



THE BOSTON CONSULTING GROUP

# 另类资产与长期投资的崛起

## ——大型投资机构资产配置的战略选择

刘月、孙蔚、黄瑞宇、邓俊豪、吴新艺

---

2016年12月

# 目 录

<b>1. 引言</b>	<b>1</b>
<b>2. 国际大型机构投资者的策略趋势</b>	<b>1</b>
2.1 趋势一: 广泛增加另类资产配比, 以应对低利率对回报率的冲击	1
2.2 趋势二: 更加重视长期投资, “资产荒”下挖掘差异化的投资机会	6
2.3 趋势三: 注重加强投后管理, 促进基本面价值提升	8
<b>3. 国际大型机构投资者的管理实践</b>	<b>10</b>
3.1 清晰的长期投资理念	11
3.2 良好的公司治理	11
3.3 长期导向的绩效评估和激励机制	12
<b>4. 对中国大型机构资金的投资建议</b>	<b>13</b>
4.1 投资策略: 倚重长期、加强另类、回归价值、注重投后	13
4.2 支撑体系: 注重治理、人才、激励	15
4.3 实施路径: 因地制宜、合理借力	15
<b>5. 结语</b>	<b>16</b>

# 另类资产与长期投资的崛起

## ——大型投资机构资产配置的战略选择

### 1. 引言

2008年的金融危机对全球经济和资本市场产生了深远的影响。危机过后的数年中，多轮宽松政策和发达国家经济复苏的疲软导致全球资金竞争激烈、投资回报不断承压，即使美国实行“川普新政”，投资者亦清晰地认识到，未来相当长的时间内，投资环境将维持“低增长、多动荡”的新常态。

本文意在通过分析国际领先同业近年来的投资趋势和管理实践，对新常态下中国大型机构投资者的策略及实施提供借鉴。需特别说明的是，本文所研究的“大型机构投资者”指的是金融资产的最终所有者（Assets Owner）而非受托管理方（Assets Manager），这些位于投资价值链最上游的机构投资者主要包括央行资金、主权基金、社保/养老基金、保险资金、捐赠基金等。

### 2. 国际大型机构投资者的策略趋势

由于负债端的资金来源和性质不尽相同，各类机构投资者的流动性要求、风险回报偏好和对应的投资策略也存在差异。但从整体来看，全球市场在过去五年体现出三个显著的趋势：一是“另类资产”持续加强；二是“长期投资”回归和升温；三是对“投后管理”愈发注重。

#### 2.1 趋势一：广泛增加另类资产配比，以应对低利率对回报率的冲击

广义的另类投资主要指传统的公开市场证券之外的投资，基础资产标的包括非上市公司股权、房地产、基础设施和自然资源等。

金融危机之前，另类投资还只是少数先驱投资者的“秘密武器”。例如全球第二大捐赠基金耶鲁基金，早在90年代就将资金的半数以上配置在私募股权、房地产、木材、石油等另类资产中。彼时，除了私募股权以外，许多另类资产类型在大型机构投资者处尚乏人问津。广泛投资另类的策略使得耶鲁基金在金融危机前的十年中创造了近20%年均回报的辉煌业绩。

金融危机之后，随着利率持续下行、公开市场收益走低，大型机构投资者纷纷转向非公开市场寻求回报突破，对另类的配置比例呈现广泛加强的趋势。公开市场震荡加剧对大型机构投资者的业绩影响十分明显，去年多家主权基金和养老金基金业绩均因此而下滑。为了获得更加稳定、良好的回报，不少机构提高了另类投资的比例。根据BCG与花旗近期的一项联合研究，过去五年中，机构资金新增投资几乎一半都流入了另类资产。其中，部分机构的另类投资占其整体组合的比例实现了突飞猛进的增长。如耶鲁基金的另类资产配置比例已从过去仅30%增加到现在的53%（其中私募基金和风险投资占33%），创造了过去10年年化回报10%的稳健业绩，去年回报亦高达11.5%。再比如，管理两千多亿美元资产的加拿大公共养老金（CPPIB）的另类投资占比，从2005年的4.3%增加至2016年的47.6%，十年之内另类配置增长比例高达10倍。甚至连最偏向二级市场投资、曾100%将资产配置在公开市场的挪威政府养老基金（NGPFG），也从2010年开始进行针对房地产的另类投资，并将目标配置比例设置为5%。根据Preqin的一项统计，主权财富基金在私募股权这一单项另类资产的平均配置金额在2011年到2016年间增长了约70%。

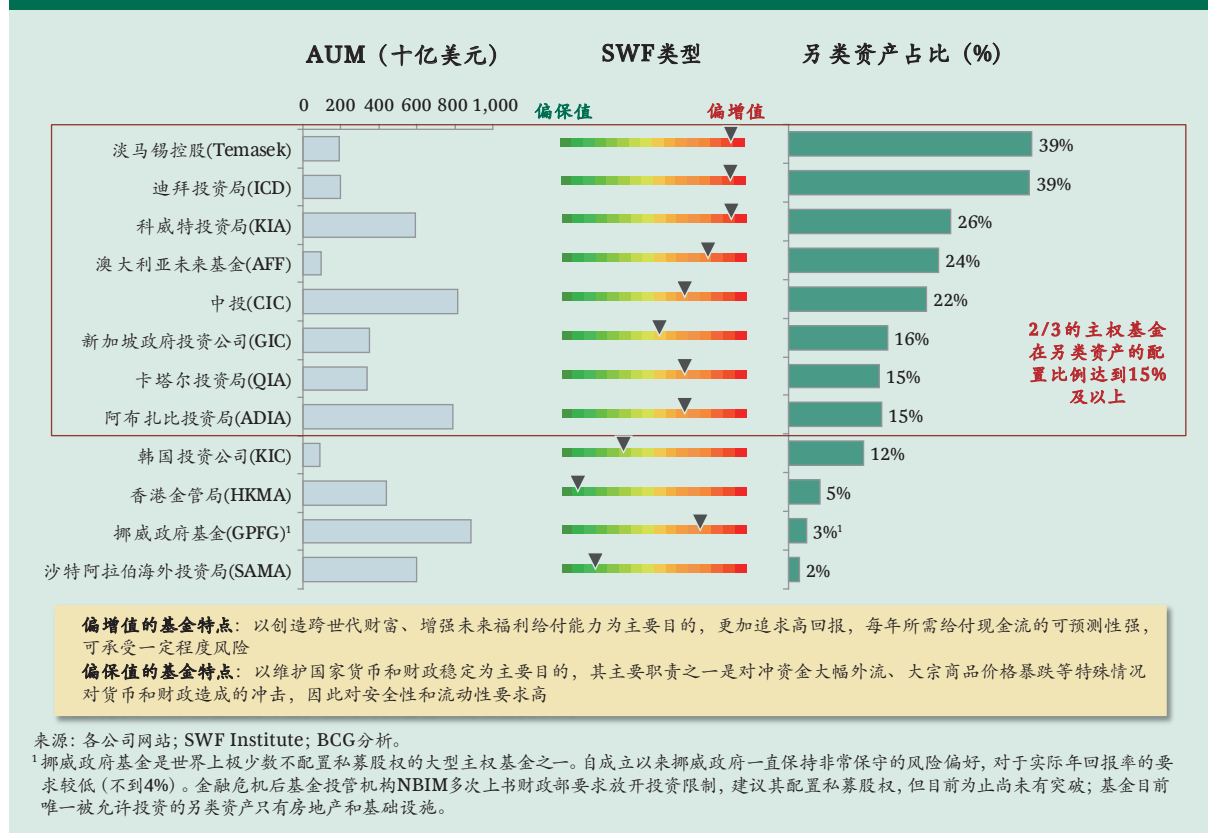
目前，另类资产俨然成为了主流的资产配置策略中必不可少的组成部分。以主权基金为例，全球规模最大的十余家主权基金<sup>1</sup>，无一例外均在另类资产有所布局（参阅图1）。相对而言，若基金类型偏保值，即更多以维护货币稳定和保障财政收支稳定为主要目的，则其对流动性和安全性的要求就较高，在资产配置中另类的占比就较低。反之，若基金的性质更偏增值，即一般以创造跨时代财富、增强未来福利给付能力或提升外储盈余的回报为主要目的，则其对风险的承受能力也更强，相应地在其资产配置中另类的占比就更高。从2015年的数据来看，规模排名领先的大型主权基金中约有三分之二在另类资产的配置比例达到15%及以上（参阅图1）。我们预期这一比例在未来还会继续提升。例如，中投虽然目前只有22%的资产配置在另类中，但其多次公开表示，未来这一比例或将达到50%。

另类资产之所以受到青睐，是因为其能提供有别于传统公开市场资产的回报和风险特征，因此增加另类的配比，能改善整体投资组合的收益水平并增强回报的稳定性。

以私募股权基金为例，图2~图4的几组数据比较了私募股权投资与上市股票投资的差异。

- **首先，长期来看私募股权能产生更为优异的平均回报。**如图2所示，根据Cambridge Associates的统计，全球私募股权基金指数的十年期和二十年期平均回报达到12%和15%，但是同期的全球主要股票指数回报仅为6%和7%，前者几乎为后者的二倍。
- **其次，私募股权在市场发生极端波动时受到的冲击相对更小、价值损失更少。**如图3，针对几个全球最大的机构投资者的投资组合的分析显示，其私募股权投资组合在金融危机时所遭遇的价值下滑幅度仅为公开市场股票的60%。
- **第三，私募股权与二级市场的表现及经济周期的相关系数为负。**如图4，私募股权相对于二级市场的超额回报在经济萧条的时候最为显著，而在经济高速发展的时候，私募股权的表现反而不及二级市场。

图1：全球规模最大的主权基金对于另类资产的配置比例（2015年）

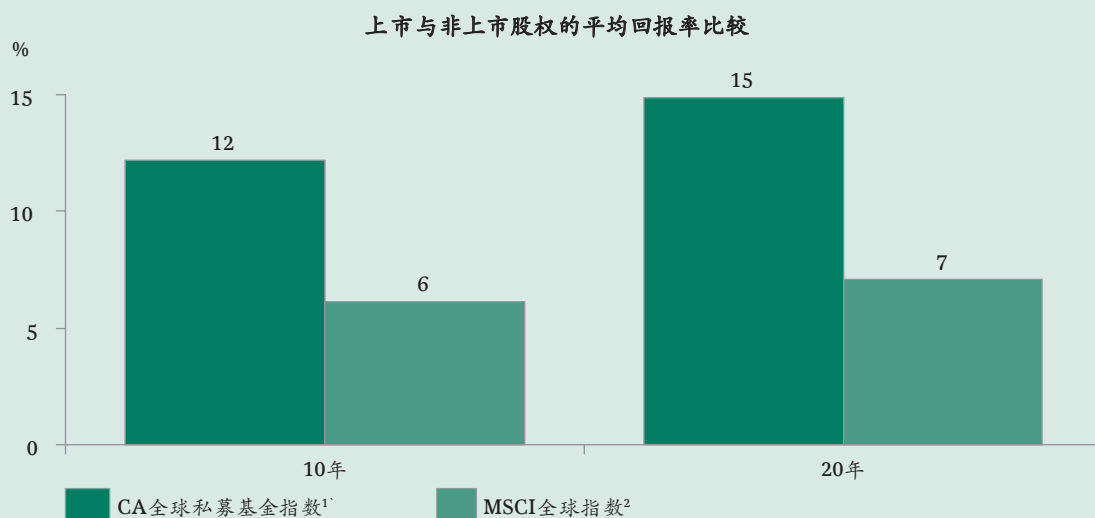


以上三组数据共同表明，越是面对波动大、低增长的环境，投资者越应考虑将更多的比例配置在私募股权等另类资产之中。

此外，私募股权基金还具有以下三个优点：一是其市场化机制，能网聚投资界精英，特别是跟投制度（管理人跟投1-5%）绑定了投资人和管理人利益，形成极为有效的激励和约束；二是其深厚的社会资本，包括多年积累下来的投资经验、关系网络、业界影响力等；三是其管理价值，有专业团队开展投后管理。

除私募股权外，另类资产中的房地产、基础设施、自然资源等实体资产，也能提供具有吸引力的回报，且整体回报构成中还包含非常稳定的现金回报。根据MSCI的IPD房地产指数<sup>2</sup>和Prequin基础设施投资指数<sup>3</sup>，全球房地产过去5年、10年的平均年回报率为9.2%和6.4%，全球基础设施过去5年、7年的平均年回报率为10.3%和6.7%。房地产和基础设施资产对于投资组合的最大贡献并不在于投资回报率，实际上其回报率水平往往不及私募股权优越，但是这些实体资产能在较长期间内产生高度稳定、可持续的现金流，还具备保值性高、抗通胀能力强的特点。如图5所示，虽然全球房地产投资的总回报逐年波动，但是其现金回报部分却一直十分稳定，维持在约5%左右，即使遭遇金融危机也几乎未对现金回报部分产生实质影响。因此，对于那些追求稳定收益且有最低现金回报要求的机构资金，这类实体资产无疑是资产配置的优选。

图2：上市股票的平均回报率不及私募股权

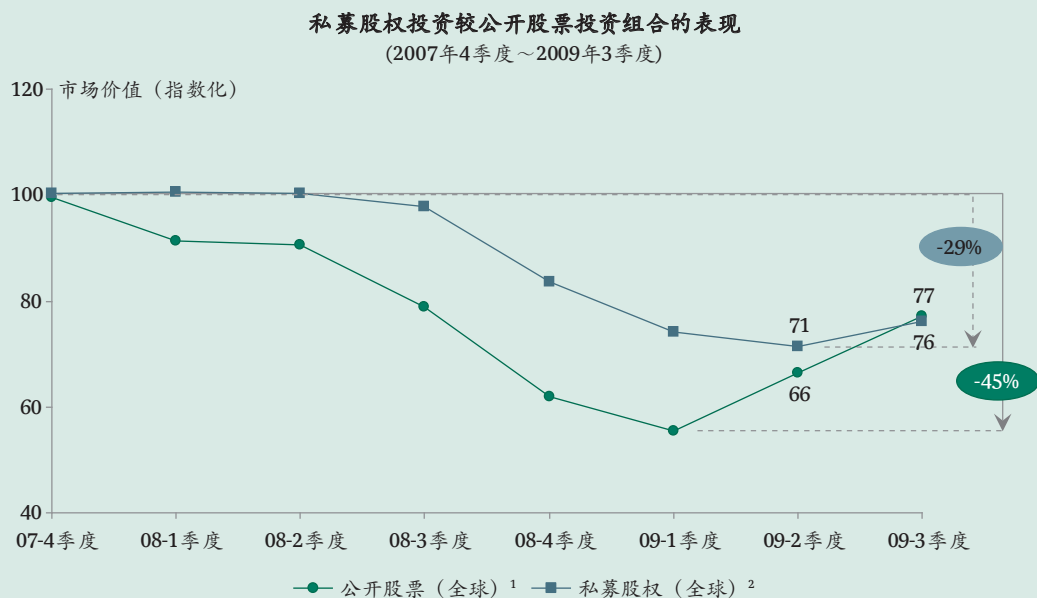


来源：Cambridge Associates。

<sup>1</sup>CA全球私募基金指数是Cambridge Associates全球PE/VC数据库中跟踪的所有基金的净回报平均值（除去管理费和附带权益）。

<sup>2</sup>MSCI全球指数包括了全球23个发达国家和23个发展中国家的大中型股票的收益，涵盖了全球几乎85%的可投资股票。

图3：私募股权较上市股票在极端情况下的价值波动更小

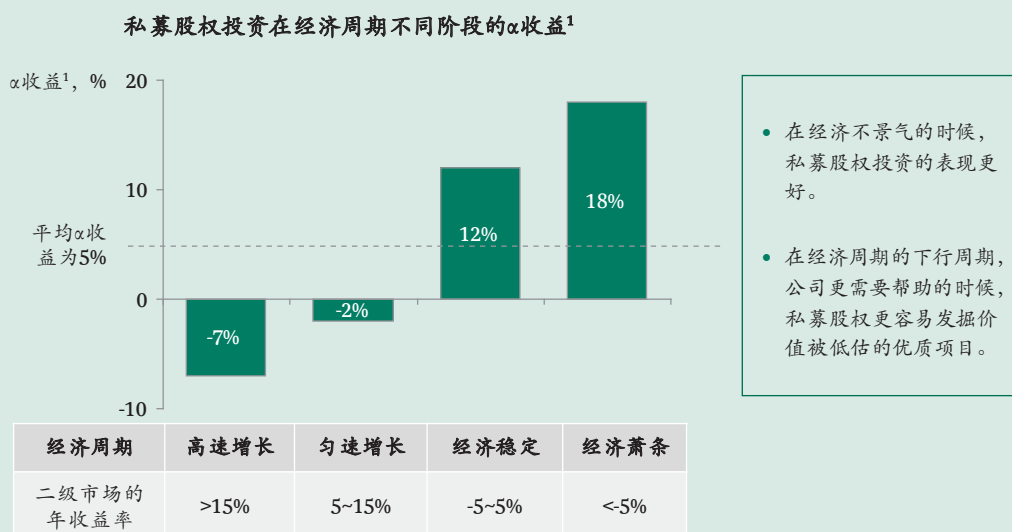


来源：Preqin；公司季报；BCG分析。

<sup>1</sup>平均季度表现是基于三个主要机构投资者同期所持的全球公开市场股票投资组合价值。

<sup>2</sup>平均季度表现数字是基于三个主要机构投资者的私募股权投资组合价值数据。三个主要机构投资者对私募股权的总投入约为262亿美元（截至2009年7月），所有纳入统计的私募股权基金数量为369个（截至2009年9月）。

图4：私募股权相较上市股票的超额回报与经济周期的相关系数为负

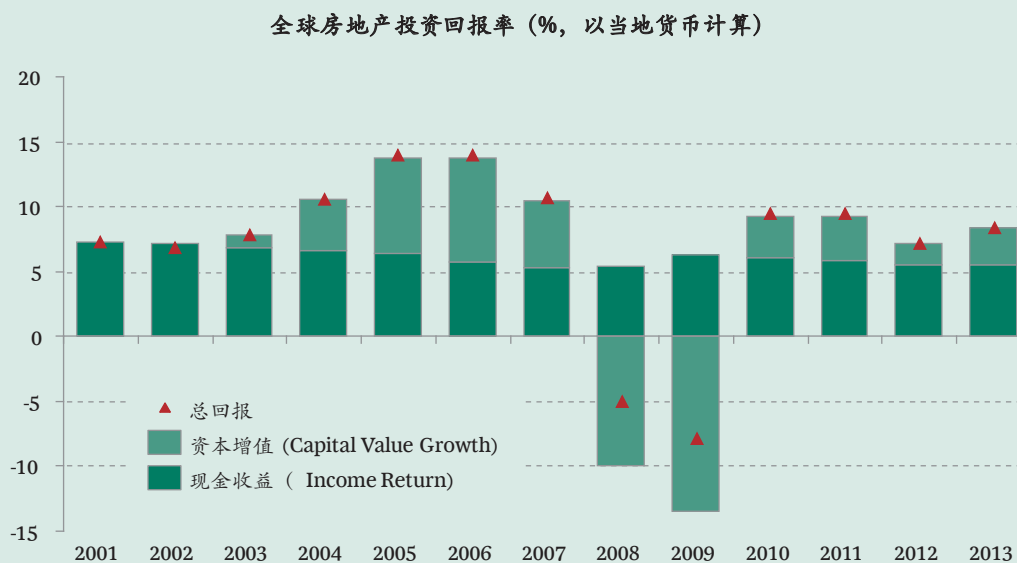


股权投资收益整体高于二级市场收益，Alpha与经济周期反向相关

来源：法国高等商学院《私募股权投资研究：寻找阿尔法2.0》，数据涵盖了从1977年到2010年期间主要发生在欧洲和美国的4,200个相关交易。

<sup>1</sup> $\alpha$ 收益是指私募股权收益与同类二级市场投资收益相比，在删除了时间、行业和杠杆影响之后的差值。

图5：房地产投资能够产生高度稳定的现金回报



来源：MSCI IPD; BCG分析。



## 2.2 趋势二：更加重视长期投资，“资产荒”下挖掘差异化的投资机会

长期投资与短期投资的区别，始于投资规划期限（Investment Horizon）的不同。短期投资者以1-2年作为制定目标策略及考核业绩的期限单位，而长期投资者则通常以5年以上、甚至10-20年作为投资规划的单位区间，所关注的是完整期间内的整体表现而非期间内个别1-2年的表现。

规划视野的远近，直接导致了长期与短期投资者获取的资产回报来源（Return Driver）也有所区别。短期的投资者着眼于影响价格变动的短期因素，例如突发事件和市场非理性引起的价格波动。而长期投资者却重点关注随时间推移更为可持续的、可预测性强的增长驱动力，即标的公司和资产的经营基本面的改善，因此价值投资理念是实践长期投资的基石。

长期投资在近年来呈现出攀升的趋势。若以另类投资领域为例，有两个相关迹象较为突出，一是机构选择将更多资金配置在那些天然就期限更长的资产类型中，二是机构选择进一步拉长投资标的持有期限。

- **更多配置于天然长期限的资产类型**

从全球范围来看，不仅是主权基金、养老基金和捐赠基金，甚至所受监管约束相对最强的保险资金，近年来都在不遗余力地追逐房地产、基础设施等实体资产。

房地产、基础设施的基础现金流特点决定了其持有期限天然就比较长。如图6，CPPIB所持的各类资产中，基础设施的持有年限为20年以上，核心地产为15年以上，持有期限远高于其它类型另类资产。

对该类资产的配置比例增加，体现了大型机构资金在策略上向“更长期投资”倾斜的意愿。

- **拉长投资标的持有期限**

对于部分资产类型，投资者的持有期限也出现了延长，其中私募股权基金领域的“常青基金产品”（Evergreen Fund）突出体现了这一现象。私募股权基金发展多年以来，基本无一例外都是5年、10年的协议期限，而近两年来，该期限实现了突破性地延长。

例如，凯雷于2015年底成立了一个30亿美元基金，期限设立为20年，专注于投资那些基本面持续优秀、但3-5年无法上市退出的优质资产。再比如，黑石筹资20亿美元践行“核心私募股权模型（core private equity model）”，专注20年的长线投资，并称该基金的回报能够达到普通策略（即在20年中先后投资3只普通PE基金）的1.8倍。KKR创始人Henry Kravis甚至表示，巴菲特的长期策略应该为PE所效仿，并可能成为“完美的私募股权投资模型”。



图6: CPPIB对各类资产的平均持有年限



长期投资的实践开始渗透到私募股权类资管机构领域，体现出了上游的大型机构投资者对长期投资的资产管理需求的大幅增强，也体现了资金所有机构对第三方资产管理人在长期投资中的角色进行了重新定位。

从驱动因素上看，长期投资越发受到重视，主要与两个方面相关。

**因素1：**大型机构投资者开始意识到，在“资产荒”的大背景下，长期投资能够创造差异化优势，令其能触及更多元的投资机会以及在最佳的时点进退，从而获得更高的回报。

相较短期投资，长期投资策略具备以下特点，使其在当前环境下颇具吸引力：

- 首先，长期投资者可以承受更高的流动性风险和市场波动风险，而资产估值研究表明，这两类风险的增加都会伴随更高的回报：
  - 长期资产由于锁定期长、流动性差，从而享有更高的非流动性风险溢价。
  - 长期投资者可以承受短期市场波动所造成的损失，而对市场波动风险的承担也蕴含了更高的市场回报。即使单纯从财务报表上，亦不必担心以市价计（mark-to-market）所带来的短期困扰。
- 其次，长期投资者有条件、有能力选择更好的买入和卖出时机：

- 由于投资期限能跨越市场周期，从而能从基本价值角度出发做出投资决定，实施逆周期的投资策略。相比之下，短期投资者往往只能进行顺周期的操作，容易在价格不适的时候被迫出售，陷入“买高卖低”的局面。
- 第三，部分投资机会（尤其是那些基本面增长潜力大的机会）只有长期投资者才有优势充分把握，短期投资者难以进入或难以在短期内真正获利，包括：
  - 长期投资者能充分攫取那些能在几十年产生深远影响的大趋势（Mega Trends）所带来的红利。例如，投资者通过提早布局健康医疗、物联网等行业，可受益于人口老龄化、人工智能这样的跨世代大趋势。
- 第四，相较短期投资者，长期投资者能够从投后管理中获取更高的增值回报：
  - 对于股权投资而言，投后管理是价值创造的重要来源之一，但是许多根本性的管理变革难以一蹴而就，需要假以时日才能见诸成效。因此，长期投资者较短期投资者更有优势通过积极参与投后管理来获取更高回报。
- 第五，长期投资的交易成本和组合管理成本也可能更低：
  - 对于同一类型的投资，长期投资相较短期投资的持有期更长，减少了频繁交易，从而降低了组合管理成本和交易成本。同时，部分领域的投资由于期限较长，天然挤出了很多中短期的竞购者，能间接降低竞购价格。

**因素2：实业界呼吁金融资本更多转型为“长期投资者”，成为实体经济发展真正的助推器。**

金融资本的股权直接投资是推动实体经济发展的核心主力之一。研究表明，投资期较短的投资者会给企业带来不必要的短期压力，甚至制造扭曲的激励，导致企业经营决策层做出背离企业长期发展的决定，从而降低了企业创造可持续经营效益的能力。例如，企业可能会不敢对长期趋势进行大胆投资，从而错过产业转型重要机遇<sup>4</sup>。再比如，企业还可能在环保、社会责任等方面难以进行足够投入，从而增加了长期的运营成本和风险。因此，实体经济的健康发展，也需要金融资本更加着眼于长期投资。

## 2.3 趋势三：注重加强投后管理，促进基本面价值提升

随着各类投资者不断提升对私募股权等另类资产的配置，对于该类资产的竞争角逐也越发激烈。很多领先者表示，他们在发现和评估标的环节的优势正在逐渐缩小，而在投后环节的管理增值能力成为了与同业拉开差距的关键。

投后管理能力不仅要能“锦上添花”，更重要的是能“雪中送炭”。私募股权投资出现被投项目偏离原本投资目标的比例较高，业绩较好的私募基金损失率（loss rate，即回报倍数低于1倍的项目比例）在30%左右。因此，有经验的机构在考察私募基金时十分关注管理人的投后管理能力，特别是危机处理能力，即当项目偏离目标时扭转局面、帮助企业改善经营状况的能力。以另类资产中的私募股权为例，经过过去三十多年的发展，私募股权获取高回报的主要手段已发生了本质性变化。如图7所示，根据BCG分析，在上世纪80年代，私募股权交易的高回报主要依靠高杠杆以及倍数套利，管理增值对于回报的贡献占比不到五分之一。但这一比例在过去三十年一直在稳步提升。在后金融危机时代，经营业绩改善占到对整体回报贡献的50%，管理增值已成为了私募股权投资成功的最关键因素。

无论是对外委托投资还是内部团队直接投资，近年来大型机构投资者对股权投资的投后管理都给予了更多的重视。

在对外委托投资上，数据显示大型机构投资者对于更加注重投后管理的基金的配置比例显著更高。在诸多类型的私募股权基金<sup>5</sup>中，并购型基金（Buyout Fund）和整合类基金（Integrating & Upgrading Fund）对于投后管理的参与度最高、对投后管理能力的要求也最高。而在Preqin于2016年一项针对上百个有限合伙人的调查中发现，机构投资者目前最为青睐的即是并购和整合型基金。如图8，分别有73%的机构投资者和36%的机构投资者表

图7：管理增值逐渐替代财务杠杆，成为私募股权交易高回报的核心来源

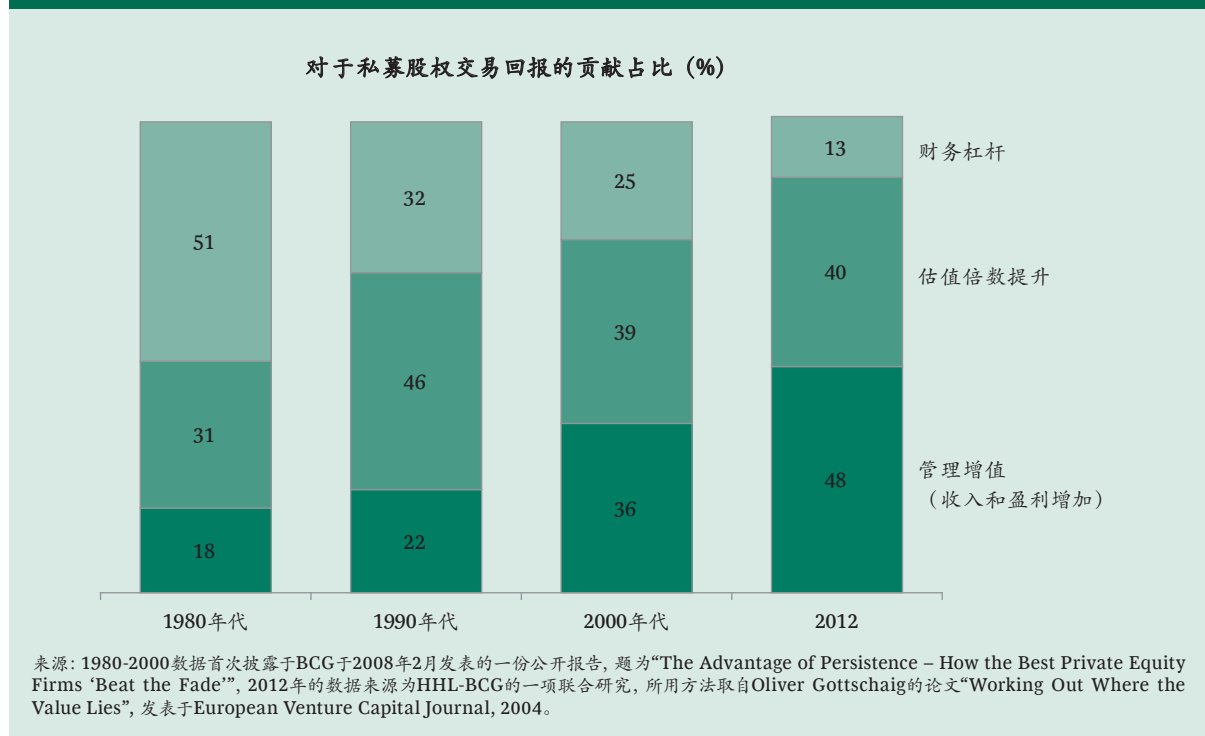
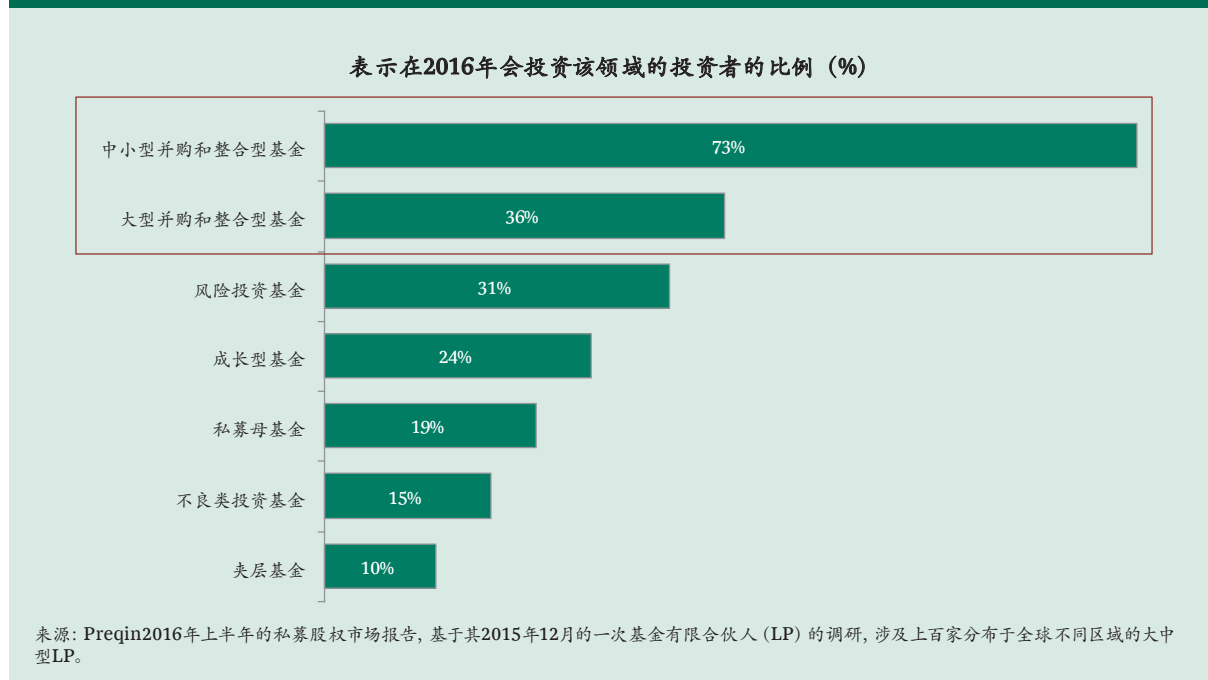


图8：投资者当前更加青睐重视投后管理的并购和整合型私募基金



示，在未来会投资于中型及大型的并购和整合型基金，而仅有24%的投资者表示会投资于成长型基金。

在直接投资上，领先的大型机构投资者也在不断加强投后管理的能力。例如，加拿大的CPPIB在内部成立了一只专门服务于私募股权和基础设施投后管理的增值团队（portfolio value creation group）。这只团队从投资之前的尽职调查环节就开始参与，其职责包括协助拟定并购后100天的过渡期经营计划、协助改善治理机构、牵头发现并督导执行各类管理增值机会等。

### 3. 国际大型机构投资者的管理实践

无论是从公开转向另类，从短期转向长期，还是从仅关注投中到更关注投后，所有这些转型的实施对于大型机构投资者而言均是一项系统工程。一方面，要有明确的思维理念和清晰的策略分解；另一方面，还要在治理结构、激励评估机制、人才结构、组织文化及沟通等多方面予以配套措施，才能保证策略的成功落地。

以“如何坚持长期投资”作为示例，我们总结了领先的大型机构投资者在配套管理上的关键举措。由于部分资产持有期很长（如核心房地产可长达10年以上），大型机构投资者除了对外委托外也开始关注内部自建团队，因此内部的管理建设就显得更为重要。

### 3.1 清晰的长期投资理念

长期投资不仅仅简单等同于“买完后一直长期持有”或“高配非流动性资产”。长期投资的核心理念是对市场变动和风险回报规律的一系列假设，这些假设决定了投资策略的执行必须要以长期为导向。

例如，新加坡的政府投资公司（GIC）和挪威的政府养老基金（NGPFG）秉持的均是价值投资的理念，相信价格最终一定会回归价值，因此他们坚持从两个方面赚取回报：第一，标的公司基本面的价值增长；第二，价格和基本面价值的背离所产生的套利。这两个回报创造方式均要求投资者必须要有足够长的投资期，有时需比其它投资者有更多的耐心和时间来等待市场偏离的消除，有时甚至需要逆大势而行。

除了回报以外，长期投资的理念还体现在对风险的认识的差异化上。例如，长期投资者往往认为，短期的价格波动并非实质风险，只有“永久性的经济损失”，例如由于客户需求变化导致所投资的企业遭遇经营损失，才是实质风险。因此，长期投资者在构建多元化的投资组合时，并不需要为降低波动性而进行多元化，而真正需要分散的是那些“影响底层基础现金流的风险”。例如，CPPIB的前任CEO Wiseman曾表示<sup>6</sup>，和世界上绝大部分养老金不同，CPPIB并不进行汇率对冲，这是因为汇率对冲的交易成本很高，而它也仅是让每年的账面业绩变得更加平滑而已，但从长期来看却并不能给投资组合带来真正的价值增长。在2010年时，加元贬值导致CPPIB的汇兑损失高达100亿加元，但是在后面的几年中，加元升值又使其实现了161亿的汇兑收益。

对“长期投资”理念进行明确具体地陈述是形成投资策略和投资流程的基础，同时也能有效促进投资机构与相关利益方的沟通。很多长期投资做得非常成功的基金，例如CPPIB、GIC、淡马锡、NGPFG等，都将投资理念形成了纲领性的文件，在其网站上、年报中披露给各个利益相关方。

### 3.2 良好的公司治理

长期投资理念的贯彻执行，看似简单，实则面临很大挑战。尤其在市场发生较大扰动时，往往需要投资者做出一些“不走寻常路”、表面看似“偏执”的决定。在公众舆论、个人利益、专业性缺乏等多重因素的作用下，股东和董事很容易将不必要的压力传导给投资团队。而一个好的治理结构，有利于维持投资团队的独立性，保证其专业性的发挥，避免因股东干预而不得不放弃正确的决定，导致前期努力功亏一篑。

在治理环节，CPPIB、GIC和淡马锡都有许多成功经验值得借鉴。总地来看，三个成功案例聚焦的经验基本都离不开“独立性”、“专业化”、“市场化”三个关键词。

- **CPPIB**：CPPIB虽然管理的是加拿大全国的公共养老金，委托方是加拿大政府，但是



其治理依靠的却是一个由专业人士构成的完全独立于政府的理事会。该理事会决定加拿大政府养老基金的投资策略，并任命管理基金的高管。加拿大财政部除了对理事拥有提名权之外，没有其它手段对基金的投资决策施加任何直接影响。CPPIB的2016年新任全球总裁Mark Machin曾这样解密这家机构的成功<sup>7</sup>：“CPPIB保持较高收益的最重要原因，即是其投资的独立性和纯粹性。一方面，CPPIB不承担政治责任，不会受到行政干预，这就使得投资变成一个较为简单的问题……另一方面，较高独立性意味着CPPIB可以在一定程度上自行决定薪酬体系。全球大多数市场的公共养老基金管理机构，都无法支付高薪吸引最有才能的精英团队。CPPIB有足够的自由决定薪酬，得以招聘到最优秀的人才，这是CPPIB竞争力的一个重要支撑。”

- **淡马锡：**淡马锡的治理曾受到中国学者的广泛关注，堪称国有企业经营模式典范。在淡马锡的两层结构中，上层政府和淡马锡之间能够保持非常清晰的界限，财政部长对淡马锡公司的干预只是任命公司主席和董事，审阅每年的财务报告，在必要的时候召集会议讨论公司绩效和重大计划，并在淡马锡并购或出售国联公司中的股份时才参与其中。除此之外，淡马锡的日常经营完全由其自主，财政部长的干预极为有限。

另外，由财政部长任命的淡马锡的董事会构成中，多数为企业界人士，保证了董事会的专业性。例如，2016年的淡马锡董事会14人中，仅有2名是政府官员背景，其他人均均为独立私营企业的商业领袖。相较之下，中国主权基金中投公司的10位董事中，多数为政府官员，仅有3位为企业领袖，且均来自于国有企业。

- **GIC：**在公司治理方面，GIC的首席投资官特别强调两个对长期投资非常有益的经验<sup>8</sup>。第一，是“无意外”（“No Surprise”）原则，即投资团队会及早就潜在的风险和挑战非常积极地与董事会和客户进行沟通，充分管理后者的预期，维持其信心。第二，是设立由各行各业的商业领袖、知名学者等组成的专业顾问委员会，研究纵跨未来几十年的大趋势。外部智囊的支持会增加董事会的信心和判断能力，协助其理解和专注于重要的长期趋势。

### 3.3 长期导向的绩效评估和激励机制

使用期限很长的量化指标作为绩效评价标准有助于鼓励长期投资。例如，GIC将过去20年的滚动真实回报率（即2016年的20年滚动回报率=1996-2016年的平均回报率）作为衡量整体投资业绩的主要指标。对于每一项资产类型，GIC都设立有包括清晰的回报目标、风险限额和投资权限的授权协议，而对于所有的资产类型，甚至是公开市场投资，其投资业绩评估的最低年限也是5年以上。

在人员考核上，期限设计要兼顾长期和短期。有的基金利用包括长期和短期多个区间的方式来评价业绩。例如，某美国的基金对其投资经理的考核，分别用了1年、4年和8年的加权平均滚动收益率作为考核基准，其中权重更多分配在了4年和8年的数值上。虽然长



期业绩考评很重要，但是长期投资者也在跟短期投资者共同竞争稀缺的优秀人才，若薪酬结构中的短期激励过低，可能会对人才的吸引力下降。因此，多区间考核，既能保证对长期投资行为的激励，又能兼顾人才市场薪资竞争的因素。

在考核的设计中纳入“过程”评价指标，也是规范长期投资行为的关键抓手。例如，在Aberdeen资产管理公司，同僚之间要互相打分，评价对方对投资流程的贡献，其中详细指标包括对公司的尽职调查研究质量等。这样的指标可促使投资经理严格遵守长期投资所要求的相关流程规范。GIC的CEO这样强调：“我们相信最可控的就是投资和管理流程，投资业绩只不过就是流程完成后的自然结果。”<sup>9</sup>在具体的激励设计上，可考虑增加与业绩挂钩的奖金比例，同时增大递延支付的奖金比例。目前市场上存在多种做法来促进长期导向的投资行为。例如，在对外部投资管理人的费用设计上，有限合伙人常要求基金的奖金与整体5年的净回报挂钩，在5年之内基金成员不进行绩效奖金的结算和分配；再比如，有的基金要求年终奖的支付需要递延，除了一小部分是当年支付的现金奖金，其它部分均延迟到3-4年后才发放。激励方式的设计不仅需保证投资人员落实长期投资策略，同时还要促进他们做出对整体投资组织长期发展有利的行为。

## 4. 对中国大型机构资金的投资建议

### 4.1 投资策略：倚重长期、加强另类、回归价值、注重投后

中国的大型机构资金中，主权基金、社保基金和部分保险资金因其负债端久期较长或无固定期限，非常适合在资金运用中开展长期投资。在当前公开市场波动加剧、收益承压的环境下，适合开展长期投资的基金就应该坚定地将投资重心回归长期，更加专注于自己能够产生差异化优势的投资策略上。一方面，这能有助于长期资金获得更加稳定、可持续的回报；另一方面，这些大机构资金的体量规模巨大，对金融市场和实体经济都能产生深远影响，只有更加注重长期投资策略，才能有助于促进金融市场的稳定，并推动实体经济向长期可持续发展的方向发展。

当然，长期策略的应用仍需以满足基本的流动性要求和给付要求为前提。以外汇储备资金为例，投资管理上仍应首先以保持足够的流动性和安全性为基础，再追求风险可控的回报。同时，追求“保值”和追求“增值”的策略，两者在管理形式上宜进行分离，例如分成不同的基金、以不同的机构来运行，而长期投资策略应集中应用在以“增值”为核心目的的基金中。例如，新加坡的外汇储备投资分成了三部分进行管理，一部分由新加坡金融管理局负责，以投资主权债券为主，着眼保值；一部分由淡马锡管理，以长期策略追求高回报，着眼增值；还有一部分由GIC管理，策略和风险偏好介于前两者之间。三个机构有清晰的定位和策略区分，从而有效保证了外汇管理多重目标的实现。

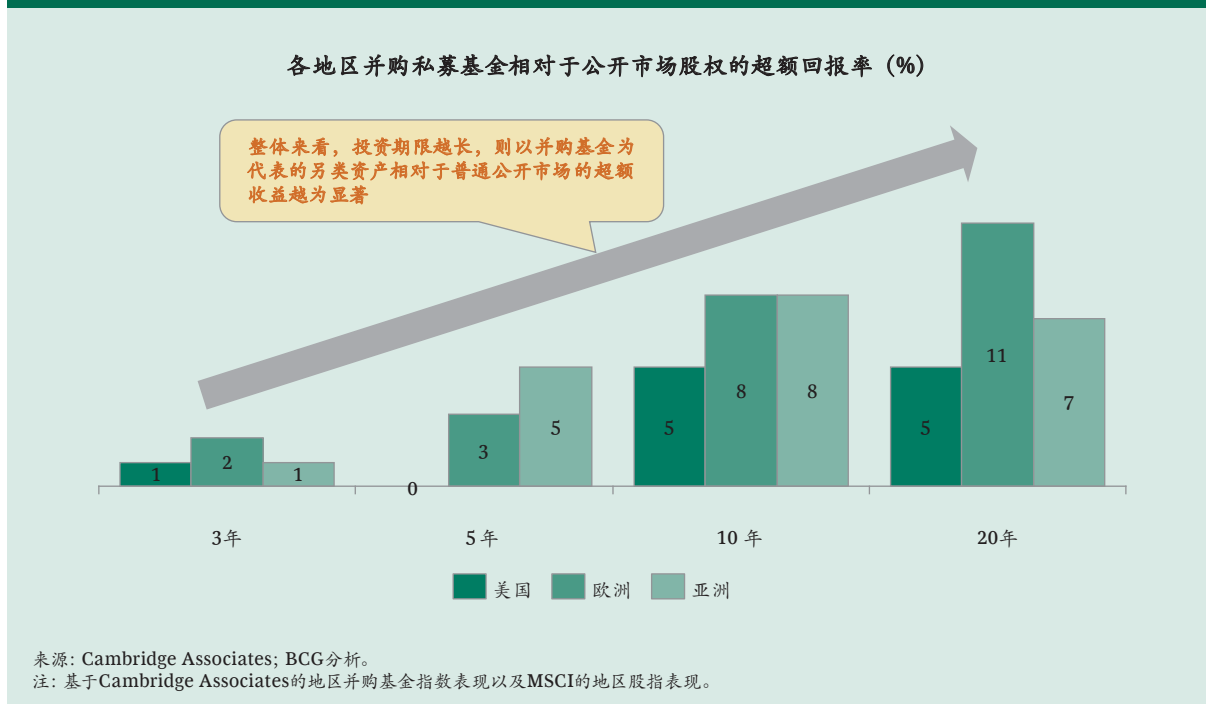
在具体的资产配置策略上，投资者可重点考虑增加另类资产的配置。持续加强另类是当前整体低增长、多波动环境下全球资金的大势所趋。而且，长期投资者实际上比短期投资者更适合持有另类资产。如图9，历史数据显示，随着时间增长，并购私募股权基金相较公开市场的超额回报也越高，且对于美国、欧洲、亚洲市场均为如此。

对于中国的大型机构投资者而言，应顺势而为，在风险可控的前提下，合理加强对另类资产的配置比例，特别是私募基金的配置比例还有进一步提升空间，同时房地产和基础设施的投资亦需加强，而对冲基金的配置比例则不宜过高。目前，中国3万亿外汇储备大多配置于公开市场，另类投资占比5%左右，建议可提高至10-15%，其中私募股权基金、房地产、基础设施各三分之一。同时，中国投资者在进行另类投资时，还要考虑结合长期投资策略，以更加充分实现另类投资所带来的回报优势。

另外，无论是公开市场还是另类资产，我们都建议投资者在股权投资上能更多回归到价值投资方式。经济转型时期，大量资产将面临价值重估，投资者需要增强对标的资产长线基本面的研究和判断能力，以挖掘出真正的价值洼地。

最后，投资者需更加注重投后管理，建立类似企业家一样的管理者思维。从对投资者的思维及能力的要求上来看，另类与传统公开市场的差别巨大。公开市场的投资更多的是依靠计算模型和机器，一个基金经理便可投资上百只股票，与标的公司的交互仅局限于信

图9：期限越长，并购私募基金高出公开市场股权的超额回报也越高



息获取。而另类投资中的股权直接投资，需要投资人能深入了解所投公司运营状况，并能直接参与或影响企业发展与经营管理的关键决策。“三分靠投资，七分靠管理”，投资者必须具备极高的“与人打交道”的能力，特别是解决例如重组等复杂难题的能力（这往往是选择一般合伙人的主要标准之一），所以只有深谙企业管理之道，并具备与成功企业家类似的思维、眼光和精神，才能真正做好股权直接投资。正因如此，一个专注于公开市场投资的组织要逐步转型为以另类投资和公开市场并重，需要面临较大的能力跨越，挑战不容小觑。

## 4.2 支撑体系：注重治理、人才、激励

由于配置资产的原则不同，另类投资在人员结构、业绩考核、激励机制等方面均与偏重流动性和安全性的公开市场投资不同，建议分开管理。国外领先大型机构投资者的实践经验表明，在形成明确、具体的理念和策略的基础上，关键还要建立独立的治理结构、匹配符合长期和另类投资特点的评估和激励机制、以及自上而下配备高度专业化的优秀人才。

但若观察中国的大资金主体治理体系，会发现不少体量相当大的资金是由国有独资的机构进行管理，在支撑体系上不可避免会面临一定“体制内”的束缚。

策略和理念易于模仿和学习，真正困难的却是支撑体系的建设。在未来投资竞争力的角逐中，越早重视并下决心改善支撑体系的投资者，越是能占得先机、成为标杆。

## 4.3 实施路径：因地制宜、合理借力

整体而言，中国大型机构投资者在长期投资和另类投资能力上与国际一流投资机构相比还有一定差距。基于自身的能力现状，投资者可酌情选择以下三种不同的模式来实施相应投资策略。

第一种是“自力更生”，完全靠自身招兵买马、慢慢建设培养内部投资团队。这种方式相对而言挑战大、成本和难度也较高，需要机构足够市场化、能够招募到顶级人才。同时，投资者还必须正视，部分能力的确很难一蹴而就建立起来。例如前文提到，成功股权直投要求投资者在投后管理上进行较大投入，而相关管理能力的门槛很高。

第二种是“甩手掌柜”，完全依靠对外委托投资。例如为实践长期投资策略，可考虑将部分资金投入“常青基金”这样的超长期基金中，由外部资管机构进行全权管理。这种方式简单直接，但优质的专注于10年以上投资期的长期投资资管机构在国内尚为数不多。

最后一种是“合作借力”，属于前两种的折中，这其中又可细分为两类方式。一类方

式，仍是以委托外部投资管理机构为主，但是通过“跟投”（Co-Investment）的方式来加强对交易的掌控力、提升自己的能力。这种方式在另类投资领域已越发常见。另一类方式，则是考虑与国际市场上在相关投资领域经验丰富的大型机构投资者共组合资公司。我们认为，合组公司的方式对于长期投资策略的实施将大有助益。一方面，公司形式本身可以突破基金的期限限制、在形式上保证真正长期。另一方面，通过建立资本上更紧密的合作，中国的机构投资者可以提升自身的学习速度。对于纯国有背景的基金而言，引入外部投资机构进行股东层面的合作，还可有助于其摆脱体制束缚，引入更市场化的运作体系。

## 5. 结语

另类投资、长期投资并非新鲜之物，但在当前乃至未来相当长时间的投资环境下，这两类策略的重要性日益凸显，且要胜任两类策略所需的能力也在步步升级，尤其是投后管理的能力。

中国机构与西方成熟机构相比还有一定差距。一般而言，即使在完全市场化的条件下，学习曲线（Learning Curve）通常都需要10到15年，甚至更长的时间。路漫漫其修远兮，无论依靠自学还是借力他人，相关能力建设都非一朝一夕可达成，而长期投资策略的效果，尤其是那些着眼10年以上投资期限的策略，更是需要足够长的时间才能慢慢获得证明。在新常态下选择并坚持另类和长期投资，势必充满挑战，但也正因如此，我们相信那些有足够决心、耐心和毅力将新的投资策略坚持贯彻到底的机构投资者也必将收获丰厚的投资回报、铸就令其基业常青的投资竞争力。

## 注：

1. 本文选取了SWF Institute按资产规模排名的前十五大主权基金中有公开数据披露的十二家基金。
2. MSCI IPD Global Property Index统计的是全球25个主要房地产市场的投资回报。与二级市场的REITS指数有所区别，IPD指数统计的是非公开市场、直接持有物业的回报。
3. Preqin基础设施投资指数跟踪反应了全球主要基础设施投资者其投资组合的价值变化，该指数最早从2007年12月31日开始。
4. “Comparing the investment behavior of public and private firms”, Asker, Farre-Mensa, Ljungqvist。
5. 私募股权基金类型包括并购型基金 (Buyout)、整合类基金 (Integration & Upgrading Fund)、风险投资基金 (Venture Capital)、成长型基金 (Growth)、不良类投资基金 (Distressed)、夹层基金 (Mezzanine) 等。
6. 引自<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/rob-commentary/investors-need-to-focus-on-the-long-view-not-a-single-record-year/article24700609/>。
7. 引自<http://m.yicai.com/news/4729250.html>。
8. 来源: GIC's Long Term View, Lim Cow Kiat; <http://www.fcitglobal.org/insights/publications/perspectives-on-the-long-term>。
9. 同注8。

**关于作者：**

**刘月**是波士顿咨询公司项目经理，常驻北京办公室。如需联络，请致信liu.yue@bcg.com。

**孙蔚**是波士顿咨询公司咨询顾问，常驻上海办公室。如需联络，请致信sun.sally@bcg.com。

**黄瑞宇**是波士顿咨询公司董事经理，常驻上海办公室。如需联络，请致信huang.roy@bcg.com。

**邓俊豪**是波士顿咨询公司资深合伙人兼董事总经理、BCG亚太区金融机构专项负责人，常驻香港办公室。如需联络，请致信tang.tjun@bcg.com。

**吴新艺博士**是波士顿咨询公司资深合伙人兼董事总经理，BCG Principal Investment and Private Equity业务中国区负责人，常驻北京办公室。如需联络，请致信wu.xinyi@bcg.com。



### 关于波士顿咨询公司：

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球48个国家设有85家办公室。欢迎访问我们的网站：[www.bcg.com](http://www.bcg.com)了解更多资讯。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：[bcgperspectives.com](http://bcgperspectives.com)，或登陆我们的大中华网站：[www.bcg.com.cn](http://www.bcg.com.cn)，或发送邮件至：[greaterchina.mkt@bcg.com](mailto:greaterchina.mkt@bcg.com)。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号：BCG波士顿咨询；ID：BCG\_Greater\_China；二维码：



© 波士顿咨询公司2016年版权所有

12/16





BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP