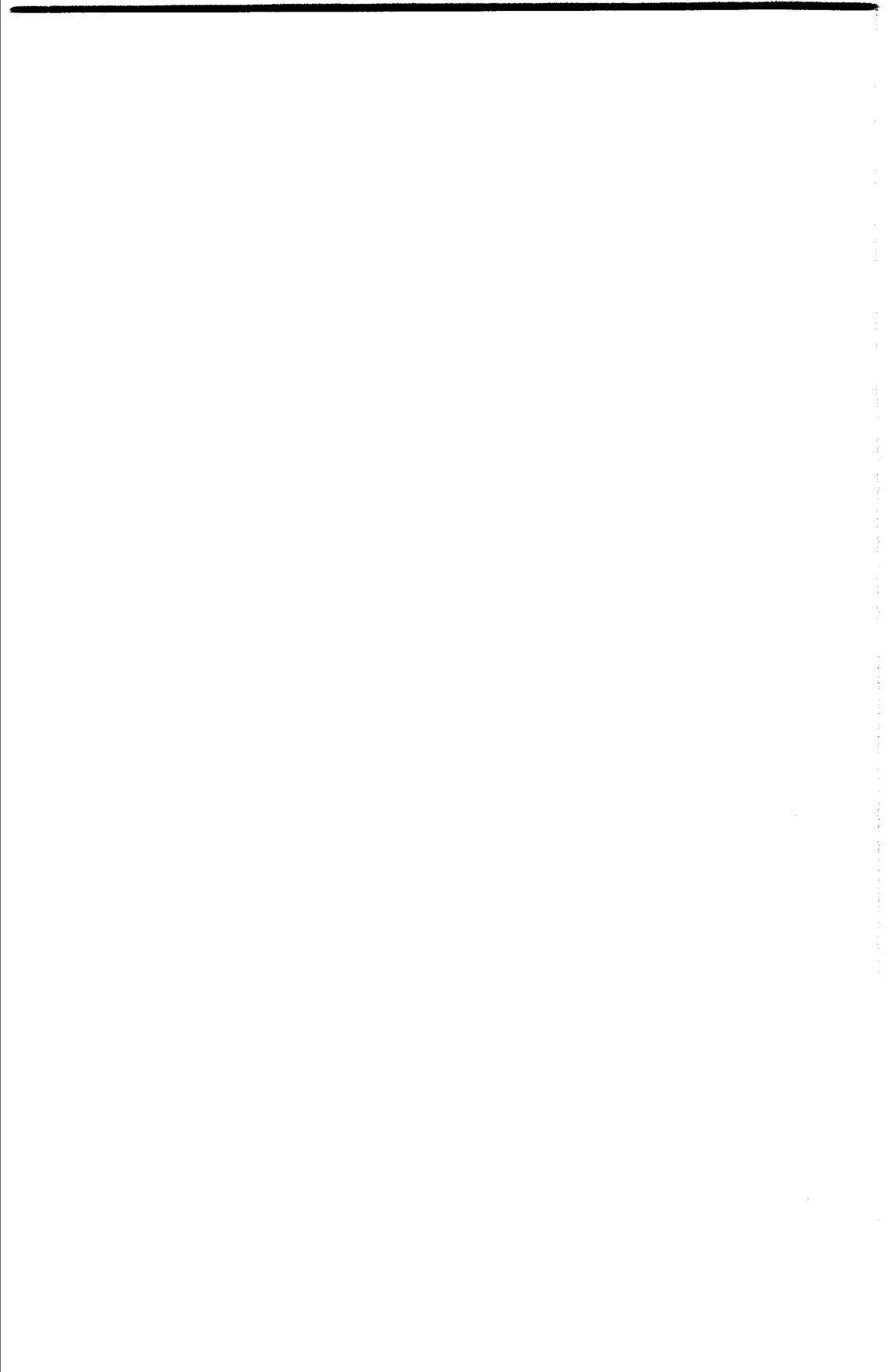
市场时机

市场时机的选择方法的吸引力和预期好处常常受到投资者对其所投资的具体资产的价格表现预期的影响。举例来说,在资产价格一直稳定上升并且预计会继续会如此的时候,投资者常常会忽视市场时机选择的有用性,而更愿意立即投资任何现有的资金,而不是试图分阶段地这样做,或者等到市场大幅度下降才下手。另一方面,如果资产价格一直以上下或偏移的模式进行波动,并且预计以这种方式持续下去的话,那么投资者和资产管理人常常就会更加重视选择市场时机的方法。为尝试选择入市时机,投资者可能会根据一个固定的时间表往所涉及的资产中增减资金,期望从价格的上下波动中获取益处。

市场时机和资产配置的另一个交集是投资者的思维和目标。那些在长期内以风险控制手段将资产配置作为投资组合保值、增值方法的投资

者,可能会运用购入并持有的策略。这种策略的各种版本无非是让有盈利的资产的份额持续加大,同时减少亏损的资产在投资组合中的份额。这种策略在有盈利的资产较长时间业绩表现良好的情况下通常能起到作用。但是当资金持续投入到业绩较好的资产类别中之后,如果该种比重集中的资产因为价值下降致使损失扩大,那么此时上述的投资策略就会产生令人失望的结果。

在股票资产中,有些投资者偶尔会采取选择市场时机的动量方法,即基于动量对市场时机进行各类具体化。收益动量策略即买进报告业绩有很大增长并且分析师将业绩预测上调的公司股票,卖出业绩增长速度下滑且分析师将业绩预测下调的公司股票。与此类似的是,价格动量策略就是买进价格正在上涨的股票,卖出价格正在下跌的股票。这类基于动量的方法由于涉及较大的投资组合调整率和较多的交易活动,从而容易产生很大的风险,因此常常在资产配置的基本原则和目标中被剔除出去。最终,那些根据正确的资产配置原则来组织自己的投资组合的投资者即使使用基于动量的市场时机选择技术,也常常在其整体资产配置中将该技术减少到一个相当有限的比重。



第二部分

资产配置的技巧

第 3 章

资产配置工具与概念

33

资产配置的艺术

概 述

大量资产配置理论和实践的基础是建立在统计学、经济学和金融学高度发展之上的。了解它们如何指导资产配置的技巧,能够帮助投资者懂得指导和定义这些投资原理内部工作的理论、概念与工具的优点和缺点。具备这些知识,投资者就能够获得更加具有现实意义的资产配置。

这一章说明了现代投资组合理论和有效市场理论的起源、发展以及实际应用,还提供了各种各样资产类别和资产投资组合的长期收益和风险前景。接着,一些分析意见将帮助投资者明白资产收益的长期分布、各种各样的测量资产收益相对其平均历史收益的变化及所展示的风险的工具。

这一章解释、计算和应用了资产配置与投资过程中标准差和相关性的概念以及其他有用的概念,如有效边界、 α 、 β 和各种各样的单位风险收益的测量工具,如夏普比率(Sharpe Ratio)、索定能比率(Sortino Ratio)、特雷诺比率(Treynor Ratio)。在回顾了资本资产定价模型的主要特征和描绘了资本市场线、证券市场线之后,这一章描述了资产配置平均值—方差最优化模型的过程、结果、优点和缺点。

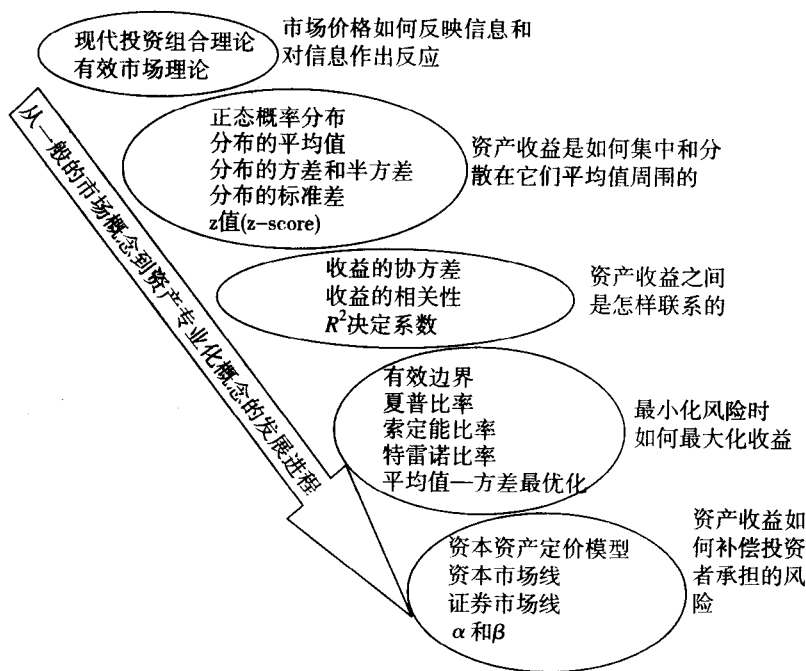
现代投资组合理论/有效市场理论

在 20 世纪后期,大量的重要的新概念和投资观念出现。许多观点是进化而来的,一些改良的观点足以获得诺贝尔经济学奖,还有部分观点仍然不断得到深化与延伸。对于熟悉这些优秀的突破性观点的投资者来说,他们能够应用这些工具到资产配置中去。

正如一个有技巧的驾驶员不需要理解发动机的内部工作原理一样,一个投资者并不需要懂得资产配置技巧的理论和实践的细微差别以后才能利用它们的关键原理。然而,投资者可以从对资产配置模型的工作原理、它们的统计学和数学基础、优点和缺点以及在不同市场环境中的现实应用的理解中获得大量的好处。

图 3.1 描述了影响资产配置的几个经济学、统计学和金融学原理,从一般的市场概念到资产专业化概念。

图 3.1 影响资产配置的几个经济学、统计学和金融学概念



资料来源：作者。

图 3.1 的箭头总结和追踪了影响资产配置的许多理论和实践观念的近似发展进程。现代投资组合理论和它的基石——有效市场理论,解释了市场价格是如何反映信息和对信息作出反应的。正态概率分布和 z 值 (z -score),以及分布的平均值、方差、半方差和标准差运用的是统计学原理,并描述了资产收益是如何集中和分散在其平均值或统计平均数周围的。两个应用于资产配置的附加理论包括协方差和资产收益的相关性。

决定系数(R^2)测量了整个市场移动对投资组合收益波动的决定程度。

其他的几个概念,包括有效边界、平均值—方差最优化、夏普比率、索定能比率和特雷诺比率,帮助投资者评估风险和收益的平衡,并且给出当最大化收益时最小化风险的潜在均值。资本资产定价模型、资本市场线、证券市场线和一些测量工具如 α 、 β 测量了资产收益如何补偿投资者承担的风险。接下来的部分将讨论框架中的每一个部分。

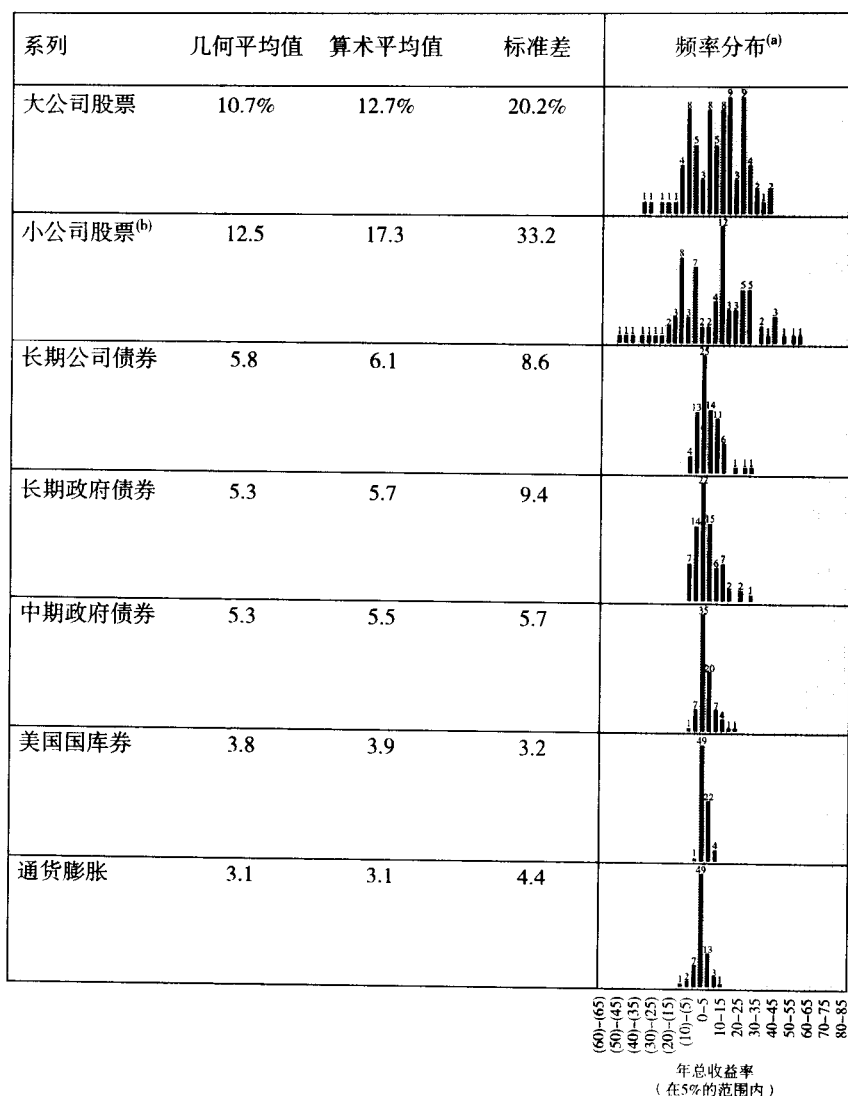
现代投资组合理论和有效市场理论

关于资产配置,现代投资组合理论(Modern Portfolio Theory, MPT)和它的主要分支——有效市场理论(Efficient Market Theory, EMT)的精髓宣称:对于一个投资者来说,惟一能够获得更高收益的方法是承担更高的风险。根据有效市场理论,在有效市场中资产价格反映了所有相关的、可能的、已知的信息以及市场上对于未知信息的一个共同预期。在一个有效市场中:(1)资产价格很快地和近似地对新信息作出反应;(2)机敏的投资者会迅速利用资产的任何错误定价直到它消除为止;(3)资产的未来现金流可以根据所有相关的信息被恰当预测;(4)用来贴现这些未来现金流的利率能够正确反映这些资本项目的风险程度。

根据有效市场理论的主要观点,大多数市场观察者总结出资产价格遵循一个随机模型,也叫做随机漫步。强有效市场理论认为,资产价格反映了过去的、现在的和共同预期的所有公开和不公开的信息。这种形式的一个更强的观点是资产的贴现率并不会随着时间而改变,并且在一个如此有效市场中,资产价格说明了随机漫步行为。在实践中,许多观察者坚持认为,特定资产的贴现率会随着时间而改变,从而弱化了资产价格的随机特征。半强有效市场理论宣称资产价格仅仅反映了过去的、现在的和共同预期的公开消息,而弱有效市场理论则宣称资产价格仅仅包含了公开的过去信息。

在一个有效市场中,投资者对于所承担的能够通过分散投资轻易消除或避免的风险或波动性是得不到补偿的。或者说,可分散风险是没有回报的。因此,投资者需要至少像关注高资产收益一样注意通过分散投资来减少风险。在20世纪50年代早期,经济学家马科维茨(Harry Markowitz)通过数量化方法说明了分散投资并不是仅仅通过增加投资的

图 3.2 年总收益率，1926—2001年



注释：^(a) 横轴代表在5%的范围内的年总收益率，纵轴代表从1926年到2001年间其收益率位于每个特定百分比范围内的年数的频率分布。

^(b) 1933年小公司股票总收益率的数据142.9%，没有上面的分布图中表示出来。

资料来源：《股票、债券、票据和通货膨胀：2002年年鉴》，Ibbotson 联合公司；作者。

12.7%,代表在76年里所有收益的一个简单平均,无论高和底,正和负。一种资产增长的最终价值是通过复利计算算术平均值得出来的,而不是通过几何平均值。大公司股票的几何平均值是10.7%,是以1926年到2001年的收益率的复利计算的。由于反映了实际市场内在的不确定性,即会高于和低于平均收益率,算术平均值被用作贴现率,并在该贴现率中加上或减去收益率的标准差。

对于1年、5年、10年、15年和20年的持有期限,表3.1描述了所选股票、债券、票据和通货膨胀的最高与最低单个期间的复利收益率。

表3.1 多年期复利年收益率,1926—2001年

系 列	最大值		最小值		收益率为 成为收益 正的年数 率最高资 (76年间) 产的年数	
	收益率%	年份	收益率%	年份		
年收益率						
大公司股票	53.99	1933	-43.34	1931	54	16
小公司股票	142.87	1933	-58.01	1937	53	33
长期公司债券	42.56	1982	-8.09	1969	59	6
长期政府债券	40.36	1982	-9.18	1967	55	7
中期政府债券	29.10	1982	-5.14	1994	68	2
美国国库券	14.71	1981	-0.02	1938	75	6
通货膨胀	18.16	1946	-10.30	1932	66	6
5年期移动平均收益率						
					(72个移动 5年期)	
大公司股票	28.55	1995—1999	-12.47	1928—1932	65	23
小公司股票	45.90	1941—1945	-27.54	1928—1932	63	38
长期公司债券	22.51	1982—1986	-2.22	1965—1969	69	7
长期政府债券	21.62	1982—1986	-2.14	1965—1969	66	1
中期政府债券	16.98	1982—1986	0.96	1955—1959	72	2
美国国库券	11.12	1979—1983	0.07	1938—1942	72	0
通货膨胀	10.06	1977—1981	-5.42	1928—1932	65	1
10年期移动平均收益率						
					(67个移动 10年期)	
大公司股票	20.06	1949—1958	-0.89	1929—1938	65	20
小公司股票	30.38	1975—1984	-5.70	1929—1938	65	37
长期公司债券	16.32	1982—1991	0.98	1947—1956	67	6
长期政府债券	15.56	1982—1991	-0.07	1950—1959	66	0
中期政府债券	13.13	1982—1991	1.25	1947—1956	67	2
				1933—1942/		
美国国库券	9.17	1978—1987	0.15	1934—1943	67	1
通货膨胀	8.67	1973—1982	-2.57	1926—1935	61	1

(续表)

系 列	最大值		最小值		收益率为 成为收益	
	收益率%	年份	收益率%	年份	正的年数	率最高资
					(76 年间)	产的年数
15 年期移动平均收益率					(62 个移动 15 年期)	
大公司股票	18.93	1985—1999	0.64	1929—1943	62	14
小公司股票	23.33	1975—1989	- 1.30	1927—1941	59	44
长期公司债券	13.66	1982—1996	1.02	1955—1969	62	4
长期政府债券	13.53	1981—1995	0.40	1955—1969	62	0
中期政府债券	11.27	1981—1995	1.45	1945—1959	62	0
美国国库券	8.32	1977—1991	0.22	1933—1947	62	0
通货膨胀	7.30	1968—1982	- 1.59	1926—1940	59	0
20 年期移动平均收益率					(57 个移动 20 年期)	
大公司股票	17.87	1980—1999	3.11	1929—1948	57	7
小公司股票	21.13	1942—1961	5.74	1929—1948	57	50
长期公司债券	12.13	1982—2001	1.34	1950—1969	57	0
长期政府债券	12.09	1982—2001	0.69	1950—1969	57	0
中期政府债券	9.97	1981—2000	1.58	1940—1959	57	0
美国国库券	7.72	1972—1991	0.42	1931—1950	57	0
通货膨胀	6.36	1966—1985	0.07	1926—1945	57	0

资料来源：《股票、债券、票据和通货膨胀：2002 年年鉴》，Ibbotson 联合公司。

对于 20 年持有期限,投资于大公司股票最高的复利年收益率是每年 17.87%,是在 1980 年到 1999 年间获得的。与之相比较,投资于大公司股票最低的 20 年复利年收益率是 1929 年到 1948 年间的每年 3.11%。57 个移动 20 年期中,大公司股票在每个期间都是正收益率,并且有 7 次在资产组合中是收益率最高的资产类别,如表 3.1 所示,而小公司股票在 57 个移动 20 年期中占据了 50 次最高年收益率的席位。

投资组合收益

持有多种美国资产类别的组合能够对它们的收益产生有意义的投资启发。图 3.3 显示了各种各样的资产组合的一年期投资组合的收益率。

图 3.3 部分美国资产配置的1年期投资组合收益率

美国国内风险和收益——年期收益率⁽¹⁾⁽²⁾

1951年1月—2001年12月

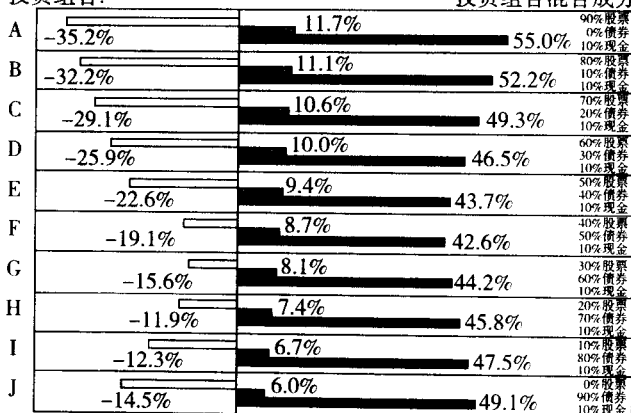
最差收益率

平均收益率

最好收益率

投资组合:

投资组合混合成分:



投资组合	2001 年	最坏	平均	平均	平均	最好	%	%
混合成分	12 月底	收益率	损失	收益率	增值	收益率	负	正
A 90% 股票 0% 债券 10% 现金	-10.3%	-35.2%	-7.6%	11.7%	17.9%	55.0%	20.8%	79.2%
B 80% 股票 10% 债券 10% 现金	-8.6%	-32.2%	-6.8%	11.1%	16.4%	52.2%	19.3%	80.7%
C 70% 股票 20% 债券 10% 现金	-6.9%	-29.1%	-5.8%	10.6%	15.1%	49.3%	18.4%	81.6%
D 60% 股票 30% 债券 10% 现金	-5.3%	-25.9%	-4.9%	10.0%	13.8%	46.5%	17.8%	82.2%
E 50% 股票 40% 债券 10% 现金	-3.7%	-22.6%	-4.1%	9.4%	12.7%	43.7%	16.9%	83.1%
F 40% 股票 50% 债券 10% 现金	-2.1%	-19.1%	-3.7%	8.7%	11.5%	42.6%	15.4%	84.6%
G 30% 股票 60% 债券 10% 现金	-0.6%	-15.6%	-3.3%	8.1%	10.5%	44.2%	15.1%	84.9%
H 20% 股票 70% 债券 10% 现金	0.9%	-11.9%	-3.3%	7.4%	9.8%	45.8%	15.9%	84.1%
I 10% 股票 80% 债券 10% 现金	2.4%	-12.3%	-3.3%	6.7%	9.7%	47.5%	19.9%	80.1%
J 0% 股票 90% 债券 10% 现金	3.8%	-14.5%	-3.7%	6.0%	9.9%	49.1%	25.6%	74.4%

注释: (1) 604 个样本投资组合的 1 年期移动平均收益率。

(2) 股票: 标准普尔 500 总收益; 债券: Ibbotson 美国长期政府债券总收益 (20 年); 现金: 美国 30 天国库券总收益。

资料来源: Ibbotson 联合公司。

依据从1951年1月到2001年12月间604个样本一年期投资组合的结果,由90%的股票、0%的债券和10%的现金组成的投资组合产生了11.7%的平均收益率。在这期间,这种资产配置最好的一年期收益率是增值了55.0%,而最差的一年期收益率是损失了35.2%。总的来说,这种资产配置在604个一年持有期样本中有79.2%产生了正的投资结果,平均是17.9%的增值。换句话说,这种资产配置在604个一年持有期样本中有20.8%产生了负的投资结果,平均是7.6%的损失。

同样,在这50年的时间段里,由0%的股票、90%的债券和10%的现金组成的投资组合产生了6.0%的平均收益率。在这期间,这种资产配置最好的一年期收益率是增值了49.1%,而最差的一年期收益率是损失了14.5%。总的来说,这种资产配置在604个一年持有期样本中有74.4%产生了正的投资结果,平均是9.9%的增值。换句话说,这种资产配置在604个一年持有期样本中有25.6%产生了负的投资结果,平均是3.7%的损失。

通过比较由90%的股票构成的投资组合和由90%的债券构成的投资组合的一系列一年期投资结果,有如下几个发现:第一,与债券占高比重的资产配置所产生的6.0%的平均收益率相比,股票占高比重的资产配置产生了一个显著更高的平均收益率,为11.7%。第二,由90%的债券构成的投资组合的年收益率的范围,从最坏14.5%的损失到最好49.1%的增值,要比由90%的股票构成的投资组合的年收益率的范围窄,它是从最坏35.2%的损失到最好55.0%的增值。第三,可能与直觉相反,在一年持有期中,由90%的债券构成的投资组合产生负收益率的样本年份百分比为25.6%,要高于由90%的股票构成的投资组合产生负收益率的概率,后者为20.8%。

从1951年1月到2001年12月间对于556个持有期为5年的美国资产配置投资组合,图3.4显示了类似的收益数据。

当美国资产持有期由1年扩展到5年时,(1)5年期年收益率的高低范围要比1年期收益率的高低范围窄;(2)持有期为5年的投资组合的投资结果是负值的概率要比持有期为1年的少;(3)对于如图所示的10种美国资产配置方案而言,无论是持有5年期(图3.4)还是持有1年期(图3.3),其相同资产配置方案的年平均收益率都很接近。

上面描述的方法可以延伸到各种各样的全球资产组合的国际投资组合收益率,范围从 50% 美国股票、40% 国际股票、0% 美国债券、0% 国际债券和 10% 现金,到 0% 美国股票、0% 国际股票、80% 美国债券、10% 国际债券和 10% 现金。10 种代表性的资产组合如图 3.5 所示。

由于 20 世纪 80 年代早期和 70 年代中期以前的一些国际资产类别的数据有限,用来计算全球资产配置平均收益率的样本投资组合要少于用来计算仅仅含有美国资产的样本投资组合。

依据 1986 年 1 月到 2001 年 12 月间 184 个样本 1 年期投资组合的投资结果,一个拥有 50% 美国股票、40% 国际股票、0% 美国债券、0% 国际债券和 10% 现金的资产组合的平均年收益率是 13.1%。在这个时间段,这种资产配置最好的一年期收益率是 58.8% 的增值,最差的一年期收益率是 24.4% 的亏损。总的来说,在 184 个一年持有期的 85.5% 的样本中,这种资产配置产生正的投资结果,平均是 18.3% 的增值。换句话说,在 184 个一年持有期的 14.5% 的样本中,这种资产配置产生负的投资结果,平均是 9.7% 的损失。

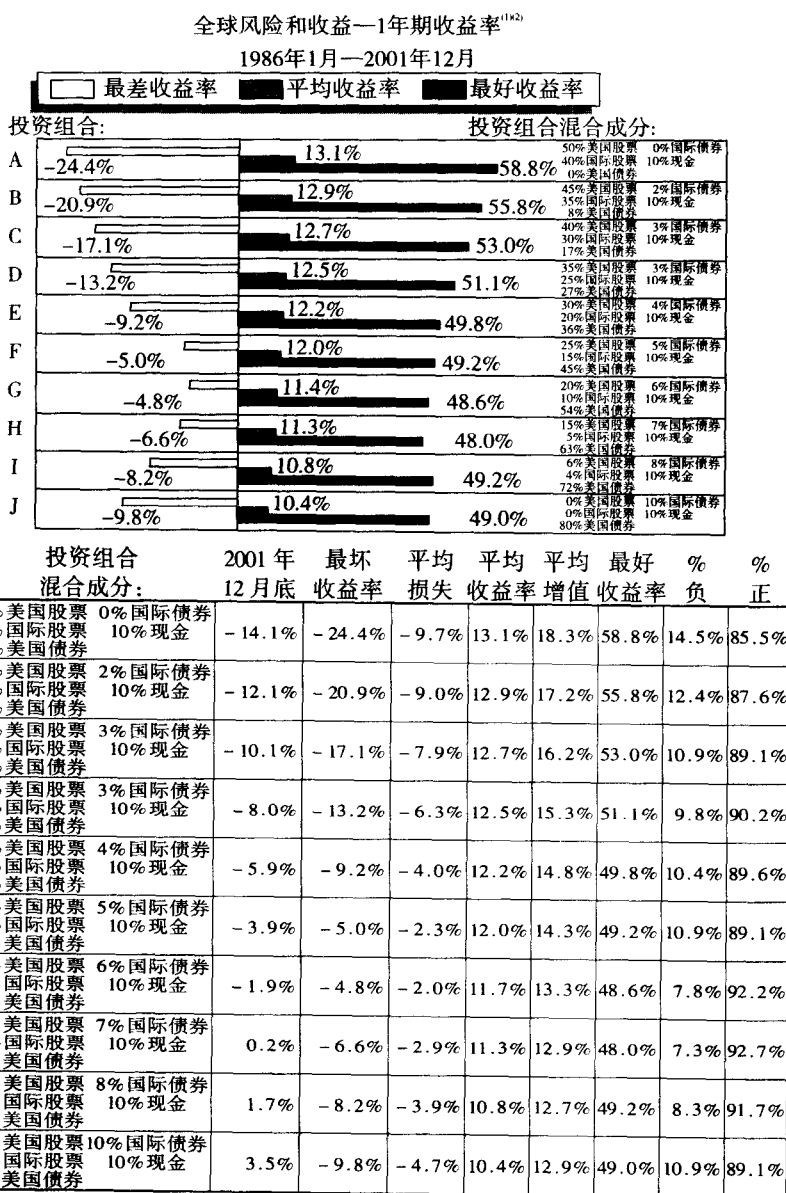
对于时间跨度为 5 年持有期的 136 个全球资产配置投资组合,图 3.6 显示了类似的收益数据。

当全球资产持有期由 1 年扩展到 5 年时,(1)5 年期年收益率的高低范围要比 1 年期收益率的高低范围窄;(2)对于持有期为 5 年的投资组合,最差年收益率均为正;(3)对于 10 种美国资产配置中的任何一种,持有期为 5 年和持有期为 1 年的同种资产配置的收益率不同,持有期为 5 年的资产配置的收益率低于持有期为 1 年的资产配置的收益率。

收益的正态频率分布

从持有单个资产类别或多个资产类别构成的投资组合的年收益率的检验中,通常可以发现收益率分布的模式。例如,本章前面图 3.2 所显示的在 1926 年到 2001 年期间 6 种美国资产类别的收益率和通货膨胀率的分布。这个图也说明长期公司债券、长期政府债券、中期政府债券、美国国库券的收益率和通货膨胀率都倾向于正的结果并且平均地、紧密地集中于它们的平均值周围。同时,大公司股票和小公司股票的收益率

图 3.5 部分全球资产配置1年期投资组合收益率

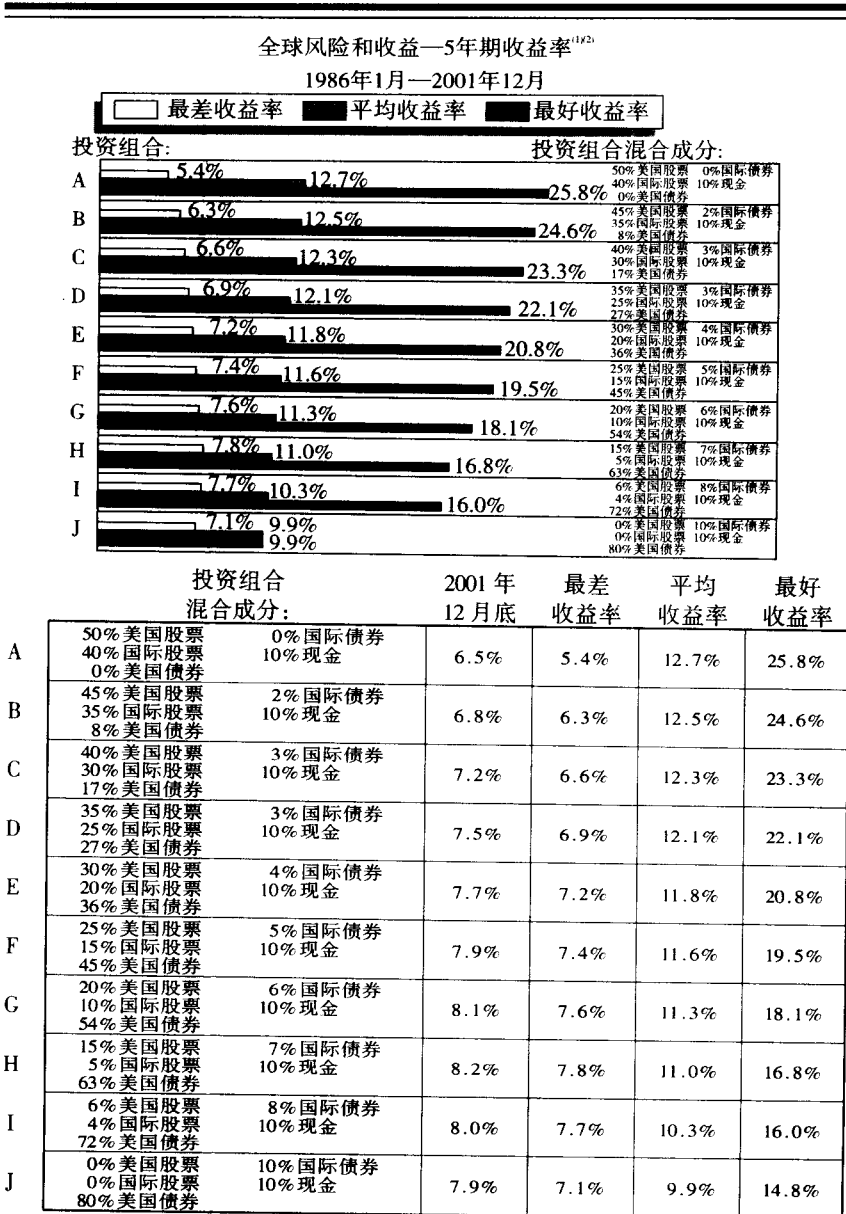


注释: ⁽¹⁾ 184 个样本投资组合的 1 年期移动平均收益率。

⁽²⁾ 美国股票: 标准普尔 500 总收益; 美国债券: 美国长期政府债券总收益(20 年); 现金: 美国 30 天国库券总收益; 国际股票: 摩根·斯坦利资本国际欧澳远东 (MSCI EAFE) 总收益; 国际债券: 所罗门兄弟世界 10 年期以上政府债券总收益。

资料来源: Ibbotson 联合公司。

图 3.6 部分全球资产配置5年期投资组合收益率



注释: ⁽¹⁾ 136 个样本投资组合的 5 年期移动平均收益率。

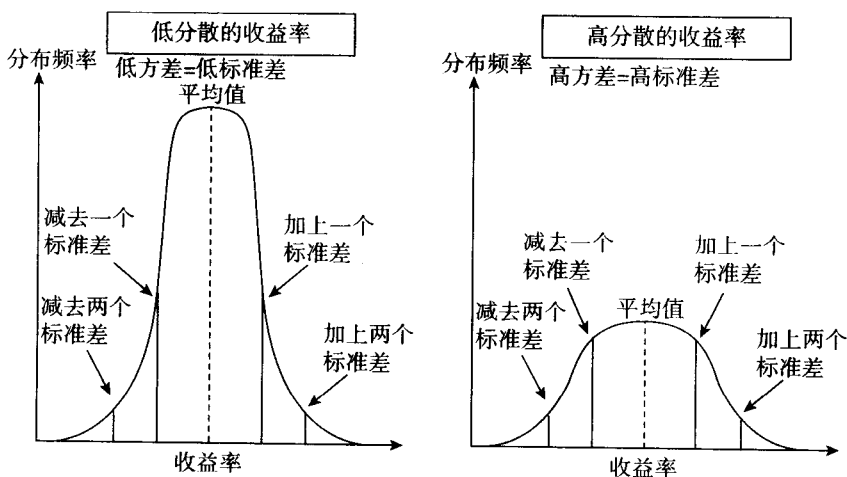
⁽²⁾ 美国股票: 标准普尔 500 总收益; 美国债券: 美国长期政府债券总收益(20 年); 现金: 美国 30 天国库券总收益; 国际股票: 摩根·斯坦利资本国际欧澳远东 (MSCI EAFE) 总收益; 国际债券: 所罗门兄弟世界 10 年期以上政府债券总收益。

资料来源: Ibbotson 联合公司。

在一些时间期间表现为负的结果,并且更广泛地散布在它们的平均值周围。

假如一类资产或各类资产的一个投资组合的未来收益率符合一条连续的、对称的和钟形的曲线并且该曲线集中在它的平均值周围,能够以它的方差或标准差说明,那么投资在这类资产或资产的投资组合的未来可能收益率模式被认为服从“正态分布”。图3.7是两个正态概率分布的示意图,一个图中收益率是高分散的,另一个图中收益率是低分散的。

图 3.7 收益率正态概率分布的例子



资料来源：作者。

根据统计学原理,一个正态分布的单个观察值位于它的平均值加上或减去它的一个标准差区间的概率是 68.28%。位于它的平均值加上或减去它的两个标准差区间的概率是 95.44%,位于它的平均值加上或减去它的 3 个标准差区间的概率是 99.72%。用另外的话表达就是,一个正态分布的单个观察值位于它的平均值加上或减去它的一个标准差区间以外的概率是 31.72%,位于它的平均值加上或减去它的两个标准差区间以外的概率是 4.56%,位于它的平均值加上或减去它的 3 个标准差区间以外的概率是 0.28%。

在希腊语中,一个非正态频率分布与一个正态分布之间的不对称程度叫做它的偏度,频率分布曲线的平面或高峰特征叫作峰度。在实践中,

对于一些资产类别,如股权,它们的收益率偶尔会更多地出现于钟形曲线的两端而不会服从于一个完美的正态分布,这种情况叫做偏态。当它出现时,收益率的平均值和方差就不再充分满足现代投资组合理论中的资产配置平均值一方差最优化。

另外一个有用的定义是 z 值(z -score),常用来在一个频率分布中描述一个观察值(如年收益率)的位置。一个百分率排列的 z 值代表一个观察值位于一个正态频率分布平均值之上或之下的标准差的数量。例如,在一个正态分布中百分率为第 95 位的 z 值是 1.645,意思就是分布的第 95 位百分率是在第 50 位百分率或分布平均值之上的 1.645 个标准差。

估计预期收益率

资产配置涉及对每个资产类别未来预期收益率的估计和预测。一般来说,但不是所有情况,投资者很大程度上依靠过去的和历史的各种资产类别的算术平均收益率模式,并对模式进行适当调整,以反映投资者对金融市场条件、影响特定资产类别的供求因素及其他环境状况的预期,从而对未来收益率作出预测。运用以前年份的收益率来预测未来收益率的假设条件被称为收益模式的跨期“静态法”(stationarity)。实际上,收益模式随着时间而发展,投资者需要以小心和现实的态度来处理数据和预测。

估计预期收益率的方法有三个步骤。第一步,投资者选择或计算一个无风险基准收益率。第二步,投资者为每类资产计算或推导出一个市场风险收益率。最后一步,投资者把无风险基准收益率和资产的市场风险收益率相加就得到了每类资产的预期收益率。图 3.8 给出了两个计算预期收益率的例子。

在图 3.8 中,第一个例子是计算持有大公司股票的预期收益,主要是通过把无风险基准收益率 6% 和资产的市场风险收益率 6% 相加,在这里基准收益率取 30 年美国国债的收益率,从而得到一个 12% 的预期年收益率。最近几年,产生了许多讨论:(1)是使用 30 年的美国国债、10 年的美国国债还是其他工具来得出无风险基准收益率;(2)资产的市场风险收益率是否应该是 6%、4%、2%,或者可能是 0。无论投资者如何看待这两个问题,这个用于估计预期收益率的常用过程都是有价值的。

在图 3.8 中第二个例子计算了中期政府债券的预期收益率,主要是

图 3.8 估计预期收益率

- 步骤1 → 选择一个无风险基准收益率
 步骤2 → 为每类资产推导出一个市场风险收益率
 步骤3 → 把市场风险收益率和无风险基准收益率相加

$$\text{预期收益率} = \text{无风险基准收益率} + \text{市场风险收益率}$$

$$\text{大公司股票预期收益率} = 6.0\% + 6.0\% = 12.0\%$$

$$\text{中期政府债券预期收益率} = 6.0\% + (-0.5\%) = 5.5\%$$

资料来源：作者。

通过把无风险基准收益率 6% 和资产的市场风险收益率 -0.5% 相加, 从而得出 5.5% 的预期年收益率。这个例子预测投资于中期政府债券的市场风险年收益率要比投资于基准无风险资产的年收益率少 0.5%。

因为使用历史的数据去预测未来的结果在确定性上有潜在的不可靠性, 而且还需要考虑一些不可预期的未来结果, 所以投资者应该在一定范围内预测和表达投资组合的未来收益率。

资产与投资组合风险

风险的定义和类型

对风险的定义有几种不同的但同样有意义的说法。资本市场风险顾问公司的莱斯利·拉尔 (Leslie Rahl), 在纽约联邦储备委员会的《经济政策评论》杂志 2000 年 10 月刊中列出了 48 种金融公司面对的风险。许多投资者把风险看成是损失的机会或实际损失。对于不同的投资者, 甚至同一个投资者, 在不同的金融市场环境中或不同的时间段内, 他们对于风险的容忍度是大不一样的。对于长期投资者而言, 收益的波动性不是首要的风险, 最主要的风险是由于通货膨胀导致购买力下降。换句话说, 对于短期投资者而言, 收益的波动性比通货膨胀更重要的风险。第 9 章的工作表 (图 9.7、图 9.9 和图 9.11) 与风险规避矩阵 (图 9.12) 给予了一些风险管理和风险控制方面的实际做法。

许多通常使用的风险测量工具是依靠历史数据的, 倾向于随着不同时间环境的变化而变化, 所以需要小心谨慎地处理各种各样的风险测量

工具。许多投资者将一些出现概率很低和/或出现后所造成的损失或后果很小的风险叫做非实质性风险。为方便读者进一步探究金融风险,这里提供3个资源:

- 《金融时报》(*The Financial Times*)从2000年4月到6月的10个综合系列——“掌握风险”,介绍了识别、测量和管理风险的技术。
- 风险度量标准网站(riskmetrics.com),给出了风险管理的9个原则。
- 风险专家全球联合会的网站(garp.com),提供了几个与风险相关的参考来源。

从更加正式的统计学的观点来看,风险能够被定义为一个资产或资产投资组合可能产生的投资收益与预期收益相比的不确定性——用波动性或标准差表示。当波动性被精确量化以后,一个投资者的波动忍受度是主观的,通常只被相当不精确地测量。除了资本价格风险或波动性风险以外,投资者还面对其他一些定性和定量的风险,例如跟踪和半跟踪风险、灾难性的损失风险。还有其他的风险,包括通货膨胀或购买力风险、商业周期风险、信用或违约风险、事件风险、流动性风险、预付风险、再投资风险和系统风险。很多金融市场的参与者都采用一种叫做风险价值(Value at Risk, VAR)的市场风险测量工具,它假设一个投资组合中各资产的收益和损失服从正态概率分布,以此来计算投资组合的综合风险。例如,VAR可以通过损失的百分比来测量,依据历史上某时间段如一周的收益率,损失的百分比可能超过5%。这种测量可以叫做95%/一周VAR。对于VAR的介绍可以见网站 contingencyanalysis.com。

一个被广泛用来测量风险调整投资业绩的工具叫做 M 的平方,是以其两个开发者弗朗哥·莫迪利亚尼和利厄·莫迪利亚尼(Franco Modigliani and Leah Modigliani)的名字命名的。 M 的平方代表着在投资被调整到与整个市场具有相同的波动性(风险水平)以后的投资收益率。 M 的平方如果超过了它们的基准市场收益率,就表示它们的投资收益相对于它们的风险来说超过了市场水平; M 的平方如果低于它们的基准市场收益率,就表示它们的投资收益相对于它们的风险来说没有达到市场水平。

在一个资产类别中,市场上广泛存在的、不能分散的风险叫做系统性风险。投资者可以最小化或消除的价格风险称为可分散的、残留的或非系统风险。非系统风险的另一个名字叫特殊风险。每一投资资产都既有

系统风险又有非系统风险。

方差和标准差

从每个单个的收益率中减去平均收益率(平均值),投资者就可以得到正的和负的差异。这种又叫做离差的差异被平方后,就消除了正、负之间的区别,接着再把它们相加,所得出的算术平均值就叫做方差。方差的平方根就叫做标准差,它是一系列数据对于其平均值的离散度和波动性的关键测量工具。简单地说就是标准差测量的是一个收益率接近预期平均收益率的概率。

表 3.2 计算了从 1992 年到 2001 年 Nasdaq 综合指数 10 年收益率的方差和标准差。

表 3.2 方差和标准差的计算

Nasdaq 综合指数价格收益率,1992—2001 年				
年 份	年 数	收 益 率	相对于年算术 平均收益率的离差(%)	离差的平方 (%)
1992	1	15.5%	-2.1	4.5
1993	2	14.8%	-2.8	7.9
1994	3	-3.2%	-20.8	433.0
1995	4	39.9%	22.3	496.8
1996	5	22.7%	5.1	25.9
1997	6	21.6%	4.0	15.9
1998	7	39.6%	22.0	483.6
1999	8	85.6%	68.0	4 662.6
2000	9	-39.3%	-56.9	3 238.7
2001	10	-21.1%	-38.7	1 498.5
10 年合计数		176		1 082.7
算术平均年收益率		= 17.6%	方差	= 1 082.7
标准差 = $\sqrt{1\,082.7\%} = 32.9\%$				

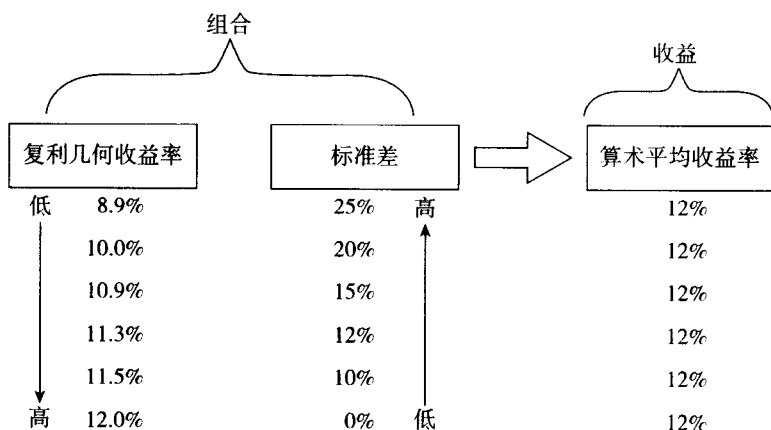
资料来源:作者。

要计算每一单个年度收益率的年度离差,只需要从每一单个年度的收益率中减去算术平均年收益率 17.6%。接着将每个离差的绝对值进行平方并相加得到一个平均方差。方差的平方根 32.9%(标准差)就被计算出来了,和其他基础数据一样具有同样的单位(收益率的百分点)。

从统计上讲,在 Nasdaq 综合指数的 10 年时间框架中,一个投资者在任何一年有 67.1% 的概率获得位于 -15.3% (平均值 17.6% 减去一个标准差 32.9%) 和 50.5% (平均值 17.6% 加上一个标准差 32.9%) 之间的年收益率。

一般来说,收益率具有高标准差意味着投资于一个资产的实际收益率与其期望收益发生偏差的概率越大。一系列数据的标准差表达了各数据点与它们算术平均值之间差异的程度,而不是几何平均值。根据统计习惯,投资者测量相对于简单平均值(算术平均值)的标准差。因为高波动幅度的收益率具有一个高标准差,所以一个低的复利几何收益率与一个高的标准差组合可以产生和一个高的复利几何收益率与一个低的标准差组合一样的数学结果。如图 3.9 所示。

图 3.9 几何收益率,标准差和算术收益率



资料来源:作者;“全球资产配置的原则性方法”,R. D. Arnott 和 R. D. Henriksson 著,发表于《金融分析师杂志》,1989 年 5/6 月刊。

正如图 3.9 所示,一个复利几何收益率为 8.9% ,相对应一个较高的标准差为 25% ,产生的算术平均收益率为 12% 。同时,一个复利几何收益率为 11.5% ,相对应一个较低的标准差为 10% ,产生同样的算术平均收益率 12% 。换句话说就是,一个算术平均年收益率(如 12%)可以由一个较低(高)的复利几何收益率与一个较高(低)的标准差得来。

周、月、季或年的收益率分别产生周、月、季或年的收益率的标准差。

转换周、月、季的标准差到年的标准差,有时叫做标准差的升级过程,它要比简单乘以 52、12 或 4 复杂得多。投资者需要用周、月、季的标准差分别乘以 52 的平方根、12 的平方根和 4 的平方根。

根据不同的测量时间间隔,标准差可能产生显著变化。例如,周或月的收益率可能显示比年收益率更大的波动性。几个不同的资产类别,如国库券或房地产升值,则表现出每月、每季度的波动性比它们的长期年波动性低。在实践中,许多投资者利用周或月的数据去获得更多的信息资源,再把它转化成年收益率和相关的标准差。

一种特别的方差专门集中于负的收益率,或低于平均值的收益率,叫做半方差。当收益率的分布不是对称在平均值的周围,特别是投资者对在平均值之下的收益率要比对在平均值之上的收益率反应更强烈时,可以用到这个工具。否则,半方差就简单等于一般的方差了。计算半方差的方法类似于计算方差的方法:把所有低于平均收益率的收益率差异先平方,再相加。半方差的平方根叫做半离差。半方差一种更精练的形式是向下方差,计算了可能低于所选特定收益率的可变性程度。向下方差或向下离差评估了相对于一个目标收益率潜在的损失。通过集中于向下偏离而不是两边偏离,目标半方差或低于目标的风险,量化了低于目标收益率的潜在损失大小。另一个相关的低于目标的概率的测量工具,评估了低于目标收益率的概率,并对所有低于目标收益率的损失同样看待,而不管它们的真实大小。

虽然标准差不是万能的,但是合适地理解和利用它是有用的,它可以帮助投资者去预测风险的关键因素——波动性或收益率的分散性。虽然从理论上讲,一个资产的收益率可以具有很高的标准差而没有向下的风险,但是大多数具有很高的收益率标准差的资产趋向于有可能发生损失,或负的收益率。投资者关注标准差是一种关注风险和他们的风险承受能力的表现,而不是一种对高收益率过分追求的表现。

协方差

根据现代投资组合理论的原则,以及与市场投资组合、市场有效性和其他假设有关的观点,一个资产的预期收益率是和它的风险相关的。换句话说,资产的收益率与该资产与投资组合中其他资产的协方差有关,与该

资产的收益率相对于自己历史或预期收益率的方差(或它的平方根,标准差)无关。假设投资者的投资组合中的其他资产是整个市场的资产,那么这个资产的预期收益率和该资产与整个市场的资产的协方差成线性关系。

协方差测量两个资产的收益率的可变性程度,或者两个资产收益率接近的程度。一些投资者使用协方差测量已给的两个资产的收益率是趋向于同方向变动(正数)还是反方向变动(负数)。在统计上,协方差是两个变量与其平均值之间离差的乘积。两个资产的协方差是独立于一个投资组合中两个资产各自的具体数量计算出来的。两个资产的投资收益率的协方差是每个资产的收益率与其预期平均收益率的离差乘积的一个平均值。从定义中可以看出,协方差是针对每两类资产而计算出来的。所以,增加一个投资组合中资产的数量将导致计算次数的增加。一个只有两类资产的投资组合要求一次协方差计算,一个具有 10 种资产的投资组合要求 45 次协方差计算,一个具有 100 种资产的投资组合要求 4950 次协方差计算。从数学上讲,协方差的数目等于 $n/2$ 乘以 $(n-1)$, 这里 n 是一个投资组合中资产的个数。

表 3.3 计算了最近 3 年期间标准普尔 500 指数和标准普尔 400 中盘股指数总收益率间的协方差和相关性。

表 3.3 几何收益率、标准差和算术收益率

年份	年数	标准普尔 500 指数的总收益率	标准普尔 400 中盘股指数的总收益率	标准普尔 500 指数收益率与其年算术平均收益率间的离差		标准普尔 400 中盘股指数收益率与其年算术平均收益率间的离差		离差乘积
1997	1	33.4%	32.3%	21.0%	×	15.7%	=	0.0330
1998	2	28.6%	19.1%	16.2%	×	2.5%	=	0.0041
1999	3	21.0%	14.7%	8.6%	×	-1.9%	=	-0.0016
2000	4	-9.1%	17.5%	-21.5%	×	0.9%	=	-0.0019
2001	5	-11.9%	-0.6%	-24.3%	×	-17.2%	=	0.0418
年算术平均收益率		12.4%	16.6%					
收益率的标准差		19.1%	10.5%					
协方差 = 离差乘积的平均值 = (0.0752 ÷ 5) = 0.0150								

$$\text{相关性} = \frac{\text{协方差}}{\text{标准普尔 500 指数的标准差} \times \text{标准普尔 400 中盘股指数的标准差}} = \frac{0.0150}{0.191 \times 0.105} = 0.75$$

资料来源:作者。

假设每个基本资产的标准差保持不变,两个资产的协方差越低,它们的相关性就越低,它们的波动性也越低,或者说标准差越低。为了计算协方差,即离差乘积的平均值,投资者必须首先计算每个指数的算术平均收益率。第二,计算每个指数的每年收益率与其平均收益率的离差。第三,将两个指数的每年收益率与平均收益率的离差相乘。第四,把所有的乘积相加,再除以年数,就得到了协方差。第五,协方差除以两个指数标准差的乘积就得到相关系数。在表 3.3 中的例子计算出标准普尔 500 指数和标准普尔 400 中盘股指数年收益率的协方差是 0.0150,相关系数是 0.75。以下将讨论相关性的用处和意义。

相关性

交叉相关系数,经常被叫做相关系数,或相关性,是对两个序列数据间的联系程度的一个有用描述。有时候资产配置的一个深层含义就是寻求相互之间具有稳定的低相关性或稳定的负相关性的成对资产和资产类别。

通过用两组序列数据的协方差除以它们标准差的乘积,交叉相关系数测量了两个变量之间线性关系的强弱。一组数据的模式和这组数据与另一组数据的相关系数可以决定第二组数据模式的可预测性程度。相关性的一种特别形式叫做序列相关系数,或第一自动相关,说明了对立即未来值的可预测性程度。一个具有低序列相关系数的数据序列在各个期间将有一个低的稳定性和可预测性。一个具有高序列相关系数的数据序列在各个期间将有一个高的稳定性和可预测性。更多的关于这种情况的描述见表 3.4 的注释。

最基本的描述是,两个数据序列的正相关性说明在同一时间它们向同一个方向移动(即,当一种资产的收益率上升时,另一种资产的收益率也上升)。或者说,负相关性说明在同一时间它们向相反方向移动(即,当一种资产的收益率上升时,另一种资产的收益率下降)。零相关性说明两个数据序列没有线性关系。图 3.10 描述了两种资产类别的收益率间的三种相关性。

相关系数总是位于最小值 -1 和最大值 1 之间。在图 3.10 的左面,资产类别 A 和资产类别 B 的收益率间的正相关性说明当资产类别 A 的

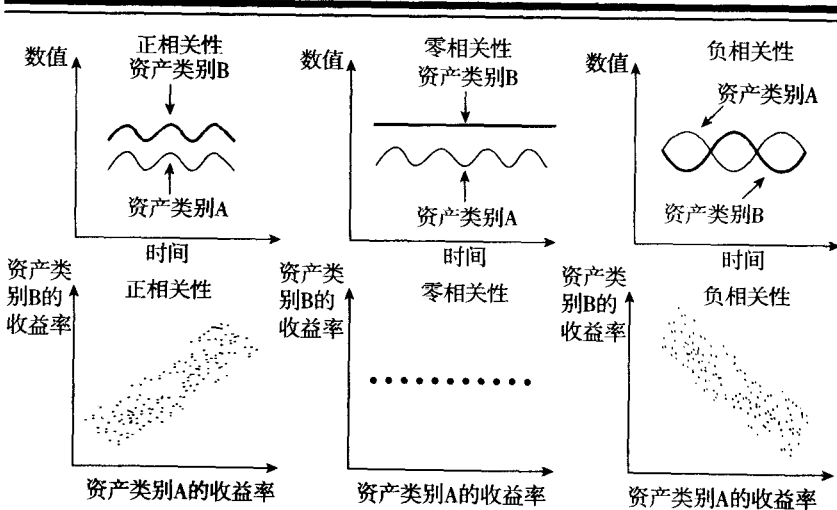
表 3.4 一年期收益率的相关性,1926—2001 年

系 列	大公司 股票	小公司 股票	长期公 司债券	长期政 府债券	中期政 府债券	美国 国库券	通货 膨胀
大公司股票	1.00						
小公司股票	0.78	1.00					
长期公司债券	0.23	0.09	1.00				
长期政府债券	0.16	0.00	0.93	1.00			
中期政府债券	0.08	-0.06	0.91	0.91	1.00		
美国国库券	-0.03	-0.10	0.22	0.24	0.49	1.00	
通货膨胀	-0.02	0.04	-0.15	-0.14	0.01	0.41	1.00
序列相关系数 ^(a)	0.02	0.08	0.07	-0.07	0.15	0.92	0.65

注: ^(a) 所有估计的标准误差是 0.12。给定误差边际为 0.12 时,离到期时间较长的资产(大公司股票、小公司股票、长期公司债券和长期政府债券)的序列相关系数为 0 或接近于 0,它验证了在短期内过去的投资业绩不能描述未来投资业绩的格言。

资料来源:《股票、债券、票据和通货膨胀:2002 年年鉴》,Ibbotson 联合公司。

图 3.10 正相关性、零相关性和负相关性的图示



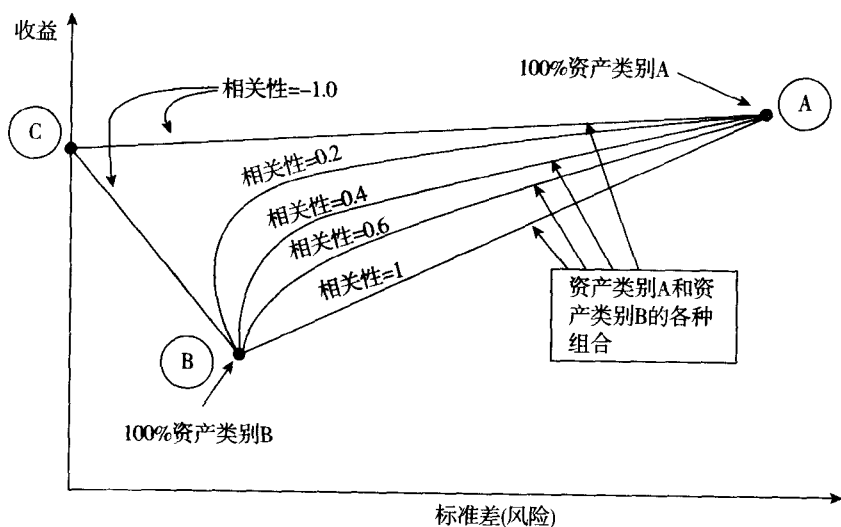
资料来源:作者。

收益率在它的平均值之上(或之下)时,资产类别 B 的收益率也多数在它的平均值之上(或之下)。两个中间的图显示了资产类别 A 和资产类别 B 的收益率间的零相关性——没有联系。右边的两个图显示了资产类别 A

和资产类别 B 的收益率间的负相关性。在这里,当资产类别 A 的收益率在它的平均值之上(或之下)时,资产类别 B 的收益率多数刚好相反——在它的平均值之下(或之上)。

一对资产或资产类别的相关性(例如,长期政府债券收益率和大公司股票收益率的相关性)随时间有很大的变化。图 3.11 描述了当两个资产类别的收益率之间的相关性水平不断变化时,它们组合后的标准差(风险)和收益率。

图 3.11 具有不同相关性的两个资产投资组合的风险/收益特征



资料来源：作者。

A 点说明当投资组合完全由资产类别 A 构成时的标准差(风险)和收益。B 点描述了当投资组合完全由资产类别 B 构成时的标准差(风险)和收益。从 A 点到 B 点的直线描述了如果两类资产的相关系数为 1.0 时,改变投资组合中资产类别 A 和资产类别 B 的各自比例时投资组合表现出的风险和收益特征。

由于资产类别 A 和资产类别 B 之间的相关性取不同的值,如 0.6、0.4、0.2 及极限值 -1.0,使得对于两种资产类别的不同组合,风险/收益线开始向图中最优的象限移动——上左象限高收益低风险区域。在这个例子中,由于相关性越来越低,资产类别 A 和资产类别 B 的组合显示出

比单个资产类别 A 或资产类别 B 越来越低的风险(标准差)。当资产类别 A 和资产类别 B 的相关性为极限值 -1.0 时,图 3.11 显示在 C 点可以构造一个资产类别 A 和资产类别 B 的组合,它代表着一个几乎无风险的投资组合,具有正的收益率和 0 标准差(风险)。然而在实践中是很难发现两个完全负相关的资产类别的。

为了对持有期为一年的资产类别收益率的交叉相关性和序列相关性进行观察,表 3.4 列出了从 1926 年到 2001 年间 6 个美国资产类别中任意两个资产类别间的相关性。

对于 76 年期间持有期为 1 年的收益率,大公司股票和小公司股票的平均相关系数为正 0.78,和长期公司债券的平均相关系数为正 0.23。更有趣的是,在 1926 年到 2001 年间大公司股票收益率间的序列相关系数几乎为 0,这意味着从这一年到另一年,它们的年收益率之间几乎是没有任何联系的。

表 3.5 是关于 11 个资产类别从 1989 年到 2001 年间收益率、标准差和任意两种资产相关性的数据。这 11 个资产类别包括美国国内股票、国际股票、高收益债券、房地产投资信托、商品(期货)基金和风险资本的代表指数。

从表 3.5 可以看出,相关性范围是很广的:从美国大盘股股票与整个美国股票市场间的 0.99,到商品(期货)基金与高收益债券间的 0.15。在这段时间里,出现负相关性频率最高的是商品(期货)基金与其他资产,现金(30 天美国国库券)在 1989—2001 年期间也与其他 10 个资产类别中的 3 个有负的相关性。

在分析表 3.5 中的数据时,应该记住这些相关性只代表 13 年间的平均值。某些资产类别与其他资产类别仅仅只有很微弱的相关性,所以这意味着它是一个具有吸引力的可用于降低风险(标准差)的分散投资候选品种。例如,欧澳远东(EAFE)股票和新兴市场股票分别与美国大盘股股票有 0.56 和 0.17 的相关性。投资者应该记住在金融危机的时候,这些指数之间的许多相关性会显著上升,达到 0.75—0.80 甚至更大的范围,因此减弱或消除了正常情况下的预期分散效果。

在一个资产类别中,有种测量工具叫 R 的平方,也叫决定系数(R^2),它表示某个资产类别的收益率波动有多大程度能够被其代表性指数所解释。例如, R^2 等于 0.75 表明投资于一类资产——如共同基金、合伙投

表 3.5 收益率、标准差和相关性数据, 1989—2001 年

年收益率		相关性		月持有期收益率的相关性									
资产类别	1989— 2001 年 (标准差)	风险	(1) 美国大 盘股票 ¹	(2) 广泛市 场美国 股票 ²	(3) 欧洲 远东 股票 ³	(4) 新兴 市场 股票 ⁴	(5) 高收益 债券 ⁵	(6) 房地产 投资信 托 ⁶	(7) 风险资 本 ⁷	(8) 商品 ⁸	(9) 美国投 资等级 债券 ⁹	(10) 非美国 政府债 券 ¹⁰	(11) 现金 ¹¹
(1) 美国大盘股票	16.0%	17.1%	1.00	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(2) 美国股票——广泛市场	15.6	17.0	0.99	1.00	—	—	—	—	—	—	—	—	—
(3) 欧洲远东股票	5.7	17.1	0.56	0.58	1.00	—	—	—	—	—	—	—	—
(4) 新兴市场股票	7.8	37.3	0.17	0.29	0.60	1.00	—	—	—	—	—	—	—
(5) 高收益债券	8.5	13.2	0.50	0.59	0.22	0.57	1.00	—	—	—	—	—	—
(6) 房地产投资信托	10.7	16.1	-0.03	0.02	-0.31	0.16	0.55	1.00	—	—	—	—	—
(7) 风险资本	36.1	79.4	0.30	0.34	0.51	0.45	-0.14	-0.34	1.00	—	—	—	—
(8) 商品	6.0	5.4	0.47	0.41	0.22	-0.20	0.15	0.32	-0.23	1.00	—	—	—
(9) 美国投资等级债券	8.6	6.1	0.56	0.55	0.17	0.50	-0.08	-0.22	0.42	0.47	1.00	—	—
(10) 非美国政府债券	6.8	7.9	0.53	0.52	0.36	0.05	0.55	0.08	-0.35	0.57	0.72	1.00	—
(11) 现金	5.2	1.0	0.40	0.35	-0.03	-0.38	-0.03	0.21	0.21	0.39	0.29	0.15	1.00

资料来源:

¹ 标准普尔 500 指数;² 威尔希尔 (Wilshire) 5000 指数;³ 摩根·斯坦利资本国际欧(洲)澳(洲)远东(EAFE)股票总收益指数;⁴ 摩根·斯坦利资本国际新兴市场自由红利指数;⁵ 瑞士信贷第一波士顿高收益债券指数;⁶ 国家房地产投资信托组织股票总收益指数;⁷ 风险经济学公司美国风险基金指数;⁸ 巴克莱商品贸易顾问总收益指数;⁹ 雷曼兄弟投资级别合计债券总收益指数;¹⁰ J.P. 摩根非美国债券指数;¹¹ 90 天美国国库券总收益指数。

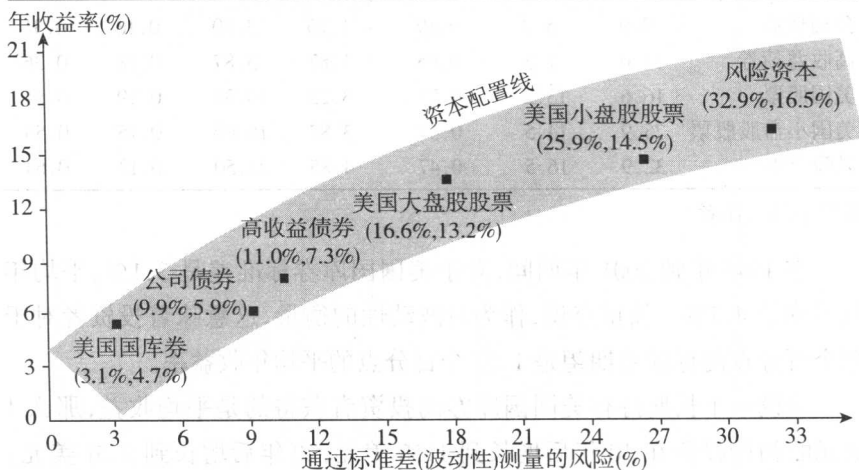
资、分账户管理、单位信托或其他工具的收益率的波动中有 75% 能够用代表这些资产而选取的特定指数的收益率所解释。在这个例子中,投资于该资产类别的收益率的波动中有 25% 可以归因为与指数无关的影响,如投资选择、市场时机选择、投资比重过大或投资比重不足,或者其他因素。

风险与收益

具备了有关风险和收益的工具和定义,投资者就能够用这些观点去检验在资产配置和投资组合构造中的平衡和选择。投资者想通过互相之间完全不同的资产来分散风险时应该检验:(1)一个资产或资产类别的附加风险是多少,他们必须获得更高的预期收益率;(2)他们必须放弃多大的预期收益率以把风险减少到他们能够承受的水平;和(3)大多数资产类别的风险和收益模式。

图 3.12 描述了 1945—2001 年的 57 年间所选择资产类别的风险和收

图 3.12 所选择资产类别的历史风险和收益, 1945—2001 年



注: 在 1989—2001 年间,上面各资产类别的风险(标准差)和收益率分别是:美国国库券,1.0%、5.2%;公司债券,6.1%、8.1%;高收益债券,13.2%、12.4%;美国大盘股股票,17.1%、16.0%;美国小盘股股票,18.4%、13.7%;风险资本,79.4%、36.1%。

资料来源: 摩根·斯坦利投资研究, 摩根·斯坦利资本国际、风险经济学公司、Dimensional 基金顾问, 和 Ibbotson 联合公司。

益特征。

在图 3.12 中通过点所画的一条线叫做资本配置线。在 1945 年和 2001 年间,收益率水平的上升意味着风险水平的上升。美国国库券显示了一个较小的标准差 3.1% 和 4.7% 的年收益率;公司债券是 9.9% 的标准差和 5.9% 的年收益率,而高收益债券有一个 11.0% 的标准差和一个 7.3% 的年收益率;美国股票是 16.6% 的标准差和 13.2% 的年收益率,美国小盘股股票是 25.9% 的标准差和 14.5% 的年收益率;风险资本是 32.9% 的标准差和 16.5% 的年收益率。更高水平的风险产生更高的年收益率,持有这些资产类别中的每一个 10 年和 20 年的预期最终价值也会升高。表 3.6 说明了这个金融事实。

表 3.6 每单位标准差的收益率

资产类别	1945—2001 年		每单位标准差的年 收益率 单位	投资 \$ 1.00 的 预期终值(\$)		每单位标准差的 预期终值(\$)	
	标准 差(%)	年收 益率(%)		10 年年 收益率	20 年年 收益率	10 年年 收益率	20 年年 收益率
美国国库券	3.1	4.7	1.57	1.58	2.51	0.53	0.84
公司债券	9.9	5.9	0.59	1.76	3.09	0.18	0.31
高收益债券	11.0	7.3	0.65	1.87	3.87	0.18	0.36
美国股票	16.6	13.2	0.73	3.22	10.36	0.19	0.61
美国小盘股股票	25.9	14.5	0.57	3.87	15.00	0.15	0.59
风险资本	32.9	16.5	0.47	4.85	23.50	0.13	0.64

资料来源:作者。

在 1945 年到 2001 年期间,对于美国国库券标准差是 3.1%,平均年收益率是 4.7%。简单点说,作为对波动性的衡量,这意味着投资者对于每个百分点的标准差期望是 1.57 个百分点的平均年收益率。

假设一个长期持有美国国库券的投资者获得的是平均收益,那么 1 美元的初始投资在 10 年后增长到 1.58 美元,20 年后增长到 2.51 美元。对于每个百分点的标准差预期的最终价值的税前货币数量在 10 年后是 0.53 美元,在 20 年后是 0.84 美元。

风险收益的另一种极端情况是,假如一个长期持有风险资本的投资者获得的是平均收益,那么 1 美元的初始投资在 10 年后增长到 4.85 美元,20 年后增长到 23.50 美元。对于每个百分点的标准差预期的最终价

值的税前货币数量在 10 年后是 0.13 美元,在 20 年后是 0.64 美元。

β

除了使用标准差,或资产本身平均收益的风险特征作为一个资产方差的指标外,另外一个测量工具叫做资产的 β ,预测一个资产的移动对整个市场移动的反应程度。 β 帮助把一个资产的整个风险分为它的市场风险和特别风险,代表了该资产在整个投资组合风险中所占的比例。

一个资产的 β 被定义成资产的协方差除以整个市场的方差。换句话说就是,资产的标准差乘以资产与市场的相关性,再除以市场的标准差。它们的联系可以用接下来的公式描述,也说明了一个资产的 β 与它的标准差之间的联系和区别:

资产的 $\beta = \text{资产的协方差} / \text{整个市场的方差}$

资产的 $\beta = \text{资产的标准差} \times \text{资产与市场的相关性} / \text{市场的标准差}$

一个资产的 β 测量了资产的广泛的、没有分散的系统风险。 β 大于 1 说明,相对于市场价格百分比移动,资产的价格百分比移动将更大,它的风险比整个市场的风险要大。 β 等于 1 说明,对于给定的市场的价格百分比移动,资产的价格百分比移动将与市场保持一致,它的风险等于整个市场的风险。 β 小于 1 说明,对于给定的市场的价格百分比移动,资产的价格百分比移动将比市场小,它的风险小于整个市场的风险。

因为资产的 β 反映了当市场指数向上或向下时,资产价格向上或向下的百分比,很多投资者把资产的 β 和决定系数(R^2)结合起来考虑。

通常资产的 β 的范围在 0 到 2 或 3 之间。以股票为例,在 20 世纪 90 年代晚期,高 β 股票行业(β 在 1.5 和 2.0 之间)包括航空、电力、耐用品,而低 β 股票行业(β 在 0.60 到 0.90 之间)包括能源、公用事业、银行。指数基金(如标准普尔 500 指数基金)的 β 通常接近于 1,因为它们是整个市场移动的一面镜子。

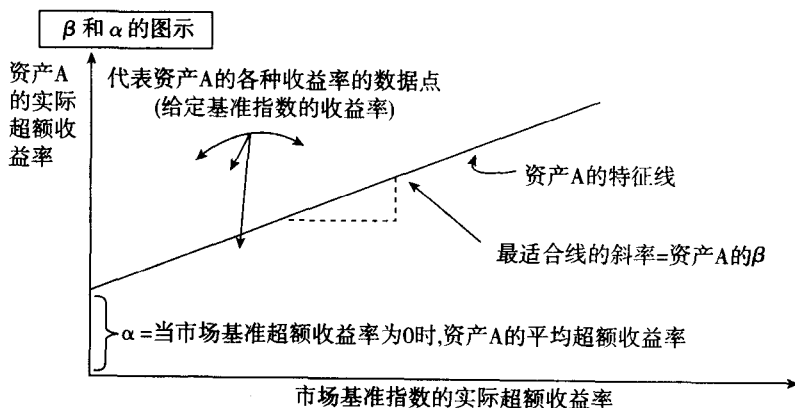
一个投资组合或基金如指数基金的移动程度不能准确贴近基准指数的程度称为跟踪错误。跟踪风险是如下两个收益之间的标准差:(1)投资组合或基金,(2)一个被选择的指数,它代表一个投资组合或基金与一个基准市场指数的收益率之间的差异。类似地,亏空风险测量了一个资产的收益率低于目标收益率的概率。例如,期望有 85% 的确定性获得至少

5%的收益率的投资者将在他们的投资组合中寻求使投资组合收益率低于5%的概率少于15%的资产。

亏空风险也称为风险价值(VAR),它考虑了一个资产收益率分布的完整结构,也测量了由于收益率低于一个特定百分率或置信度(如95%、98%或99%)造成的资本损失。这意味着投资者将使用VAR去预测:假如投资组合的结果位于收益率第95、第98或第99的位置,投资组合在价值上的损失有多大。VAR被许多关心位于收益率分布两端的负值的大小和构成的金融市场参与者使用。

图3.13描述了一个资产的 β 和 α , α 的计算可作为测量不能归因于市场或投资风险水平的收益率的一个工具。

图 3.13 β 和 α 的图示以及 α 的计算



α 的计算

资产的超额收益率 = 资产的 α + 资产的 $\beta \times$ 市场基准超额收益率

资产的 α = 资产的超额收益率 - [资产的 $\beta \times$ 市场基准超额收益率]

资产的 α = $\left[\begin{array}{c} \text{资产的} \\ \text{收益率} \end{array} - \begin{array}{c} \text{无风险} \\ \text{收益率} \end{array} \right] - \left[\begin{array}{c} \text{资产} \\ \text{的} \end{array} \beta \times \left(\begin{array}{c} \text{市场基准} \\ \text{收益率} \end{array} - \begin{array}{c} \text{无风险} \\ \text{收益率} \end{array} \right) \right]$

计算一个资产的 α ,该资产的 β 为1.2,当市场基准指数收益率为20%且无风险收益率(即90天国库券收益率)为3.5%时,该资产的收益率为25%,将这些数值代入公式:

$$\begin{aligned} \alpha &= [25\% - 3.5\%] - [1.2(20\% - 3.5\%)] \\ &= 21.5\% - 1.2(16.5\%) \\ &= 21.5\% - 19.8\% \end{aligned}$$

$$\alpha = +1.7\%$$

资料来源:作者。

图 3.13 显示一个资产的 β 等于直线的斜率(它的纵坐标除以横坐标),反映了资产收益率与整体市场收益率的关系。这条线也叫做资产特征线。根据在前面已经介绍过的统计定义, R 的平方描述了数据点与资产特征线的接近程度也即一个资产的收益率与市场基准收益率的接近程度。 R 的平方为 0 说明一个资产的收益率与市场基准收益率之间没有联系。 R 的平方为 100 说明它们之间有完全联系,就如同相关系数为 +1 一样。

投资者经常使用 R 的平方去预测单个的数据点与回归线之间的接近程度,该回归线是一个统计过程,叫做最小二乘法线性回归,通过对单个资产收益率绘图并与基准市场收益率相比较来计算最适合的 β 。

资本资产定价模型

根据资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM),一个资产的风险等于它的 β ,不同资产平均收益率的不同可以完全用它们的 β 不同来解释。这个概念很贴近于图 3.8,它描述了估计预期收益的过程。一个资产的收益率应该由一个合适的无风险基准收益率加上一个附加的市场风险补偿收益率,该附加收益率用来补偿资产高于或低于无风险基准收益率的额外风险。例如,因为只有当整个市场表现较好时,高 β 的资产才会产生相对高的收益,而当整个市场表现较差时,它产生相对低的收益,所以投资者希望对这种风险进行补偿。

资产或证券特别风险度等于它的残余标准差,或者叫 ϵ ,在等式中资产的总超额收益率(例如,高于无风险基准收益率的收益率)等于资产的 β 乘以指数或基准超额收益率,再加上 ϵ 。这个等式可以表达为:

$$\text{资产的总超额收益率} = \alpha + \beta \times \text{市场基准超额收益率} + \epsilon$$

根据这个公式,如果一个资产的 β 为 1.4 且市场基准超额收益率增加 3%,资产的总超额收益率应增加 1.4 乘以 3%,即 4.2%,再加上 ϵ ,它代表资产的特别风险。在实践中,把分散化投资组合看作一个整体,单个资产的各种各样正的和负的 ϵ 趋向于互相抵消。所以一个分散资产配置的 β 通常被认为是资产配置对一个基准市场指数总移动反应程度的一个最好的近似代表。

在实践中,理论界和投资界曾经争论对于资产的历史收益率和通过 CAPM 的 β 预测的收益率之间的适合度的问题。虽然没有结论,但是形成

了一个共识,一个高 β 的资产实际上补偿了投资者所承担的高风险;类似地,一个低 β 的资产可以产生比通过 CAPM 的 β 预测的收益率更高的平均收益率。可以解释这种现象的一个理由是资产的风险,或资产的 β ,会随时间而改变。投资者应该注意在计算资产的 β 时的数据是什么时候的,数据是否有效。有些有名望的金融学者相信在整个过程中 β 不是惟一影响资产收益率变化的因素,所以这就为多种因素模型打开了大门。

 α

许多投资者认为 α 就是一个资产期望的超额收益率与它的实际收益率之间的差值。因此, α 描述了资产能够产生的收益率高于、等于或低于通常期望的收益率的程度,描述了一个资产相对于市场基准指数的波动性。在这里, α 测量了一个资产相对于通过 β 预测的收益率的超额业绩或不足业绩。如果一个资产产生了比通过 β 预测的收益高的收益率,我们称为正 α ; 如果一个资产产生了比通过 β 预测的收益低的收益率,我们称为负 α 。有些投资者把 α 叫做残余风险,或选择性风险。

图 3.13 展示了怎样去计算一个资产的 α , 如单个证券、一个基金, 或一个投资组合。图中给出了每个资产各种各样的实际的超额收益率(即大于无风险收益率的收益率), 给定代表市场的基准指数的各种各样的实际的超额收益率。

根据 CMT, 一个资产的超额收益率等于它的 α , 加上它的 β 乘以市场基准超额收益率(或一个市场基准收益率减去被普遍接受的无风险收益率, 如 90 天美国国库券收益率)。

等式进行变换后就能够得出一个关于 α 计算的基本方程: α 等于资产的超额收益率减去 β 乘以市场基准超额收益率。一个资产的 α 被它的收益率和 β 决定。当市场基准超额收益率为 0 时, 一个资产的超额收益率就是 y 轴上的截距, 或 α 。在图 3.13 中的样本 α 计算显示无风险收益率为 3.5%, 当市场收益率为 20%, 资产的 β 是 1.2, 得到的收益率是 25% 时, α 为 +1.7%。

谨慎考虑 α 、 β 和绝对收益率之间的关系可以得到有用的观点。例如, 另外一个资产可以产生一个同样的 25% 的绝对收益率: (1) 一个更低的 β (例如 0.9) 和一个更高的 α (+6.65%); 或 (2) 一个更高的 β (例如

1.4)和一个更低的 α (-1.6%)。在(2)中,把更高的 β 1.4 和超额收益率 5% 代入图 3.13 的方程中将产生一个 α 等式: $(25\% - 3.5\%)$, 或 21.5% , 减去 1.4 乘以 $(20\% - 3.5\%)$, 或减去 23.1% , 其结果就是 -1.6% 。

夏普比率

在 1966 年,诺贝尔奖获得者威廉·F. 夏普发展了一个评估单个资产收益(如一个共同基金、单个证券和一类资产)与它的整体波动性的测量工具。这个测量工具起初叫做收益波动性比率,现在被广泛地称为夏普比率。本质上,夏普比率是把两个测量工具:一个资产的平均收益和它的标准差,结合成一个单一的数字。

夏普比率是通过一个资产高于无风险基准收益率(如 90 天美国国库券收益率)之上的超额收益率(也叫做差异收益率)除以该资产收益率的标准差得来的:

$$\text{夏普比率} = \frac{\text{资产高于无风险基准收益率} / \text{资产收益率} / \text{之上的超额收益率}}{\text{的标准差}}$$

例如,90 天美国国库券收益率为 5% , 假如一个资产的收益率为 30% , 其标准差为 15% , 它的夏普比率就是:

$$\text{夏普比率} = (30\% - 5\%) / 15\% = 25\% / 15\% = 1.67$$

回到图 3.2, 就可以计算从 1926 年到 2001 年美国大公司股票的夏普比率。在这期间,90 天美国国库券算术平均收益率为 3.9% , 美国大公司股票算术平均收益率为 12.7% , 其标准差为 20.2% 。把这些数据代入方程就得到美国大公司股票的长期夏普比率是 0.44 , 如下所示:

$$\text{夏普比率} = (12.7\% - 3.9\%) / 20.2\% = 8.8\% / 20.2\% = 0.44$$

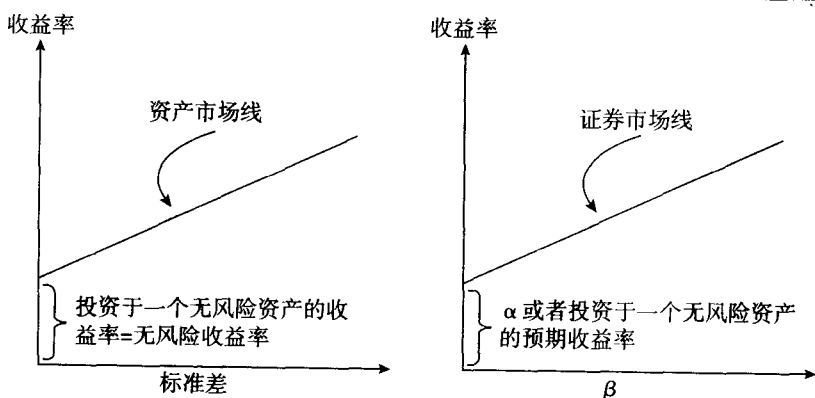
α 测量了一个资产相对于它的 β (即该资产对整个市场移动的反应)的超额收益率,夏普比率则测量了一个资产相对于它自己的收益率的标准差的超额收益率。这就给予投资者一个相同的标准,能以直接的方式去比较各种各样资产的收益风险比。对于很好分散化的投资组合,夏普比率是更有用的。否则,在标准差中的任何特别风险的出现都可以削弱以夏普比率为基础的投资组合的可比性。

那些更侧重于目标收益的潜在损失的投资者,能够计算索定能 (Sortino) 比率,它是由弗兰克·A. 索定能 (Frank A. Sortino) 推导出来的,它

测量了一个资产的预期超额收益率除以它的目标半方差而不是它的标准差。一些投资者也使用特雷诺(Treynor)比率,它是由杰克·L.特雷诺(Jack L. Treynor)推导出来的,它测量了一个资产的预期超额收益率除以它的 β 。所以特雷诺比率测量了一个资产对于每单位该资产市场范围的、非分散化的系统风险产生多少超过无风险收益率的收益率。

图 3.14 区别了一组资产的资本市场线,或投资机会集,与一组资产的所谓的证券市场线。

图 3.14 资本市场线与证券市场线的比较



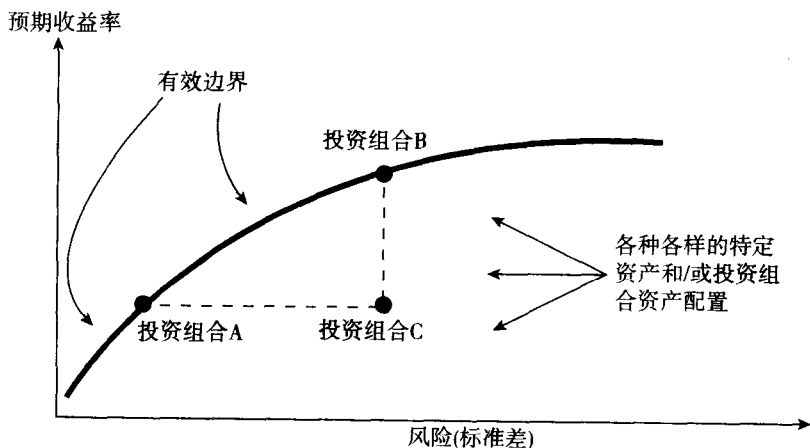
资料来源:作者。

一组资产的资本市场线与证券市场线的最主要的不同在于对收益的测量工具。资本市场线绘出了超额收益率(超出无风险基准收益率)与该资产的标准差,而证券市场线绘出了超额收益率与该资产的 β (该资产对整个市场指数移动的反应)。在图 3.14 中,资本市场线的斜率(每单位标准差的收益率)等于该组资产的夏普比率,而证券市场线的斜率(每单位 β 的收益率)等于该组资产的特雷诺比率。根据 CAPM, β 为 0 的资产的预期超额收益率理论上应该为 0。但实际上,证券市场线的 Y 轴截距从统计意义上说有一个正的或负的值。接下来的部分从资本市场线或投资机会集延伸到有效边界。

有效边界

当各种各样的超过两个资产的集合(投资组合)的收益率与这些投资

图 3.15 有效边界



资料来源：作者。

组合收益率的标准差画在一个图上时,结果就产生了一系列投资组合,如图 3.15 中所示的面积。

图 3.15 显示投资组合 B 比投资组合 C 更好,因为对于同样的风险它产生一个更高的预期收益率。投资组合 A 比投资组合 C 更好,因为对于同样的预期收益率它的风险更低。投资组合 C 就叫做无效投资组合,在投资组合 C 中过度的风险没有被一个更高的收益率来补偿,或者说,更低的收益率却没有带来相应更低的风险。

对于给定的一系列投资组合,可以对一个已知的风险度选择最高的收益水平,或者说,对于一个已知的收益水平可以选择最小的风险度,这就产生一条曲线叫做有效边界。如上面所说,有效边界的弯曲度是如下两个因素的函数:(1)投资组合中各种资产的相关性小于 1;(2)在每个投资组合中不同资产类别的数量。有效边界显示了对于一个给定的资产集合,其中最有效风险投资组合在有效边界上的位置。在有效边界上投资者到底是选择投资组合 A 还是投资组合 B,主要是投资者的风险承受能力和他对增加收益的期望或两者相互作用的结果。根据 CAPM 理论,投资者应该持有如下组合:(1)在有效边界上平均值一方差有效的投资组合;(2)无风险资产。在实践中,投资者可以持有或不持有一个有效投资组合,也可以持有或不持有一个无风险资产。和其他理论结构一样,虽然

理论要求投资者应该做什么,但它不要求他们一定要这样做。

资产收益和相关性的忠告

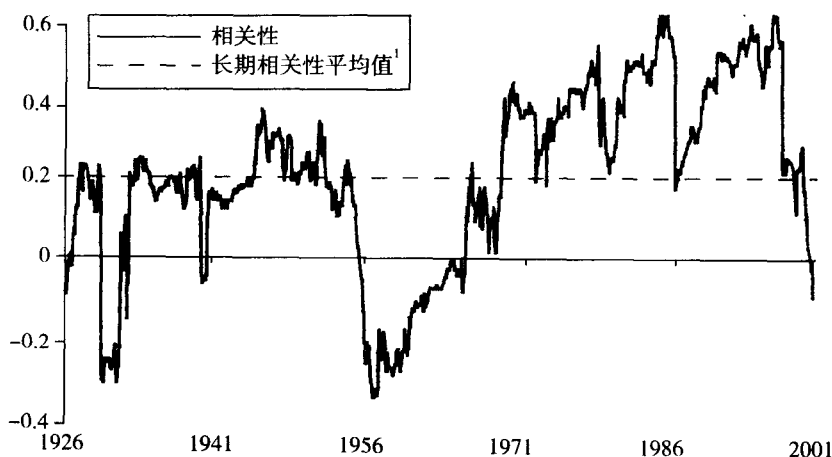
一些忠告提醒我们应该注意到关于资产收益和相关性的历史数据和预测数据。历史上的单个资产类别和证券收益包括几年或更多年,事实上,在引用的这段时间的年份中它们是变化的。同样,未来收益不会拥有以单点预测的确定性和精确度。一个有意义的关于过去和未来收益的描述应该组成一个围绕单点预测加上或减去收益及其相关概率的排列。

同样的忠告适用于资产类别的相关性统计。相关性测量了一个给定资产类别或投资的收益与另一个资产类别或投资在相同方向上移动的趋势,但不是这个移动的数量。对一个投资相对于另一个投资的移动数量予以具体化需要协方差和跟踪偏差数据。投资者必须审阅相关性数据去决定:(1)它们的持有期间(如月、季度、年或者5年收益);(2)哪一个时间段(如1960年到1980年,1926年到2001年,或1989年到2001年)。

最后,也是非常重要的,在每个时间段内资产之间和投资之间的相关性数据一般不会稳定在一个水平,虽然许多投资者和投资组合的最优化方案假设相关性是稳定的。在图3.16中的例子描述了两个资产的相关性能够随着时间而宽幅变化。

在1926年到2001年这75年间,图3.16显示大公司股票(S&P500)和长期政府债券(长期美国国债)月持有期的相关性。在这段时间,大公司股票和长期政府债券的相关性的波动相当厉害,从1957年最低的-0.38到1997年最高的+0.63,而长期相关性平均值是+0.20。从20世纪80年代后期到1997年,大公司股票和长期政府债券表现出一个上升的相关性,意味着它们的价格显示为一个在同方向上的上升趋势。但是,在1997年,美国股票和债券的相关性开始一个向下的巨大移动,意味着它们的价格正在显示出一个非同方向的移动。从资产配置的观点来看,在债券和股票有高的相关性这段期间,债券缓冲一个股票投资组合风险的潜力趋向于减少。但是当债券和股票有着低的或负的相关性时,债券在降低一个股票投资组合的风险中能起到重要作用。

图 3.16 大公司股票和长期政府债券之间的相关性



注：¹ 相关性是标准普尔 500 指数与长期美国公债的月持有期总收益率之间的；相关性是使用一个指数衰减因子近似加权过去数据平滑计算而来的。

资料来源：Ibbotson 联合公司，摩根·斯坦利研究。

资产配置优化模型

资产配置优化指的是找到一个具有如下特征的资产投资组合的过程，即在既定的风险水平下，能够产生最高可能预期收益，或者对于一个给定的收益水平具有最低可能的风险度。对于金融资产配置优化最通常使用的最优化技术叫做平均值—方差最优化（mean-variance optimization, MVO），是在 20 世纪 50 年代早期由经济学家马科维茨发展而来的，首先被应用于股票投资组合。

本质上说，这种方法论起源于混合互相之间没有高相关性的不同种类股票，以减少一个股票组合的整体方差（或它的平方根，标准差）。与此相同的观点后来被延伸到各种各样的资产类别的投资组合。马科维茨有效地阐述了对于单个资产，投资者可以通过以下估计来预测和模拟未来的投资收益：（1）资产的平均收益；（2）关于平均收益的标准差。对于一组资产类别，投资者可以通过以下估计来预测和模拟未来的投资收益：（1）资产的平均收益；（2）关于平均收益的标准差；（3）该资产类别与投资组合中其他每个资产类别之间的相关性。

投资组合最优化模型部分被广泛地应用于资产组合,因为与单个证券相比它更容易估计整个资产类别的收益。此外,可投资的资产类别的范围随着时间而扩大。除了传统的股票、固定收益产品、现金,现在的选择还包括国际发达市场和新兴市场的债权和股权投资、商品(期货)、私募股权、风险资本、房地产,以及新的资产类别及其子类别,如可转换证券、通货膨胀保护工具、可抵押期货、证券化债务、对冲基金,以及绝对收益策略,如套利。

资产配置优化模型是怎样工作的

许多现代资产配置优化模型是建立在统计方法和不少低成本就可以容易获得的充分的计算能力之上的。同时,资产配置优化模型假设:(1)投资者的最基本目标是最大化收益和最小化风险;(2)标准差是一个测量资产风险的合理工具;(3)两个资产收益的相关系数描述了一对资产之间的关系。

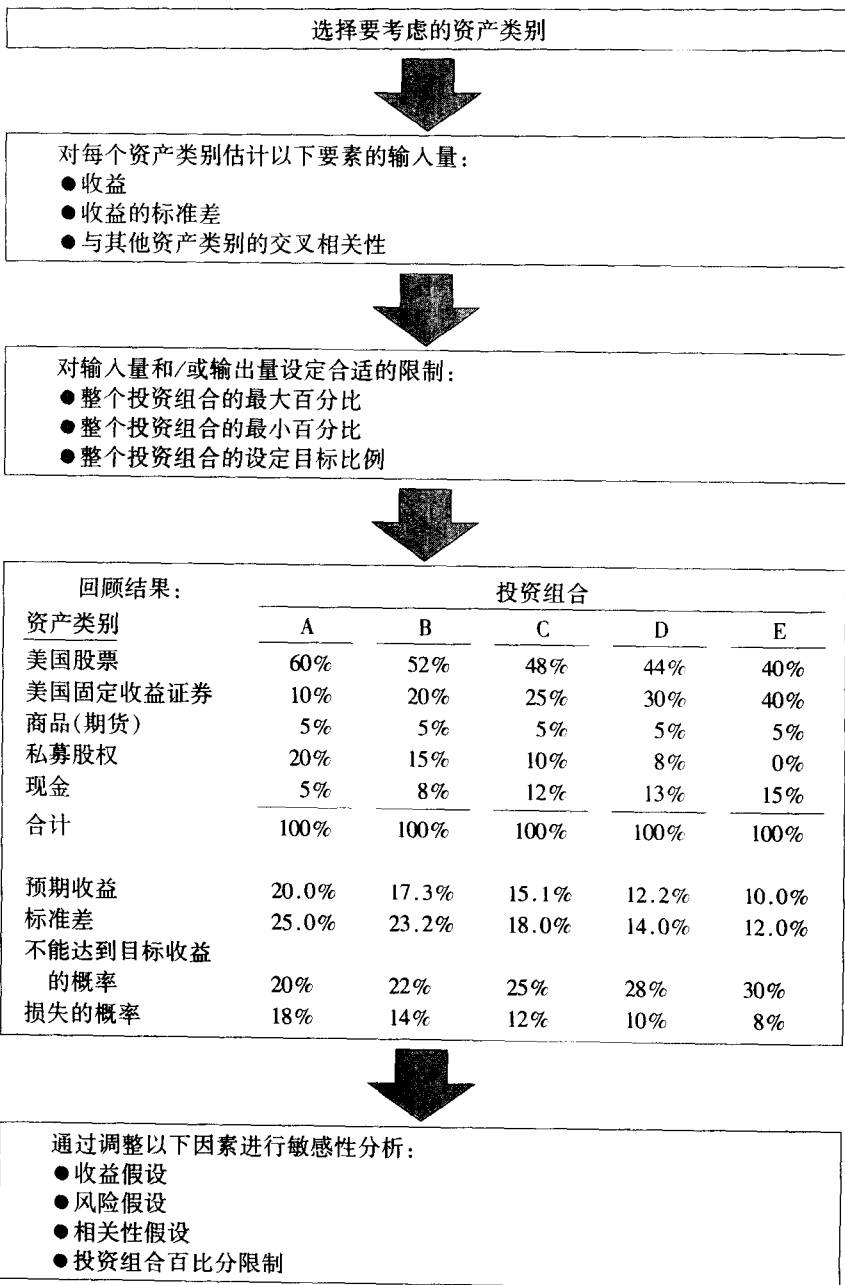
图 3.17 显示了一个典型资产配置优化模型的内部工作程序图。

大多数资产配置优化模型是一个相对直接的过程,由几个步骤构成。第一,计算每个资产类别对于投资组合的预期收益、风险和与其他资产类别之间的收益相关性的贡献,投资者找出他们愿意考虑的那些资产。有些时候,资产配置优化模型可能没有投资者所考虑的所有资产类别的风险、收益和相关性数据。如果这样,为了建立模型,他们可以用其他资产类别的数据替换。

第二,估计所考虑的每个资产类别的收益、标准差和交叉相关性的输入量。通常,在这一步投资者主要依靠历史数据,但是许多资产配置优化模型准许用不同的预测数据代替这些变量。当投资者预期对于特定的资产类别金融市场环境会发生重要变化时,这具有特别的价值。

第三,投资者对于资产配置优化模型的变量输入和结果输出施加必要的限制。这些限制可以是设定的目标比例,例如投资者可以决定投资在国际股票上:(1)不超过 10%;(2)不少于 10%;(3)或者在某些情况下不超过也不少于 10%。在这个例子中,资产配置优化模型的投资组合结果总是推荐持有国际股票:(1)最大 10%;(2)最小 10%;(3)固定 10%。

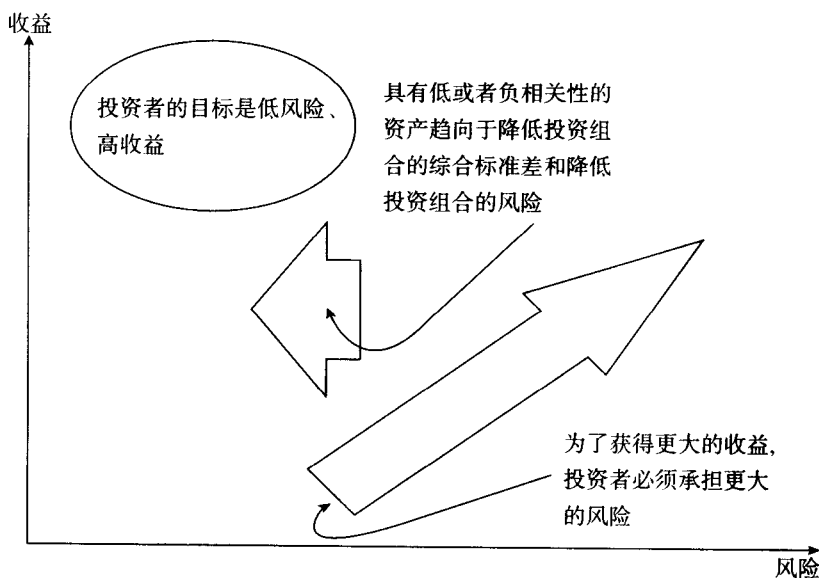
图 3.17 一个资产配置最优化模型的内部工作程序



资料来源：作者。

第四是对资产配置优化模型结果的一个回顾。该模型依靠试图最优化最高可能收益与最低可能风险的平衡的理论模型。获得这个目标的一个方法就是如果可能的话,提高和投资组合中其他资产类别相关性低的或负的资产类别的权重,如图 3.18 所示。

图 3.18 投资组合最优化中各种因素的相互作用



资料来源：作者。

资产配置优化模型通常通过尽可能选择具有低的或负的相关性的资产类别来减少投资组合的风险,以使以下两者得到协调:(1)在现实中,高收益仅仅只能通过承担更大的风险获得;(2)投资者想获得低风险高收益的目标。资产配置优化模型的结果经常是一个类似于前面图 3.17 的格式。该结果包括由投资者选择的几个资产类别的不同比例构成的投资组合,并考虑一些相关的投资者限制。这些投资组合以高收益、高风险到低收益、低风险的顺序排列。

在例子中,所有样本投资组合中的商品(期货)被限制为最大 5%,因为这个样本最优化模型试图将投资组合的较高比例投资到商品(期货)资产类别中,因为它不同的收益模型和它与其他资产类别间预期的负相关性。依靠这些数据对模型的计算,结果可能显示或不显示:(1)不能获得

投资者特定目标收益的概率;(2)经历整个投资组合价值损失的概率。给定满足模型的资产和假设,这些投资组合在一个风险收益图上一一起描绘出来就代表着有效边界。在任何时间,投资者的风险承受能力、收益目标,以及市场前景都可以影响在有效边界上的投资组合。

第五,投资者可以通过调整模型初始的假设如预期收益、标准差、相关性,或者更改他们起初强加于投资组合的比例限制,来进行敏感性分析。敏感性分析的一个有用的结论就是通过给定资产收益、风险和相关性假设的微小变化后,决定模型的目标有效配置的稳定程度。

资产配置优化模型的优点和缺点

当资产配置优化模型的估计和假设是稳定的、适时的、内部一致的 and 可以理解的时候,这类模型的一个重要优点就是它们带给投资过程各方面的严密性、逻辑性和组织性。一个同样重要的优点是它们不但注意了历史模型和收益特征,还对其不确定性和结果范围有了更深刻的理解。

通过设定最小和最大的资产类别限制、进行敏感性分析,以及定期回顾过去的和预测的结果,投资者能够对定性的和趋向性的问题予以量化。最后的也可能是最重要的,资产配置优化模型可以帮助投资者更能感到:在一个长时间段里通过投资到多种资产类别中,可以获得广泛分散化的利益。作为这个行为的一部分,资产配置优化模型曾经帮助指导国际投资者在跨国投资时注意国际资产的收益、风险、标准差和汇率风险。因为货币流通不会提供有意义的额外收益,但是会增加投资的整体波动性,所以许多市场参与者感到最好是通过对冲消除汇率风险。实际上,小部分投资者在非国内投资时的确花费时间和费用去建立一个外汇对冲的机制。

投资者不应该太依赖于资产配置优化模型,当然也不能不重视它。他们需要认识到最优化模型只是有力的计算器,而不是有灵感的、什么都知道的具有无限智慧和判断力的解决器。虽然许多资产配置优化模型很稳健且具有数学的美感,但它们也有一些局限性。

第一,投资组合模型结果的质量大部分是由输入数据的质量决定的。未来预期收益、标准差和相关性,长时期可能也的确会发生偏离其平均历史值的显著的和偶然的变化。资产配置模型假设对于金融资产它们是钟

型收益模式,然而资产的收益可能并不遵从这个模式。实际上,投资者最应该小心的,也可能是最受影响的,是收益出现在所谓的收益分布尾巴上,远离这些资产的均值收益的平均值。

第二,投资者需要合理地看待资产配置优化模型,在可能的经济和金融环境中考虑它们,从通货紧缩和反通货膨胀到各种各样的经济增长水平和通货膨胀。投资者也应该考虑他们的思想状态并认识到他们的风险承受能力会随着时间而发生大的改变,这会引发临近关键时刻时过于情绪化的向错误方向移动的趋势。

第三,资产配置模型有时候导致投资者相信资产配置是一次性活动。实际上,许多成功的资产配置要求投资者考虑不断地再平衡投资组合。第4章详细讨论了资产配置再平衡。再平衡决定大致包括:(1)定期调整投资组合以满足最初的目标资产配置;(2)对于每个资产类别在最大和最小比例范围内灵活地配置资产;(3)依靠对每个资产类别的前景考察,临时性地再配置资产;或(4)采用一个固定不变的、买入并持有的资产配置,无论单个资产类别的价格如何变动,确保没有再平衡行为发生。

第四,以计算机驱动的资产配置程序有时候会建议将一个极高比例的投资配置到某一个特定的资产类别,尤其是那些和其他资产类别有低或负相关性的资产。

第五,不是所有的资产配置优化模型都考虑了具有税收、交易成本,以及证券和/或现金借入或借出的现实世界的影响。

第六,资产配置优化模型的结果有时候对输入数据非常敏感,输入数据的一个很小的变化都会产生大的、潜在的不稳定性,有时候结果不合常理,如一些资产类别的权重不合理地过高或过低。最后,过度依赖于模型来选择资产类别,会错误引导投资者远离发展或发现配置技巧,包括在每个资产大类中选择投资目标和选择管理。

总的来说,资产配置优化模型的优点要强于它的缺点。当在资产配置过程中使用这些模型作为工具时,投资者应该寻求最大化它们的优点——数量化理论和强调资产类别的特征;最小化它们的缺点——对于输入数据的敏感和对重要判断因素缺乏关注。

资产配置优化软件

许多通过互联网出售资产最优化软件包的公司都已开发了用于帮助投资者分析、构造、监控,以及再平衡他们的资产配置的程序。这些程序评估了投资组合风险和收益的综合水平,还在投资者的资本市场偏好、承受能力和限制的基础上创造了资产的最优投资组合。此外,这些程序中还有许多(但不是所有的)能够:(1)从现有的投资组合账户系统中获取数据;(2)有模拟模块去预测投资者的风险特征;(3)通过改变假设和对未来的预期进行敏感性分析。一些程序有多时间段的平均值一方差最优化器,它能计算一段时间的有效边界,还有返回检验能力去观察使用历史数据的资产配置将怎样表现。更多的信息、产品描述和价格可以从以下渠道获得:有效方案公司(effisols.com)、配置大师公司(allocationmaster.com)、Ibbotson 联合公司(ibbotson.com)和维思太克系统公司(vestek.com)。

第 4 章

资产配置再平衡

76

资产配置的艺术

概 述

本章探讨的资产配置再平衡的主旨是投资者不断地对他/她们自己的投资组合进行再配置,以达到各个资产类别预先设定的目标比例。本章也考察了资产配置再平衡的优点、缺点以及关键决策点,包括再平衡的对象、时机和允许的灵活性程度,以及怎样进行资产配置再平衡。

在本章中我们用文字和图解法来描述主要类型的超比重资产配置的起因与含义,这里涉及五种最经常遇到的资产种类:积聚头寸、流动资产、传统证券、另类资产和个人资产。这里所说的资产种类通常在范围上比一般所说的资产类别要稍微宽泛些,并且可能在范围上超过资本资产(包括固定资产和专利权等)的涵盖内容,包括:个人资产,诸如住宅、艺术品和其他有价值的物品;积聚头寸,诸如在商业领域或个人企业里取得的股权、大宗证券和/或期权、广义房地产、使用费和专利权。

投资者资产配置再平衡的理论和路径在以下情况下被用于比较:(1)再平衡只延伸到主流资产种类;(2)与之相对应的一个更为宽阔的范围,也包括积聚头寸和/或个人资产。

然后我们对各种资产配置再平衡方法在细节上进行检验,包括:(1)卖出表现好的资产以买入表现差的资产;(2)卖出表现差的资产以买入表现好的资产;(3)不追逐时髦的再平衡潮流,不轻易去替代既定认可的资产配置比例,以免错过市场赋予每一资产类别的机会或运气。本章接着利用真实的收益数据,分析一两个资产的投资组合;并且利用几种敏感性分析方法来研究改变最初的资产配置组合、投资组合时限和等级、形态,以及资产收益模式斜率的影响。本章在实证讨论的基础上作出结论,认

为需要增加达到资产配置再平衡的不确定性因素。

再平衡原则

资产配置再平衡,正如我们所知道的投资组合再平衡一样,是指卖出部分资产和买入其他资产的过程,其通常运用明确的资产配置策略或者资产配置目标比重去排列全部的投资组合。有些投资者按照明确说明的业绩、时间或其他方针来再平衡他/她们的资产配置;其他一些投资者纯粹以广告或公告信息为基础,没有使用明确的计划来进行资产配置再平衡;还有一部分投资者则很少关注或根本不在意资产配置再平衡活动。

再平衡的理论和实践是建立在一些关于资产类别和投资者行为的基本假定之上的。首先,投资者一般期望资产的投资收益能随着时间的推移,回归到均值水平。这一假定认为资产的投资收益不会不确定地保持在一个高水平上或者低水平上。一些观点认为,产生过高于长期平均水平的收益的资产,也会产生低于长期平均水平的收益;而产生过低于长期平均水平收益的资产,也会产生高于长期平均水平的收益。虽然这个假定有例外,但仍有大量有说服力的证据予以支持,这可以从资产历史收益的定量分析和文献索引中找到这些证据。

再平衡的另一个根本性原则产生于多样化理论。按照这一理论,适当的资产多样化能帮助投资者在既定风险水平下提高其投资组合的收益,也可以帮助投资者在既定收益水平下减少投资风险。在一些情况下,投资者也可能在这两方面都取得成功。多样化原则可实现期望的结果,投资者的投资组合中的资产应该具有适当的模式以及有关收益、风险和彼此相关性的适当特征。简单地说,再平衡是通过低价购入数量确定的某些资产并再择机以较高价格卖出,以及通过高价卖出数量明确的其他资产并再择机以更低的价格买回,以寻求提高投资组合的整体风险报酬。

再平衡也假定投资者能够确立适度的、理性的、具备相当判断力的投资规则和配置比例:(1)正确地应用于他/她们个人的境况和市场前景;(2)能够足够地遵循自身的专业程度、判断力和洞察力。再平衡借助改变资产组合最初的比重,根据特定资产类别的盈亏情况,试图去识别、预期主动型和被动型资产组合的风险与报酬结果。

再平衡的优点和缺点

再平衡的主要优点体现于,在给定资产类别和既定资产配置条件下,预期会提高达到长期收益目标的概率。再平衡的另一个重要好处是风险控制,按照投资组合的目标比例再配置资产经常可以允许投资者减少将财富过度集中于少数资产的财务风险。再平衡也能提高投资者的注意力,使之全力监控或跟踪他/她们自己的资产组合。

再平衡的主要缺点体现在,僵化的资产配置方式或习性使之无法达到预定目标,从而蕴含了风险。产生风险的方面体现在:(1)再平衡太频繁、市场时机选择不理想,造成较高的交易成本以及税收成本、时间成本、机会成本和心理上的成本;(2)局限于错误方面(例如在股票资产类别内的价值相对于增长的决定,胜于考虑股票相对于固定收入、相对于另类资产的合适水平);(3)一些资产种类、资产管理人或具体投资不可能在任何合理时间范围内恢复到平均值(购入的资产遭受暂时或者永久性的损失,和/或一些卖出的资产可能仍持续经历高价值或上涨时期);(4)人类与生俱来的弱点是依赖于一种习惯做法,即卖出业绩良好并且价格上涨的资产,同时购入业绩不好并且价格下降的资产。

一些投资者再平衡的做法可能是仅仅在一般的导向上重新调整投资组合;有的投资者则在估计一定资产的价值高于或低于历史水平时进行再平衡;还有一些其他投资者按具体的目标比例进行再平衡。这些再平衡的每一种方法都预示着那些投资者发展和使用了最佳资产组合,该最佳资产组合适合于他或她自己的情形和金融市场的前景。实际上,那些在最初条件下适用的资产配置比例,不一定总是在财务上适用于新的资产再平衡情况。

资产配置再平衡的决策点

在再平衡时,投资者面临着一些重要的决定:

- 再平衡的对象:一些投资者对他/她们的整个资产净值或头寸进行再平衡,并且考虑所有主要资产种类里的五种——(1)积聚头寸;(2)流动资产;(3)传统证券;(4)另类资产;(5)个人资产。基于个

人的附加因素和/或个人阻抗对第一种和第五种资产的扰乱或者分离,一些投资者可能决定把他/她们的个人资产和/或积聚头寸排除在再平衡之外。其他的资产种类,比如另类投资,可能包括流动性相对较低的资产,诸如私募股权、风险资本、特定种类的房地产、农田、林地以及石油和天然气资源。由于它们的周转率低和经常不可分割的内在特性,很多另类投资、积聚头寸和/或个人资产可能被考虑到再平衡,但不是经常地被调整。投资者的再平衡可能强调:(1)宏观层次(涉及全部的资产种类和类别);(2)微观层次(涉及全部资产子种类和子类别、资产管理人,甚至包括特定的证券或另类投资);(3)一些宏观和微观层次相结合的情况。

- 再平衡的时机:再平衡的频率包括始终不、偶尔、每几年、每年一次或每半年一次。而对某些战术导向的投资者而言,又可分为每季、每月,甚至每周。一些投资者的再平衡根据历史价值标准或特定的最小价格百分比的变动(例如,加或减5%,或10%),而不是按日历时间来进行再平衡变动。可能影响再平衡价格或时间的特征还包括其他因素:(1)投资者对再平衡的偏好程度、可用时间和能力水平;(2)资产组合的规模、税收状况和交易成本;(3)投资者的资产组合和构成;(4)对短期、中期和长期收益、风险及相关性的预测,各种资产类别之间的相互流动性;(5)在合适的时间段和/或部分或全部市场周期里,再平衡是否可以提高资产组合的风险报酬水平。
- 再平衡的灵活性程度:一些投资者严格坚持他/她们的资产配置权重计划、预先确定的时间和/或规定的变动比例,而其他的投资者则在决定是否对他/她们的资产组合再平衡以及再平衡的时间、规模等方面,愿意改变计划的事项。投资者可能通过以下方面来决定允许自己改变计划的程度或范围:(1)他/她们的理解和判断能力、特定资产种类的持续业绩以及各自处于短期和长期之间的投资回报周期;(2)对投资者的内外强制约束力;(3)要求的可用时间;(4)以前未按时间、计划随意性再平衡所产生的正面或负面的经验。
- 怎样再平衡:再平衡可能在投资者正常的买卖交易和/或他/她们投资建议指定的来源中发生。对确定的大宗资产,在指定的时间、效率和成本状况下,投资者可能会利用期货和其他类型的衍生工

具,事先调整契约的安排,使用不同形式借入和借出资金或证券,去实现他/她们期望的再平衡活动。

超比重资产配置的起因与含义

再平衡的一个基本动机,通常产生于一个或少数资产、资产类别或资产种类的重大超比重配置。投资者最初的资产配置和正在进行的再平衡通常集中在主要资产种类上,比如流动资产、传统证券和另类资产。

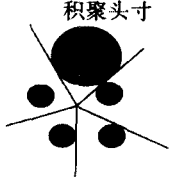
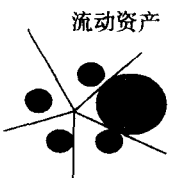
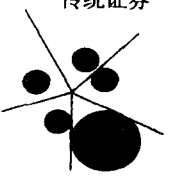
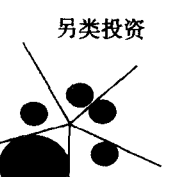
资产种类的重大超比重配置可能需要经历长期时间才能构建起来,也或许它们在经历以下情况之后突然发生:(1)一个金融事件,比如大宗证券的卖出、兼并、收购、再筹资,或者首次公开发行证券(IPO);(2)在传统证券、另类资产以及个人资产上的资金头寸配置局限于千篇一律;(3)法定结算、继承遗产或抽彩中奖。图4.1中显示了五种最常见的资产种类——积聚头寸、流动资产、传统证券、另类资产和个人资产——的超比重配置的含义。

对于图4.1中的每一个资产种类,其中大的灰色圆圈,用高度简化的条款描述了一个重大超比重配置相对于其他四个资产种类的关系,其他四个资产种类用较小的灰色圆圈表示。投资者可以在不只一个资产种类上进行超比重资产配置,占支配地位的资产种类可能包括不只一个资产类别或资产子类别。

除以实例表现每个资产种类之外,图4.1描述了这些资产的本质特性和投资者针对这些资产超比重配置的决策。例如,积聚头寸可以引起财富的增加或保值。在许多情况下,积聚头寸从假定的高风险中(这种风险经常被投资者或高或低地错估)产生了大量的投资报酬(这种报酬也经常被投资者或高或低地错估)。很多时候,建立或处置积聚头寸,对投资者而言是一生中一件十分有意义的事情。

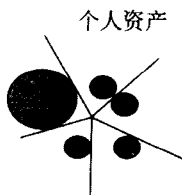
拥有一类或多类积聚头寸的投资者要面临一些重要的决策。其中最重要的决定可能是在什么时间、用多大的数量或规模来增减积聚头寸,特别在持续的价格波动期,或遭遇强烈情感冲击或家庭压力的情况下。其他重要的决策需要考虑是否借入、对冲和招致税收问题,以避免积聚头寸的损失。

图 4.1 超比重资产配置的起因与含义

	积聚头寸的超比重资产配置
积聚头寸 	典型例子：在企业拥有的股权；大宗证券和/或期权；广义不动产；使用费和专利权。 特性：积聚头寸可以引起财富的增值或保值。在许多情况下，积聚头寸从假定的高风险（经常被投资者或高或低地错估）中产生了大量的投资报酬（也经常被投资者或高或低地错估）。构建或处置积聚头寸，对投资者而言常常是一生的事情。 决策：在价格波动期，或遭遇强烈情感冲击或家庭压力的情况下，在什么时间、用多大的数量增减积聚头寸？是否借入、对冲或招致税收问题？
	流动资产的超比重资产配置
流动资产 	典型例子：现金和现金等价物，包括美国国库券、短期政府部门债券、市政债券、公司债券和其他货币市场工具；以及货币市场基金。 特性：流动资产经常产生于特定事件，比如 IPO、销售积聚头寸、退休、再筹资、继承遗产、抽彩中奖、法定结算或处置规模显著的投资头寸。 决策：投资者应该以什么样的货币形式拥有流动资产？收入流转、多样化和处置策略以及中间媒介的时间选择和税务状况是怎样的？
	传统证券的超比重资产配置
传统证券 	典型例子：股票、固定收益证券和国内国际形式的投资现金。 特性：在公开或非公开市场可以经常交易的传统证券；价格行情的频率和透明度。 决策：投资者是否应该雇用资产管理人或自己管理资产？投资者应该直接或通过中介来拥有资产？投资者应该使用主动还是被动的投资手法？投资者对资产管理和托管应该认可什么样水平和类型的费用结构？
	另类资产的超比重资产配置
另类投资 	典型例子：房地产及房地产投资信托；私募股权、农田、林地、石油和天然气资源、风险资本、对冲基金、基金之基金（或组合基金）；贵金属；商品和管理的期货。 特性：另类资产经常包括：少量的流动性；非传统的交易频率、方法和定价的透明度；延长的投资时间结构和/或锁定期；非正常的风险/报酬水平；不可预知的资本流入流出的时间选择。 决策：监控另类资产的方式和程度是什么？另类资产的投资应该认可什么样来源和评价的资产管理建议？

续图 4.1

个人资产的超比重资产配置



典型例子：一手和二手的住宅；艺术品、古董、名车、家畜、良种马、珍贵书籍、首饰和其他收藏品。

特性：个人资产多数要经过长期的积累，通常是投资者家庭关系、生活方式、长期收入和热情积聚的结果；个人资产的估价方法、定价透明度和买卖的方便性会随时间和资产类型而改变。

决策：投资者应该把多少数量的个人资产与其他资产种类组合在一起或互相隔离开？个人资产的保险、借入、借出、捐赠或遗赠的策略是什么？

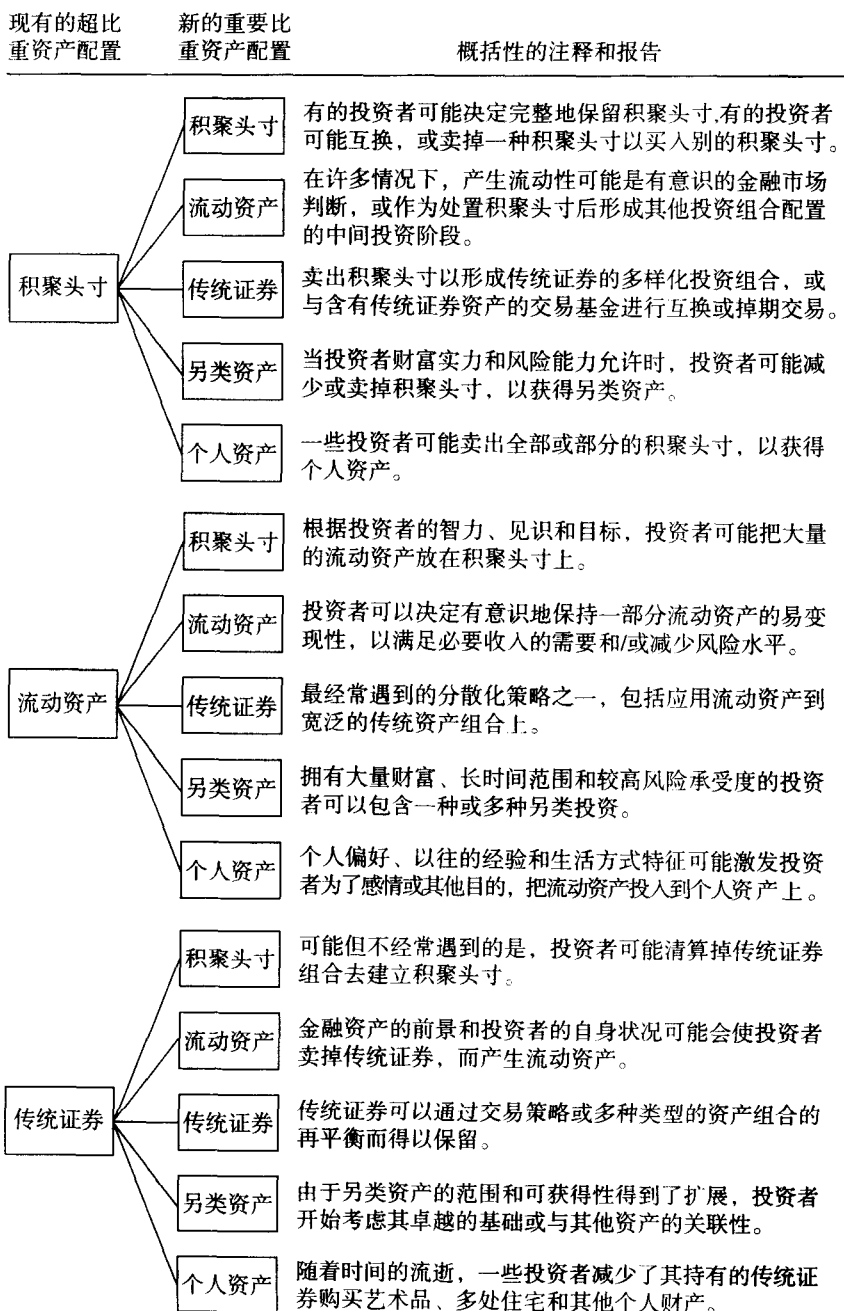
资料来源：作者。

超比重资产配置的选择和路径

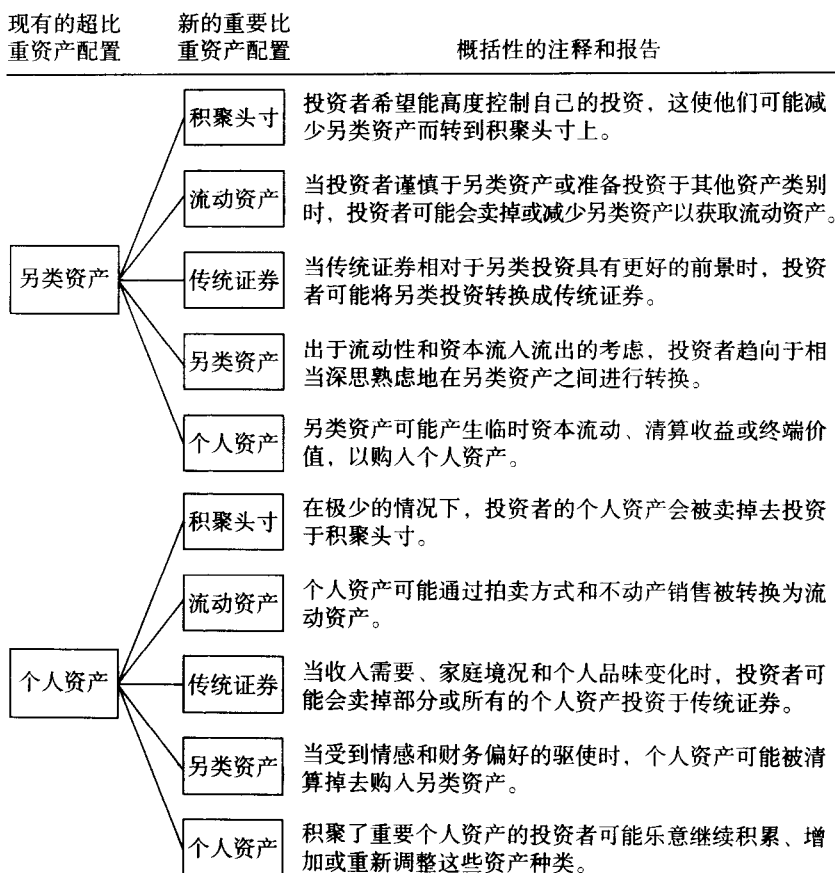
投资者在进行一些主要资产种类的超比重配置时可以选择：(1)在相同的资产种类里保留其超比重配置；(2)直接把现存的部分或全部超比重资产配置状况运用到其他的一个或多个资产种类中。在图 4.2 中简短地说明了投资者超比重资产配置的选择和路径，涉及了积聚头寸、流动资产、传统证券、另类资产和个人资产。

通常而言，投资者在一个资产种类上的超比重配置(如图 4.2 所示)可以遵循多种路径。例如，已经对积聚头寸进行了超比重资产配置的投资者可以：(1)决定完整地保留积聚头寸，或者互换，或者卖掉一种积聚头寸以买入别的积聚头寸；(2)产生流动性，作为有意识的金融市场判断，或作为形成其他投资组合配置的中间投资阶段；(3)卖出积聚头寸以形成传统证券的多样化投资组合，或者将积聚头寸与包含有传统证券资产的交易基金进行互换或掉期交易；(4)减少或卖掉积聚头寸，以获得另类资产；(5)卖出全部或一部分的积聚头寸，以获得个人资产。在这些建议或实例中，新的资产比重可能自主地表现为一项重大超比重资产配置，或者也可能广泛地涵盖多个资产种类。

图 4.2 超比重资产配置的选择和路径



续图 4.2

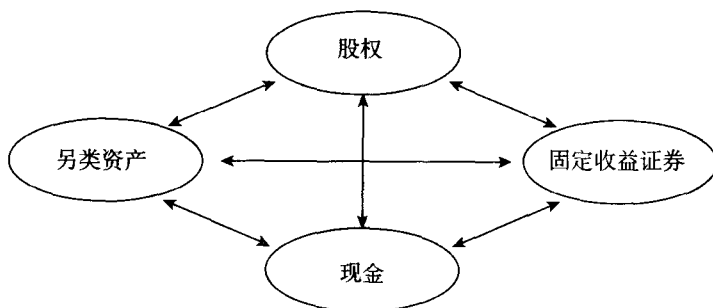


资料来源:作者。

再平衡的范围

许多投资者可能不会认可,或者可能有意识地把他们/她们的积聚头寸和/或个人资产排斥在他/她们的资产配置考虑之外。这些投资者因而限制了他/她们再平衡分析的范围,也限制了他/她们在流动资产、传统证券以及另类资产中的投资活动。图 4.3 分析了这些主要资产类别相互之间的再平衡关系。

图 4.3 传统和另类资产类别之间的再平衡

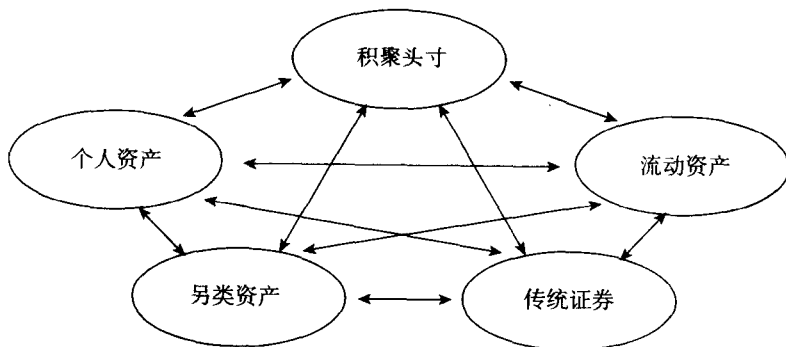


资料来源：作者。

在传统和另类资产类别——通常分成四个主要资产种类，包括股权、固定收益证券、另类资产和现金（流动资产）——之间再平衡的主要驱动力即：(1)投资者的自身境况，包括他/她们全部的财富实力、风险承受度、时间跨度、税收地位、流动资产以及收入需要；(2)整体金融市场风险和收益的前景；(3)每一资产类别的具体投资和投资结构的风险和收益前景，以及价格相对于价值的关系。

一些投资者在考虑资产配置和再平衡时，也会考虑他/她们的积聚头寸和个人资产。图 4.4 显示了广义资产种类之间的再平衡关系。

图 4.4 广义资产种类之间的再平衡



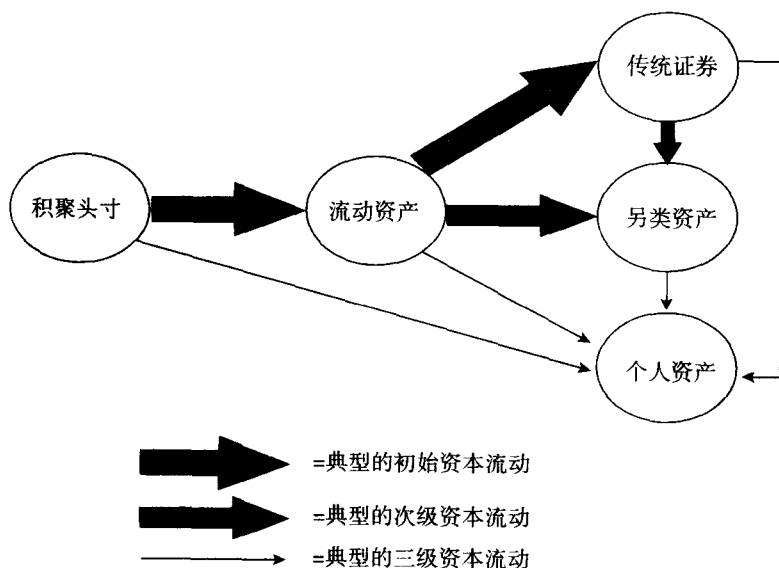
资料来源：作者。

广义资产种类——包括了积聚头寸、流动资产、传统证券、另类资产和个人资产——之间再平衡的主要驱动力包括：(1)投资者的自身境况；

(2)金融市场的前景;(3)具体投资及投资结构的前景;(4)买卖积聚头寸和/或重要个人资产的流动性和价格效应;(5)家庭和其他定性的、情感的和心理的考虑。通常来说,当投资者将积聚头寸、个人资产和另类资产(许多情况下)作为再平衡的对象时,他/她们应该考虑这些资产种类流动性的相对缺乏以及非传统的周转率、方法以及价格和价值的透明度。

特别是在兼并、收购、首次公开发行和再筹资活动的繁荣时期,许多拥有积聚头寸的投资者可能遇到符合惯例的和与众不同的资产类别之间的资金流动模式。图4.5描述了一般的和有些简化的图表,它们用以表现这些资金流动的一般趋势和数量关系。

图 4.5 由积聚头寸开始的资产种类之间典型的资本流动



资料来源：作者。

来自于卖出或者处置积聚头寸的资金的重要部分,可能趋向于首先流入流动资产,并可能从流动资产直接流入所持有的传统证券。较不常见但更广泛的情况下,资金可能这样流动:(1)从投资者的积聚头寸流向流动资产、另类资产;(2)从投资者的积聚头寸流向流动资产、传统证券及另类资产。这些资金可能有时也流向个人资产,但比流向其他资产种类的数量少。因此,资金在任何时候都较少从其他的主要资产种类——积

聚头寸、流动资产、传统证券或另类资产,流入到个人资产。

有关积聚头寸的特别考虑

由于积聚头寸一般是投资者净资产集合的重要部分,所以积聚头寸经常值得予以特别关注。图 4.6 给出了六种可能结果以分析以下二者的各种组合:(1)积聚头寸;(2)其他资产的多样化组合。

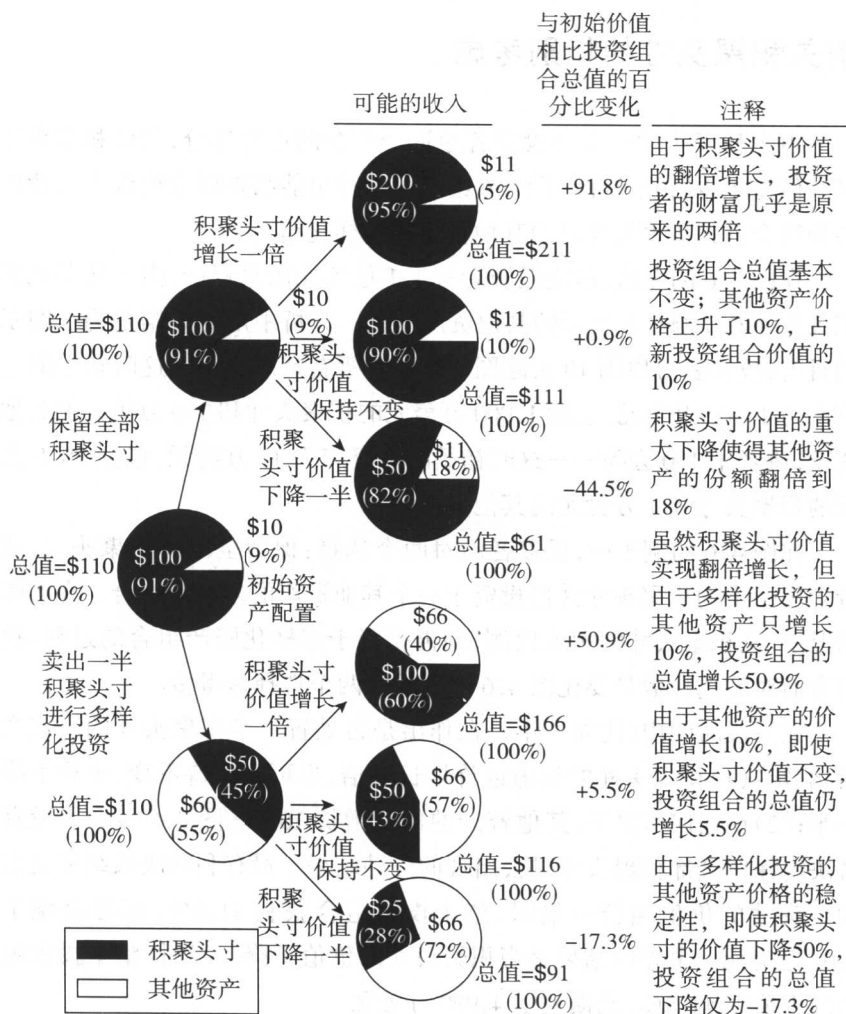
在图 4.6 的左边,假定投资者有 1.1 亿美元的总资产,由 1 亿美元的积聚头寸和 1,000 万美元的其他资产构成。分析中用的数据是为了图示的目的;投资者可以用 10 去除图 4.6 中的所有资产量——这时初始的总资产为 1,100 万美元,包括 1,000 万美元的积聚头寸和 100 万美元的其他资产;或者用 100 去除——这时初始的总资产为 11 万美元,包括 10 万美元的积聚头寸和 1 万美元的其他资产。

在图 4.6 的例子中,投资者面对两个选择:保留全部的积聚头寸,或者卖出一半的积聚头寸并再投资于一个其他资产的多样化组合。在实际情况中,从积聚头寸的卖出比例,到再投资于多样化资产组合的过程,投资者面对的选择数量要比图 4.6 中列示的两个选择多得多。

在一段时间内(比如一年),在作出是否处置一半积聚头寸的决定之后,假定:(1)积聚头寸的价值或许增长一倍,也可能保持不变,也许下降一半;(2)在任何情况下,其他资产的价值增长 10%。图 4.6 显示了投资者决定保留全部积聚头寸时会出现的三种结果。最有利的决策结果是当积聚头寸的价值增长一倍时,整个投资组合获利 91.8%,或者是赚了 1.01 亿美元。最差的结果是当积聚头寸的价值下降一半时,整个投资组合出现损失 44.5%,或损失了 4,900 万美元。

另一方面,如果投资者选择卖出一半的积聚头寸,并且再投资于价格能增长 10% 的其他资产的多样化组合,则会出现一些比较平庸的结果。各种结果中最好的是,当积聚头寸的价值增长一倍时,整个投资组合获利 50.9% 或 5,600 万美元。最差的结果是,当积聚头寸价值下降一半时,整个投资组合损失 17.3% 或 1,900 万美元。有趣的是,卖出 50% 积聚头寸并进行多样化投资的每一个结果中,仅仅其他资产的总值就达到了 6,600 万美元,这超过了保留全部积聚头寸导致的最差结果,即投资组合总值只有 6,100 万美元。

图 4.6 积聚头寸分析(单位:百万美元)



资料来源:作者。

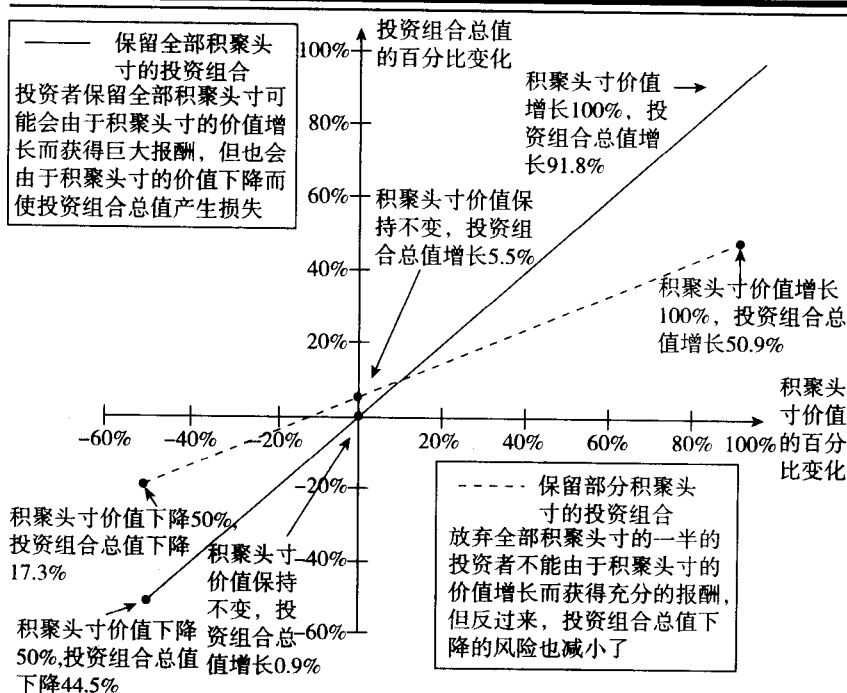
拥有积聚头寸的投资者应当进行类似图 4.6 的分析,可以改变以下这些变量:(1)积聚头寸和/或其他资产价格的升降比例;(2)为了再投资于其他资产要清算的积聚头寸的比例。在进行有关积聚头寸的分析中有两个最大的挑战,分别是:(1)对每一种可能出现的结果分派实际发生的概率;(2)能够预知投资者对投资组合总值发生重大收益或损失的真实反

应。在许多情况下,投资者经受损失的痛苦要比获得同等收益的满足或快乐大得多。

当决定是否卖出、什么时间卖出以及卖出多少积聚头寸并投资到其他资产上去的时候,投资者应该考虑这些因素:(1)他/她们完全的财富实力,还有在积聚头寸和整个投资组合的各种价值水平上他/她们是否能够应付当前和将来的财务及生活方式需要;(2)积聚头寸、资本市场和其他资产的总体前景;(3)他/她们以前的经验、将来的计划以及对积聚头寸的预期;(4)处理全部或部分积聚头寸所需要的财务信号和情感信息;(5)有效性、选择、成本、复杂性和对冲的效能、现金账、杠杆工具以及策略;(6)投资者评估出现各种结果的概率的能力或技巧,以及预测他/她们将来对出现这些结果的反应的现实性;(7)积聚头寸出现预期的价格波动的时间跨度。

图 4.7 显示了三种保留全部积聚头寸的风险和报酬,与图 4.6 所描

图 4.7 保留全部或部分积聚头寸的风险和报酬

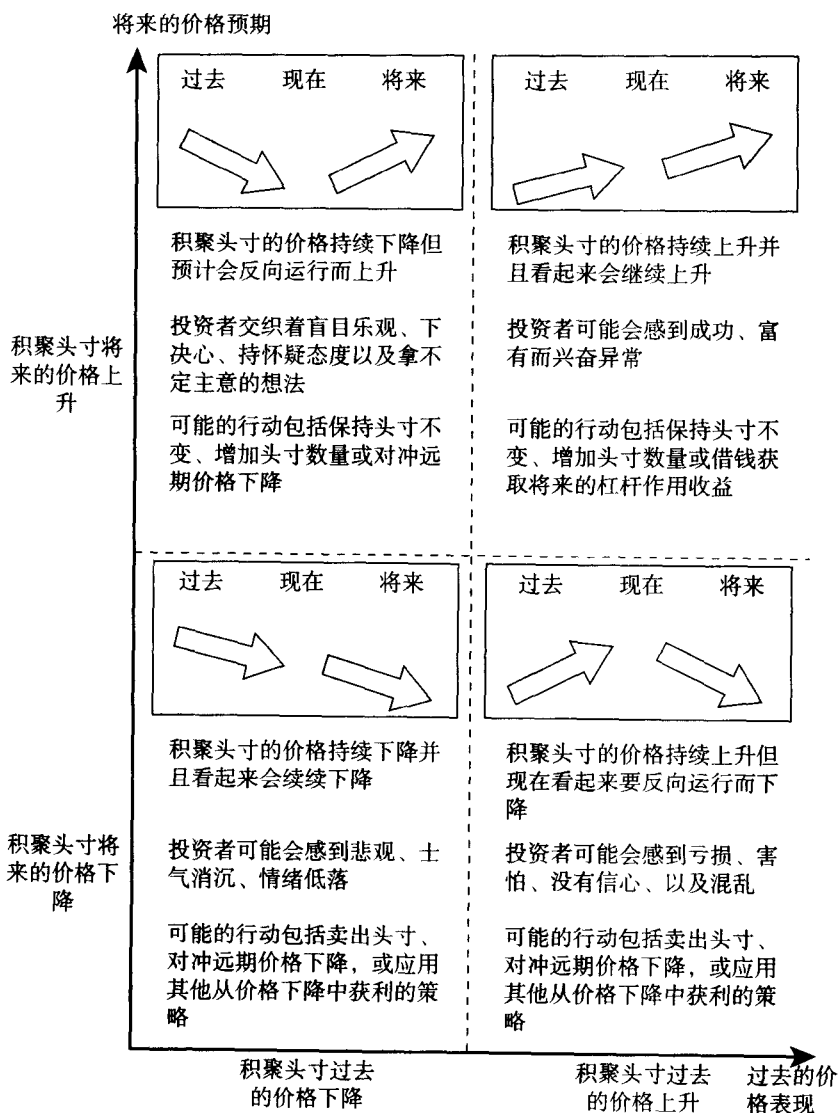


资料来源:作者。

述的三种保留部分积聚头寸的风险和报酬是相对应的。

图 4.7 将投资者投资组合总值的百分比变化显示为投资者积聚头寸价值的百分比变化的函数。当全部积聚头寸价值增长 100% 时,在投资组合中保留全部积聚头寸的投资者实现了投资组合总值增长 91.8%,但

图 4.8 积聚头寸过去的价格表现和将来的价格预期



资料来源:作者。

是这样的投资者在全部积聚头寸价值下降 50% 时, 会遭受投资组合总值下降 44.5% 的损失。

相反, 卖出一半积聚头寸并再投资到价格增长 10% 的其他多样化资产上的投资者, 积聚头寸的价值增长 100% 时可实现整体收益 50.9%。这样的投资者在剩余积聚头寸的价值下降 50% 时, 其承受的 17.3% 的损失要小得多。卖出一半积聚头寸并再投资到其他资产上的投资者, 能够取得的收益占持有全部积聚头寸收益的 55% (用 50.9% 除以 91.8%) 以上。同时, 这样的投资者把他/她们的损失限制在持有全部积聚头寸损失的 39% (用 17.3% 除以 44.5%) 以内。

在许多情况下, 积聚头寸过去的价格表现和将来的价格预期可以对投资者的再平衡或多样化行为产生重要影响。对给定的积聚头寸而言, 图 4.8 显示了以下二者的共同影响: (1) 过去价格上升或下降; (2) 预期将来价格上升或下降。

完整无缺地保留积聚头寸的一个主要理由是, 投资者相信积聚资产的价格在将来会上涨。图 4.8 中上面的两个方块显示了这样的想法。依靠积聚头寸过去的价格表现, 投资者可能会感到成功、富有而异常兴奋 (如果过去的价格持续上升并且看起来很可能会继续上升), 或者交织着盲目乐观、下决心、持怀疑态度以及拿不定主意的想法 (如果过去的价格持续下降并且预计会反向运行而开始上升)。

另一方面, 卖出一部分积聚头寸的首要动机可能是期望其价格在将来下降。图 4.8 中下面的两个方块显示了这样的想法。依靠积聚头寸过去的价格表现, 投资者可能会有悲观主义情绪, 士气消沉, 情绪低落 (如果过去的价格持续下降并且看起来很可能会继续下降), 或者交织着亏损、害怕、没有信心以及混乱的感觉 (如果过去的价格持续上升并且预计会反向运行而开始下降)。

再平衡的方法

无论投资者是否决定在他/她们的资产配置计划里包括积聚头寸和个人资产, 考察一些可以使用的再平衡方法都是值得的。基于基本原理的不同变化, 投资者一般考虑三种资产配置再平衡方法: (1) 卖出表现好

的资产以买入表现差的资产;(2)卖出表现差的资产以买入表现好的资产;(3)任由资产配置随时间向表现较好资产的较高比重浮动,不采取积极的再平衡行动。

为了用图表和量化分析来检验这三种方法各自所产生的结果,我们需要作一些用以简化的假定。首先,资产的数量限定为两个资产类别:A和B。在实践中,投资者的投资组合包含的可能远不只两个资产类别和子类别,从而使分析更为复杂。

其次,我们假定资产类别A和B一般反向运行,即当资产类别A的收益好时,多数情况下资产类别B的收益就差,反之亦然。事实上,在各种时间间隔里,各资产类别的收益更趋向于同向运行,而不是反向运行。

第三,就相对和绝对数量来说,收益的年内和跨年波动、运行方向以及大小排序,在实践中与这里三个研究案例中千篇一律的简化收益模式相比变化很大。在相当程度上,利用各种不同的再平衡方法取得的长期收益一般受到相关的每一资产类别的相对和绝对收益水平的影响。

第四,与这里每年一次再平衡的假定相比,在实践中再平衡的时间间隔可能更短(比如,每半年、每季度或每月)或更长(比如,每两年或每三年)。

第五,投资者估价的时间间隔与这里(图4.9)显示的八年时间相比可能有相当的变化,不同的资产配置再平衡方法的结果可能有不同的大小排序,这是因为:在给定的估价时间间隔的末期,每个资产在其收益周期中所处的相对阶段,会对结果有很大的影响。

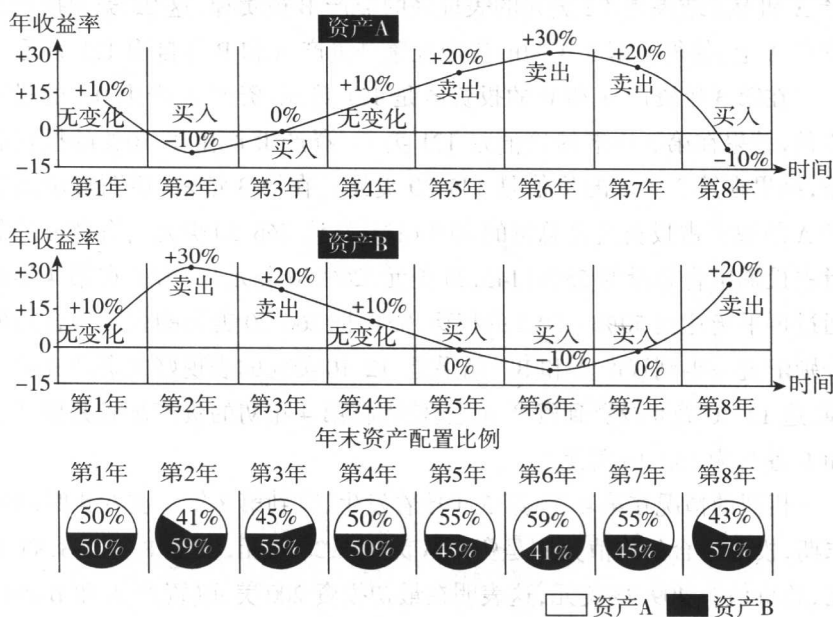
第六,我们没有考虑到这些费用:交易成本、每年的管理费、业绩费用、托管费、报告费用和适当的咨询费,以及所得税和资本利得税。这些费用可能对再平衡的相对和绝对收益结果有消极的影响。

卖出表现好的资产以买入表现差的资产

图4.9描述了以下再平衡方法多年的结果:每年卖掉投资组合中部分表现较好的资产,用以买入额外数量的投资组合中表现较差的资产,以充分地再平衡使投资组合中资产A和B各占50%的比例。

假定最初在资产A和B上各投资100美元,在图4.9中纵轴表示在第1年末资产A和B各自产生10%的投资收益,资产A和B的资产价值都达到110美元,其结果是在第1年末资产配置比例是资产A和B各50%。

图 4.9 通过卖出表现较好的资产和买入表现较差的资产进行再平衡



下一年初资产配置的当年年末价值 (单位:美元)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
资产 A 的年末价值	110.00	99.00	121.00	146.41	175.69	209.37	212.59	175.38
下一年初的再平衡 ⁽¹⁾	110.00	121.00	133.10	146.41	161.05	177.16	194.87	204.62
	110.00	121.00	133.10	146.41	161.05	177.16	194.87	204.62
资产 B 的年末价值	110.00	143.00	145.20	146.41	146.41	144.95	177.16	233.85

资产 A 与资产 B 之和八年来的复利年增长率
 (初始投资 = 200.00 美元; 期末价值 = 409.23 美元) = 9.36%

注释: ⁽¹⁾ 通过资产 A 与资产 B 之间 50%—50% 的资产配置进行再平衡。

资料来源: 作者。

在第 2 年资产 A 和 B 的投资各是 110 美元, 资产 A 产生 -10% 的投资收益, 结果在第 2 年末的价值是 99 美元; 资产 B 产生 30% 的投资收益, 结果在第 2 年末的价值是 143 美元。在第 2 年末, 饼图显示出资产 A 的数量占投资组合总量的 41% (99 美元/242 美元), 资产 B 的数量占投资组合总量的 59% (143 美元/242 美元)。为了在第 3 年初通过再平衡达到

50%—50%的权重,需要把 242 美元的投资组合总值分别配置一半到资产 A 和 B。结果是,22 美元的表现好的资产 B 被卖掉,这 22 美元投资到资产 A 上,使得在第 3 年初的资产配置是资产 A 和 B 各自为 121 美元。

在第 3 年资产 A 和 B 的投资各是 121 美元,资产 A 产生 0% 的投资收益,结果在第 3 年末的价值是 121 美元,资产 B 产生了 20% 的投资收益,结果在第 3 年末的价值是 145.20 美元。在第 3 年末,饼图显示出资产 A 的数量占投资组合总量的 45% (121 美元/266.20 美元),资产 B 的数量占投资组合总量的 55% (145.20 美元/266.20 美元)。为了在第 4 年初通过再平衡达到 50%—50% 的权重,需要把 266.20 美元的投资组合总值分别配置一半到资产 A 和 B。结果是,12.10 美元的表现好的资产 B 被卖掉,这 12.10 美元投资到资产 A 上,使得在第 4 年初的资产配置是资产 A 和 B 各自为 133.10 美元。

相似的情况在第 4 年、第 5 年接着发生,直到第 8 年。在八年时间的末期,投资组合的价值分别是资产 A 为 175.38 美元,资产 B 为 233.85 美元,总价值为 409.23 美元,这表明在最初投资 200 美元(资产 A 和 B 各投资 100 美元)的基础上,实现了每年 9.36% 的复利年增长率。

图 4.9 上面部分的曲线图展现了资产 A 和 B 历年来的投资业绩轨迹。在第 2 年、第 3 年和第 8 年里资产 A 的业绩表现与资产 B 相比较差后,马上有另外的资金补充给资产 A;同样,在第 5 年、第 6 年和第 7 年里资产 B 的业绩表现与资产 A 相比较差后,也有另外的资金补充给资产 B。从一定程度上说,再平衡方法的成功取决于如下假定条件,即在一个时期(或连续的时期)内资产 A 的投资业绩表现比资产 B 差后,投资者就可能遇到一个时期(或连续的时期)内资产 A 的投资业绩表现优于资产 B,反之亦然。虽然向平均值回复的理论在长期内会证明这一方法是正确的,但在较短的时间内投资收益水平的循环回复,可能证明不了这一事实。

资产组合比例对再平衡结果的影响

在图 4.9 讨论的例子中,资产组合在每年末将资产 A 和 B 的配置比例再平衡到 50%—50%。为了分析八年来资产再平衡比例对总结果的影响,表 4.1 应用图 4.9 中资产 A 和 B 相同的年收益模式,显示了投资组合的期末价值、复利年增长率、年收益标准差和 11 个不同的资产再平衡

表 4.1 资产组合比例对再平衡结果的影响

年再平衡比例(%)		基于 200 美元的初始 投资,第 8 年末投资 组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽¹⁾
资产 A	资产 B				
100	0	366.95	7.88	13.64	0.233
90	10	378.58	8.30	11.08	0.325
80	20	388.71	8.66	8.54	0.464
70	30	397.25	8.96	6.03	0.706
60	40	404.10	9.19	3.60	1.248
50	50	409.23	9.36	1.65	2.819
40	60	412.59	9.47	2.40	1.991
30	70	414.13	9.53	4.69	1.029
20	80	413.84	9.52	7.17	0.671
10	90	411.70	9.44	9.70	0.489
0	100	407.72	9.31	12.25	0.377

注释: ⁽¹⁾ 夏普比率等于复利年增长率减去无风险基准收益率 4.70% (1945—2000 年 30 天美国国库券收益的平均比率),再除以投资的年收益标准差。

资料来源:作者。

比例的夏普比率(单位风险的收益率)。

表 4.1 显示了由资产 A 单独组成的投资组合(相当于一个 100%—0% 的资产 A/B 的再平衡比例)八年里产生的复利年增长率为 7.88%,年收益标准差为 13.64%,以及夏普比率为 0.233。同样,也显示了由资产 B 单独组成的投资组合(相当于一个 0%—100% 的资产 A/B 的再平衡比例)八年里产生的复利年增长率为 9.31%,年收益标准差为 12.25%,以及夏普比率为 0.377。所以,就八年时间里产生的复利年增长率而言,资产 B 的年再平衡比例超过 50% 的投资组合要高于资产 A 的年再平衡比例超过 50% 的资产组合。

根据图 4.9 中资产 A 与 B 相比产生的年收益的大小和排序,在第 8 年末最优投资组合价值应由 30% 的资产 A 和 70% 的资产 B (表 4.1 中的灰色阴影部分)的再平衡组合产生。最优资产再平衡比例在资产 A 和 B 的所有相对收益模式下是不同的,这取决于投资者是根据复利年增长率、年收益标准差,还是夏普比率来判断的做法。事实上,产生最低年收益标准差和最高夏普比率的资产再平衡组合是资产 A 和 B 的 50%—50% 的年再平衡比例,其产生 1.65% 的年收益标准差和 2.819 的夏普比率(表

4.1 中也用灰色阴影部分表示)。

影响最优再平衡比例的定量因素是:(1)资产类别的数量;(2)投资时间的长短;(3)再平衡的频率;(4)每种资产绝对收益和相对收益的运行方向、大小和排序;(5)每种资产收益和其他资产收益的相关性;(6)对成本和税收的考虑。而影响最优再平衡比例的定性因素是投资者的:(1)个人性格、经验、目的和目标;(2)风险认识、风险承受度和风险管理程序;(3)时间跨度;(4)每年的收入需求和花费标准;(5)偏好、厌恶以及外在和内在的约束情况。

卖出表现差的资产以买入表现好的资产

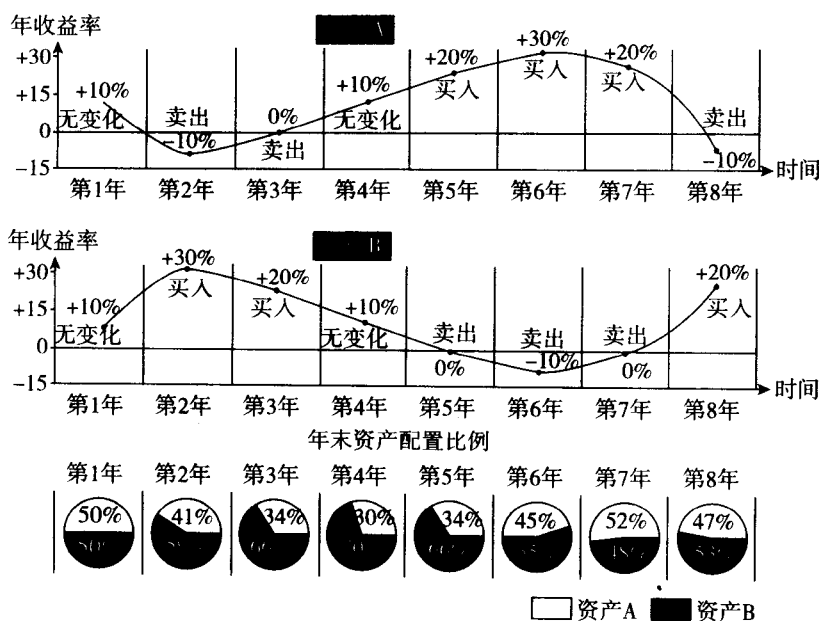
图 4.10 描述了以下再平衡方法多年的结果:每年卖出投资组合中部分表现较差的资产,用以增加买入 5% 的投资组合中表现较好的资产。

假定最初在资产 A 和 B 上各投资 100 美元,在图 4.10 中纵轴表示在第 1 年末资产 A 和 B 各自产生 10% 的投资收益,资产 A 和 B 的资产价值都达到 110 美元,其结果是在第 1 年末资产配置比例是资产 A 和 B 各 50%。

在第 2 年资产 A 和 B 的投资各是 110 美元,资产 A 产生 -10% 的投资收益,结果在第 2 年末的价值是 99 美元;资产 B 产生 30% 的投资收益,结果在第 2 年末的价值是 143 美元。在第 2 年末,饼图显示出资产 A 的数量占投资组合总量的 41% (99 美元/242 美元),资产 B 的数量占投资组合总量的 59% (143 美元/242 美元)。为了增加买入 5% 表现较好的资产并相应地在第 3 年初对投资组合进行再平衡,需要从资产 A 中卖出相当于资产 B 第 2 年末价值 143 美元的 5%,即 7.15 美元,以增加买入 5% 的资产 B。结果是,在第 3 年初的资产配置是 91.85 美元 (99 美元 - 7.15 美元) 投资到资产 A 上,150.15 美元 (143 美元 + 7.15 美元) 投资到资产 B 上。

在第 3 年资产 A 的投资是 91.85 美元,资产 A 产生 0% 的投资收益,结果在第 3 年末的价值是 91.85 美元;在第 3 年资产 B 的投资是 150.15 美元,资产 B 产生了 20% 的投资收益,结果在第 3 年末的价值是 180.18 美元。在第 3 年末,饼图显示出资产 A 的数量占投资组合总量的 34% (91.85 美元/272.03 美元),资产 B 的数量占投资组合总量的 66%

图 4.10 通过增加买入5%表现好的资产和卖出表现差的资产进行再平衡



下一年初资产配置的当年年末价值 (单位:美元)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
资产 A 的 年末价值	110.00	99.00	91.85	91.13	109.35	149.26	188.07	177.73
下一年初的 再平衡 ⁽¹⁾	110.00	91.85	82.84	91.13	114.82	156.73	197.47	167.80
	110.00	150.15	189.19	208.11	202.64	174.91	165.51	208.54
资产 B 的 年末价值	110.00	143.00	180.18	208.11	208.11	182.38	174.91	198.61

资产 A 与资产 B 之和和八年来的复利年增长率
(初始投资 = 200.00 美元; 期末价值 = 376.34 美元) = 8.22%

注释: ⁽¹⁾ 通过增加买入 5% 表现较好的资产和卖出表现较差的资产进行再平衡。

资料来源: 作者。

(180.18 美元/272.03 美元)。为了增加买入 5% 表现较好的资产并相应地在第 4 年初对投资组合进行再平衡, 需要从资产 A 中卖出相当于资产 B 第 3 年末价值 180.18 美元的 5%, 即 9.01 美元, 以增加买入 5% 的资产 B。结果是, 在第 4 年初的资产配置是 82.84 美元 (91.85 美元 - 9.01 美元) 投资到资产 A 上, 189.19 美元 (180.18 美元 + 9.01 美元) 投资到资产 B 上。

相似的情况在第4年后的五年内接着发生,直到第8年。在八年时间的末期,投资组合的价值分别是资产A为167.80美元,资产B为208.54美元,总价值为376.34美元,这表明在最初投资200美元(资产A和B各投资100美元)的基础上,实现了每年8.22%的复利年增长率。

图4.10上面部分的曲线图展现了资产A和B历年来的投资业绩轨迹,显示了投资者运用与图4.9相反策略的情况。在图4.10中的第2年、第3年和第8年里,资产B的业绩表现比资产A好后,马上有另外的资金增加给资产B;同样,在第5年、第6年和第7年里资产A的业绩表现比资产B好后,也有另外的资金增加给资产A。从一定程度上说,再平衡方法的成功取决于如下假定条件,即在一个时期(或连续的时期)内资产A的投资业绩表现比资产B好后,投资者就可能遇到一个时期(或连续的时期)内资产A的投资业绩表现继续优于资产B,反之亦然。这种方法在某些方面与基于价格走势在某些资产类别中进行投资的方式很接近,似乎可以提供较好的结果。但是,这一方法的优点必须根据以下因素来判断,即在投资者的投资组合的时间跨度内,某一时刻可能发生的任何矫正价格行为的严格性、先后顺序和持续时间。

增加买入比例对再平衡结果的影响

表4.2应用图4.10中资产A和B相同的年收益模式,显示了投资组合的期末价值、复利年增长率、年收益标准差和11个不同的增加买入比例的夏普比率。

表4.2显示了卖出投资组合中表现较差的资产,用以增加买入3%的投资组合中表现较好的资产,其八年里产生的复利年增长率为8.38%,年收益标准差为2.74%,以及夏普比率为1.346(表4.2中的灰色阴影部分)。同样,卖出投资组合中表现较差的资产,用以增加买入25%的投资组合中表现较好的资产,其八年里产生的复利年增长率为6.64%,年收益标准差为7.56%,以及夏普比率为0.256。

以图4.10中所显示的资产A和B年收益的相对排序为基础,通过增加买入较小比例的表现好的资产对投资组合进行再平衡,与增加买入较大比例的表现好的资产相比,可产生较高的复利年增长率、较低的年收益标准差以及较高的夏普比率。

表 4.2 增加买入比例对再平衡结果的影响

增加买入上年 表现好的资产 的比例(%)	基于 200 美元的初 始投资,第 8 年末投 资组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽¹⁾
3	380.79	8.38	2.74	1.346
5	376.34	8.22	2.91	1.210
8	369.58	7.98	3.20	1.024
10	365.07	7.81	3.43	0.908
12	360.58	7.65	3.69	0.798
14	356.15	7.48	4.01	0.694
16	351.81	7.31	4.39	0.595
18	347.60	7.15	4.87	0.504
20	343.56	7.00	5.45	0.421
22	339.73	6.85	6.17	0.348
25	334.46	6.64	7.56	0.256

注释: ⁽¹⁾ 夏普比率等于复利年增长率减去无风险基准收益率 4.70% (1945—2000 年 30 天美国国库券收益的平均比率),再除以投资的年收益标准差。

资料来源:作者。

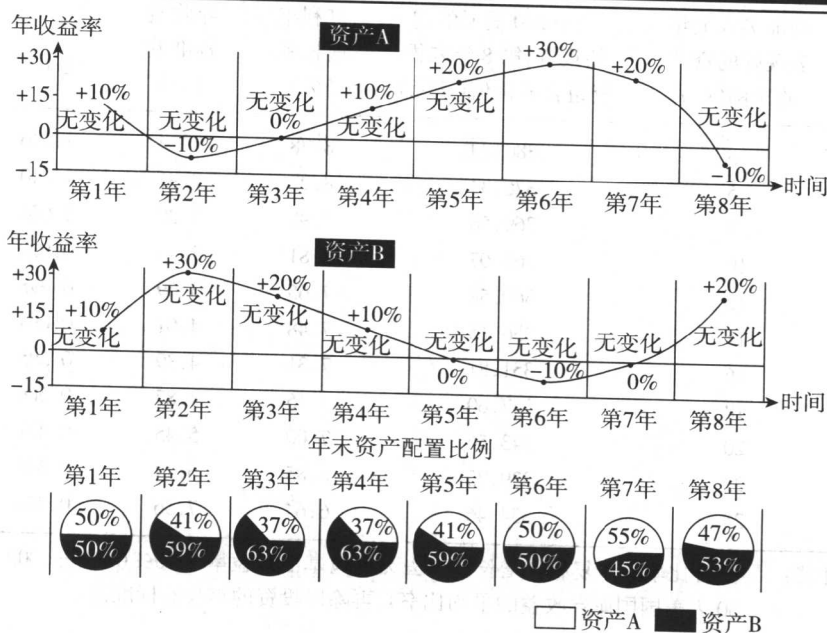
资产配置放任自由——不进行再平衡

图 4.11 显示了每年未根据任何正规方法进行再平衡的资产配置的多年结果。代之的是,在确定最初的资产配置比例(在这个实例中资产 A 和 B 各占 50%的比例)后,不对投资组合进行再平衡,资产 A 和 B 各自的组合比例被动地取决于它们各自的年投资业绩情况。

最初在资产 A 和 B 上各投资 100 美元,在图 4.11 中纵轴表示在第 1 年末资产 A 和 B 各自产生 10% 的投资收益,资产 A 和 B 的资产价值都达到 110 美元,并且保持资产 A 和 B 各 50% 的配置比例。

在第 2 年资产 A 和 B 的投资各是 110 美元,资产 A 产生 -10% 的投资收益,结果在第 2 年末的价值是 99 美元;资产 B 产生 30% 的投资收益,结果在第 2 年末的价值是 143 美元。在第 2 年末,饼图显示出资产 A 的价值占投资组合总量的 41% (99 美元/242 美元),资产 B 的价值占投资组合总量的 59% (143 美元/242 美元)。

图 4.11 资产配置放任自由——不进行再平衡



下一年初资产配置的当年年末价值 (单位:美元)

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年
资产 A 的年末价值	110.00	99.00	99.00	108.90	130.68	169.98	203.86	183.47
放任自由—— 不进行再平衡	110.00	99.00	99.00	108.90	130.68	169.98	203.86	183.47
	110.00	143.00	171.60	188.76	188.76	169.88	169.88	203.86
资产 B 的年末价值	110.00	143.00	171.60	188.76	188.76	169.88	169.88	203.86

资产 A 与资产 B 之和八年来的复利年增长率
(初始投资 = 200.00 美元; 期末价值 = 387.33 美元) = 8.61%

资料来源: 作者。

由于在图 4.11 中没有遵循类似于图 4.9 和图 4.10 中所用的方法进行正式的再平衡行为,所以在第 3 年初投资于资产 A 和 B 的资产价值正是第 2 年末投资者所拥有的价值。在第 3 年,资产 A 的 99 美元产生 0% 的投资收益,资产 B 产生 20% 的投资收益,结果是,在第 3 年末资产 A 的价值是 99 美元,资产 B 的价值是 171.60 美元。在第 3 年末,饼图显示

出资产 A 的数量占投资组合总量的 37%(99 美元/270.60 美元),资产 B 的数量占投资组合总量的 63%(171.60 美元/270.60 美元)。

相似的情况在第 4 年后的五年内接着发生,直到第 8 年,资产 A 和 B 的投资业绩决定着投资组合的价值和资产配置权重的结果。在第 8 年末,投资组合的价值分别是资产 A 为 183.47 美元,资产 B 为 203.86 美元,这表明在最初投资 200 美元(资产 A 和 B 各投资 100 美元)的基础上,实现了每年 8.61%的复利年增长率。

图 4.11 上面部分的曲线图展现了资产 A 和 B 历年来的投资业绩轨迹,显示了投资者对两类资产严格地执行买入—持有策略。从一定程度上说,这一资产配置方法的基本原理基本上取决于以下的假定:(1)投资者宁可倾注精力去关注和选择一个长期的资产配置比例,也不愿每年进行再平衡,一旦形成了一个这样的资产配置组合,允许投资组合的资产配置偏离最初比例就是合适的;(2)每年沿袭正规再平衡方法进行再平衡所花费的时间、精力和无形成本,与产生的利润相比得不偿失;(3)在既定的市场状况、资产收益模式、时间跨度以及其他境况下,投资者可能没有能够用以选择最佳再平衡方法的资源、财务洞察力或运气。这些假定是否符合事实还有待于进行一定程度的论证。

再平衡的敏感性分析

本部分分析各种再平衡变量对不同再平衡方法的复利年增长率、年收益标准差和夏普比率的影响。通过这一叫做敏感性分析的过程,投资者可以比较深入地了解再平衡的好处和局限性。

初始资产配置组合对放任自由—不进行再平衡结果的影响

在图 4.11 中已经讨论了放任自由—不进行再平衡的实例,放任自由型投资组合按照每种头寸的年投资结果,不在资产 A 和 B 之间进行改变或转移资产额。为了分析初始资产配置比例对八年期间全部投资结果的影响,表 4.3 应用图 4.11 中资产 A 和 B 的年收益模式,显示了资产组合的期末价值、复利年增长率、年收益标准差和 11 个不同的初始资产配置比例的夏普比率。

表 4.3 显示了初始资产配置组合为 90% 的资产 A 和 10% 的资产 B 的放任自由型投资组合,在 8 年时间里可产生 8.03% 的复利年增长率、10.70% 的年收益标准差和 0.311 的夏普比率。同样,初始资产配置组合为 10% 的资产 A 和 90% 的资产 B 的放任自由型投资组合,在 8 年时间里可产生 9.17% 的复利年增长率、10.03% 的年收益标准差和 0.466 的夏普比率。

表 4.3 初始资产配置组合对放任自由—不进行再平衡结果的影响

允许放任自由的初始 资产配置组合		基于 200 美元的初始 投资,第 8 年末投资 组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽¹⁾
资产 A (%)	资产 B (%)				
100	0	366.95	7.88	13.64	0.233
90	10	371.03	8.03	10.70	0.311
80	20	375.10	8.18	7.96	0.437
70	30	379.18	8.32	5.45	0.665
60	40	383.26	4.47	3.34	1.127
50	50	387.34	8.61	2.49	1.574
40	60	391.41	8.76	3.67	1.106
30	70	395.49	8.90	5.66	0.741
20	80	399.57	9.04	7.83	0.554
10	90	403.64	9.17	10.03	0.446
0	100	407.72	9.31	12.25	0.377

注释: ⁽¹⁾ 夏普比率等于复利年增长率减去无风险基准收益率 4.70% (1945—2000 年 30 天美国国库券收益的平均比率),再除以投资的年收益标准差。

资料来源:作者。

初始资产配置组合中资产 A 的权重较大的放任自由型投资组合,与初始资产配置组合中资产 A 和 B 的权重为 50%—50% 的放任自由型投资组合相比,会产生更低的复利年增长率、更高的年收益标准差以及更低的夏普比率。从另一角度看,初始资产配置组合中资产 B 的权重较大的放任自由型资产组合,与初始资产配置组合中资产 A 和 B 的权重为 50%—50% 的放任自由型投资组合相比,则会产生更高的复利年增长率、更高的年收益标准差以及更低的夏普比率。

最高的放任自由型投资组合价值是 407.72 美元,提供了 9.31% 的复利年增长率(表 4.3 中的灰色阴影部分),其产生于由 0% 的资产 A 和

100%的资产 B 形成的初始资产配置组合。最低的年收益标准差是 2.49%，最高的夏普比率是 1.574(表 4.3 中也用灰色阴影部分表示)，其产生于由 50%—50%的资产 A 和 B 形成的初始资产配置组合。

投资组合的时间跨度对再平衡结果的影响

值得重申的是投资者投资组合时间跨度的长短能够影响再平衡的结果。这种影响的程度取决于再平衡方法和投资者的投资组合中各资产的收益模式。为了分析时间跨度对再平衡的影响，表 4.4 显示了 7 种不同时间跨度下投资组合的期末价值、复利年增长率、年收益标准差和夏普比率，应用的是再平衡方法和以下所述资产 A 和 B 的收益模式：(1)图 4.9(分别用 70%的资产 A 对 30%的资产 B 的年度再平衡比例，以及 30%的资产 A 对 70%的资产 B 的年度再平衡比例，卖出表现好的资产以买入表现差的资产)；(2)图 4.10(卖出表现差的资产以买入表现好的资产，分别增加买入比例为 5%和 22%的上年表现好的资产)。

表 4.4 的上半部分说明，当投资者的再平衡方法要求年度再平衡通过卖出表现好的资产以买入表现差的资产，从而达到 70%的资产 A 和 30%的资产 B 的比例时，复利年增长率、年收益标准差和夏普比率分别从第 8 年末的 8.96%、6.03%和 0.706 变为第 3 年末的 5.95%、3.27%和 0.383。同样，当投资者的再平衡方法要求年度再平衡通过卖出表现差的资产以买入表现好的资产，从而达到 30%的资产 A 和 70%的资产 B 的比例时，复利年增长率、年收益标准差和夏普比率分别从第 8 年末的 9.53%、4.69%和 1.029 变为第 3 年末的 13.95%、3.27%和 2.833。

在资产 A—资产 B 的 70%—30%的再平衡比例下，最高的复利年增长率、最低的年收益标准差和最高的夏普比率分别为 10.46%、4.98%和 1.156，发生在第 7 年末(表 4.4 中的灰色阴影部分)。在资产 A—资产 B 的 30%—70%的再平衡比例下，最高的复利年增长率、最低的年收益标准差和最高的夏普比率分别为 13.95%、3.27%和 2.833，发生在第 3 年末(表 4.4 中也用灰色阴影部分表示)。

在表 4.4 的下半部分，投资者的年度再平衡通过增加买入 5%的表现好的资产，复利年增长率、年收益标准差和夏普比率分别从第 8 年末的 8.22%、2.91%和 1.210 变为第 3 年末的 10.80%、1.14%和 5.369。同

表 4.4 投资组合的时间跨度对再平衡结果的影响

卖出表现好的资产以买入表现差的资产

年度再平衡 比例资产 A—B (%)	结束年份	基于 200 美元的初始 投资,结束年份末投 资组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽¹⁾
70—30	第 8 年	397.24	8.96	6.03	0.706
70—30	第 7 年	401.25	10.46	4.98	1.156
70—30	第 6 年	351.97	9.88	5.16	1.003
70—30	第 5 年	298.28	8.32	4.08	0.888
70—30	第 4 年	261.65	6.95	3.32	0.678
70—30	第 3 年	237.86	5.95	3.27	0.383
70—30	第 2 年	224.40	5.92	4.00	0.306
30—70	第 8 年	414.13	9.53	4.69	1.029
30—70	第 7 年	373.09	9.32	4.98	0.927
30—70	第 6 年	351.97	9.88	5.16	1.003
30—70	第 5 年	345.07	11.53	4.08	1.673
30—70	第 4 年	325.54	12.95	3.32	2.488
30—70	第 3 年	295.94	13.95	3.27	2.833
30—70	第 2 年	259.60	13.93	4.00	2.307

卖出表现差的资产以买入表现好的资产

年度再平衡 比例资产 A—B (%)	结束年份	基于 200 美元的初始 投资,结束年份末投 资组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽¹⁾
5	第 8 年	376.34	8.22	2.91	1.210
5	第 7 年	362.98	8.89	2.50	1.674
5	第 6 年	331.64	8.79	2.69	1.521
5	第 5 年	317.46	9.68	2.03	2.452
5	第 4 年	299.23	10.60	1.04	5.653
5	第 3 年	272.03	10.80	1.14	5.369
5	第 2 年	242.00	10.00	0.00	NM
22	第 8 年	339.73	6.85	6.17	0.348
22	第 7 年	303.19	6.12	6.28	0.227
22	第 6 年	292.21	6.52	6.69	0.273
22	第 5 年	309.31	9.11	4.19	1.054
22	第 4 年	304.58	11.09	1.91	3.339
22	第 3 年	276.89	11.45	2.08	3.243
22	第 2 年	242.00	10.00	0.00	NM

注释: ⁽¹⁾ 夏普比率等于复利年增长率减去无风险基准收益率 4.70% (1945—2000 年 30 天美国国库券收益的平均比率),再除以投资的年收益标准差。

资料来源:作者。

样,当投资者的再平衡是通过增加买入 22% 的表现好的资产时,复利年增长率、年收益标准差和夏普比率分别从第 8 年末的 6.85%、6.17% 和 0.348 变为第 3 年末的 11.45%、2.08% 和 3.243。

在增加买入 5% 的表现好的资产的情况下,最高的复利年收益增长率、最低的年收益标准差和最高的夏普比率分别为 10.80%、1.14% 和 5.369,发生在第 3 年末(表 4.4 中用灰色阴影部分表示)。在增加买入 22% 的表现好的资产的情况下,最高的复利年增长率、最低的年收益标准差和最高的夏普比率分别为 11.45%、2.08% 和 3.243,发生在第 3 年末(表 4.4 中也用灰色阴影部分表示)。

基于年收益的不同模式和大小次序,以及资产 A 和 B 的再平衡方法,正如图 4.9 和图 4.10 所示,当按照资产 B 超过资产 A 的比例,卖出表现差的资产去买入表现好的资产,或卖出表现好的资产去买入表现差的资产时,较短的投资组合时间跨度趋向于比较长的投资组合时间跨度产生更高的复利年增长率、更低的年收益标准差和更高的夏普比率。

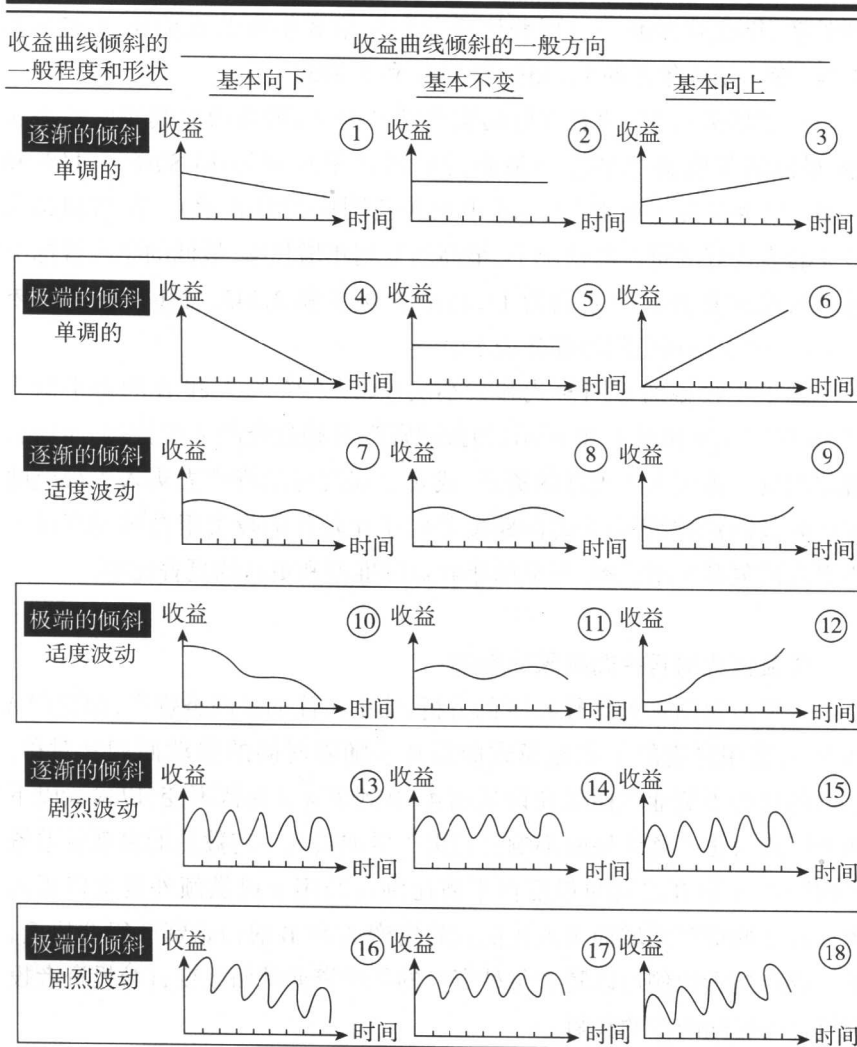
收益模式对再平衡结果的影响

这里涉及图 4.9 到图 4.15 的分析,集中关注的是两类资产,即资产 A 和 B,与之相对应的年收益模式曲线几乎随着时间的移动而相互对称。这里的这些投资业绩曲线允许从图 4.10 到表 4.3 保持不变,以检验以下四个因素对再平衡结果的影响:(1)用于增加买入一定数量的表现较差资产的资产 A 和 B 之间的年度再平衡比例;(2)用于提供额外资金以买入表现较好的资产而增加买入比例;(3)资产 A 和 B 的初始资产组合比例,这一资产配置比例可以随着每种资产的年投资业绩而改变;(4)投资者投资组合的时间跨度的长短。

投资者还应该考虑资产 A 和 B 的绝对收益模式对再平衡结果的影响。图 4.12 包括了 18 种简化的投资收益曲线,其归类按照:(1)它们的倾斜程度(逐渐的或极端的);(2)它们的方向(基本向下、基本不变或基本向上);和(3)它们的一般形状(一般单调的、一般适度波动的或一般剧烈波动的)。

图 4.12 列示的投资收益曲线主要想使投资者了解各种资产投资收益模式的时间轨迹。需要熟记于心的是,每种资产的收益可能全部或部分地遵循图 4.12 所列的任何一种模式,投资者可以初步进行两种资产的

图 4.12 资产投资收益模式的时间轨迹



资料来源：作者。

分析,以评估主要再平衡方法的相对优点。

20 世纪 90 年代美国股票和债券之间的再平衡

我们用标准普尔 500 综合指数代表股票收益,用雷曼兄弟综合指数代表债券收益,就可以用表 4.5 到表 4.9 中 1991 年到 2000 年的实际投资

表 4.5 朝着 60%股票和 40%债券的目标比例进行年度再平衡的影响

公历 年	年份	资产 类别	开始 价值 (美元)	收益率 (%)	期末 价值 (美元)	资产类别 最终比例 (%)	资产配置 目标比例 (%)	资产配置 目标价值 (美元)	被再平衡 的数量 (美元)
1991	1	股票	60	30.5	78.30	63	60	74.82	(3.48)
		债券	40	16.0	46.40	37	40	49.88	3.48
		小计	100		124.70	100	100	124.70	
1992	2	股票	74.82	7.6	80.51	60	60	80.45	(0.08)
		债券	49.88	7.4	53.57	40	40	53.63	0.08
		小计	124.70		134.08	100	100	134.08	
1993	3	股票	80.45	10.1	88.57	60	60	88.44	(0.13)
		债券	53.63	9.7	58.83	40	40	58.96	0.13
		小计	134.08		147.40	100	100	147.40	
1994	4	股票	88.44	1.3	89.59	61	60	88.11	(1.49)
		债券	58.96	-2.9	57.25	39	40	58.74	1.49
		小计	147.40		146.84	100	100	146.84	
1995	5	股票	88.11	37.5	121.15	64	60	114.45	(6.70)
		债券	58.74	18.5	69.60	36	40	76.30	6.70
		小计	146.84		190.75	100	100	190.75	
1996	6	股票	114.45	22.9	140.66	64	60	131.82	(8.84)
		债券	76.30	3.6	79.05	36	40	87.88	8.84
		小计	190.75		219.71	100	100	219.71	
1997	7	股票	131.82	33.4	175.85	65	60	163.36	(12.50)
		债券	87.88	9.7	96.41	35	40	108.90	12.50
		小计	219.71		272.26	100	100	272.26	
1998	8	股票	163.36	28.6	210.08	64	60	197.07	(13.00)
		债券	108.90	8.7	116.38	36	40	131.38	13.00
		小计	272.26		328.46	100	100	328.46	
1999	9	股票	197.07	21.0	238.46	65	60	221.27	(17.18)
		债券	131.38	0.8	130.33	35	40	147.52	17.18
		小计	328.46		368.79	100	100	368.79	
2000	10	股票	221.27	-9.1	201.14	55			
		债券	147.52	11.6	164.63	45			
		小计	368.79		365.77	100			

复利年增长率为 13.85%

年收益标准差为 10.00%

注释：以上例子显示，从 1991 年到 2000 年（第 1 年到第 10 年）标准普尔 500 综合指数和雷曼兄弟综合指数的实际收益率，分别用于代表投资于股票和债券的收益率。

资料来源：作者。

业绩数据来测量几种再平衡方法相比较的优点。

在表 4.5 中,假定投资者在公历 1991 年(记为第 1 年)初拥有 100 美元,投资 60% 到股票上(标准普尔 500 综合指数)和 40% 到债券上(雷曼兄弟综合指数)。在每个公历年末考虑这两种指数各自的投资收益后,也假定以后的每一年投资组合能够再平衡为股票 60% 和债券 40%。

例如,1991 年间(第 1 年)投资者投资在股票市场的 60 美元(总投资的 60%)产生了 30.5% 的总收益,结果是年末的价值为 78.30 美元。在同样的时期内,投资者投资在债券市场的 40 美元产生了 16.0% 的总收益,结果是年末的价值为 46.40 美元。这样总的投资组合价值达到 124.70 美元,63% (78.30 美元/124.70 美元)分配在股票上,37% (46.40 美元/124.70 美元)分配在债券上。在第 2 年初的资产配置目标比例是 60% 的股票和 40% 的债券,投资者必须卖出整个资产组合的 3%,即 3.48 美元的股票,再投资于债券。结果是,投资者的投资组合在第 2 年初投资了 74.82 美元在股票上(少于 78.30 美元),投资了 49.88 美元在债券上(多于 46.40 美元)。这个过程从第 2 年持续到第 10 年(公历年 1992 年到 2000 年),最后的结果是投资组合价值达到 368.79 美元,其产生了 13.85% 的复利年增长率和 10.0% 的年收益标准差。

在表 4.5 中最右边的“被再平衡的数量”一栏,说明了在第 5 年、第 6 年、第 7 年、第 8 年和第 9 年,没有不合逻辑的(指除了正常的再平衡需要之外,再没有过多的)数量从股票中被取出或除去,以响应那些年的每一年中股票显著优于债券的投资业绩。事实上,1995 年、1996 年、1997 年、1998 年和 1999 年产生了一些标准普尔 500 综合指数历年来的最高 5 年投资收益率(各自为 37.5%、22.9%、33.4%、28.6% 和 21.0%)。面对股票如此有利的投资业绩,持续把钱从股票中取出并再投资于债券,需要严格的纪律约束和坚定不移的意志。

另一方面,如果或当股票的收益开始低于债券的收益时,这样的再平衡的预期好处之一就是减少股票投资的相对风险。2000 年(表 4.5 中的第 10 年)就是这样的一年,在这年中股票(标准普尔 500 综合指数)产生了 -9.1% 的总收益,而债券产生了 +11.6% 的总收益。随着股票的投资业绩持续低于债券,再平衡的优势将更进一步显现出来。事实上,这就发生在 2001 年,当代表股票收益的标准普尔 500 综合指数下降 11.9%,

又低于代表债券收益的雷曼兄弟综合指数时,雷曼兄弟综合指数则上升了8.4%。

对于相同的资产和相同的时期(从1991年到2000年的10年),表4.6显示了投资者的资产组合自由放任——不进行再平衡时将发生什么情况。

在表4.6中,假定投资者在公历1991年(第1年)初拥有资产100美元,初始投资60%到股票上和40%到债券上。在每个公历年末考虑这两种指数各自的投资收益后,也假定该投资组合不朝着股票和债券之间的明确的目标权重进行再平衡。

例如,1991年间初始投资在股票市场的60美元产生了30.5%的总收益,结果是年末的价值为78.30美元。在同样的时期内,初始投资在债券市场的40美元产生了16.0%的总收益,结果是年末的价值为46.40美元。这样总的投资组合价值达到124.70美元,63%(78.30美元/124.70美元)分配在股票上,37%(46.40美元/124.70美元)分配在债券上。投资者然后开始第2年(1992年)的投资,投资78.30美元在股票上和46.40美元在债券上。这个放任自由的过程从第2年持续到第10年(公历年1992年到2000年),最后的结果是投资组合价值达到406.70美元,其产生了14.45%的复利年增长率和11.3%的年收益标准差。

在表4.6中靠右边的“资产类别最终比例”一栏显示出,由于在第5年到第9年股票的投资业绩优于债券,所以股票在整个资产组合中的比例开始逐渐增加,在第9年末达到了顶点81%。事实上,在20世纪90年代的后半期,许多投资者有意地或无意地允许他/她们资产中的股票权重放任自由,这可能超越他/她们长期的资产配置目标和他/她们的风险承受程度。

表4.7显示了从第1年到第10年(从1991年到2000年)进行100%投资于股票的资产配置的投资组合的情况。

投资者在1991年初把100美元全部投资到股票上,其投资组合的价值可在2000年末达到499.37美元,10年来产生了17.45%的复利年增长率和14.5%的年收益标准差。

表4.8显示了从第1年到第10年(从1991年到2000年)进行100%投资于债券的投资组合的资产配置情况。

表 4.6 放任自由型(买入并持有)资产配置的影响

公历年	年份	资产类别	开始价值 (美元)	收益率 (%)	期末价值 (美元)	资产类别 最终比例 (%)	资产配置 目标比例 (%)	资产配置 目标价值 (美元)	被再平衡 的数量 (美元)
1991	1	股票	60	30.5	78.30	63	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	40	16.0	46.40	37			
		小计	100		124.70	100			
1992	2	股票	78.30	7.6	84.25	63	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	46.40	7.4	49.83	37			
		小计	124.70		134.08	100			
1993	3	股票	84.25	10.1	92.76	63	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	49.83	9.7	54.67	37			
		小计	134.08		147.43	100			
1994	4	股票	92.76	1.3	93.97	64	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	54.67	-2.9	53.08	36			
		小计	147.43		147.05	100			
1995	5	股票	93.97	37.5	129.20	67	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	53.08	18.5	62.90	33			
		小计	147.05		192.11	100			
1996	6	股票	129.20	22.9	158.79	71	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	62.90	3.6	65.17	29			
		小计	192.11		223.96	100			
1997	7	股票	158.79	33.4	211.83	75	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	65.17	9.7	71.49	25			
		小计	223.96		283.31	100			
1998	8	股票	211.83	28.6	272.41	78	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	71.49	8.7	77.71	22			
		小计	283.31		350.12	100			
1999	9	股票	272.41	21.0	329.62	81	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	77.71	0.8	77.09	19			
		小计	350.12		406.70	100			
2000	10	股票	329.62	-9.1	299.62	78	由于是放任自由型资产配置,所以没有可应用的数值		
		债券	77.09	11.6	86.03	22			
		小计	406.70		385.65	100			

复利年增长率 = 14.45%

年收益标准差 = 11.30%

注释: 以上例子显示,从1991年到2000年(第1年到第10年)标准普尔500综合指数和雷曼兄弟综合指数的实际收益率,分别用于代表投资于股票和债券的收益率。

资料来源: 作者。

表 4.7 100%投资于股票的资产配置的影响

年份	开始价值(美元)	收益率(%)	期末价值(美元)
1	100.00	30.5	130.50
2	130.50	7.6	140.42
3	140.42	10.1	154.60
4	154.60	1.3	156.61
5	156.61	37.5	215.34
6	215.34	22.9	264.65
7	264.65	33.4	353.04
8	353.04	28.6	454.02
9	454.02	21.0	549.36
10	549.36	-9.1	499.37

复利年增长率 = 17.45%

年收益标准差 = 14.50%

注释：以上例子显示，标准普尔 500 综合指数和雷曼兄弟综合指数的实际收益率分别用于代表投资于股票和债券的收益率。

资料来源：作者。

表 4.8 100%投资于债券的资产配置的影响

年份	开始价值(美元)	收益率(%)	期末价值(美元)
1	100.00	16.0	116.00
2	116.00	7.4	124.58
3	124.58	9.7	136.67
4	136.67	-2.9	132.71
5	132.71	18.5	157.26
6	157.26	3.6	162.92
7	162.92	9.7	178.72
8	178.72	8.7	194.27
9	194.27	-0.8	192.71
10	192.71	11.6	215.07

复利年增长率 = 7.96%

年收益标准差 = 6.40%

注释：以上例子显示，标准普尔 500 综合指数和雷曼兄弟综合指数的实际收益率分别用于代表投资于股票和债券的收益率。

资料来源：作者。

投资者在 1991 年初把 100 美元全部投资到债券上,其投资组合的价值在 2000 年末可达到 215.07 美元,10 年来产生了 7.96% 的复利年增长率和 6.4% 的年收益标准差。

表 4.9 归纳了 20 世纪 90 年代美国股票和债券之间的四种再平衡方法的结果,这里我们考虑:(1)年度再平衡目标比例(概括在表 4.5 中,60% 的股票和 40% 的债券),为了进行比较,其他的股票—债券配置比例也显示在表 4.9 中;(2)放任自由型资产配置或不进行再平衡的策略(显示在表 4.6 中);(3)100% 投资于股票的资产配置(显示在表 4.7 中);(4)100% 投资于债券的资产配置(描述在表 4.8 中)。

表 4.9 资产配置再平衡方法的比较分析⁽¹⁾

再平衡方法	基于 100 美元的初始 投资,第 10 年末投资 组合的价值(美元)	复利年 增长率 (%)	年收益 标准差 (%)	夏普 比率 ⁽²⁾
年度再平衡目标比例				
(股票 50%;债券 50%)	340.59	13.04	9.2	0.909
(股票 60%;债券 40%)	365.77	13.85	10.0	0.915
(股票 70%;债券 30%)	392.03	14.64	10.9	0.911
(股票 80%;债券 20%)	419.36	15.41	11.9	0.899
(股票 90%;债券 10%)	447.76	16.17	13.0	0.883
放任自由型资产配置	385.65	14.45	11.3	0.865
100%投资于股票的资产配置	499.37	17.45	14.5	0.879
100%投资于债券的资产配置	215.07	7.96	6.4	0.509

注释:(1)从 1991 年到 2000 年(第 1 年到第 10 年)标准普尔 500 综合指数和雷曼兄弟综合指数的实际收益率,分别用于代表投资于股票和债券的收益率。

(2)夏普比率等于复利年增长率减去无风险基准收益率 4.70% (1945—2000 年 30 天美国国库券收益的平均比率),再除以投资的年收益标准差。

资料来源:作者。

表 4.9 显示了第 10 年末价值最高的投资组合,其以 100 美元初始投资为基础,100% 的资产都配置到股票投资上,最终产生了 499.37 美元的投资组合价值和 17.45% 的复利年增长率(表 4.9 中的灰色阴影部分)。同时,与这样的高收益相伴产生的是最高的年收益标准差,在表 4.9 中显示的是 14.5%。结果是,100% 投资于股票的资产配置的夏普比率是 0.879,低于显示的所有五种年度再平衡目标比例方法的夏普比率。

第10年末价值最低的投资组合将100%的资产都配置到债券投资上,最终产生了215.07美元的投资组合价值和7.96%的复利年增长率(表4.9中的灰色阴影部分)。与这样的低收益相伴产生的是最低的年收益标准差,在表4.9中显示的是6.4%。由于债券投资收益的绝对值低于其标准差,100%投资于债券的资产配置的夏普比率是0.509,是所显示的所有再平衡方法中最低的。

放任自由型资产配置——不进行再平衡的方法——最终产生了385.65美元的投资组合价值、14.45%的复利年增长率、11.3%的年收益标准差和0.865的夏普比率(表4.9中的灰色阴影部分)。这些结果不如所有股票投资目标比例在70%以上的年度再平衡目标比例方法。例如,目标比例为70%股票和30%债券的年度再平衡所产生的最终投资组合价值为392.03美元,复利年增长率为14.64%,年收益标准差为10.9%和夏普比率为0.911。从风险报酬的观点来看,表4.9中所显示的再平衡方法中最高的夏普比率产生于60%股票和40%债券的年度再平衡方法。其产生了13.85%的复利年增长率、10%的年收益标准差和0.915的夏普比率(表4.9中的灰色阴影部分)。

关注20世纪90年代美国股票和债券之间的大量再平衡方法的影响,可以使我们获得对与每种策略相关联的技巧、报酬和风险的极其有价值的见识和洞察力。同时,投资者需要知道,当所处的金融环境不同于那些1991年到2000年的标准普尔500综合指数和雷曼兄弟综合指数所处的主流金融环境时,这些分析的一些结果和结论会有很大不同。

比如,记住具有广阔基础、股本巨大的美国股票指数,诸如标准普尔500,在历史上产生了高收益,甚至可能是反常的高收益,在1991—2000年期间的很长时间内,这使得投资者们趋向于偏好标准普尔500股票比例明显超过债券的再平衡策略。投资组合较长的时间跨度,比如5年或15年,或长期的时间间隔,其间债券的投资业绩明显优于股票,会使得其他的再平衡方法优于着重股票投资的再平衡策略。其他的资产选择、其他的指数选择(比如选择纳斯达克综合指数而不是标准普尔500来代表股票收益,或者用J.P.摩根大通中期公债指数而不是雷曼兄弟综合指数来代表债券收益)及考虑更多的资产,也可以改变各种各样再平衡方法的相对吸引力。最后,当评估任何再平衡活动的优点时,税收和其他费用也

需要予以考虑。

再平衡成功的重要因素

投资者要考虑几个重要的步骤来帮助他/她们决定是否、什么时间、怎样和通过什么方法来再平衡他/她们的资产。首先,投资者应该决定他/她们可以进行再平衡的资产的范围。在绝大多数情况下,这个决定主要解决是否把积聚头寸、个人资产或其他资产种类包括到投资者的再平衡活动中去的问题。

第二,投资者应该制定一个资产配置的战略和战术计划,尽可能深入地考虑和陈述投资政策。在许多情况下,投资者初始的战术、战略资产配置将反映他/她们个人的境况、时间跨度、风险承受度、收入需要、市场前景以及目标和目的。随着时间的流逝和投资者经受资产价值升降的心理影响,一些投资者可能改变他/她们的战略和战术资产配置,使之更加适合他/她们自身的实力和其他新信息。

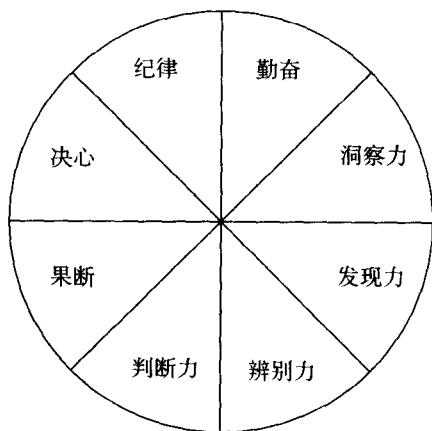
第三,投资者可以根据以下方面来评价不同的再平衡方法和环节:(1)金融历史过去的时间间隔;(2)金融市场状况的预期范围,对不同资产类别长期水平的评价给予特别的考虑;(3)他/她们可能采取的一些不寻常的再平衡活动的潜在效用。

再平衡活动最终的成功或失败不但是每一资产类别风险和收益作用的结果,而且也是一些至关重要的人类特性作用的结果。图4.13列示了这些至关重要的人类特性。

这里对再平衡活动成功的几个至关重要的因素给予简短的阐述,列示如下:

- **纪律:** 投资者需要内在的坚忍或毅力,去持续保持经过仔细完善的并适合于金融市场环境以及投资者自身的见识、需求和命运的再平衡计划。
- **勤奋:** 投资者必须勤奋地监控或跟踪当前的和未来的投资环境,以及整个投资组合、每一资产类别和具体的投资活动。
- **洞察力:** 投资者需要灵敏的感知力去领会:(1)投资收益中有多少可归于金融市场状况,有多少可归于某一具体资产管理人的管理

图 4.13 资产配置再平衡活动成功的几个重要因素



资料来源：作者。

技巧；(2)一项投资的业绩的好坏是暂时的，还是可能持久的。另一重要而常被忽视的洞察力要素与投资者认识自身变化的能力有关。

- 发现力：投资者需要去寻找关于现有的和新近引入的资产、投资工具、战略、战术及有用的信息资源的新思想、新观点，并对之保持开放的态度。
- 辨别力：投资者需要能够辨别会增强或削弱投资组合的风险收益程度的举动。另外，投资者需要能够对他/她们应该避免的举动和论调说不。
- 判断力：投资者需要具有在不断变化的状况下听取各种信息、事实和意见的能力，并在评估过程中不让任一观点占支配地位。评估过程结束后，投资者需要能够在适当的程度上自我隔离一段时间，并且切断无关的以及错误的信息。
- 果断：在审慎地权衡和分析了赞成和反对某一行动的各种观点之后，投资者需要能够作出结论并按有利的方式采取行动。
- 决心：投资者应该下决心在灵活机动和确信不疑之间达到平衡，既不在面对已经变化或被错误解释的事实时固执地坚持观点，也不在面对看似有理但似是而非的理由时反复无常地放弃合理的观点。

第三部分

资产配置的基础

第 5 章

个人投资者行为

119

资产配置的艺术

概 述

尽管本书是同时为专业投资者和个人投资者服务的,但本章主要论述个人投资者的行为。首先论述影响个人投资者资产配置决定的因素;其次,描述个人投资者在过去几十年资产配置行为的演变情况,说明个人投资者如何逐渐拓宽投资渠道,从单纯包括美国国内股票、债券、现金到包括海外市场的、另类的资产类别,发展到最近,还包括不同形式的绝对收益策略。

随后本章讨论几个影响个人投资者资产配置行为的首要决定因素,范围从健康状况、资产负债表因素到损益表因素、表外因素等。本章也涉及了资产配置权衡的问题,以使投资者在低风险低收益资产和高风险高收益资产之间进行抉择。

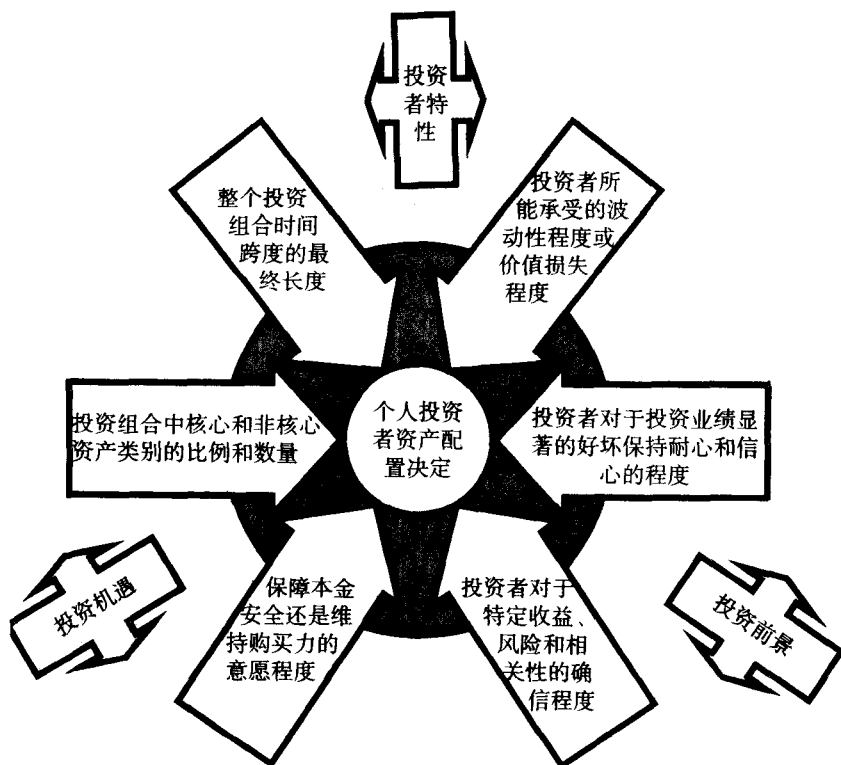
通过描述个人投资者在不同市场条件下资产配置的不同行为特征,本章还分析了一些战略性和战术性的资产配置原则。在对预期的和实际获得的资产配置技巧进行比较之后,本章最后从市场历史、行为金融学以及投资者情商的角度探讨了个人投资者对投资行为的领会能力。

影响个人投资者资产配置决定的因素

个人投资者和专业投资者都面临着几个影响其资产配置决定的关键因素,见图 5.1。

如图 5.1 所示,影响个人投资者资产配置决定的因素之间会相互影响,并可以组合成三大类。每一大类都分别影响个体投资者行为,并且共同与第 9 章中论述的详细资产配置工作表中的内容相对应。这些因素包括:

图 5.1 影响个人投资者资产配置决定的因素



● 投资者特性：

- (1) 整个投资组合时间跨度的最终长度；
- (2) 对于总体投资和具体投资种类来说，投资者所能承受的波动性程度或价值损失程度；

● 投资前景：

- (1) 对于整个投资组合或几个资产类别来说，投资者对于投资业绩显著的好坏保持耐心和信心的程度；
- (2) 投资者对于用以作出资产配置决定的特定收益、风险和相关性的确信程度。

● 投资机遇：

- (1) 保障本金安全还是维持购买力的意愿程度；
- (2) 投资组合中核心和非核心资产类别的比例和数量。

个人投资者资产配置行为的演变过程

在20世纪最后的几十年间,投资者的行为演变影响了个人投资者配置资金的方式。从20世纪50年代、60年代、70年代直至80年代,许多个人投资者开始受到资产配置观念和具体细节的影响,作为这个过程的一部分,他们兼收并蓄了多种多样的投资策略,包括大盘、中盘和小盘股票,价值型和成长型的投资风格,发达市场和新兴市场的国际股票。对于许多个人投资者来说,债券也被纳入进来作为实现资产配置分散化的重要方式。这个时期投资的换手率很低,因为个人投资者实行买入并持有策略,并且通过与有限的基准进行比较来衡量他们在一定期间的投资业绩。个人投资者常常通过共同基金来评估股票和其他金融资产。

在20世纪80年代和90年代,由于金融市场环境的变化,许多投资者对固定收益证券、国际股票、中盘和小盘股以及价值型投资工具的关注越来越少,代之以对大盘股和成长型美国本土股票的投资。随着程度的加剧,投资者越来越倾向于一些类似于股票的另类资产类别,比如私募股权、风险资本、房地产和一些对冲基金等。相对于上一年代来说,投资换手率不断增加,因为投资者开始更积极地交易,寻求基于走势的投资策略,以实现高额的绝对收益而非相对收益。投资者越来越关注市场基准的构建和选择,以及与市场基准相比较的结果。由于税收、减少投资成本等原因,也因为试图获取特定行业、公司和首次公开发行市场良好的投资绩效,投资者日益像关注共同基金一样开始关注个股。

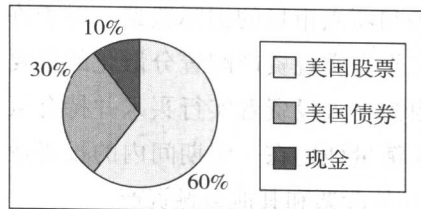
截至20世纪90年代晚期,在上述变化的投资模式的综合作用下,有些投资者对资产配置的价值和效用的强调程度在降低。分散投资、风险控制 and 长线投资的优点在许多投资者心目中的地位开始下降,而高收益和资本年增长性成为首要目标。从2000年早期开始,上述趋势由于纳斯达克综合指数以及众多网络、通讯、高科技股票和其他一些股票价格的急转直下而被扭转。纳斯达克从高峰到低谷的价格下跌幅度超过70%,有些股价在前期飙升的互联网公司、通讯公司和高科技公司的股票的价格下跌则超过90%。因为美国国库券和某些对冲基金的正收益以及标准普尔500指数和其他类似大盘指数的总收益在2000年下跌9.1%,2001

年下跌 11.9%，2002 年下跌 23.4%，许多投资者开始关注(或者说再次关注)资产配置的原理和实用性。

个人投资者资产配置行为演变的三个主要阶段以及与此阶段相对应的代表性资产配置见图 5.2。

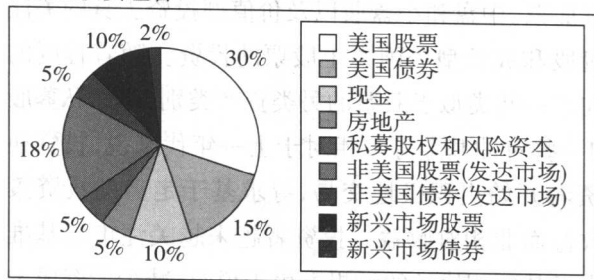
图 5.2 个人投资者和专业投资者的代表性资产配置趋势

20 世纪 50 年代、60 年代和 70 年代：现金、股票、债券
代表性投资组合



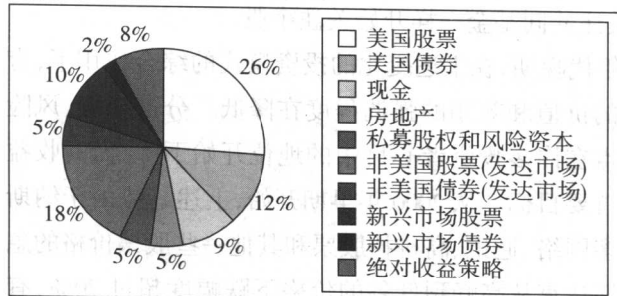
在 20 世纪 50 年代、60 年代和 70 年代，许多美国专业投资者和个人投资者的投资组合传统上投资于美国本土股票、债券和现金，资产组合大致是股票 60%、债券 30%、现金 10%。

20 世纪 80 年代和 90 年代：包括海外资产和另类资产
代表性投资组合



从 20 世纪 80 年代中晚期开始，一些专业投资者和小部分个人投资者开始投资于私募股权、风险资本、房地产、杠杆收购、石油天然气、海外发达市场和新兴市场的股票和债券。

20 世纪 90 年代和 2000 年之后：包括绝对收益策略
代表性投资组合



从 20 世纪 90 年代一直持续到新世纪，专业投资者和个人投资者开始在投资组合中运用绝对收益策略，涉及的资产包括股票(包括认股权证和可转换债券套利，对冲封闭式基金、套期保值平衡表或跨所有权套利，配对股票套利，综合证券套

利和其他涉及衍生金融工具的技术)和/或固定收益证券(包括不同形式的债券套利，涉及期货、掉期协议和信用风险的重新定价、收益曲线形状、隐含或显著的期权特征等)。

资料来源：作者。

传统上讲,大多数美国个人投资者倾向于根据一些可以反映其所处时代的投资特点的投资原则来构造投资组合。在20世纪30年代,经典的投資原则是60%投资于美国国内债券,40%投资于美国本土股票。图5.2的上面部分显示了一个流行于20世纪五六十年代的代表性标准投资组合,一般是60%的美国本土股票,30%的美国债券和10%的现金。

从20世纪80年代中晚期开始,由一部分活跃的专业投资者带动,小部分个人投资者开始将部分资产投资于风险资本、房地产、私募股权(包括LBOs即杠杆收购,和石油、天然气投资)、海外发达市场和新兴市场的股票和债券。包括这些扩展资产类别的代表性投资组合见图5.2的中间部分。

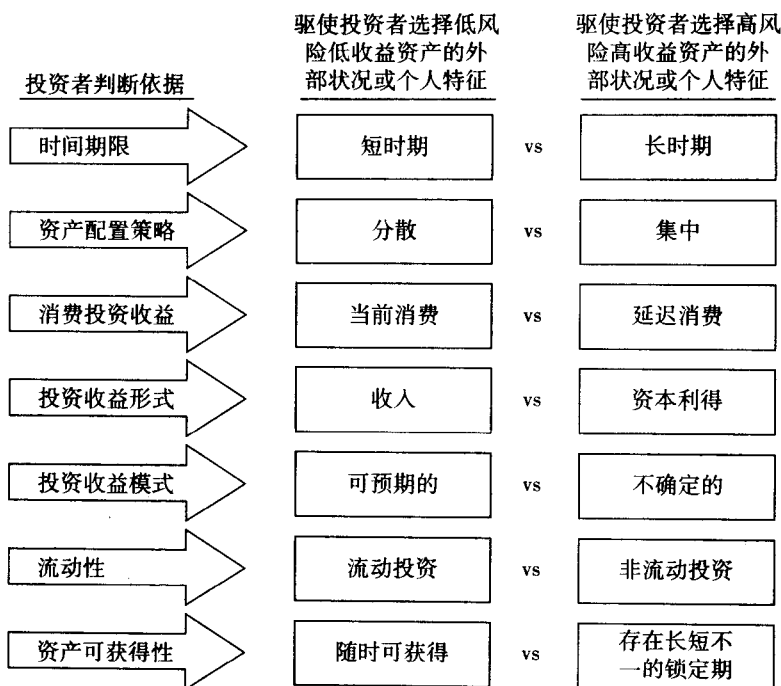
在演变的第三阶段,个人投资者更加热衷于将原来投向在岸或离岸的对冲基金、其他合伙形式的品种以及独立管理账户的投资手法拓展到多种多样的其他投资品种,包括所谓的市场中性或绝对收益策略。在股票领域,绝对收益策略包括认股权证和可转换套利,对冲封闭式基金、跨所有权套利,综合证券套利和其他涉及衍生金融工具的技术;在固定收益证券领域,绝对收益策略包括不同形式的债券套利,涉及期货、掉期协议、信用风险、收益曲线形状和隐含或显著的期权特征等。图5.2的下面部分显示了一个包括这些新定义的资产类别的代表性投资组合。

影响个人投资者资产配置行为的主要决定因素

投资者的历史、现状和对未来的预期将决定他们对资产配置权衡的重视程度,见图5.3。大致而言,图5.3列出了一般情况下的资产配置权衡过程,该过程将驱使潜在投资者买入一类资产而舍弃另一类资产。驱使投资者选择低风险低收益资产的外部状况或个人特征包括:(1)较短的时间期限;(2)倾向于分散投资的资产配置策略;(3)倾向于对投资收益的当前消费;(4)倾向于收入形式的投资收益;(5)倾向于可预期的收益;(6)倾向于流动性强的投资;(7)需要随时获得资本。

驱使投资者选择高风险高收益资产的外部状况或个人特征包括:(1)较长的时间期限;(2)倾向于集中投资于有限种类资产的资产配置策略;(3)倾向于对投资收益的延迟消费;(4)倾向于资本利得形式的投资收益;

图 5.3 资产配置权衡



资料来源：作者。

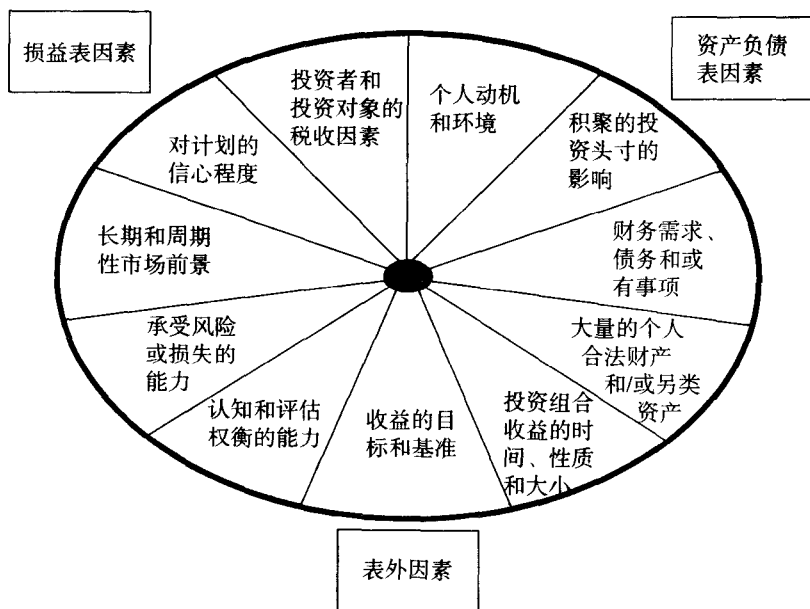
(5)能够忍受收益模式的不确定性;(6)愿意投资于流动性不强的投资品种;(7)可以让资产处于长短不一的锁定期。

在形成一种资产选择方法的过程中,个人投资者必须仔细分析影响自己的资产配置行为的首要决定因素。在图 5.4 中列出了许多因素并将之分成了几大类,它们根据相类似的个人投资者高度的个性化特征分为三大类:(1)损益表因素;(2)资产负债表因素;(3)表外因素。

损益表因素

- 承受风险或损失的能力:在一给定的投资头寸或资产类别中,一个投资者承受损失的能力受到以下因素的影响:损失以百分比和绝对值测算的严重程度,损失的持续时间,损失是否已经实现,预期将来的价格走势,其他投资工具的价格表现,一般经济条件,以及

图 5.4 个人投资者资产配置的主要决定因素



资料来源：作者。

投资者的情绪、财务状况和心态。

- **长期和周期性市场前景**: 对于战略性和战术性资产配置有非常重要影响的是投资者对以下因素的定量和定性判断: 特定市场的未来走势如何, 多长时间才能达到投资者预期的目标价格, 以及预期的价格变化形式, 包括: (1) 阶梯状; (2) 连续性; (3) 波动性; (4) 在大起大落波动后的稳定时期。
- **对计划的信心程度**: 将成功的投资者(或资产配置者)与不甚成功者区分开来的差别之一在于对信心和犹豫之间的权衡。投资者如果认为自己是正确的, 就应该有勇气坚持。如果他们发现想法有缺陷就应该灵活地面对现实, 并在必要的情况下改变初衷。
- **投资者和投资对象的税收因素**: 个人投资者的税收因素包括: (1) 联邦、州、地方和跨境投资的税收; (2) 所得税、资本利得税和房地产税; (3) 目前和将来的税收品种大类, 与每种投资工具的资本和收入一样, 可以为构建最优资产配置方案提供重要参数集。

资产负债表因素

- **个人动机和环境**: 个人投资者必须仔细思考资产配置的最终目标。比如他们投资于这类资产将导致谁受益? 对于受益者来说这些资产意味着什么? 投资者认为目前正处于什么时间阶段? 什么样的计划内事件和计划外进展是应该考虑的?
- **积聚的投资头寸的影响**: 对于个人投资者来说, 资产配置必须考虑大量当前存在的或合同约定的预期投资头寸、资产流动性、股票期权和受限制证券。同时, 必须客观和严格地分析保持积聚的投资头寸相对于将这些头寸完全或部分分散到其他资产类别的优势和成本。
- **财务需求、债务和或有事项**: 投资者计划的年消费水平、负债、抵押和其他债务将影响资产配置的决策, 因为这些确定支出的存在将导致他们选择可以带来可预期的收入以满足这些支出需要的资产和投资类型。
- **大量的个人合法财产和/或另类资产**: 许多个人投资者有相当一部分的财产投资于不属于常规资产配置品种的资产种类。正如图 4.1 和图 4.2 中所描述的, 它们包括: (1) 与传媒、石油、天然气、森林和矿产有关的特许权的收益; (2) 艺术品、收藏品、古董和珠宝; (3) 家族企业中的所有权、未开发的土地和其他不动产。

表外因素

- **收益的目标和基准**: 个人投资者希望其投资活动所能达到的目标框架以及这些目标的相应重要程度, 将决定他们的资产配置行为。这些目标包括本金的安全、购买力保护、税前或税后年收益的特定水平等。在选择恰当的测算收益的绝对基准或组合基准时, 投资者需要谨慎和考虑现实情况。
- **投资组合收益的时间、性质和规模**: 资产在什么时候和以什么形式给投资组合的最终受益者以回报将引发完全不同的资产配置行为。
- **认知和评估权衡的能力**: 整个资产配置过程的相当一部分与投资者认知和判断一系列金融因素的能力是紧密相关的。一系列因素与另一系列因素相比的重要程度如何? 对于任何给定的权衡方案

来说,为了达到另一个变量更有利的成本—收益方案,一个变量有多少成本和收益是必须既定的?图5.3列明了一些最常见的资产配置权衡过程。

战略性和战术性原则

资产配置和投资策略的战略性和战术性原则

如果可能的话,投资者应该仔细考虑、设立、收集并且定期参考资产配置和投资策略的战略性和战术性原则。这些原则有如下作用:(1)正确投资的规则和提醒;(2)综合指引和操作流程;(3)咨询或建议的内容;(4)在过度自信或自我怀疑时作为评价行为的试金石。

尽管战略性原则与战术性原则是不同的,但在许多情况下,在金融市场和投资界的实际操作中二者经常相互重合并相互加强。“战略”这个词来源于希腊语单词“strategos”,意思是军队的总指挥官。战略性原则或与战略有关的原则包含了资产配置和投资行为的基本方向和主要目的。因此,战略性原则通常对投资最终的成败与否起着决定性的影响。战略性原则通常涉及以下领域:(1)投资者如何才能获得、配置、加大权重或减小权重、舍弃和再平衡广泛的资产类别、资产管理者和特定投资品种;(2)如何考虑投资以及不同投资方法对于各种投资的适用性;(3)应该追求和避免的行为和投资策略;(4)思考在不同投资场景和突发事件中的投资动机和行为。

“战术”这个词来源于希腊语单词“tactein”,意思是“有条理地安排或放置”,相对于“战略”的总体性来说,战术这个词,通常用来描述所有的个人活动或微观的活动,这些活动合在一起以实施战略。因为战术性原则将投资者的注意力集中在日常的金融投资领域,因此它对投资组合的命运也将产生显著影响。战术性原则通常涉及以下领域:(1)投资者如何处理突发事件,投资组合的操作细节和挑选特殊的投资品种;(2)有关买卖、评价、监控、回报率测算、波动性以及具体投资与具体资产管理者的相关性的技术特征;(3)执行投资组合策略的操作指令;(4)确定什么才是有效的投资活动,什么是不适当的投资活动。

战略性原则和战术性原则彼此协调,共同影响整个投资组合。战略

性和战术性原则的发展帮助投资者的思想成型和集中,令这些原则进行跨时空交流,并且培养了深入思考和提前计划的习惯,从而避免作出草率的决定。

同时,仔细权衡、发展或运用一系列战略性和战术性原则并不能杜绝可能发生的投资错误,有时甚至是严重的错误。这里论述的战略性和战术性原则并非放之四海而皆准。投资者希望将这些原则作为一项整体战略和战术指引的一个子集。当他们这么做时,投资者将接受、修订或拒绝相关原则。如果投资者已经读过或写过资产配置和投资策略的战略性和战术性原则,他们需要时常提醒自己将这些指引记录在纸上、存在电脑里或背下来并不等于万无一失。接受这些原则与在实际行动中运用这些原则并不相同。

将战略性和战术性原则运用于资产配置和投资策略是非常重要的。考虑到每一个投资者都是不一样的,所以每一个投资者对战略性和战术性原则的储备和运用与其他投资者存在很大差异。适合于长期投资、买入并持有的投资者的原则并不适合于短期投资、投机性的投资者。税收和其他个人因素将导致投资者着重强调一些类型的投资原则而忽视其他类型。总之,在一个金融市场很奏效的原则在其他环境中并不一定成功。

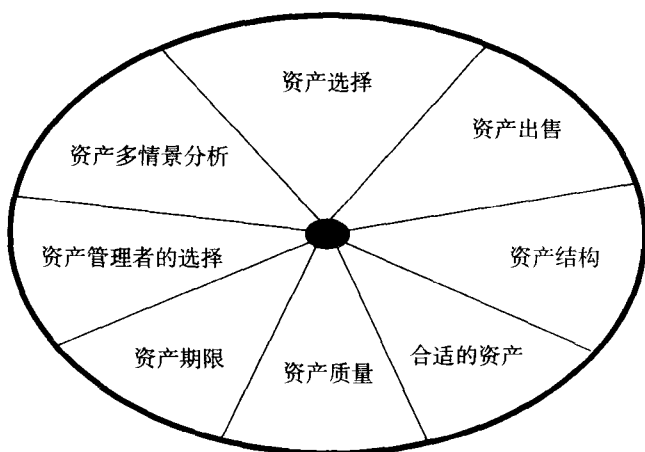
战略性和战术性原则的发展有时可形成自我分析、财务计划和投资组合的部分过程,有关的工作表在第9章中将详细分析。战略性和战术性原则通常来自于以下方面:(1)阅读;(2)和他人有关投资和金融领域内交流;(3)借鉴其他投资者成功或失败的投资经验或教训。其中一些原则是投资者自己总结出来的,其他部分,甚至是很大一部分,是通过观察其他投资者的行为而归纳总结得出的。

在归纳总结战略性和战术性投资原则之后,投资者应该:(1)在投资的间隙回顾、思考这些原则,根据变化了的金融条件和投资者个人的环境评估它们的有效性;(2)适当的时候丰富、修改或摒弃一些原则;(3)在危机、动荡或者非常不确定时参考这些原则;(4)将这些原则与朋友、同事、投资顾问和其他参与者共享从而激发有益的讨论。

典型的战略性原则

在图5.5中,投资者可以发现关于典型的资产配置和投资策略的战

图 5.5 典型的资产配置和投资策略的战略性原则



略性原则的示例,下面详细论述:

- **资产选择:** 投资者应该根据价值、成长潜力、合理的价格、对价值或成长性的合理预期来选择股票。投资者一般应该避免购买那些未来价格变动高度依赖持续上涨预期推动的那些股票。
- **资产出售:** 因为市场的流行、心血来潮或一时冲动来出售一项资产通常是不明智的。出售资产最明智的时间是不再有合理的理由去持有它的时候。
- **资产结构:** 投资者应该选择投资品种,并构建一个合理、安全的财务避险工具和明智的资产结构,从而能够使资产在市场恐惧、恐慌和不确定的时候得到及时有效的保护。
- **合适的资产:** 投资者应该考虑清楚他们是哪种类型的投资者。一些投资者是买入并持有型的,一些是买入就卖掉型的,一些是套利型的,一部分喜欢空头出售的人是卖出再买入型的,大部分投资者都是综合几种类型的。投资者应该根据自身的心理因素、个性、资产管理方式、短期和长期的市场前景、个人环境来选择适合他们自己的投资战略。
- **资产质量:** 投资者应该集中关注那些一流的资产,它们经受得住形势的剧烈变化,包括在形势发生急剧变化时表现得更稳定的资产

类别、特定基金、特定结构和特定证券。在市场状况不好的时期,投资者应该寻找那些与牛市中价值被高估的投资品种一样价值被明显低估的投资品种。投资者应该在别人没有想到买的时候购买那些好的资产,即俗称“沙里淘金”。

- **资产期限:** 投资者应该寻找长期品种而不是短期品种作为投资组合的适当组成成分。如果可能的话,投资者应该持有一些高质量的投资品种,它们的投资收益可以冲抵税收和交易成本。在许多股票资产的次级选择领域,获得正投资收益的概率与持有期限的长度直接有关。
- **资产管理者的选择:** 投资者应该选择那些具有正的和独立的收益率的资产管理者,此类管理者的风险比较低,投资过程较规范和清晰。
- **资产多情景分析:** 投资者应该考虑潜在的经济、金融、社会和政治因素及其可能对资产价格的影响。情景分析的过程在第8章将详细论述。如果可能的话,投资者应该和其他具有正确投资判断的投资者进行讨论。它将有助于在多情景的市场条件下制定金融应急计划,规定可以采取的行动和可以实施的资产配置。如果可行的话,投资者应该量化在压力最大的环境下运用杠杆的风险大小。

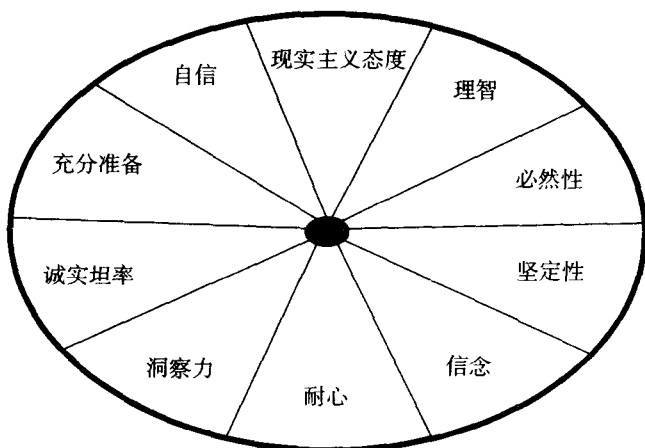
在投资和商业领域几十年高度成功的生涯,沃伦·爱德华·巴菲特已经通过演讲等引人注目的方式多次表达他的资产配置和投资的战略性原则。对这些简明、实用和有效的战略性原则进行思索是非常有益的。具有代表性的原则是:“当评价一种股票的潜力的时候,投资者应该像他或她想要购买私人企业那样对待。关键的评价原则包括:(1)企业的经济前景;(2)企业的管理人员;(3)支付的价格。”

典型的战术性原则

在图5.6中,投资者可以发现一些典型的资产配置和投资策略的战术性原则的示例,下面详细论述:

- **现实主义态度:** 帮助投资者认识到所有的投资决策中会有很大一部分最终被证实是错误的。因此,在结果证明正确之前,对待每一个投资观点都要持独立的、理性的和怀疑性的态度。
- **理智:** 在金融恐慌或大幅波动时,通常比较好的做法是不要作重大

图 5.6 典型的资产配置和投资策略的战术性原则



决定。投资者应该坚决抵制仓促行动，因为仓促行动经常导致不好的结果。

- **必然性**: 投资的成功并不在于简单的对与错, 而在于投资者在面对正确行为和错误行为时如何行动。图 5.8 中讨论的必然性原则表明了预期需要的和实际需要的资产配置技巧。
- **坚定性**: 时代会发生变化, 但经过时间洗礼的理论是永恒的。那些明智的方法不应该仅仅因为暂时失效或者已经被长时间运用而抛弃。传统评价标准通常可以保持其适用性, 尤其是接近极度高估或低估的时点时, 此刻市场共识开始忽略或摒弃此类原则。
- **信念**: 在必要的时候, 投资者应该对将采取的行动有充分的信心。它将有助于投资者记住仅仅为行为本身而进行的行为可能会产生负面的后果, 而不恰当的惰性或漠视同样也会产生负面后果。投资者应该不断想办法改变投资组合的方向而不管实际上有多频繁地对投资组合进行调整。
- **耐心**: 投资者应该学会驾驭时间, 而不让时间驾驭他们。同样, 投资者应该学会利用机会, 而不让机会利用他们。
- **洞察力**: 投资者应该拿出充分的时间和资源在恰当的时段内选择合适的投资组合并持有。在此过程中, 投资者应该睁大双眼, 精挑细

选。严格的分析和正确的思考是资产配置过程中首要的因素。投资者应该根据适当的资产收益水平和风险来确定他们的期望值。

- 诚实坦率:尤其是在波动性大的市场,投资者应该驾驭自己,以便在决策失误的时候不会付出过于惨重的代价。投资者应该以坦率的态度对待有问题的投资,处理它们,在适合的时候卖掉它们并离场。
- 充分准备:投资者应该经常考虑是否或者在何种程度上准备储备资金以应对价格危机。投资者应该列表、做功课、受培训和遵行一种与他们自己的理念、金融环境和风险状况一致的方法。
- 自信:在众多的信息资源和咨询结果中,投资者还应该相信他们自己的心声。投资者应该谨慎对待并决定是否要信任他们的本能,投资者应该理智并有主见,信任正确的原则,让理智主导投资政策。

凯恩斯(1883—1946年)是20世纪最有影响的经济学家之一,他发展了大量有关经济和金融市场特征和运行的理论,包括从众心理在所有资产的评价中所起的作用。他的一个几乎可以永恒适用于资产配置和投资的战术性原则的观点是:“由于人的观念突然发生变动,因而建立在大量信息不完全的个人投资者的从众心理基础上的传统估价模式失去了稳定的基础从而导致其剧烈变动。”

格蒂博物馆的收藏原则

让·保罗·格蒂博物馆坐落于美国加利福尼亚的布伦特伍德与马利布,由让·保罗·格蒂于1953年投资建立,并于1982年扩建。让·保罗·格蒂(1892—1976年)是一个石油巨头与艺术品收藏家。在2001年6月30日,格蒂博物馆共捐赠了51亿美元,不包括它拥有的土地、建筑物和收藏品。尽管进入艺术界的时间并不长但拥有非常丰富的藏品,格蒂信托公司和博物馆的受托人已经成功地发展了一套收藏原则以指导他们鉴别挑选艺术品。

1984年给格蒂信托公司和博物馆的受托人的一份报告(载于John Walsh和Deborah Grbbon所著的)《让·保罗·格蒂博物馆和它的收藏品:一个新世纪的博物馆》公布了让·保罗·格蒂博物馆的收藏原则。这些简洁、可信、易懂的收藏原则对那些正在寻求资产配置和投资的战略性和战术性原则的方向的投资者来说是很有借鉴意义的:

- 寻找最珍贵和最稀有的收藏品。如果对于博物馆来说没有什么比

收藏品更重要,那么对于收藏品来说,没有比为其他收藏品提供衡量依据更珍贵的收藏品了。这类艺术品为数不多,但我们首要的选择就是锁定此类收藏品。

- 有原则,但要把握突然的机遇。让·保罗·格蒂博物馆既没有历史悠久的传统,也不像美国一些历史更为悠久的博物馆(如大都会艺术博物馆、波士顿艺术博物馆或弗里克博物馆)那样经费紧缺。格蒂博物馆的短暂历史和资源使其能够对可能的机会快速反应,而这种机会在需要严格求证的情况下则可能丧失。
- 坚定。格蒂博物馆并不惧怕品种的专门化,而要将其优点发挥到极致。当它有机会去获取最好的收藏品并且与某目标吻合时,如果必要的话,它可以牺牲目前非常好的收藏品。在有限的事情上做到最好,接受局限性,集中资源在数量有限的领域达到最高水平是更好的方式。
- 弥补缺陷,但仅在高端领域。一旦进入这个领域,使收藏范围将这一领域覆盖得越来越宽泛是不可避免的。这里,耐心和规矩是必要的,因为质量比艺术品的历史年代更重要。
- 收藏收藏品。格蒂博物馆最大的优势是在收藏品的丰富程度上有很大进步,甚至不断拓展收藏品的范围。这需要把握机遇的能力和眼光。

个人投资者的行为特征

因为在投资活动中,个人的心理和感情起着重要作用,所以考察个人投资者的个性、行为、愿望和担忧如何影响资产配置效果是非常有意义的。在机构投资者和其他专业投资者主导的全球金融市场中,个人投资者相对处于竞争劣势地位。许多投资者感觉到机构和专业投资者在很多领域比个人投资者占有优势,比如研究力量、组合管理、交易通道、数量工具等方面。

同时,个人投资者在一些领域也占有优势。第一,作为所有者或雇员,许多个人投资者在商业领域有很深厚的知识,他们也许熟悉农产品周期、能源成本、最终产品价格等,他们会将公司作为团队、雇员、供应商和消费者来考察,而并非什么抽象的东西。他们经常对公司福利和价值有

一种天生的感觉,因为他们要支付工资、竞争、尽量维持或扩大市场份额并且保持自己公司的活力。

第二,个人投资者通常不需要对时间进行按年或按季度的人为划分,也不需遵守委员会的授意。如果个人投资者愿意,他们可以将所有资产撤回,或者相反,不考虑市场的变化莫测,只留下富有一价值的长期核心资产。

第三,个人投资者在投资方向、客观性、预见性、理解力、独立性和清晰的思考等方面都具有不同寻常的能力,尽管并非所有的个人投资者在投资时都表现出这些能力。部分因为个人投资者使用自有资金进行投资,他们对投资损失的痛苦感受要远甚于投资收益的愉快感受。对有些投资者而言,这可以帮助其廓清认识,而对于另一些投资者而言,这却干扰了他们的判断。

第四,个人投资者和机构及专业投资者在正确判断上处于同一平均水平上。在资产配置和投资选择过程中,最短缺的不是聪明才智、数据和技术资源,而是判断力。因为个人投资者和专业投资者同样可能具有或不具有正确的判断力,个人投资者必须公正评价自己是否拥有好的判断力,如果没有,个人投资者应该尽力寻找具有好的判断力并能够为他提供正确资产配置和投资建议的人。

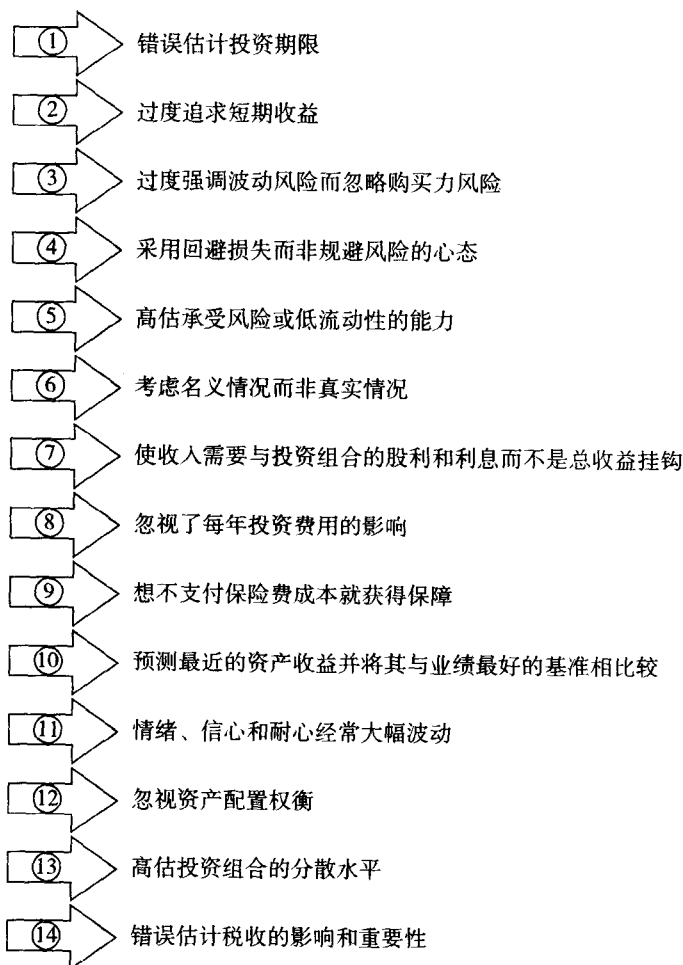
1997年11月10日,克利斯蒂拍卖行的 Victor Ganz 和 Sally Ganz 夫妇收藏品以 2.065 亿美元的价格成交,这给世人留下了有效和成功的个人投资者投资策略的示范。当时,这是个人投资者出售艺术品价格的纪录,打破了 1989 年索斯比拍卖行以 1.234 亿美元拍卖 John Dorrance 的印象派及现代派油画的纪录。

Ganz 家族的收藏品取得了如此高的收益,这在其他资产类别中是很难获得的。在此过程中,他们为严谨的投资者留下了宝贵的经验。Ganz 家族有收藏艺术品的热诚和传统,他们在有限的领域里努力钻研,对该领域深入了解,他们小心谨慎,深思熟虑,详尽研究,对这些艺术品倾注了极大的耐心、时间和精力。Ganz 先生购买的第一幅收藏品是毕加索的油画《梦想》(Dream),在 1941 年以 7,000 美元价格买入,在持有 56 年后以拍卖价 4,840 万美元卖出,如果不考虑佣金和费用,这幅画按复利计算的年收益率为 17.1%,如此长时间内的年增长令人惊叹。他和妻子购买的另一幅毕加索的画《坐在椅子上的女人》(爱娃)[Woman Seated in an Armchair

(Eva)]在1967年以20万美元买入,30年后以2,470万美元成功拍出,这幅画不考虑费用和佣金的复利年收益率为17.4%。^①

个人投资者常常表现出一些不明智的行为,这将影响他们投资目标的实现。在图5.7中列示了14种这样的行为特征。

图5.7 个人投资者的行为特征



① 不考虑年保险费用和其他运输成本(未披露),减去拍卖行的佣金(50,000美元以内收取15%,超过部分收取10%),《梦想》的复利年增长率为16.9%,《爱娃》的复利年增长率为17.0%。

因为图 5.7 所示的多数特性来自于人类心灵深处的冲动,控制它们的方法是正视它们的存在。对这些行为特征的解释有一些可能会相互抵触,但同一个投资者可能会同时遇到这些相互抵触的情况。

- 错误估计投资期限:许多个人投资者低估了他们的投资期限,将投资期限界定为 3 年或 5 年并且倾向于短期投资,但事实是时间延长到 15—20 年或更长。在另一方面,许多个人投资者高估了他们的投资期限,希望投资于那些可以长达 10—20 年的资产类别,然而却在构建投资组合一年以内就将它们全部卖掉。
- 过度追求短期收益:通过分散投资可以减少波动和降低风险,代价是相对于表现最好的资产类别,它的收益率偏低,因此分散投资的优势应该在足够长的时间里考察。
- 过度强调波动风险而忽视购买力风险:特别是当个人投资者的时间期限在 10 年以上时,通货膨胀将导致购买力风险。在图 1.5 中揭示了在不同通货膨胀水平和投资期限下,现有的购买力相对于原始购买力的比率。如同考虑通货膨胀的风险对资产配置策略的影响一样,投资者也需要考虑通货紧缩的风险。
- 采用回避损失而非规避风险的心态:因为不愿意损失金钱,许多个人投资者宁愿选择平滑的 10% 的平均市场收益率(很少或没有损失),也不考虑起伏不定的 15% 的收益率(偶然损失,在下跌的年份有时是严重损失)。许多投资者不愿意接受间歇性的波动,尽管这些波动通常与更高的年收益率紧密相关。
- 高估承受风险或低流动性的能力:和回避损失的天性相矛盾的是,许多个人投资者通常过高预计他们承受损失的能力,超过当他们真正面对这些已经实现的或没有实现的损失时所能够承受的压力。
- 考虑名义情况而非真实情况:如果利率和 3% 的通货膨胀率不变的话,一个个人投资者购买 100 万美元的免税债券,依靠每年的利息生活,即使价值 100 万美元的债券在最后偿付日兑现时名义价值不变,15 年后也仅获得 633,251 美元的真实购买力。
- 使收入需求与投资组合的股利和利息而不是总收益挂钩:资产跨越了一定的时间期限通过资本的复利计算才会创造出新的财富。

有着高现实收入需要的个人投资者应该着眼于资产配置组合的总收益,而不仅仅是当前的收益水平。

- 忽视了每年投资费用的影响:个人投资者需要考虑每年投资费用的复利影响。正如表 5.1 中圈出的数据所示,如果投资持有期限为 15 年,复利年收益率为 8%,那么 1.5% 的每年投资费用(如托管费和交易成本)将使投资者税前资本增值减少 27.6%。

表 5.1 由于每年投资费用税前资本增值的减少情况

投资 持有 期限	每年费用 1.0%		每年费用 1.5%		每年费用 2.0%	
	收益由 8%	收益由 15%	收益由 8%	收益由 15%	收益由 8%	收益由 15%
	下降到 7%的 情况	下降到 14%的 情况	下降到 6.5%的 情况	下降到 13.5%的 情况	下降到 6%的 情况	下降到 13%的 情况
5 年	-14.1%	-8.5%	-21.1%	-12.6%	-27.9%	-16.7%
10 年	-16.6%	-11.1%	-24.3%	-16.3%	-31.8%	-21.4%
15 年	-19.1%	-14.0%	(-27.6%)	-20.4%	-35.7%	-26.4%
20 年	-21.6%	-17.1%	-31.1%	-24.6%	-39.7%	-31.5%

资料来源:作者。

- 想不支付保险费成本就获得保障:个人投资者需要考虑并愿意支付为了对冲、保险等目的(减弱总收益上升或下降的趋势)而发生的费用。
- 预测最近的资产收益并将其与业绩最好的基准相比较:特别是在经历了一系列成功的(或不成功的)投资年份以后,个人投资者会认为这些趋势仍旧会延续下去。同时,个人投资者经常希望自己的收益率赶上或超过表现最好的指数或资产类别。一方面出于这种意愿,另一方面标准普尔 500 指数的业绩在 1995 年至 1999 年超过大多数股票共同基金,因此投资于股指基金的资金从 1987 年的 21 亿美元激增至 2001 年底的 1,406 亿美元。同时,产生于 1993 年的交易所交易基金(ETFs),跟踪了道·琼斯指数、标准普尔指数、摩根·斯坦利资本国际指数、富兰克·罗素指数以及和其他国家、市场和行业部门的基准。在 2001 年底,ETFs 共管理 1,060 亿美元的资产。
- 情绪、信心和耐心经常大幅波动:个人投资者经常有情感上的大幅波动,从大喜到大悲都有。在极端的市场条件下,投资者应该意识

到人性的这种特点并努力克服它们。成功的资产配置和投资策略在于区分周期性波动和长期趋势的能力,并据此付诸行动。

- 忽视资产配置权衡:根据图 5.3 中已经论述的资产配置权衡的类型,个人投资者应该认识到一类资产同时满足以下所有的标准事实上是不可能的:(1)良好的流动性;(2)稳定、有保障的本金价值;(3)丰厚的当期收益;(4)资本增值率持续并显著超过通货膨胀、税收以及通用的基准指数。
- 高估投资组合的分散水平:虽然大部分个人投资者可以意识到分散投资的好处,但许多个人投资者由于惯性、本土偏好、过度自信、熟悉自己的公司、市场价格影响,和/或某些行业部门与资产类别之间收益的高度相关性,允许其投资组合分散程度不高。美国国家经济研究局 2001 年 12 月的研究报告(作者 William N. Goetzmann 和 Alok Kumar)分析了这种现象,网站地址 www.nber.org。
- 错误估计税收的影响和重要性:投资者在考虑是否和何时出售某一资产的时候,有时将税收因素考虑得太重要,同时,投资者经常低估换股、分配红利、资产损益和其他应税项目对持有投资组合的长期税后收益的影响。税收因素将在第 9 章的工作表中详细论述。

预期需要的和实际需要的资产配置技巧

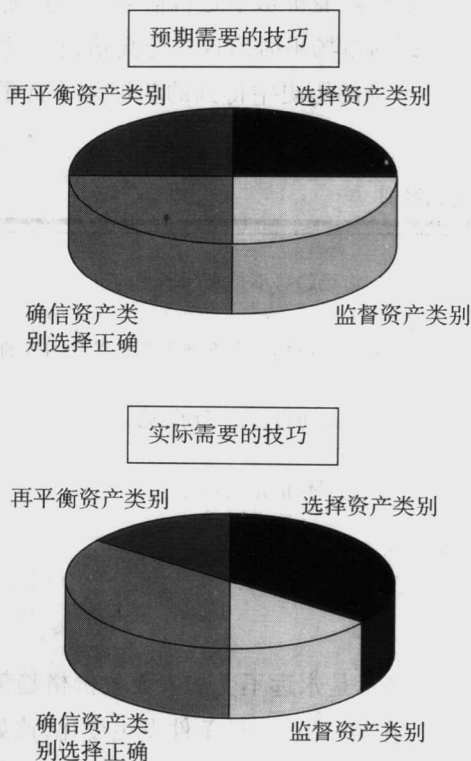
将个人投资者的优势和劣势、智慧以及部分行为倾向考虑在内,就可以对成功的资产配置所必需的技巧总结出几点结论。

为了成功进行资产配置,个人投资者需要以下技巧并将它们置于同等重要的地位:(1)选择资产类别;(2)监督资产类别;(3)确信资产类别选择正确;(4)再平衡资产类别(第 4 章已论述了再平衡过程)。图 5.8 显示出有些技巧比其他技巧更为重要。

图 5.8 上半部的饼图对四种预期需要的资产配置技巧赋予大致相等的权重。换言之,许多投资者期望通过均衡拥有并发展、精通这四种技巧来取得成功的资产配置。

在许多情况下,其中两种技巧对资产配置的成功与否起着更重要的作用。正如图 5.8 下半部的饼图所描绘的那样,在很大程度上,投资者的完全成功取决于他们的以下能力:(1)选择正确的资产类别;(2)确信这些

图 5.8 预期需要的和实际需要的资产配置技巧的比重



资产类别的长期业绩是高还是低再进行选择。

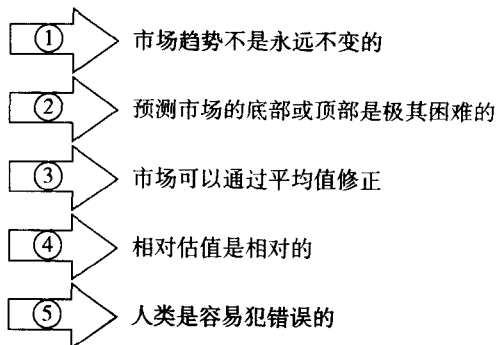
的确,监控资产类别和再平衡资产类别对于投资者资产配置行为的成功与否也是非常重要的。用被广泛引用的投资者乔治·索罗斯的论点来说,就是“成功的资产配置通常不关注‘投资者究竟有多少次决定是正确或者错误的’,而是在正确或错误行为过后投资者如何果断应对”。如果投资者选择正确,并坚决执行了选择,那么这将增加资产配置成功的机会。

金融市场历史的教训

在 20 世纪 90 年代后期,许多投资者对以下问题进行激烈争论:(1)

在美国和全球金融市场,过去的经验相对于新的案例是否相关和继续有效;(2)资本市场的股票风险溢价水平是否恰当;(3)互联网对商业、金融和投资领域的影响。因为市场不时出现过分高估或者过分低估的情况,所以记住这些从金融市场的历史中得到的教训是非常重要的,如图 5.9 所示。

图 5.9 金融市场历史的教训



资料来源:作者。

- 教训 1:市场趋势不是永远不变的。无论价格趋势看起来多么令人兴奋或沮丧,在某一点,一旦条件发生变化,比如经济学的基本规律和原理、科学技术、统计数据、心理因素和总的利益等发生变化,市场就将发生转折。也许并非出于有意,在《亨利六世》的第二部分,威廉·莎士比亚总结了金融趋势的循环性质:

爽朗的大晴天有时会蒙上一层乌云,

在夏季以后不免要有朔风凛冽的严冬。

像季节的飞逝一样,人生的哀乐也是变换不停的。

- 教训 2:预测市场的底部或顶部是极其困难的。在金融市场运行到某些关节点时常常充斥着投资者和市场战略家的言论,他们认为一个大转折点就此来到并且用自己全部或部分财产和名誉孤注一掷。就像钟摆的阻力一样,钟摆摆得越高,动能就越大,强度和力度越大,在最终转向之前钟摆持续的时间更长,金融市场的情况也是一样的。
- 教训 3:市场可以通过平均值修正。如果市场持续上涨或者持续

下跌,资产配置最受怀疑的一个理论是“市场将回归平均值”。这个理论断言一种给定资产类别的收益率最终将回归该资产种类的长期平均值。当投资者已经经历了几年非正常的高收益或低收益时,他们就会开始相信收益将不可能再回归到该资产类别的长期平均收益,他们也经常忽视长期平均收益所隐含的事实,即在某些时点收益高于平均值或低于平均值的大小和机会是均等的。

- 教训 4: 相对估值是相对的。投资者可以因为相对其他资产来说有吸引力的估值而购买某项资产(例如,购买美国科技股或医药股,因为它们的历史表现相对于标准普尔 500 指数等基准来说很有吸引力)。他们不应该忘记这个事实:如果绝对估值是下降的,即便他们已经经历了资产价值的损失,相对估值可能增加也可能不增加。
- 教训 5: 人类是容易犯错误的。用经济学家的话来说,预期理论的结论之一就是个人投资者对于可能的结果给予太低的概率,对于可能性较小的结果却给予太高的概率。这种趋势将在图 5.11 中通过非线性概率权重分配的方法得到详细描述。

因为市场长时间向同一方向运行,投资者很容易发现,他们自己高估了市场将持续向初始方向运动的可能性,而低估(或者忽视)了市场将在某一阶段发生反转,向与当前市场趋势相反的方向运动的可能性。这种行为在图 5.11 中也将被详细讨论。

经过很多个世纪也许是几千年有史料记载的历史,在对待投资的态度上,人类的理智、特性和行为等方面都没有发生改变。个人投资者被恐惧、信心、贪婪、后知后觉、不确定性、希望、梦想、忏悔和宏伟计划的吸引力等因素所驱使。同样,个人投资者也被其他因素影响,比如自我怀疑、悲观、自责、嫉妒和良心的责备等。个人投资者的行为也并不是出于高尚的动机。在下面几节中,我们将总结这些行为特征和模式并作进一步阐述。

透视行为金融学

在过去的几十年里,许多经济学家开始在心理学领域探索,以提高他

们对个人投资者的投资倾向、决策过程、情感波动等问题的认识,以及这些力量是如何影响投资者行为和金融市场的。这些行为金融学的研究者通过描述人类根深蒂固的本能和反应在多大程度上可以导致个人投资者(包括许多专业投资者)的行为经常表现为错误的、不协调的和不理智的,已经改善了主流经济学的严格理性决策和有效市场模型。

通过设定行为金融学的假设和理想状态,投资者能够:(1)认识和预测个人投资者在金融领域犯错误的原因及其影响,从而避免付出昂贵的代价;(2)意识到人类的金融信息系统是不可靠的以及个人投资者依赖本能的程度;(3)评估哪些类型的力量可以导致泡沫的产生、破产、市场失去流动性、市场受到巨大冲击或市场价格在出乎意料的极端水平波动(产生投资收益概率分布中所谓的“肥尾”)。

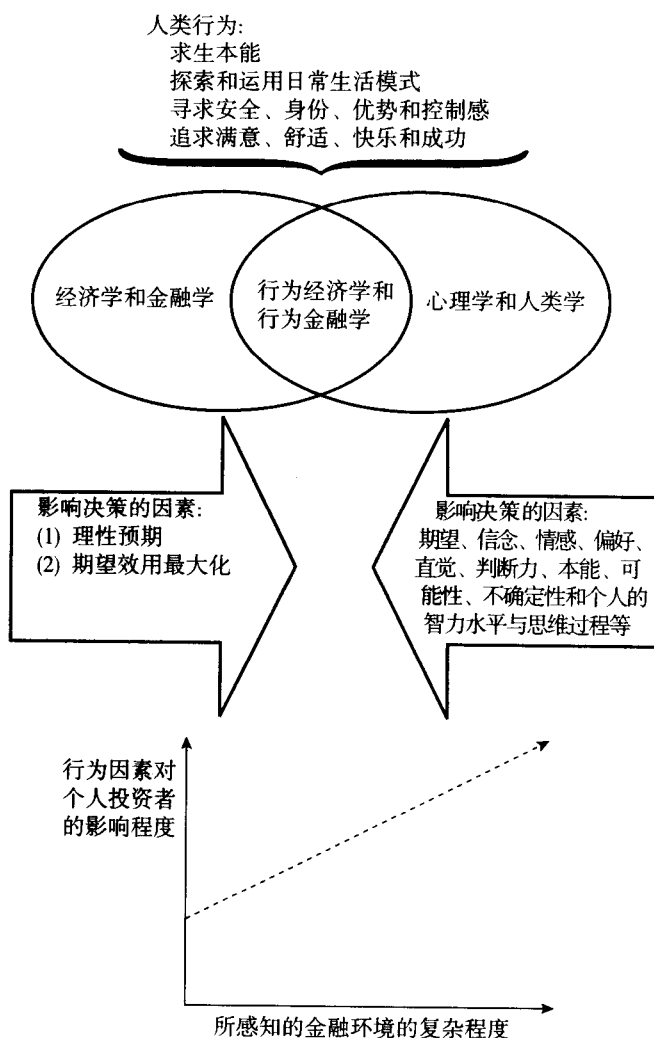
图 5.10 列示了行为金融学和行为经济学的研究。

图 5.10 的上面部分说明了行为经济学和行为金融学是经济学和金融学领域与心理学和人类学领域的交叉学科。图 5.10 的中间部分说明了根据经济学和金融学理论所作的决策容易被下列因素影响:(1)理性预期;(2)期望效用最大化。理性预期是由罗伯特·卢卡斯(Robert Lucas)发展起来的数学理论,他是 1995 年诺贝尔经济学奖的得主,他的理论说明了经济行为人根据自身利益最大化的原则行事,并将他们得到的那些可以影响市场的重要信息,例如政府公布的经济政策等,用最好的方式组合起来。期望效用最大化说明了经济行为人从其经济活动中寻求获得最大的满意水平。

由于决策是根据心理学和人类学理论作出的,所以行为经济学和行为金融学受到以下因素的影响:期望、信念、情感、偏好、直觉、判断力、本能、可能性、不确定性和个人的智力情况等。一些行为金融学专家假设这些行为因素对个人投资者的影响程度随着所感知的金融环境的复杂程度的加剧而增大。图 5.10 的下面部分显示了这种似近关系。

虽然所有类型的投资者大部分时候的行为通常是理性的并可以合理预见的,但要全面描绘投资者行为的全貌还必须同时考虑他们的潜在偏好和非理性倾向。一些投资者比其他人更容易在金融领域犯错误,他们的许多弱点是细微的、不易察觉的,甚至是违反直觉的。由于受根深蒂固的作为或不作为的自身性情所致,或受自身悲观或乐观的天性驱使,相当

图 5.10 个人投资者的若干行为特征和模式



资料来源：作者。

一部分投资者在意识到他们无意识的错误以后仍然坚持原来有缺陷的策略。从更深意义上讲,这些特点是人类求生本能的一种返祖现象,即他们探索和运用日常生活模式,寻求安全、身份、优势和控制感,追求满意、舒适、快乐和成功。通过能意识到具体的行为特征和模式,以及它们发生的条件类型,投资者可以更好地了解投资活动以避免犯错误。这些行为特

征和模式将在下一节详细讨论。

个人投资者的行为特征和模式

投资者行为的概念在不断地发展,吸引了经济学家、心理学家、投资战略家和投资者本身将注意力不断地集中到这个领域。个人投资者的行为特征和模式表现为:(1)应该包括在本章前部分讲述的以及图 5.7 所示的个人投资者行为的所有方面,但并不全面;(2)与第 3 章中论述的风险概念密切相关;(3)在许多情况下彼此紧密关联,然而相互间存在着虽然很小但非常重要的区别;(4)也同样适用于专业投资机构,它们也具有个人投资者的特点。

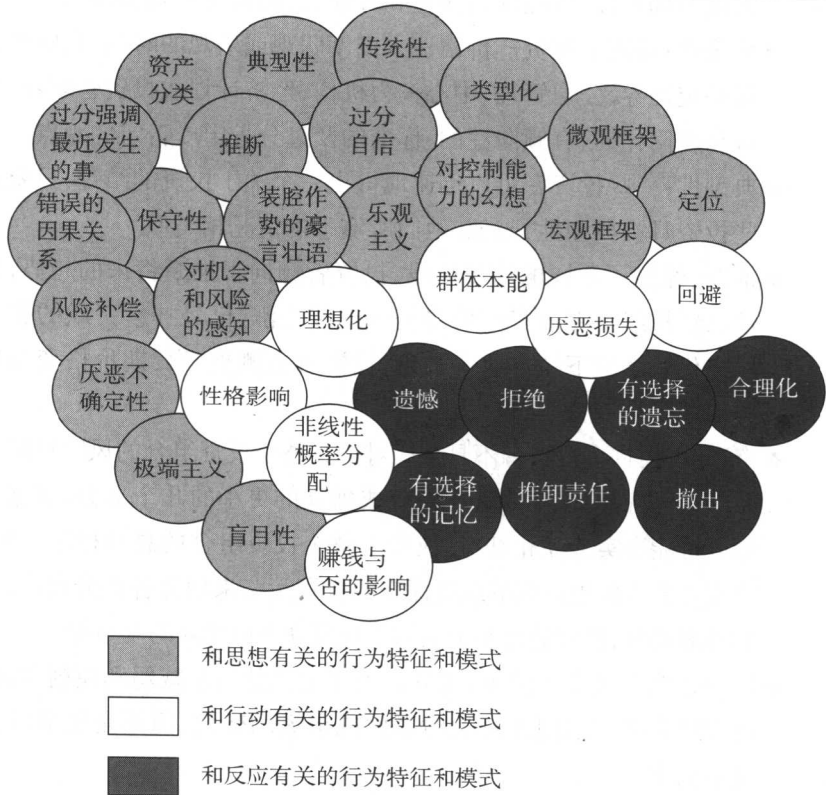
总体来说,个人投资者的行为特征和模式可以根据它们对投资者的思想、行动和反应的干预和影响而划分成三部分。一些常见的特征在图 5.11 中列出,它们组合在一起可以表现人类思维的内在联系和复杂性。

思想

投资者通过一系列有意识和无意识的判断、信念及倾向性来达到资产配置、具体的投资目标以及金融市场的整个前景。这些偏好、厌恶、特质、倾向性和成见简短地描述如下:

- 过分自信:许多投资者有过高估计他们的投资智慧的倾向,对于他们预见的准确性、未来产出的价值估计以及他们决策的可靠性和是否有价值,都过分自信。
- 装腔作势的豪言壮语:投资者在资产配置和投资选择领域中过高估计自己的技能,并倾向于牢牢记住并不时强调他们自己的任何投资成功的案例,并将失败归因于他人或坏运气。另一个说明这种情况的词是自信偏见。
- 乐观主义:投资者的重要特征是用乐观的眼光来看待金融市场,不恰当地扩大自己的能力、取得好的投资结果的可能性和对自己命运的控制程度。同时,他们不考虑不成功的可能性和投资结果的不确定程度。
- 对控制能力的幻想:投资者经常在一种误导下进入金融市场,即如果他们尽力去控制,事情将发生反转。在某种程度上,这种对控制能力的幻想会导致投资者承担原本会拒绝承受的风险。坚持对一

图 5.11 个人投资者的若干行为特征和模式



资料来源：作者。

个公司、行业、地区或国家的投资将导致投资者进行无经济可行性的投资活动。

- 宏观框架: 宏观框架是指描述投资选择或投资问题的方式会影响投资者的决策过程。
- 微观框架: 一些投资者允许一些很细小的问题(比如单个投资的价格表现或不恰当的价格表现)或者他们的财务状况的不断变化来显著影响他们大致的投资想法。
- 定位: 许多投资者不恰当地将自己作出买卖决策的目标点或参考点定位为某一资产的一个特定价格或一个确定的价格范围。
- 类型化: 由于习惯、行为急躁、图方便或者思维惯性的原因, 许多投

投资者仅仅考虑他们熟悉的那一类有价证券、资产类别、投资策略或金融市场条件,这经常是快速和方便的,但有时却是错误的。

- 传统性:特别是在资产价格让人极度悲观或乐观的时候,投资者会对特定证券、公司管理、中心权力机构、经济计划或投资管理者,持有高度简化的、有倾向性的、标准的及过分肯定或否定的观点。
- 典型性:一些投资者可以迅速地得出一个关于投资的结论,只要这些投资具有典型性,与他/她们所熟悉的情况相类似。
- 推断:经过了不同的历史阶段,投资者倾向于推断将来的趋势,相信已经持续上涨的资产价格仍将继续上涨,已经持续下跌的资产价格仍将继续下跌。通常来讲,投资者更侧重于长期价格变动趋势而不是短期变动。
- 资产分类:许多投资者不是全局对待其整个投资组合的风险报酬关系,而是将他们管理的资产划分成独立的更小的几个部分,而这几部分可能事实上互相冲突,或者与整个投资组合的总目标不一致。投资者会采取更进取的或更保守的投资策略来划分各部分资产,比如养老基金、教育储蓄基金或为了成家立业而建立的基金等。
- 过分强调最近发生的事:部分是由于记忆的逐渐减弱和模糊性,投资者经常强调刚刚才发生的事件或市场的变化,而不是更早以前发生的事。
- 错误的因果关系:投资者有时用因果关系将下面两件事联系在一起:(1)特殊事件和环境;(2)价格的波动,而事实上它们是没有联系的。
- 保守性:在考虑了一系列因素以后,投资者倾向于坚持他们自己的观点,许多时候甚至当他们面对相反的事实的时候亦是如此。
- 盲目性:投资者会严格坚守固定的理论或行为,以致在面对资产基本面、估值,或心理/技术/流动性等方面发生的重大变化时几乎视而不见。
- 对机会和风险的感知:许多投资者似乎更喜欢具有确定收益的投资机会,即使会降低本来可以获取的更高收益。一些投资者也将投资机会中的风险程度看作是独立的,而不考虑将来投资机会可能的风险报酬关系。

- **风险补偿**:当投资者开始认为有风险的投资活动并不像实际上那样危险时,他们会有意无意地扩大其投资行为中的风险,这事实上增加了而不是减少了总的风险。有时投资者涉足高风险投资领域是为了寻求对从前损失的补偿。
- **厌恶不确定性**:投资者有时回避模糊的或高度不确定性的投资机会,而倾向于那些他们感觉更熟悉、更清晰、更容易理解的投资。意识到反复猜测,担忧和事后弥补有时会带来不可量化的高昂成本,一些投资者更喜欢方便和简单的资产配置方法。
- **极端主义**:一旦超越了适度和理智的界限,许多投资者会将似非而是的事当成不可能的,同时把似是而非的事当成确定的。

行动

投资者在他们的资产配置和投资活动中可以运用各种战略和战术。他们在这样做时,会表现出几种不能轻易看出但又确可辨别的投资行为模式,以下是简单的说明:

- **群体本能**:相当一部分投资者的投资活动倾向于追随大众观点和舆论。这种群体行为对于投资者而言,在获得成功的时候可以得到强化,在失败的时候可以提供一些安慰。一些投资者更关注在一个群体中的相对表现,而不是群体外的绝对表现。
- **厌恶损失**:由于投资者倾向于对损失感受到的痛苦大于对同等数量的收益感受到的喜悦,因此投资者对面对损失或经受损失有一种本能的厌恶。这导致许多投资者在面对下跌的价格时十分恐惧。在行动上,许多投资者更愿意关注并采取行动来避免损失而不是获取收益。
- **回避**:投资者因为许多原因会不适当地拖延行动,比如惯性、优柔寡断、没有能力或者不愿意去解决和面对问题。
- **理想化**:特别是在市场乐观的时候,投资者会过于相信和看重多元化的资产类别和子类别、投资地区、货币、投资方式、投资管理者、特定公司和/或公司管理者、投资评论员、监管者和权力机构。
- **非线性概率分配**:也许和前面所述的极端主义想法相反,一些投资者明显高估了低概率结果的可能性,而明显低估了高概率结果的可能性。

- **性格影响**:投资者更倾向于处理那些相对于原始买入价已经增值的资产,而不是卖掉那些价格低于原始买入价的资产。这种行为与“卖掉亏损的股票,并继续持有赚钱的股票,让它继续上涨”这条获取长期投资成功的经典格言相反。
- **赚钱与否的影响**:投资者可以将资产的原始买入价格设置为参考点,他们通常不关注资产价格下跌但仍然在原始买入价格之上的损失,但对于价格非常接近或已经在原始买入价格之下的同样大小的损失则很紧张。换句话说,因为投资者仍然可以对自己和他人说他们的投资依然赚钱,所以他们更愿意接受这样的损失,即实际上是从原先赚的钱中损失的,而他们赚的钱已经远远超过原始成本了。

反应

回顾投资者行为的结果和含义,投资者经常在兴奋和失望之间大喜大悲。综观历史纪录,一个始终存在的主题是有关内心世界的,即人类任何经历和遭遇都是他们思想和行动的结果。一些影响投资者悲伤和欢乐的因素描述如下:

- **遗憾**:投资者对他们的行动(有时称作犯错)产生的不满意结果会感到遗憾;同样,投资者对他们没有采取行动(有时称作疏忽)而错过了满意的结果也会感到遗憾。更多时候,相对于没有行动(疏忽)来说,投资者会为他们行动(犯错)感到更伤心。
- **拒绝**:因为投资者不喜欢承认或面对他们的错误,他们会拒绝或排斥那些导致他们回想起他们曾经的错误行为和想法的信息。
- **有选择的遗忘**:在回顾过去时,许多投资者倾向于夸大和修饰他们的预测能力,对于那些已经证明发生的事件,他们会提高他们成功的预测再次被回忆起来的可能性,对于那些证明没有发生的事件,他们会降低他们失败的预测事后再被提及的可能性。
- **合理化**:投资者不是为他们自己的行为寻找原因,而是试图广泛寻找那些使他们采取导致失败结果的行为的看似有理的借口。
- **有选择的记忆**:一些投资者倾向于仅仅回忆那些肯定和或否定原来条件、事件、环境的因素,以与他们现在对过去事件的理解保持一致。

- 推卸责任: 无论是否犯错误, 投资者都会把作出错误的或不赚钱的资产配置和投资策略决定的责任归因于其他人, 他们广泛搜索最近的可以谴责的对象, 比如投资建议者, 更远的比如大众媒体中的金融评论家。
- 撤出: 不满意的金融结果将导致一部分投资者产生远离或者撤出市场的强烈反应, 因为他们决定再也不进行这项活动了, 这项活动的结果实在不能忍受。

知道了投资者的有关思想、行动和反应的行为特征和模式, 将有助于投资者了解在资产配置和投资活动中他们潜在的偏见、倾向性和人类的缺点。同时, 投资者了解以下因素也是十分重要的: (1) 投资经常充满着不确定性和明显的不成功的可能性; (2) 尤其对于没有经验的投资者来说, 评估概率、预测结果和精确预测这些结果对金融的影响都是非常困难的; (3) 当然, 犯错误是难以避免的, 但具有自知之明并具备扎实、灵活、广泛的知识结构是能够帮助投资者作出正确决定的两个有力因素。

有关行为金融学的信息资源

大量的书籍、专门研究、期刊、学者和机构都可以提供有关行为金融学和行为经济学的有用信息。其中相关的书包括: (1) *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, 编者: Amos Tversky, Daniel Kahneman, Paul Slovic; (2) *Advances in Behavioral Finance*, 编者: Richard H. Thaler; (3) *The Winner's Curse*, 作者: Richard H. Thaler; (4) *Happiness and Economics: How the Economy and Institutions Affect Human Well-Being*, 作者: Bruno S. Frey, Alois Stutzer; (5) *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life*, 作者: Nassim Taleb。

在大量的专门研究中可以找到对影响个人投资者心理因素、承担风险的资产配置模式等的宏观因素的实证研究, 其中大部分随着时代的前进在不断地修正。这类研究报告包括: (1) *The Future of Money Management in America*, 作者单位: Sanford C. Bernstein & Company, 2000年后并入联合资产管理公司; (2) *AIMR Conference Proceedings on Investment Counseling for Private Clients*, 发行于1998年11月; (3) *Household Sector Focus*, 由瑞士信贷第一波士顿美国经济学研究小组定期公布; (4) *World Wealth Report*, 由

Gemini 顾问公司与美林合作每年公布一次。

能够查找到有关行为金融学和行为经济学的专门调查和研究报告的各种期刊列于表 5.2。

表 5.3 列出了行为金融学和行为经济学领域的有代表性的学者。

表 5.2 有关行为金融学和行为经济学的期刊

期 刊	网 址
<i>Cognitive Psychology</i>	academicpress.com
<i>Journal of Economic Behavior and Organization</i>	elsevier.nl
<i>Journal of Economic Perspectives</i>	aeaweb.org/jep
<i>Journal of Financial Engineering</i>	iafe.org/journal
<i>Journal of Psychology and Financial Markets</i>	psychologyandmarkets.org
<i>Journal of Risk and Uncertainty</i>	kluweronline.com
<i>Quarterly Journal of Economics</i>	mitpress.mit.edu

资料来源：作者。

表 5.3 有关行为金融学和行为经济学的代表性学者

学 者	学者单位	网 址
Shlomo Benartzi	University of California at Los Angeles	anderson.ucla.edu
Nicholas C. Barberis	University of Chicago Graduate School of Business	gsb.uchicago.edu
Gary S. Becker	University of Chicago	www.spc.unchicago.edu/users/gsbl
Stephen J. Brown	New York University Stern School of Business	stern.nyu.edu
Simon Gervais	The Wharton School of the University of Pennsylvania	finance.wharton.upenn.edu
William N. Goetzmann	Yale School of Management	mba.yale.edu
Roger G. Ibbotson	Yale School of Management	mba.yale.edu
Daniel Kahneman	Princeton University	princeton.edu
Josef Lakonishok	University of Illinois	uic.edu
Terrance Odean	University of California at Berkeley	faculty.haas.berkeley.edu
William R. Reichenstein	Baylor University	hsb.baylor.edu
Hersh Shefrin	Santa Clara University	lsb.scu.edu
Robert J. Shiller	Yale University	econ.yale.edu

(续表)

学 者	学者单位	网 址
Jeremy J. Siegel	The Wharton School of the University of Pennsylvania	finance. wharton. u-penn. edu
Paul Slovic	University of Oregon	uoregon. edu
Meir Statman	Santa Clara University	lsb. scu. edu
Lawrence H. Summers	Harvard University	harvard. edu
Richard Thaler	University of Chicago Graduate School of Business	gsb. uchicago. edu
Amos Tversky	Stanford University	stanford. edu
Richard J. Zeckhauser	Harvard University J. F. Kennedy School of Government	ksg. harvard. edu

资料来源：作者。

投资者可以通过表 5.3 列出的网站找到这些学者编辑的书、论文、专著和其他作品。

一些在行为金融学和行为经济学领域进行研究和顾问咨询的组织和企业列于表 5.4。

表 5.4 有关行为金融学和行为经济学的组织

组 织	地 点	网 址
Decision Ressearch	Eugene. OR	decisionresearch. org
Financial Psychology Corporation	Sonome. CA	finpsych. com
National Association of Personal Financial Advisors	Buffalo Grove, IL	napfa. org
National Bureau of Economic Research	Cambridge, MA	nber. com
Psychology of Money Consultants	Los Angeles, CA	psychologyofmoney. com
Spectrem Group	Chicago. IL	spectrem. com

资料来源：作者。

在表 5.4 中列出的组织通常在学术组织的最新思想和金融组织的调查之间起到了有用的桥梁作用。

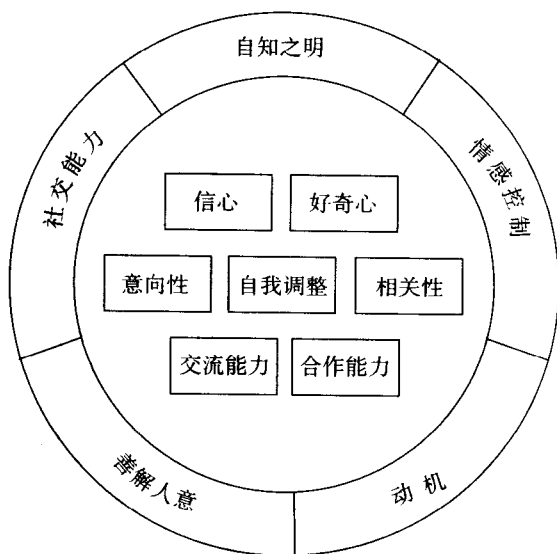
在资产配置和投资中的情商

在 1994 年,心理学家兼记者丹尼尔·戈尔曼(Daniel Goleman)写了一本畅销书:《情商》,后来又写了一本《用情商来工作》,其中有一部分谈到

个人在资产配置和投资领域如何获取成功。作者总结为:情商是一种善解人意、擅于判断和联系、变得讨人喜欢和拥有其他一些使人变得完整和成功的情感的能力。情商意味着可以:(1)控制情绪的起伏波动;(2)理解他人内心的感觉;(3)圆滑地处理各种关系,就像亚里士多德所说的那样,这是一种宝贵的技艺,即“把握恰当的分寸,在合适的时间、为了正确的目的、以合适的方式,向恰当的人发表意见”,这是很难的,有一些投资者完全错误地处理了它。

拥有一些情商的投资者可以识别并减少直觉推理的错误,通过理解和联系自身的情况来感觉金融环境的运行特征和方式,并对其他投资者在投资市场的活动有所感觉。《情商》这本书描述了一些基本的情商和情商因素,见图 5.12。

图 5.12 基本的情商和情商因素



一些基本的情商总结如下：

- 自知之明:投资者能够自我了解自身感觉,并运用自己的本能感觉来作出满意的决定。
- 情感控制:控制冲动、抚平忧虑、适当地有些脾气。

- 动机:在面对挫折时要保持和补充热情、恒心和乐观。
- 善解人意:理解他人和自身的内心感觉并有所反应。
- 社交能力:把握他人的情绪反应,圆滑地活动,有效地处理各种关系。

一些情商因素总结如下:

- 信心:控制和掌握投资者自身、行为和世界的感觉;感到他们行动成功的可能性比不可能性要大,而且他人在这一过程中会提供帮助。
- 好奇心:不断探求肯定会带来成功的那种感觉。
- 意向性:希望拥有影响力,并不断坚持去做。意向性就是拥有能力,可以发挥影响的感觉。
- 自我调整:根据投资者不同的年龄调整和控制投资行为的能力,一种内部控制的感觉。
- 相关性:在被理解和理解他人的基础上与他人合作的能力。
- 交流能力:与他人口头交换观点、感觉和观念的意愿和能力。这与对他人的信任感和与人打交道的积极感觉有关。
- 合作能力:在集体活动中平衡个人需要和他人需要的能力。

第四部分

资产类别的特征

第 6 章

区分资产类别的特性

概 述

资产配置中的一个最基本技巧就是去了解每种资产类别的内在特性,特定资产类别应该在什么时候和什么环境中受到重视或被忽略,以及各种资产如何在一个投资组合中达到最佳效果。在讨论了资本资产,可消费或可交易资产以及价值储存资产之间的差异之后,本章将要介绍的是几种评估资产类别和资产管理者的方法。这些评价标准主要研究的因素包括收益、风险和相关性,以及其他基本评估、经营、技术和心理方面的考虑。

本章随后分析每类资产的重要参与者的作用和影响,包括资本的供应者,中介机构和资本使用者。其后对主要资产类别和资产子类别进行全面的分析,引出对投资和风险的理性思考以及对于股票、固定收益债券、另类资产和现金投资工具种类中的 16 类资产的相关考虑。接着我们讨论在资本市场循环周期各个阶段的适当的资产类别的比重,然后分析几种资产,这几种资产在一定情况下可能会像其他资产一样表现。在本章结尾我们分析一系列的资产配置和资产保全的策略,投资者可在不同金融、经济和系统压力下灵活运用这些策略。

资产大类

资产“asset”这个词起源于“asez”这个词,后者是 16 世纪盎格鲁-法国及古代法国术语,意思是“足够”,并延伸为有用及美好的东西、物品所有权或者具有交换价值或可被折算成货币的性质。大部分有形资产及金融

资产可以归类为三种大类:资本资产,可消费或可交易资产,以及价值储存资产,如表 6.1 所示。

表 6.1 资产大类

资产大类	代表性例子	定价的决定因素
资本资产	股票 固定收益证券 房地产	定价主要由当前的及预期的股利、利息和最终价值支付的现金流的资本化所决定
可消费或可交易资产	能源产品 谷物与软商品 基金属 牲畜	定价主要由供求关系的作用所决定
价值储存资产	艺术品和古董 货币 珠宝 贵金属	定价主要由投资者心理与偏好所决定

资料来源:作者及《到底什么才是资产?》(罗伯特·J. 格瑞尔著,发表于《投资组合管理杂志》,1997 年冬季刊)。

资本资产,例如公开上市交易及私人持有的股票、固定收益证券以及房地产,主要由当前的及预期的股利、利息和最终价值的支付而形成的现金流的资本化而获得长期价值。根据类似的定价方法,有些经济学家把单个人的潜在终身获取收入的力量划分为一种被称作人力资本的资本。

可消费或可交易资产,包括能源产品、谷物与其他种类的软商品、基金属以及牲畜,主要是通过典型的市场供求关系来定价的,而反过来供求关系也受到资产的内在价值或者其在生产或消费中的价值的影响。

价值储存资产,包括艺术品和古董、货币、珠宝、贵金属以及其他有价值的物品,价值的增加主要是通过投资者心理与偏好,或者是购买者在某一特定时点上愿意为资产而支付的价格。

有些资产,例如耐用消费品和居民家庭持有的非公司型企业(以个人业主或合伙制企业股权形式存在)的股份,可能不能清晰地并入这些资产大类。其他资产,例如黄金、未开发土地以及各种形式的房地产,则可能会与一个以上的资产大类相重叠。通过了解每种资产分类方法中基本价值驱动因素之间的区别以及市场偶尔将资产错误分类(例如,有时市场状

况将股票看作是可消费资产,有时也将其作为价值储存资产)的倾向能有助于投资者建立一个战略性资产配置框架,来执行战术性资产配置决策并选择具体的投资方式。

评估资产类别

就许多方面而言,资产配置就像投资过程中的建筑和设计过程,建筑师(投资者)出于对建设场地、流行品位和常规、成本、安全性及其他因素(例如金融市场前景和投资者偏好)的考虑来挑选各种各样的建筑材料(资产类别)。就像建筑师可能会根据木料、石材、瓷砖、钢材、铝材、玻璃和其他建筑材料的内在品质,以及它们将怎样结合起来以达到重要的设计和工程学目标而选择特定材料一样,投资者可能会根据资产的具体特征以及这些特征的最佳因素单独运用和/或结合运用时会出现什么样的结果来选择某种资产类别。

投资者根据以下因素来评估各种资产类别:(1)在正常环境以及诸如通货膨胀或通货紧缩之类极端的经济和金融条件下,预期资产的价值可能会如何变化以及可能会有怎样的收益;(2)与该资产相关的各种形式的风险以及损失的概率;(3)这种资产对整个投资组合的风险和收益有什么影响,以及在投资组合中如何影响其他资产并如何受其他资产的影响;(4)这种资产何时以及在什么条件下可能会产生异常表现。表 6.2 提供了许多评价各种资产类别的标准。

这些评估各种资产类别的标准有:(1)对该种资产的有效程度及其对外部和内部因素的反应和敏感程度的总体考虑;(2)基本特性和内在金融及非金融特征;(3)投资者心理影响这种资产的程度;(4)历史及预期收益模式;(5)风险评估和潜在风险控制机制;(6)在各种时期以及不同市场状况下与其他资产类别的相关性;(7)评价方法和范围;(8)投资者获取 α (该种资产的超额收益)的潜力;(9)与投资于这种资产有关的操作和技术因素。

为了方便及获取特别专业技能和成本有效性,许多投资者可能会决定聘请资产管理人。对于诸如股票、固定收益证券和现金工具等资产类别,投资者可能会通过开放式和封闭式共同基金、单位信托和个人账户资产管理人接触到全职资产管理人。对于许多另类资产类别,例如美国及

表 6.2 评估资产类别的标准

总体考虑	基本特性	心理因素
●对高通货膨胀、适度通货膨胀、价格稳定、反通货膨胀以及严重通货紧缩时期的反应程度 ●对短期、长期经济因素的敏感程度 ●获取基本信息与最新信息的方式和难度 ●用以分析的概念、工具和模型的可获得性 ●简单性及易了解的程度 ●作为一种资产类别的大小、区分性和可确认性 ●资产类别子类别与投资选择的范围、多样性和完整性 ●投资组合再平衡活动的容易程度和作用	●流动性、市场有效性、方便与否、透明度、正常投资数量和可分割性 ●税收状况和税收有效性 ●国际影响力和资产的形式 ●与其他资产类别的相似性 ●潜在收益与潜在损失的大小 ●与其他资产类别相结合的一贯性和有效性 ●保守参与、适度参与和积极参与的形式 ●数据质量、时间长短以及潜在的数据偏差 ●相关衍生生物市场的存在与深度	●反向策略的可获得性及潜在好处 ●对外来冲击、内部危机、供求不平衡以及所有权分配转移的反应路径和模式 ●表示资产可能还在进入或从市场压力中脱离的信号准确性 ●极端估价过高/过低的投资者敏感性及前兆 ●投资者情绪转变所需的时间和条件 ●发股公司及投资者所占股权、总流量以及净流量概况
收益	风险	相关性
●收益的形式、相对重要性和可预测性 ●在一定时期内的复利收益率 ●收益的正常与非正常模式 ●买入并持有与买入再卖出策略的可操作性 ●收益的可预测性 ●历史的及预期的名义收益及实际收益 ●收益的周期性和长期模式 ●对收益的主要影响 ●增加收益的工具和策略的范围	●历史的和预期的风险溢价相对于无风险资产变化的大小和程度 ●各种类型的金融市场环境下收益的标准差 ●承受风险的形式和程度 ●实际的与隐含的波动性水平 ●风险特征的稳定程度 ●全球市场环境下的 β 或系统风险 ●收益对利率变化的敏感程度 ●减少风险的工具和策略的范围	●资产类别内部和之间的分散化特征(例如低或负相关性) ●收益相对于其他资产类别收益的独立性程度 ●在各种投资组合时间跨度内,月度、季度、年度及多年收益的相关的一致性 ●在各种金融环境下对相关性的影响 ●与其他资产类别明显的及隐含的关联 ●降低相关性的工具和策略的范围
估价	产生 α 的潜力	操作/技术因素
●估价投入的范围和有效性 ●估价方法的频率和可靠性 ●内在价值的评测 ●基于交易、评估或流动性而定价的合适性 ●历史的及预期的估价的范围 ●估价标准演变的形式和程度 ●创造和毁灭价值的关键驱动因素	●产生超额收益的策略性及战术性策略的可获得性和有效性 ●中介机构的作用、费用和结果的公布 ●消极投资(运用基准指数)、自行积极投资或通过中介机构积极投资的方法和困难程度 ●获得并保持业绩合理增长的方法 ●发现并利用错误定价和市场异常情况的机会	●交易、清算、持有及报告的成本 ●对冲、杠杆及卖空活动的形式和频率 ●基准指数的充足性、代表性以及可投资性 ●基于互联网的研究和交易资源的范围和获取渠道 ●资产与预期名义和实际债券相配比并满足后者的潜在能力

资料来源:作者。

表 6.3 评估资产管理人的标准

总体考虑	投资理念及方法	资源利用
●有显性的及隐性的指导原则来培育道德合理的投资行为并去解决冲突 ●在其管理下的当前与未来资产数量要与目标市场和仓位的大小相对应 ●竞争性优势的来源、程度、关联性及其可持续能力 ●资产管理的经验、能力与可靠程度;投资工具的结构以及冲突解决程序 ●在决定重要投资项目的流向时候的稳健程度 ●理念和实际处理的一致程度 ●该资产管理人最低和/或最高可托付投资额度	●投资理念的定义、提出、易懂性、可行性以及实际运用 ●资产管理人的资本参与自己的投资工具中的比例以及绝对数量 ●投资分辨、排名、选择以及再平衡过程的透明度与绩效 ●专注的程度、纪律以及方法的多样性 ●与其他投资项目和策略的互补性 ●决策活动的形式和记账过程 ●挑选方法来对投资者不同目标与指令作出反应的潜力	●定性与定量投入、建模、研究、情景分析及敏感程度分析的资源、演化和优缺点 ●专业员工及支持性员工的面试、雇用、培训、评价、薪酬与培养方法 ●组织设计、文化、士气、精神面貌、适应性以及长期模式
投资业绩	风险管理	相关性
●先前的投资业绩记录以及巨亏巨盈的原因 ●是否遵守有关监管机构的审计与报告准则 ●对各种投资者所要求的投资收益一律一视同仁 ●定价、来源、交易手法以及评估方法 ●用来比较业绩成果的基准,以及相对于基准的追踪程度 ●获取 α (超额收益) 的潜力以及实际手段 ●在各种环境下收益是否持续	●发现、监控、对冲以及分散风险的机制和程序 ●投资业绩的可变性程度与模式 ●对风险的集聚有具体的限制 ●最大抽资额,抽资的月份数,以及在各种情况下恢复所需的月份数 ●上升趋势和向下趋势的获利比率 ●对杠杆效应、卖空以及金融衍生物的运用 ●预测及防备不利情况的措施	●与其他类似资产管理人、资产基准以及其他资产类别收益的相关性的绝对数量与程度 ●在不同时期内以及在不同经济与金融环境下收益行为与其他资产以及资产管理人的收益行为相比较 ●作为一个投资组合平衡及多元化代理人的资产管理人风格的有效性
手续费及费用	税负方面的考虑	操作/技术因素
●资产管理费用结构以及协调资产管理人与投资者利益的方法 ●起始和递延销售手续费、营销费用、互换费用以及赎回费用 ●集合程序、最低可接受费率、高水位结构、折扣突破点以及费用可协商程度 ●能以免费的形式监督“价值低于正常水平”的资产 ●在组合型基金中多层收费安排的形式与数量	●法律地位(例如合伙制企业、共同基金、有限责任公司或单独管理的账户) ●对投资额的影响以及投资额水平 ●税负与收益实现的效率 ●有能力制定投资策略以考虑投资组合以外或其他资产类别收益的大涨大跌 ●关心止损技术、资本收益、利息以及股利流量、清洗销售(虚卖)规定、投资组合交易量、税务报表的制作、向慈善事业捐款以及外汇基金策略和递延税款方面的考虑	●合同文件的形式与易懂性、报价备忘录、向税务机关以及监管机构报告、投资者报告 ●资本流动性、锁定、托管与撤回条款 ●与现有及潜在投资者互动的形式、频率次数以及内容 ●与投资者的接触、对管理决策的贡献与控制程度 ●与投资管理人有关系的过去及当前法律诉讼、官方机构的调查、仲裁记录以及法庭判决的情况 ●投保的种类与额度

资料来源:作者。

非美国境内房地产、商品、私募股权、风险资本以及诸如对冲基金之类的投资策略,投资者可能会通过各种在岸和离岸合伙制企业与其他组织形式来接触到资产管理专业人才。为帮助投资者确定与具体公司及其经营策略有关的风险的大小,以及未来业绩能否与其显示的结果相匹配,我们在表 6.3 中列举了一些评测资产管理人业绩的标准。

评测资产管理人业绩的标准包括:(1)对该资产管理人掌握资产的大小、历史、经历和修养的总体考虑;(2)资产管理人的投资理念和在资产管理活动中所运用的方法;(3)利用内外部资源的本质、力度和深度;(4)投资业绩的来源、一贯性和量化;(5)资产管理人如何预料并处理危机;(6)资产管理人的业绩与管理同类资产和其他种类资产的同行们相关的程度;(7)与聘用资产管理人有关的形式、水平、激励措施以及费用计算方法;(8)资产管理人对税收的敏感程度和获取税后与税前收益的能力;(9)与该资产管理人打交道所涉及的操作和技术因素。

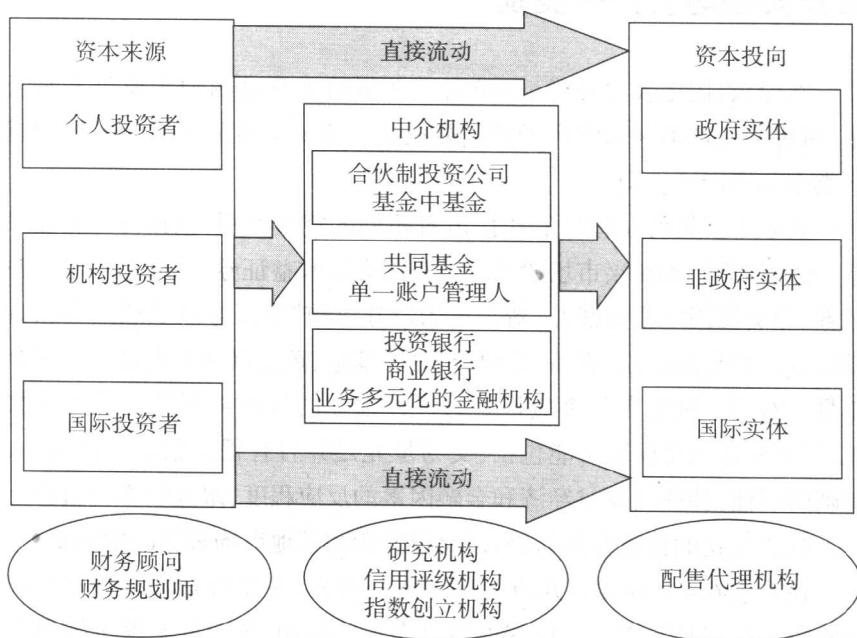
各种资产的参与者

在大多数资产类别中,有一些类型的投资者可以直接或通过中介机构来投入资本以达到某种投资目标。在分析一种资产类别前景的时候,应该注意供应者、中间人以及投资资本的使用人的特定职能、他们之间的关系及对相互的影响,这些联系在图 6.1 中有详尽说明。

将资本投入到任何特定资产类别的投资者列示于图 6.1 的左栏,大致可分为个人投资者、机构投资者和国际投资者。这些投资者的长期或短期进入或退出都可能会导致这种特定资产类别的估价和投资收益发生巨大变化。资本的最终投向列示于图 6.1 的右栏,可大致分为政府实体、非政府实体以及国际实体。对于股票、固定收益证券、现金工具以及许多形式的私人股权和风险资本之类的资本资产,这些资本投向的实体常常是证券发行者。对于可消费或可交易资产以及如商品(期货)、房地产、艺术品、货币或者贵金属之类的价值储存资产,这些资本投向实体常常就是这些资产本身。重要资本投向在一种资产类别中的进入或退出都会对该特定资产类别的估价和投资收益产生深远影响。

图 6.1 的中间部分列示的是几种可能从资本供应者那里获取资金并

图 6.1 资产类别的典型参与者



资料来源：作者。

将其投资于证券发行方的证券或直接投资于某些资产的中介机构。这些中介机构包括：(1)合伙制投资公司（例如对冲基金或私募股权、房地产、风险资本或商品合作投资企业）以及为将资产多元化并能接触到精英资产管理人而设立的基金中基金；(2)封闭式和开放式共同基金以及单一账户管理人；(3)诸如投资银行、商业银行和业务多元化的金融机构之类的金融机构。这些主要中介机构进入或退出某种资产都能对该资产定价和投资收益产生重大的影响。

图 6.1 下面的部分则是特定资产类别投资过程的部分重要投资主体。这些参与者包括：(1)财务顾问和财务规划师，他/她们通常帮助投资者挑选资本投向和中介机构；(2)研究机构、信用评级机构以及基准指数创立机构，它们帮助资本供应者来评估、评测各种资产的业绩表现；(3)配售代理机构，它们帮助中介机构和/或资本投向实体筹措投资资本。这些主体中任何一个的观点、重点或评估活动的转变都能对资本进入或退出某些资产类别产生显著的影响，从而严重影响这些资产的估价和投资收益。

资产类别与资产子类别

在股票、固定收益证券、另类资产和货币工具这四种主要资产种类中,有许多资产类别和资产子类别能投资。表 6.4 列示了许多这样的资产类别和资产子类别。

表 6.4 在灰色方框中介绍了 16 种不同的资产类别,包括:(1)美国股票、非美国股票和新兴市场股票;(2)美国固定收益证券、高回报固定收益证券、非美国固定收益证券、新兴市场债券、可转换证券以及通货膨胀调整证券;(3)私募股权、商品、房地产、对冲基金、黄金以及艺术品;(4)现金工具。对于一种资产是否应该划为一种独立的资产类别还没有达成共识,但有些概念性原则可能包括:交易量充足并且有很大数量发行在外,清晰的职能,特征以及对经济和金融因素的反应程度,跟踪资本价值和所产生收益变化的指数存在与否,以及投资者和其他市场参与者的预期。

在看表 6.4 的时候有几点值得注意。首先,并非所有的有形资产和金融资产类别及资产子类别都被列出来了。例如,人力资本就不被列为一种资产,而且表中也没有将艺术品及其他资产类别中的重要资产子类别列举出来。其次,有些资本市场参与者可能会更愿意将可转换证券列为一种股票以及将通货膨胀指数化证券作为一种类似现金的资产。第三,表 6.4 中列为资产子类别的一些资产由于它们的大小、投资者基础、各自独特的收益模式、标准差以及相关性,可被划分为单独的资产类别。这类资产包括:日本股票、欧洲股票、日本固定收益证券,欧洲固定收益证券等等。第四,表 6.4 没有列举出许多包括封闭式和开放式共同基金、指数基金、交易所交易基金之类的基金组织形式,以及包括期货、远期合约期权、互换协议和其他形式的衍生工具,虽然它们与各自所属的资产类别在风险、收益和相关性上有直接或间接的联系。

资产类别描述

投资者可以通过了解各种主要资产类别的特性来作出理性的资产配置和投资策略决策。表 6.5 将 16 种主要资产类别归纳为四大类:股票、

表 6.4 部分资产类别和资产子类别

股 票	固定收益证券	另 类 资 产	现 金
美国股票	美国固定收益证券	私募股权	现 金
大盘股	美国财政部	杠杆收购	实体形式和电子形式持有量
中盘股	其他政府机构	风险资本	银行账户余额
小盘股	公司	非美国	美国国库券
极小盘股	市政	商 品	政府机构债券
增长	有抵押品担保的	商品交易顾问	市政债券
价值	有资产担保的	期权和期货	银行承兑汇票
核心资本	有担保的投资合同	有担保的期货	存单
优先股	期权和期货	实物商品	回购协议
有限合伙制		非美国	货币市场基金
期权和期货	高回报固定收益证券	房 地 产	期限极短
非美国股票		公寓	债券基金
加拿大	中/高级	商品房	价值稳定基金
EAFE(欧洲、澳大利亚和远东)	低级	住房	非美国货币工具
欧洲	非美国	办公用房/工业厂房	
日本	非美国固定收益证券	房	
英国	加拿大	农田	
期权和期货	EAFE(欧洲、澳大利亚和远东)	房地产投资信托	
新兴市场股票	欧洲	国际房地产	
除日本之外的亚洲	日本	零售用房/宾馆	
欧洲新兴市场	英国	非美国	
中东	利率互换	对冲基金	
非洲	货币互换	事件驱动	
拉丁美洲	期权和期货	相对价值	
期权和期货	新兴市场债券	市场中性	
	非洲	长期—短期	
	除日本之外的亚洲	全球宏观	
	欧洲新兴市场	非美国	
	拉丁美洲	黄 金	
	中东	金条和金块	
	可转换证券	金币和金牌	
	美国	金矿公司股票	
	非美国	珠宝	
	通货膨胀调整证券	其他贵金属	
	美国	期权和期货	
	非美国	艺术品	

资料来源：作者。

表 6.5 资产类别特性概述

股 票		
	投 资 原 理	风 险
美国股票 图 6.6	● 获得所有权 ● 收益高 ● 市场有效 ● 行业/风格潜力 ● 经济增长	● 标准差大 ● 通货紧缩造成业绩低下 ● 周期较长 ● 将股利用于再投资 ● 相关性不稳定
非美国股票 图 6.7	● 分散风险 ● 相关性较好 ● 投资机会增多 ● 增长潜力不同 ● 市场低效率可利用	● 标准差大 ● 相关性不稳定 ● 投资成本 ● 汇率风险 ● 所有权取得不易
新兴市场股票 图 6.8	● 经济增长机会 ● 获取超额收益的潜力 ● 回报诱人 ● 相关性较好 ● 全球发展	● 风险增大 ● 基础设施薄弱 ● 所有权成本 ● 标准差高 ● 资本流动
固定收益证券		
	投 资 原 理	风 险
美国固定收益证 券 图 6.9	● 标准差小 ● 收益比现金高 ● 可使投资组合分散 ● 有优先清偿权 ● 投资者的选择	● 收益低 ● 预支风险 ● 持续波动 ● 通货膨胀风险 ● 定价/交易
高回报固定收益 债券 图 6.10	● 收益高 ● 标准差小 ● 获取超额收益的潜力 ● 资本结构优先 ● 有议价机会	● 信用风险 ● 波动性大 ● 市场变化 ● 交易流动性 ● 结构性特征
非美国固定收益 证券 图 6.11	● 投资机会增多 ● 现金流量可预测 ● 获取超额收益的潜力 ● 标准差小 ● 相关性小	● 汇率风险 ● 跨境风险 ● 相关性不断增大 ● 债券内在风险 ● 成本更高
新兴市场固定收 益债券 图 6.12	● 经济潜力 ● 收益高 ● 相关性小 ● 全球一体化 ● 市场低效率	● 时不时发生危机 ● 冲击放大 ● 波动性大 ● 市场流动性 ● 价格影响

(续表)

固定收益证券		
	投资原理	风险
通货膨胀调整证 券 图 6.15	● 对冲通货膨胀 ● 相关性小 ● 波动性小 ● 降低风险 ● 可使投资组合分散	● 需要交税 ● 实际利率风险 ● 近似于债券 ● 通货紧缩造成的不利 ● 特性复杂
可转换证券 图 6.5	● 股票和债券的结合体 ● 本金偿还 ● 回报有优势 ● 收益较高 ● 相关性较好	● 含有选择权 ● 信用稍低 ● 收益低于债券 ● 增长潜力受限 ● 市场不平衡
另类资产		
	投资原理	风险
私募股权 图 6.16	● 收益高 ● 相关性小 ● 获取超额收益的潜力 ● 专业化投资 ● 相关联/控制	● 现金流不规则 ● 最大最小值 ● 标准差大 ● 成本高 ● 收益评测
商品 图 6.4	● 使资产多元化 ● 内在用处 ● 对冲通货膨胀 ● 相关性小 ● 独立变化	● 波动性较大 ● 经济风险 ● 技术活动 ● 反通货膨胀行为 ● 收益低
房地产 图 6.17	● 标准差小 ● 对冲通货膨胀 ● 相关性小 ● 防守型 ● 获取超额收益的潜力	● 交易成本高 ● 反通货膨胀风险 ● 拥有的成本较高 ● 收益不确定 ● 资产异化
对冲基金 图 6.14	● 精英管理 ● 标准差小 ● 增加投资机会 ● 相关性小 ● 获取超额收益的潜力	● 历史不久 ● 收益评测 ● 费用高 ● 收益模式 ● 税收低效率
黄金 图 6.13	● 稀缺/美观 ● 供应量小 ● 保值 ● 购买力 ● 相关性为负	● 无收益 ● 政府干预 ● 价格变动较小 ● 市场参与者 ● 估计方式

(续表)

另 类 资 产		
	投 资 原 理	风 险
艺术品 图 6.2	● 美学享受 ● 内在美 ● 复利收益 ● 价值储存手段 ● 相关性低	● 市场流动性低 ● 心理因素影响 ● 价格波动性大 ● 拥有的成本较高 ● 不可分割
现 金		
	投 资 原 理	风 险
美国现金等价物 图 6.3	● 价格风险较低 ● 相关性小 ● 波动性小 ● 流动性和接触途径 ● 防备通货紧缩	● 收益低 ● 再投资风险 ● 购买力风险 ● 信用风险 ● 需要花费很多成本和注意力

资料来源：作者。

固定收益证券,另类资产和现金。

对于每大类资产,表 6.5 概括了将该资产包括进投资组合的五个主要原理以及与此资产相关的五种主要风险或潜在风险。

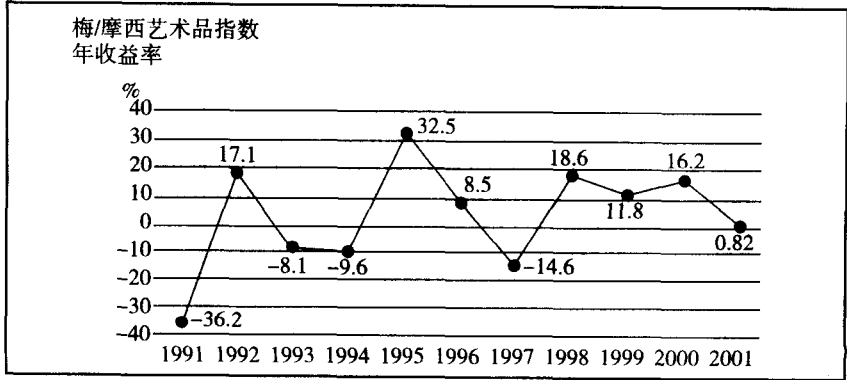
表 6.5 中的要点是从图 6.2 至图 6.17 中各种资产类别的详细描述中归纳得出的。举例来说,表 6.5 的第一行概括了考虑投资美国股票的五个主要原理:(1)获取企业资产和盈利的所有权;(2)获得高额收益的潜力;(3)市场有效;(4)行业/风格多元化的潜力;(5)受惠于长期经济增长。与投资美国股票有关的五种主要风险包括:(1)收益的高标准差;(2)在通货紧缩环境下投资的业绩较差;(3)收益为正、零或负的周期较长;(4)需要将股利用于再投资以取得较好结果;(5)收益与其他资产类别之间的相关性不稳定。

图 6.2 至图 6.17 分别给出了 16 种资产的如下情况:(1)描述;(2)投资者可采取的主要选择;(3)投资者可能考虑拥有该资产的主要原理;(4)与拥有该资产相关的风险;(5)在一定时期内的收益、标准差以及与其他相关资产类别的相关性;(6)1991 年到 2001 年的年收益率表;(7)部分资料来源。

图 6.2 艺术品资产的特性描述

特 性
描述： 出于世俗和宗教的目的，人类以多种艺术形式具体化并保存他们自己的内在灵感和可观察的世界。虽然在艺术品和非艺术品之间划出一个放之四海而皆准、精确或一成不变的界线非常之难，但有些特殊的物品因其具有熟练的技术、视觉享受或者在广义或狭义上具有可供艺术鉴赏的美学流畅性从而有别于别的物品。
选择： 艺术品的概念非常广泛，包括：(1)美国和欧洲印象主义、现代、当代以及 19 世纪的绘画作品；(2)欧洲古代大师的绘画作品；(3)各个时代的雕塑作品；(4)古董；(5)素描和版画；(6)照片；(7)亚洲、印度、波斯、伊斯兰、非洲、拉丁美洲、美洲土著以及美国的民间艺术；(8)诸如家具和其他古董、银器、珠宝首饰、瓷器以及宝石之类的装饰性艺术品；(9)诸如罕见的硬币、奖章、邮票、纸币、书籍、盔甲、玩具、武器、手稿、酒、经典汽车、比赛的入场券以及其他纪念品之类的收藏品。

梅/摩西艺术品指数				年收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差	美国 股票	美国固 定收益 证券	非美国 股票	现金	消费者 价格指 数通货 膨胀率
1971—1981 年	11	17.0%	23.5	0.19	NA	0.03	NA	-0.22
1971—1991 年	21	15.1%	25.1	0.03	-0.27	0.12	0.01	0.00
1971—2001 年	31	12.2%	22.9	0.03	-0.05	0.11	0.23	0.11
1981—1991 年	11	12.8%	26.6	-0.11	-0.34	0.22	-0.09	0.19
1981—2001 年	21	9.7%	22.2	-0.03	-0.03	0.17	0.13	0.27
1991—2001 年	11	1.5%	20.3	-0.03	0.02	-0.17	0.09	-0.01



续图 6.2

投资原理	风 险
● 虽然人们对有些艺术品的收购是为了获取短期或长期金钱上的回报,或者为偿还债务或补偿别人提供的居住、饮食、医疗和其他服务,但是许多单件艺术品或著名的成套收藏品被集中到一起可以让所有者获得高度的审美享受和个人乐趣。几个世纪以来,收购艺术品的重要原因不是金钱,而是主观动机,如激情、辉煌、品位、好奇心、吸引力、爱好、修养、地位、威名、权力、鉴赏家身份以及高兴之类的难以琢磨、难以描述的主观感觉。 ● 在许多情况下,艺术品是因为其内在美和价值,反映了创作者的技巧和创造力,能唤起观者产生不可言喻的情感上的反应而值钱。 ● 就总体而言,在相当长的持有期间内,一定种类的艺术品在价值上能够增值从而产生比通货膨胀率和债券收益率高的复利年增长率,并且在许多情况下,可匹敌股票的长期业绩表现。许多单件艺术品在几十年内产生极高的复利收益,根本不需所有者进行息票或股利再投资。 ● 尽管有些类型的艺术品在外形上很脆弱,易遭到扣押及易碎,但在许多投资者眼里,艺术品因其永久性、易携性、罕见及不可替代性而被看作是一种心灵寄托或长期的价值储存手段。 ● 因为艺术品价格被认为在不同年代,因不同于影响许多其他资产类别价格的因素而有不同程度的变化;初步数据表明艺术品能在投资组合分散化中起作用,这是因为艺术品常常与股票的收益相关性很低且与债券和货币工具之间的收益呈负相关。	● 艺术品可能在特定时期和价格区间内具有相对较低的流动性并很难买进或卖出,部分因为:(1)单个艺术品的独特性;(2)交易的季节性和不频繁性;(3)类似物品的价格变动历史的透明度较低;(4)交易成本和起拍价与成交价差额较大;(5)购买者、卖出者和中介人之间偶尔会运用特殊的财务安排;(6)每年全球的交易量要远远低于美国股票市场上一天内的交易量。 ● 由供求关系决定但没有一个充满生机及普遍被人接受的涉及临时性现金流量和其他因素的估价框架,使得艺术品世界的价格和价值可能会受制于经济和地缘政治的影响、从众的天性、拍卖加价的疯狂、流行时尚、形象的宣传、不为人知、缺乏兴趣、心理、公开宣传、展示的历史、形象、选择性心血来潮、多变以及对篡改或伪造可能产生的怀疑。 ● 虽然互联网让人们更多、更快地获取有关艺术品价格的信息,但是全球艺术品市场可能会因以下情况而出现较大的价格波动性:(1)拍卖公司、贸易商、画廊、博物馆以及企业或个人收藏者因为受到财富的急剧创造或毁灭的影响而突然介入或退出;(2)对艺术品的进口或出口征税或进行限制;(3)大规模的捐赠、购买或出售及互换活动。 ● 拥有珍贵并且常常是不可替代的艺术品不仅不能产生收入流,还可能会因需要储存、气候环境控制,以及投保诸如偷盗、破坏、火灾、自然灾害或其他灾害的保险而付出额外的费用。 ● 许多艺术品的不可分割性和高昂的价格常常严重限制所有者购买或处置一件艺术品的一小部分的能力。

资料来源:《华尔街日报》周五版“艺术品”专栏(wsj.com);《英国金融时报》周末版上的“收藏”专版(ft.com);梅/摩西指数(meimosesfineartindex.org);《福布斯》收藏者指南(forbes.com);克里斯蒂国际拍卖行(christies.com)索斯比控股公司(sothebys.com);菲力浦斯—德普利 & 卢森堡拍卖行(phillips-auctions.com);《最佳竞标:拍卖会上竞标专业指南》,作者丹纳·米库契(Dana Micucci);《艺术史》,作者H.W.詹森(H.W. Janson);《嘉切特医生肖像》,作者辛西娅·萨尔茨曼(Gnthia Saltzman);古董委员会(antiquescouncil.com);美国评估师联合会(appraisersassoc.org);《艺术品与拍卖》(art and aucion.com);《艺术品月刊》(collegeart.org);《艺术品新闻》(artnews online.com);国际艺术品市场(haughton.com);艺术品市场研究(artmarketresearch.com);欧洲艺术品基金会(tefaf.com);伦敦艺术节(olympia-antiques.co.uk);Kusin公司(kusin.com);Leonard 艺术品拍卖价格指数;Rapaport 钻石报道(diamonds.net);艺术品价格(artprice.com);艺术品销售指数(art-sales-index.com)。

图 6.3 美国现金等价物资产的特性描述

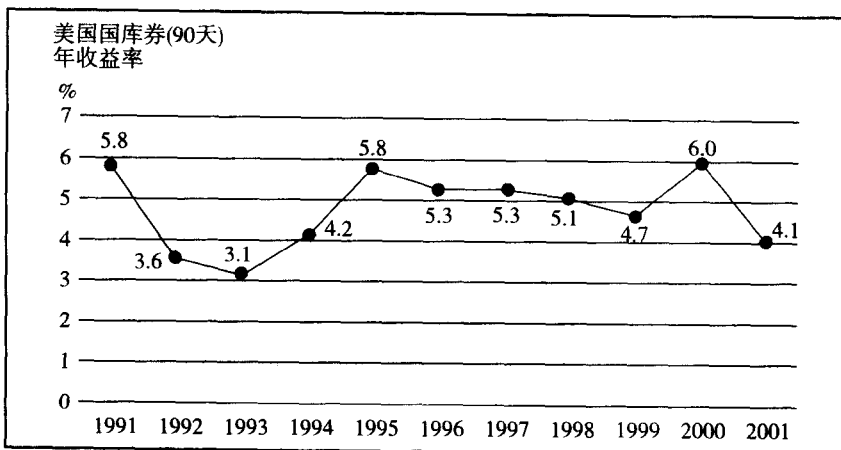
特 性
描述： 现金和现金等价物指的是一系列通常具有较高流动性的资产；(1)通常只有不到一年的初始或剩余到期期限，(2)收益常常在一定程度上受到通货膨胀的影响；(3)有些能以相对较快的形式买进或卖出以实现资金回笼或用于再投资。主权现金工具的投资收益在其各自的国家里常常被认为是一种无风险收益率。虽然现金作为一种资产常常在商品和服务以及/或金融资产的价格持续不断上升的时候被有些投资者忽视或没有受到足够的重视，但是在商品和服务价格下降或其他资产类别的投资收益为负的时候现金能成为一种极其重要的防守型资产。
选择： 现金可以包括：(1)以实体和/或电子方式持有的钞票、硬币、纸币、活期存款以及美国联邦储备基金；(2)货币市场基金或货币市场共同基金；(3)价值稳定的基金和期限极短的债券基金；(4)有时被称为现金管理基金或增长型现金基金的混合投资组合；(5)银行账户余额、银行存折账户、财务账户、信用账户、银行存款、闲置余额投资账户(sweep accounts)以及存款单；(6)美国国库券和联邦政府机构证券、短期市政债券、回购协议、银行承兑汇票、浮动利率工具、一些中期票据以及商业汇票。除美国之外还有些国家也有具备许多种可投资的现金工具以本币和/或美元标价的货币市场。现金等价物可根据其信用质量、到期期限、是否征税以及利息支付和计算方法来划分。所谓的负现金可以包括反向回购以及证券租赁协议和通过美国联邦基金市场和/或证券化的保证金信贷服务而进行的证券借入。

171
资产配置的艺术

美国国库券(90 天)									
				月收益率与以下因素的相关性					消费者 价格指数 通货膨胀率
				总收益 的复利 年增 长率	美国 股票	美国固 定收益 证券	高回报 证券	消费者 价格指数 通货膨胀率	
时 期	年数	标准差	标准差						
1979—1981 年	3	12.4%	2.4	-0.33	0.09	0.02	-0.41	-0.06	
1979—1991 年	13	8.9%	2.7	-0.11	-0.01	-0.07	-0.08	0.53	
1981—1991 年	11	7.1%	3.0	-0.03	0.08	0.02	-0.01	0.57	
1981—1991 年	11	8.4%	2.8	-0.13	0.02	-0.05	-0.07	0.45	
1981—2001 年	21	6.7%	2.9	-0.05	0.13	0.06	-0.02	0.46	
1991—2001 年	11	4.8%	0.9	0.07	0.22	0.11	0.07	0.15	

续图 6.3

投资原理	风 险
●在财务收益为负时,通常具有较低名义资本价格波动风险的现金是一种安全的资产。 ●现金通常具有如下特征:(1)与美国及国际股票资产的平均收益相关性较低;(2)与固定收益证券、房地产和对冲基金的相关性为中等;(3)与商品和新兴市场股票资产类别的相关性为负值。 ●现金工具收益的标准差常常很低。 ●方便、流动性和容易获得使现金成为一种具有优势的资产,出于偿还相关债务的预期和未来投资机会的考虑,投资者可能持有现金资产。 ●诸如 30 天或 90 天美国国库券票面利率和 1 个月至 3 个月伦敦(或欧洲)银行间同业拆借利率(LIBOR 或 EURIBOR)之类的基准指数在反通货膨胀或通货紧缩的经济和金融环境下收益率可能会比其他金融资产要好一些。	●在一定时期内现金投资的名义和实际收益率通常比绝大多数其他资产类别的名义和实际收益率要低。 ●不管什么时候,现金本金以未知的未来回报率来投入新的现金工具时都将引发再投资风险。 ●当持有的现金的实际价值在通货膨胀中受到削减的时候通常会引发购买力风险。 ●现金工具可能会因时间跨度很大而有很大程度的信用风险,并具备一定程度针对因信任降级,利率风险、期间风险或其他风险而丧失本金的联邦、私人或结构性保护。 ●资产管理费用、交易手续费、提前赎回费用以及其他费用能极大地减少现金投资的适度平均收益;在许多情况下,投资者必须花费大量的时间和精力来管理并再投资现金资产。



资料来源:美国财政部(treasurydirect.gov);Bankrate(bankrate.com);债券市场联合会(investinginbonds.com);iMoneyNet(imoney.net);货币基金报告(imoney.net);金融研究公司(frcnet.com);Lipper公司(lipper.com);晨星公司(morningstar.com);以及《固定收益证券手册》第六版,编著者弗兰克·J. 法博齐(Frank J. Fabozzi);富达现金储备(fidelity.com);先锋主要货币市场基金(vanguard.com);嘉信货币市场基金(schwab.com)。

图 6.4 商品资产的特性描述

特 性
描述： 一类商品的特征是供应相对固定且不易灭失。这些商品包括：(1)能源(例如原油、取暖用油、含铅汽油和无铅汽油)；(2)基金属(例如铜、铝、铅、镍、锌和锡)；(3)贵金属(例如黄金、白银、铂金、钯和铑)。另一类商品的特征是易腐蚀、可消费并受天气的影响。这些商品包括：(1)谷物(例如玉米、大豆和小麦)；(2)软性商品(例如咖啡、白糖、可可、橘子汁和棉花)；(3)活畜(例如活牛、肥牛以及瘦肉猪)。现货市场指数还会跟踪诸如废弃金属、精选纺织品和纤维、脂肪、油料和食品，以及工业原料之类的基本原料的价格。 选择： 有些商品可以以实物的形式买进或卖出，收益是由商品价格上下运动来决定的，很少是由贮存、融资、保险以及其他成本决定。有些投资者通过有担保的商品期货来获取商品，商品的收益由以下因素决定：(1)该商品的价格走向；(2)收益来自将短期商品合约持续并入支付延期交割费的远期低价合约或支付延期日利息的远期高价合约；(3)用来巩固全部未运用杠杆作用的期货仓位的任何超额保证金抵押款投资取得的利息。所谓的商品交易顾问在商品期货市场和货币、利率与股票指数的金融期货市场上运用具有高度杠杆作用、专注趋势和高换手率的交易策略。与商品挂钩的债券将这类投资工具的总体收益与商品价格变动情况相挂钩。

美国商品研究署总收益指数

		月收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	复利 年增 长率	标准差	美国 股票	非美国 股票	美国固 定收益 证券	高回报 证券	消费者 价格指 数通货 膨胀率
1971—1981 年	11	17.0%	19.2	0.00	0.00	-0.16	-0.07	-0.07
1971—1991 年	21	10.8%	16.4	-0.02	0.04	-0.12	-0.09	0.01
1971—2001 年	31	7.5%	15.7	0.03	0.10	-0.17	-0.05	0.06
1981—1991 年	11	3.4%	9.0	0.00	0.09	-0.13	-0.09	-0.01
1981—2001 年	21	2.3%	10.3	0.10	0.17	-0.13	-0.01	0.03
1991—2001 年	11	0.6%	11.5	0.21	0.30	-0.06	0.13	0.04

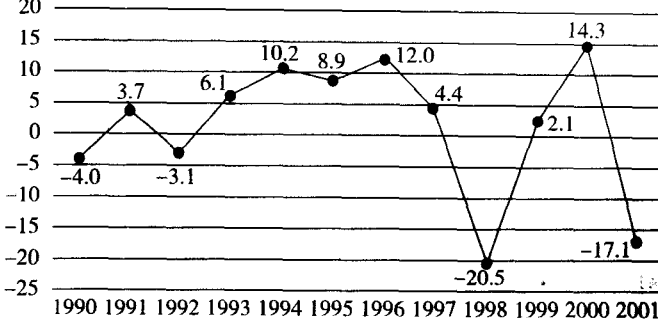
续图 6.4

投资原理	风 险
● 因为商品常常对均值回归的长期因素与供求的短期因素有所反应,它们可能会表现出一定程度的价格波动性但常常作为一种相对于其他大多数资产类别的分化、抗周期性的资产起作用,从而降低投资组合的总体波动性。 ● 商品以其最初形式和/或经过某种形式的加工之后,提供内在功效来满足人类的基本需求。 ● 商品具有独立于被用来标价的货币单位之外的价值,因此可以作为一种抵抗通货膨胀的有效对冲工具,常常比消费者价格指数早九到十二个月就发生向上的运动。 ● 商品收益一般:(1)与美国股票、债券、现金、高回报债券、房地产,以及新兴市场债券和股票之间的相关性为负值;(2)与美国股票和债券、对冲基金、私募股权以及通货膨胀调整债券之间的相关性为正值,但不大。 ● 由于不同种类的商品常常会受到各种不同的经济因素的影响,因此它们之间可能具有较低的相关性。	● 许多基于商品的投资策略可能在不同程度上涉及:(1)以期货形式出现的杠杆作用;(2)佣金、交易量以及费用很高的投资工具,其中有许多常常被课以重税。 ● 商品价格趋势可能常常会对全球经济发展的上下浮动有放大的反应。 ● 商品借、贷活动可能会加剧供需失衡从而加速价格的波动。 ● 虽然生产者价格、消费者价格和商品期货价格常常在通货膨胀加速时期一起上升,但它们在反通货膨胀时期不一定同向变动。 ● 商品有时候被认为是一种流动性差、波动性大的资产,它对经济发展或其他因素表现出剧烈而又有些瞬息万变的价格波动。

美国商品研究署总收益指数

年收益率

%



资料来源:《CRB 商品年鉴》(crbtrader.com);《关于商品的一切:由内到外》,作者托马斯·A·麦卡弗蒂(Thomas A. McCafferty)和罗素·R·沃森多夫(Russell R. Wasendorf);《期货 101:商品交易入门》,作者理查德·E·沃尔德伦(Richard E. Waldron);商品研究署总收益指数与现货价格指数(crbtrader.com);高盛商品指数、能源指数与工业用金属指数(gs.com);巴克莱商品交易顾问指数(barclays.com);《巴隆》(Barron's)杂志“商品一瞥”专栏与“市场周刊”专版“重要商品”指数表(barrons.com);CPM 集团(cpm.com);MSCI 有色金属和能源资源次级指数(msci.com);芝加哥贸易委员会(cbot.com);纽约商品交易所(nymex.com);经济学家商品价格指数(economist.com)。

图 6.5 可转换证券资产的特性描述

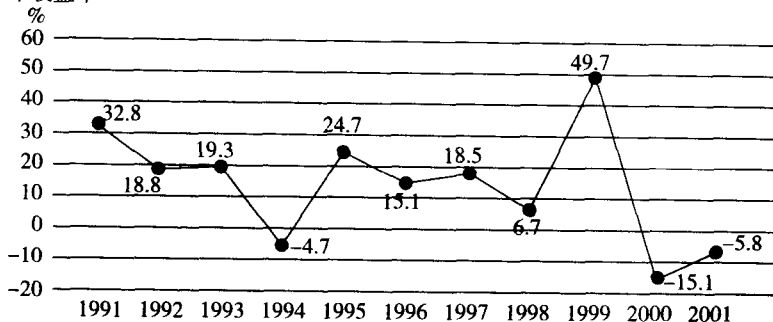
特 性	
描述:	可转换证券通常指的是附带有息票的债券(或可产生股利的优先股),可以由投资者自行将其转换为一定数量的由一个特定的美国、非美国或新兴市场的上市公司发行的普通股,期限由发行方在发行的时候确定。可转换债券(如果发行时不附带转换条件的话)的债券等同价值被称为其投资价值。可转换债券的股票等同价值(被称作其转换价值)可通过将普通股的股价乘以债券可以转换的股份数来计算。转换溢价就是可转换债券(或可转换优先股)的市场价格超出其转换价值的百分比。损益平衡时间是可转换证券所提供的大于发行方公司普通股的股利收益的当期收入等于转换溢价所必需的年数。
选择:	投资级别和非投资级别可转换证券可以通过国内或国际公开发行承购的方式来发行,或者按照美国证券交易会第 114A 条规定向特定的合格机构投资者发行。其他发行途径包括:(1)附平价息票、附零息票或者作为初次发行折价债券;(2)附带条件允许投资者在特定情况下让公司回购该证券;(3)附带条件允许发行方在到期前将其兑现;(4)附带息票、转换率或重新设定到期日的条件;(5)附带可撤销的担保;(6)附带条件强制转换或可换成别的公司的股份;(7)作为很多种与股票相联系的证券的一种,专门满足特定法律规定和风险防范措施。

摩根·斯坦利美国 225 可转换证券指数

		月收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	总收益 的复利 年增		美国固 定收益 高回报				
		长率	标准差	美国 股票	证券	证券	房地产	现金
1990—1993 年	4	15.2%	16.4	0.87	0.44	0.71	0.68	-0.20
1990—1998 年	9	13.2%	13.1	0.86	0.32	0.67	0.59	-0.09
1990—2001 年	12	11.4%	18.7	0.79	0.19	0.57	0.32	-0.07
1994—1998 年	5	11.6%	11.4	0.87	0.23	0.69	0.52	0.14
1994—2001 年	7	9.5%	20.7	0.77	0.10	0.56	0.20	0.01
1999—2001 年	3	6.2%	35.0	0.77	0.00	0.50	-0.02	-0.02

续图 6.5

投资原理	风 险
● 由于类似股票的特性,可转换证券允许投资者能在发行方公司的普通股价格上涨时参与进来,与此同时,由于其支付本金息票以及其他类似债券的特性,如果普通股股价下跌的话,那么可转换证券通常能提供一定程度的资本保全。 ● 可转换证券因以下因素而得以提供相对较高程度的本金安全:(1)具体的到期日;(2)与普通股持有者只能对公司的剩余资产有追索权相比,可转换证券持有者对公司的资产有优先追索权。 ● 可转换证券的当期收益率可能比发行方公司普通股的股利支付率要高一些。 ● 在绝大多数的金融环境中,可转换证券能产生复利年收益,可匹敌股票的收益,与此同时表现出的收益的标准差常常比股票收益的标准差要低 20% 到 40%。 ● 可转换证券通常与股票在收益上的相关性非常高,与债券在收益上的相关性则为中等,与现金工具在收益上的相关性则很低或为负值。	● 有相当大比例的可转换证券含有看涨期权特点,允许发行方在普通股股价超过转换价格时来提高发行价格;发行方看涨的估价,以及可能的投资者看跌期权,并不总是非常直截了当的,需要对股票期权波动性和期权定价方法的其他方面有一定程度的熟悉。 ● 由于可转换证券常常被视作次级优先,可以排在普通股股东前面但排在银行贷款人和优先债券持有人之后。 ● 由于其转换特权,可转换债券和可转换优先股交易的价格通常比同一发行方发行的等值非可转换债券与非可转换优先股要低一些。 ● 可转换证券一部分上涨的潜力可能会因为发行方公司股票的收益而减少,这取决于可转换证券转换溢价的数量。 ● 由于发行的定期集中性,以及公司和投资者实施对冲、杠杆和投资活动,可转换证券市场可能会很容易急速扩张或收缩,以及出现持续时间和程度不一的供需失衡。

摩根·斯坦利美国225可转换证券指数
年收益率

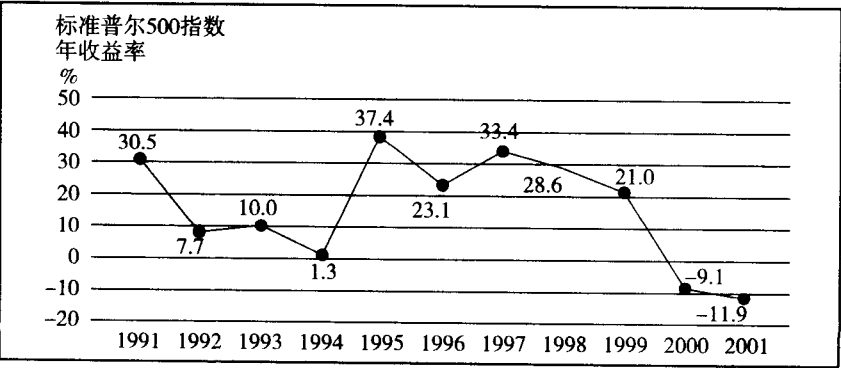
资料来源:《可转换证券》,作者约翰·P.卡拉莫斯(John P. Calamos);瑞士信贷第一波士顿可转换债券指数(csfb.com);瑞士信贷第一波士顿可转换优先股指数(csfb.com);高盛可转换证券 100 指数(gs.com);高盛欧洲可转换证券 75 指数(gs.com);所罗门美邦可转换证券指数(ssb.com);美林全美国可转换证券指数(ml.com);美林除美国外全球可转换证券指数(ml.com);MSCI225 可转换证券指数(msci.com);可转换债券(convertbond.com);富达可转换共同基金(fidelity.com);Putnam 可转换共同基金(putnam-funds.com);Calamos 可转换共同基金(calamos.com)。

图 6.6 美国股票资产的特性描述

特 性
描述: 美国股票,是通过上市公司公开交易的股票所有权,来为投资者提供获取美国公司的商业和金融财富、利润和股利、有形资产账面价值的潜在增长以及任何有关的无形资产的可能增值的机会。从理论上来说,股票价值通常被认为是以股利支付和终值为形式的未来现金流量的数量,以一定的利率折扣得到的净现值。美国股票的价格和收益受到很多因素的影响,包括:(1)基本面因素,以公司发展为形式;(2)估价因素,以投资者愿意付给公司的现金流、盈利、销售额和账面价值的倍数为形式;(3)心理因素,以投资者对可能影响股价的宏观和微观经济因素的看法为形式。换句话说,股票收益是下列因素的函数:(1)股利、盈利以及投资者愿意为盈利支付的市盈率倍数;(2)心理因素和估价因素驱动的相对于某些低风险债券的股票风险溢价。
选择: 美国股票有很多种选择和形式,包括:(1)按公司规模分类(大盘股,中盘股,小盘股和极小盘股);(2)按行业或全球行业分类标准分类(例如医疗或金融);(3)按风格分类(例如价值型,成长型,均衡型,对社会负责型,以收益为导向型或核心型);(4)按投资工具分类(例如指数基金、交易所交易基金、行业基金、封闭式和开放式共同基金、合伙投资企业或单独账户管理);(5)按相关类型分类(例如优先股、有限合伙企业或结构式债券);(6)按衍生生物工具分类(例如公司认股权证、指数期权、指数期货和单一股票期货(SSFs))。

177
资产配置的艺术

标准普尔 500 指数		月收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差	非美国 股票	美国固 定收益 证券	高回报 证券	对冲 基金	现金
1971—1981 年	11	7.2%	20.2	0.49	0.34	0.53	NA	NA
1971—1991 年	21	12.0%	17.1	0.49	0.34	0.53	NA	-0.11
1971—2001 年	31	12.3%	16.5	0.53	0.30	0.52	NA	-0.03
1981—1991 年	11	15.3%	13.4	0.47	0.38	0.52	NA	-0.13
1981—2001 年	21	14.2%	14.0	0.53	0.32	0.50	NA	-0.05
1991—2001 年	11	14.4%	15.3	0.64	0.23	0.45	0.68	0.07



续图 6.6

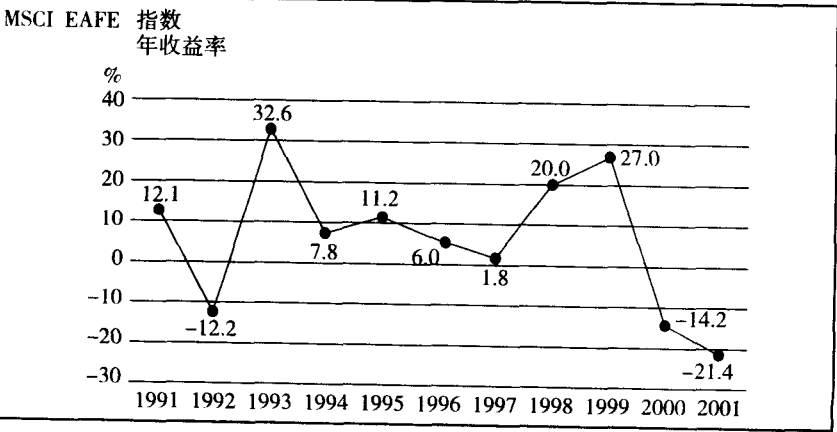
投资原理	风 险
● 由于在解决债券持有人的债务清偿问题之后才对公司实际资产享有剩余追索权,美国股票为投资者提供了:(1)在美国和全球经济体系中的潜力、努力和业绩;(2)投资于获利行动以及通过将部分收益再投资于有利可图的项目和企业来有效利用上生利的机会;(3)在商品和服务价格一起上涨时提供一定程度的长期购买力保护。 ● 部分是作为对在 20 世纪相当长时间持有风险较高的资产的补偿,美国股票持有人期望股票的收益要远比相同期限内诸如现金及高等级美国债券之类风险较低资产的收益高。与预期股票收益和实际股票收益之间的股票预期风险溢价相比,股票相对于债券的这种所谓的历史超额收益波动更大。 ● 由于具有许多在特定金融环境和市场中的重要例外,美国股票市场可以视作一个大型、多元化、流动性相对较高的市场,同时资产可以分割,信息传播渠道畅通,监管体制比较完备。 ● 在不同阶段及不同时期内,美国股票市场通过以下方式方法来为投资者提供其他增值的机会:(1)积极的投资组合管理 vs. 消极的、基于指数的投资(由行业及公司收益的公布驱动);(2)大公司 vs. 小公司(由预期增长机会、获得资本的渠道、进入的障碍、定价能力,以及国际与国内风险驱动);(3)价值型 vs. 成长型股票选择(由当前和历史价格/账面资产、价格/收益、价格/销售额与股利收益关系驱动)。 ● 美国股票投资为投资者提供分享美国经济增长和技术创新的机会,通常在以下时期产生较佳收益:(1)由于 GDP、劳动力和人均 GDP 增长,生产力提高以及盈利能力增强而使每股收益上升;(2)一定程度的定价能力和/或总价格指数中没有极端的波动;(3)因利率变动和投资流量有利而导致市盈率上升;(4)利润增加并且股利支付比率合理而导致股利的增加。	● 部分风险是由于牛市疯狂和熊市悲观阶段交替出现,使得单个公司的股价波动和整个美国股票市场收益的标准差常比美国高等级债券、现金工具以及其他几种资产收益的标准差要高许多。 ● 在通货紧缩环境下,美国股票收益常常很低甚至为负值。在实施破产或清盘的过程中,股东可能会一无所有或者其股权份额遭受相当大的稀释,这是因为股权对公司资源的索取权排在债务清偿之后。由于容易性数据偏差(easy data bias),生存者对共有财产中死者部分的享有权(survivorship bias),和/或指数结构的成功偏见(success bias in index construction),有些美国股票基准指数可能会显著夸大股权所带来的长期收益。 ● 与传统看法不同的是,长时期内美国股票收益可能很低。1900—1950 年与 1950—2000 年相比,美国股票收益较低,而收益的标准差则较高,而在 20 世纪中有几个 20 年的时期内股票的业绩比债券的要低。公司盈利增长常常不会在几十年内持续下来;一个给定十年内的人均 GDP 增长率不一定与这段时期内股价的变动有关;在一个十年内的股票收益常常与前十年的收益负相关。就像多年市盈率上升和/或公司股票收益增加能使美国股票收益增加一样,市盈率下降和/或公司股票收益下降也会使美国股票收益下降。 ● 随着投资周期的延长,美国股票股利,特别是股利的再投资,在持有股票而产生收益这一过程中起到了至关重要的作用。在 1900 年至 2000 年期间,最初向美国股票投入的一美元在不进行股利再投资的情况下会增值为 198 美元(5.4%的复利收益率),如果对股利进行再投资的话则会增值为 16,797 美元(10.1%的复利收益率)。 ● 美国股票与其他资产类别的收益相关性可能会在一定时期内相对不稳定:(1)与非美国股票相比,在全球股市泡沫阶段和金融市场剧烈动荡时该收益相关性常常会增加;(2)与美国高等级债券相比,该收益相关性从 20 世纪 30 年代稍微为负值到 20 世纪 50 年代早期稍微为正值,再到 20 世纪 60 年代初期稍微为负值,到 80 年代和 90 年代稍微为正值,之后再度下降(20 世纪 90 年代晚期及 21 世纪早几年)。

资料来源:《非理性繁荣》,作者罗伯特·J.席勒(Robert J. Shiller);《适合长期投资的股票》,作者杰里米·J.西格尔(Jeremy J. Siegel);《明智的投资者》,作者本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham);《乐观主义者的胜利》,作者埃尔罗伊·迪姆森(Eloy Dimson)、保罗·马什(Paul Marsh)和迈克·斯汤顿(Mike Staunton);《巴隆》(Barron's)杂志“市场周刊”专栏“交易商”专栏(barrons.com);《金融分析师杂志》(aimpubs.org);金融研究与分析中心(cfraonline.com);晨星公司(morningstar.com);《无佣金基金投资者》(sheldonjacobs.com);投资管理与研究联合会(aimr.org);第一芝加哥(onechicago.com);先锋 500 指数基金(vanguard.com);富达麦哲伦基金(fidelity.com);摩根·斯坦利美国机会基金(morganstanleyindividual.com);盖特韦基金(gatewayfund.com);NetStockDirect 网站(netstockdirect.com);道·琼斯工业、运输与公用事业指数(dowjones.com);标准普尔 500、400、600 指数(standardandpoors.com);摩根·斯坦利资本国际美国股票指数(msci.com);罗素 1000、2000 和 3000 指数(russell.com);威尔谢(Wilshire)5000 指数(wilshire.com);《华尔街日报》“共同基金月度评论”专版(wsj.com)。

图 6.7 非美国股票资产的特性描述

描 述		特 性
几个世纪以来,大量的财富通过跨境直接投资或组合投资被创造出来后又被毁灭掉。非美国股票指的是对在美国之外的包括加拿大、英国、欧盟、瑞士、北欧、日本、新西兰和澳大利亚在内的发达国家进行的组合投资。非美国股票资产约占世界总股票市值的一半,蕴含很长的股票市场历史、股票市场容量、行业与公司分布、国际竞争力、经济和政治结构、汇率、货币政策和财政政策、通货膨胀和通货紧缩、国际合作与冲突的历史以及不同国家和公司对全球产出、贸易和投资周期程度不一的敏感性。		
选择:		
通过具体国家和地区中的多元化方式,非美国股票让投资者接触到信息技术、金融、电信、医疗、商业零售、能源、公用事业、原材料和制造业内的大盘股、中盘股和小盘股公司。投资于具体的非美国股票市场可以通过投资于具体公司、指数基金、开放式和封闭式共同基金、交易所交易基金(ETFs)、期权和指数期货、互换、指数参与型基金、结构式债券、可转换债券、特定的对冲基金以及其他类型的投资工具。		

MSCI EAFE 指数				月收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差	美国 股票	美国固 定收益 证券	非美国 固定收 益证券	新兴市 场股票	现金
1971—1981 年	11	11.0%	20.8	0.52	NA	NA	NA	NA
1971—1991 年	21	14.3%	23.6	0.49	0.22	NA	NA	-0.18
1971—2001 年	31	11.0%	22.2	0.53	0.19	0.40	0.52	-0.04
1981—1991 年	11	16.0%	26.5	0.47	0.20	NA	NA	-0.19
1981—2001 年	21	10.4%	23.2	0.53	0.17	0.40	0.52	-0.05
1991—2001 年	11	5.2%	17.0	0.64	0.10	0.36	0.57	-0.06



续图 6.7

投资原理	风 险
● 非美国股票让投资者可接触到不同的自然和地理环境、历史和文化影响以及在美国股票市场上不能遇到的周期,包括:(1)人口学、社会学、教育和净迁徙趋势;(2)人均居民产量,以及服务业、工业和出口在GDP中的份额;(3)家庭储蓄率、股票持有情况以及整体固定资本情况;(4)劳工情况、整个国民中就业人口的比例、就业的增长以及工人的生产率;(5)能源是否自给自足、金融体系力量、退休结构、商业和企业天性以及对知识技术创新的接纳程度;(6)中央政府的负债程度,经常项目盈余和外汇储备情况。 ● 在一定程度上,在一种产业之内的跨国多元化通常能比一国之内的跨行业多元化更有效地降低风险。因此,持有外国公司股票能在一定时期内减少整个投资组合的波动性,产生的收益从总体而言足以可以匹敌美国股票产生的收益;外国股票通常比美国股票与美国债券、高回报债券和私募股权之间的收益相关性低很多。 ● 随着各国市场和经济的融合与扩张,非美国股票为投资者提供了一整套相当多的投资机会,特别是在银行业、保险、医药、能源、公用事业、电子和商业零售行业,以及中小型股本的行业。 ● 由于常常受制于不同的盈利水平、利率、财政政策、放松管制趋势、企业重组活动、私有化惯例、受本地因素影响的估价基准和会计手法,以及对本地和全球心理影响的不同反应,某些非美国股票市场可能会出现吸引力或者无吸引力与美国的情况不同步和相反的情况。 ● 由于具有大量的被研究公司和投资者的不同熟悉度,以及国际会计标准的采用和信息情况的演变,外国股票可以提供大量机会以发现和利用低效率并提高α(超额收益)。	● 由于收入和盈利增长的模式不一致,以及不同的股票收益率和其他因素,非美国股市就单个而言常常会有相当高的收益标准差,总体而言标准差比美国股票收益的标准差则稍微高一些。 ● 有证据显示非美国股票收益常常与美国股票收益具有适度甚至较小的相关性,特别是在价值区域以及在市场形势相对较稳定的时候。但是,在全球股市出现波动的时候,非美国股票与美国股票的收益相关性常常会上升,有时候幅度会很大,从而降低预期的分散化所带来的益处。因为受到同一股票在不同市场上、全球化、互联网、跨国公司并购和技术转让以及经济、货币、财政、汇率、贸易、会计和管理政策的影响,非美国股票与美国股票的相关性随时间可能有上升的趋势。 ● 即使在大多数发达国家,交易、清算、发行、监管和信息披露标准越来越趋于一致,但是对非美国股票市场进行的投资仍可能产生较高的税负、交易、托管和报告成本,商务旅行和信息收集整理费用以及紧急情况或发生危机时遇到未预料到的资本流动壁垒。 ● 投资者应该注意投资非美国股票投资所带来的正面和负面的汇率效应以及在对冲或不对冲的基础上投资国外的成本和好处(在后一种情况下,外币币值上升可获利,外币币值下降则遭受损失)。除其他因素外,汇率受到以下因素的影响:经济增长、劳动力市场灵活性以及生产力差异;利率、通货膨胀和购买力差异;投资组合与直接投资流动;中央银行货币政策和汇率驾驭技巧;竞争对手国和/或货币联盟的政策;贸易盈余情况,净转移支付和净投资收入效应以及政权的稳定性。 ● 由于惯性以及或许在发生武装冲突、社会动荡或资本管制的时候对行使海外索取权的困难有历史性的了解,因此在许多时期和多个投资领域内偏爱投资本国,可能会在非美国股票投资收益欠佳时及其后引发自责或被他人反责情绪的高涨。

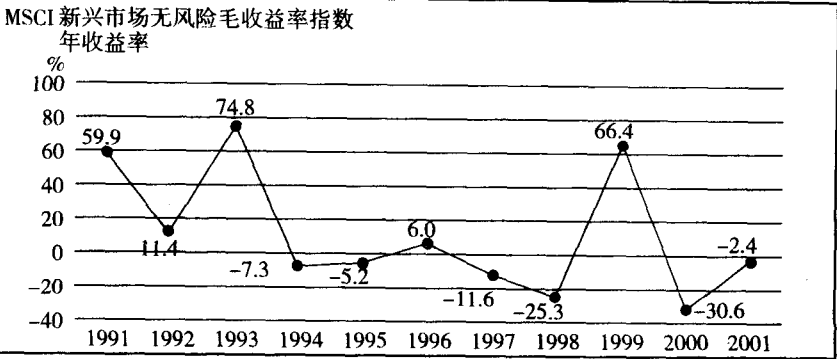
资料来源:《乐观主义者的胜利:101年全球投资收益简史》,作者埃尔罗伊·迪姆森(Erroy Dimson)、保罗·马什(Paul Marsh)和迈克·斯汤顿(Mike Stauton);MSCI欧洲、澳洲和远东(EAFE)指数(msci.com);富达多元化国际基金(fidelity.com);摩根·斯坦利国际股票基金(morganstanley.com);美林全球配置基金(ml.com);高盛国际股票基金(gs.com);ING霸菱国际价值型基金(ingfunds.com);Putnam国际航行者基金A(putnaminv.com);Inter-Sect 研究公司(intsec.com);战略洞察(sionline.com);先锋国际整体投资组合(vanguard.com);汤姆逊金融网络(thomsonfn.com);Multex 网站(multex.com);公司信息(corporateinformation.com);全球投资者(globalinvestor.com);J.P.摩根大通(adr.com);以及《巴隆》(Barron's)杂志“市场周刊”专版中的“欧洲交易商”与“亚洲交易商”专栏(barrons.com)。

图 6.8 新兴市场股票资产的特性描述

特 性
描述: 新兴市场国家的人口占世界总人口的 60% 以上,且国民中年轻人比例占主导地位,有些新兴市场国家具有重要的自然资源,许多国家的社会、政治和经济基础设施正在演化发展,人均国民收入、消费和国内生产总值比较低。新兴市场股票让投资者通过投资亚洲、拉丁美洲、非洲和中东以及东欧国家的行业和公司能分享到其文化、历史和未来的发展潜力。如果该地区的人口和产出增长率如联合国和其他国际和地区发展组织所预测的那样的话,那么在未来几十年内,新兴市场国家的人口和生产总值在全球中的比例将越来越高。
选择: 新兴股票市场的划分可采用许多种方法:(1)从生活水平迅速接近或几乎与发达国家相差无几的国家,到受疾病、气候、教育、生态、政治统治或其他棘手问题困扰的国家;(2)从诸如中国、印度、巴西、巴基斯坦和尼日利亚之类人口众多的国家到诸如秘鲁、智利和捷克共和国之类总人口较少的国家;(3)从诸如墨西哥、俄罗斯、印度尼西亚、委内瑞拉和马来西亚之类生产能源的国家到诸如韩国这样缺少本土能源的国家。根据许多新兴市场国家信用和资本体制的发展情况,对股票的分类有时候与新兴市场的债券和可转换债券、房地产、直接投资、私募股权和风险资本的划分相重叠。

MSCI 新兴市场无风险毛收益率指数 ¹				月收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差	美国 股票	美国固 定收益 证券	非美国 股票	新兴市 场债券	高回报 证券
1988—1993 年	6	36.5%	33.5	0.38	0.00	0.40	NA	0.28
1988—1997 年	10	18.2%	34.3	0.41	0.08	0.43	NA	0.31
1988—2001 年	14	11.3%	36.9	0.56	-0.02	0.52	NA	0.43
1994—1997 年	4	-4.7%	7.5	0.57	0.17	0.59	0.71	0.43
1994—2001 年	8	-4.5%	29.8	0.68	-0.08	0.68	0.72	0.53
1998—2001 年	4	-4.2%	44.6	0.73	-0.29	0.73	0.75	0.59

¹ MSCI 新兴市场无风险毛收益率指数数据从 1988 年开始可获得。



续图 6.8

投资原理	风 险
● 由于较高的储蓄和投资水平、自然资源、成本较低的生产能力、熟练程度和/或受教育水平越来越高的本地劳动者队伍,中产阶级和国内消费活动的增加,监管机制的改善,以及通货膨胀水平和利率的下降趋势等各种因素相结合,某些新兴市场国家的股票可让投资者分享到与发达国家的经济周期不同步的经济增长。由于基数较小,这种经济增长可能会转化为较大的盈利增长。 ● 由于研究的程度较低以及资产类别的有效性相对较差,通过透彻的公司分析和证券选择、行业选择以及国别和地区选择,新兴市场股票能为投资者带来大幅度增加α(相对于无风险收益率的超额收益)的机会。 ● 由于与更成熟的股票市场相比,风险更大且波动性更大的收益模式使得新兴市场股票具有预期收益溢价,因而在一定的时期内如果在不同国家投资收益分布充分的话,新兴市场股票的年实际收益可能会超过美国和非美国股票。 ● 新兴市场股票通常与美国及非美国股票、新兴市场债券、对冲基金、高回报债券的收益相关性适中,与私募股权的收益相关性较低,与商品、房地产、美国和非美国债券以及现金的收益相关性为负值。 ● 大体上,新兴市场股票是一种直接获益于亿万人不断努力的成果的方式,包括:(1)商品、服务、人员、观念、技术和资本更自由的跨境流动使其与发达国家的接触益发紧密;(2)本土消费、区域内合作以及货币可兑换程度不断增加;(3)改革、企业重组和/或经济、政治、金融和退休体制的改进;(4)投资与金融和人力资本的分配越来越理性,从而提高增长率、盈利能力以及与非本地股票投资者一道分享利润。	● 新兴市场经济体系及其上市公司可能会受到以下因素的放大影响:(1)全球经济和借贷活动的趋势、贸易保护主义、库存变化以及信息技术周期;(2)大的竞争对对手国的商业健康情况和汇率政策;(3)国际收支平衡表的盈亏模式、本地的流动性、银行信贷、行业产能、财产投资、商品或原材料的出口价格和水平;(4)生活水平及单位投入的产出有下降的趋势。 ● 许多新兴市场国家可能会面对比较严峻的地缘政治形势以及本地投资机会的缺乏,或者具有发展程度较低、未开发或不发挥作用的社会、财政、反腐败、资本投资和汇出、货币、产业、司法、立法、行政、执法、环境或独立媒体政策,过时的交通、运输和其他服务性基础设施,不公平或不安全的劳动法规,冲突解决手段的匮乏,以及会计、投资者保护和公司治理标准的实施不公正。 ● 新兴股票市场具有交易、清算和托管成本较高、市场流动性相对较低,以及资本市场运作相对不符常规,对允许外资持有股份的比例特别进行限制,卖空以及其他限制,以及汇率持续或偶尔出现不稳定的情况。 ● 由于股价被炒到不切实际的水平然后又出现抛售而将股价打到极其便宜的水平,这样不断交替出现,因而就国别和公司层面而言,新兴市场股票作为一种资产其收益的标准差较高,股价的波动程度比发达国家的股票要超出两至四倍。 ● 由外国直接投资和并购活动、银行和政府机构的借贷,以及由共同基金、对冲基金、养老基金和个人投资者实施的债券和股票组合投资等形式组成,短期流入或流出新兴市场国家的资本净流量能导致或引发金融危机,例如在墨西哥(1994年)、东南亚(1997年)、俄罗斯(1998年)、巴西(1999年)和阿根廷(2001年)出现的情况。

资料来源:《英国金融时报国别调查》(ft.com);世界投资者(worldlyinvestor.com);J.P.摩根大通(adr.com);基金研究(emergingportfolio.com);《经济学家》杂志“新兴市场指数”专版(economist.com);IDS金融(idsfinance.com);ISI新兴市场(securities.com);巴隆(Barron's)杂志“市场周刊”专版中的“亚洲交易商”专栏(barrons.com);股票投资的智慧(stocksmart.com);《此中国非彼中国》,作者史蒂芬·S.罗奇(Stephen S. Roach);标准普尔IFCI指数(standardandpoors.com);MSCI亚洲、拉丁美洲、欧洲、中东和非洲新兴市场指数(msci.com);德赖弗斯(Dreyfus)新兴市场基金(dreyfus.com);摩根·斯坦利新兴市场基金(morganstanley.com);高盛新兴市场股票(gs.com);奥本海默(Oppenheimer)发展中国股票市场基金A(oppenheimerfunds.com);特普罗来斯(T. Rowe Price)国际新兴市场股票基金A(troweprice.com);《新兴市场的默比乌斯》,作者J.马克·默比乌斯(J. Mark Mobius)。

图6.9 美国固定收益证券资产的特性描述

特 性	
描述:	作为一种重要的资产类别,美国固定收益证券在新千年开始时发行在外流通的总量已超过 14 万亿美元,是一种承诺由发行方向投资者支付报酬的证券,通常是以一系列息票和在最终到期日支付本金的形式。美国财政部中期国库券和长期国库券是美国固定收益证券市场的重要组成部分,并通常为绝大多数其他种类的债券类证券提供了定价的基准利率。美国固定收益证券的总收益常常包括:(1)息票的兑现;(2)息票收益的再投资;(3)投资者在持有期间内实现的任何资本盈亏;(4)拖欠的效应,如果有的话,加上或减去;(5)任何对冲活动的影响。影响美国固定收益证券收益的主要因素包括:财政、货币和汇率政策,经济活动的前景,总体物价水平的通货膨胀或通货紧缩,资产转移,发行量,投资组合变动情况以及收益曲线的形状。 选择: 美国固定收益证券涉及的因素包括:(1)到期期限,从 1 年到 10 年、20 年、30 年以及永久性证券;(2)息票形式,包括固定、浮动、扣除折扣以及零息票;(3)优先受偿程度,次要程度和信用质量;(4)特殊条款,例如看涨看跌条款、偿债基金、维持和替代资金、抵押或第三方保证以及保险;(5)形式,例如封闭式和开放式共同基金、单位信托、担保投资合同、转换所有权证券、抵押担保证券和资产保证证券、结构式债券、抵押保证债券,交易所交易基金和债券托管权证;(6)衍生生物工具,包括上市和未上市期权、期货、其他衍生生物工具和互换;(7)发行方类型,包括美国财政部,政府机关、市政(如一般抵押债券或收益债券)和企业(诸如公用事业、运输、制造业,以及银行/金融公司);(8)投资方法,包括买入并持有、互换、杠铃式投资组合(barbell),梯型投资组合(laddering),运用杠杆和基于期限和凸性的策略。

183

资产配置的艺术

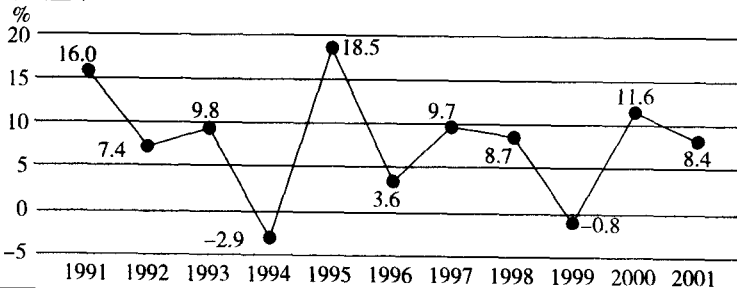
雷曼兄弟美国总债券指数¹

		月收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差					
				美国 股票	非美国 固定收 益证券	高回报 证券	消费者 价格指 数通货 膨胀率	现金
1976—1981 年	6	5.0%	5.1	0.34	NA	0.84	-0.15	NA
1976—1991 年	16	10.6%	8.9	0.34	NA	0.67	-0.23	-0.01
1976—2001 年	26	9.3%	7.8	0.30	NA	0.60	-0.14	0.08
1981—1991 年	11	13.4%	8.4	0.38	NA	0.55	-0.26	0.02
1981—2001 年	21	10.4%	7.9	0.32	NA	0.50	-0.13	0.13
1991—2001 年	11	8.0%	6.4	0.23	0.38	0.29	0.04	0.22

¹ 雷曼兄弟美国总债券指数数据从 1976 年开始可获得。

雷曼兄弟美国总债券指数

年收益率



续图 6.9

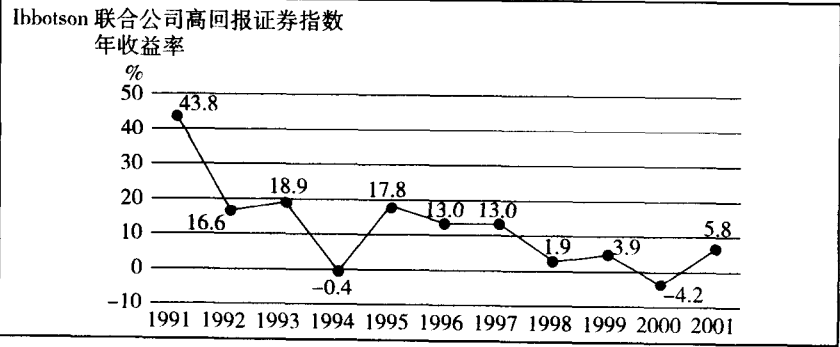
投资原理	风 险
● 由于通常能提供稳定的名义收益流和相对可预测的收益,美国固定收益证券能有助于抵消和/或预防已知预期债务的影响,收益的标准差常常大约是和美国外国股票、高回报债券、商品、房地产和对冲基金收益的标准差的一半,大约为私募股权和新兴市场债券与股票收益标准差的三分之一。 ● 由于投资长期债券而不是到期期限低于一年的短期债券而产生的所谓的债券到期溢价,在相当长的时期内,美国固定收益证券产生的名义收益通常比现金资产高一些(从1900年到2000年为5.1%对4.1%),产生的实际收益也比现金资产高(从1900年到2000年为2.1%对1.0%)。 ● 由于在股市突如其来下跌、经济发展情况持续恶化、企业盈利能力不能令人满意或被剥夺以及股市持续低迷或下跌的时候其收益的相关性常常为负值,美国固定收益证券可以成为一种有效的投资分散化工具并减少投资组合的不稳定性。美国国内债券的收益与非美国股票、新兴市场股票、私募股权、商品和房地产收益的相关性很小或为负值,与非美国债券以及一些对冲基金收益的相关性为正值,但不大。 ● 由于具有优先权,因而比股票能优先追索同一家发行方公司的资产和收益,因此美国固定收益证券可以作为:(1)一种灾害储备;(2)一种资本保全工具;(3)用于抵消其他种类资产价格较大幅度下跌的收入来源。 ● 美国固定收益证券市场的许多部分相对均一,市场容量大,研究比较透彻且价值体系比较有效,允许投资者根据基础核心利率以及与基础核心利率的差额的变化来确定自己的投资收益。	● 在20世纪的两种情况下的长时期内(一次大约持续20年,另一次大约持续35年),美国固定收益证券产生的名义和实际收益率相对较低。尽管各种高等级美国债券收益的相关性一般因其有些相同的特性而比较高,但是美国固定收益证券与美国股票回报的相关性常常有些不稳定,变化幅度由1926年至1969年的-0.02,到1970年至1980年的+0.23,再到1981年至1998年的+0.58。 ● 许多美国固定收益证券常常具有债券所特有的风险,包括:(1)市场风险(因利率上升而使资本价值下降,长期和/或息票较低的证券受到的影响最为严重);(2)信用风险(由于可能出现评级下降或债务拖欠);(3)再投资风险(利息或本金的兑付款可能不得以低于预期的收益率进行再投资);(4)提前兑付风险(债券或抵押证券被要求提前兑付的情况)。 ● 由于债券的收益和价格是由以下因素驱动的:(1)实际利率的变化;以及(2)通货膨胀预期的变化。这两种情况都可以从收益曲线正的、平的或负的斜率水平和程度看出来,债券收益的逐年波动率可能会很大。 ● 由于兑付是以名义而非实际货币单位计价的,美国固定收益证券受到通货膨胀风险的影响。在通货膨胀非常厉害的时候,债券可能会丧失其相当一部分购买力。分别以名义和实际利率计算,美国债券在1900年至1919年间产生的年名义收益率和年实际收益率分别为2.6%和-2.1%,1920年至1940年为5.5%和6.9%,1945年至1981年为2.0%和-2.5%,1982年至2000年为12.6%和8.9%。 ● 虽然很多种美国固定收益债券的有效性相对较高从而增加了获取α(超额收益)的困难,但是其他品种的美国固定收益债券具有以下的特点:定价准确性和透明度较低,买卖报价差异较大,且交易流动性常常受到削弱。

资料来源:《固定收益证券手册》(第六版),编著者弗兰克·J.法博齐(Frank J. Fabozzi);《乐观主义者的胜利:101年全球投资收益简史》,作者埃尔罗伊·迪姆森(Elroy Dimson)、保罗·马什(Paul Marsh)和迈克·斯汤顿(Mike Stauton);《债券市场:分析与策略》,编著者弗兰克·J.法博齐(Frank J. Fabozzi);《格兰特利率观察家》(grantspub.com);《Gimme 信用》(gimmecredit.com);《银行信贷分析师》(bankcreditanalyst.com);彭博社有限公司(Bloomberg.com);债券市场联合会(bondmarkets.com);在线债券交易公司(bondpage.com, tradebonds.com);市政证券规则制定委员会(msrb.com);晨星公司(morningstar.com);CMS BondEdge 网站(cms-bondedge.com);BrokerTec 全球有限公司(brokertec.com);DPC 数据公司(dpodata.com);所罗门兄弟收益表软件(yieldbook.com);债券资源(bondresources.com);PIMCO(pimco.com);巴克莱全球投资者交易所交易债券基金(barclays.com);先锋短期公司基金(vanguard.com);先锋长期免税基金(vanguard.com);摩根·斯坦利美国政府证券信托(morganstanleyindividual.com);Market Axess (marketaxess.com);MFS 多市场收益信托(mfs.com);《巴隆》(Barron's)杂志“经常性收益”专栏(barrons.com);美国财政部(treasurydirect.gov)。

图 6.10 高回报固定收益债券资产的特性描述

特 性	
描述:	高回报债券牵涉到各种程度的投资风险或投机因素,且正因为如此,被主要的几家证券评级机构将其排除在投资级别之下(标准普尔:低于 BBB-;穆迪:低于 Baa3)。从 20 世纪 70 年代晚期及 80 年代早期开始,高回报债券:(1)一直被用于为收购和杠杆收购融资,成长性资本,或为现有债券再融资;(2)一般期间为 7 至 12 年;而在许多情况下,(3)在发行后的 3 至 5 年内就可以兑现。高回报债券的信用等级有强、中、弱之分,也可根据行业部门和发行者来区分,还可以被划分成高信用等级债券(被评为 BB 或 Ba 级)、投机性更强的债券(被评为 B 或 B 级)以及各种压力程度的债券(被评为 CCC 到 D 级,或 Caa 到 C 级)。
选择:	除了其常见的现金兑现、固定利率形式之外,高回报债券还有许多创新性特色,有些获得了广泛的认同,而有些则只有很少几个例子。高回报债券的发行:(1)附带分割息票、构建(set-up)息票,或零息票;(2)附带收益率上升、兑付延后或分类偿还息票;(3)附带担保或股票单位;(4)附带息票可重新安排以及到期日可延长或可取消的特性。拖欠互换是一种信用衍生物,是双方为防范信用风险而签下的保险合同。有许多共同基金被组建起来以投资高回报证券,这当中有几只基金集中投资于针对非投资级别的借贷者的高级有担保的浮动利率银行贷款。

Ibbotson 联合公司高回报证券指数		月收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	总收益 的复利 年增 长率	标准差	美国 股票	美国固 定收益 证券	对冲 基金	房地产	现金
1971—1981 年	11	5.6%	10.3	0.55	0.84	NA	0.44	NA
1971—1991 年	21	10.3%	14.0	0.53	0.67	NA	0.49	-0.07
1971—2001 年	31	9.6%	12.6	0.52	0.60	NA	0.45	0.02
1981—1991 年	11	15.2%	15.1	0.52	0.55	NA	0.58	-0.05
1981—2001 年	21	11.9%	13.1	0.50	0.50	NA	0.48	0.06
1991—2001 年	11	11.2%	14.1	0.45	0.29	0.57	0.33	0.11



续图 6.10

投资原理	风 险
● 因为与美国国债和其他投资等级的债券相比具有较高的收益差额,所以在经济和金融市场周期的适当阶段,高回报债券产生的收益可能比常规债券的收益要高一些,可以与股票投资收益相匹敌。 ● 虽然在金融市场动荡间隔较长的时候其波动性较大,但是由中级和高级高回报债券组成的多元化投资组合收益的标准差常常比股票的要低很多。 ● 作为一种有效性稍微有些低,较少深入研究的资产,高回报债券可使投资者通过针对影响信用等级的因素进行透彻研究就可以获取超额收益(α),这些因素包括:资本结构和杠杆作用,现金流和流动性,契约以及资产质量,竞争情况和企业获利能力,获取贷款的难易程度和滚动贷款的风险,以及管理能力和发展前景。 ● 不管是否有担保,优先还是非优先,在拖欠的情况下,高回报债券比其他诸如普通股和优先股之类的资本品种可能具有更高的利率和优先追索权,从而在对公司资本结构进行重组时实质上获得优先的地位。 ● 偶尔在出现或持续多年发生周期性拖欠时,高回报债券可能会在货币政策大幅度放松且收益曲线斜率不断上升的时期产生较高的绝对收益。	● 特别对于某些处在经济和信用市场周期不同阶段的行业和公司,高回报债券的价值可能会出现因以下因素而大幅度下降的情况:信用情况恶化,来自资金情况较好的竞争对手的商业压力,事件风险(通常涉及额外的优先受偿的债务以实施购并),或拖欠(在2000年已发行的高回报债券中有5.9%拖欠,在2001年则有10.3%)。 ● 由于奉行机会主义的发行者和投资者相对集中,以及允许交易商卖空公司债券的信用衍生物的出现,高回报债券新发行的数量会出现极端(要么极多,要么极少)的情况,并且出现价格和收益跨年度或逐年大幅上下波动的情况,之后是持续时间相当长的平静期。 ● 主要由以下构成:(1)受制于不稳定的现金流的当前收益驱动及关注投资组合形象的高回报债券的共同基金;(2)不热衷的专业投资者谋求利用预期中的稍纵即逝的投资机会或按章程规定在证券的评级被降低到投资等级以下时将其抛出;(3)一定数量的个人投资者和高回报债券投资者常常创造证券市场的走势,可能会因为非经济性原因而出现同情心卖出。 ● 特别是在金融市场不利和/或商业银行及投资银行业业务出现收缩的时候,高回报债券市场可能会出现交易流动性较大幅度的下跌,出价与要价的差异扩大以及在合理的价格上较难出货或建仓。 ● 许多附有可提前兑付弥补性收入条款和其他契约条款的高回报债券可能会很难预料,并且在各种经济情况下,很难建模,受到发行方、投资者和中介机构的忽视或认识不足,导致未曾预见并且可能是不好的结果的出现。

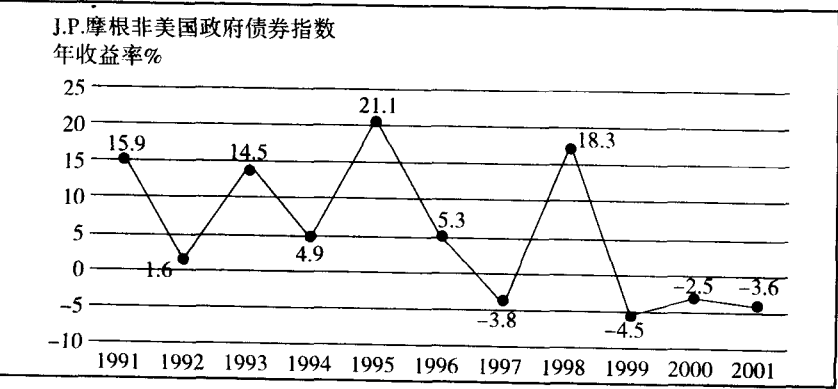
资料来源:《高回报债券:市场结构、估价与投资组合策略》,编著者西奥多·M.巴恩希尔(Theodore M. Barnhill);特普罗米斯高回报债券基金(troweprice.com);先锋高回报企业债券基金(vanguard.com);Van Kampen 优先回报信托(vankampen.com.);CSFB 高回报债券指数(csfb.com);雷曼兄弟高回报债券指数(lehman.com);美林高回报债券指数(ml.com);所罗门高回报债券指数(sbam.com)。

图 6.11 非美国固定收益证券资产的特性描述

特 性	
描述:	在 2000 年初发行在外的非美国固定收益证券的面值超过 17 万亿美元,是一种横跨许多国家、货币、行业、质量评级、到期日、结构和发行种类的大型而多元化的资产,包括主权国、跨国企业和其他种类的证券。非美国固定收益证券投资工具包括:(1)本国债券,由当地企业发行,根据本国证券市场监管条例以本国货币进行交易;(2)欧洲债券,在国外债券市场上,以第三国货币发行及交易,没有一个国家能单独具有裁决权;(3)外国债券,由非本地借款方发行以当地货币计价的债券,处于一个特定外国的监管之下;(4)全球债券,同时在欧洲债券及一个或更多外国债券市场发行并交易。外国债券中包括扬基债券(Yankee bonds,在美国证券市场发行并经美国证券交易会登记的美国债券),猛犬债券(Bulldog bonds,在英国市场上发行)以及武士债券(Samurai bonds,在日本市场上发行)。
选择:	投资非美国固定收益证券的途径包括:(1)直接购买利率固定和利率浮动的国库券、债券以及存托凭单,或者通过封闭式和开放式共同基金、对冲基金、单位信托以及交易所交易基金;(2)利率及汇率互换市场;(3)诸如期权、期货和认股权证之类的金融衍生生物工具;(4)各种形式的杠杆、回购协议及特殊结构。有关布雷迪债券和其他新兴市场债券的详细内容请参见新兴市场债券资产的特性描述部分。

时 期		复利年 增长率		月收益率与以下因素的相关性				
				美国 股票	美国固 定收益 证券	新兴市 场债券	新兴市 场股票	高回报 证券
1990—1993 年	4	11.7%	6.9	0.21	0.59	0.02	-0.00	-0.12
1990—1998 年	9	10.1%	8.6	0.10	0.36	-0.14	-0.03	-0.09
1990—2001 年	12	6.5%	9.7	0.11	0.40	-0.06	-0.02	-0.01
1994—1998 年	5	8.8%	10.3	0.00	0.16	-0.14	-0.09	-0.07
1994—2001 年	8	4.0%	10.2	0.06	0.28	-0.06	-0.06	-0.05
1999—2001 年	3	-3.5%	1.0	0.04	0.52	-0.18	-0.02	-0.10

¹ J.P. 摩根非美国政府债券指数数据从 1990 年开始可获得。



线图 6.11

188

资产配置的艺术

投资原理	风险
● 非美国固定收益证券能对所在国以及世界各国的货币、财政和汇率政策、经济和通货膨胀周期、机构的力量和政治形势、债务的付息、国际收支平衡表以及外汇储备情况作出反应,其常常能扩大投资者债券投资的机会,防范通货紧缩或金融突发事件。例如,在20世纪90年代这十年,日本债券的年收益率按日元算为5.4%,而同期日本股票的价格下跌幅度超过75%。 ● 由于非美国固定收益证券的收益形态为息票收入、息票再投资、资本价值变化、拖欠率以及汇率损益,则其为投资者提供相对较稳定定期的息票和最终到期日兑现,其长期名义回收率常常超过短期投资工具的收益率。 ● 由于能有助于发现国际资本市场的不足并通过积极的投资组合管理来获取α(超额收益),非美国固定收益证券能提高收益率并降低风险:(1)短期而言,在机会主义基础上(最佳前提条件为外国利率下降、货币相对于投资者的基础货币升值);或者(2)长期而言,不受外币是否在对冲的基础上持有的影响。 ● 当在未被对冲的外币计价的时候,许多非美国债券市场可能会降低整体投资组合收益的波动性,因为其收益的标准差比美国债券市场上的标准差要低一些。(由于外币汇率波动而增加波动性,如果以美元计价的话,非美国固定收益证券收益的标准差则要比美国固定收益证券收益的标准差高一些。) ● 部分是由于未对冲的汇率变动的影响,非美国固定收益证券与美国股票、新兴市场股票、私募股权、高回报债券、房地产和现金的收益之间的相关性较低,与国际固定收益证券和美国固定收益证券及对冲基金收益的相关性则偏高。(在投资国际固定收益证券时对冲外币风险常常会增加其与美国债券和其他几种资产类别收益的相关性。)	● 在20世纪,全球先后出现了四种汇率机制,在最新的机制——浮动汇率机制——中,美元经历了几个大涨大跌的周期;由此,通过非美国固定收益证券投资时,投资者会在外币对美元汇率上涨时大幅增加收益;而在外币对美元汇率下跌时收益将大幅度减少。由于外汇市场上各种因素的综合作用,据认为长期而言,未对冲的非美国固定收益证券收益应该与对冲的非美国固定收益证券收益大致相同;尽管如此,短期而言,由于以下因素我们很难精确预测汇率变动方向:(1)官方干预的效应;(2)投资组合与直接投资流量;(3)货币供应、利率、经济增长、生产力与通货膨胀差异;(4)技术革新与劳动力大军的灵活性;以及(5)政治与地缘政治形势。 ● 投资于国境之外可能会最终挽救或消灭投资组合的价值。在20世纪出现了全球化的趋势,货物、人员、资本的跨境自由流动障碍大为减少,几段较长时期内出现了禁运、高关税、竞争性货币贬值、武装冲突、极高的通货膨胀、债务遭拒绝偿付,以及经济衰退,导致投资者投资某些非美国债券遭受到了严重的损失。 ● 由于世界各个资本市场通过计算机、广播和通信技术、互联网、金融创新以及经济、财政、货币、汇率和通货膨胀政策趋于一致而日益融合在一起,非美国和美国固定收益证券收益的相关性可能会在长时期内有升高的趋势,从而降低投资组合分散化所带来的益处。 ● 非美国固定收益证券受到的债券固有风险与美国固定收益证券一样,包括市场风险、拖欠或信用风险、再投资风险、提前兑付风险以及系统风险。 ● 投资非美国固定收益证券可能会导致交易流动性较低而其他成本上升。例如:(1)信息收集、研究、监测、估价、托管和报告;(2)托管、转让和清算;(3)在本地证券市场及外汇市场的交割;(4)税负和其他义务;以及(5)对冲费用。

资料来源:《乐观主义者的胜利:101年全球投资收益简史》,作者埃尔罗伊·迪姆森(Elroy Dimson)、保罗·马什(Paul Marsh)和迈克·斯汤顿(Mike Staunton);《固定收益证券手册》(第六版),编著者弗兰克·J.法博齐(Frank J. Fabozzi);经济合作与发展组织(oecd.int);国际清算银行(bis.org);日本银行(boj.or.jp/en);欧洲中央银行(ecb.int);培顿(Payden)全球固定收益基金(paydenfunds.com);FFTW-Worldwide 核心基金(ftw.com);所罗门兄弟分析收益表(yieldbook.com);彭博社有限公司(bloomberg.com);所罗门兄弟世界政府债券指数(salomon.com);J.P.摩根全球政府债券指数(jpmorgan.com);InterSec 研究公司北美债券指数(intersec.com);PIMCO 全球债券基金(pimco.com);UBS 瑞银全球债券(ubs.com);摩根·斯坦利全球债券基金(morganstanley.com);以及瑞士信贷第一波士顿(csfb.com)。

图 6.12 新兴市场固定收益债券资产的特性描述

特 性	
描述:	新兴市场固定收益债券指的是基本上由主权借款人发行的固定收益投资工具,还包括由大多位于拉丁美洲(例如阿根廷、巴西、厄瓜多尔、墨西哥和委内瑞拉)、东欧(例如保加利亚、捷克共和国、匈牙利、波兰、乌克兰和俄罗斯)、亚洲(例如印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国)、中东地区(例如约旦、以色列和土耳其)以及非洲(例如埃及、科特迪瓦、尼日利亚和南非)的中等或较低收入国家的半主权和/或企业实体发行的固定收益投资工具。新兴市场债券工具包括欧洲债券、布雷迪债券、环球债券、可交易转让的银行贷款、本国债券、一系列其他证券品种以及在有些情况下与其相关的金融衍生生物工具。新兴市场债券最常用外币标价,例如美元、欧元及日元。新兴市场本土投资工具通常以借款方的本币标价。新兴市场债券既包括固定利率又包括浮动利率的主权国债券。这种债券实际上是因 1989—1990 年实施的布雷迪计划而创立的,这时美国财政部帮助将拖欠的商业银行贷款转为带息债券。这批最初的“布雷迪”债券中有许多由美国财政部提供履约担保,但稍后发行的新兴市场债券工具通常不再有债券的担保支持者。到 1998 年为止,所有的重大布雷迪债券计划都已完成,表明未被证券化的银行贷款市场被转化为债券市场。
选择:	新兴市场主权外国债券通常指的是以硬通货标价、由新兴市场国家发行的政府债券。外国投资工具在美国或欧洲市场上发行,受制于纽约或英国的法律法规。主权外国债务工具包括有担保及无担保的布雷迪债券、全球债券、欧洲债券和银行贷款。新兴市场主权本国债券通常在本国市场上发行,并由本国投资者购买。同样,这些一般受制于美国和/或英国的规定并以本国货币标价。新兴市场企业债券通常指的是新兴市场国家的公司发行的外债。新兴市场企业债券在国际市场上发行,主要由向国际投资者销售,通常受制于美国和/或英国的规定并且在绝大多数情况下,是以美元或欧元标价的。投资者可以通过开放式和封闭式共同基金以及包括互换市场的金融衍生生物工具来投资新兴市场债券。

189

资产配置的艺术

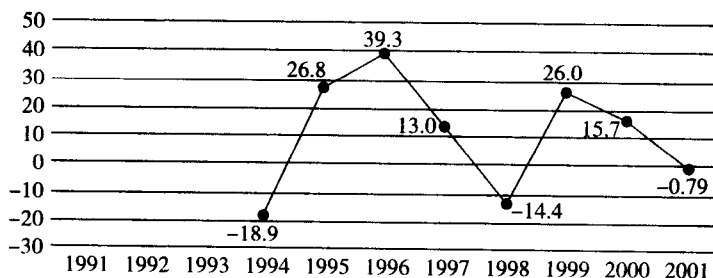
J.P. 摩根新兴市场债券指数(EMBI+)¹

时 期	年数	总收益的		月收益率与以下因素的相关性				
		复利年	增长率	美国	新兴市	美国固	非美国	高回报
		标准差		股票	场股票	定收益	固定收益	证券
1994—1998 年	5	6.7%	25.4	0.68	0.80	0.22	-0.14	0.63
1994—2001 年	8	9.1%	20.6	0.55	0.72	0.20	-0.06	0.46
1998—2001 年	4	5.5%	17.8	0.57	0.75	-0.02	0.05	0.45

¹ J.P. 摩根新兴市场债券指数(EMBI+)数据从 1994 年开始可获得。

J.P. 摩根新兴市场债券指数 (EMBI+)

年收益率%



续图 6.12

投资原理	风 险
●许多新兴市场国家的总人口众多且持续增长,拥有丰富的自然资源和/或低成本劳动力;根据几种经济指标,相当多的新兴市场国家的国民生产总值和人均收入也具有持续增长的潜力,对外贸易更具有竞争力及多元化,从而增强其发行债券的能力,有效地运用债券收益及支付利息。 ●如果根据多年的结果来考虑的话,新兴市场债券已经产生了较多年的收益,主要为高息票收入,接近或远远超过新兴市场股票收益以及许多其他固定收益资产类别的收益,例如美国投资级别和高回报企业债券。 ●作为一种因国而异受到全球信用和经济形势影响的资产,新兴市场债券收益与高等级美国和非美国债券收益的相关性通常较低,与新兴市场股票收益的相关性较高,与美国股票、非美国股票和高回报债券收益的相关性则稍高一些。在许多但并非所有时期内,特定新兴市场国家债券收益的相关性比许多其他新兴市场国家债券要低一些。 ●由于许多新兴国家正长期推行改革,投资者似乎对新兴市场债券的认同感和信心持续增加。在其他政策中,例如财政政策改善、金融市场自由化、放松管制和私有化、更加灵活的汇率调整和借外债的动力、更紧密融入全球经济体系中,对外国做法、技术、思想潮流以及更高水平的交流与信息披露的接受程度增加。 ●投资者通过评估主权国政治和金融形势,与其他固定收益工具的收益差,以及到期期限、抵押物、担保以及债券的其他具体条款来发现事件驱动的市场不足与可供利用的投资机会从而获取超额收益(α)。	●部分由于新兴市场国家的银行、汇率或经济体制的弱点,以及政治发展进程和巨大社会挑战仍在延续,一些新兴市场国家,例如墨西哥在1994年,几个东南亚国家在1997年,俄罗斯在1998年,巴西在1999年以及阿根廷在2001年,可能会面临包括债券价格大幅下跌,强迫投资者接受不利于自己的条款或干脆拖欠之类的金融危机。新兴市场债券已经受到过许多损害,因为缺乏清晰的并被广泛接受的程序来协调多借款机构、债务人和债权人各方的利益。 ●新兴市场国家很少能对自己的财富施加强有力的影响和控制;发达国家的经济周期常常对新兴市场国家的资本流入、定价能力、出口业绩、就业水平、国内生产总值和金融资产价格产生非常巨大的冲击。 ●由于在某一国家或几个国家同时出现金融困局(“金融传染病”)之前、之时和之后投资者避险和趋险的情况差别较大,因此新兴市场债券的波动性较大,其收益的标准差平均为美国及非美国债券收益的标准差的两倍以上,比美国及非美国股票收益的标准差则大约高15%—30%。 ●新兴市场债券发行、交易、价格发现、估价、清算和托管的有组织市场直到20世纪80年代晚期和90年代初期才初具规模,因此,因特定国家、地区或资产类别而异的新兴市场债券的流动性在最需要的时候却缺乏。 ●由于新兴市场债券的发行企业、中介机构和自由竞争者高度集中,因而价格常常过度地受到以下因素的影响:(1)经销商的仓位、活动和市场的看法;(2)发行企业的债券回购计划;(3)对冲基金、本地及非本地个人投资者,从债券市场上其他品种转换过来的机会主义投资者以及专注于新兴市场债券的机构投资者的介入或退出。

资料来源:国际金融研究所(iif.com);《经济学家》“新兴市场指数”专版(economist.com);J.P.摩根新兴市场债券指数(jpmorgan.com);J.P.摩根 EMBI-Plus 指数(jpmorgan.com);《新兴市场的默比乌斯》,作者J.马克·默比乌斯(J. Mark Mobius);GMO 新兴市场债券(gmo.com);SEI 国际新兴市场(seic.com);《新兴固定收益及货币市场手册》,编著者富兰克·J.法博齐(Frank J. Fabozzi)和艾伯特·弗朗哥(Alberto Franco);PIMCO 新兴市场债券基金(pimco.com);美林新兴市场债券基金(ml.com);摩根斯坦利新兴市场债券基金(morganstanley.com)。

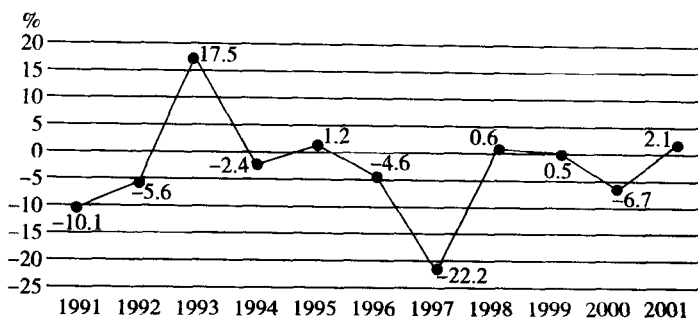
图 6.13 黄金资产的特性描述

特 性
概述: 黄金是一种贵重的黄色金属元素,不容易受到氧化或腐蚀,原子核中有 79 个质子,原子量为 196.967。一金衡制盎司黄金等于 1.0941 英常衡制盎司。第一批金币据传大约是在 2,700 年以前被铸造出来,从那以后,黄金在很长时间内一起与(或代替)各种其他形式的货币来作为交换媒介、价值储存工具和计价单位。举例来说,以君士坦丁堡为首都的拜占庭帝国在其 1,100 年的历史中,一直维持着基于黄金的货币经济。该国的金币,每个重量约为 4.5 克,被称作拜占庭币(bezant,又叫 Solidus 或 nowisma),从公元 324 年到 969 年一直在拜占庭帝国内外自由流通。 选择: 购买和销售黄金可通过很多种形式,包括:(1)最近铸造的法定货币和纪念币;(2)以前发行的金币和具有货币价值的金质奖章;(3)金条和金块;(4)金矿采掘公司的股票;(5)黄金期货和期权;(6)黄金信托票据,结构式债券以及黄金债券;(7)黄金珠宝和艺术品;(8)白银、铂金、钯金以及铑之类其他种类的稀有金属。如何及在何处收购黄金常常取决于投资者的动机、顾虑、投资量、目标以及个人的情况。

Handy & Harman 金条现货价格指数				月收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益的		美国	非美国	美国固		消费者
		复利年	增长率 标准差			定收益	房地产	价格指
		增长率	标准差	股票	股票	证券		数通货
								膨胀率
1971—1981 年	11	24.0%	44.1	0.02	0.32	0.00	0.00	0.12
1971—1991 年	21	11.3%	37.8	-0.02	0.22	-0.03	-0.01	0.15
1971—2001 年	31	6.6%	32.5	-0.03	0.20	-0.02	-0.01	0.18
1981—1991 年	11	-4.5%	17.4	-0.02	0.13	0.02	-0.04	-0.07
1981—2001 年	21	-3.5%	14.0	-0.04	0.12	0.02	-0.04	0.00
1991—2001 年	11	-3.1%	9.7	-0.14	0.08	-0.01	-0.10	0.16

续图 6.13

投资原理	风 险
●几个世纪以来,黄金的内在价值由于其稀缺性、美观、耐久性、不可破坏性、延展性、可塑性、易携带性、可分割性和匿名性而广为人们所接受。 ●不像许多受人为控制的纸币体制,黄金的供应增长缓慢且供应弹性相对较弱;黄金被认为是惟一一种不受制于另一方的货币资产。 ●在许多以前发生高通货膨胀、环境灾难、金融市场动荡、通货紧缩冲击、货币体制崩溃、地区不稳定、军事行动或社会秩序和信心发生崩溃的时期,黄金被看作是一种保险保障和避风港。 ●在相当长的时期内,与诸如衣、食、住之类人类基本需求相比较,黄金一直保持其购买力。 ●黄金与几乎所有其他资产类别的收益相关性为负值或非常低。	●实体黄金没有收益,通常在交易量相对很小且流动性偏低的市场上交易,大量运输起来比较麻烦,可能会因化验、托管、税负、分割和保险而产生成本,并且在形势不稳定的时候很难买到。 ●因为黄金有时候被看作是一种具有争议性、反抗传统的“原始纪念物”,它可能通过封存保管箱和其他武断给黄金定价以及申明黄金支付条款无法执行等措施被政府没收。 ●在金融和地缘政治形势长期稳定的时候,黄金价格的波动区间可能会非常狭小,影响该波动区间的因素有:(1)实际利率水平;(2)珠宝、工业用途以及储存带来的需求;(3)供应源头,包括金矿开采公司的新发现、生产、卖出期货和对冲活动,黄金碎屑的循环利用,以及中央银行销售和借出黄金的活动。 ●虽然作为一种资产,黄金可能会被认为是一种保守型投资品种,但是黄金市场的一些参与者被认为包括投机型及追逐市场走势的交易商、促进者、阴谋论者,以及观点可能缺少客观性的教条主义参与者。 ●由于实质上附带有与黄金价格潜在上涨相关的选择权条款,黄金开采公司股票价格把风险转移到黄金价格波动上来,有时候估价过高,有时候也很难通过常规方法来估价。

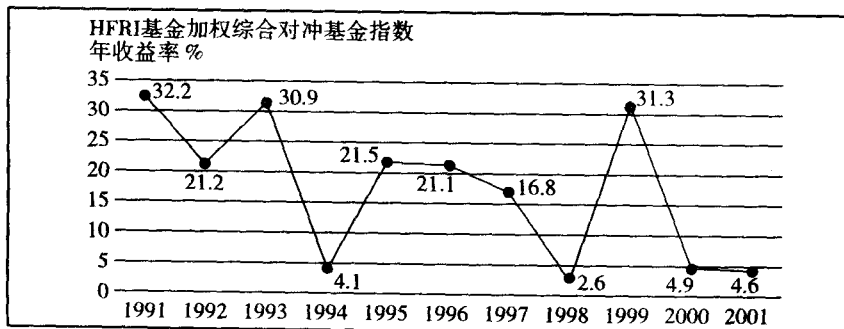
Handy & Harman 金条现货价格指数
年收益率

资料来源:世界黄金协会(gold.org);金矿矿物年度黄金调查(gfms.co.uk);金鹰黄金研究中心(gold-eagle.com);美国钱币奖章收藏者协会(ana.org);美国铸币厂(usmint.org);美国经济研究所(aier.com);《金色的永恒》(The Golden Constant),作者罗伊·贾斯特拉姆(Roy Jastram);富时(FTSE)金矿指数(ft.com);高盛贵金属次级指数(gs.com);Handy & Harman 贵金属(1-800-24 克拉);MSCI 国际金矿次级指数(msci.com);费城股票交易所 XAU 金矿、银矿股票指数(phlx.com);以及多伦多股票交易所黄金与贵金属指数(tse.com)。

图 6.14 对冲基金资产的特征描述

特 性	
描述:	严格地说,对冲基金本身并非是一种资产类别,而是一种私募的集合投资工具,通常采取种类多样、非传统或传统、定向或非定向的策略,以实现超越金融市场实际运行状况的持续绝对正收益。这些策略包括:(1)主流市场的做多、做空、套利以及对冲;(2)杠杆和衍生金融品种;(3)机会主义和动态性的交易行为或者富有耐心且反复验证的投资行为。对冲基金主要可分为以下几个大类:(1)事件驱动基金(注重特定领域如兼并套利、超跌证券以及重组或破产的情形);(2)相对价值基金(注重特定领域如可转换证券套利、固定收益证券套利或者统计套利);(3)市场中性基金(注重空仓和多仓的抵消以避免对市场的定向操作);(4)多空基金(注重最大化投资选择的成果和改变多空仓比例以实现设定的市场风险承受度);(5)全球基金(注重股票、债券、主要类型的商品、其他资产类别及其相关的衍生品种的变化趋向)。有些市场参与者使用“绝对收益策略”来概括多数主要类型的对冲基金的投资策略。
选择:	对冲基金可有多种组织形式,包括有限合伙企业、有限责任公司、私募投资公司、封闭式对冲基金、多空以及兼并套利共同基金、镜子基金(mirror funds)、组合/分散式证券投资基金、离岸保险公司以及税款递延保险单、被动外国投资公司(passive foreign investment companies, PFICs)、受控外国公司(controlled foreign companies, CFCs)、担保基金义务(collateralized fund obligations, CFOs)、对冲基金孵化器或者集合体、组合型基金(funds of funds)、基金认股权证基金(fund of fund warrants)以及对冲基金结构式债券(hedge fund structured notes)。

HFRI 基金加权综合对冲基金指数				月收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益的		美国股票	高回报证券	美国固 非美国		现金
		复利年	标准差			定收益	固定收	
		增长率				证券	益证券	
1990—1993 年	4	22.1%	12.2	0.70	0.68	0.32	0.39	-0.29
1990—1998 年	9	16.9%	11.0	0.71	0.63	0.18	0.46	-0.13
1990—2001 年	12	15.9%	11.6	0.70	0.59	0.13	0.54	-0.10
1994—1998 年	5	12.9%	9.2	0.78	0.68	0.09	0.61	0.10
1994—2001 年	8	12.9%	10.7	0.71	0.58	0.04	0.68	0.01
1999—2001 年	3	16.9%	11.3	0.68	0.52	-0.02	0.78	-0.07



线图 6.14

投资原理	风 险
●可能部分是因为对冲基金能够吸引在投资界中才华横溢且勤奋的基金经理,无论在什么金融市场状况下,相对于积极的基金经理和消极的传统型资产类别基准来说,对冲基金都提供了有吸引力的,且可能更高的风险调整收益和资产保全。 ●由于反映了年度投资业绩更大的连贯性,对冲基金的收益标准差常常与美国、国及非美国债券的收益标准差大约相等,是美国及非美国股票收益标准差的一半到三分之一。 ●由于对冲基金集合产生的收益模式具有典型的抵消作用,对冲基金是单一对冲基金的一半到三分之一。 ●由于其组织上的灵活性、技巧、知识、洞察力、专业化、缺乏限制以及可以卖空、运用差额并运用金融衍生品和非线性策略,对冲基金常有許多机会,允许投资者发现不能利用的绝大多数其他投资主体不能利用的投资机会。 ●由于给定对冲基金的收益来源于一个或几个经理发现并利用金融市场上具体的定价错误的技巧,单只对冲基金收益与美国及非美国股票收益的相关性可能会从低到高,与新兴市场股票和私募股权收益的相关性都很低,与美国及非美国债券收益的相关性通常较低。各种类型的对冲基金的收益相关性较低,表明几只对冲基金的结合可能会显著降低投资组合的波动性。 ●由于强调从市场的不足、异常、紊乱、复杂的形势以及特殊的分析方法中来产生收益,就整体而言,对冲基金常常具有较低的系统性(整个市场)风险以及产生高α(超额收益)的机会,在第一个25%和第三个25%人员之间的收益中很大的特殊部分和离差,比绝大多数种类的美国及非美国股票和债券的积极资产管理人还要高。	●研究对冲基金的过程需要花费大量的时间和资金,鉴于新加入者的数量众多,所以额外关注、谨慎以及适当的勤勉显得尤为重要。因为:(1)在1969—1970年及1973—1974年股市熊市期间产生破坏性的损失和许多对冲基金关门大吉;(2)在1998年后因资产管理人不能胜任、风格发生重大偏移、对收益和投资策略的误导性陈述以及对杠杆和倒置衍生工具的不当运用而导致几个基金流动性事件被高调曝光;(3)由于新资金大量流入而使收益偶尔不能维持下去;(4)对市场价格、相关性、期限结构、非线性,以及波动性的风险、同行信用风险、筹资和资产流动性的评估和管理不善;(5)波动性较大的仓位或品种所占比重过大;(6)管理人跳槽的风险,组织不成熟,和/或专业人员流动性较大。 ●分析、理解对冲基金的投资业绩表现并将其与基准指数、互相之间,以及其他资产类别比较可能会非常困难。因为:(1)历史纪录相对较短,收益非正常分配,报告方法不标准且有随意性,有些经理人和基金子类别缺少策略透明度,缺少基金次品种;(2)特定基金是否对新加入的投资者开放不确定;(3)不同对冲基金策略之间以及策略相同的单个对冲基金之间异化的程度较高;(4)可能存在幸存偏见、选择偏见、回补(backfill)偏见、年龄偏见、大小偏见以及连续相关性偏见;(5)有些基金可能会高估流动性差的仓位价值并低估负面金融市场形势变动对其影响的程度。 ●投资于对冲基金总是需要支付较高的年度管理费及业绩费,锁定期较长,并且资本投资与撤回条款较苛刻。 ●对冲基金中的多元化很有必要,因为:(1)仓位集中和/或特定基金中的杠杆作用较大;(2)由于市场波动性小、交易差额较小以及交易活动减少而造成某些基金的投资机会变动;(3)有些策略可能会产生非常短暂的收益而其他某些策略则可能产生更加一致的收益模式。 ●由于许多对冲基金的较快交易速度和短期收益趋向,税前和税后收益差可能会非常巨大,从而为其有限的合伙人带来较重的税务负担。

资料来源:《投资对冲基金》,作者约瑟夫·G.尼古拉斯(Joseph G. Nicholas);《对冲基金手册》,作者斯蒂法诺·拉维尼奥(Stefano Lavinio);《评估与执行对冲基金策略》,编者罗纳德·A.雷克(Ronald A. Lake);《谨慎投资者对冲基金入门》,作者詹姆斯·P.欧文(James P. Owen);《另类资产投资策略手册》,编者托马斯·施内韦斯(Thomas Schneeweiss)和约瑟夫·佩斯卡特(Joseph Pescatore);《天才失败的时候:长期资本管理的沉浮》,作者罗杰·洛温斯坦(Roger Lowenstein);范氏对冲基金顾问国际指数(vanhedge.com);苏黎世资本市场指数(zcmgroup.com);基金管理联合会(mfainfo.org);对冲基金中心(hedgefundcenter.com);对冲基金天地市场(hedgeworld.com);对冲基金研究有限公司股票对冲基金指数(hfr.com);塔斯(TASS)国际研究(tassresearch.com);对冲基金联合会(thehfa.org);剑桥联合公司(cambridgeassociates.com);Cerulli 联合公司(cerulli.com);PlusFunds(plusfunds.com);波士顿合伙公司长短期股票基金(boston-partners.com);套利基金公司(thearbund.com);并购基金(Westchester 资本管理);“对冲基金经理的正确做法”,作者为卡克斯顿(Caxton)公司、金顿(Kingdon)资本管理公司、摩尔资本管理公司、索罗斯基金管理公司和图德(Tudor)投资公司;“追求超额收益还将继续”,作者亚历山大·M.伊纳臣(Alexander Ineichen)(usbw.com)。

图 6.15 通货膨胀调整证券资产的特性描述

特 性	
描述:	通货膨胀调整证券指的是本金和/或息票支付额根据一个被普遍接受的物价指数测算的物价总水平而调整的债券。在 1997 年 1 月,美国财政部开始拍卖资本调整债券,又被称作财政部通货膨胀保值证券(TIPS)或财政部通货膨胀调整证券(TIIS)。TIPS 最初的期限为 5 年、10 年和 30 年,每半年支付一次固定的实际票面利率乘以本金数的数量,本金每月向上调整。该本金增加额在证券到期时支付给投资者,并在 3 个月滞后期内由非季节性调整的针对所有城市消费者的消费者价格指数(CPI-U)决定大小。TIPS 是不可提前兑现证券,期限也比较长,这是因为其总收益中的很大一部分是以在最终到期日支付的根据通货膨胀而调整的本金数的形式支付的。一旦在 TIPS 债券期间内出现极其不可能的累积性通货紧缩,其本金数由美国财政部保证按其最初面值进行补偿。
选择:	除了 TIPS 之外,其他种类的资本调整债券(以及在更少的情况下,付息债券和指数化年金债券)发行的数量比较有限。到期期限和结构也有许多种,发行方有联邦政府机关、企业和市政当局,有时候由非美国发行方在 20 个以上的外国资本市场上发行较大的数量。有几只通货膨胀保值共同基金试图获得超过年管理费的收益,通过发行方、到期期限选择和其他战术从供求不平衡、季节性因素、收益曲线变动以及对通货膨胀预期的变化中获得利益。有些投资者密切关注期限相同的常规美国国债和 TIPS 收益的损益平衡区间,如果实际通货膨胀率预期超过损益平衡点的话就偏向选择投资 TIPS;如果实际通货膨胀率预期低于损益平衡点的话就偏向于选择投资常规美国国债。由于新购债券受到年人均限制,初级系列通货膨胀调整美国储蓄债券具有许多类似 TIPS 的特征。

Bridgewater 公司和雷曼兄弟公司 TIPS 指数

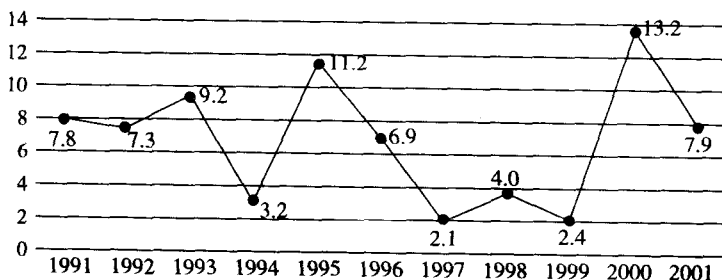
月收益率与以下因素的相关性

时 期	年数	总收益的		美国 股票	美国固 定收益		高回报 证券	现金	消费者 价格指 数通货 膨胀率
		复利年 增长率	标准差		证券	证券			
1971—1981 年	11	11.8%	4.4	0.05	0.83	0.37	NA	0.43	
1971—1991 年	21	10.4%	4.0	0.14	0.80	0.32	0.14	0.34	
1971—2001 年	31	9.2%	4.2	0.12	0.76	0.28	0.20	0.36	
1981—1991 年	11	8.9%	2.8	0.31	0.87	0.37	0.06	0.08	
1981—2001 年	21	7.8%	3.4	0.21	0.80	0.30	0.14	0.17	
1991—2001 年	11	6.8%	3.6	0.08	0.69	0.09	0.18	0.25	

注: 1971 年到 1997 年 2 月用的是 Bridgewater 公司的模拟 TIPS 数据; 1997 年 2 月后用的是雷曼兄弟公司 TIPS 数据。

续图 6.15

投资原理	风 险
● TIPS 通过不断稳定支付实际利息并且对本金不断进行调整,使其能够与消费型商品和服务价格的上涨保持协调一致性,以此来有效对冲通货膨胀。 ● 由于 TIPS 在几十年经济和金融周期内出现的通货膨胀具有高度的相关性,因此其 1 至 10 年收益与美国及非美国股票收益期限相类似的常规美国债券以及另类资产的相关性非常低或者为负数,与现金工具收益的相关性为中等到较高。 ● 由于真实利率的相对稳定性,其波动性相当于名义利率的 1/3 到 1/2。TIPS 一般表现为低波动性资产,其年收益的标准差趋向于为股票或类似期限债券的 1/4 到 1/5。 ● 由于年收益的标准差较低,与其他的多数资产 1 至 10 年收益的相关性较低或为负值,以及与常规债券实际收益相比其实际收益较高, TIPS 能降低资产投资组合的长期风险总水平。 ● 由于在不同金融环境下与其他资产类别相比对价格反应的程度不同,及其在实际利率稳定或下降同时伴有通货膨胀率上升的时候具有较好的特性,因此在适当的情况下, TIPS 可以作为一种替代类似传统型债券的资产的有效多元化投资品种,在有些情况下或许将更大投资比重放在类似股票的资产和/或另类资产上。	● 对于须纳税的投资者来说, TIPS 的半年度实际利息支付每年都要被当作普通收入缴税;即使对本金的月度通货膨胀调整额也要直到债券的最终到期日才被投资者收到;这种“隐形收入”额每年也都必须纳全税。在纳税负担相当高及 CPI 通货膨胀率较高时, TIPS 常常会产生负现金流。因此,须纳税的投资者可能需要在税收递延账户中持有 TIPS 和/或另行考虑投资免税型通货膨胀保值证券 (TEIPS)。 ● 取决于 TIPS 的期限和实际利率上升的幅度,较高水平的实际利率能够造成投资于 TIPS 上的资本损失。实际利率的水平通常受到影响资本供求关系的因素波动的影响,例如实际经济增长率、联邦预算和/或国际收支平衡表盈余或赤字以及货币政策。 ● 在持有期为一年或更短的情况下, TIPS 可能会因为与传统型债券收益的相关性适中或较高而丧失其部分有利的多元化特色,此时收益相关性受实际收益和名义收益、质变效应以及其他因素的短期常见波动的影响。 ● 在预期通货膨胀率下降、通货膨胀率实际下降或者通货紧缩的时候, TIPS 的收益常常会低于具有同样到期期限的传统型债券的收益。 ● TIPS 所具有的一些潜在的复杂特性与以下因素相关: (1) 其作为一种相对较新、未经检验、不为人所知、流动性有些偏低、具有较大买卖报价差额的投资工具出现在 1997 年后; (2) 预期通货膨胀率、通货膨胀风险溢价、名义利率和实际利率的走向及其与 TIPS 的互动; (3) 美元对外购买力下降可能超过其对通货膨胀国内调整的风险; (4) 适用的消费者价格指数中断或以与 TIPS 投资者完全相反的风格被根本改变时,美国财政部可能采用的各种临时指数的有效性。

Bridgewater 公司和雷曼兄弟公司 TIPS 指数
年收益率 %

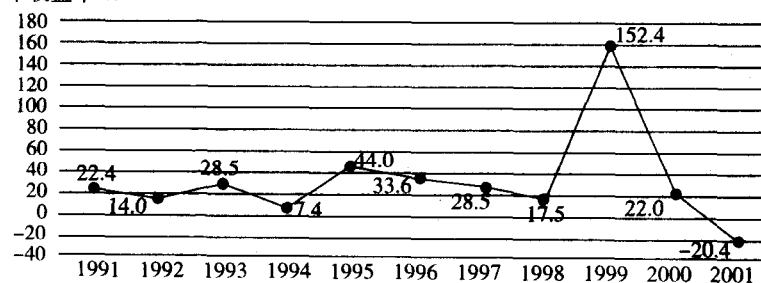
资料来源:《通货膨胀调整债券手册》,编著者约翰·布莱恩耶尔夫森 (John Brynjolfsson) 和弗兰克·J. 法博齐 (Frank J. Fabozzi); 第一期美国储蓄债券 (savingsbonds.gov); BondHelp 网站 (bondhelp.com); 美国储蓄债券顾问公司 (savingsbonds.com); Bloomberg ILB <Go> 以搜寻美国政府、市政和企业通货膨胀调整债券 (bloomberg.com); 巴克莱通货膨胀调整债券总收益指数 (barclays.com); 雷曼兄弟公司通货膨胀调整债券指数 (lehman.com); 所罗门通货膨胀调整证券指数 (salomon.com); 美国世纪通货膨胀调整基金 (americancentury.com); 布朗兄弟哈利门 (Harriman) 通货膨胀调整证券基金 (bbh.com); 富达通货膨胀调整债券基金 (fidelity.com); 太平洋投资管理公司 (Pimco) 实际收益债券基金 (pimco.com); 以及先锋通货膨胀调整证券基金 (vanguard.com)。

图 6.16 私募股权资产的特性描述

特 性	
描述:	私募股权这个术语指的是范围广泛的投资活动,通常被划分为两大类:风险资本和杠杆收购(LBO),这两者的区别主要在于股权投资的典型规模,被投资公司的技术风险性程度或发达成熟程度以及债务在交易中的数量和作用。风险资本指的是对未来具有高增长潜力的私有公司进行的早期股权投资,包括:(1)物色、孵化、播种或早期注资;(2)新建立时期、产品原型时期或扩展阶段的注资;(3)夹层或结构化融资利用具有类似股票特征的债券;和/或(4)当预期在一段确定时期能上市的公司处于成熟阶段时进行注资。杠杆收购指在更成熟的现有企业中100%控股或拥有相当大的控股权,可包括管理层收购(MBO)、测试或者将可能处于财务或经营困境中的具有稳定业务的公司进行转型。通过自身的知识、经验、交际、管理人员挑选技巧以及稳健的涉入,同时投资于风险资本和LBO的私募股权投资者有时会试图通过以下途径来增值:(1)发现有利可图的机会;(2)评测、组织或重组财务交割;(3)在战略和战术上影响被投资公司的结构、经营状况、生存、发展和盈利能力;(4)在时机和价格适当的时候从所投资企业中退出。
选择:	虽然有相当多的私募股权投资是直接由企业、机构和个人投资者实施的,但是较大多数的私募股权是由合伙投资企业的普通合伙人负责管理的,而大多数的资本由有限合伙人提供。这类合伙制企业可能具有很多目标,或者可以通过其发展阶段、行业、地区或预期活动规模大小来划分。私募股权投资的途径包括一个或一个以上单个投资公司或合伙制企业、组合型基金、封闭式基金、共同投资机会,以及专注于投资发达的国际市场或新兴市场的实体。其他形式的私募股权投资工具包括:(1)PIPE注资(私人投资于公众股权),指的是公众股的私下配售,通常在主流市场价格的基础上打一个折扣并且常常具有其他结构性特色;以及需具备相关方的同意和批准;(2)在二级市场上收购现有几个有限合伙人在合伙企业中的股权。

风险经济学公司全私募股权基金指数

		年收益率与以下因素的相关性						
时 期	年数	总收益的		美国固				
		复利年	标准差	美国	定收益	非美国	对冲	现金
		增长率		股票	证券	股票	基金	
1971—1981 年	11	70.0%	53.3	0.88	NA	0.78	NA	NA
1971—1991 年	21	37.2%	14.4	0.65	-0.26	0.40	NA	0.18
1971—2001 年	31	34.0%	42.1	0.57	-0.27	0.40	0.59	-0.07
1981—1991 年	11	7.6%	16.7	0.62	0.32	0.12	NA	-0.21
1981—2001 年	21	16.6%	35.0	0.38	-0.19	0.19	0.59	-0.26
1991—2001 年	11	26.8%	43.3	0.37	-0.30	0.56	0.56	-0.14

风险经济学公司私募股权基金指数
年收益率 %

续图 6.16

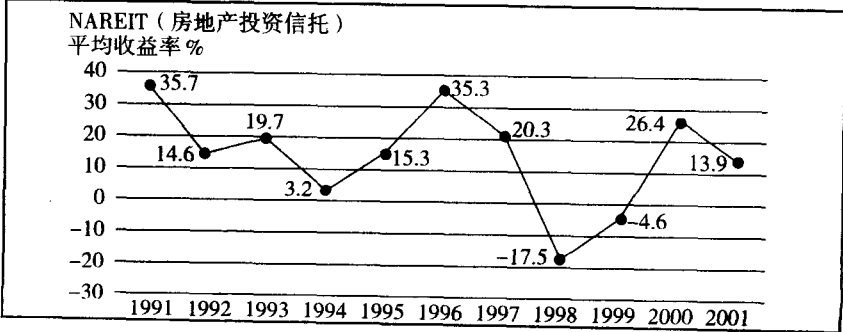
投资原理	风 险
●如果在几个市场周期内进行评测的话,私募股权投资产生的名义收益和实际收益的复利年增长率常常相对较高,在许多情况下远远超过上市交易的美国及非美国股票的收益。私募股权投资收益一般来说类似于,如果不是等于的话,因企业家努力支持和奖励企业冒险以及在大牛市环境下潜在在收益大幅度增加所累积的收益。 ●因为私募股权投资常常需要有集中于特定公司而非特定金融市场的技术、理念、产品、人员或企业管理技巧以及重组活动,所以私募股权与绝大多数其他资产类别收益的相关性通常较低,包括美国股票、非美国股票、新兴市场股票、现金、对冲基金、高回报债券、商品和房地产,与美国及非美国债券收益的相关性通常为负值。因此,私募股权可以看作整个投资组合中的有效的多元化资产。 ●在企业家和/或普通合伙人的判断技巧中,有效投资的判断主要是对战略性定位、竞争优势、创新、定价和人的判断。私募股权给予前 25% 的投资人利用独特的或不同寻常的形势通过拐点、市场无效性和定价不规则性获取较高的超额收益(α)的机会。 ●私募股权投资常常投资于正经历巨大转变或资本匮乏的行业,并且可能会鼓励对专业化和运作技巧的应用,风险资本则投资于诸如生物技术,计算机软件存储和服务、光学、互联网内容管理以及其他技术密集领域,而杠杆收购则投资于诸如消费产品之类的行业和其他现金流量稳定的产业。 ●由于投资者或投资者的普通合伙人能对被投资公司有更大程度的直接接近、联系、参与以及潜在控制,私募股权能让企业和个人的激励措施更紧密一致,更及时地更换业绩不佳的经理人员或资产,或者与其他现有企业或投资项目进行战略性协调。	●私募股权投资的特色有:(1)现金的非正常流入和流出,这是因为投资者的资金需要不时地投入,直到全部资本投入完成,以及资本支出在时间和形式(资金和股份分布)上是不确定的;(2)流动性低,典型的合伙型企业经营期为七至十年或更长,缺乏标准化的锁定标的和撤销条款以及很难自由转让投资。 ●私募股权投资投资的异常或潜在的不适合因素包括:(1)可在很大程度上将投资自由割让给普通合伙人,以及任何可适用的见解、冲突解决方案或普通合伙人替换条款;(2)较高的最低资本投入要求,未支出资本的管理费以及有限合伙人决定不继续承诺投入资本的惩罚;(3)严重依赖于一个或两个比较成功的投资项目产生高额预期收益,如果没有这些项目的话,实际收益可能会下降 40%—50% 之多。 ●因受到收益丰歉波动、资金的募集和运用情况、被投资公司所处行业、投资项目的数量、专注于新的还是已有的投资项目、投资者预期,对弹性收入的预期、估价、竞争性出价的情况、合同的定价、筹资难易度、运用的杠杆作用,以及退出机会的影响,私募股权投资收益可能在一定时期内波动性较大,产生的收益标准差比公开上市的美股及非美国股票的收益标准差要高很多。 ●私募股权投资的成本并不很大,通常是投入资本的 1%—2% 加上 20% 的浮动或利润所得的一部分;此外,私募股权投资者可能会有很重的法律、查核、信息、税务、谈判、会计、咨询、监测以及管理费用负担。 ●很难将一个组建期的合伙企业“成功年份”的收益与另一个进行比较,因为:(1)验证和分析内部收益率(IRR)这种业绩评测标准的内在困难;(2)生存偏见与选择偏见对报表结果的可能影响;以及(3)保守的波动性以及由于使用历史账面价值、相对不经常的评估方式以及假设变现价值而不是公开交易的价格造成对投资项目真正价值的认识被延后或者不准确。

资料来源: Asset Alternatives 公司(assetnews.com); 风险经济学公司(ventureeconomics.com); 全国风险资本联合会(nvca.org); 欧洲风险资本联合会(evca.com); 私募股权中心(privateequitycentral.net); 《公司收购新闻》(buyoutsnewsletter.com); 《风险资本杂志》(venturecapitaljournal.net); 《德勤风险资本季度观察》(us.deloitte.com); 普华永道资金树风险资本观察(pwcmoneytree.com); Off-Road 资本(offroadcapital.com); 直接配售有限公司(placementtracker.com); 《发明出来的钞票》,作者(Paul A. Gompers)和(Joshua Lerner); 《天使投资:将创业基金用到创业公司上》,作者罗伯特·J. 鲁宾逊(Robert J. Robinson)和马克·范·奥斯纳布拉格(Mark Van Osnabrugge); 《私募股权分析师》(assetnews.com); Kleiner Perkins Caufield & Byers (kpcb.com); Kohlberg Kravis Roberts (kk.com); Welsh Carson Anderson & Stowe (welshcarson.com); 卡莱尔集团(The Carlyle Group) (thecarlylegroup.com); 3i(3i.com); Mevc(mevc.com); 私人资本(futuredex.com); 剑桥联合公司加权综合私募股权指数(cambridgeassociates.com); Venture One(ventureone.com); Venture Law Group (venlaw.com)。

图 6.17 房地产资产的特性描述

特 性	
概述： 从广义上说，房地产指的是一种有形资产，例如土地、建筑物、石油和矿产所有权，或使所有者具有拥有、享受、租赁给另一方以及处置权之类的农作物。房地产可以与汽车和牲畜之类的动产和私人财产区别开来，是一个大而零碎的由不同财产类别、地理位置、直接及非直接的所有权结构，以及从产生高度可预测收益的财产到收益纯粹是资本价值变动的函数的投机性资产组成的集合。给房地产估价有三种相关但有时并不精确的方法：(1)一种财产能够产生的现金流量的可预测性、数量、增长和财务规划潜力，以及购买方愿意为此现金流量而支付的金额(这种方法被称作净现值法)；(2)对于类似财产价格的评估；以及(3)使用息前折旧资产的净营业收益，除以收购价格。影响房地产的两个重要法案包括：(1)1960年的房地产投资信托法案，目的为增加房地产的公众份额所有权；(2)1986年的税务改革法案，该法案扫清了绝大多数房地产税收障碍。 选择： 在公共证券市场上购买房地产和其他实体财产可以通过直接投资或共同基金投资来实现：(1)专门投资位于美国、欧洲和亚洲的公寓、办公/生产用房、宾馆、零售和其他类型房地产的房地产投资信托(REIT)；(2)非房地产投资信托的房地产运营企业；(3)宾馆、赌场和医疗产业等具有大量房地产的公司的股票；(4)与房地产有关的公司，例如住房建筑商、建筑公司以及房地产保险公司(TITLE INSURERS)。美国及非美国房地产和其他实体资产的非公共市场规模是公共市场的许多倍，包括(1)所有者居住的住房、第二处房产、单一家庭租住的房产，以及更小的商用房产；(2)全资拥有的房地产、参与房地产投资机会的基金、核心基金以及其他种类的专门投资于业绩较差资产的或与合伙赞助人共同投资的其他类型的基金；(3)农田、林地和林木，以及石油和天然气资产。	

NAREIT(房地产投资信托)								
				月收益率与以下因素的相关性				
时 期	年数	总收益的		美国股票	美国固定收益证券	非美国股票	对冲基金	TIPS
		复利年增长率	标准差					
1972—1981 年	10	11.8%	21.2	0.64	NA	0.44	NA	-0.05
1972—1991 年	20	12.9%	18.0	0.64	0.24	0.39	NA	0.02
1972—2001 年	30	12.5%	16.9	0.54	0.21	0.34	NA	0.04
1981—1991 年	11	13.3%	14.7	0.67	0.33	0.38	NA	0.17
1981—2001 年	21	12.5%	14.7	0.49	0.25	0.30	NA	0.13
1991—2001 年	11	13.6%	16.1	0.29	0.16	0.21	0.36	0.10



续图 6.17

投资原理	风 险
● 由于其相对比较直接的收益产生方式,房地产资产中的几个部分具有重要的防守型特色。可使现金流量在一定时期增加的机会也会使房地产在经济和人口环境较佳时繁荣起来。房地产投资信托(REIT)的收益常常会超过债券收益并且与股票收益不相上下。 ● 部分是因为其收益在很大程度上受到特定资产供求关系的影响,房地产资产收益与美国及非美国的发达国家的股票收益的相关性较低,与美国及非美国的债券、高回报债券以及新兴市场股票收益的相关性稍微为负值;因此可以作为投资组合中的有效多元化工具。房地产种类和地理位置的不同也允许投资者在房地产行业内部和跨房地产品种之间进行分散化。 ● 由于房地产是一种有形、可见,甚至在美学上令人赏心悦目的资产,根据行政区划法规、开发限制或土地管理及保护政策,其供应量比较稳定且不能立即扩张,而且其产生收益的能力和/或资本价值受到诸如就业趋势、移民、新住房开工建设以及长期通货膨胀率的影响,许多形式的房地产可以在总体物价水平上涨时起到对冲的作用。 ● 部分是因为对许多种物业实施评估程序的相对稀少及主观性,房地产收益的标准差通常比股票收益的标准差要低,而对于房地产投资信托来说,其收益标准差有可能比债券收益的标准差要高一些。 ● 因为市场的有效性相对不足,房地产让有经验的参与者有机会通过了解具体物业的结构和潜力、金融知识和操作技巧、市场知识以及与相关人员的接触获取价值。	● 在世界、国内或当地反通货膨胀或通货紧缩时,房地产可能不是一种良好的投资工具。虽然物业产生的收入常常因租赁条款的性质而滞后于经济形势的变化,在经济形势非常差的时候,承租人可能会减少租赁的场地、减少或逃避支付房地产租金,而不是拖欠其他债务。 ● 由于经济扩张和收缩的周期、供需情况变化、利率变化、供货方式、资本过剩和资本缺乏,房地产的价格和收益上可能会出现丰歉不一,并且物业价格和替代物价值以及(对于房地产投资信托)股票价格和每股净资产价值之间的差异非常之大。 ● 许多房地产资产是不可分割的,并且具有以下特性:流动性差、交易成本高、物业买卖成交需要很长的时间、抛售需要很大的价格折扣。 ● 特定房地产物业和所有权形式在寻找、研究、估价、筹资、维护、管理、出租、纳税、调整资本结构、改进、转让以及计算收益并制定出适当的退出策略方面需要耗费大量的资金和/或很难实现。 ● 由于房地产具有单一资产,单一区域和单一风格的特征,它几乎不可移动但特定物业类型和位置的相对流行品位却发生变化,所以房地产投资可能需要很多特殊的考虑,包括:(1)像泡沫一样的资产价格变动,尤其是在价格急剧下跌之后可能会发生;(2)针对物业本身或其建筑原材料的环境法律法规;(3)贬值、损耗或破落老化;(4)运作资金(FFO)的质量;(5)本地税则、行政规划要求、法律权利和风俗;(6)容易遭受自然灾害、恐怖主义和其他风险所带来的无法得到保险保障的损失;(7)宾馆和公寓的租赁期比其他种类的物业稍短;(8)为原本免税的美国投资者产生非相关业务的应征税收收入。

资料来源:《投资房地产》(第三版),作者安德鲁·詹姆斯·麦可莱恩(Andrew James McLean)和加里·W.埃尔德雷德(Gary W. Eldred);格林街顾问公司(greenstreetadvisors.com);《巴隆》(Barron's)杂志“一楼”房地产专栏(barrons.com);养老金房地产联合会(prea.org);SNL 证券房地产(snl.com);富达房地产投资(fidelity.com);Cohen & Steers 房产股票(cohenandsteers.com);先锋 REIT 指数(vanguard.com);全国房地产投资信托联合会股票指数(nareit.com);NCREIF 商用房产指数(ncreif.com);GPR 欧洲房产指数(gpr.nl);GPR 亚洲房产(gpr.nl);Topix 房地产指数(spglobal.com);NCREIF Timberland 房产指数(ntrg.com);道·琼斯股票 REIT 指数(djindexes.com),REIS 公司(reis.com);摩根·斯坦利房地产基金(morganstanley.com)。

投资者应根据以下情况就资产配置作出抉择:(1)该种资产在各种经济和金融市场状况下的业绩如何;(2)在一定时期内该资产的收益变动情况;(3)这种资产在整个投资组合中与其他资产类别相比收益和波动性如何变动。第7章将给出图6.2至图6.17中描述过的资产从1970年到2001年三十年间更为详尽的年收益与标准差数据。

资产类别比重分配与运用

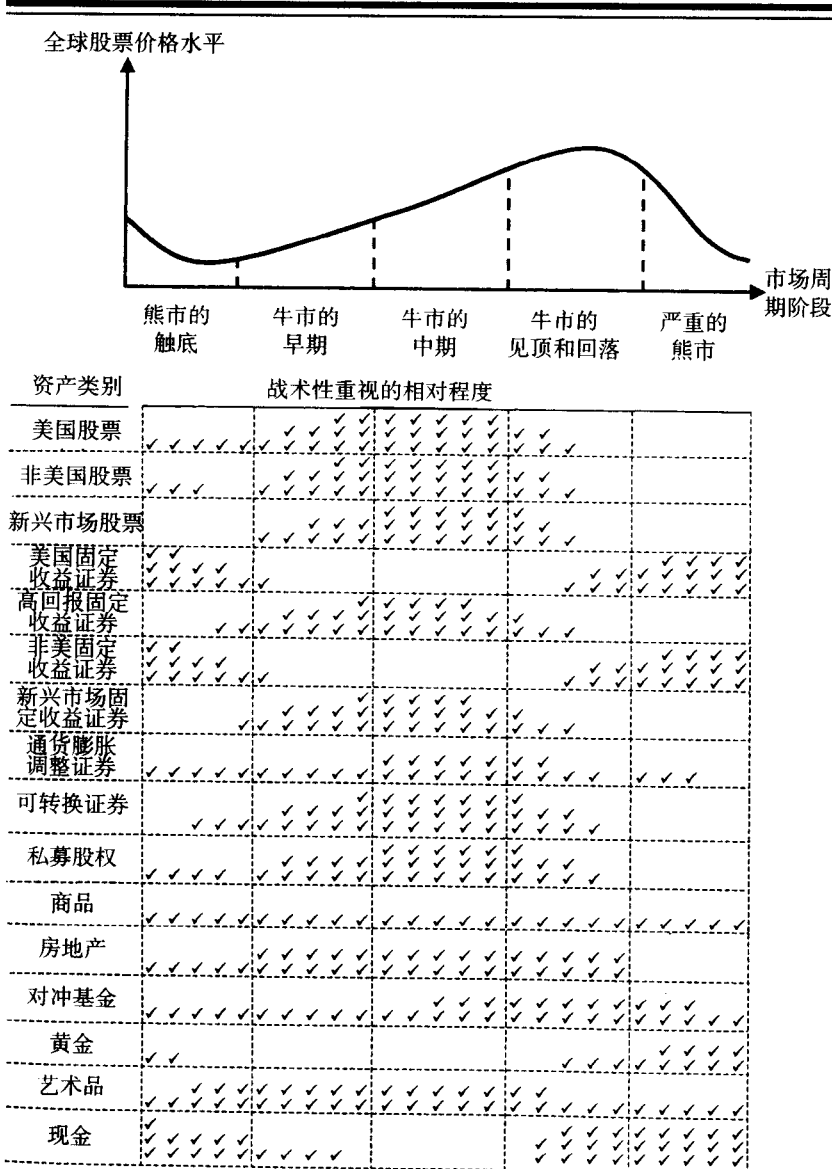
尽管意识到长期平均收益不一定是对短期业绩的准确预测,而短期收益也可能与长期收益有很大的差异,然而仍有可能在一个完整金融市场周期内的重要阶段对各种资产类别的比重分配推导出总的指导原则。图6.18显示的是投资者在金融市场周期内的各个不同阶段可能对十六种资产中的某一种相对更为关注。

图6.18中的战术性资产类别比重分配只具有代表意义,并不适合金融市场中的所有状况。图6.18中画出的周期性曲线只代表与股票相关的资产的总体价格趋势。在周期左边所显示阶段的下降部分,防守型的非股票类资产类别的比重过大,而美国股票、非美国股票和新兴市场股票以及类似股票的另类资产的比重则过小。随着股票市场由熊市触底,开始上扬,并继续进入牛市的早、中期阶段,投资者可能会战术性地更加重视各种股票以及类似股票的另类资产,同时减持现金、固定收益证券以及类似固定收益证券的另类资产。

随着股票市场开始到达周期性顶点,投资者可能会战术性地将自己的投资组合转向防守型资产,例如高质量的固定收益证券、现金和流动性工具,以及其他类型的资本保全资产和投资策略。在股票市场进入熊市底部的时候,投资者可以根据熊市是否伴随以下情况来确定固定收益工具分配的程度和种类:(1)利率上调(例如美国在20世纪70年代多数时期内的情况),此时投资者应该减持长期固定收益证券并转向增持期限较短的投资工具;(2)利率下调(例如日本在20世纪90年代多数时期内的情况),此时如图6.18中所描述的那样,投资者应该增持期限较长的固定收益证券和现金工具。

某些特定资产可能有时候会像其他资产一样表现。图6.19介绍了

图 6.18 战术性资产类别比重分配的代表性周期



资料来源：作者。

图 6.19 表现可能像其他种类资产的资产

			典型例子
固定收益证券	有时表现可能像	股票	●可转换证券 ●夹层债券 ●优先廉价债券 ●高回报债券 ●新兴市场债券
另类资产	有时表现可能像	股票	●风险资本 ●杠杆收购
股票	有时表现可能像	固定收益证券	●优先股 ●房地产投资信托公司股票 ●公用事业公司股票 ●石油公司股票
另类资产	有时表现可能像	固定收益证券	●绝对收益 ●对冲基金
股票	有时表现可能像	另类资产(私募股权)	●小盘股 ●极小盘股
固定收益证券	有时表现可能像	另类资产(私募股权)	●夹层债券 ●优先廉价债券 ●房地产投资信托公司股票 ●房地产公司股票 ●与住宅相关的公司股票 ●以房地产为主业的公司股票
股票	有时表现可能像	另类资产(房地产)	●金矿公司股票 ●能源公司股票 ●基础金属公司股票 ●林产品公司股票
股票	有时表现可能像	另类资产(商品)	
固定收益证券	有时表现可能像	现金	●通货膨胀调整债券 ●中期国库券

资料来源：作者。

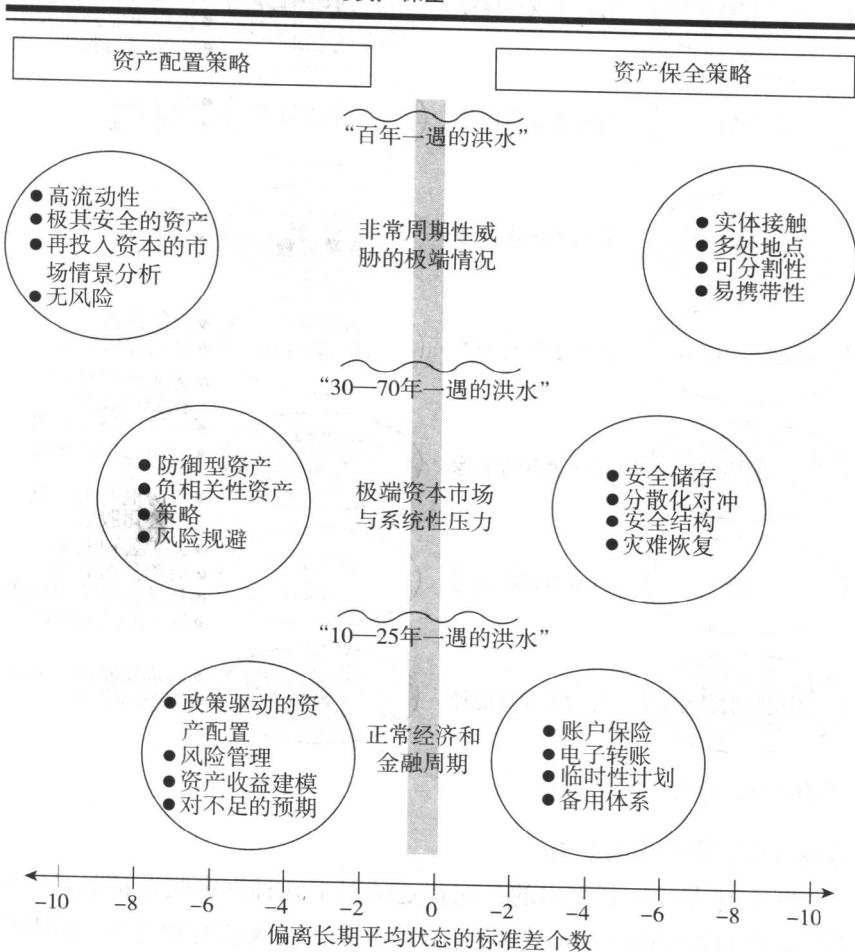
这些多功能资产中的九类。

图 6.19 最上一行列出的是在特定情况下几种固定收益证券可能与股票资产相类似的收益模式、收益的标准差以及收益的相关性。这些固定收益工具包括可转换证券、夹层债券、优先廉价债券、高回报债券以及

新兴市场债券。为获得类似的灵活性,有些投资者可能会投资金融衍生品和/或运用各种对冲技巧以分散及重新将一个投资组合可能遭遇到的各种与资产相关的收益、风险和相关性因素结合起来考虑,从而把一个投资组合的各因素风险与特定资产选择分隔开来。

在考虑特定种类的资产在各种经济和金融市场情况以及资产配置策略中所能起到的作用时,投资者也应该去分析资产保全策略,即使只是为求得心理平衡以及出于临时计划的目的。图 6.20 中为不同种类的经济和金融形势而设定了一系列可行的资产配置和资产保全的策略。

图 6.20 各种情况下的资产配置与资产保全



资料来源：作者。

在正常的经济和金融周期中(图 6.20 的最下面部分),资产配置策略基本上是在考虑投资前景和投资政策、投资者偏好、各种资产的特性以及其他定性和定量因素之后作出的。在这些情况下,与资产保全相关的系统因素会如投资者预期的那样起作用并且一般不会受到通常以及以前所遇到的情况之外的严峻考验,如图 6.20 中所示的那样,一场 10—25 年一遇的洪水在一个世纪内发生的次数可能在 4 至 10 次之间。

预期到以及处于严重的高度不可预料的资本市场和系统风险(在图 6.20 的中间部分描述)中时,资产配置策略常常会格外小心谨慎及具有防守性,注重风险的控制、风险的转移、负相关的资产以及其他避免发生损失的措施。在这样的情况下(每个世纪可能只会发生两至三次),资产保全措施常常会集中在资产储备的实物安全和财务准确上,确保正常、安全、合法而忽略结构,并且事先准备经测试过的从灾难中恢复的程序和方案。

为应付非常周期性威胁(在图 6.20 的最上面部分描述)的极端情况,所采用的资产配置策略可能在投资者的一生中只有很小的发生概率。高流动性、极其安全的资产以及风险控制策略将受到重视,并可能伴有机会主义,计划在价格严重脱离正常水平时重新投入资本。在投资者很有可能从来都不会遭遇到的这种情况下,资产保全措施可能会注重在各种价位投资于可定价、可分割、可携带的资产。

第 7 章

资产收益率分析

206

资产配置的艺术

概 述

投资者应当学会了解不同资产类别的投资收益率。虽然过去的投资业绩并不能保证未来的收益,但是投资者仍然能够通过认真研究和分析过去的资产收益率数据,获得重要的经验、形成合理的预期,从而构建一个合理而恰当的投资组合。

本章学习资产收益率数据的三种方法:(1)按若干年分组;(2)按年代(20世纪70、80、90年代)中的单个年份排列;(3)按经济周期分组。接着,本章通过以下三种途径探寻几类不同资产的收益率在1981年到2001年间的轮番领先的情况:(1)回顾美国股票市场1991年至2001年间的表现;(2)以1925年、1950年、1975年、2000年的年末股票市值为序对美国最大公司的历史考察;(3)回顾美国市值最大的公司1991年至2001年每年的股价变化。

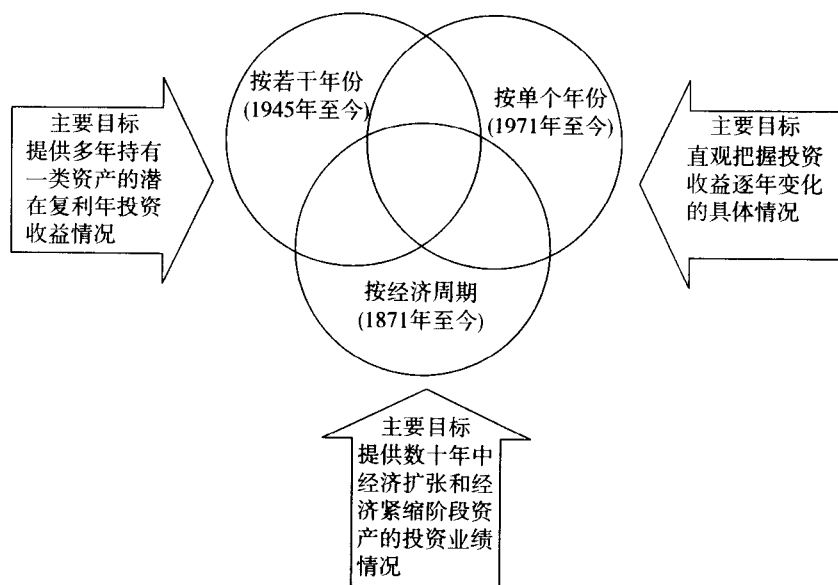
留意并仔细研究不同时间的投资收益率可以提供对以下内容的一个有效观察依据:(1)同类资产之间或者不同类别资产之间的跨时期表现;(2)某类资产表现最好和最差的时期;(3)随着时期变化投资结果可能表现出来的波动幅度。如果拥有以上这些知识,投资者就能对近年来投资收益或损失是大大高于或低于,还是等于以往长时期以来的表现持客观的观点。简言之,对资产年收益率的分析可以帮助投资者区分正常和异常表现,然后更好地控制自己的欲望和恐惧心理。

资产收益率数据处理

投资者可以用不同的方法收集和列示资产的年收益率数据。观察这些

数据时,投资者应当想到是哪些组织提供了这些数据,它们是怎么列示数据的,这些数据覆盖了多长的时间跨度,以及处理这些数据的方法互相之间是否协调。图 7.1 显示了本章组织和列示资产的年收益率数据的三种方法。

图 7.1 处理资产收益率数据的方法



资料来源：作者。

图 7.1 中按若干年份处理收益率数据的方法(1945 年至今),可以让投资者了解多年持有一类资产可以获得的复利年投资收益情况(表现为总收益指数)。图 7.1 也显示了按单个年份处理收益率数据的方法(1971 年至今),这种方法让投资者能直观把握投资收益逐年变化的具体情况。图 7.1 还显示了按经济周期处理收益率数据的方法(1871 年至今),这种方法重点关注的是数十年中经济扩张和经济紧缩阶段资产的投资业绩情况。下面各节将分别描述和介绍如何使用这三种组织资产收益率数据的方法。

按若干年分组的资产年收益率

通过研究 10 年、20 年、30 年甚至更长时间内的资产年收益率,投资者可以获知不同资产种类的历史收益情况。表 7.1 列示了 25 类资产最

表 7.1 按若干年分组的资产年收益率(1945—2001 年)
名义总收益率(除非特别说明,均以美元为单位)

指数 / 数 据 来 源	现代时期 (1945— 2001 年) ⁽¹⁾		最近 30 年 (1972— 2001 年)		最近 20 年 (1982— 2001 年)		最近 10 年 (1992— 2001 年)		1999 年		2000 年		2001 年	
	年收益率	标准差	年收益率	年收益率	年收益率	年收益率	年收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率
美国劳工部公布的消费者价格指数——全部城市有 工资收入群体	4.1%	3.6%	4.9%	3.2%	2.5%				2.7%	3.4%	1.6%			
股票														
美国股票	12.4%	16.9%	11.6%	15.2%	12.9%				21.0%	-9.1%	-11.9%			
美国新兴成长股票	13.0	25.3	11.0	14.0	15.0				33.8	-0.6	-1.6			
美国小盘股股票	14.5	25.4	14.7	13.8	15.6				29.8	-3.6	22.8			
EAFE 股票	11.6	25.9	9.3	11.0	4.5				27.0	-14.2	-21.4			
欧洲股票	NA	NA	11.8	16.2	15.6				29.9	-2.2	-16.4			
日本股票	13.0	34.9	7.5	6.9	-3.9				61.5	-28.2	-29.4			
亚洲股票	NA	NA	8.4	8.8	6.0				43.2	-15.2	-9.4			
新兴市场股票	12.4	31.9	7.3	10.1	2.4				67.1	-31.8	1.8			

(续表)

指数 / 数 据 来 源	现代时期 (1945— 2001 年) ⁽¹⁾		最近30年 (1972— 2001 年)	最近20年 (1982— 2001 年)	最近10年 (1992— 2001 年)	1999 年		2000 年		2001 年	
	年收益率	标准差	年收益率	年收益率	年收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率	总收益率
固定收益证券											
现金	5.1%	3.3%	7.0%	6.2%	4.6%	4.8%	6.2%	3.4%			
美国长期国库券	5.6	10.5	8.7	12.1	8.7	-9.0	21.5	3.7			
美国中期政府债券	5.9	6.3	8.3	9.9	6.7	-1.8	12.6	7.6			
公司债券	5.8	9.9	8.7	12.1	8.1	-7.5	12.9	10.6			
高回报债券	7.0	10.8	9.2	11.6	7.7	3.3	-5.9	5.3			
非美国债券	NA	NA	NA	NA	4.8	-5.1	-2.6	-3.5			
市政债券	3.6	10.7	6.1	8.0	5.3	-0.1	9.1	5.2			
房地产											
商业地产	8.3%	5.5%	12.2%	7.9%	8.1%	11.1%	12.0%	7.4%			
房地产投资信托	NA	NA	NA	12.8	11.6	-4.6	26.4	13.9			
住宅建筑	6.9	4.1	6.0	4.4	4.6	3.8	4.5	9.6			
美国农田	8.5	8.6	6.5	2.3	6.7	5.9	4.9	0.9			

(续表)

指数 / 数据来源	现代时期 (1945— 2001年) ⁽¹⁾	最近30年 (1972— 2001年)	最近20年 (1982— 2001年)	最近10年 (1992— 2001年)	1999年	2000年	2001年
	年收益率 标准差	年收益率	年收益率	年收益率	总收益率	总收益率	总收益率
商品与贵金属							
抵押品	6.2%	13.4%	2.6%	1.0%	2.1%	14.3%	-17.2%
黄金	NA	4.9	-1.8	-2.4	0.5	-6.7	2.1
白银	4.2	52.0	2.8	1.9	6.9	-14.8	1.1
私募股权、风险资本以及对冲基金							
私募股权	NA	NA	NA	16.4%	34.2%	2.0%	-11.3%
风险资本	NA	NA	19.5	36.1	275.1	25.4	-34.9
对冲基金	NA	NA	NA	18.2	31.3	5.0	4.6

过去的业绩不能保证未来的收益。

注释：⁽¹⁾ 现代时期涵盖了1945—2001年期间的所有资产类别，除了：新兴成长资产（1946—2001年）；EAFE资产（1950—2001年）；商业房地产（1960—2001年）；抵押品资产（1957—2001年）。

⁽²⁾ 新兴市场股票由1945—1984年间的若干新兴市场组成；1984年后，国际金融公司综合指数被使用。

⁽³⁾ 抵押品假设被投资于90天美国国库券。

资料来源：摩根·斯坦利投资管理公司；本书作者：摩根·斯坦利资本国际(MSCI)；Frank Russell公司；所罗门美邦；全国房地产投资受托人委员会(NCREIF)；Dimensional基金顾问公司；瑞士信贷第一波士顿；国家房地产经纪人协会；T. Rowe 价格；国际金融公司；华尔街日报；雷曼兄弟；高盛集团；风险经济学公司；对冲基金研究公司；Ibbotson 联合公司；DRI；FactSet 研究系统。

近10年、最近20年、最近30年以及现代时期(这里指1945年至2001年)的复利年收益率。这些资产种类1999年、2000年和2001年的年度收益率数据也显示在表上。

一般观察和说明

在阅读表7.1不同时期和不同资产类别间收益率的比较时,投资者应当注意以下几个容易引起误解的地方。首先,按若干年分组的收益率数据显示的是现代时期、最近30年、最近20年、最近10年的复利年收益率,它并没有列出某些单个年份的收益率数据,这些单个年份的数据有可能大大高于或者低于复利年平均收益率数据,甚至为负。

其次,大多数情况下收益率是指名义总收益率,也就是说,资产的年资本利得或者损失和股利或者利息混合在一起(如果有的话)。把名义收益率换算成真实收益率,投资者必须在名义收益率中减去价格通货膨胀率,或者加上价格通货紧缩率。除此之外,表7.1中的收益率是以美元计价的,这也就意味着,如果在统计的时期内,本地货币相对于美元升值,那么以美元计价的收益率将高于以本地货币计价的收益率。同理,如果本地货币相对于美元贬值,那么以美元计价的收益率将低于以本地货币计价的收益率。

第三,历史收益率可能只给出一个粗略的数量级的数据,投资者可能据此预期投资于这类资产的未来收益,然而这些数据并不是未来收益的保证。要构造一个资产配置适合于投资者自身的投资时间跨度、风险承受度、收入需求、流动性要求以及其他特征,投资者必须考虑更多的因素,不仅包括资产的年收益率,还有同样重要的是,要注意资产年收益率的标准差以及与其他资产类别之间的相关性。为了给投资者提供更广阔的视野来观察资产收益率的变化幅度,表7.1标出了1945年至2001年期间每一类资产年收益率的标准差。现代时期(1945—2001年)资产年收益率的标准差与更短或者更长时间内的年收益率标准差是有很大差异的。

第四,投资者应当意识到不同的数据组织方式,以及被挑选出来用以表达每一类资产的投资业绩的指数或者数据来源的优势和劣势。

第五,某些资产类别的数据质量或数量在时间上是不一致的,在更远

的时期内可能出现明显的缺陷。

不同时期和不同资产类别之间业绩的观察

作为表 7.1 所示的按若干年分组的资产年收益率数据的潜在用途的一个指引,下面阐明几个观察结果。第一,持有美国股票的年收益率(以标准普尔 500 综合指数总收益率为例)在 1945 年至 2001 年间的平均数为每年 12.4%,标准差为 16.9%;1982 年至 2001 年间的平均数为每年 15.2%,1992 年至 2001 年间的平均数则为每年 12.9%,1972 年至 2001 年间的平均数为每年 11.6%。

第二,持有美国新兴成长股票的年收益率,以 T. Rowe 价格新基准基金的业绩为例,或者持有美国小盘股股票的年收益率,以 Dimensional 基金顾问小公司基金为例,在 1992 年至 2001 年分别达到了较高的 15.0% 和 15.6%,远远高于这些资产在 1945 年至 2001 年分别为 13.0% 和 14.5% 的年收益率。

第三,应当注意到 1945 年至 2001 年间下列资产年收益率的标准差较大:日本股票 34.9%,新兴市场股票 31.9%,白银 52.0%;而另外一些资产年收益率的标准差则较小:现金 3.3%,美国中期政府债券 6.3%,商业房地产 5.5% 以及住宅建筑 4.1%。

第四,下列资产在 1992 年至 2001 年间和 1945 年至 2001 年间的年收益率数据表现出了巨大差异:(1)日本股票,1992 年至 2001 年间的年收益率为 -3.9%,而 1945 年至 2001 年间为 13.0%;(2)新兴市场股票,前一时期为 2.4%,而后一时期高达 12.4%;(3)EAFE 股票,前一时期为 4.5%,后一时期为 11.6%;(4)美国长期国债,前一时期为 8.7%,后一时期为 5.6%。

第五,股票和风险资本的年收益率在 1999 年的表现,分别为 21.0% 和 276.5%,远远好于 2000 年度的表现,分别为 -9.1% 和 25.4%,也远远好于 2001 年度的表现,分别为 -11.9% 和 -34.9%。

第六,1992—2001 年间持有房地产投资信托的年收益率远远超过了持有商业房地产的年收益率,前者为 11.6%,而后者仅为 4.6%。

第七,1992—2001 年间和 1982—2001 年间持有黄金的年收益率为负值,前一期间为 -2.4%,后一期间为 -1.8%。

按单年度分组的资产年收益率

仔细研究资产年收益率的年度表现,可以帮助投资者更加深入地理解资产价格在不同时期的表现。表 7.2、表 7.3 和表 7.4 包括 43 种指数在 1971—2001 年间的年度收益率,按照资产大类排列,包括美国股票、非美国股票、非美国固定收益证券、可转换资产和美国现金等价物。

一般观察和说明

上述讨论的与表 7.1 相关的许多一般观点和容易引起误解的地方同样适用于表 7.2、表 7.3 和表 7.4。特别应当引起注意的是,百分比年收益率是以美元计价的名义总收益率,投资者应当清楚数据的组织方法和用以代表每一类资产的投资业绩的指数或者数据来源的优点和缺点。对于股票指数来说,“毛收益率”表示总收益率中包含未扣除非美国预扣税的股利,“净收益率”是指总收益率中包含扣除了非美国预扣税的股利,“价格收益率”是指投资收益率数据中并没有包含股利。最后,一种资产的价格指数在过去单个年份或者一个时期的价格表现并不意味着这种资产的价格表现在未来的时间内会简单重复。事实上在很多情况下,不管这种情况表现出了多么强的持续趋势,单个年度或者多个年度的异常价格表现之后会紧跟着出现相反的异常价格表现。

1991—2002 年间不同年份和不同指数之间业绩的观察

表 7.2 显示了 1991—2001 年间 43 种资产类别的收益率数据。其中有着最优异表现的是标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数在 1995—1999 年间的收益率表现。标准普尔 500 指数在这五年的收益率分别为 37.5%、23.1%、33.4%、28.6% 和 21.0%;而纳斯达克综合指数在这五年的收益率分别达到了 39.9%、22.7%、21.6%、39.6% 和 85.6%。除了这连续五年间每年收益率都超过 20% 以外,标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数很少连续三年收益率达到或超过 20%,连续四年或者连续五年的就更少了。在 2000 年、2001 年和 2002 年,标准普尔 500 指数分别下跌了 9.1%、11.9% 和 23.4%;纳斯达克综合指数则分别下跌了 39.3%、21.1% 和 31.5%。

表 7.2 1991—2000 年、2001 年和 2002 年的资产年收益率

2000 年 12 月 31 日 1 美元的价值			
年度复利			
10 年期间的表现 (1991—2000 年)			
价值	复利年 增长率	标准差	夏普 比率
\$ 5.00	17.5%	14.0%	0.90
6.11	19.8%	13.0%	1.15
4.75	16.9%	13.5%	0.89
6.61	20.8%	30.7%	0.52
4.23	15.5%	14.3%	0.75
4.94	17.3%	19.2%	0.65
4.95	17.3%	12.0%	1.04
3.33	12.8%	20.6%	0.39
5.08	17.6%	14.7%	0.87
4.79	17.0%	15.4%	0.79
\$ 4.13	15.2%	13.7%	0.76
2.29	8.6%	13.6%	0.28
4.76	16.9%	18.8%	0.64
2.21	8.2%	14.7%	0.23
3.55	13.5%	18.5%	0.47
1.03	0.3%	26.1%	-0.17
1.69	5.4%	40.8%	0.01
5.36	18.3%	47.7%	0.28
2.21	8.3%	38.9%	0.09
\$ 2.15	8.0%	6.1%	0.51
1.92	6.8%	6.0%	0.32
3.03	11.7%	12.6%	0.55
2.10	7.7%	9.9%	0.29
1.91	6.7%	9.6%	0.19
1.94	6.9%	7.2%	0.29
4.32	15.8%	21.8%	0.50
4.14	15.3%	18.3%	0.57
\$ 3.59	13.6%	17.0%	0.51
1.91	6.7%	7.0%	0.27
1.57	4.6%	1.9%	-0.11
2.07	7.5%	3.0%	0.91
5.55	18.7%	10.2%	1.36
32.94	41.8%	79.5%	0.47
17.24	32.9%	41.8%	0.67
5.31	18.2%	10.6%	1.26
2.89	11.2%	10.9%	0.59
1.11	1.0%	10.9%	-0.35
1.77	5.9%	8.5%	0.12
0.69	-3.6%	9.1%	-0.93
1.10	1.0%	16.0%	-0.24
1.91	6.7%	3.8%	0.47
1.17	1.6%	20.3%	-0.16
\$ 1.60	4.8%	1.1%	0.00
1.30	2.7%	0.6%	-3.78

以美元标价的名义总收益率

资产类别指数

美国股票指数
 标准普尔 500 指数
 标准普尔 400 中盘股指数
 标准普尔 600 小盘股指数
 纳斯达克综合指数(价格收益率)
 罗素 2000 指数(3000 小盘股指数)
 罗素 1000 成长指数
 罗素 1000 价值指数
 罗素 2000 成长指数
 罗素 2000 价值指数
 Wilshire 5000 指数
 非美国股票指数
 MSCI 世界自由毛收益率指数
 MSCI 除美国外世界毛收益率指数
 MSCI 美国净收益率指数
 MSCI EAFE 净收益率指数
 MSCI 欧洲自由净收益率指数
 MSCI 日本净收益率指数
 MSCI 除日本外远东自由毛收益率指数
 MSCI 新兴全球自由拉丁美洲毛收益率指数
 MSCI 新兴市场自由毛收益率指数
 美国和非美国固定收益指数
 雷曼兄弟总指数(应征税)¹
 雷曼兄弟 7 年期市政债券指数²
 高回报指数(第一波士顿高/中等级)
 10 年期美国国库券指数
 非美国固定收益指数(J.P. 摩根非美国债券)
 全球指数(交易未对冲的 J.P. 摩根全球政府债券)
 新兴市场债券指数(J.P. 摩根 EMBI+)³
 MSCI 225 可转换指数
 另类资产指数
 NAREIT 房地产投资信托
 NCREIF 不动产指数(商业房地产)
 国家房地产经纪人协会指数(住宅建筑)
 NCREIF 农田指数(美国农田)
 剑桥联合公司私募股权基金指数
 剑桥联合公司美国风险基金指数
 风险经济学公司全私募股权基金指数
 HFRI 基金加权综合对冲基金指数
 HFRI 基金之基金指数
 商品研究署总收益率指数
 巴克莱商品顾问指数
 Handy & Harmon 黄金现货价格指数
 Handy & Harmon 白银现货价格指数
 雷曼兄弟 TIPS 指数/Bridgewater 公司⁴
 梅/摩西艺术品指数
 美国现金等价物指数
 所罗门美邦 90 天国库券指数
 通货膨胀(CPI-U)

除非另有注释, 否则所有指数都表示总收益率指数。“毛收益率”指包括毛股利在内的总收益率; “净收益率”指包括扣除外国预扣税股利的总收益率; “价格收益率”指股利未被计算在收益率百分比之内; “自由”指证券可以被国际投资者自由交易的部分潜在市场。

注释: ¹ 雷曼兄弟总指数是用来计算那些美国国内、应征税的、以美元标价的证券, 描述了美国投资级别的、固定利率的债券市场。至 2001 年 12 月, 该指数大致包含: 61% 政府及公司信贷; 35% 抵押贷款证券; 2% 资产抵押证券; 2% ERISA 合格商业抵押贷款证券。

年 份

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
30.5%	7.7%	10.0%	1.3%	37.4%	23.1%	33.4%	28.6%	21.0%	-9.1%	-11.9%	-22.1%
50.1%	11.9%	13.9%	-3.6%	30.9%	19.2%	32.3%	19.1%	14.7%	17.5%	-0.6%	-14.5%
45.9%	19.4%	17.6%	-5.7%	30.0%	21.3%	25.6%	-1.3%	12.4%	11.8%	6.6%	-14.6%
56.8%	15.5%	14.8%	-3.2%	39.9%	22.7%	21.6%	39.6%	85.6%	-39.3%	-21.1%	-31.5%
46.0%	18.4%	18.9%	-1.8%	28.5%	16.5%	22.4%	-2.6%	21.3%	-3.0%	2.5%	-20.5%
41.3%	5.0%	2.9%	2.6%	37.2%	23.1%	30.5%	38.7%	33.2%	-22.4%	-20.4%	-27.9%
24.6%	13.6%	18.1%	-2.0%	38.4%	21.6%	35.2%	15.6%	7.4%	7.0%	-5.6%	-15.5%
51.2%	7.8%	13.4%	-2.4%	31.0%	11.3%	13.0%	1.2%	43.1%	-22.4%	-9.2%	-30.3%
41.7%	29.1%	23.8%	-1.5%	25.8%	21.4%	31.8%	-6.5%	-1.5%	22.8%	14.0%	-11.4%
34.2%	9.0%	11.3%	-0.1%	36.5%	21.0%	31.3%	23.4%	23.6%	-10.9%	-11.0%	-20.9%
19.1%	-4.6%	23.2%	5.1%	20.7%	13.5%	16.2%	24.8%	25.2%	12.9%	-16.5%	-19.5%
12.4%	-11.9%	32.6%	7.3%	11.8%	6.9%	2.6%	19.1%	28.3%	-13.2%	21.2%	-15.5%
30.1%	6.4%	9.1%	1.1%	37.1%	23.2%	33.4%	30.1%	21.9%	-12.8%	-12.4%	-23.1%
12.1%	-12.2%	32.6%	7.8%	11.2%	6.0%	1.8%	20.0%	27.0%	-14.2%	-21.4%	-15.9%
13.1%	-4.7%	29.3%	2.3%	21.6%	21.1%	23.8%	26.5%	15.9%	-8.4%	-19.9%	-18.4%
8.9%	-21.5%	25.5%	21.4%	0.7%	-15.5%	-23.7%	5.1%	61.5%	-28.2%	-29.4%	-10.3%
31.0%	21.8%	103.4%	-19.0%	8.8%	11.1%	-45.5%	-4.8%	62.1%	-36.8%	-2.1%	-9.2%
146.2%	17.0%	52.3%	0.6%	-15.8%	18.9%	31.7%	-35.3%	65.5%	-14.0%	-0.4%	-22.5%
59.9%	11.4%	74.8%	-7.3%	-5.2%	6.0%	-11.6%	-25.3%	66.4%	-30.6%	-2.4%	-6.0%
16.0%	7.4%	9.8%	-2.9%	18.5%	3.6%	9.7%	8.7%	-0.8%	11.6%	8.4%	10.3%
11.7%	8.1%	10.4%	-2.8%	14.1%	4.4%	7.7%	6.2%	-0.1%	9.1%	5.2%	10.4%
43.8%	16.6%	18.9%	-0.4%	17.8%	13.0%	13.0%	1.9%	3.9%	-4.2%	5.8%	3.1%
17.2%	6.5%	11.8%	-7.9%	23.7%	0.1%	11.3%	12.9%	-8.4%	14.5%	4.0%	14.7%
15.9%	1.6%	14.5%	4.9%	21.1%	5.3%	-3.8%	18.3%	-4.5%	-2.5%	-3.6%	12.7%
15.5%	4.6%	12.3%	1.3%	19.3%	4.4%	1.4%	15.3%	-5.1%	2.3%	-0.8%	19.4%
38.8%	6.9%	44.2%	-18.9%	26.8%	39.3%	13.0%	-14.4%	26.0%	15.7%	-0.8%	14.2%
32.8%	18.8%	19.3%	-4.7%	24.7%	15.1%	18.5%	6.7%	49.7%	-15.1%	-5.8%	-8.8%
35.7%	14.6%	19.7%	3.7%	15.3%	35.3%	20.3%	-17.5%	-4.6%	26.4%	13.9%	3.8%
-5.6%	-4.3%	1.4%	6.4%	7.5%	10.3%	13.9%	16.3%	11.4%	12.3%	7.4%	N/A
9.4%	2.4%	4.9%	2.5%	4.2%	4.7%	6.0%	3.7%	4.0%	4.5%	8.4%	N/A
8.9%	6.3%	8.2%	8.7%	8.9%	9.0%	7.7%	7.2%	5.9%	4.8%	0.9%	N/A
8.6%	14.4%	24.5%	12.0%	23.2%	26.9%	30.1%	16.3%	33.4%	1.5%	-11.5%	N/A
24.1%	11.5%	19.9%	17.8%	48.3%	41.5%	37.3%	26.8%	276.5%	22.5%	-39.0%	N/A
22.4%	14.0%	28.5%	7.4%	44.0%	33.6%	28.5%	17.5%	152.4%	22.1%	-20.4%	N/A
32.2%	21.2%	30.9%	4.1%	21.5%	21.1%	16.8%	2.6%	31.3%	5.0%	4.6%	-0.8%
14.5%	12.3%	26.3%	-3.5%	11.1%	14.4%	16.2%	-5.1%	26.5%	4.1%	2.8%	1.4%
-3.2%	6.1%	10.2%	8.9%	12.0%	4.4%	-20.5%	2.1%	14.3%	-17.2%	-2.2%	18.4%
3.7%	-0.9%	10.4%	-0.7%	13.6%	9.1%	10.9%	7.0%	-1.2%	7.9%	1.0%	11.8%
-10.1%	-5.6%	17.5%	-2.4%	1.2%	-4.6%	-22.2%	0.6%	0.5%	-6.7%	2.1%	24.7%
-7.9%	-4.7%	38.4%	-4.1%	4.9%	-7.4%	25.8%	-15.1%	6.9%	-14.8%	1.1%	1.6%
7.8%	7.3%	9.2%	3.2%	11.2%	6.9%	2.1%	3.9%	2.4%	13.2%	7.9%	15.5%
-36.2%	17.1%	-8.1%	-9.6%	32.5%	8.5%	-14.6%	18.6%	11.8%	16.2%	0.8%	-11.8%
5.8%	3.6%	3.1%	4.2%	5.8%	5.3%	5.3%	5.1%	4.7%	6.0%	4.1%	1.7%
3.0%	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%	3.2%	1.7%	1.6%	2.7%	3.4%	1.8%	2.7%

² 1990年以前的市政债券数据由摩根·斯坦利投资管理公司提供。

³ EMBI + 自1994年使用至今; EMBI 在此之前使用。

⁴ Bridgewater 公司策略基准美国8年期 TIPS 综合指数在1971年1月至1997年2月期间被使用; 雷曼兄弟 TIPS 指数在1997年2月之后被使用。

资料来源: 摩根·斯坦利投资管理公司; 作者。

在1994年至2000年的七年中,惟一一次中盘股业绩表现超过大盘股的是在2000年,前者以标准普尔400中盘股指数为代表,后者以标准普尔500指数为代表。2000年,标准普尔400中盘股指数上升了17.5%,而标准普尔500指数下跌了9.1%。同样地,在1991—2000年的十年间,2000年大盘价值股的业绩表现第五次超越大盘成长股,其他四次分别出现在1992年、1993年、1995年和1997年,大盘价值股以罗素(Russell)1000价值指数为代表,大盘成长股则以罗素1000成长指数为代表。在2000年,前者上升了7.0%,后者则下跌了22.4%。

1995年至1999年,以摩根·斯坦利资本国际(MSCI)欧洲自由净收益率指数为代表的欧洲股票连续五年取得了正收益率,该指数这五年分别上升了21.6%、21.1%、23.8%、28.5%和15.9%。而在紧接着的2000年和2001年则分别下跌了8.4%和19.9%。

一个投资者如果在1991年1月1日投资1美元于MSCI欧洲自由净收益率指数,到2000年底1美元将增长为3.55美元。如果同样以1美元投资于以下资产并持有同样的时间,到2000年底,1美元将变成不同的数值:投资于标准普尔500指数将获得5美元,投资于MSCI日本净收益率指数将获得1.03美元,投资于MSCI除日本外远东自由毛收益率指数将获得1.69美元,投资于MSCI新兴全球自由拉丁美洲毛收益率指数将获得5.36美元,投资于MSCI新兴市场自由毛收益率指数将获得2.18美元。

在1991年到2000年间,日本、亚洲(除日本以外)、拉丁美洲以及新兴市场的股票指数均有3年甚至更多的年份出现负的投资收益率。MSCI日本净收益率指数1992年下跌21.5%,1996年下跌15.5%,1997年下跌23.7%,2000年下跌28.2%。MSCI除日本外远东自由毛收益率指数1994年下跌19.0%,1997年下跌45.5%,1998年下跌4.8%,2000年下跌36.8%。MSCI新兴全球自由拉丁美洲毛收益率指数1994年下跌8.7%,1995年下跌5.2%,1997年下跌11.6%,1998年下跌25.3%,2000年下跌30.6%。

固定收益指数方面,以1991—2000年间的总收益率为基础,雷曼兄弟总债券指数的业绩表现不如第一波士顿高/中等级高回报指数。一个投资者如果在1991年1月1日投资1美元于雷曼兄弟总债券指数,到2000年12月31日1美元将变为2.15美元,相同时期投资于第一波士顿

高/中等级高回报指数的1美元则将变为3.03美元。

表7.2中,所有固定收益指数的十年投资业绩中,J.P.摩根新兴市场债券指数取得了最好的成绩,这部分归因于该指数在1991年、1993年、1995年、1996年、1997年、1999年和2000年分别取得总收益38.8%、44.2%、27.5%、34.2%、16.2%、21.6%和14.6%的优良表现(就该点而论,一个投资者可能获得将近一倍于MSCI新兴市场自由毛股票收益率指数的收益业绩)。一个投资者如果在1991年1月1日投资1美元于J.P.摩根新兴市场债券指数,到2000年12月31日这1美元将价值4.14美元。

20世纪90年代(1991—2000年),美国全国房地产投资信托协会(NAREIT)房地产指数的业绩表现超越了NCREIF商业房地产指数、国家房地产经纪人协会住宅建筑指数和NCREIF农田指数。20世纪90年代后半期,NAREIT指数在1996年获得35.5%的收益率,1997年是20.3%,紧接着是连续两年的下跌,1998年下跌了17.5%,1999年下跌了4.6%,2000年出现了急剧的反弹,收益率高达26.4%。风险经济学公司全私募股权基金指数和美国风险基金指数在1991—2000年期间获得了良好的投资业绩。投资者如果在1991年1月1日投资1美元于私募股权指数上,到2000年12月31日这一美元将增值为5.58美元;如果投资于风险基金指数,则到2000年12月31日1美元将飙升至33.54美元。

HFRI基金加权综合对冲基金指数在1991—2000年十年间有6年获得了超过20%的收益率,1991年上升32.2%,1992年上升21.2%,1993年上升30.9%,1995年上升21.5%,1996年上升21.1%,1999年上升31.3%。HFRI基金之基金指数在1991—2000年10年间有2年获得了超过20%的收益率,1993年上升26.3%,1999年上升26.5%;另外也有两年获得了负的收益率,其中1994年收益率为-3.5%,1998年为-5.1%。另类资产指数中,Handy & Harmon黄金现货价格指数在1991—2000年10年间有6年是下跌的,1991年下跌10.1%,1992年下跌5.6%,1994年下跌2.4%,1996年下跌4.6%,1997年下跌22.2%,2000年下跌6.7%。因此,投资者如果在1991年1月1日投资1美元于该指数,到2000年12月31日这1美元将变成只有0.69美元,这是表7.2中所有资产类别中最低的投资收益值。

在1991—2000年间,投资于美国90天国库券的收益率每年都超过

以消费者价格指数(CPI)度量的美国通货膨胀率。投资者如果在1991年1月1日投资1美元于美国90天国库券,到2000年12月31日将获得1.60美元,超过投资于一篮子商品和服务(以消费者价格指数表示)所获得的1.30美元,也超过投资于其他几种资产类别指数所获得的收益,包括黄金、白银、艺术品、商品、住宅建筑和日本股票。

1981—1990年间不同年份和不同指数之间业绩的观察

观察20世纪80年代(1981—1990年)可以得到几个非常重要的结论,80年代是从70年代末高通货膨胀、高利率的经济环境向90年代更有利于股票的投资环境转变的过渡时期。表7.3显示了20世纪80年代这十年间24种资产类别的收益率数据。标准普尔400中盘股指数在1982年、1983年、1985年、1988年、1989年五次超越标准普尔500指数。以罗素1000成长指数为代表的大盘成长股5次超越以罗素1000价值指数为代表的大盘价值股,分别出现在1982年(20.5%比20.0%)、1985年(32.9%比31.5%)、1987年(5.3%比0.5%)、1989年(35.9%比25.2%)、1990年(-0.3%比-8.1%)。而以罗素2000价值指数为代表的中小盘价值股7次超越以罗素2000成长指数为代表的中小盘成长股,分别是在1981年(14.9%比-9.2%)、1982年(28.5%比21.0%)、1983年(38.6%比20.1%)、1984年(2.3%比-15.8%)、1986年(7.4%比3.6%)、1987年(-7.1%比-10.5%)、1988年(29.5%比20.4%)。

1981—1990年间,EAFE指数有7年超越了标准普尔500指数,分别是在1981年(-2.3%比-4.9%)、1983年(23.7%比22.6%)、1984年(7.4%比6.3%)、1985年(56.2%比31.7%)、1986年(69.4%比18.7%)、1987年(24.6%比5.3%)、1988年(28.3%比16.6%)。MSCI日本指数在1983—1988年间获得了连续六年的高收益率,这六年的收益率分别为24.5%、16.9%、43.1%、99.4%、43.0%和35.4%。但随之而来的1989年收益率仅为1.7%,1990年则为-36.1%。

雷曼兄弟总债券指数在1982年、1984年、1985年、1986年、1989年均取得了两位数的收益率,分别为32.6%、15.2%、22.1%、15.3%和14.5%。1981—1990年间,房地产投资信托有7年的业绩表现超越了商业房地产,分别是在1982年(21.6%比9.4%)、1983年(30.6%比

13.1%)、1984年(20.9%比13.8%)、1985年(19.1%比11.2%)、1986年(19.2%比8.3%)、1988年(13.5%比9.6%)、1989年(8.8%比7.8%)。美国农田指数则有5年出现了负的收益率:1982年为-3.1%、1984年为-4.9%、1985年为-4.1%、1986年为-16.3%、1987年为-18.4%。

风险资本,以风险经济学公司美国风险基金指数表示,在1984年至1990年的七年间连续出现了相对很低的收益率,分别只有-1.2%、2.0%、7.3%、6.7%、3.1%、6.6%和2.3%。以巴克莱商品顾问指数表示的商品交易顾问有7年取得超过15%的收益率:1981年为23.9%、1982年为16.7%、1983年为23.8%、1985年为25.5%、1987年为57.3%、1988年为21.8%、1990年为21.0%。

Handy & Harmon 白银现货价格指数在1981—1990年的十年中有8年的收益率为负值:1981年为-47.3%、1983年为-17.9%、1984年为-28.9%、1985年为-8.3%、1986年为-7.9%、1988年为-10.1%、1989年为-14.0%、1990年为-19.3%,这也反映了20世纪80年代通货膨胀预期在逐渐降低。以梅/摩西艺术品指数表示的艺术品收益率在1982年和1986年分别为-4.3%和-3.9%,另外有6年的收益率均超过10%:1983年为11.3%、1984年为17.8%、1985年为41.5%、1987年为43.5%、1988年为60.0%、1989年为25.5%。在20世纪80年代初,美国90天国库券有三年取得了两位数的收益率:1981年为15.0%、1982年为11.3%、1984年为10.0%。

1971—1980年间不同年份和不同指数之间业绩的观察

表7.4中有11个资产类别拥有完整十年的收益率数据。在20世纪70年代,发生了很多影响深远的事情,包括能源价格大幅上涨、通货膨胀和利率变化,这些变化通过不同途径影响了资产收益率。在1973—1974年的熊市里,标准普尔500指数分别下跌了14.7%和26.5%,同期纳斯达克指数分别下跌了31.1%和35.1%。纳斯达克指数在随后的几年里出现了反弹,1975年上升了29.8%、1978年上升了12.3%、1979年上升了28.1%、1980年上升了33.9%。在1979年和1980年,中小盘罗素2000价值指数下跌了35.4%和25.4%;同期中小盘罗素2000成长指数分别下跌了50.8%和52.3%。

表 7.3 1981—1990 年的资产年收益率

1990 年 12 月 31 日 1 美元的价值 年度复利			
10 年期间的表现 (1981—1990 年)			
价值	复利年 增长率	标准差	夏普 比率
\$ 2.80	10.8%	13.2%	0.15
2.77	10.7%	15.5	0.12
1.55	4.5%	16.0	-0.27
2.26	8.5%	18.0%	-0.02
2.20	8.2%	14.9%	-0.04
3.08	11.9%	13.4%	0.23
1.34	3.0%	18.2%	-0.32
3.12	12.0%	19.0%	0.17
2.53	9.7%	13.7%	0.06
\$ 2.48	9.5%	13.0%	0.05
4.12	15.2%	27.8%	0.23
3.29	12.7%	27.1%	0.14
5.88	19.4%	35.6%	0.30
\$ 2.99	11.6%	8.8%	0.31
\$ 2.51	9.6%	17.7%	0.04
2.77	10.7%	11.5%	0.16
\$ 2.67	10.3%	13.6%	0.11
2.39	9.1%	4.0%	0.07
1.39	3.4%	2.4%	-2.29
0.70	-3.9%	9.6%	-1.25
1.91	6.7%	6.5%	0.28
1.82	6.2%	16.9%	0.08
1.47	4.4%	9.3%	-0.41
5.87	19.4%	15.6%	0.68
0.68	-3.8%	18.2%	-0.69
0.31	-11.0%	23.3%	-0.85
2.14	7.9%	2.9%	-0.32
4.71	16.8%	21.3%	0.37
\$ 2.33	8.8%	2.7%	1.43
1.48	4.0%	2.0%	-2.44

以美元标价的名义总收益率

资产类别指数

美国股票指数
 标准普尔 500 指数
 标准普尔 400 中盘股指数
 标准普尔 600 小盘股指数
 纳斯达克综合指数(价格收益率)
 罗素 2000 指数(3000 小盘股指数)
 罗素 1000 成长指数
 罗素 1000 价值指数
 罗素 2000 成长指数
 罗素 2000 价值指数
 Wilshire 5000 指数
 非美国股票指数
 MSCI 世界自由毛收益率指数
 MSCI 除美国外世界毛收益率指数
 MSCI 美国净收益率指数
 MSCI EAFE 净收益率指数
 MSCI 欧洲自由净收益率指数
 MSCI 日本净收益率指数
 MSCI 除日本外远东自由毛收益率指数
 MSCI 新兴全球自由拉丁美洲毛收益率指数
 MSCI 新兴市场自由毛收益率指数
 美国和非美国固定收益指数
 雷曼兄弟总指数(应征税)¹
 雷曼兄弟 7 年期市政债券指数²
 高回报指数(第一波士顿高/中等级)
 10 年期美国国库券指数
 非美国固定收益指数(J.P. 摩根非美国债券)
 全球指数(交易未对冲的 J.P. 摩根全球政府债券)
 新兴市场债券指数(J.P. 摩根 EMBI +)³
 MSCI 225 可转换指数
 另类资产指数
 NAREIT 房地产投资信托
 NCREIF 财产指数(商业地产)
 国家房地产经纪人协会指数(住宅建筑)
 NCREIF 农田指数(美国农田)
 剑桥联合公司私募股权基金指数
 剑桥联合公司美国风险基金指数
 风险经济学公司全私募股权基金指数
 HFRI 基金加权综合对冲基金指数
 HFRI 基金之基金指数
 商品研究署总收益率指数
 巴克莱商品顾问指数
 Handy & Harmon 黄金现货价格指数
 Handy & Harmon 白银现货价格指数
 雷曼兄弟 TIPS 指数/Bridgewater 公司⁴
 梅/摩西艺术品指数
 美国现金等价物指数
 所罗门美邦 90 天国库券指数
 通货膨胀(CPI-U)

除非另有注释,否则所有指数都表示总收益率指数。“毛收益率”指包括毛股利在内的总收益率;“净收益率”指包括扣除外国预扣税股利的总收益率;“价格收益率”指股利未被计算在收益率百分比之内;“自由”指证券可以被国际投资者自由交易的部分潜在市场。

注释: ¹ 雷曼兄弟公司总指数是用来计算那些美国国内、应征税的、以美元标价的证券,描述了美国投资级别的、固定利率的债券市场。至 2001 年 12 月,该指数大致包含:61% 政府及公司信贷;35% 抵押贷款证券;2% 资产抵押证券;2% ERISA 合格商业抵押贷款证券。

年 份

1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
-4.9%	21.5%	22.6%	6.3%	31.7%	18.7%	5.3%	16.6%	31.7%	-3.1%
	22.7%	26.1%	1.2%	35.6%	16.2%	-2.0%	20.9%	35.5%	-5.1%
									-25.4%
-3.2%	18.7%	19.9%	-11.2%	31.4%	7.4%	-5.3%	15.4%	19.3%	-17.8%
-2.0%	25.0%	29.1%	-7.3%	31.1%	5.7%	-8.8%	25.0%	16.3%	-19.5%
-11.3%	20.5%	16.0%	-1.0%	32.9%	15.4%	5.3%	11.3%	35.9%	-0.3%
1.3%	20.0%	28.3%	10.1%	31.5%	20.0%	0.5%	23.2%	25.2%	-8.1%
-9.2%	21.0%	20.1%	-15.8%	31.0%	3.6%	-10.5%	20.4%	20.2%	-17.4%
14.9%	28.5%	38.6%	2.3%	31.0%	7.4%	-7.1%	29.5%	12.4%	-21.8%
-3.8%	18.7%	23.5%	3.0%	32.6%	16.1%	2.3%	17.9%	29.2%	-6.2%
							23.9%	17.2%	-16.5%
-5.7%	20.0%	20.4%	4.5%	31.1%	16.3%	2.9%	14.6%	30.0%	-3.2%
-2.3%	-1.9%	23.7%	7.4%	56.2%	69.4%	24.6%	28.3%	10.5%	-23.5%
-12.5%	4.0%	21.0%	0.6%	78.9%	43.9%	3.7%	15.8%	28.5%	-3.9%
15.5%	-0.9%	24.5%	16.9%	43.1%	99.4%	43.0%	35.4%	1.7%	-36.1%
									-7.8%
							40.4%	65.0%	-10.6%
6.3%	32.6%	8.4%	15.2%	22.1%	15.3%	2.8%	7.9%	14.5%	9.0%
-15.5%	47.9%	3.3%	8.4%	24.0%	27.3%	-5.1%	11.5%	14.6%	7.4%
						6.5%	13.7%	0.4%	-6.4%
5.4%	33.5%	2.9%	14.3%	27.3%	19.7%	-3.2%	6.4%	16.4%	6.8%
					28.1%	36.1%	1.8%	15.6%	15.6%
						2.2%	6.8%	14.0%	8.6%
6.0%	21.6%	30.6%	20.9%	19.1%	19.2%	-3.6%	13.5%	8.8%	-15.4%
16.6%	9.4%	13.1%	13.8%	11.2%	8.3%	8.0%	9.6%	7.8%	2.3%
5.7%	1.8%	3.1%	3.1%	4.7%	7.0%	5.7%	3.9%	1.5%	-1.1%
	-3.1%	2.1%	-4.9%	-4.1%	-16.3%	-18.4%	4.7%	7.7%	8.2%
					1.2%	3.5%	12.7%	10.4%	4.7%
18.1%	5.3%	18.1%	-1.2%	2.0%	7.3%	6.7%	3.1%	6.6%	2.3%
-13.1%	27.4%	43.7%	-6.6%	9.0%	0.9%	2.9%	9.3%	4.5%	-5.0%
									5.8%
									17.5%
	12.9%	-9.1%	4.9%	-1.2%	18.7%	16.0%	4.6%	5.1%	-4.0%
23.9%	16.7%	23.8%	8.7%	25.5%	3.8%	57.3%	21.8%	1.8%	21.0%
-31.9%	13.9%	-16.5%	-19.2%	6.9%	20.4%	21.9%	-15.1%	-1.9%	-2.5%
-47.3%	32.1%	-17.9%	-28.9%	-8.3%	-7.9%	24.8%	-10.1%	-14.0%	-19.3%
9.4%	13.2%	3.5%	7.8%	12.4%	6.9%	7.1%	8.7%	11.1%	10.8%
9.8%	-4.3%	11.3%	17.8%	41.5%	-3.9%	43.5%	60.0%	25.5%	9.5%
15.0%	11.3%	8.9%	10.0%	7.8%	6.2%	5.9%	6.8%	8.6%	7.9%
8.9%	3.8%	3.8%	4.0%	3.8%	1.1%	4.4%	4.4%	4.7%	6.1%

² 1990年以前的市政债券数据由摩根·斯坦利投资管理公司提供。

³ EMBI+自1994年使用至今;EMBI在此之前使用。

⁴ Bridgewater公司策略基准美国8年期TIPS综合指数在1971年1月至1997年2月期间被使用;雷曼兄弟TIPS指数在1997年2月之后被使用。

资料来源: 摩根·斯坦利投资管理公司;作者。

表 7.4 1971—1980 年和 1970 年的资产年收益率

1980 年 12 月 31 日 1 美元的价值			
年度复利			
10 年期间的表现 (1971—1980 年)			
价值	复利年 增长率	标准差	夏普 比率
\$ 2.26	8.5%	20.7%	0.04
1.77	6.6%	25.8%	-0.06
2.54	9.8%	22.2%	0.10
\$ 3.22	12.4%	21.3%	0.23
2.44	9.3%	19.4%	0.09
6.94	21.4%	43.4%	0.32
\$ 1.14	1.3%	12.1%	-0.52
\$ 1.68	5.3%	6.4%	-0.36
\$ 2.88	12.5%	22.3%	0.20
2.76	10.7%	2.1%	1.43
12.29	28.5%	53.6%	0.44
15.56	31.6%	43.3%	0.55
9.54	25.3%	114.3%	0.15
3.12	12.1%	4.5%	0.98
5.13	17.8%	24.6%	0.41
\$ 2.07	7.6%	3.7%	0.00
2.17	8.0%	3.7%	0.12

以美元标价的名义总收益率

资产类别指数

美国股票指数
 标准普尔 500 指数
 标准普尔 400 中盘股指数
 标准普尔 600 小盘股指数
 纳斯达克综合指数(价格收益率)
 罗素 2000 指数(3000 小盘股指数)
 罗素 1000 成长指数
 罗素 1000 价值指数
 罗素 2000 成长指数
 罗素 2000 价值指数
 Wilshire 5000 指数
 非美国股票指数
 MSCI 世界自由毛收益率指数
 MSCI 除美国外世界毛收益率指数
 MSCI 美国净收益率指数
 MSCI EAFE 净收益率指数
 MSCI 欧洲自由净收益率指数
 MSCI 日本净收益率指数
 MSCI 除日本外远东自由毛收益率指数
 MSCI 新兴全球自由拉丁美洲毛收益率指数
 MSCI 新兴市场自由毛收益率指数
 美国和非美国固定收益指数
 雷曼兄弟总指数(应征税)¹
 雷曼兄弟 7 年期市政债券指数²
 高回报指数(第一波士顿高/中等级)
 10 年期美国国库券指数
 非美国固定收益指数(J.P. 摩根非美国债券)
 全球指数(交易未对冲的 J.P. 摩根全球政府债券)
 新兴市场债券指数(J.P. 摩根 EMBI +)³
 MSCI 225 可转换指数
 另类资产指数
 NAREIT 房地产投资信托
 NCREIF 财产指数(商业房地产)
 国家房地产经纪人协会指数(住宅建筑)
 NCREIF 农田指数(美国农田)
 剑桥联合公司私募股权基金指数
 剑桥联合公司美国风险基金指数
 风险经济学公司全私募股权基金指数
 HFRI 基金加权综合对冲基金指数
 HFRI 基金之基金指数
 商品研究署总收益率指数
 巴克莱商品顾问指数
 Handy & Harmon 黄金现货价格指数
 Handy & Harmon 白银现货价格指数
 雷曼兄弟 TIPS 指数/Bridgewater 公司⁴
 梅/摩西艺术品指数
 美国现金等价物指数
 所罗门美邦 90 天国库券指数
 通货膨胀(CPI-U)

除非另有注释,否则所有指数都表示总收益率指数。“毛收益率”指包括毛股利在内的总收益率;“净收益率”指包括扣除外国预扣税股利的总收益率;“价格收益率”指股利未被计算在收益率百分比之内;“自由”指证券可以被国际投资者自由交易的部分潜在市场。

注释: ¹ 雷曼兄弟公司总指数是用来计算那些美国国内、应征税的、以美元标价的证券,描述了美国投资级别的、固定利率的债券市场。至 2001 年 12 月,该指数大致包含:61%政府及公司信贷;35%抵押贷款证券;2%资产抵押证券;2% ERISA 合格的商业抵押贷款证券。

年 份

1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
3.9%	14.3%	19.0%	-14.7%	-26.5%	37.2%	23.9%	-7.1%	6.6%	18.6%	32.5%
		17.2%	-31.1%	-35.1%	29.8%	26.1%	7.3%	12.3%	28.1%	33.9%
									43.1%	38.6%
									23.9%	39.6%
									20.5%	24.4%
									50.8%	52.3%
									35.4%	25.4%
	17.6%	18.0%	-18.5%	-28.4%	38.5%	26.6%	-2.6%	9.3%	25.6%	33.7%
-11.7%	29.6%	36.3%	-14.9%	-23.2%	35.4%	2.5%	18.1%	32.6%	4.8%	22.6%
-10.6%	26.3%	14.4%	-8.8%	-24.1%	41.5%	-7.8%	21.9%	21.9%	12.3%	11.9%
-12.2%	53.6%	125.8%	-20.5%	-16.1%	19.4%	25.1%	15.4%	52.8%	-12.2%	29.7%
21.1%	12.3%	1.5%	4.3%	-10.7%	11.6%	15.6%	3.0%	1.4%	1.9%	2.7%
						15.8%	3.9%	-4.0%	1.0%	-17.6%
16.8%	9.8%	2.8%	3.7%	2.0%	3.6%	16.0%	1.3%	-0.8%	0.7%	-0.1%
		8.0%	-15.5%	-21.4%	19.3%	47.6%	22.4%	10.3%	35.9%	24.4%
								16.1%	20.5%	18.1%
3.6%	9.2%	8.8%	8.9%	10.8%	9.5%	8.9%	13.3%	15.2%	11.0%	11.5%
-11.9%	54.0%	21.7%	-41.5%	-47.2%	134.3%	60.3%	41.4%	59.4%	41.4%	77.4%
										63.7%
-5.1%	16.5%	48.7%	72.2%	66.3%	-24.8%	-4.0%	22.4%	37.0%	126.5%	14.5%
	-15.9%	47.8%	59.8%	34.0%	-4.6%	5.0%	9.1%	27.0%	361.3%	-44.1%
11.4%	7.9%	7.6%	15.4%	20.4%	8.0%	10.1%	8.3%	12.6%	17.6%	13.7%
-20.5%	44.5%	18.2%	46.5%	-17.2%	-18.9%	44.0%	5.1%	20.4%	18.8%	40.9%
4.9%	4.0%	5.1%	7.5%	7.2%	5.4%	4.4%	6.1%	9.1%	10.3%	11.9%
5.6%	3.3%	3.4%	8.7%	12.3%	6.9%	4.9%	6.7%	9.0%	13.3%	12.5%

² 1990年以前的市政债券数据由摩根斯坦利投资管理公司提供。

³ EMBI + 自1994年使用至今; EMBI 在此之前使用。

⁴ Bridgewater 公司策略基准美国8年期TIPS综合指数在1971年1月至1997年2月期间被使用; 雷曼兄弟公司TIPS指数在1997年2月之后被使用。

资料来源: 摩根·斯坦利投资管理公司; 作者。

1971—1980年, MSCI EAFE指数有5年的上涨幅度超过20%: 1971年上涨29.6%、1972年上涨36.3%、1975年上涨35.4%、1978年上涨32.6%、1980年上涨22.6%。MSCI日本指数有7年的上涨幅度超过15%: 1971年上涨53.6%、1972年上涨125.8%、1975年上涨19.4%、1976年上涨25.1%、1977年上涨15.4%、1978年上涨52.8%、1980年上涨29.7%。

1971—1980年, 房地产投资信托的年收益率有两年是负的: 1973年为-15.5%和1974年为-21.4%。投资于住宅建筑的收益率有7年是超过9%的: 1971年为9.2%、1974年为10.8%、1975年为9.5%、1977年为13.3%、1978年为15.2%、1979年为11.0%以及1980年为11.5%。Handy & Harmon黄金现货价格指数在十年中有8年的上涨幅度超过10%, 其中1971—1974年分别上涨16.5%、48.7%、72.2%和66.3%, 1977—1980年分别上涨22.4%、37.0%、126.5%和14.5%, 中间1975年和1976年出现了连续下跌, 分别下跌了24.8%和4.0%。

梅/摩西艺术品指数在十年中有7年上涨幅度超过15%: 1971年上涨44.5%、1972年上涨18.2%、1973年上涨46.5%、1976年上涨44.0%、1978年上涨20.4%、1979年上涨18.8%以及1980年上涨40.9%。美国90天国库券收益率在20世纪70年代的大部分时间里保持了上升的趋势, 1978—1980年的收益率分别为9.1%、12.0%和15.5%, 这反映了消费者价格指数和多种短期利率的上升。

按经济周期分组的资产年收益率

通过研究主要资产类别在不同的经济周期阶段中的年收益率, 投资者可以得到非常有价值的关于这些主要资产类别的中长期投资吸引力的观点。表7.5显示了消费者价格指数、股票、债券、美国国库券、商业票据、住宅、农田、黄金和白银在以下四个经济周期阶段中的多年收益率: (1)通货紧缩阶段; (2)价格稳定阶段; (3)反通货膨胀和适度通货膨胀阶段; (4)严重通货膨胀。

一般观察和说明

表7.5中数据的时间跨度超过130年, 从1871年直到21世纪初。这

表 7.5 按经济周期组织的资产年收益率(1971—2000 年)
以美元表示的名义收益率(除另有注明之外)

时 期	发 展 特 点	现 金 等价物			房 地 产 相关资产		贵 金 属	
		CPI ¹	股票 ²	债券 ³ 和美国国库券 ⁴ 和商业票据 ⁴	住宅 ⁵	农田 ⁶	黄金 ⁷	白银 ⁸
1871—1896 年	铁路开通带动西部开发	-1.5%	5.5%	6.4%	N/AV	N/AV	(9)	-6.8%
1892—1895 年	1893 年和 1895 年的大恐慌;工业衰退/罢工	-3.3%	-2.5%	5.1%	1.5%	N/AV	(9)	-8.0%
1919—1922 年	第一次世界大战后货币供应紧缩	-2.0%	5.0%	4.2%	1.0%	-12.1%	(9)	-18.2%
1929—1932 年	股市大崩盘和大萧条	-6.4%	-21.2%	5.0%	-3.9%	-12.3%	(9)	-19.8%
	4 个时期平均 ¹⁰	-3.3%	-3.3%	5.2%	-0.4%	-12.2%		13.2%
1896—1900 年	美国—西班牙战争美国取得胜利	0.3%	26.1%	3.3%	0.0%	9.3%	(9)	-1.0%
1921—1929 年	繁荣的 20 世纪 20 年代	-1.3%	20.2%	6.4%	4.4%	-2.8%	(9)	-3.3%
1934—1940 年	从大萧条中复苏	1.0%	12.2%	6.2%	7.2%	3.9%	6.3%	1.0%
1952—1955 年	艾森豪威尔时代早期	0.3%	24.5%	3.5%	4.5%	6.5%	(9)	2.1%
	4 个时期平均 ¹⁰	0.1%	20.8%	4.9%	4.0%	4.2%		-0.3%
1885—1892 年	铁路和强盗大亨时代	0.0%	4.5%	4.4%	N/AV	N/AV	(9)	-4.5%
1899—1915 年	经济盛衰导致美联储的设立	1.3%	8.2%	4.1%	5.7%	N/AV	(9)	-0.5%
1942—1945 年	第二次世界大战	2.5%	26.1%	4.5%	10.0%	18.1%	(9)	3.3%
1951—1965 年	反周期的美联储/财政部政策	1.6%	16.5%	2.2%	5.5%	6.7%	(9)	3.0%
1982—2000 年	经济扩张的 20 世纪 80 年代和经济活跃的 20 世纪 90 年代	3.3%	16.9%	12.6%	4.1%	2.4%	-2.0%	-3.0%
	5 个时期平均 ¹⁰	1.7%	14.4%	5.6%	6.3%	9.1%		-0.3%

么长的时间将划分成时间长度不等的经济时期。富有思想的历史学家和经济学家们可能同意表中对部分但并非所有时代的时间长度划分和特征描述。事实上,对所有类别的资产来说,数据的数量和质量,特别是20世纪50年代以前,尤其是1900年以前的数据,取决于某种程度的不精确、残存和选择偏见以及主观性。即使对现代时期来说,某些资产类别(如住宅、农田)的数据也不能总是与其他资产类别(如股票和债券)的数据保持相同的频度和以相同的方法收集并组织在一起。

在表7.5的顶部,1870—2000年之间有四个通货紧缩时期,总共持续了约38年,期间消费者价格指数平均每年下跌了3.3%,股票每年下跌3.3%,住宅、农田和白银分别每年下跌0.4%、12.2%和13.2%。相比较而言,短期现金工具和债券年收益率分别为4.8%和5.2%。

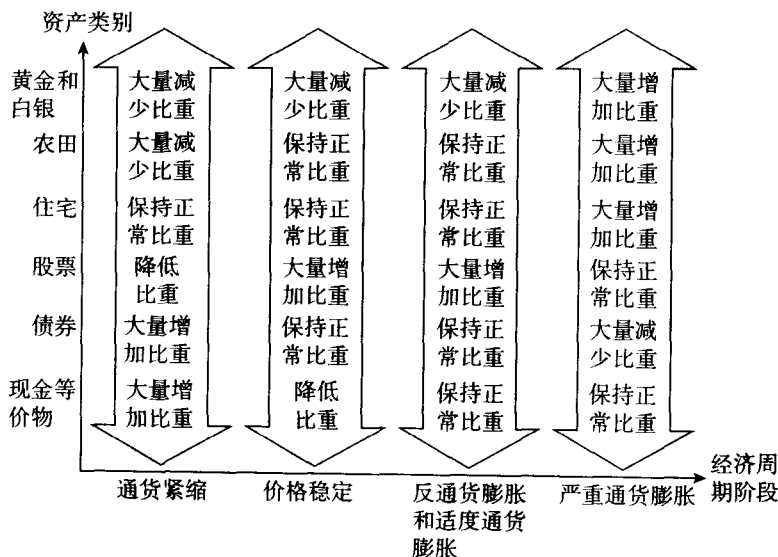
研究资产大类在不同经济周期阶段中的投资业绩的主要目的之一,是帮助投资者认清什么时候战略性地增加或者减少某类资产的投资比重才是适当的。图7.2总结了不同经济周期阶段一般的资产配置比重。

图7.2的横轴是四个主要的经济周期阶段(如表7.5所述):(1)通货紧缩阶段,其特征是总体价格水平处于下跌状态;(2)价格稳定阶段,总体价格水平处于稳定状态;(3)反通货膨胀和适度通货膨胀阶段,总体价格水平处于适度上升状态,有时也许会出现小幅下跌;(4)严重通货膨胀阶段,总体价格水平处于急剧上升状态。每一个经济周期阶段都可能:(1)由不同种类的影响导致;(2)持续不同长度的时间;(3)出现不同程度的严重性;(4)导致政府、货币和国际上的不同反应,而这些不同的反应又会影响随后一个经济周期阶段的深度、广度和持续时间。

图7.2的纵轴是六个资产大类:现金等价物、债券、股票、住宅、农田、黄金和白银。现代的资产类别包括许许多多其他类型的且重要的资产子类别:发达国家和新兴国家的非美国股票和债券、可转换证券、高回报证券、通货膨胀调整固定收益证券、商品、通过对冲基金和其他形式的绝对收益投资战略、私募股权、风险资本、艺术品、商业房地产以及可管理的期货战略。

对于图7.2中六种高度简化的资产类别,图中宽的垂直箭头显示了基于1871—2000年的历史经验形成的不同资产的四种战略性组合。图7.2显示的增加某种资产权重或者降低某种资产权重也是高度简化的一

图 7.2 不同经济周期阶段一般的资产配置比重



许多资产类别和资产子类别在这里没有提到,包括:价值型股票和成长型股票;小盘股、中盘股、大盘股股票;发达国家和/或新兴国家的国际股票;发达国家和/或新兴国家的非美国债券;高回报债券;可转换债券;商品;私募股权;风险资本;通货膨胀调整债券;艺术品;对冲基金;对冲基金之基金。

资料来源:作者。

般性的方针,而不是追求精确和细致的规则。每一个箭头里表述的总体方针并没有考虑以下因素:(1)四个经济周期阶段中特定情况下的潜在显著差异性;(2)对冲或投资于这些或者其他资产类别的某些特殊方式;(3)投资者自身的风险态度、市场展望、资产偏好、人口统计情况以及任何关于托管分散化或者集中化的批评;(4)特定资产类别的转换成本、信息源、流动性特征、可使用的投资工具以及其他重要特征。

记住以上原则,就可以得出:在通货紧缩阶段,成功的投资策略应该是大量增加现金等价物和债券的比重,保持住宅的正常比重,降低股票的投资比重至正常水平以下,大量减少农田、黄金和白银的投资比重;在价格稳定阶段,成功的投资策略应该是大量增加股票的比重,保持债券、农田和住宅的正常比重,降低现金等价物的投资比重至正常水平以下,大量减少黄金和白银的投资比重;在反通货膨胀和适度通货膨胀阶段,成功的投资策略与价格稳定阶段的资产配置策略类似,倾向于大量增加股票的

比重,保持债券、现金等价物、农田和住宅的正常比重,大量减少黄金和白银的投资比重。相反,在严重通货膨胀阶段,成功的投资策略应该是大量增加有形资产的投资比重,如黄金和白银、农田、住宅,保持股票和现金等价物的正常比重,大量减少债券的投资比重。

不同时期和不同资产类别之间业绩的观察

表 7.5 显示,美国经济出现了四个不同的通货紧缩时期,总共约长达 38 年,其中最长的一次持续了 26 年,最短的一次只有 4 年。在四个通货紧缩时期,消费者价格指数平均每年下跌 3.3%,股票价格平均每年下跌 3.3%(事实上在持久的或者相对温和的价格紧缩时期,1919—1922 年股票价格平均每年上升了 5.0%,在 1871—1896 年股票价格平均每年上升了 5.5%)。在通货紧缩时期,债券显示出很好的投资业绩,每年的总收益率达到 5.2%,与此同时,农田的回报平均每年下跌 12.2%,白银平均每年下跌 13.2%。在通货紧缩时期住宅价格平均每年下跌 0.4%,远远低于农田价格下跌的幅度。

美国经济事实上也经历了四个不同的价格稳定时期,总共约 25 年,最短的一次是 4 年,最长的一次为 9 年。在四个价格稳定时期,消费者价格指数平均每年仅上升 0.1%,股票在所有的资产类别中获得了最高的收益,在表 7.5 所示的所有经济环境中,复利平均收益率达到每年 20.8%。稳定价格时期债券的年平均收益率是每年 4.9%,农田为 4.2%,住宅为 4.0%。同期,白银的价格却每年平均下跌 0.3%。

美国经济也经历了五个不同的反通货膨胀和适度通货膨胀时期,总共约 63 年,最短的一次是 4 年,最长的一次为 19 年。在五个反通货膨胀和适度通货膨胀时期,消费者价格指数平均每年上升 1.7%,股票、农田和住宅都有相对较好的业绩表现,平均每年上升幅度分别为 14.4%、9.1%和 6.3%。令人惊奇的是,在反通货膨胀和适度通货膨胀阶段,债券也取得了每年 5.6%的名义总收益率,高于债券在通货紧缩时期每年 5.2%的名义总收益率。然而,如果考虑实际收益,也就是说经过对消费者价格指数变化作出调整,那么债券在反通货膨胀和适度通货膨胀阶段的真实收益率为每年 3.9%(等于每年 5.6%的名义收益率减去每年 1.7%的同期平均消费者价格指数)。这低于债券在通货紧缩阶段的有效

真实收益率 8.5% (等于每年 5.2% 的名义收益率加上消费者价格指数同期每年 3.3% 的跌幅)。

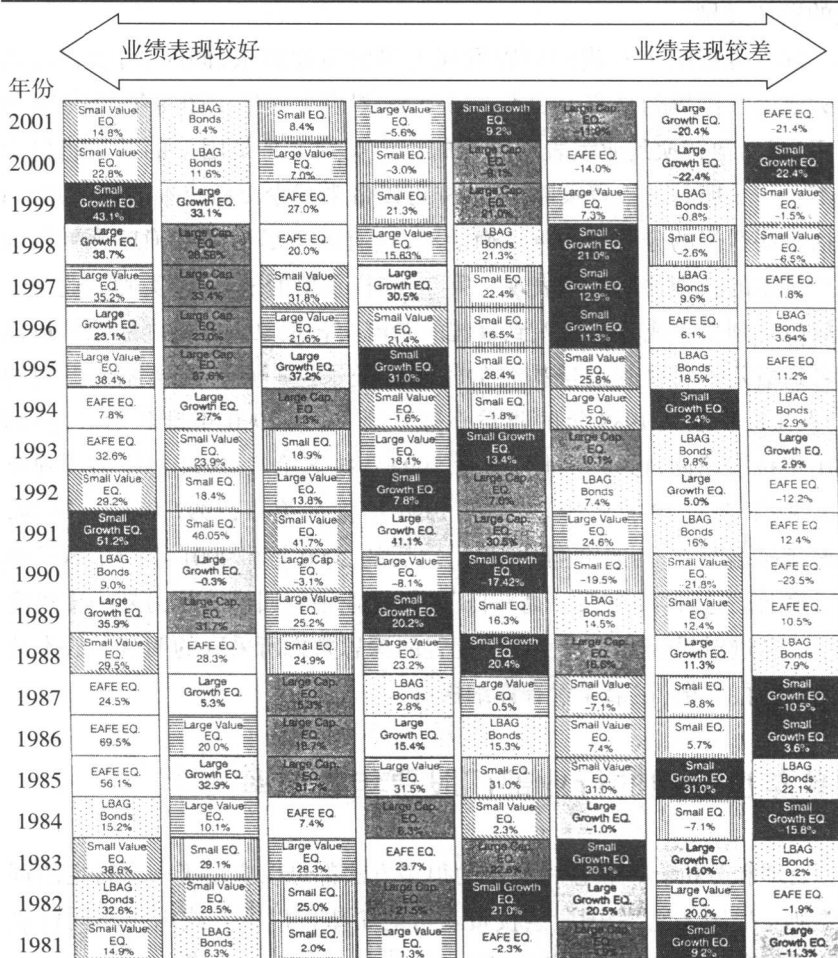
美国经济还经历了五个不同的严重通货膨胀时期, 总共约 30 年, 最短的一次是 3 年, 最长的一次为 11 年。在五次严重通货膨胀时期, 消费者价格指数平均每年上升 8.3%, 黄金、白银和农田等高收益资产每年的总收益率分别为 24.8%、18.0% 和 16.4%。在严重通货膨胀阶段, 住宅和股票每年的总收益率为 12.1%, 而债券在这五个时期的平均年总收益率则为 3.1%。

不同资产类别中收益率的轮流领先者

图 7.3 显示了一个投资者所考虑的有限几种资产类别和资产子类别 1981—2001 年间的投资业绩, 该投资者的投资组合中可能包含如下资产: (1) 成长型、价值型或者价值成长混合型投资风格的大盘和小盘美国股票; (2) 美国应税债券; (3) 非美国的发达市场股票。这些资产类别都可以用以下的指数来表示: (1) 标准普尔 500 指数代表大盘股; (2) 罗素 1000 成长指数代表大盘成长股; (3) 罗素 1000 价值指数代表大盘价值股; (4) 罗素 2000 成长指数代表小盘成长股; (5) 罗素 2000 价值指数代表小盘价值股; (6) 罗素 2000 指数代表小盘价值成长混合型股票; (7) 欧洲、澳洲和远东(EAFE)指数代表非美国发达市场股票; (8) 雷曼兄弟总债券指数代表美国应税债券。

仔细研究图 7.3, 可以得到以下几个非常重要的资产配置提示。第一, 美国股票市场的六种资产类别和资产子类别的收益率数据经常出现大幅度的差异。比如, 在 1981 年、1983 年、1988 年、1992 年、2000 年和 2001 年, 小盘价值股收益率排名第一, 大盘成长股排名则很低, 分别为第八、第七、第七、第七、第七、第七。第二, 所有的资产类别都有机会至少两次收益率排名第一或者第二, 有的甚至出现八次。大盘成长股有八次排名第一或者第二, 小盘价值股有六次, 非美国股票六次, 大盘价值股四次, 美国应税债券四次, 小盘/中盘股三次, 小盘成长股二次。第三, 非美国股票在 1985—1987 年连续三年成为业绩表现最佳的资产类别, 而在接下来的连续四年中(1989—1992 年)它们的业绩表现却是八个资产类别中最糟

图 7.3 不同资产类别中收益率的轮流领先者



缩写字母及图例

1. Small Value EQ.=小盘股价价值型公司罗素2000价值指数
2. LBAG=雷曼兄弟总债券指数(应征税)
3. Small EQ.=小盘股公司罗素2000指数
4. Large Value EQ.=大盘股价价值型公司罗素1000价值指数
5. Small Growth EQ.=小盘股成长型公司罗素2000成长指数
6. Large Cap. EQ.=标准普尔500指数
7. Large Growth EQ.=大盘股成长型公司罗素1000成长指数
8. EAFE EQ.=欧洲、澳洲和远东(EAFE)股票

资料来源：作者。

糕的,但在紧接着的两年里(1993—1994年)它们又成为获得最佳投资业绩的资产类别。

深入分析图 7.3,我们可以发现更多的对比结果,同时,可以得出两个关于资产配置的强有力观点。第一是,投资者如果试图每年(即使是每两年)成功地转换到业绩表现最佳的资产类别上将是困难的并且将付出成本。一个明智的投资策略(这同样可以带来减少交易成本的好处)应当包括一些适当的分散化和再平衡活动,这有赖于尽可能准确地预测某类资产多年的合理预期业绩表现。第二,同样重要的是,资产类别的业绩表现从最佳到最差或者从最差到最佳的轮流交替现象。非美国股票从最佳排名到最差排名再到最佳排名的轮回印证了这一点。同样需要提到的是,大盘成长股从 1989 年的收益率排名第一,到 1990 年排名第二,再到 1991 年排名第四,1992 年排名第七,1993 年排名第八,1994 年排名反弹至第二,接下来的 1995 年排名第三,1996 年排名第一,1997 年排名第四,1998 年排名第一,1999 年排名第二,之后的 2000 年和 2001 年的排名又掉到了第七。这种“高一低一高一低”的投资业绩轮回模式从另外一个角度支持了经过对投资者战略性资产配置的深思熟虑所采取的明智的战术性投资组合再平衡(在第 4 章有详细探讨)。

按单年度分组的行业部门股票年收益率

处理和分析资产收益率数据的很多方法都可以应用于一个特定的资产类别。举例来说,美国股票投资者可能希望按以下方式组织不同行业部门的资产收益率:(1)按若干年分组(比如,每 10 年或者每 20 年);(2)按单个年份(比如从 1991 年到 2000 年之间的每一年);(3)按经济周期(比如按照通货膨胀、价格稳定和通货紧缩等不同阶段来分别呈现投资业绩)。为了给投资者示范能够通过资产类别内部的方式得到信息,表 7.6 展示了 1991 年至 2001 年之间标准普尔 500 指数中 10 个行业部门的总投资收益率,包括红利加上或者减去资本价值的任何变动。

一般观察和说明

表 7.6 中下半部的纵栏阴影表示的是 2001 年标准普尔 500 指数中

表 7.6 标准普尔 500 指数的行业部门年收益率

标准普尔行业部门	1991 年 公司数量	总 收 益 率 (%)										
		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
消费者即兴消费	102	37.2	18.5	14.5	-7.5	20.6	13.1	33.6	39.9	28.8	-23.6	4.4
消费者大宗消费	44	42.1	6.4	-4.1	8.5	39.3	26.4	34.1	15.7	-15.5	16.4	-6.3
能源	27	7.6	2.2	15.6	3.8	30.8	25.7	25.0	0.8	18.0	14.1	-10.5
金融	56	48.9	24.2	10.8	-3.0	53.5	35.8	49.1	11.5	4.0	25.9	-9.2
卫生保健	32	53.2	-15.2	-6.2	12.8	58.9	22.5	41.2	43.0	-9.1	38.5	-12.0
工业	95	31.7	10.0	18.3	-3.0	39.7	26.0	28.6	11.3	19.5	4.9	-6.0
信息技术	38	12.7	2.3	18.6	19.4	38.6	43.4	27.9	77.8	78.8	-39.5	-26.2
原材料	57	24.9	11.6	15.5	6.3	20.3	13.5	6.2	-6.6	28.0	-16.0	3.0
通讯服务	12	13.5	16.3	15.0	-4.8	42.1	1.2	41.6	53.4	19.4	-38.8	-12.3
公用事业	37	22.7	6.4	13.5	-11.7	32.8	6.2	24.9	14.7	-8.9	59.6	-30.7
标准普尔 500 指数	500	30.6	7.7	10.0	1.3	37.4	23.1	33.4	28.6	21.0	-9.1	-11.9

标准普尔行业部门	2001 年 公司数量	2000 年 12 月 31 日 1 美元的价值(年度复利)			
		10 年(1991—2000 年)			
		价值	复利年 增长率	标准差	夏普比率
消费者即兴消费	87	\$ 4.32	15.8%	20.1%	0.56
消费者大宗消费	34	\$ 4.23	15.5	18.8	0.58
能源	24	\$ 3.69	13.9	10.6	0.88
金融	73	\$ 9.02	24.6	20.2	0.99
卫生保健	45	\$ 6.80	21.1	27.1	0.61
工业	68	\$ 5.25	18.0	13.2	1.02
信息技术	79	\$ 7.97	23.1	35.0	0.53
原材料	39	\$ 2.49	9.6	13.6	0.36
通讯服务	13	\$ 3.30	12.7	26.7	0.30
公用事业	38	\$ 3.85	14.4	20.8	0.47
标准普尔 500 指数	500	\$ 5.00	17.5	15.3	0.84

资料来源：作者和标准普尔公司。

10个行业部门内的公司数量,而每个行业1991年初的公司数量则列于表格上半部的左边纵栏阴影内。对这两列数据的比较可以发现标准普尔500指数十年来的变化。举例来说,标准普尔500指数在2001年末有79家公司是属于信息技术行业的,而在1991年初,信息技术行业只有38家公司进入标准普尔500指数。同样地,在2001年末有73家金融行业的公司进入标准普尔500指数,而在1991年初只有56家金融行业的公司进入标准普尔500指数。

标准普尔500指数中的每一个行业中的公司数量,以及每个公司的总市值,都会影响该行业在标准普尔500指数中的权重的变化。股票市场价格的变动和/或标准普尔500指数构成的变动都会导致标准普尔500指数中的某一个特定行业的权重实际上夸大了或者缩小了该行业在这个指数或者说整个经济中的重要性的真实情况。回顾历史业绩表现,表7.7呈现了标准普尔500指数的行业部门构成在1984—2001年间的变化情况。

表7.7显示,在2001年末,信息技术行业在标准普尔500指数总市值中占有17.6%的比重。低于1999年末28.8%的比重,而高于1994年8.6%的比重。同样地,金融行业2001年末在标准普尔500指数总市值中占有17.8%的比重,高于1999年末的13.1%。相比较而言,能源行业2001年末在标准普尔500指数总市值中只占有6.4%的比重,与前两年相比变化不大,但是与1984年的15.3%这个比重相比,下降幅度很大。

不同年份和不同行业部门之间业绩的观察

回到表7.6,标准普尔500指数在1991年至2000年间的复利年增长率达到17.5%,从历史前后时期的对比来看,这个收益率是相当高的。投资者如果在1991年1月1日投资1美元于标准普尔500指数,到2000年12月31日这1美元将增值为5.00美元。在20世纪90年代(1991—2000年),标准普尔500指数中有3个行业部门的复利年增长 rate 超过20%,它们是:金融行业24.6%,信息技术行业23.1%,卫生保健行业21.1%。投资者如果在1991年1月1日分别投资1美元于标准普尔500指数的金融行业、信息技术行业和卫生保健行业,到2000年12月31日他将会发现他的1美元投资分别增值为9.02美元、7.97美元和6.80美元。

1991年至2000年间投资业绩表现最差的行业部门是原材料和通讯

表 7.7 标准普尔 500 指数的行业部门构成

标准普尔行业部门	标准普尔 500 指数市值的百分比						
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
消费者即兴消费	15.0%	15.5%	16.3%	16.0%	16.4%	15.0%	13.2%
消费者大宗消费	10.2	10.3	10.8	11.0	11.3	11.3	13.7
能源	15.3	11.6	11.5	11.6	11.8	12.4	13.2
金融	6.4	7.5	7.2	6.1	8.0	8.9	7.4
卫生保健	6.4	6.9	8.0	8.4	8.1	8.4	10.2
工业	13.7	15.0	14.5	15.4	15.0	14.2	13.3
信息技术	14.4	13.9	11.2	9.6	8.1	5.9	6.3
原材料	7.3	7.6	8.0	8.8	8.2	7.8	7.1
通讯服务	5.3	5.6	6.1	7.5	7.6	9.8	9.2
公用事业	6.1	6.1	6.4	5.6	5.6	6.3	6.3
总 计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

标准普尔行业部门	标准普尔 500 指数市值的百分比											
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
消费者即兴消费	14.4%	16.1%	16.5%	14.9%	13.0%	12.0%	12.6%	13.1%	13.1%	10.4%	13.1%	13.4%
消费者大宗消费	14.8	14.2	12.0	12.9	12.5	12.6	12.1	11.0	7.0	8.2	8.2	9.5
能源	10.4	9.6	9.9	9.9	9.0	9.1	8.4	6.2	5.5	6.7	6.4	6.0
金融	8.9	10.8	11.2	10.8	13.5	14.8	17.2	15.6	13.1	16.7	17.8	20.5
卫生保健	12.6	9.8	8.2	9.0	10.7	10.3	11.0	12.1	9.0	14.5	14.4	14.9
工业	13.1	13.4	14.2	13.4	12.9	13.1	11.9	10.4	10.2	10.6	11.3	11.5
信息技术	5.2	5.1	5.9	8.6	9.3	11.9	11.9	17.1	28.8	21.5	17.6	14.3
原材料	6.7	6.9	7.1	7.1	6.0	5.7	4.5	3.1	3.0	2.3	2.6	2.8
通讯服务	8.0	8.6	9.1	8.7	8.5	6.8	7.0	8.3	7.9	5.5	5.5	4.2
公用事业	5.9	5.7	5.8	4.8	4.6	3.8	3.4	3.1	2.3	3.7	3.1	2.9
总 计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

注释：这些标准普尔 500 指数行业部门的历史数据并不是标准普尔公司或摩根·斯坦利资本国际公司公布的官方数字，而是基于摩根·斯坦利量化策略部门的调整数据而来的；因此，这些数据可能会受到修正。

资料来源：摩根·斯坦利量化策略部门和作者。

服务行业。投资者如果在1991年1月1日分别投资1美元于标准普尔500指数的原材料和通讯服务行业,到2000年12月31日他的1美元投资将分别增值为2.49美元和3.30美元。

股票市值最大的公司

236

资产配置的艺术

获取美国经济和金融市场增长程度以及不同时间公司财富变化状况的另外一个重要途径,可以是数十年内对股票市值最大公司的观察。表7.8显示了20世纪中每隔25年(分别是1925年末、1950年末、1975年末和2000年末)股票市值最大的10家公司。

1925年最大的10家美国公司的股票市值合计为69亿美元,占当年美国股票总市值273亿美元的25.38%。当年最大的美国公司是AT&T(美国电话电报公司),其股票市值为13亿美元,占美国股票总市值的4.82%。在这最大的10家公司中有2家石油公司(新泽西州的标准石油和加利福尼亚州的标准石油),3家工业公司(通用电气、美国钢铁和通用汽车),1家零售公司(F.W.伍尔沃思)和3家铁路公司(宾夕法尼亚、纽约中央和南太平洋)。

到1950年,美国股票总市值已经上升到857亿美元,是1925年的3.13倍。最大10家公司的股票市值合计占当年美国股票总市值的26.52%,AT&T仍然是市值最大的公司,市值为43亿美元,占美国股票总市值的5.04%。在这10家市值最大的公司中有3家工业公司(通用汽车、通用电气和美国钢铁)、2家化工公司(杜邦和联合碳化物)、1家零售公司(西尔斯)和3家石油公司(新泽西州的标准石油、加利福尼亚州的标准石油和得克萨斯公司)。

25年以后的1975年,美国股票总市值上升到了6,574亿美元,是1950年的7.67倍。IBM取代了AT&T成为市值最大的公司,市值达到333亿美元,占美国股票总市值的5.06%。在这10家市值最大的公司中其他行业的公司还包括:1家通信公司(AT&T),2家石油公司(埃克森、德士古),1家化工公司(陶氏化学),1家零售公司(西尔斯),2家工业公司(通用汽车、通用电气),2家消费品公司(柯达、宝洁)。

2000年末,美国股票总市值上升到了11.7万亿美元,是1975年的

表 7.8 股票市值最大的美国公司

1925 年



1925 年公司	股票市值 (\$ 百万)	占美国股票总 市值的百分比
美国电话电报公司	\$ 1,318	4.82%
标准石油公司(新泽西州)	952	3.48
通用电气	784	2.87
美国钢铁	691	2.53
通用汽车	606	2.22
标准石油公司(加利福尼亚州)	589	2.15
F.W. 伍尔沃思(F.W. Woolworth)	549	2.01
宾夕法尼亚铁路公司	548	2.00
纽约中央铁路公司	516	1.89
南太平洋铁路公司	387	1.41
10 家公司总计	\$ 6,940	25.38%
股票总市值	\$ 27,344	100.00%

237

资产配置的艺术

1950 年



1950 年公司	股票市值 (\$ 百万)	占美国股票总 市值的百分比
美国电话电报公司	\$ 4,320	5.04%
通用汽车	4,049	4.73
通用电气	3,782	4.41
杜邦	2,778	3.24
标准石油公司(新泽西州)	1,587	1.85
联合碳化物	1,425	1.66
标准石油公司(加利福尼亚州)	1,317	1.54
西尔斯零售公司	1,241	1.45
得克萨斯公司	1,132	1.32
美国钢铁	1,099	1.28
10 家公司总计	\$ 22,730	26.52%
股票总市值	\$ 85,709	100.00%

资料来源:《纽约时报》(The New York Times),1999 年 12 月 20 日;作者。

(续表)

1975 年

1975 年公司	股票市值 (\$ 百万)	占美国股票总 市值的百分比
IBM	\$ 33,289	5.06%
美国电话电报公司	28,856	4.39
埃克森石油公司	19,855	3.02
柯达	17,148	2.61
通用汽车	16,503	2.51
西尔斯零售公司	10,189	1.55
陶氏化学	8,491	1.29
通用电气	8,446	1.28
宝洁公司	7,341	1.12
德士古石油公司	6,344	0.97
10 家公司总计	\$ 156,462	23.80%
股票总市值	\$ 657,403	100.00%

2000 年



2000 年公司	股票市值 (\$ 百万)	占美国股票总 市值的百分比
通用电气	\$ 476,115	4.06%
埃克森美孚公司	302,195	2.58
思科系统	275,017	2.35
花旗集团	256,446	2.19
沃尔玛连锁商店	237,203	2.02
微软	230,798	1.97
英特尔	202,110	1.73
SBC(南方贝尔)通信	161,632	1.38
可口可乐	151,415	1.29
IBM	150,822	1.29
10 家公司总计	\$ 2,443,753	20.86%
股票总市值	\$ 11,715,019	100.00%

17.82 倍。而在一年前的 1999 年末,美国股票总市值达到了 15.1 万亿美元,单单微软公司一家的市值就高达 5,947 亿美元。2000 年末通用电气的市值占当年美国股票总市值的 4.06%,为 4,761 亿美元,这个数字比 1975 年末所有美国上市公司市值总和的 72% 还要多一些。通用电气公司在 1925 年末、1975 年末、2000 年末都跻身于市值最大的 10 家公司行列。2000 年末 10 家市值最大的公司还包括:1 家石油公司(埃克森美孚公司,其前身埃克森和新泽西州的标准石油公司在表 7.8 的所有四个时期均跻身于市值最大的 10 家公司行列),1 家零售公司(沃尔玛连锁店),4 家信息技术公司(思科系统、微软、英特尔和 IBM),1 家金融公司(花旗集团),1 家通信公司(SBC 通信,由原 AT&T 衍生而来),1 家消费品公司(可口可乐)。

美国最大公司单年度收益率

通过跟踪研究某家公司股票价格的年收益率模式,投资者能够了解公司价值增长或萎缩的若干种方式。股票价格增长模式可能表现为以下形式:(1)稳定的、合理的持续增长;(2)某种程度的周期性增长,比如两年增长接着是两年停滞或下跌交替重复发生;(3)一段较长时期内每年的价格波动比较剧烈,之后出现一年或者若干年价格显著的反向走势。投资者应预料到会遇到各种年收益率模式,这部分地受到金融市场状况总体进程的影响,比如某家特定的公司经营得到底有多好或者有多差,以及投资者作为一个整体对一家特定公司过去业绩和未来收益预测作出多么正面或者多么负面的评价。

表 7.9 显示了按 2001 年末股票市值计算的美国 10 家最大公司 1991 年至 2001 年每年的价格收益率(不包括股利)。这些公司(列于表 7.8 的右下角)按股票总市值降序排列分别为:通用电气、埃克森美孚、思科系统、花旗集团、沃尔玛连锁店、微软、英特尔、SBC 通信、可口可乐、IBM。

一般观察和说明

第一,表 7.9 显示的美国最大公司的股票价格收益率反映了这些公司的股票价格每年年末的变动情况,股票拆分已经考虑在内。但是它们

表 7.9 美国大公司年度价格收益率

公 司	股 价 变 动 百 分 比										
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
通用电气	33.3%	11.8%	22.7%	-2.7%	41.2%	37.3%	48.4%	39.0%	51.7%	-7.1%	-16.4%
埃克森美孚公司	17.6	0.4	3.3	3.8	32.5	21.7	24.9	19.5	10.2	7.9	-9.6
思科系统	194.9	137.4	64.4	8.7	112.5	70.5	31.4	149.7	130.8	-28.6	-52.7
花旗集团	71.5	22.9	60.7	-16.7	94.2	44.9	78.1	-7.8	68.1	22.3	-1.1
沃尔玛连锁店	94.6	8.7	-21.9	-15.0	4.7	2.2	73.4	106.5	69.8	-23.1	8.3
微软	121.8	15.1	-5.6	51.6	43.6	88.3	56.4	114.6	68.4	-62.8	52.7
英特尔	27.3	77.6	42.5	3.0	77.7	130.7	7.3	68.8	38.9	-27.0	4.6
SBC通信	15.4	14.5	12.2	-2.7	41.8	-9.4	41.2	46.4	-9.1	-2.1	-18.0
可口可乐	72.6	4.4	7.2	14.8	44.2	41.8	26.7	0.5	-13.1	4.6	-22.6
IBM	-21.2	-43.4	12.2	30.1	24.3	65.8	38.1	76.2	17.0	-21.2	42.3

公 司	2000年12月31日1美元的价值 (年度复利)			
	价值	复利年增长率	标准差	夏普比率
通用电气	\$ 10.03	25.9%	20.7%	1.03
埃克森美孚公司	\$ 3.62	13.7	10.6%	0.86
思科系统	\$ 245.13	73.4	70.0%	0.98
花旗集团	\$ 26.79	38.9	37.4%	0.92
沃尔玛连锁店	\$ 7.02	21.5	50.4%	0.34
微软	\$ 20.74	35.4	56.0%	0.55
英特尔	\$ 25.00	38.0	45.7%	0.73
SBC通信	\$ 3.41	13.1	21.5%	0.39
可口可乐	\$ 5.25	18.0	25.9%	0.52
IBM	\$ 3.01	11.6	38.2%	0.18

所有年度价格收益率除了股利支付并且反映了如下拆股情况:通用电气 1994 年和 1997 年分别 1 拆 2, 2000 年 1 拆 3; 埃克森美孚公司 1997 年和 2001 年分别 1 拆 2; 思科系统 1997 年和 1998 年分别 2 拆 3, 1991 年 1992 年、1993 年、1994 年、1996 年、1999 年和 2000 年分别 1 拆 2; 花旗集团 1993 年、1996 年、1997 年和 1999 年分别 2 拆 3, 1993 年、1996 年和 2000 年分别 3 拆 4; 沃尔玛连锁店 1993 年和 1999 年分别 1 拆 2; 微软 1994 年、1996 年、1998 年和 1999 年分别 1 拆 2, 1991 年和 1992 年分别 2 拆 3; 英特尔 1993 年、1995 年、1997 年、1999 年和 2000 年分别 1 拆 2; SBC 通信 1993 年和 1998 年分别 1 拆 2; 可口可乐 1992 年和 1996 年分别 1 拆 2; IBM 1997 年和 1999 年分别 1 拆 2。

资料来源:《纽约时报》, 1999 年 12 月 20 日; 作者。

并不包括分配给股东的公司分立 (spinoffs) 情况, 以及支付普通股股利或将股利再投资于普通股的情况。

第二, 公司年末总市值的计算是用股票价格乘以发行在外的普通股及等价物的总数量 (包括以下数量: 可转换证券可能转换的股份数量, 在认股权证和员工股票期权计划下可发行的股份数量)。一个公司的股票总市值在下述情况下会增加或者减少: (1) 公司经过拆分调整后的每股价格的增加或减少; (2) 公司普通股及等价物总数量的增加或减少, 比如进行普通股配售、公司回购股票, 或者公司通过发行新股票来购并另外一家公司。

第三, 股票价格收益的未来表现不一定像以前年份的表现。因此, 投资者应当非常谨慎, 从股票价格过去的模式推导出股票价格各个时期的表现, 可能得出偏离实际的结论和推论。

不同年份和不同公司之间业绩的观察

以 10 年为基准, 按股票市值计算的美国最大公司的最高复利年增长率是由思科系统公司创造的, 为 73.4%。因此, 如果一个投资者在 1991 年 1 月 1 日投资 1 美元于思科系统公司的股票, 到 2000 年末这 1 美元将增值为令人惊骇的 245.13 美元。在同一时期, 花旗集团、英特尔公司、微软公司和通用电气获得次高的复利年增长率, 它们分别为 38.9%、38.0%、35.4% 和 25.9%。如果一个投资者在 1991 年 1 月 1 日分别投资 1 美元于花旗集团、英特尔公司、微软公司和通用电气的股票, 到 2000 年 12 月 31 日这 1 美元将分别增值为 26.79 美元、25.00 美元、20.74 美元和 10.03 美元。在市值最大的 10 家公司中, 埃克森美孚和 IBM 在 1991—2000 年期间的复利年增长率是最低的, 分别为 13.7% 和 11.6%。如果一个投资者在 1991 年 1 月 1 日分别投资 1 美元于埃克森美孚和 IBM 的股票, 到 2000 年末这 1 美元将分别变成 3.62 美元和 3.01 美元。

对一个企业来说, 股票市值位于美国最大的 10 家上市公司之列 (2000 年末), 要么这家公司在 20 世纪 90 年代初就拥有了较大的规模并且保持了大公司的地位, 比如通用电气、埃克森美孚、沃尔玛连锁店、SBC 通信、可口可乐和 IBM, 要么这家公司的市值经历了快速增长, 如微软公司、英特尔公司、花旗集团, 尤其是思科系统公司。从 1995 年至 1999

年,通用电气经历了五年连续的高增长,分别增长了41.2%、37.3%、48.4%、39.0%和51.7%,2000年下跌了7.1%,2001年大跌了16.4%。

总而言之,20世纪90年代对表7.9所示的10家大公司的股价来说是非常丰收的十年。对整个100个公司一年(Company-year)来说(10家公司乘以10年),只有19个公司一年中价格是下跌的。微软公司的单年跌幅是最大的,出现在2000年,当年下跌62.8%。次之的是IBM,在1992年下跌了43.4%。思科系统公司获得了最大的单年涨幅,1991年上涨了194.9%,在这10年中共有5年的涨幅超过了100%,其他四年分别为1998年涨149.7%,1992年涨137.4%,1999年涨130.8%,1995年涨112.5%。

受到预期的以及实际的能源价格波动的大幅度影响,埃克森美孚公司的股票价格在20世纪90年代的表现出现了四年连续的增长(1995—1998年),分别增长32.5%、21.7%、24.9%和19.5%。受到利率和信用质量波动的影响,花旗集团的股票价格表现出了断断续续的上涨或者下跌,分别在1991年、1992年和1993年上涨了71.5%、22.9%和60.7%,接下来的1994年下跌了16.7%,1995—1997年分别增长了94.2%、44.9%、78.1%。1998年,花旗集团的股票价格下跌了7.8%,1999年和2000年则分别增长了68.1%和22.3%。可以说在2000年花旗集团是所有10家市值最大公司中表现最好的。

20世纪90年代,沃尔玛的股票价格表现出了连续四年的滞胀或者说不那么引人注意:1993年下跌21.9%,1994年下跌15.0%,1995年上涨4.7%,1996年上涨2.2%。接下来的三年则出现了很大的涨幅,1997年上涨73.4%,1998年上涨106.5%,1999年上涨69.8%,2000年则下跌了23.1%,2001年又回升了8.3%。信息技术行业方面,微软的股票价格在1991年翻了一番还多,上涨了121.8%,1992年上涨15.1%,1993年下跌5.6%。从1994年至1999年,微软公司经历了连续6年股价的高速增长,分别达到51.6%、43.6%、88.3%、56.4%、114.6%和68.4%,2000年下跌了62.8%,2001年反弹52.7%。IBM公司则经历了连续的股票价格下跌,1991年下跌21.2%,1992年下跌43.4%。当20世纪90年代中期股票市场重新认识到了IBM的价值,公司股价也获得了连续的增长,1994年至1998年的增长率分别为30.1%、24.3%、65.8%、38.1%、76.2%。同

一个时期,英特尔的股票价格分别上涨了 3.0%、77.7%、130.7%、7.3% 和 68.8%。

投资者应当牢记心中,表 7.9 所列的企业代表的是以 2000 年末股票市值计算的美国最大的 10 家公司。因此,这些公司年复一年的股票价格表现模式并不能代表其他公司的表现。了解历来每年股票价格表现的不同模式能够:(1)加强耐心、深入和机智的投资选择的优点;(2)揭示对股票价格走势的周期性的和其他阶段性的影响;(3)提供关于某一特定时期在整个金融历史中是罕见的还是平常的重要观点。

第五部分

金融市场分析与投资决策

第8章

构造分析框架

247

资产配置的艺术

概 述

在资产配置过程中,当投资者能够同时进行远景分析(长期的宏观工具)和深度分析(短期的微观工具)时,投资者就能够获得显著的收益,并减少次优决策的影响。这需要耐心、技巧和经验。为达到这个目的,投资者需要一系列能够提供分析框架和思考深度的工具。当考虑每一个主要资产类别时,投资者需要一个“望远镜”从宏观角度来分析:(1)重要的趋势;(2)趋势的持续时间;(3)这些趋势的广泛影响。同时,投资者也需要一个“显微镜”从微观角度来拆分和评估一个给定资产类别中的特定投资和投资管理人的本质特征。

这一章描述了大量的分析工具和技巧,包括:(1)社会分析,研究一个国家相互联系的金融、经济、政治和社会状况;(2)市场周期分析,说明在不同市场阶段中基本面因素、估价因素和心理因素对资产价格的不同程度影响;(3)情景分析,对各种经济和金融结果出现的概率进行假设,并且把这些结果和战术性资产配置决策联系起来,考虑能够干扰市场长期趋势的可能的冲击、不平衡和错误;(4)投资者满意度分析,测试投资者行为和市场结果对投资者满意度的影响。

这一章也探讨了另外一些分析工具,比如:(1)投资策略执行分析,回顾在投资策略执行中的许多关键决策点和影响每个决策的主要因素;(2)财务指标比较分析,说明对于一个资产类别中的投资怎样去编制和评估关键的财务指标;(3)金融市场环境分析,刻画投资者的动机、行为和预期在有利的和不利的金融环境中的特征;(4)资产配置阶段和周期,描述一个投资者的整个金融投资生涯中的接触阶段、成长阶段、实现阶段和证实

阶段。

投资者应该汇集尽可能多的相关工具把有洞察力的、精确的和新颖的思想应用到资产配置过程中去。用于每个工具的相对时间和对于每个工具的相对强调程度主要是由市场状况、考虑要投资的资产类别和投资者的思想框架所决定的。

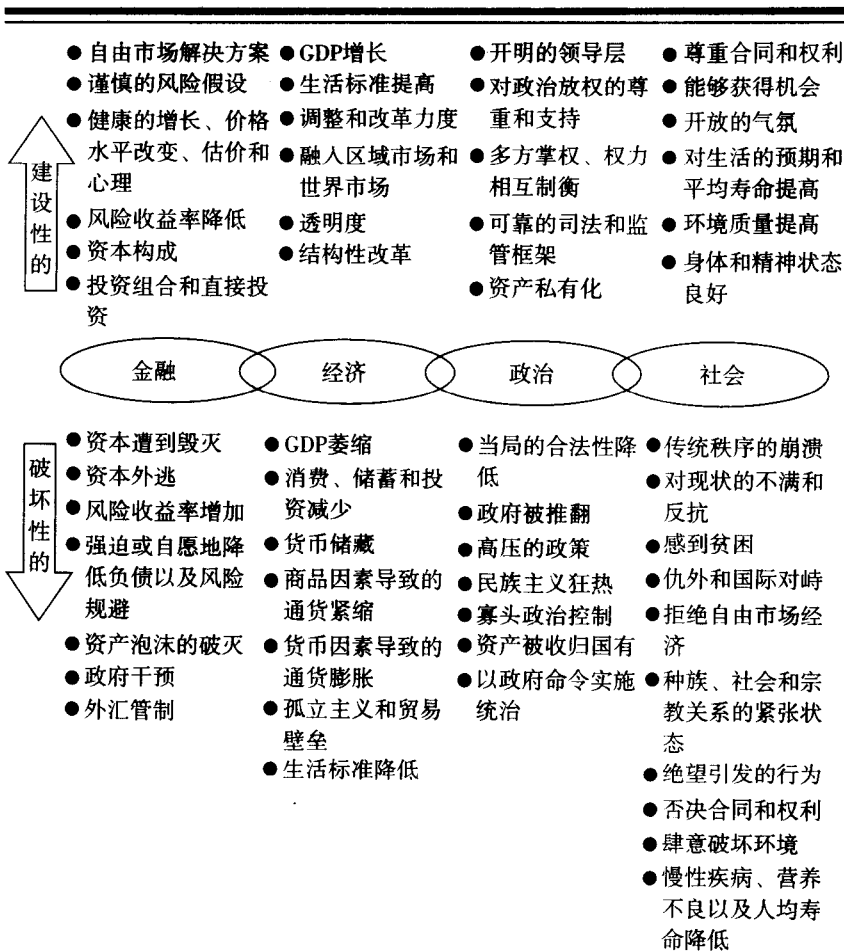
社会分析

在一个经济社会中,投资者应该考虑到它的稳定程度、增长性、民族团结性和前瞻性的思想。这条分析线适用于投资美国和非美国股票、固定收益证券以及另类投资品种,包括风险资本、私募股权、房地产和其他如对冲基金之类的投资品种。通常,投资的稳定性和吸引力在极大程度上依赖于一个国家的社会整体状况,它由相互依存的金融、经济、政治和社会因素构成。

国家、地区和人们寻求以一个连续的、向上移动的模式来实现他们的愿望。但是在这条路上,他们的梦想经常遇到经济和金融循环、外部事件、冲突与和平的转换、变化的自信心水平以及被改变的优先处理事项的反复无常。在投资大量的资产到一个资产类别和/或世界的一个特定地区之前,投资者应该明智地问自己该国是将要采取建设性的还是毁灭性的行动。通常,对于这个问题的回答是不能通过精确的测量和计算得来的。然而,投资者能够而且必须尽量对影响资产配置和投资活动的当前以及未来的环境有个总体上的了解。

例如,在金融领域,投资者可能想要考虑一个国家是否可能从事或继续从事对资本有利的政策,或者该国家是否可能采用不利于资本的政策。图 8.1 给出了几个与这些政府行为和市场趋势相关的原因和结果。在经济领域,投资者需要注意有利的以及不利的发展方向和政策,以及在这些政策背后的力量是系统外部的(外部事件)还是系统内部的(内部事件)。在政治领域,投资者最好确定是否一个国家的政策和政治是大多数人的愿望。最后,在社会领域,知晓这个国家赞成或忽略基本权利、义务和民众权利的程度是很重要的。

图 8.1 人类状况的构成因素

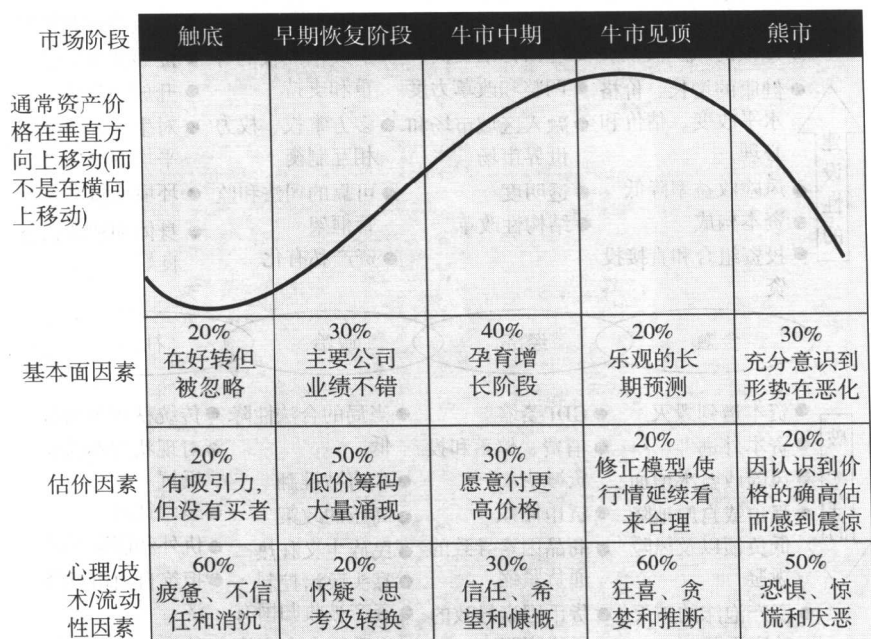


资料来源: 作者。

市场周期分析

资产配置过程的一个很重要的基石是解决以下问题的能力: (1) 一个特定资产类别 (或一个资产类别的子类别) 处于市场周期的什么阶段; (2) 在这个阶段影响价格水平的主要因素是什么。金融资产 (如股票和债券) 和现实资产 (如商品、贵金属、艺术品和收藏品) 的价格由以下三种因素决定: (1) 基本面因素; (2) 评估因素; (3) 心理/技术/流动性因素。图 8.2 显

图 8.2 在不同市场阶段影响资产价格的因素



注释：以上百分比仅仅是假设出来的,代表作者的个人观点。

资料来源：作者。

示了资产价格一般遵从的模式。

图 8.2 以简化的形式描述了大多数资产价格要经历的 5 个主要阶段,它们是根据反弹、不同的大小程度,特别是不同的持续时间来划分的。这些阶段包括:(1)触底,这时候疲软的价格不能引起或很少能引发投资者的热情;(2)早期恢复阶段,这时候资产的价格开始使得投资者确信它们潜在的价值;(3)牛市中期,这时候资产价值的基本面因素吸引更多的投资者和/或更多的投资资本数量;(4)牛市见顶,这时候投资者对该资产类别日益高涨的热情推动价格达到一个极端高的水平;(5)熊市,这时候大部分投资者放弃他们对该资产类别的热情,抛售该资产。

图 8.2 也描述了三种关键引导因素在一个典型市场周期的 5 个阶段中的不同重要程度。基本面因素(说明资产天生的吸引力、用途或目的的各种特征)趋向于在市场周期的底部和顶部仅对价格变化产生很小的影响。当投资者通常表现最理性的时候,基本面因素常常在牛市中期价格

的决定过程中起到更重要的作用。

估价(考虑资产的现金流和终值相对于自身和其他资产类别的模式、时间和现值)趋向于在牛市早期发挥其最大的影响。在这一阶段,非常诱人的投资价值经常使投资者从不相信转为相信。在市场周期的其他阶段,估价因素对投资者行为的影响则要远远小于其他因素。

心理、技术和流动性因素在市场周期的高峰或低谷阶段推动资产价格快速上升或极速下降时起着非常重要的作用。心理因素(第5章已经详细讨论过)横跨人类情感的整个领域,包括狂热、贪婪、狂喜、轻信、怀疑、恐惧、惊慌、后悔,甚至对其他人和自己的厌恶。技术和流动性因素包含了一个资产的流动性、投资者资金的来源和流向,以及一个资产相对于其他资产的吸引力或缺乏吸引力。总之,心理、技术和流动性因素在市场极端情况下的作用远远超过基本面因素和估价因素。

情景分析

在考虑了社会影响与对于某个资产类别(或资产子类别)的市场周期而言占主流的阶段和相关的影响因素之后,投资者就可以利用这些想法和资源进行一个假设的经济和金融情景分析。这一分析的主要价值在于:(1)具有从乐观到悲观的一系列情景范围的相对完整性;(2)粗略地把预测的经济结果转化为其对各种资产类别的潜在影响;(3)设定每种情景出现的概率;(4)构造适合于每个投资者的战术性资产配置(通常有1年的时间跨度)。

当构造和评估情景及其对金融市场和投资组合构造预期会产生的影响时,投资者应该牢记几个忠告。预测,尤其是与它们有关的概率,是纯粹的预测而不是真实的情景。它们很少总是一致地出现,也很少达到预测的程度。此外,经济和金融历史确定各种结果,这些结果本来就不存在预测因素,因而是完全不可预测的。

表8.1是一个关于各种各样的美国经济和金融情景可能影响的矩阵分析。

表8.1分析了12个月的数据,情景1是一个真实经济高增长(+3.5%)期间,伴随着上升的消费者价格通货膨胀(+3.5%)和增长的标准普尔500公司税后利润(+18.0%)。这样的结果与一个全球真实

表 8.1 假设的经济和金融情景分析

	情景1	情景2	情景3
经济和金融展望 ⁽¹⁾	高增长高 通货膨胀	适度增长适 度通货膨胀	适度增长低 通货膨胀
美国真实GDP增长	+ 3.5%	+ 2.5%	+ 1.5%
CPI通货膨胀率	+ 3.5%	+ 2.2%	+ 1.4%
美国公司税后总利润	+ 10.0%	+ 7.0%	- 5.1%
标准普尔500公司税后利润	+ 18.0%	+ 15.0%	+ 8.0%
全球真实GDP增长	+ 3.5%	+ 3.0%	+ 2.0%
资本市场			
10年期美国国库券利率	6.0%	5.4%	5.3%
30年期美国国库券利率 ⁽²⁾	6.5%	6.0%	5.5%
美国股票总收益率(标准普尔500)	+ 15.0%	+ 10.0%	+ 6.0%
美国30年期国库券总收益率 ⁽²⁾	- 20.4%	- 8.2%	+ 5.5%
概率	10%	25%	30%
稳健型战术性资产配置			
股票	55%	50%	45%
债券(期限由投资者决定)	25%	25%	30%
另类资产 ⁽³⁾	10%	15%	20%
现金	10%	10%	5%
	情景4	情景5	情景6
经济和金融展望 ⁽¹⁾	零增长低 通货膨胀	反通货膨胀	通货紧缩
美国真实GDP增长	0.0%	0.0%	- 1.0%
CPI通货膨胀率	+ 1.0%	+ 0.5%	- 2.0%
美国公司税后总利润	- 14.0%	- 16.0%	- 20.0%
标准普尔500公司税后利润	- 5.0%	- 10.0%	- 15.0%
全球真实GDP增长	+ 2.0%	0.0%	- 1.0%
资本市场			
10年期美国国库券利率	4.5%	4.0%	3.0%
30年期美国国库券利率 ⁽²⁾	4.8%	4.5%	3.5%
美国股票总收益率(标准普尔500)	- 10.0%	- 20.0%	- 30.0%
美国30年期国库券总收益率 ⁽²⁾	+ 20.7%	+ 37.7%	+ 56.7%
概率	20%	10%	5%
稳健型战术性资产配置			
股票	35%	30%	25%
债券(期限由投资者决定)	35%	45%	50%
另类资产 ⁽³⁾	15%	10%	5%
现金	15%	15%	20%

注释：(1) 这里列示的预期结果、概率和资产配置仅仅是假设出来的，代表作者的个人观点。

(2) 美国长期(30年期)国库券利率在预期一年的持有期初被假设为5.5%。

(3) 包括房地产/REITs, 商品和贵金属; 私募股权和风险资本; 通货膨胀调整证券; 对冲基金; 对冲基金中基金。

资料来源: 作者。

GDP增长(+3.5%)相联系。在这种情形下,10年期美国国库券利率被预测在期满时为6.0%,30年期美国国库券利率被预测为6.5%。假设长期国库券利率在12个月期间开始时是5.5%,然后是6.5%,则标准普尔500股票指数被预测会提供一个15.0%的总收益率(包括股利),30年期美国国库券被预测会提供一个-20.4%的总收益率(包括息票)。

在这个假设的例子中,情景1的概率为10%。稳健的投资者如果不同意这个概率,而是更强烈地感到情景1将变为现实,那么他们就会采用一个战术性(1年期)资产配置,该资产配置由55%的股票、25%的债券(到期日和息票由投资者对于利率前景的确信度而决定)、10%的另类资产和10%的现金等价物工具构成。

在另一端,情景6预测了一段期间的通货紧缩,这时候实体经济活动萎缩了1%,消费者价格下降了2.0%,标准普尔500公司税后利润下降了15.0%。这样的结果与一个全球真实GDP下降1.0%相联系。在这种情形下,10年期美国国库券利率被预测在期满时为3.0%,30年期美国国库券利率被预测为3.5%。因此,标准普尔500股票指数被预测会提供一个-30.0%的总收益率(包括股利),30年期美国国库券被预测会提供一个+56.7%的总收益率(包括息票)。

这一假设的情景6有10%的概率。稳健的投资者如果更强烈地感到情景6将变为现实,他们就会采用一个防守型战术性(1年期)资产配置,该资产配置由25%的股票、50%的债券(到期日和息票由投资者对于利率前景的确信度决定)、5%的另类资产和20%的现金等价物工具构成。

具有潜在严重后果的情景

寻找可用以预测金融市场主要转折点的潜在极端情况的投资者应该知道一个指数价格的临时性大小和百分比改变是不足以引发一个趋势反转的。作为一个一般原理,这里有三种方式可以干扰价格长期向上或向下的趋势并使价格向一个新的方向变动:(1)一个或多个较大的外部冲击改变了经济系统或市场主流的自信心水平;(2)在一个经济体中有重要的内部不平衡形成和最终瓦解;(3)货币、财政、贸易或其他政策失误伤害了一个国家、区域或全球经济的关键部分。

表8.2列举了大量具有潜在严重后果的情景,集中在外部冲击、内部

表 8.2 具有潜在严重后果的情景

外部冲击	内部不平衡	政策失误
● 主要国际借款人宣布展开债务重组谈判或申明违约。 ● 非美国投资者大量抛售以美元计价的金融资产。 ● 发生恐怖主义袭击,包括传统的和非传统的武器,或生物、化学和核武器攻击。 ● 动乱地区的武装冲突加剧。 ● 政府和金融市场间的对峙扩大。 ● 大国与所在地区国家间爆发出口贸易战。 ● 一个大的证券托管机构或市场交易的支付系统发生操作或财务问题而使交易清算和结算不能及时完成。 ● 黑客和电脑病毒编写者完全破坏或瘫痪了一个国家或全球的计算机功能系统、电信系统、空中交通管制系统、国防或其他基础设施的关键部分。	● 在信贷和或衍生品市场上出现大范围损失。 ● 一个或多个大金融机构和/或工业企业宣布破产。 ● 价格被高估的股票市场价格大幅下跌。 ● 部分国家经济增长速度大幅下降。 ● 一个大国的外债负担和/或不良金融贷款导致出现银行危机。	● 全球出现货币过度发行(或突然回笼),导致显著的资产价格膨胀(或紧缩),和/或整体价格水平的膨胀(或紧缩)。 ● 世界主要货币不稳定,如日元、美元、欧元和/或其他货币。 ● 政府采取限制货物、服务和/或资本流动的保护性政策。

资料来源:作者。

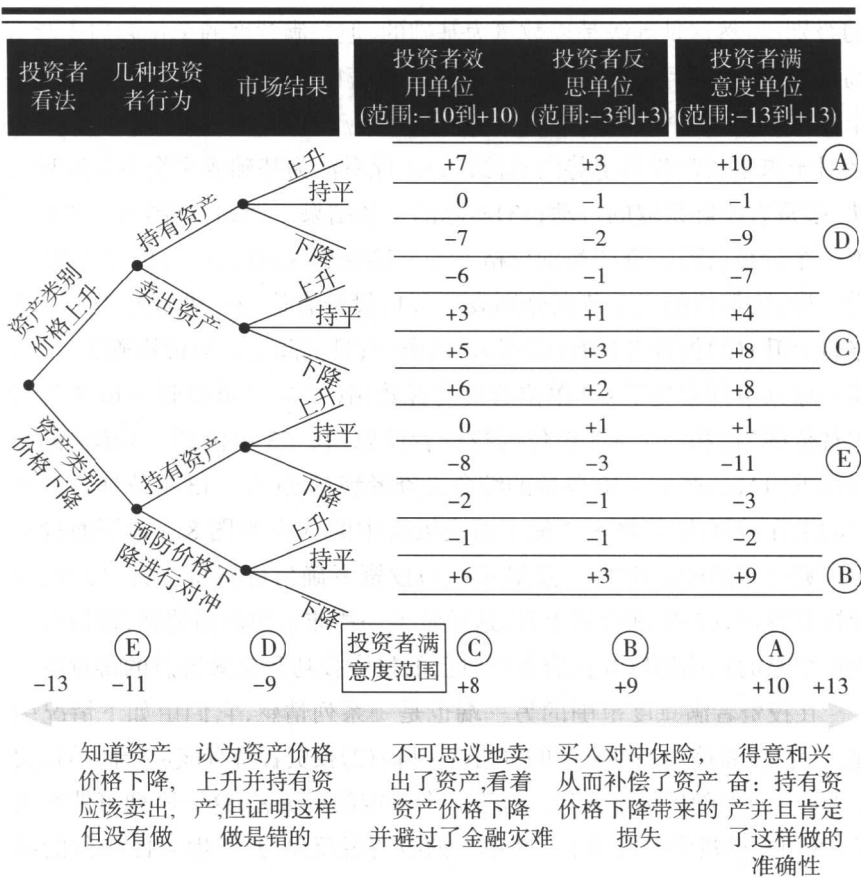
不平衡和政策失误三大类中。

在表 8.2 中列举的潜在情景并没有完全列出所有可能的发展情况。但是,所列出的情景能够帮助投资者预先了解到:(1)一个或多个这些(或其他的)结果对于股票、固定收益证券、另类资产、现金和货币的短期和长期价格变动的预期影响;(2)更重要的是,对于给定的情景,中央银行、监管者、政府、投资者和其他金融市场参与者可能反应的路径和内容。

投资者满意度分析

当投资者调查可能影响特定资产类别、金融市场和经济的外部因素时,如果有可能的话,他们应该考虑近似地量化对于市场肯定或否定自己的资产配置决策,他们是如何作出反应的。例如,预期一个特定资产类别的价格会上涨的投资者需要决定是否应该:(1)买入该资产;(2)假如已经

图 8.3 投资者行为和市场结果对投资者满意度的影响



注释: 上面的数值仅仅是假设出来的, 代表作者个人的观点。
资料来源: 作者。

拥有了, 就继续持有该资产; (3) 卖出该资产。图 8.3 以决策树的形式给出了这些决策。

在决定买入、持有或卖出一个特定资产类别之后, 该资产的价格可能上升、持平或者下降。每一个后果都将对投资者产生一定程度的效用(高兴或失望), 并促使投资者进行某种程度的反思, 从而对以前的行为进行事后剖析。投资者效用和投资者反思一起引发投资者一定程度的满意或不满, 从适度的到极端的都有。

投资者能够对这些潜在结果以一些随意但一致的数量进行评级, 去

评估这些结果对他们心理的相对影响,并评定各种结果相对于其他结果的级别(虽然这种等级是以数量为基础的,但是满意度的单位趋向于具有高度主观性,而且是针对每一个投资者而言的)。例如,图 8.3 显示了一个投资者对 12 个可能结果的反应;这种反应是以下因素的函数:(1)投资者对于未来资产价格走势的看法;(2)以此看法为基础或完全不管这种看法,投资者实际采取的行动;(3)实际的市场结果。例如,在图 8.3 的最上面一个分枝(标注“资产类别价格上升”,接着是“持有资产”,再接着是“上升”)中,决策树的三个节点分别表示:(1)投资者认为一种资产类别的价格将上升;(2)投资者持有(或买入)该资产;且实际上,(3)价格确实上升。这一序列事件产生了 +7 单位的投资者效用(在 +10 单位到 -10 单位的主观范围内)和一个 +3 单位的投资者反思(在 +3 单位到 -3 单位的主观范围内),共产生 +10 单位的综合投资者满意度(在 +13 单位到 -13 单位的潜在范围内)。图 8.3 最上面决策树中的 A 点和图 8.3 最下面投资者满意度范围中相应的 A 点显示:(1)投资者确信价格将上升;(2)投资者持有资产;(3)实际价格上升,这导致了一些非常积极的情感,包括对于投资结果的正确感以及投资者对自己的投资技巧和金融智慧的得意感。

在投资者满意度范围的另一端也是一系列情感,它们由如下情况引起:(1)投资者确信一种资产的价格将下降;(2)投资者持有该资产而不是卖出该资产;(3)随后价格下降。对于一个给定的投资者,这一序列事件产生了 -8 单位的投资者效用和 -3 单位的投资者反思,共产生 -11 单位的综合投资者满意度。这个结果导致了图 8.3 最上面决策树中的 E 点和图 8.3 最下面投资者满意度范围中相应的 E 点。投资者不管自己对于价格将下降的强烈感觉,没有卖出资产。在投资者满意度方面,价格下降导致投资者产生了复杂的和不满意的情感,例如自责和不断地陷于假设情景等。

虽然用数值来衡量通常易变且高度个人化的情感既不准确又不科学,但是,这种方法能在投资者进行投资活动之前帮助投资者对潜在结果及其在金融与情感方面的效应进行有条理的思考。

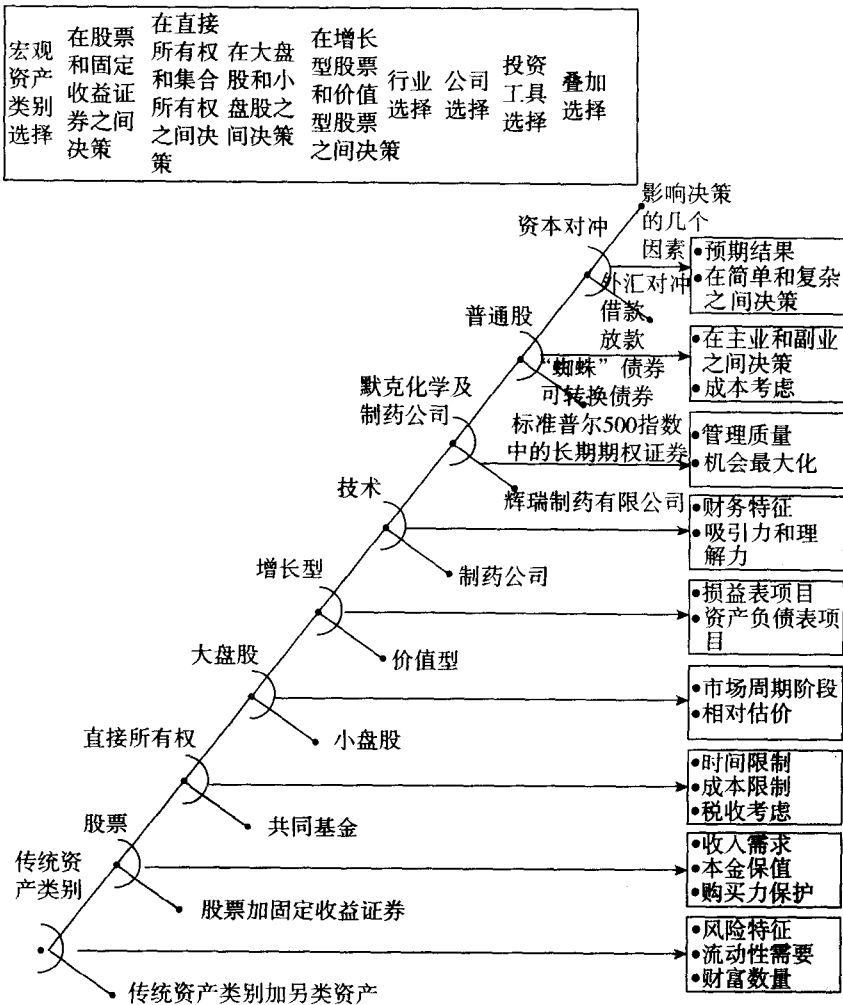
投资策略执行分析

在资产配置的整个过程中,投资者可能面临许多有关如何执行一个

与他们的资产配置目标相一致的投资策略的选择。一系列因素能够帮助投资者决定哪一个选择是最适合他们的。图 8.4 给出了一些决策点以及每个决策点上投资者可以使用的选择。

图 8.4 中从左到右的那些选择,是从一些大问题开始的,如宏观资产类别选择决策:是仅仅投资于传统资产类别,还是也投资于另类资产类别。为简化起见,其他选择,如仅仅投资于另类资产,在图 8.4 中的任何

图 8.4 投资策略执行中的决策点



资料来源：作者。

决策点上都没有列示出来。每个决策点周围的弧形表示投资者面对的选择范围。图 8.4 的右边列出了可以影响投资者选择决策树的一个分枝或另一个分枝的几个因素。图 8.4 假设投资者已经选择了传统资产类别这一分枝,接着是股票分枝,再接着是决策树的直接所有权分枝。在图 8.4 中的许多同样的决策和选择,经过一定的修改,也适用于其他资产类别,如债务证券或另类投资。给定图 8.4 的股票选择,还有一些更具体的选择。

在直接所有权和集合所有权之间决策可以指导投资者直接拥有证券或通过一个集合体(如共同基金)来拥有证券。时间、成本和税收考虑将在这个决策中加以体现。决定投资于股票的投资者需要确定大盘股、中盘股或小盘股中哪一种是最适合的。为简化起见,图 8.4 没有显示中盘股。和这一决策有关的各种因素包括:(1)大盘股和小盘股各自所处的市场周期阶段;(2)这两类股票的相对估价,包括与它们各自的历史估价范围相比较以及在相互之间进行比较。

与此类似的是,在增长型股票和价值型股票之间决策部分取决于市场作为一个整体是否最关心和/或可能开始最关心各种损益表项目,例如利润率和利润增长率、现金流和盈利。如果是这种情况,则可能倾向于选择增长型股票。或者,市场作为整体上会和/或可能开始会最关心各种资产负债表项目,例如现金和其他有形资产、权益负债率、或有负债和账面价值。这种情况可能使得许多投资者更喜欢价值型股票。

在大盘股和小盘股之间以及增长型股票和价值型股票之间作出选择之后,投资者通常需要选择一个或几个行业,然后在这些行业中选择一个或多个公司。行业的周期性和长期性财务特征与经营特征,以及投资者对行业动态的偏好和理解将影响行业选择。影响公司选择的三个重要因素是:(1)管理质量;(2)公司业务的吸引力;(3)公司利用其商业机会情况的好坏。

一旦投资者确定了行业和公司,他们会经常遇到许多可选择的投资方式:普通股、期权、期货、认股权证、可转换债券和优先股、期货、与股权相关的债券、跟踪指数的证券以及其他投资工具。使用哪种投资工具主要取决于:(1)投资者对于这个过程花了多长时间以及有多深的了解;(2)相对交易成本。

在确定投资形式之后,一些投资者就考虑叠加选择决策。一个投资

组合叠加通常推动风险收益特征向更保守或更进取的投资立场转变。最近几年来,这些投资组合叠加工具的范围、形式、成本范围和可用性大大扩张了,包括:(1)对投资组合或单个资产的资本价值进行套期保值;(2)外汇套期保值;(3)借进或借出货币或证券。投资者对简单或复杂的偏好将影响投资者是否使用这些技巧以及使用哪种技巧。

财务指标比较分析

259

资产配置的艺术

长期以来,在资产配置和投资策略上的成功主要取决于投资者评估各种资产类别、特定投资和外汇之间或内部的价格—价值关系的技巧。依靠这些知识和技巧,成功的投资者能够识别并购买业绩表现较好的投资和资产类别,同样重要的是,他们能够避免业绩表现较差的投资和资产类别。

从根本上说,整个投资银行和投资管理领域都围绕着相对资产价格来判断其真实价值。投资研究和资产管理原理,公共股权和私募股权,债券交易,资本市场和保险业,以及兼并、收购、重组和资产剥离活动,都围绕着一个重要问题:给定资产的价值是大于、等于还是小于它的价格?

人们通过大量的努力,运用许多定量及定性工具和技巧来解决该如何确定金融资产和实体资产的价值这一问题。许多投资者认为一种资产的价值是由特定时间内有人愿意为其支付的价格所决定的。其他投资者使用各种各样的贴现现金流模型和类似的方法,这些方法考虑了资产的收入流及最终价格的时机、数量和风险性。还有一些投资者依靠最近被买卖的类似资产的市场交易清算价格来作出决定。

常识、洞察力、诚实而有力的分析以及好的判断可以为大多数投资者所运用。通过适度的努力,在一个给定资产类别中就可以积累相关的可比较投资数据。只要具有理性和一些适当的怀疑,这些信息就能够帮助识别价值被过分高估或过分低估的投资品种。

为了说明怎样运用这个方法,接下来的几个段落讨论一种资产类别——公开上市交易股票。投资者能够把类似的方法用在其他资产类别上,从高等级、高回报、可转换、通货膨胀调整或新兴市场债券到共同基金、对冲基金或单位信托,再到各种各样的商品、私募股权、石油和天然

气、风险资本或房地产投资。这些资产类别或资产子类别中的每一种都有一定的特征,这些特征是独特的,因而也值得使用专门的分析方法。同时,许多基本目标和原理在各种资产类别中被广泛应用。这些指导原则包括:(1)计算的一致性;(2)对一个合适的分析性时间框架进行选择;(3)比较数据时的创造性和准确性;(4)对于得出不现实结论的限制;(5)等待价格回归价值的信念和耐心。

在公开上市交易股票资产类别中,产生显著长期投资业绩的一个方法就是找出好的股票,以合理的价格投资于它们,并长时间持有它们。这样,公司有利的基本面、获取综合收益的能力、相对的税收优势和一个利用低周转率来减少费用的方法通常能够产生较好的投资结果,最终克服证券价格的短期波动。

这种对于普通股投资的方法的一个关键因素是能够识别出具有以下能力的公司:(1)盈利能力——真实长期经济吸引力;(2)保护能力——防御它们的盈利能力被竞争和/或政府干预削弱的能力;(3)再投资能力——有充分的机会在高收益率的情况下再投资保留的利润。这种方法也要求投资者去选择合适的指标,这些指标能够在一段时间内被衡量并且它们在不同公司和不同行业间是可以比较的。

表 8.3 是对于 1998—2000 年间,一些著名公司的盈利能力、保护能力和再投资数据的描述,并根据每个标准说明了经营业绩的范围。

盈利能力

根据两个指标——毛利润率和经营利润率,来测量表 8.3 中的每个公司在 1998 年到 2000 年间的盈利能力。毛利润率是一个公司的销售额减去商品销售成本后占销售额的百分比。例如,在 1998 年到 2000 年间,英特尔公司的毛利润率平均是 56.1%;IBM 是 37.1%;雅诗兰黛是 77.5%;微软公司的三年平均毛利润率是 88.1%;波音是 10.4%。

经营利润率通常反映了一个公司的收入在扣除:(1)商品销售成本;(2)销售、总务和行政(SG&A)费用;(3)研究开发(R&D)费用后的状况。例如,在 1998 年到 2000 年间,虽然戴尔公司的毛利润率是 21.7%,但是它的平均经营利润率是 10.5%。相比较而言,IBM 的三年平均经营利润率是 11.4%,比戴尔公司高 0.9 个百分点,但是 IBM 的毛利润率是

表 8.3 部分美国公司的可比较财务指标

公 司	盈利能力		保护能力		再投资能力		
	1998—2000 年 平均值(%)		1998—2000 年 平均值(%)		ROE(%)		
	毛利 润率	经营 利润率	R&D 费用率	SG&A 费用率	1995 年	1997 年	2000 年
波音	10.4	4.5	3.2	7.1	4.0	4.9	19.0
戴尔	21.7	10.5	1.5	11.5	28.0	73.0	43.7
IBM	37.1	11.4	5.4	26.3	12.7	27.1	34.5
亨氏	38.6	16.2	n/a	22.1	28.2	30.7	52.4
太阳微系统	51.9	14.2	10.7	38.0	16.8	26.8	30.6
英特尔	56.1	33.5	10.5	22.1	28.8	36.0	24.5
吉列	62.0	22.2	2.1	39.5	32.8	29.5	44.0
古姿	65.5	23.1	n/a	39.9	n/a	48.3	14.9
可口可乐	70.1	25.5	n/a	43.5	55.4	56.5	38.0
雅诗兰黛	77.5	11.5	1.2	66.2	17.4	21.8	22.4
惠氏	72.9	23.5	12.0	49.0	24.1	26.4	41.5
辉瑞制药	85.4	28.4	16.5	56.4	28.2	27.9	38.5
微软	88.1	48.9	16.2	40.3	27.2	32.0	26.9

261
资产配置的艺术

过去的业绩不能保证未来的收益。

定义：毛利润率 = 销售额减去商品销售成本后占销售额的百分比

经营利润率 = 毛利润减去 SG&A 费用和 R&D 费用后占销售额的百分比

SG&A 费用率 = 销售、总务和行政费用占销售额的百分比

R&D 费用率 = 研究开发费用占销售额的百分比

ROE = 股权收益率 = 利润占年初账面价值的百分比

资料来源：价值线 (value line) 公司和作者。

37.1%，比戴尔公司整整高 15.4 个百分点。使用这些信息，投资者能够衡量戴尔公司的相对战略性和战术性优势和劣势，如更低的研究开发费用（占销售额的 1.5%，而 IBM 的这项费用是销售额的 5.4%），还有更低的销售、总务和行政费用（在 1998 年到 2000 年间戴尔公司的这项费用是销售额的 11.5%，而 IBM 的这项费用是销售额的 26.3%）。

保持盈利能力

衡量一个公司保护其盈利能力的技巧有两个指标：(1)研究开发费用在销售额中所占的比例；(2)销售、总务和行政费用在销售额中所占的比例，它包括用于保护公司竞争地位和市场份额的营销、促销和广告支出。

仅仅是较高的研究开发费用和/或较高的销售、总务和行政费用并不能保证一个公司能成功地保护自己的地位。最重要的是两种费用的功效,它反映了明智配置公司资源、制定和执行一个成功的战略规划,以及雇用、授权、激励、留住优秀人力资源的管理能力。

在表 8.3 所示的公司中,从 1998 年到 2000 年间,波音和戴尔花费在研究开发上的费用分别是销售额的 3.2% 和 1.5%。而辉瑞制药和微软分别是 16.5% 和 16.2%,太阳微系统公司(Sun Microsystems)是 10.7%,英特尔是 10.5%,还有惠氏公司(Wyeth,即以前的美国家居用品公司)花费了 12.0%。

对于许多公司来说,销售、总务和行政费用占销售额的比例是这些公司正在努力增强自身竞争地位的标记。这些公司投资在营销、广告、销售和促销上的费用将开拓和深化对其品牌、销售力和/或分销系统的战略性和战术性保护。但同时,销售、总务和行政费用占销售额的比例过高也可以是管理无效、过度花费和/或一个无效的官僚主义组织机构的表现,它妨碍了而不是鼓励了公司的竞争改革和对市场的响应。因此,投资者和他们的投资顾问应该努力分解销售、总务和行政费用类别并分析其中各种费用的数据。

例如,表 8.3 显示辉瑞制药、可口可乐和雅诗兰黛分别花费它们 1998 年到 2000 年间销售额的 56.4%、43.5% 和 66.2% 在销售、总务和管理费用上。这些公司各自投入大量的公司资金和管理精力在其销售能力、分销渠道、广告和促销活动上,所有这些都是为了对它们的品牌和竞争地位进行保护和更新。

而波音和戴尔花费它们 1998 年到 2000 年间销售额的 7.1% 和 11.5% 在销售、总务和行政费用上。这两个公司都有一个比辉瑞制药、可口可乐和雅诗兰黛低得多的毛利润率,所以它们花费在销售、总务和行政费用上的资金占销售额的百分比更低。除此之外,波音公司对其竞争地位的保护部分来自于技术诀窍、购买技巧和供应商关系管理、服务网络和售后服务支持等等。戴尔对其竞争地位的保护则部分来自于它的精密制造和组装技巧,它的网上销售和营销策略,以及它的存货和财务管理技术。

一个公司的防御能力不一定与它花费在销售、总务和行政费用和/或

研究开发费用上的资金占销售额的比例较高有关系。投资者应该从以下角度来考虑这些费用:(1)作为用于保持盈利能力活动的费用占总的毛利润的比例;(2)与各种形式的公司差异化和公司竞争有关的行业动态状况;(3)仅仅是几种衡量特许权保护与提高程度的指标中的两种;(4)在可以获得更具体数据的情况下,应分解成单个组成部分来考虑。

再投资能力

一个公司作为一个有吸引力的投资目标的特征之一是这个公司在很长一段时间内以一个高收益率继续将它的利润用于再投资的机会的多少。再投资能力的衡量指标是一个公司股权收益率(ROE)的多年趋势,ROE被定义为公司的税后净收益占它的股东权益或账面价值的百分比。

表8.3显示戴尔在2000年的ROE是43.7%(与之相比,1997年为73.0%,1995年为28.0%),亨氏(Heinz)在2000年的ROE是52.4%(与之相比,1997年为30.7%,1995年为28.2%),古姿(Gucci)在2000年的ROE是14.9%(与之相比,1997年为48.3%),可口可乐在2000年的ROE是38.0%(与之相比,1997年为56.5%,1995年为55.4%)。

当使用ROE作为公司利润再投资潜力的衡量指标时,需要注意以下几点:第一,由于公司很少或者不能控制其所处行业的基本面,而基本面又可能出现变化,一个公司的ROE可以在短期或中期内发生变化。这些因素包括利率、能源和其他商品的价格、经济活动总体水平以及该公司所处行业或国家的特定需求趋势。因此,环境变化使投资者趋向于高估公司产生高ROE的能力。

第二,一个公司的ROE质量受其会计政策和财务管理业务质量的约束。收益数据的质量可能受到如下因素的影响:收入确认程序;对顾客付款行为的假设;存货、研究开发和折旧惯例;假设的和实际的养老金计划投资收益率;大量与兼并、收购、重组和资产剥离活动相关的主观会计判断。在收益计算上的主观性程度突出了有必要阅读公司财务报表的脚注和回顾以往财务报表数据以使投资者进行连续多年、多个公司之间的比较。

第三,ROE的计算受一个公司资产负债表内(表外)财务杠杆(权益负债率)大小的影响。例如,一个股东权益是5亿美元,长期负债为0的公司的税后收益是1亿美元,那么它的ROE就是20%;而一个类似的股

东权益是2亿美元,长期负债为3亿美元的公司的税后收益是1亿美元,它的ROE就是50%。在实践中,两个公司获得绝对同样数量的税后收益:1亿美元。那么投资者应该考虑把20%的ROE还是把50%的ROE作为一个有效的衡量再投资能力的指标?还有是否一个结果优于另一个结果呢?这就需要综合考虑:(1)行业的经营特征和财务特征;(2)影响现金流产生和配置的公司政策;(3)公司经营所处的行业和经济环境的特性;(4)特别重要的是投资者对与公司财务杠杆相关的风险的看法。

金融市场环境分析

知道怎样去认识、预测和应对金融环境中的变化,对于投资者在相当长的时间范围内获得较佳的投资结果,是一个重要的挑战。

对于金融资产前景的重要环境变化,常常需要深入思考并对资产配置的百分比重新进行安排。例如,20世纪五六十年代发生在美国的比较大的经济扩张就要求在资产配置中增大股票或类似于股票的资产的比重。相反,在20世纪70年代,通货膨胀率上升(由石油输出国组织国家导致的原油价格两次大幅上升引起),利率提高,标准普尔500指数在1973年下降了14.7%,接着在1974年下降了26.5%,在这10年的大部分时间中,股票这个资产类别的收益率缺乏吸引力。

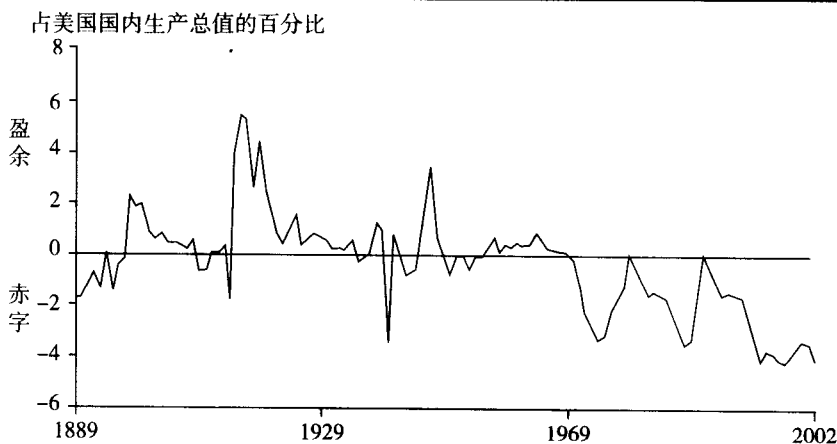
通过提高联邦储备,在1979年10月通货膨胀率开始下降,经济和利润增长速度恢复了,居民提高了他们的退休和投资计划中的股票和股权共同基金的配置比例,在20世纪八九十年代增大股票或类似于股票的资产的资产配置比重的投资者又一次得到了回报。而另一方面,20世纪90年代的日本处于经济衰退和价格紧缩的期间,持有日本政府债券的收益超过持有日本股票收益的2.5倍。

接着从20世纪跨越到21世纪,美国和许多非美国股票市场的价格下降,标准普尔500指数在2000年下降了9.1%,在2001年下降了11.9%,在2002年下降了23.4%。几个固定收益证券、现金和另类资产类别的相对较好的业绩导致大量的投资者去反思和评估金融市场和特定资产类别的环境。支持增加股票和类似于股票资产的资产配置比重的长期因素包括:(1)在美国和世界许多其他地区对于经济增长和盈利能力的

良好预期;(2)持续的技术进步和支持资本市场发展的政府;(3)对价格变化、流动性和资本流动、以及货币政策和财政政策的良性预测。

支持减少资产配置中股票和类似于股票的资产的百分比的长期因素包括:(1)较高的历史性股票估价指标(如市盈率、市净率、价格/销售额以及股利率);(2)在消费信贷和公司借贷中,各种形式的财务杠杆很高、很复杂且被广泛使用,金融衍生品的使用日益广泛,财务杠杆很高的机构大量出现;(3)美国个人储蓄率处于低位,国际收支平衡表经常项目赤字达到 110 年以来最高的水平,如图 8.5 所示。

图 8.5 美国国际收支平衡表经常项目: 1889—2002 年



资料来源: 摩根·斯坦利经济研究和美国历史统计。

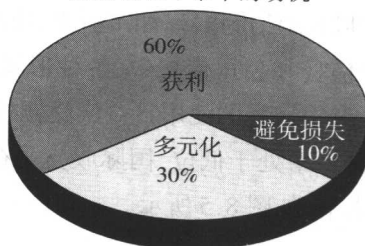
金融市场的形势不但能够强烈地影响资产配置,而且也影响投资者行为和投资策略的流行方式。例如,在一个日趋成熟的股票牛市中,现金这种资产和市场时机都不被重视,相反倾向于赞同满仓的投资方法和长时间内在低价位买入股票的投资心理。图 8.6 描述了有利的与不利的金融环境对于投资者动机、行为和预期的影响。

图 8.6 中的两个饼图比较了投资者在牛市中和在熊市中的动机。在牛市中,投资者的主要动机是获利;在熊市中,他们的主要动机是避免损失。

图 8.6 也比较了一些有利的金融环境和不利的金融环境对投资者行为和预期的一般性影响。在金融资产价格持续上涨的阶段,投

图 8.6 金融市场环境对投资者的影响

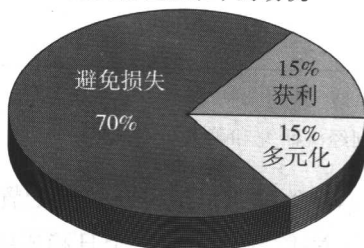
有利的金融市场环境
投资者在牛市中的动机



对投资者行为和预期的影响

- 大量的个人财富近期被创造出来
- 广泛的地域、资产类别和执行策略
- 越来越高且常常不现实的投资者预期
- 投资者对于现存金融中介机构比较满意
- 清晰的和模糊的风险假设
- 在资产配置中股票、类似于股票的资产和保证金借款更重要
- 对业绩投资、“激进型风格”的另类投资品种和对冲基金策略的兴趣增加
- 投资管理公司、咨询公司和第三方融资公司大量出现
- 强调资本增值

不利的金融市场环境
投资者在熊市中的动机



对投资者行为和预期的影响

- 财富减少和更少的个人财富近期被创造出来
- 狭窄的地域、资产类别和执行策略
- 投资者对投资业绩不满意
- 投资者追逐高质量的金融中介
- 强调风险减少、风险控制和风险管理
- 在资产配置中,短期和中期固定收益证券更重要
- 对“防御型风格”的另类投资品种和对冲基金策略的兴趣增加
- 投资管理公司、咨询公司和第三方融资公司大量合并、倒闭
- 强调资本保值

资料来源：作者。

投资者愿意接受广泛的地域、资产类别和执行策略。由于提高了预期和风险假设,许多投资者趋向于强调资本增值、股票和类似于股票的资产、“进取型风格”的另类投资品种和对冲基金策略。

在金融资产价格持续下降的阶段,许多投资者趋向于集中在狭窄的地域、资产类别和执行策略。投资者主要集中于资本保存和具有防御性特征的主流投资,例如短期和中期固定收益债券。由于抑制预期和风险意识提高,投资者趋向于强调“防御型风格”的另类投资品种和对冲基金策略。

资产配置阶段和周期

在构建、配置和管理所投资的资产时,投资者面临着一系列阶段和周期。图 8.7 描述了这些阶段和周期。

图 8.7 底部显示的期间对于所有投资者来说不是固定的,只是给出了一个代表性的时间概念,这个时间段可以划分成每个投资者要经历的各个主要阶段,持续 20 年到 40 年之间。一些投资者会花费时间和注意力去亲自学习资产配置和投资管理技巧,而有的投资者会致力于学习怎样评估代表自己进行投资的第三方的资产配置和投资管理技巧。

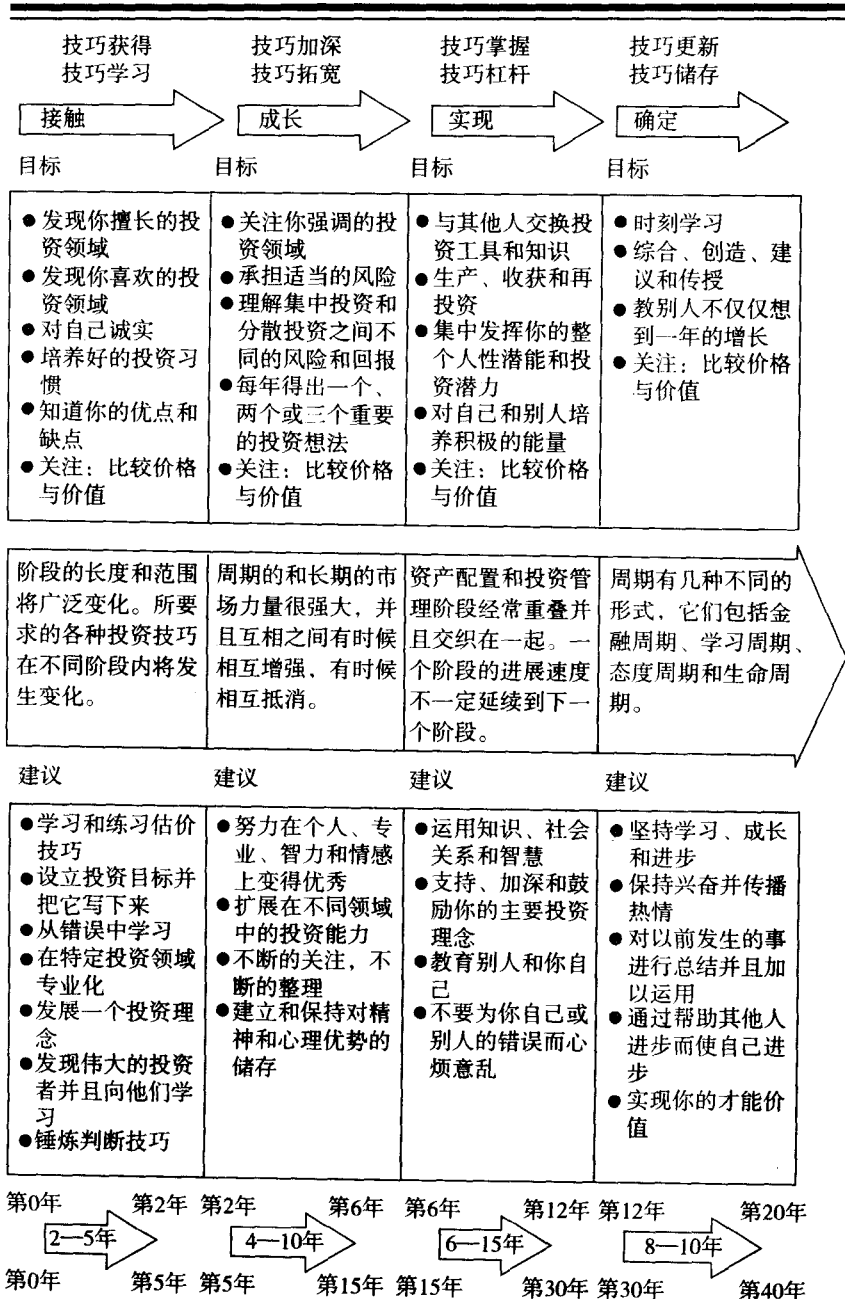
资产配置和投资管理过程的第一个阶段可以叫做接触阶段,通常持续 2 到 5 年,这时候投资者获得和学习投资技巧。在这个阶段,投资者可以发现什么投资领域对他们有吸引力,同时也可以学习投资理念和知识。

第二个阶段叫做成长阶段,通常持续 4 到 10 年,这时候投资者拓宽和加深他们的技巧。在这个阶段,投资者可以增加对资产配置和投资管理风格、技巧与资源的洞察力和理解力。

第三个阶段叫做实现阶段,通常持续 6 到 15 年,这时候投资者在投资领域进行实践。在这个阶段,投资者可以利用他们在各种金融环境和不断改变的个人财务状况中积累起来的投资工具、经验、社会关系和诀窍等。

第四个阶段叫做确定阶段,通常持续 8 到 10 年,这时候投资者更新、运用和拓展他们的金融理解力和各种技术。在这个阶段,投资者可以与其他投资者一起进行积极的、富有成果的双向学习交流和知识交流。

图 8.7 资产配置和投资管理的阶段和周期



市场波动性、价格上涨和下降,以及基本面因素、估价因素、心理/技术/流动性因素都会在这4个阶段作周期性波动。在混合各个周期和阶段的过程中,应该记住几个有价值的一般性原理。各个阶段进展的程度和速度可能出现比较大的变化。在这些阶段中,所需要的各种资产配置和投资管理技巧趋向于改变。周期的和长期的市场力量很强大,并且互相之间可以有时候相互增强,有时候相互抵消。资产配置和投资管理阶段经常重叠并且交织在一起。一个阶段的进展速度不一定延续到下一个阶段。最后,周期有几种不同的形式,它们包括金融周期、学习周期、态度周期和生命周期。

第六部分

战略与战术

第 9 章

资产配置矩阵与工作表

273

资产配置的艺术

概 述

由于个人投资者在金融投资决策中承担着日益重要的责任,他们需要实用的工具以使决策过程更加具有条理性和组织性。这些工具来源各异,涵盖了种类繁多的工作表、问卷、概览图、风险评价测试、电脑软件以及计划分析工具,设计此类工具的目的在于使投资者对现在和未来有更清楚的认知。有的工作表简洁易懂,有的却冗长复杂;有些是来自于投资咨询及财务策划公司的正式书面文本,有些则在金融网站上公开;有些免费,有些则需要付费。大多数工作表对投资者都有实用价值,有些工作表的价值远远超出其他工作表。

本章介绍了资产配置工作表与矩阵的作用,同时也提及了其他一些分析手段,如变化的财务目标、个人财务报表、财务计划、投资理念概要以及投资策略综述;探讨了一些基于投资心态、投资前景以及投资者年龄的通用资产配置指导原则,引导投资者对不同的金融、经济及个人周期性循环和市场表现会怎样影响投资者资产配置有一个综合性认识。

随后本章介绍了一个矩阵,该矩阵集合了世界上不同地域的主要资产类别和资产子类别并且考虑到本币和非本币的换算问题,其后详细列出了附带问题的工作表以帮助投资者决定其资产配置。每张工作表均涵盖十个主题,这些工作表分别是:(1)投资者基本情况(附 26 个问题和注释);(2)投资前景(附 21 个问题和注释);(3)投资领域(附 20 个问题和注释)。对于与资产配置有关的投资者风险、投资前景风险以及投资者特定风险,风险规避矩阵可以帮助投资者甄别、预测并尽量规避其中最为重要的 15 种。

本章所列举的工作表、指导原则以及矩阵可以作为有效的工具将投资者的见解、境况以及想法转化为特定的资产配置方案。同时,正确认识这些工具的作用也是十分重要的,既不能忽视重要细节,亦不能为细节所累。投资者不能钻研过后就将这些工作表抛诸脑后,而应该在不同的人生阶段和金融市场环境中不时重温。

资产配置过程中的工作表

工作表以及相关的工具为投资者探求和积累经验提供了相对直观的方法,同时拓宽了投资者的知识面使其能够从纷繁芜杂的信息渠道和备选金融方案中理出头绪。为了达到以上目的,资产配置工作表可以让投资者了解:(1)哪些是资产配置和投资策略决策中最重要的个人因素和外部因素;(2)资产配置如何突破以往的策略和基准;(3)投资者偏好的资产组合(以及其他资产组合)预计在将来会给投资者带来何种收益和价值。

许多没有明确投资目标的个人投资者会以资产额为限进行资产配置和安排支出水平,即量入为出。换言之,在投资者一生当中,投资的重心会不时变化,从关注财富的积聚转为财富的保值。资产配置工作表能够帮助投资者预测、规划以及实施这些不断变化的目标和计划。

本章所介绍的资产配置工作表与矩阵可以帮助投资者对以下几方面有一个准确并且明智的认识:(1)投资者的独特境况、对风险的承受度以及个性特征;(2)投资组合可能涵盖的金融资产的短期及长期市场前景;(3)在可能的投资领域中特定投资工具的特征、优点以及缺陷;(4)不同种类的投资风险以及规避或者尽量最小化这些风险的可能方式;(5)对应于不同地区、币种以及特定资产类别的计划及实际的资产配置方式。

这些工作表和矩阵极大强调了投资者、投资环境以及投资选择之间的互动。通过对来源各异的多种风险测试、综述性问卷和工作表进行选择,工作表和矩阵才能发挥作用。当投资者研究并完成这些工作表或问卷时(也包括从别的来源处获得的工作表或者问卷),每个工作表和矩阵都有助于激发投资者全面、独立和客观地进行思考并且指引以后的投资行为。

第5章提及的一些重要的行为金融学概念认为许多原本相当理性的

个人投资者在对待有关财富和风险的问题时常常会变得不那么理性。因此,本章给出的工作表和矩阵尽量认可这种行为并将其考虑在内。例如,许多投资者担心损失更甚于获取相对应的收益。因此,投资者需要认识到,尽管本书中和其他地方的工作表与矩阵都有一定的局限性,但在投资者构建和调整资产配置方案时仍不失为相当有用的工具,可为投资者提供对自身、对市场以及对投资机会的严谨、精细并且常常准确的判断。

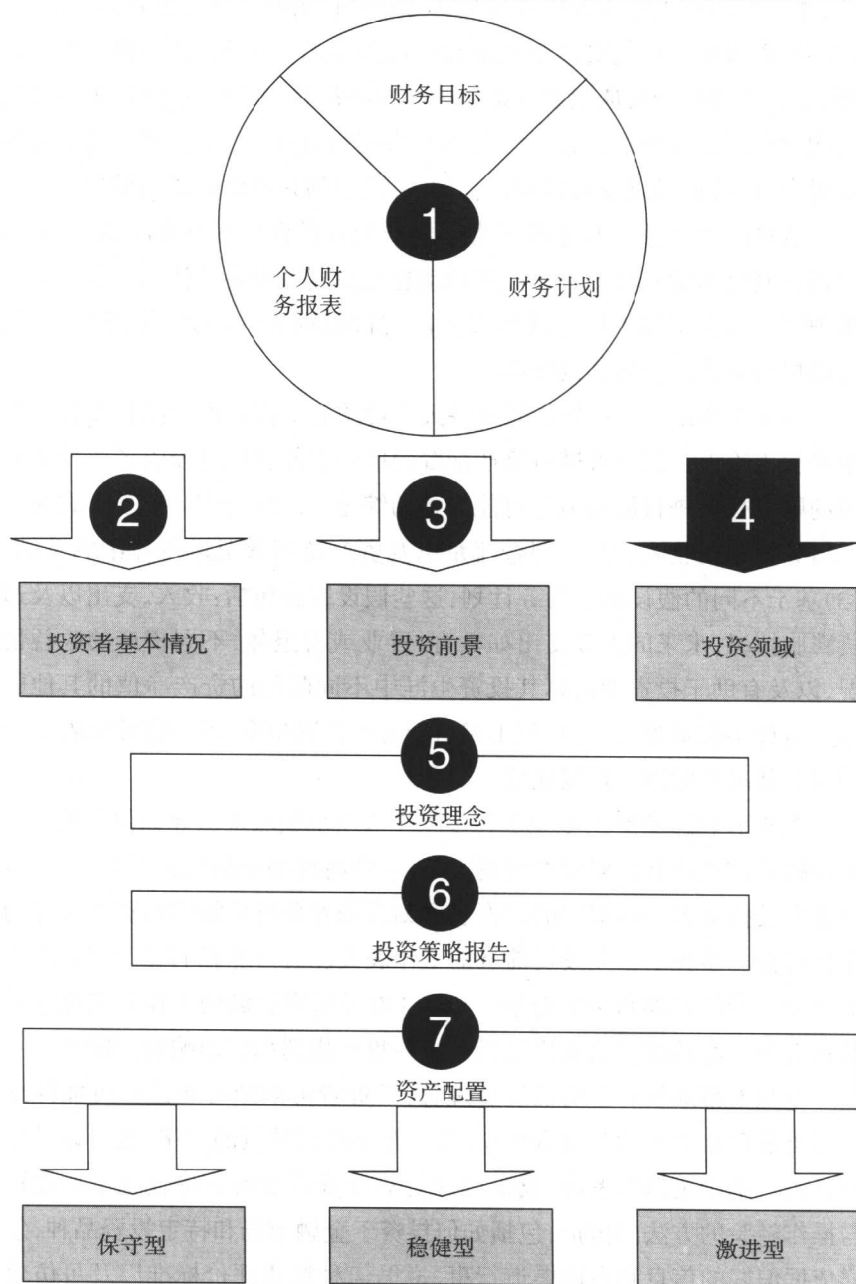
资产配置工作表与矩阵通常是资产配置过程中不可或缺的一环,然而还有其他非常重要的资产配置活动也是投资者需要关注的。投资者如果把资产配置工作表作为连续多阶段有机过程的一部分(见图9.1),就可能提高资产配置成功的概率。

图9.1列出了决定投资能否持久成功的七个核心资产配置步骤。图中步骤1给出了投资者进行资产配置的准备工作:(1)对投资者所希望达到的财务目标进行简要但尽可能完整的综述;(2)以资产负债表形式对个人财务报表的收入、支出、现金流量以及资产负债状况进行详细的总结;(3)基于不同的假设制定财务计划,这些假设因素包括:收入、支出以及通货膨胀情况,未来的大额支出如教育、置业或者退休,不同资产的收益情况,以及有助于投资者估算其投资生涯中不同阶段的资产净值的其他因素。对许多投资者而言,步骤1相当于财务状况检查,不一定伴随着全面的财务状况回顾以及投资建议。

图9.1中的步骤2、步骤3和步骤4从三个领域来探寻如何帮助投资者选择特定资产和构建资产配置方案(本章将详细介绍相关工作表)。步骤2有关投资者基本情况的工作表帮助投资者分析可能影响资产选择的个性因素。步骤3有关投资前景的工作表关注有可能影响资产配置决策的金融资产的长期和短期前景。步骤4有关投资领域的工作表则综览了投资者所关心的潜在投资机遇以及这些投资机遇如何影响资产配置。

步骤5帮助投资者明确投资理念,投资者可以随心所欲尽可能详细或尽可能简略地表达其投资理念,可以是整段或整页的文字,也可以是片言只语。基于更多的考虑,投资理念是对投资者如何看待金融市场投资与操作经验的方法的概括,包括如何投资于金融市场和特定投资品种,怎样依据偏好的信息和咨询渠道行事,遵循何种投资评价标准以及可仿效的成功模式。

图 9.1 资产配置中的几个决定性因素



资料来源：作者。

步骤6阐明了投资策略报告的产生。在过去的几十年间,越来越多的专业投资者和个人投资者开始编写和采纳正式的投资策略报告,以记录收益目标、风险承受度、资产类别偏好、资产配置的范围和目标、时间跨度、评估的频率、再平衡举措、托管和报告制度、投资管理人的选择标准和授权指令以及费用支出。在极度有利或不利的金融市场中,正式的投资策略报告可以提供参考,但需要不时重温,以便在需要时修正。

步骤7描述了资产配置过程本身,即在保守、稳健及激进的投资心态框架下,怎样对国内和全球股票、固定收益证券、另类投资品种及现金进行组合投资。这些框架主要通过投资风格、评级以及其他特征来界定,通常建立在理性判断的基础上,同时综合了多种因素如投资者个人情况、投资前景以及潜在投资机遇。

资产配置工作表的内容

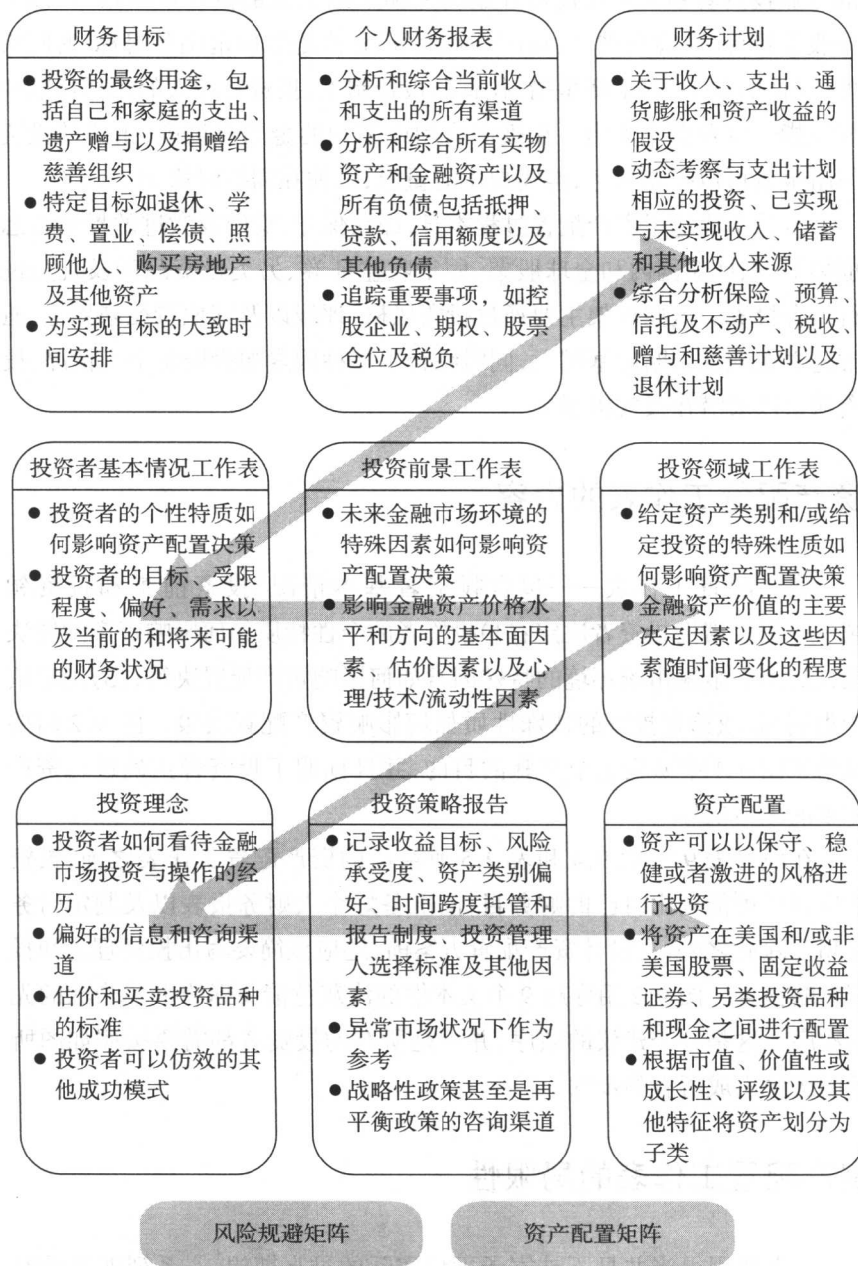
资产配置工作表——包含投资者基本情况、投资前景和投资领域——可以帮助投资者决定:(1)投资者的个性特质如何影响资产配置决策;(2)未来金融市场环境的特殊因素如何影响资产配置决策;(3)给定资产类别和/或给定投资的特殊性质如何影响资产配置决策。图9.2简要总结了图9.1中所列七个步骤的目的,并且标明了投资者正确进行资产配置的先后次序。

在填写表9.3、表9.4和表9.5所给出的资产配置工作表之前,投资者应该尽可能列出自己的财务目标、准备好个人财务报表以及制定财务计划。除此之外,在设计资产配置方案前,还应该简要写出投资理念和投资策略报告。图9.2用穿越9个文本框的浅灰色箭头标明上述步骤的先后次序。这是一个建议的顺序,并不是所有的投资者都需要按照如图所示的次序完成所有的步骤。

资产配置工作表的局限性

如果使用得当并且不被寄予不切实际的过高期望,一系列涉及投资者基本情况、投资前景以及投资领域的资产配置工作表是非常有用的工

图 9.2 资产配置各步骤的先后次序



资料来源：作者。

具。作为工具和指引,资产配置工作表可以帮助投资者预测变化万千的金融市场环境并对此作出恰当的反应。

投资者应如实填写完本章所列的工作表,以便得到可以充分信任的资产配置方案。总的来说,即便处于非常不利的金融市场环境下,投资者也应该相信其资产配置方案具有可操作性以及合理性。同时,投资者不应该抱有不切实的想法,认为依靠投资者或其他渠道提供的信息构建的资产配置模型具有确定性和可预测性。

尽管资产配置工作表可以帮助投资者为其特定财务目标选择资产类别,但却不能解决究竟需要多少资金才能够达成这样的目标。同理,资产配置工作表的设计会影响投资者的最终资产配置分析和具体建议。投资者可以在如下网站上找到多种风险测量问卷和其他工作表,如 financeware.com、quicken.com、dicionioneering.com 和 troweprice.com。还有一些可以在 bankofamerica.com、fidelity.com、cbs.marketwatch.com、scudder.com、vankampen.com、vanguard.com 和 thestreet.com 上找到。

有些工作表采用多项选择问卷,有些工作表则给出了资产配置样本或者可行的资产配置范围,还有一些工作表运用评分的办法通过对结果进行数量分析来帮助投资者选择特定的资产配置方案。本章的工作表给出的主要是开放式的问题,同时在为答案留出的空间后附有相当的文字注释。资产配置工作表的另一个不足之处在于,投资者趋向于忽视一些特定投资的收益可能远远低于该资产类别的预期长期收益。通常而言,投资者在资产配置工作表的设计、内容和使用上不能过于教条化。

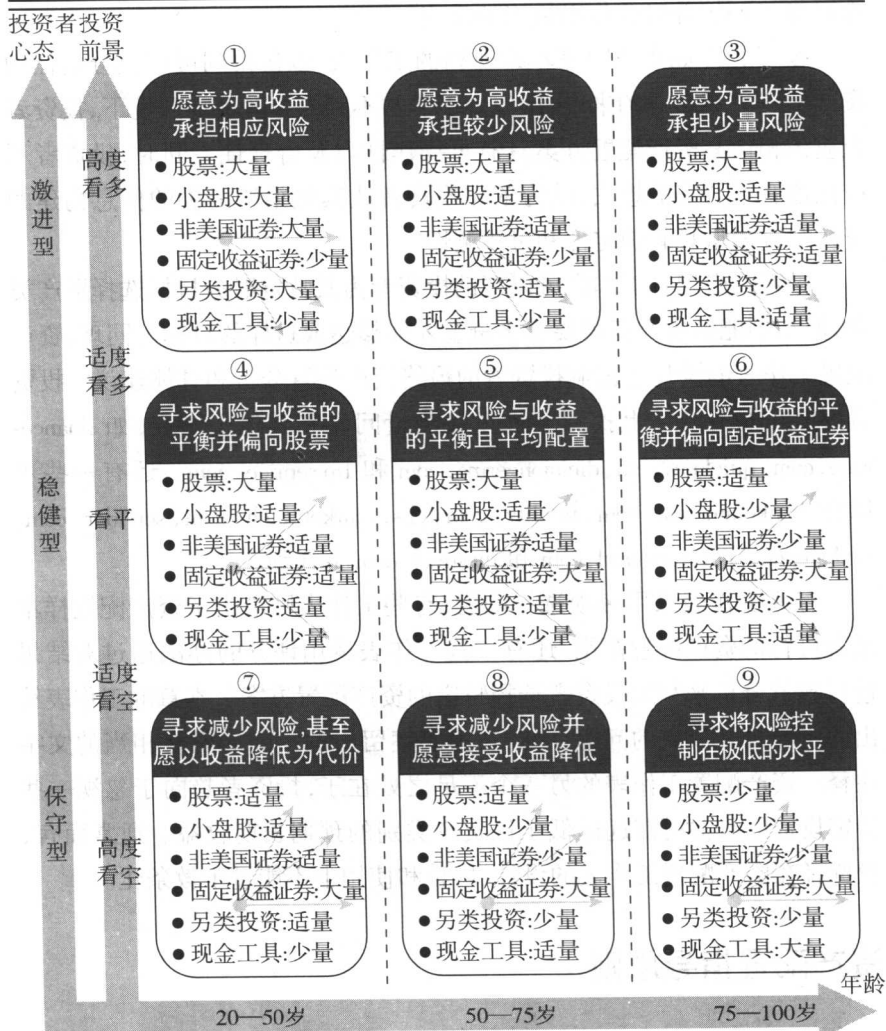
资产配置指导原则

总的来说,制定普遍性的资产配置指导原则以充分利用主要资产类别的相关特性是可能的,这些指导原则可以反映投资者心态、投资前景及实际年龄。图 9.3 列出了这些指导原则。

年龄段

图 9.3 中的横轴代表个人投资者投资生涯的三个年龄段。假设投资者的投资始于 25 岁,第一个年龄段包含 25 岁至 50 岁的个人投资者,第

图 9.3 资产配置指导原则下的心态、前景和年龄分析



资料来源：作者。

二个年龄段包含 50 岁至 75 岁的个人投资者,第三个年龄段则包含了 75 岁至 100 岁的个人投资者。并不是每个投资者的投资生涯都可以简单划分为三个 25 年的阶段。人们开始更加长寿,生活也变得更加积极。许多个人投资者的工作年限增加了,工作灵活性也在增加。这些趋势都会极大影响投资者的资产配置方案和投资策略。

投资者心态

图 9.3 的两个纵轴显示的是除年龄外影响投资者总的资产配置指导原则的另两个因素。左边的纵轴划分出投资者的不同心态,分为激进型(追求更高的投资收益同时愿意承担更高的资本损失的风险)、稳健型(寻求风险和收益的相对平衡)和保守型(尽可能控制资本损失的风险,即便以较低的投资收益为代价)。

图 9.3 中右边的纵轴标明了投资者对投资前景所持的不同预期,包括高度看多(认为美国和非美国股票、债券和另类投资品种的金融市场状况将会非常有利)、适度看多、看平(对美国和非美国金融资产既不特别看好也不特别看空)、适度看空以及高度看空(认为美国和非美国股票、债券和另类投资品种的金融市场状况将会非常不利)。

为了简便起见,本章将图 9.3 中的两个纵轴对应起来,即如果投资者抱着激进的投资心态,就假设他对投资前景的预期是高度看多或适度看多。如果投资者抱着保守的投资心态,就假设他对投资前景的预期是高度看空或适度看空。

这些为了简化所作的假设并不能总是反映真实情况。比如说,投资者可能抱着激进的投资心态,但是对投资前景的预期却是看平甚至高度看空;投资者亦可能抱着保守的投资心态,但对投资前景的预期却是看平或者高度看多。

在上述情况下,投资者应该审慎地仔细考虑纵向文本框组合(文本框①④⑦为一组,②⑤⑧为一组,③⑥⑨为一组)所代表的资产配置指导原则,这样才能在准确反映投资者心态和投资前景预期的基础上制定恰当的指导原则。

心态和前景的变化

投资者的态度在某个 25 年的时间段内可能、并且在许多情况下极有可能经历一次、数次或者多次的变化。由于人性的复杂性,投资心态的变化也没有固定的规律可循。这种变化可能是渐进的,也可能是突发的。变化可能由偏好的转变所引发,这种偏好体现在当期收入相对于资本利得、资本增值相对于资本损失的风险、保本相对于维持购买力、流动性相对于长期复利收益。同样,投资者对金融市场前景的预期也可能随着时

间的推移而产生变化。

本文用文本框①②④⑤⑦⑧中一系列灰色的箭头突出当投资者处于不同的年龄段时发生上述变化的可能性。例如,一个激进的同时对市场高度看多并属于25—50岁年龄段中的投资者会按照文本框①中的指导原则进行资产配置,而一旦迈入50—75岁的年龄段,该投资者可能:(1)仍然保持激进和高度看多(用文本框①中最上面指向文本框②的灰色箭头表示);(2)趋向于稳健的投资方式,同时对金融市场状况看平(用文本框①中指向文本框⑤的中间的灰色箭头表示);(3)心态上变得更为保守并对金融资产的前景高度看空(用文本框①中最下面指向文本框⑧的灰色箭头表示)。文本框②④⑤⑦⑧中的灰色箭头同样也反映了投资者随着年龄增长心态的可能变化。

资产配置总指导原则

综合考虑投资者的投资心态、投资前景以及实际年龄的资产配置总指导原则列示在每个文本框的顶部,并且在每个文本框内用项目符号分条列示特定资产类别的指导原则。比如说,属于75—100岁年龄段的投资者如果抱着保守的投资心态并且对投资前景高度看空(见文本框⑨),可能会寻求将资本损失的风险控制在极低的水平。因此,此类投资者的资产配置就会少量地投向股票、小盘股、非美国股票和债券类证券以及另类投资,而大量投向固定收益证券和现金工具。

图中最左边属于25—50岁年龄段的投资者如果保持进取的投资心态并对市场前景高度看多(见文本框①),他们可能会寻求较高的投资收益并愿意承担较高的资本损失的风险。此类投资者认为股票或权益类投资,比如偿还期较长的复合资产,会在较长的一段时期内(20年或更长)产生丰厚的投资收益,然而他们对持有期为六个月、一年、五年甚至十年的上述资产的收益情况就没有什么把握了。

对于进行资产配置时大量投资于股票和权益类投资的投资者而言,他们必须充分确保,收益的波动和价格风险的积聚不会导致高度焦虑、自我怀疑以及在变化的金融市场周期的错误时刻放弃原来的资产配置方案。如果这些投资者保持高度的投资耐心和恒心,他们的资产配置将会大量投向股票、小盘股、非美国股票和债券类证券以及另类投资,而少量

投向固定收益证券和现金工具。

对于中间这类属于 50—75 岁年龄段的投资者来说,如果他们保持稳健的投资心态,并且对投资前景看平(见文本框⑤),将会寻求增长的投资收益和资本损失风险之间的平衡,因此将在不同资产类别中进行分散投资。简而言之,此类投资者希望资产配置具有充分的增长空间以实现其财务目标,同时又保持相当的稳定性以便:(1)在不利的金融市场环境中维持总的资本价值;(2)保有适当数量能使投资增值的投资业绩较好的投资品种,即便有些风险较大的投资品种可能将遭受暂时或永久的资本损失。因此,此类投资者的资产配置将会大量投向股票和固定收益证券,适量投向小盘股、非美国股票和债券类证券以及另类投资,而少量投向现金工具。

投资者的资产配置周期

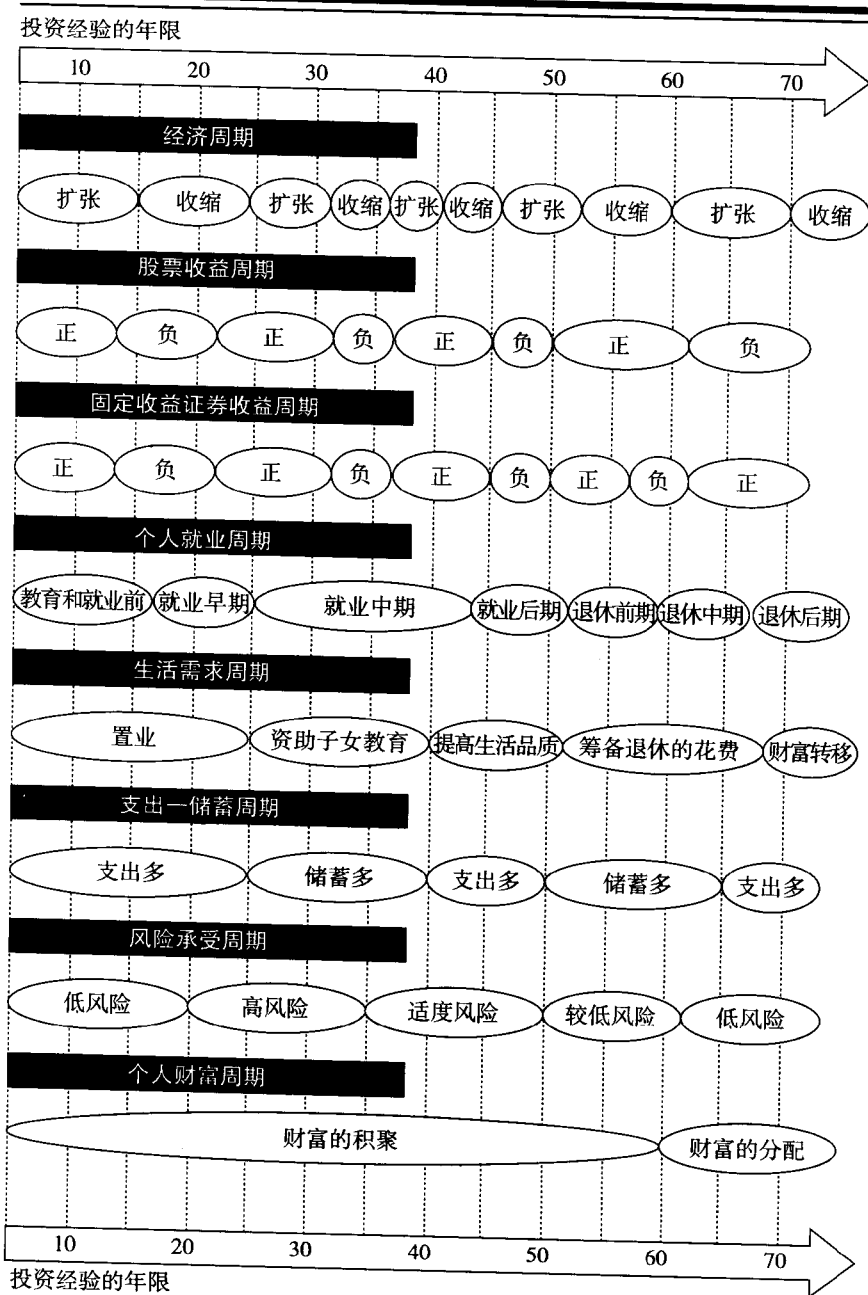
在投资过程当中,投资者常常会发觉可能影响其资产配置的几个通常交叉重叠的循环周期的影响。假设投资活动开始于 20 几岁中期,那么投资者的投资行为可能会延续 70 年或更久。图 9.4 给出了影响个人投资者资产配置的 8 个相关的循环周期。

投资者可能会认为图 9.4 所显示的循环周期就像一个金融生物钟,伴随着人生的起起落落。从每个周期所强调的不同时段而言,这些周期在持续长度和强度上都存在很大差异。因此,投资生涯的兴衰起伏会随着经济和金融市场的高涨和回落而得到增强或减弱。

图 9.4 顶部的三个周期与影响资产配置的外部因素有关。经济周期显示了国内、全球以及区域经济的扩张或收缩。经济周期将影响利率、企业获利能力以及其他决定金融资产价值的因素。为了反映基本面因素、估价因素以及心理/技术/流动性因素的不同影响,股票收益周期和固定收益证券收益周期也体现了价格、收入和利润的涨跌情况。上述这些周期会直接影响投资者资产配置活动的损益。

图 9.4 下部的五个周期极具个人特色,这些个性特征极大影响了个人投资者的生活、投资经验和资产配置过程。个人就业周期描述了就业前、就业中和退休时期的三个重要阶段和若干子阶段。如果不从雇佣的

图 9.4 影响个人投资者资产配置的潜在周期



资料来源：作者。

角度来考虑,与工作相关的这些周期通常将影响投资者希望从资产配置中取得的当前收入水平。

生活需求周期是指个人投资者在其一生中所需慎重考虑的重大支出。这些主要的支出项目包括一处或多处住所、子女的教育、生活质量的提升、重要的奢侈品和/或劳务、退休时期的收支,以及财富向后代、公益事业或者其他对象的转移。支出—储蓄周期突出了投资者通常支出大于储蓄的期间——大约在投资生涯的早期、中期和晚期;或者相反,突出了投资者储蓄大于支出的期间——比如在投资生涯的早期向中期、中期向晚期过渡的时期。

风险承受周期是指投资者为了追求更高收益而愿意承担更高资本损失风险的时期,或者与此相反,投资者希望降低或者规避风险而愿意降低投资组合收益的时期。此类风险承受和规避周期因投资的标准规则而异。例如,许多资料认为投资者在其投资生涯的早期应该持有较多数量的风险较高的资产。尽管有这些规则,但如果考虑到整个投资组合的适度规模、未来生活需求出现的大小和时机以及投资者可能刚刚入门,投资者仍然非常有可能希望将其投资组合的风险保持在一个较低的水平。

个人财富周期描述了财富集聚而后又分配的长期过程。由于资产可以多次集聚并且可以主动或被动地被分配,因而有些投资者可能在一生中不止经历过一轮这样的周期。

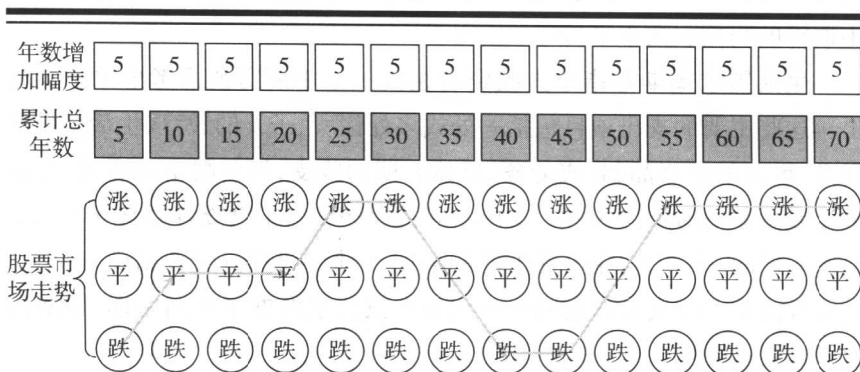
市场表现的先后次序

如果投资者能将其投资组合放在一段相当长的时间背景下权衡和实施,并且考虑在这段时期的不同时间区间内市场表现可能的先后次序,那么该投资者的做法是比较明智的。图 9.5 用图解的方式表明了 70 年内,以 5 年为一个区间的股票市场表现。

总的时间跨度、细分的时间区间以及所选择的资产类别都可能与图 9.5 所示的情况存在差异。例如,投资者可能会关注固定收益证券和另类投资在 20 年或 30 年的时期内每 1 年或每 2 年的市场表现。在图 9.5 中,股票市场表现的总体走势被分为涨、平、跌。

如图 9.5 所示,股票市场以 5 年为一个区间的 70 年间市场的运行情

图 9.5 股票市场表现的次序



资料来源：作者。

况如下：(1)5年下跌；(2)在接下来的15年中平缓运行；(3)10年上涨；(4)10年下跌；(5)20年上涨。假设图中不反映市场涨、平、跌的幅度和累积影响，并且股票市场表现不必完全以5年为一个区间来划分，那么，图9.5可以看作是1930—2000年间美国股票市场价格的粗略运行轨迹。

由于精确预测一年内特定资产类别的市场表现情况是相当困难的，以5年为一个区间的难度更高，更不用说是以5年为区间的一个时间序列，因此投资者在设计和使用类似图9.5的图表时要十分慎重和仔细。然而，通过回顾历史刻画出特定资产类别的市场表现轨迹将有助于投资者预测未来可能的情况。例如，图9.5表明了美国股票市场在四个连续的5年区间表现出持续强劲是十分罕见和不寻常的。

上述过程可以帮助投资者区分周期性和长期性的熊市或牛市。例如，许多金融分析人员认为周期性熊市的持续时间相对较短（12—24个月），并且程度相对较低（价格下跌20%—30%），而长期性熊市在持续时间上要长得多（5—10年或更长），而且程度也更为严重（价格下跌30%—50%或更多）。

通过描绘投资收益随时间变化的过程，投资者能够更加清醒地认识到把从投资组合中抽取资金的策略（即“支出政策”）与金融市场的实际表现紧密结合起来是十分重要的。否则，投资者将面临风险，在预计的投资期限之内就耗费尽其资产组合（即用完所有的资金）。

例如,表 9.1 就表明了如果投资者不考虑股票市场表现的未来次序就采用支出政策将对其资本产生何种影响。

表 9.1 不同股票市场表现次序下的投资结果

序列 A:先跌后涨					
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
投资额	\$ 100.00	\$ 75.00	\$ 54.00	\$ 59.99	\$ 54.93
乘:投资收益率	- 20%	- 20%	+ 12%	+ 12%	+ 12%
等于:期末价值	80.00	60.00	61.04	61.59	61.53
减:每年支出 ¹	- 5.00	- 5.50	- 6.05	- 6.66	- 7.32
等于:可用资本	\$ 75.00	\$ 54.50	\$ 54.99	\$ 54.93	\$ 54.21

序列 B:先涨后跌					
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
投资额	\$ 100.00	\$ 107.00	\$ 114.34	\$ 122.01	\$ 90.95
乘:投资收益率	+ 12%	+ 12%	+ 12%	- 20%	- 20%
等于:期末价值	112.00	119.84	128.06	97.61	72.76
减:每年支出	- 5.00	- 5.50	- 6.05	- 6.66	- 7.33
等于:可用资本	\$ 107.00	\$ 114.34	\$ 122.01	\$ 90.95	\$ 65.43

注释: ¹ 设定为初始投资额的 5%,并以每年 10%的速度增长。

资料来源:作者。

在表 9.1 的序列 A 中,股票市场在早期经历了连续两年的资本损失,价格每年下跌 20%,在接下来的三年内却又经历了资本增值,价格每年上涨 12%。如果投资者的初始投资额为 100 美元,其支出政策规定初期支出为初始投资额的 5%,其后以每年 10% (在 5% 的基数上) 的速度增长,五年末总资本将会缩水至 54.21 美元。

序列 B 与序列 A 形成对比,股票市场在早期经历了连续三年的资本增值,价格每年上涨 12%,其后两年却经历了资本损失,价格每年下跌 20%。假设初始投资额同样为 100 美元,初期支出为初始投资额的 5%,其后以每年 10% (在 5% 的基数上) 的速度增长,五年末总资本减少至 65.43 美元,比序列 A 中五年末剩余的资本多 21%。

如果资本损失的程度加剧,差异将更为显著。例如,如果投资者的初始投资额为 100 美元,初期支出为初始投资额的 5%,其后以每年 10% (在 5% 的基数上) 的速度增长,当市场收益率的次序为 - 30%、- 30%、

+ 10%、+ 10%、+ 10%时,五年末将剩余 31.28 美元,如果市场收益率的次序变为 + 10%、+ 10%、+ 10%、- 30%、- 30%,五年末将剩余 44.35 美元。因此,投资收益的规律或次序对投资者维持适当的总资产规模非常重要。

资产配置矩阵

288

资产配置的艺术

资产配置矩阵展示了投资组合根据资产类别、主要的资产子类别、地区及币种进行配置的情况。表 9.2 给出了一个详细资产配置矩阵的示例。

复制一份如表 9.2 所示的资产配置矩阵,在阅读本章下面几节所介绍的投资者基本情况工作表、投资前景工作表和投资领域工作表时放在手边作为注释,是一个不错的主意。通过检索表 9.2,投资者可以确定其总资产分配在美国和非美国股票、固定收益证券、另类投资以及现金工具中的比重。

对于每一个资产类别和相关的资产子类别,投资者也可以分别用本币或非本币表示投资于美国、加拿大、欧洲、日本、发达亚洲地区和新兴市场的投资组合份额。灰色阴影区域代表了不容易获取或者根本不存在的资产种类。

将资产配置以一种系统的模式如表 9.2 中的矩阵表现出来有诸多好处。首先,它令投资者意识到投资组合是不同种类资产的集合,它们不会同时盈利也不会同时亏损。不同种类资产收益的相关程度越低,收益的交替性表现得越为显著,因为在不同时期,不同种类资产的收益情况对整个资产收益具有正负抵消的作用。其次,矩阵的形式可以帮助投资者定期或在自身情况、市场前景或投资领域发生重大变动的时候重新审视其资产配置。最后,对资产配置进行评估的精确性和规律性(特别是在连续时间区间的模式下操作)有助于投资者正确调整其战略性资产配置政策并且实施战术性资产配置再平衡活动。这样,投资者就能得到使投资组合的风险回报最适合、最令人放心的资产配置。

表 9.2 不同股票市场表现次序下的投资结果

资产类别	美国		加拿大		欧洲		日本		亚洲发达市场 ¹		新兴市场 ²		总计
	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	
美国股票													
大盘成长股	%	%											%
大盘价值股	%	%											%
中盘成长股	%	%											%
中盘价值股	%	%											%
小盘成长股	%	%											%
小盘价值股	%	%											%
非美国股票													
发达市场大盘股			%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
发达市场小盘股			%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
新兴市场大盘股											%	%	%
新兴市场小盘股											%	%	%
美国固定收益证券													
投资级—应税	%	%											%
投资级—免税	%	%											%
高回报—应税	%	%											%
高回报—免税	%	%											%

(续表)

资产类别	美国		加拿大		欧洲		日本		亚洲发达市场 ¹		新兴市场 ²		总计
	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	本币	非本币	
其他美国固定收益证券													
发达国家													
新兴市场													
可转换证券													
通货膨胀调整债券													
私募股权													
商品													
房地产													
对冲基金													
贵金属													
艺术品													
现金及现金等价物													
总计													

注释：¹ 包括中国香港、新加坡、澳大利亚和新西兰。

² 位于欧洲、美洲、亚洲、非洲和中东。

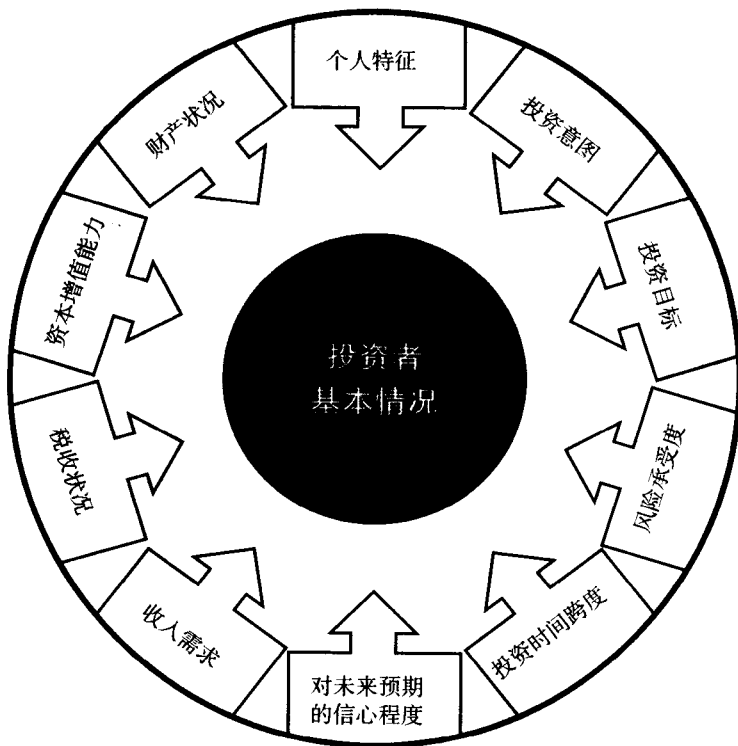
资料来源：作者。

投资者基本情况工作表

在所有影响资产配置的因素中,投资者自身的情况——包括背景、愿望、担忧、梦想和财务状况——是极为重要的。图 9.6 标明了投资者基本情况工作表中 10 个重要的方面,从 12 点钟的位置开始顺时针依次列示出来。

图 9.6 总结的投资者基本情况工作表的主要目的在于,帮助投资者对有可能影响他们对一给定资产类别的好恶的个性、特征或者环境因素产生更为深入和系统的认识。同时,图 9.6 和投资者基本情况工作表中列出的许多因素存在极大的不确定性,比如投资者的寿命或者相对于退休年限的工作年限。

图 9.6 影响资产配置的投资者基本情况因素



资料来源：作者。

诸多非常重要的投资者因素事实上是很难准确度量的。例如,投资者对风险的承受度就很难准确进行评价,其中部分是因为由于时间推移以及不断变化的金融市场环境,投资者对风险的承受度可能要经历不同的阶段;还有部分原因在于个人在金融领域和非金融领域的冒险行为之间的联系也会变化。

投资者基本情况中还包括其他诸多因素,有些与财务有关,还有些与财务无关。非财务因素包括投资意图和投资目标、时间跨度以及对未来预期的信心程度。财务因素则包括财产状况、税收状况、收入需求以及资本增值能力。

表 9.3 用 26 个问题形成了一个投资者基本情况工作表,这 26 个问题与投资者个人情况相关,共分为 10 个大方面:(1)个人特征;(2)投资意图;(3)投资目标;(4)风险承受度;(5)投资时间跨度;(6)对未来预期的信心程度;(7)收入需求;(8)税收状况;(9)资本增值能力;(10)财产状况。每一类问题后面都留有空白以便投资者简要作答,此外每部分后还附有简要说明或评论,探讨每部分提问的内容怎样影响投资者的资产配置。

表 9.3 投资者基本情况工作表

投 资 者 基 本 情 况	1. 投资者个人特征
	●投资者的年龄_____ ●投资者在退休前的预计工作年限_____ ●对退休年限的合理预期_____ ●投资者过往的投资经验_____ ●投资者对手头投资组合的倾向性_____ ●投资资金的来源_____
	说明 投资者的实际年龄和职业年限会影响投资者对投资组合遭受损失的承受程度。同时,投资者的年龄将决定为实现特定财产目标可以进行投资的年限。 投资者的投资经验可能是长期或短期的,也可能是深入或肤浅的,同时包括决定资产选择的正面或者负面的经验。通常,投资经验的重要程度不亚于投资时间的长短。
	2. 投资意图
	●投资者资金的最终用途_____ ●投资者支出的时间选择和数量_____ ●投资者资金的用途是否有优先次序_____

(续表)

293

资产配置的艺术

投资者基本情况	说明 投资者是否需要对其资金用途进行优先次序的排列主要取决于:(1)投资者初始资金的规模;(2)资金的投资时限;(3)重要的资金流入或流出;(4)资产已经实现的收益率。投资组合的投资用途可能包括:(1)购买基本房屋、度假房屋或多处住所;(2)投资、购买企业或者创业;(3)为子女、父母以及其他从属成员支付教育和保健等支出;(4)购买或收集家畜、赛马、艺术品、汽车、古董、珠宝以及其他贵重物品;(5)通过购买多处住房、游船和飞机提升生活品质;(6)为社会、居民、教育、宗教或其他慈善事业捐赠。
	3. 投资目标
	● 投资者的投资组合要达成何种目标_____ ● 投资者是否意识到不同投资目标之间的相互权衡_____
	说明 投资者常常被要求对其投资组合的目标进行选择或排序,这些投资目标包括:(1)资本增值;(2)增加收入;(3)维持购买力;(4)本金的安全性;(5)本金的流动性或变现能力。同时,还有一些深入而且重要的目标也应被考虑在内。简而言之,它们可能包括:(1)保持富有的地位;(2)变得富有;(3)不必为花费担忧;(4)摆脱贫困。投资者必须牢记有些目标的达成是需要成本的,而且并不是所有的目标都能同时达成。例如,注重资本的增值可能会以价格的剧烈波动、收入的减少和资本损失的潜在风险为代价。
	4. 风险承受度
	● 投资者承受现实损失和潜在损失的能力如何_____ ● 当投资者面临投资组合损失为10%、20%、30%、40%或者更多的时候,将会如何应对_____
	说明 投资者基本情况中最难评估的就是投资者对风险的承受度。并不是所有的投资者对风险都有着相同的承受度,并且在不同的人生阶段和不同的金融市场环境中,许多投资者对风险的承受度还会产生变化。对大多数投资者而言,大量现实或潜在的损失将会导致情绪波动、心理恐慌、自责、麻痹、判断力削弱以及其他心理或精神上的问题,但也有投资者可以用深思、冷静、理智、熟虑和慎行来应对现实或潜在的损失。人们在投资活动中形成了一种普遍看法,即为获得更高的收益率,投资者就必须承担更高风险,也就意味着资本遭受损失的可能性增加。但并不是所有的投资者都是这样的,比如说,如果一些风险规避型的投资者未来将拥有期权或股份,那么在实际拥有它们之前这些投资者就会想办法对冲、出售或者分散这些仓位。投资者需要尽可能深入和全面地考虑如何应对不同种类资产的程度各异的不利市场表现。投资者常常会被问到是想吃得好还是睡得好。然而不幸的是,这个问题的正确答案只有在金融资产的市场环境处于非常不利的情况下时才能得到。

(续表)

投资者基本情况	5. 投资时间跨度
	● 投资者投资时间的长度 _____ ● 何时投资者将需要全部或部分资本 _____
	说明 事实上,资产配置和财务计划的隐含目标之一为持有资产的长期性,即在未来的时间里不将所有的钱花光。为了应对这样的挑战,投资者如果能够在短期、中期以及长期的背景下回顾和审视以下内容将是十分有益的:(1)剩余的寿命;(2)整个投资组合的特性、期限和收益情况以及投资组合的关键组成部分;(3)投资组合未来的资本流入或流出;(4)可能出现的偶然情况。
	6. 对未来预期的信心程度
投资者基本情况	● 投资者对其短期、中期和长期资本流入和流出情况的信心 _____ ● 投资者对其资产短期、中期和长期投资收益情况的信心 _____
	说明 需要重申的是,投资者对其资本流动和资本市场状况预期的过度自信以及信心不足并不能使这种预期发生的可能性增大或减小。同时,投资组合的投资时间越长,将(1)增加资产收益接近长期平均收益率的概率;(2)使资本流入和流出的名义或实际金额的确定程度发生变化。计算机或者模型推导出的流量和收益会给人造成确定事实的错觉,而事实上,这种预测常常是不准的。大多数个人投资者可以大致估算出一生中大额资本流入或流出的时机分布,如房屋的购买或出售、教育支出和退休后的花销。投资者应该评估支出的概率和范围,在此基础上形成一种符合现实情况而非错误的安全感。这种想法将会依次影响投资者的:(1)对复杂事物的爱好;(2)伴随市场状况变化,投资组合再平衡活动发生的频率和程度;(3)在不同的市场周期中避免或者纠正投资错误的能力。
	7. 收入需求
	● 从投资组合中抽取资金的可能时间和金额 _____ ● 收入需求的范围和能否预测 _____ ● 为适应变化的资产配置、投资结果以及投资者或其他受益人的寿命,投资者调整预期收入需求的难易程度 _____
投资者基本情况	说明 通常情况下,投资者可用收入要与其收入需求相平衡,其固定成分和变动成分常常取决于这些因素:(1)投资组合中的资产构成;(2)未来投资收益、投资者支出比率以及资本抽取的模式,是平稳、上升还是下降;(3)一般价格水平的上升或下降(例如通货膨胀、反通货膨胀或通货紧缩);(4)延迟或者不延迟确定预算支出的能力,这些支出包括债务偿还、医疗支出、慈善捐款以及可暂缓的提高生活水平的项目;(5)投资者或者资产组合其他受益人的寿命。投资者需要根据投资组合的投资结果调整年度支出水平。否则,如果投资者保持占初始投资额固定(或增长)比重的年度支出水平,并且年度支出的水平与投资市场的不利表现不相关(尤其是在投资的早期),那么投资者就有在预期投资年限到期前就用完所有资金的风险。

(续表)

投资者基本情况	8. 税收状况
	● 对投资者当前的或将来可能的收入、资本利得、房地产、财产等征税类别所征收的联邦税、州税、地税或者(有可能的话)国际税
	说明 从长远来看,成功投资的本质即能以可观的收益率使投资组合中资产的价值年复一年地持续增长。为了达到这个目标,以下因素是要着重考虑的:(1)以特定结构形式(如401(k)、Keogh计划(指自由职业者为退休而存款)、个人退休账户计划、养老金、信托资产、基金、分别管理的投资账户以及相关实体)持有资产以减轻、递延或规避投资组合的税收;(2)持有正确的资产品种(例如免税债券(如果可能)或者年税率不高的投资品种);(3)进行投资活动时对其税收影响相对关注而非漠不关心。尽管让税收因素左右投资行为是不明智的,但丝毫不考虑资产配置或者投资策略实施过程中税收的影响也是不明智的。与此相关的是许多个人投资者常常以税前的基准来考察资产净值总额,而没有减去当前递延但最终需要支付的税项。
	9. 资本增值能力
	● 如果必要的话,投资者产生额外资本的难易程度 ● 通过非杠杆资产抵押借款或者将资产变现,在未来某个时点获取大量现金的可能性 说明 许多通过经营和出售实业积累起财富的投资者很清楚,如果可能,他们完全可以重新设立、经营以及出售一个新的公司。大多数投资者资本增值能力的最主要的影响因素就是其每年工资收入的水平、变化程度以及实现形式。同时,还有一些在未来某个时点产生额外资本的形式,如:(1)遗产;(2)与早期出售企业相关的多赚多交条款;(3)特许权、背书以及许可证的稳定收入;(4)法定财产转让;(5)木材、房地产、艺术品、游船等资产的出售。
	10. 财产状况
	● 投资者资产净值的规模 ● 投资者资产净值的表现形式 ● 投资者对其资产净值的保护程度
	说明 投资者已经拥有或者期望拥有的可用于投资的资金数量将会极大影响投资策略和资产配置。许多投资者开始投资时资金量非常微薄,有些投资者的资金则以十万、百万甚至十亿美元计。通常,投资者资产净值的规模越大,流动性越强,可供选择的资产类别范围就越广,投资组合中部分资产类别的流动性就越弱或者收益率越低。资产净值来源于多种形式,如(1)盈利活动或资产;(2)已实现的资本增值;(3)未实现的资本增值(例如附带条件或不附带条件的员工期股或者集中持股);(4)未来支付的不同形式的津贴;(5)其他流动和非流动资产。投资者资产净值的结构和金额将受到与资产相对应潜在或现实的明确负债、隐含负债以及或有负债的影响。这些负债包括借款、现在或者将来的应付税款以及法律裁决的已知或未知款项。另外,投资者的财产状况或者盈利能力可因以下因素得到保障:(1)各种形式的对冲、期权、其他衍生工具或者特定形式资产;(2)不同类型的保险,如寿险、意外保险、责任保险、伤残保险以及长期看护保险;(3)社会保障、401(k)计划、收益共享计划(profitsharing plans)、Keogh计划和个人退休账户计划(IRAs)。

投资前景工作表

总体投资前景在资产配置中起着极其重要的作用。图 9.7 总结了投资前景工作表的 10 个重要方面,从 12 点钟的位置开始顺时针依次列示出来。

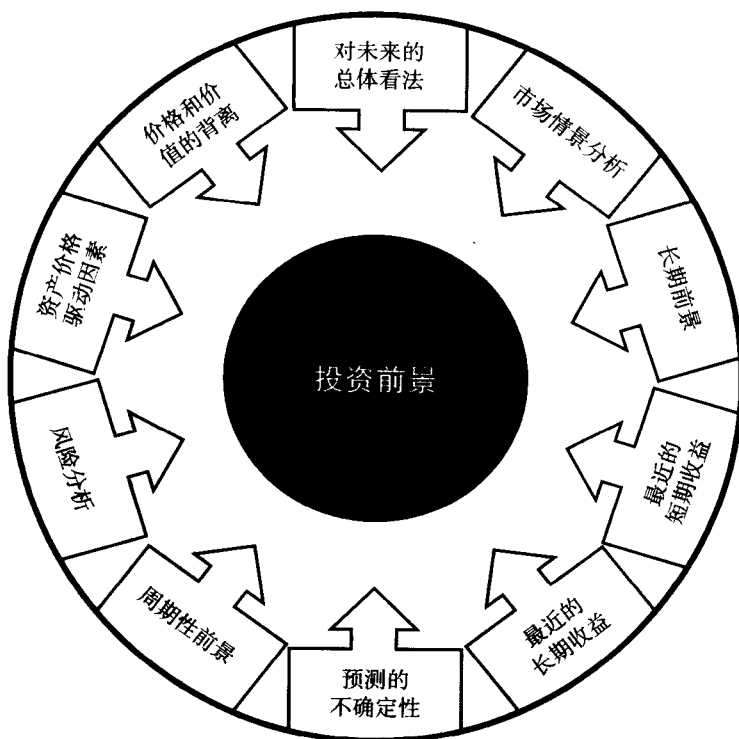
296

资产配置的艺术

图 9.7 总结的投资前景工作表的主要目的在于帮助投资者了解,相对于所考虑资产类别过去的状况,未来金融市场短期和长期的运行状况是否更有利、不利还是相同。基于同样的思路,投资者力图辨明投资前景主要趋势的强度和持续时间以及这些趋势经历周期性反复的可能性。

总体投资前景是影响投资者资产配置的重要因素,这种影响不仅体

图 9.7 影响资产配置的投资前景因素



资料来源：作者。

现在时刻变化的金融市场环境下不同资产类别的潜在收益,而且反映在为获取正的投资收益,投资者所选择的投资方式。例如,在美国股票市场处于上升阶段的主要年份中,许多投资者可能会选择指数基金以追踪市场的平均价格变动趋势(如标准普尔 500 指数)。另一方面,在股票收益由高向低或由正转负的过渡阶段,购买美国股票的投资者可能会选择动态管理分类品种或者单只股票而不是指数化的投资品种。

表 9.4 用 21 个问题形成了一个投资前景工作表,这 21 个问题与投资前景相关,共分为 10 个大方面:(1)投资者对未来的总体看法;(2)市场情景分析;(3)长期前景;(4)最近的短期收益;(5)最近的长期收益;(6)预测的不确定性;(7)周期性前景;(8)风险分析;(9)资产价格驱动因素;(10)价格和价值的背离。每一类问题后面都留有空白以便投资者简要作答,此外每部分后还附有简要说明,探讨每部分提问的内容怎样影响投资者的资产配置。

表 9.4 投资前景工作表

投 资 前 景	1. 对未来的总体看法
	● 决定投资资产前景的主要影响因素 _____ ● 上述影响因素的绝对和相对强度 _____ ● 上述影响因素何时以及如何作用于主要的资产类别 _____
	说明 投资者需谨记投资前景并非一成不变。投资过程中的一些因素在不同的时段可能会千差万别,也有一些因素变化相当缓慢,甚至难以察觉,但同样具有影响作用。即便许多资产配置模型采用固定的收益率均值、价格通货膨胀水平、标准差以及其他变量,然而在实际情况中,大部分变量都会随着时间流逝发生变动,有时甚至是显著变动。影响投资资产的重要基本因素有:(1)货币政策,包括货币供应量、利率及汇率政策、金融机构的储备水平和准备金要求;(2)财政政策,包括税收和政府支出的数量与形式;(3)经济前景,包括国内和世界其他经济体及地区对商品或劳务的消费者、企业、政府和国际需求的模式;(4)一般价格水平以及劳动力、食品、原材料和能源等具体价格水平的通货膨胀、反通货膨胀或通货紧缩;(5)利率及通货的变化趋势;(6)政治、气象、社会、市政、人口、法制、技术以及环境的变化。影响投资资产的重要评价因素有:(1)股利收入和利率;(2)相对无风险收益率的波动水平和风险溢价;(3)获利能力以及成长性。影响投资资产的心理、技术和流动性因素有:(1)消费者、企业和投资者的信心程度;(2)资本市场的供需状况;(3)国内以及全球证券投资 and 直接投资的流向;(4)波动性以及价值模式和状况;(5)周期性事件如选举、气候变化以及不可预料的事件,如军事行动、疫病、恐怖活动以及外交的重大突破。

(续表)

298 资产配置的艺术	投 资 前 景	2. 市场情景分析
		● 投资者资金的最终用途_____ ● 投资者支出的时间选择和数量_____ ● 投资者资金的用途是否有优先次序_____
		说明 评价投资前景的一个极其有用的工具就是市场情景分析。在此过程中,投资者设定可控数量的市场情景(可能为3到6个,也可能多达10个),这些情景涵盖了从有利到不利的不同情况。另外,列出产生这些情景的基本面因素、估价因素和心理/技术/流动性因素也是非常有帮助的。最后,市场情景分析的一个重要组成部分就是给出每种场景的概率。这是一个非常繁琐的过程,需要耐心、毅力、深思熟虑、洞察力、逻辑、判断力,甚至可能需要投资者有第六感或第七感。
		3. 长期前景
		● 影响投资资产的长期市场状况未来是变好还是变坏_____ ● 这些长期影响因素将持续多长时间,会出现什么新的因素加强、增加或者取代原先的影响因素_____
		说明 许多成功的资产配置和投资策略决策都考虑到了人口、经济、政治、结构以及技术的长期变动。因此,投资者会倾向于增加某些资产类别并且相应减少其他资产类别。例如,从全局的观点来看,20世纪50年代和90年代是非常适合投资于股票或者权益类资产的时期,而20世纪30年代和70年代就非常不适合投资于此类资产。有些投资者可以提前预测到这些时期,或者在其产生之初就辨别它们,因此可以在其较长的一段时期内以此获利。还有许多投资者认识到他们不可能持续精确地捕捉并充分利用这些长期的变动趋势,因此,这些投资者追求投资收益的持续性,避免过分武断集中于单一资产类别,即便在同一类资产里,对固定收益证券不能完全集中于同一到期期限、持有期和信用品种,对股票不能集中于同一股本规模或成长型/价值型股票。从长远来看,投资者对给定资产类别的收益转到一个新水平的变化期应该保持警觉。这种转变将使投资者在新的时间背景下认识、利用以及投资于资产的方式发生巨大的变化。
		4. 最近的短期收益
		● 投资资产以及特定资产类别最近的短期收益模式以及与历史平均值比较的情况_____ ● 引起收益延续、停滞乃至反转的原因_____
		说明 对特定资产类别最近1年、3年、5年以及10年的收益率给予充分的关注是十分重要的。最近资产收益的多寡并不意味着这种趋势会一直持续下去,或者发生逆转。观察最近的短期收益模式的主要价值在于将其放在一个特定的背景下考察:(1)长期或周期性的总体前景;(2)收益的历史平均值。例如,如果私募股权或者风险资本资产类别最近1年、3年、5年或者10年的收益率很高,此类信息会让投资者相信维持这种收益的外部状况以及保持该收益的可能性在可以预见的未来还将继续。

(续表)

投 资 前 景	5. 最近的长期收益
	● 投资资产以及特定资产类别最近的长期收益模式以及与历史平均值比较的情况 ● 引起收益延续、停滞乃至反转的原因
	说明 分析最近 10 年、20 年以及 30 年的收益能够帮助投资者评价特定资产配置 的长期表现,但是这种市场表现能否重复是不确定的。对投资者而言,这种 分析过程的挑战和机遇体现在该过程引发的疑问和思索。从 20 世纪 80 年 代到 90 年代,投资于美国大盘股的长期收益率从 10%—11% 上升至 13%— 14%。察觉到长期收益上涨趋势的影响,投资者将会思索引起市场表现变化 的原因,如通货膨胀水平或利率下降、全球化和东欧剧变、技术进步和生产力 提高、公司盈利能力增强、税率下降以及这些状况将来在何种程度上和能否 持续或者反转。
	6. 预测的不确定性
	● 对影响投资资产的主要变量进行预测的难易程度 ● 如果投资者在预测中出现重大错误将带来何种后果
	说明 经常对主要资产类别的预期前景所隐含的前提进行评价是非常谨慎的 做法。同时,考虑已经被广泛公认的观点也是十分重要的,谨防仅仅为了做 反向投资者或者在没有充分权衡对立观点的情况下就贸然采取与众不同的 投资方式。作为该过程的一部分,投资者应该关注:(1)达成共识的观点是否 已经在资产价格上得以体现;(2)何种状况会使这种共识的准确性下降;(3)与 共识相关的重大上涨或下跌突发因素的影响程度如何。尽管投资结果和金 融市场表现并不依赖于未来的可预测或者不可预测的程度,但是混沌时期以 及投资者高度的不确定性时却可以带来极大的机遇和风险。对长期结果的 时候,投资者应该审视实际的结果是比预期的好还是坏。在评价预测结果 的高度可预测性不应该让投资者陷入一种对未来自满的误区。一些有利的经 济或者投资趋势可能会持续很长一段时间,然而有些投资过程会经历突然的 逆转,有可能转向一个新的方向,亦有可能仅仅是主要运动趋势中一次暂时 的反转。投资者应该常常思索,在错误原因下的正确结果以及正确原因下的 错误结果,将会产生何种后果。
	7. 周期性前景
	● 影响投资资产的周期性市场状况在未来是变好还是变坏 ● 这些周期性影响因素将持续多长时间,抵消这些影响的因素多久可以形成并且扭转原先因素的影响
	说明 因为人的本性、人的行为以及市场的内在规律,许多因素会减弱、抑制或者 扭转看起来仿佛无法阻挡的上升或者下降趋势。在自由程度较高的市场中, 高价将会抑制需求、增加供给,低价则会刺激需求、减少供给。成功的资产配 置和投资策略中一个不可或缺的元素就是意识到许多趋势并非永远都不可改 变,而是呈现出有规律或者无规律的上升、下降或者走平的起伏波动。尽管 在投资前景中预测周期性变化的开始是相当困难的,但投资者不能因此就放 弃对原因、结果、模式以及趋势的持续时间、强度以及重复(或者消失)的思 考。

(续表)

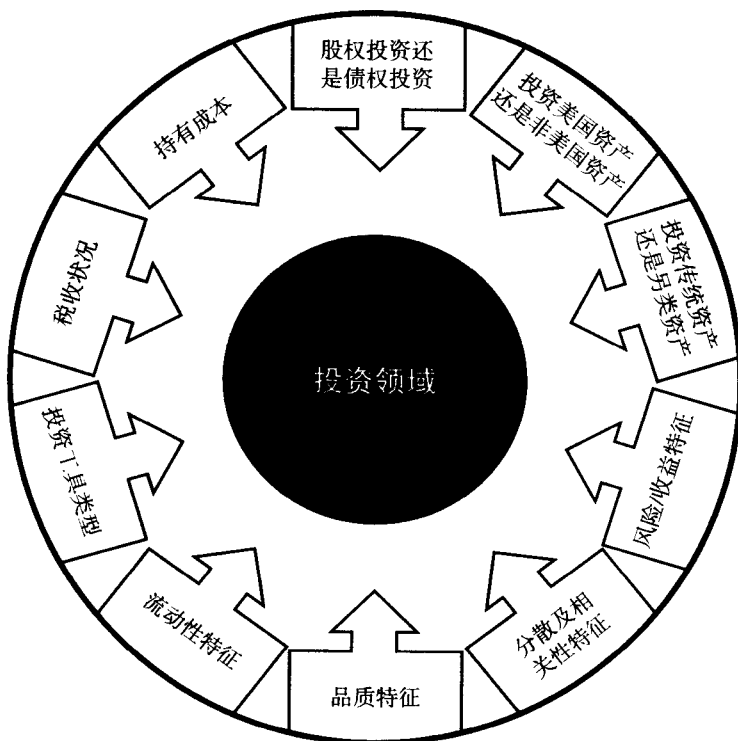
资产配置的艺术	300	资产配置的艺术	投 资 前 景	8. 风险分析
				● 投资前景中包含的主要风险_____
				● 这些风险如何被观测到_____
				说明 投资前景中的风险可以表现为多种形式。从基本面的角度看,影响投资前景的负面因素有:(1)对现有市场秩序的外部冲击,经常是经济或金融体制的改变,如必需品(如石油)价格的突然变动;(2)打破经济平稳运行的内部不均衡状态,如导致贷款不能发放或偿付的信贷危机;(3)政府、行政、立法和司法部门的重大决策失误,如限制性的保护关税,或者中央银行货币供给的过度扩张或紧缩。从估价的角度来看,如果资产评估值缩水明显说明存在投资风险。尽管在各种估价水平下这种情形都可能会发生,但资产评估值的缩水往往在资产以中等或较低的估价水平出售的情况下发生。从心理、技术和流动性的角度看,投资风险将在下列情况下产生:(1)投资者、企业和消费者的信心开始削弱;(2)资产市场中供求关系和价量关系呈现不利的趋势;(3)资产市场参与方、投资中介和交易场所的清算交割受到限制或中断。要观测到投资前景中存在的风险,必须对可能导致资产市场及价格不稳定的显性和隐性因素进行合乎规律、动态、全面以及睿智的归总和思考。
				9. 资产价格驱动因素
				● 给定资产类别和资产子类别有什么主要的价格驱动因素_____
				● 这些价格驱动因素怎样相互关联并发挥作用,何种因素会加强或削弱其作用_____
				说明 通过对给定资产类别和资产子类别的价格驱动因素进行思考、枚举和分类,投资者可以更好地判断产生不同投资结果的真实原因。例如,驱动高回报债券价格的主要因素有:(1)整体经济或者需要通过高回报证券融资的主要行业的货币和信贷状况;(2)可替代的资产类别的收益和价格;(3)高回报债券主要投资群体的资金流入流出情况;(4)做市商的流动性状况、市场参与者的避险策略以及公募和私募高回报证券的供应量。通过系统和深入地回顾资产价格的驱动因素怎样相互关联并发挥作用以及何种因素会加强或削弱其作用,投资者将极大提高对这些因素效果的认知程度。
				10. 价格 and 价值的背离
				● 给定资产类别的价格和价值背离的程度_____
				● 这种背离的趋势是什么_____
				说明 事实上,大多数投资活动的作用和目的就是确定资产价格及其实际价值之间的正确关系。现实中对资产的真实价值存在着热烈的讨论,有支持某一论点的形形色色的理论模型,也有对已知背离程度的激烈讨论。价格和价值的背离因资产类别和时间而异,因此持续的时间也不尽相同。在不同的时点,资产的价格可以大大高于其实际价值,或与其实际价值基本相等,或大大低于其实际价值。如果投资者持续对资产价值给予至少和其价格相同的关注,那么就可以增加其预测投资前景、进而制定资产配置方案和投资策略的成功概率。

投资领域工作表

投资者可实施的一系列投资选择项(投资领域)将极大地影响资产配置行为。图 9.8 总结了投资领域工作表的 10 个重要方面,从 12 点钟的位置开始顺时针依次列示出来。

表 9.5 给出的投资领域工作表的目的在于帮助投资者精确地判断备选投资品种的特征是否符合投资者的目标、需求以及预期投资前景中的突发情况。在投资领域工作表中探讨了资产配置中的三类基本抉择:股权投资还是债权投资;投资美国资产还是非美国资产;投资传统资产还是另类资产。

图 9.8 影响资产配置的投资领域因素



资料来源：作者。

表9.5用20个问题形成了一个投资领域工作表,这20个问题与投资领域相关,共分为10个大方面:(1)股权投资还是债权投资;(2)投资美国资产还是非美国资产;(3)投资传统资产还是另类资产;(4)风险/收益特征;(5)分散及相关性特征;(6)品质特征;(7)流动性特征;(8)投资工具类型;(9)税收状况;(10)持有成本。每一类问题后面都留有空白以便投资者简要作答,此外每部分后面还附有简要说明,探讨每部分提问的内容怎样影响投资者的资产配置。

表 9.5 投资领域工作表

投 资 领 域	1. 股权投资还是债权投资
	●投资者维持短期和中期名义资本(如保持预期价格的低幅波动)与维持中期和长期购买力的意愿程度比较_____ ●投资者对成为债权人(如放贷者或者债券的购买者)或者所有人(在固定收益证券持有人的权利得到满足后才能主张权利并分配利润)的偏好_____
	说明 选择股权投资还是债权投资是资产配置和投资策略过程中最基本的抉择。在本书第6章已经提到,所有的资产类别都有其优缺点、潜在的价格上涨或下跌趋势以及分析技巧。每个资产大类在不同的经济环境中表现也不同(从高增长、适度增长、无增长到适度回调或者严重疲软)。同时,股权投资和债权投资在严重通货膨胀、高度通货膨胀、适度通货膨胀、适度反通货膨胀、严重反通货膨胀和通货紧缩等不同经济情况下,其表现可能会趋同也可能产生分化。一个普遍认同的规律是,股权或权益类投资在经济增长或利润成长的时候具有良好表现,通过分享经济增长中收入和利润的增长所伴随的资本增值,投资者(即企业所有者)的购买力也得到了保障。与此相对应,因为偿付本金和利息的定期性和定额性,人们认为债权投资更能(但并不总是)保障投资者的名义资产价格,即便在经济处于收缩的时期——如果利率不急剧上升、息票支付足够高并且债权投资的最终到期日不算太长,这种保障作用将更为显著。有关股权和债权资产类别林林总总的共识中,确实有正确的成分,然而确实也存在为数众多的例外情况,这些情况是投资者在配置资产过程中应该仔细考虑的。有些股权性质的投资品种,尤其是收益主要由预期股利或者可转换债券息票组成的证券,可能会表现出类似债权投资品种的价格走势。同理,有些债权性质的投资品种,尤其是因为低息票偿付和低评级等级而引起资本价值剧烈波动的证券,在价格上会表现出类似股票的涨跌。简而言之,在经济短期和长期周期的不同阶段,在价格水平变化的不同时期,根据投资者自身的状况,其资产配置可能会更倾向股权投资,反之则可能更倾向于债权投资。

(续表)

投 资 领 域	2. 投资美国资产还是非美国资产 ● 投资者投资于非本国的地区、国家、公司、债券发行人、行业部门以及货币的意愿程度,以及对该类投资有利和不利方面的理解程度 ● 投资者投资组合中的非美国资产和美国资产相比,走势会有何种异同 说明 决定美国与非美国股票、债券、另类资产以及现金在投资者资产配置中比重大小的因素有很多:(1)投资者投资国外品种的意愿和经验;(2)从资本增值、资本保值和收入的角度比较外国资产和本国资产的相对吸引力;(3)投资组合中非美国资产的存在是否确实、有效并且积极改善了投资组合的风险/收益特征。在某些情况下,非美国资产与相应的美国资产表现非常类似。在另外一些情况下,非美国资产会受到显著不同的经济、信用以及货币的影响,因此极大提高给定投资组合的上涨空间或者遏制其下跌趋势。投资者应该考虑:(1)收集非美国资产信息的成本;(2)与投资非美国资产有关的潜在政治或货币风险;(3)财务数据和经济数据的准确性、可靠性和国际可比性;(4)与非美国资产的交割、仓位报告和托管有关费用;(5)投资的非美国资产中可供选择的品种类型是否相对齐备。在全球化程度越来越高的今天,投资者跨境投资变得更加容易,使投资收益模式与国内资产相比呈现出多样化的特征。同时,投资者须牢记与境外投资有关的相当广博的历史经验、成功、风险以及不足之处。
	3. 投资传统资产还是另类资产 ● 另类资产与传统资产如股票、债券和现金相比有以下特点:有很高的最低投资额的限制;评估价值和收益的时间结构和/或步骤不同;较高的年管理费和/或业绩费;超过一个季度或一年的最短持有(锁定)期。为了追求高额收益、不同的收益模式和相异的收益率,投资者将资金投入另类资产的意愿 ● 当传统资产不能产生令人满意的收益时,另类资产在保持或者提高投资组合收益的同时确实发挥分散投资优势的可能性 说明 始于20世纪80年代和90年代,品种繁多、规模各异的另类资产越来越多地向合格投资者开放,这些另类资产可以采用离岸、合伙和分账的形式,投资风格也不尽相同。个人可供选择的另类资产有:(1)实物财产投资,如林地以及石油和天然气;(2)房地产投资,直接投资或者通过房地产投资信托基金(REIT)的形式;(3)商品,包括黄金及其他贵金属、商品期货和商品交易顾问,一般运作的期间较长或者长短期结合;(4)套利工具,通常集中于风险套利、可转换证券套利以及资本结构和集合股票套利;(5)风险资本;(6)杠杆收购投资;(7)绝对收益投资,市场平均投资或者相对价值投资,涉及不同种类的对冲、多头/空头技巧和指数套利;(8)超跌证券、破产投资以及重组行为;(9)对冲基金,各自分别关注套利、行业部门、宏观或其他策略;(10)基金之基金,是指不同程度涉及另类资产品种范围的单只基金的集合。通常而言,因为另类资产具有更吸引人的收益,并且其收益与传统资产的相关性较低,此外可以在某个投资经理所熟悉或关注的领域进行组合投资,所以投资者会关注另类资产并部分投资于另类资产。在另类资产表现突出的时期,投资者有可能会忽视其缺陷:(1)有很高的最低投资额和很长的最短锁定期;(2)资产管理的内部问题如评估方法、操作的透明度、利益的冲突、投资的集中程度和流动性,以及投资管理进行投资监控和风险管理制度的完善;(3)高额收费;(4)高换手率和对收益的超额征税。当考虑投资另类资产时,投资者如果想在弱市中立于不败之地,就需要借助资产管理人的智慧,使用杠杆或衍生投资品种(如果可行的话)以及考虑过去的或预期未来的走势情况。

(续表)

投 资 领 域	4. 风险/收益特征
	● 备选资产的风险/收益情况以及趋势的显著程度 ● 在市场有利和不利的环境下,备选资产在投资组合中存在与否将如何影响整个投资组合的表现
	说明 在主要资产类别如股票、债券和另类资产的牛市中,投资者出于人的天性会对该资产的收益特征投以过分的关注,而忽视相应的风险特征。投资者对风险厌恶的程度越大,在市场价格波动越剧烈的时候,投资者就越应该通过环境、概率和资本损失后果的评价来分析潜在的投资风险。在尽可能以实用性为原则研究资产风险/收益情况的时候,投资者尤其应该谨慎选择测量风险的依据,是波动性、标准差、在前一个下跌市场周期中的最大损失还是其他的标准。同样,投资者对上涨前景的乐观也应该严格建立在严密的预测方法和符合现实的明确假设上。投资者应该时常提醒自己投资未来风险/收益情况的预测也不过就是推测,因此会随着事件和环境的变化而变化。一种资产在投资组合中存在与否将会在很多方面影响整个投资组合的表现。当投资组合中部分资产在其他大部分资产价格下跌的时候可以保持其价值甚至上涨,投资者可能会坚定其信心,或者继续持有该投资组合,或者进行资产配置再平衡。有时候,一类或者一组资产的价格剧烈下降,即便只占整个投资组合的极小部分,也会使投资者心存犹豫,让其无法进行投资组合的调整,尽管这种调整是非常紧急和必需的。另一方面,持有上涨明显的一类资产可以让投资者谨慎考虑投资其他品种的可能性。
	5. 分散及相关性特征
	● 备选资产在一个适度分散(或集中)的投资组合中所起的作用 ● 备选资产与投资组合中其他主要资产的收益相关程度,以及造成这种相关度随时间变化的因素
	说明 过去 50 年中投资理论的一个重大突破就是发现了投资组合实现分散化的途径不是依靠资产的种类和数量,而是投资组合中主要资产的收益相关程度。由于投资者基本情况和投资前景不同,每个投资者想实现的投资组合分散(或集中)程度都是不同的。因此,评价资产的时候不仅要考虑每种资产的优点,还要考虑其收益和风险的特征如何增强或者抵消、抵减投资组合的收益和风险。同样,挑选投资风格和收益情况相互之间不显著相关的资产管理人也非常重要。大多数资产的收益对全球经济、价格通货膨胀和资本市场状况的起伏有其独特且随时间变化的反应,故与投资组合中其他资产收益率的相关性会随时间变化呈现出某种趋向特征。如果投资组合中资产之间的相关性呈上升趋势,那么整个投资组合的收益将会与资产呈现相同的趋势。此时,投资组合就会表现出集中化而非分散化的特征。例如,在 1987 年早期非常需要分散投资的时候,香港股票和美国股票的收益表现出相对较低的相关性,为 0.42。而在 1987 年 10 月美国股票市场暴跌的时候,香港股票和美国股票的收益相关性就显示为较高的 0.91。在这种情形下,投资者在市场情况低迷时并不能如他们所想的那样充分享受到分散化的好处。

(续表)

投 资 领 域	6. 品质特征
	●投资组合中每一种资产品质的测算方法和每一种资产的品质 ●投资组合中每一种资产品质的可能变化趋势以及总体投资市场评价如何反映不同的资产品质
	说明 对于不同的资产类别,其品质的测算方法也不尽相同。对于固定收益证券和现金等价物资产品种,评级机构使用资本结构分析、流动性和债务比率、特定财务风险评价指标和在变化市场环境下发展而来的多种定量判断因素。对于股票,品质测算的标准化和通用化的特性就低得多了,因为股票投资者更关心资本增值的空间而非发行人清偿债务的能力。然而,在经济或金融市场处于低迷的时候,人们就会尤其关注股票资产的品质。在此情况下,一个公司管理层的绩效和诚信、资产负债表的规模、资金来源、收入和盈利的可预测性以及优先股和普通股股利的发放率都会成为评价股票品质的标准,同样还需考虑公司在过去不利的总体经济或金融市场状况下的运营业绩和财务绩效。对于另类资产的各种子类别,由于汇编、使用和发布此类资产的品质数据的难度较高,因此其品质基准相对其他资产类别很难系统化,也极少运用。因为另类资产所具有的这些特性,该类资产投资者除了开始了解其他个人投资者或投资群体的技巧、判断、资产评估和品质评判能力外,同时也应该认识到仔细考虑这些资产的品质也是同等重要的。通常而言,一类资产的品质特征可能只适合于该类资产,而对于多类资产而言,提高或降低品质的因素有可能来自该类资产的外部也可能来自内部。通常,在肯定没有任何一种投资方式适用于所有的市场环境的同时阐明投资资产的品质特征,将有助于投资者决定是否保持、增减或者改变资产类别、持仓量或者资产管理人。一般通过长期周期来评判投资风格和资产品质特征,此类周期的持续时间和变动趋势很难预测。在金融市场处于牛市的某些时间段内,投资者在决定投资策略和执行资产配置时,有可能会忽视品质特征,或者在评价资产时不作为主要考虑因素。但是即便处于这样的时期,谨慎的投资者也不应该忽视资产品质的重要性,这样当市场开始转向不利的时候有助于保护投资组合的价值。
	7. 流动性特征
	●在不显著影响市场价格的常态投资市场条件下投资者买卖特定资产的难易程度 ●在不显著影响市场价格的非常态投资市场条件下投资者买卖特定资产的难易程度
	说明 在决定资产配置方案和投资策略的大部分时间内,大多数投资者不会注意资产的流动性特征(即投资者在不显著影响市场价格涨跌的条件下买卖资产的难易程度)。对流动性因素的相对不重视主要是因为:(1)投资者买卖的交易量相对于资产总的成交量通常是可控的;(2)许多投资者对其投资组合中的大部分资产长期采取买入并持有的策略;(3)忽视了这样一个事实,即当一个投资者想买卖资产的同时另一些投资者也想买卖同样的资产;(4)如果投资者在相当长一段时间内没有对已察觉的流动性风险引起警惕,那么在其后一个较短的低流动性时期过后很有可能就是长时间的交易停滞时期。如果投资者想在较短的时间内卖出一些资产并/或增加另类资产,或流动性不足有可能干扰正常的买卖资金流动,那么投资者就需仔细考虑此种行为或情形在过去或者将来如何影响这些资产的价格。对于大部分但并非全部的投

(续表)

306

资产配置的艺术

	资者而言,精确量化某类资产在下跌市场中的流动性特征是很困难的。一些可能的流动性指标有:(1)资产的日、周、月和年成交金额;(2)资产可自由交易的总供应单位(也称为公众流通量);(3)资产的绝对价格;(4)可能潜在影响资产供需平衡的集中性、限制性、选择性、保证金以及其他技术原因;(5)通常情况下与资产买卖有关的交易类型、市场惯例、交易成本、操作手法、进入方式、竞争性市场以及清算机制。许多资产在现金等价物市场以及部分高评级债券和政府债券市场中具有较强的流动性,股票市场中股本规模较大的股票也具有此特征。然而在金融危机时,即便是上述资产也很难非常顺利地以稳定的价格有组织地进行连续买卖。有些资产类别及其子类别的流动性很低或者极低,这些资产包括许多另类资产和小盘股以及免税、高回报、新兴市场股票和固定收益证券。在构建或评价一个投资组合或者大幅度战术调整投资组合的时候,投资者需注意买卖对市场的影响可能造成额外的交易成本。因此,在评价给定投资组合的最终价值时,为了反映与每类资产有关的流动性程度,应该在每种资产报价的基础上给予适当比例的折扣,这样做是比较明智的。
投	8. 投资工具类型
	●投资组合中囊括的每种资产类别的投资工具类型有何优缺点_____
资	●投资组合中投资工具类型所涵盖范围的适当复杂性_____
领	说明
域	投资工具类型是指投资者拥有特定资产的方式,或者说资产是如何被组合以供投资者选择的。有些投资品种可以多种类型实现,而有些只有一种类型或者其投资工具类型可选择的范围很小。投资工具类型的范围很广,从直接的或享有受益权的资产所有权、结构化证券(对超过一种的证券品种进行组合,如债券与盯住某一特定行业如医药股的指数工具的组合)、分账管理到集合投资工具如投资合伙、封闭式和开放式共同基金、保险产品以及打包品种(由资产管理人、信托、养老金、外汇基金、单位投资信托、指数基金以及交易所交易基金构成)。各种基金之基金同样也是投资者的选择,包括以私人合伙制方式投资另类资产,以及为实现特定资产组合或达到特定投资目的而投资于基金组合的所谓时尚资产配置基金。在20世纪80年代晚期以及整个90年代,许多被广泛使用的指数被迅速修改或者替代,如英国的伦敦金融时报100指数和美国的标普500指数,这令越来越多的股票投资者寻求低成本盯住指数的基金,以获得指数的平均收益。对于少数资产类别,投资者可能会被限定在一种或有限几种的投资工具类型中。而对于大多数其他资产类别,采用何种投资工具类型以拥有该资产受以下因素影响:(1)成本,包含资产管理、托管、监控和报告费用;(2)投资品种或其资产管理人的可获得性;(3)买卖全部或部分资产的可分割性和效率;(4)流动性;(5)是否可以保证金交易或借款交易;(6)税收;(7)多重收费的可能(如基金之基金这种投资品种);(8)风险分散。事实上,投资组合中投资者选择的投资工具类型由投资者对资产特征的厌恶和偏好综合决定。

(续表)

投 资 领 域	9. 税收状况
	● 备选的资产和投资工具类型现在和未来的税收状况如何_____
	● 备选资产和投资工具类型的税收状况是否会影响投资者的整体税收状况_____
	说明 如果要成功进行投资和资产配置,投资者需要关注所有可能的税收形式以及税后投资收益。由此,投资者可以大致估计出给定资产和投资工具类型的税收状况对其整体税收状况的影响程度。有些投资品种或投资工具类型是免税、部分征税、税收优惠或者税收递延的。还有些投资品种和投资工具类型的税收状况可能会发生变化,在相关税收法律实施以后就不再有原先的税收优惠。决定一类资产最终税收状况的因素有:(1)公司、美国税法 S 条款、合伙人以及个人对资产所有人应税收益的分类;(2)投资者纳税的地点;(3)资产所在地和纳税所在地——在岸、离岸或者州、地方以及其他指定税收管辖区;(4)替代性最低税(AMT)和非公司企业税(UBT)。要综合考虑这些因素并且区别税种代码,需要投资者拥有专业知识和经验,通常还需要高度的耐心。投资者应该就税收事务向专业的税收顾问征求建议和指导。
	10. 持有成本
	● 投资者持有特定资产的初始和后续成本_____
	● 是否考虑了持有资产的显性和隐性成本_____
	说明 资产持有成本对投资者可实现的总收益有直接的影响。这些成本包括佣金、前端和终端销售费用、赎回费和罚款、12b-1 条款和其他营销费用补偿收费、资产管理费、收益费、打包费、信用和咨询费、管理、托管和清算费、过户费以及不能被忽视的记账费和税收准备费。有些费用可以在税前抵扣,有些不能。有些费用是一次性的,有些是以行为发生为基础或者随着时间变化再次收取。有些费用是固定的,有些却随着投资组合总价格水平和价值的变化而变化。对投资者而言,完整记录下与其投资组合相关的所有费用是很重要的,这样才能计算费用对投资组合预期投资收益的影响程度。在许多情况下,与特定资产类别和投资工具类型相关的费用会以极大比例降低投资组合的有效年收益,从而显著降低投资组合的最终总价值。

风险规避矩阵

在资产配置的整个过程中,投资者需客观且全面地评价:(1)投资者自身的风险承受度(利用表 9.3 中投资者基本情况工作表的问题 4);(2)金融市场可能的风险因素(利用表 9.4 中投资前景工作表的问题 8);(3)特定资产类别和证券的风险/收益特征(利用表 9.5 的问题 4)。借助这种方式,投资者可以将其主要精力集中于风险配置、风险监测和风险管理的目标。

为了帮助投资者评估和探寻资产配置过程中经常会遭遇的风险,图 9.9 给出了一个风险规避矩阵。

图 9.9 中的风险规避矩阵显示了五类投资者特有的风险,这些风险与表 9.3 中的工作表所含的问题相关:(1)购买力风险;(2)支出不足风险;(3)对冲风险;(4)税收风险;(5)信心受挫风险。除此之外,风险规避矩阵还给出了五类市场前景特有的风险,这些风险与表 9.4 中的工作表所含的问题相关:(1)资本损失风险;(2)波动性风险;(3)流动性风险;(4)相关性风险;(5)系统性风险。最后,风险规避矩阵还包含五类资产特有的风险,这些风险与表 9.5 中的工作表所含的问题相关:(1)再投资风险;(2)信用风险;(3)事件风险;(4)提前偿付风险;(5)货币风险。

图 9.9 简要介绍了每种风险以及投资者减少或者规避风险的典型方法。图右边的方框留出空间以便投资者记录风险可以被规避的程度以及他们认为上述特定风险已经被有效规避的程度。为了达到这个目的,投资者可以运用一个 1—3 的数量范围,1 表示风险可被高度规避或者已被高度规避,3 表示风险难以规避或者未被有效规避。如果投资者认为可以更加精确地评价这些因素,他们可以使用 1—5、甚至 1—10 的数量范围。

如图 9.9 所示的风险规避矩阵的主要目的在于:(1)让投资者认识到风险的多样性;(2)让投资者认识到不同类型风险之间的相互作用;(3)让投资者关注多种风险组合的潜在影响。图 9.9 中所列的风险并不完整,风险类型和规避风险的典型方法也是如此,只是想给投资者指出一个大概的方向。有些投资者可能希望在图 9.9 中增加风险种类,将杠杆风险

图 9.9 风险规避矩阵

风险类型	风险简述	规避风险的典型方法	风险可被规避的程度	风险已被规避的程度
投资者特有的风险				
购买力风险	投资收益相对于商品和服务总体价格水平的变化贬值	重点投资跟随通货膨胀趋势的证券,如某些股票或通货膨胀调整债券		
支出不足风险	可用的资金和年收入不足以满足投资者的需求	谨慎地控制和调整与投资组合及资本市场表现相对应的支出原则		
对冲风险	防止投资组合遭受风险的策略被证明无效甚至产生负面结果	关注对冲行为的性质、应用以及持续监控		
税收风险	由于法律或者投资行为的频繁导致投资者支付税款增加	定期向可靠的税务律师咨询		
信心受挫风险	投资者对自身投资能力以及投资资产的信心下降	明智地减少或中止在资本市场中的投资;使用可靠的外部资源		
市场前景特有的风险				
资本损失风险	价格、利率以及评估方法变动导致的已实现或未实现损失	使用对抗不利价格变动的弥补策略,如卖空、看涨看跌期权、期货以及其他工具		
波动性风险	资产价格异常大幅或频繁波动	将资产进行分散化和/或包含价格波动不剧烈的资产		
流动性风险	在不对价格造成不利影响的情况下很难进行资产买卖	在建仓时关注交易量和以往最坏的流动性状况		

续图 9.9

风险类型	风险简述	规避风险的典型方法	风险可被规避的程度	风险已被规避的程度
相关性风险	价格变动应该相互抵消的资产实际朝同一个方向变动	仔细研究过去相关性变动的原因，客观估计未来的此种情形		
系统性风险	在某些时段，价格发现、交易、借贷以及清算机制的一个或几个组成成分发生故障	尽可能分析交易对方的财务资信状况并且建立备选消息来源,制定突发事件和灾难补救方案		
资产特有的风险				
再投资风险	无法以股票的股利进行再投资或者以债券原始收益的息票进行再投资	考虑自动股利再投资方案和零息债券		
信用风险	投资品种对应的财务状况恶化/或评级机构以及市场参与者调低其等级	审慎关注利润表、现金流量表和资产负债表数据的真实性和有效性，对引起财务状况恶化的早期信号保持警觉		
事件风险	资产因为某一事件如兼并、借贷、分拆、一次性大额发放红利以及资产的买卖而导致的财务状况突然变化	观察同一或类似行业里其他公司的行为；提前转换到其他投资品种		
提前偿付风险	投资本金价值能够通过可赎回债券、期限缩短以及提前抵押付款方式未到期就进行全部或部分偿付	选择不允许发行人提前偿还本金的投资品种，如不可赎回债券		

续图 9.9

风险类型	风险简述	规避风险的典型方法	风险可被规避的程度	风险已被规避的程度
货币风险	因为对外投资的货币贬值导致以国内货币计价的价值下跌	在适当的市场状况下运用成本效益比较好的货币对冲方案		

资料来源：作者。

(当投资者举债进行投资时引发的另一领域的风险)等因素考虑在内。

根据现代投资组合理论,资产配置的一个首要目标就是通过分散化投资将不可抵消的风险最小化。在运用图 9.9 的情况下,投资者能够辨明风险并通过区分和应对以下风险来降低风险:(1)可测并可控;(2)可测但不可控;(3)不可测但可控;(4)不可测并不可控。

对《资产配置的艺术》一书的好评:

“妙! 没有人比戴维·M. 达斯特更清楚如何最佳地运用你的钱。我对达斯特的前两部书都爱不释手, 并且对他的下一部作品也充满期待, 现在我可以这样说, 他没有让我失望。通过《资产配置的艺术》一书, 戴维·M. 达斯特用他一贯明快、清晰的风格解释了你的钱应该如何运用, 以及为什么要如此运用。你想成为一个好的投资者、好的客户, 或者好的顾问吗? 那就立刻阅读这本书吧!”

——詹姆斯·J. 克拉默

(TheStreet.com以及Co-Host和CNBC “Kudlow & Cramer” 的市场评论员)

“在当今史无前例、反复无常的市场环境下, 明智的资产配置比以往更显得重要。戴维·M. 达斯特是资产配置方面的专家, 他将自己数十年的实践经验在《资产配置的艺术》中与读者分享, 使专业人员与个人投资者都能从中得益。”

——塞恩·A. 克拉曼

(Baupost集团管理合伙人, 《安全边际》的作者)

“戴维·M. 达斯特是华尔街的第一人: 他的书将最好的理论研究转化为提供一个实践的、可操作的投资指导, 这将帮助各种投资者在自己能承受的风险范围内获取最佳收益。这本书是华尔街投资的必备指引。”

——塞缪尔·L. 海斯, III, 雅各布·H. 希夫

(哈佛商学院投资银行学荣誉退休教授)

“关于资产配置, 即使是戴维·M. 达斯特先生遗忘的也要比任何人所知道的还要多。相信此书会被这一领域中任何一个认真的研究者频繁使用。”

——巴顿·M. 比格斯

(摩根·斯坦利投资管理公司创始人、主席)

“如果说资产配置是获得长期投资成功的关键——而且, 事实确实如此——那么, 本书就是这一重要领域的最优秀著作。本书数据翔实、充满睿智、通俗易懂、概念清晰。”

——查利·D. 埃利斯

(Greenwich Associates创始人、董事, 《从失败者的游戏中胜出》的作者)



ISBN 7-208-05349-9



9 787208 053496 >

定价 33.00 元

易文网: www.ewen.cc