

基金从业资格考试统编教材

ZHENGQUAN TOUZI JIJIN

证券投资基金

上册

中国证券投资基金业协会 组编

高等教育出版社·北京

图书在版编目 (C I P) 数据

证券投资基金·上册 / 中国证券投资基金业协会组
编. -- 北京 : 高等教育出版社, 2015.6

ISBN 978-7-04-042517-8

I . ①证… II . ①中… III . ①证券投资 - 投资基金 -
资格考试 - 自学参考资料 IV . ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 080828 号

策划编辑 郭金录 责任编辑 解琳 赵鹏 封面设计 李树龙 版式设计 范晓红
插图绘制 郝林 责任校对 刁丽丽 责任印制 田甜

出版发行	高等教育出版社	咨询电话	400-810-0598
社 址	北京市西城区德外大街4号	网 址	http://www.hep.edu.cn
邮 政 编 码	100120		http://www.hep.com.cn
印 刷	固安县铭成印刷有限公司	网上订购	http://www.landraco.com
开 本	787mm×1092mm 1/16		http://www.landraco.com.cn
印 张	23		
字 数	510千字	版 次	2015年6月第1版
插 页	1	印 次	2015年8月第4次印刷
购书热线	010-58581118	定 价	45.00元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请到所购图书销售部门联系调换
版权所有 侵权必究
物 料 号 42517-00

前 言

我国证券投资基金管理行业已有10多年发展历史，自2003年开展证券投资基金考试以来，为行业培养了大量人才。一直以来，基金从业资格作为证券从业人员资格的一类，由中国证券业协会组织教材的编写及考试工作，要求考生学习“证券市场基础知识”和“证券投资基金”两门课程并参加考试。2012年，根据修改后的《中华人民共和国证券投资基金法》，中国证券投资基金业协会正式成立，承担行业自律监管功能，证券投资基金业从业人员资格的考试和认证工作也改由中国证券投资基金业协会负责。

为适应新形势下的行业发展，中国证券投资基金业协会决定重新编写证券投资基金业从业人员资格考试教材。本次教材的编写在原教材的基础上，借鉴境内外的经验，根据多年来各方反馈的意见，对结构和内容作了全面的调整，以使其更加符合行业实际。主要体现在以下几方面：

1. 不再分为《证券市场基础知识》和《证券投资基金》两本教材，而是围绕证券投资基金行业和基金管理，对相关知识作出比较系统的论述和介绍，形成一个相对比较完整的引导性框架体系。新教材包括基金行业概览、基金监管与职业道德、基金投资管理、基金运作管理、基金销售管理、基金管理人的内部控制与合规管理以及基金的国际化共七篇。
2. 增加广度，降低难度。内容涵盖了基金业各个方面的内容，全方位涵盖行业各项基础知识，增加了资产管理、另类投资、国际化等新内容。对基金投资管理部分也重点进行了改写，尽量以易懂的方式阐述投资理论，使阅读者容易掌握相关内容。
3. 注重实用型，体现理论与实践相结合的职业知识特色。大量使用图表、案例分析等生动的表现方式，便于阅读者理解相关知识。
4. 注意内容的时效性，在法律法规、相关数据、有关业务等方面均尽可能采用最新的内容。
5. 在每一章增加了内容概述和知识结构图，每一节增加了学习目标和知识点的归纳，便于学习者掌握和复习。

在我国，证券投资基金业是大有前途的新兴产业，也是智力密集型产业。人才资源是第一资源，充足而又素质过硬的人才是行业发展壮大的关键。中国证券投资基金业协会在“服务、自律、创新”的宗旨下，一直致力于培养更多的行业人才，努力提升行业职业素质，提高行业竞争力。根据《中华人民共和国证券投资基金法》的规定，基金从业人员也应当具备基金从业资格，遵守法律、行政法规，恪守职业道德和行为规范。希望本教材能够帮助考生掌握行业的基

础知识和应当具备的职业素养，顺利通过证券投资基金管理从业人员资格考试。本书也可以作为行业管理者和从业者日常工作的参考书。

本书的编写历时一年，参加编写者均是利用业余时间对本书内容进行整体布局、协调统一，对大纲和知识点进行逐一确认与评估，对内容进行反复斟酌和修改。由于编写任务浩繁，难免有疏漏以及不足之处，希望读者指正。

中国证券投资基金业协会

2015年4月

目 录

第一篇 基金行业概览

第1章 金融、资产管理与投资基金	3
第一节 金融市场与资产管理行业	5
第二节 投资基金	9
第2章 证券投资基金概述	12
第一节 证券投资基金的概念与特点	14
第二节 证券投资基金的运作与参与主体	16
第三节 证券投资基金的法律形式和运作方式	21
第四节 证券投资基金的起源与发展	23
第五节 我国证券投资基金业的发展历程	27
第六节 证券投资基金业在金融体系中的地位与作用	33
第3章 证券投资基金的类型	36
第一节 证券投资基金分类概述	38
第二节 股票基金	42
第三节 债券基金	44
第四节 货币市场基金	46
第五节 混合基金	48
第六节 保本基金	49
第七节 交易型开放式指数基金（ETF）	53
第八节 QDII基金	59
第九节 分级基金	61

第二篇 基金监管与职业道德

<u>第4章 证券投资基金的监管</u>	71
第一节 基金监管概述	73
第二节 基金监管机构和行业自律组织	78
第三节 对基金机构的监管	83
第四节 对基金活动的监管	94
第五节 对非公开募集基金的监管	100
<u>第5章 基金职业道德</u>	107
第一节 道德与职业道德	109
第二节 基金职业道德规范	114
第三节 基金职业道德教育与修养	127

第三篇 基金投资管理

<u>第6章 投资管理基础</u>	135
第一节 财务报表	137
第二节 财务报表分析	142
第三节 货币的时间价值与利率	150
第四节 常用描述性统计概念	155
<u>第7章 权益投资</u>	165
第一节 资本结构	167
第二节 权益类证券	170
第三节 股票分析方法	183
第四节 股票估值方法	190
<u>第8章 固定收益投资</u>	198
第一节 债券与债券市场	200
第二节 债券价值分析	209
第三节 货币市场工具	218

第 9 章 衍生工具	229
第一节 衍生工具概述	231
第二节 远期合约和期货合约	235
第三节 期权合约	244
第四节 互换合约	250
第 10 章 另类投资	255
第一节 另类投资概述	257
第二节 私募股权投资	260
第三节 不动产投资	267
第四节 大宗商品投资	271
第 11 章 投资者需求	275
第一节 投资者类型和特征	277
第二节 投资者需求和投资政策	280
第 12 章 投资组合管理	284
第一节 系统性风险、非系统性风险和风险 分散化	286
第二节 资产配置	289
第三节 被动投资和主动投资	300
第四节 投资组合构建	311
第五节 投资管理部门	313
第 13 章 投资交易管理	315
第一节 证券市场的交易机制	317
第二节 交易执行	324
第三节 交易成本与执行缺口	326
第 14 章 投资风险的管理与控制	330
第一节 投资风险的类型	332
第二节 投资风险的测量	335
第三节 不同类型基金的风险管理	338

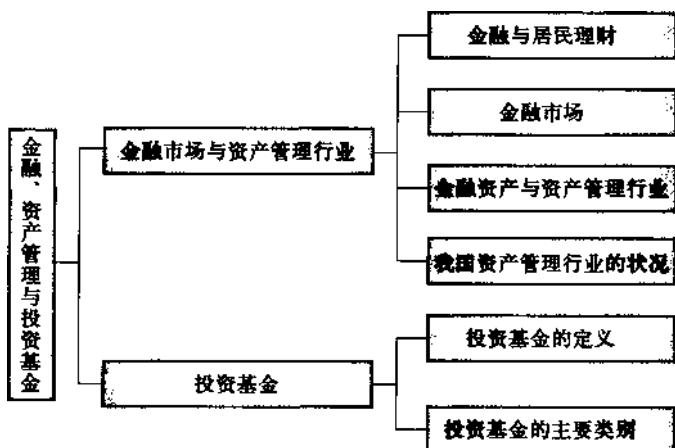
<u>第 15 章 基金业绩评价</u>	<u>346</u>
第一节 基金业绩评价概述	348
第二节 绝对收益与相对收益	349
第三节 业绩归因	355
第四节 基金业绩评价方法	357

第一篇 基金行业概览

本章内容概述

本章自上而下介绍投资基金在金融市场体系中的定位。本章分为两节。第一节介绍金融与居民理财需求的产生，金融市场的功能、类型和构成要素，金融资产与资产管理的概念，资产管理行业的外延以及中国资产管理业的现状。第二节讲述投资基金的定义以及主要类别。

知识结构图



第一节 金融市场与资产管理行业

学习内容	知识点
金融与居民理财	居民理财与金融的关系
金融市场	金融市场的分类；金融市场的构成要素
金融资产与资产管理行业	金融资产的概念，资产管理的概念、特点，资产管理行业的作用，资产管理行业的范围
	我国资产管理业的状况

一、金融与居民理财

所谓金融，简单来讲即货币资金的融通。货币资金来源于居民（包括个人和企业）从事的生产活动。居民是社会最古老、最基本的经济主体，在从自给自足经济向市场经济的逐步发展中，居民的经济活动与金融的联结越来越紧密。现代居民经济生活中的日常收入、支出活动和储蓄、投资等理财活动构成了现代金融供求的重要组成部分。

居民通过生产经营活动，提供劳务、经营性资产等各种渠道获得收入，现代经济中居民收入绝大部分是货币性收入。个人居民的收入需要用来满足个人和家庭的生活消费支出，企业居民的收入需要用来满足再生产或者扩大再生产的支出。居民的货币收入大于支出即产生盈余；反之，则产生赤字。产生盈余的居民希望将他们的货币盈余使用出去，以获得更多的回报，因此产生理财的需求。理财，指的是对财务进行管理，以实现财产的保值、增值。目前，居民理财主要方式是货币储蓄与投资两类。货币储蓄是指居民将暂时不用或结余的货币收入存入银行或其他金融机构的一种存款活动。储蓄的特征是其保值性，接受储蓄的银行或其他金融机构需要首先保证储蓄的本金安全，除本金外，储蓄还会带来一定的利息收益。如果居民希望获得比储蓄利息更多的收益回报，就需要进行投资。投资是指投资者当期投入一定数额的资金而期望在未来获得回报，所得回报应该能补偿投资资金被占用的时间，预期的通货膨胀率以及期望更多的未来收益，未来收益具有不确定性。股票、债券、基金等金融工具是最常见和普遍的投资产品。长期以来，我国居民的主要理财方式是货币储蓄，改革开放后随着居民收入快速增加，我国居民投资的理财需求也迅速增长。随着我国金融市场特别是资本市场的迅速发展，越来越多的人通过各类金融工具进入金融市场，获取投资收益。

二、金融市场

金融市场是货币资金融通市场，是指资金供应者和资金需求者双方通过金融工具进行交易而融通资金的市场。金融市场和金融服务机构是现代金融体系的两大运作载体，通过金融服务机构在金融市场的活动，以各种金融工具将资金的供应者和资金的需求者

连接起来，从而达到货币资金的有效配置。不同的金融活动成了不同的金融市场，这些市场彼此关联，构成一个有机体系。

（一）金融市场的分类

1. 按照交易工具的期限分为货币市场和资本市场

货币市场又称短期金融市场，是指专门融通一年以内短期资金的场所。短期资金多在流通领域起货币作用，主要解决市场参与者短期性的周转和余额调剂问题。

资本市场又称长期金融市场，是指以期限在一年以上的有价证券为交易工具进行长期资金交易的市场。广义的资本市场包括两大部分：一是银行中长期存贷款市场；二是有价证券市场，包括中长期债券市场和股票市场。狭义的资本市场专指中长期债券市场和股票市场。

2. 按照交易标的物分为票据市场、证券市场、衍生工具市场、外汇市场、黄金市场等

票据市场是指各种票据进行交易的市场，按交易方式主要分为票据承兑市场和贴现市场。票据市场是货币市场的重要组成部分。

证券市场主要是股票、债券、基金等有价证券发行和转让流通的市场。股票市场是股份有限公司的股票发行和转让交易的市场。股份有限公司发行新股票的市场叫股票发行市场或股票初级市场，已发行股票的转让流通市场叫股票的二级市场。债券市场包括政府债券、公司（企业）债券、金融债券等的发行和流通市场。

衍生工具市场是各种衍生金融工具进行交易的市场。衍生金融工具包括远期合约、期货合约、期权合约、互换协议等，其种类仍在不断增多。衍生金融工具在金融交易中具有套期保值、防范风险的作用。

外汇市场是指各国中央银行、外汇银行、外汇经纪人及客户组成的外汇买卖、经营活动的总和，包括上述的外汇批发市场以及银行同企业、个人之间进行外汇买卖的零售市场。

黄金市场是专门集中进行黄金买卖的交易中心或场所。由于目前黄金仍是国际储备资产之一，在国际支付中占据一定的地位，因此黄金市场仍被看做是金融市场的组成部分。

3. 按交割期限分为现货市场和期货市场

现货市场的交易协议达成后在两个交易日内进行交割。由于现货市场的成交与交割之间几乎没有时间间隔，因而对交易双方来说，利率和汇率风险很小。

期货市场的交易在协议达成后并不立刻交割，而是约定在某一特定时间后进行交割，协议成交和标的交割是分离的。在期货交易中，由于交割要按成交时的协议价格进行，交易对象价格的升降，就可能使交易者获得利润或蒙受损失。因此，买者和卖者只能依靠自己对市场未来的判断进行交易。

（二）金融市场的构成要素

与商品市场一样，一个完整的金融市场需要有一些必备的市场要素。金融市场有以下几个主要构成要素。

1. 市场参与者

金融市场的参与者主要包括政府、中央银行、金融机构、个人和企业居民。其中，

金融机构的作用较为特殊。首先，它是金融市场上最重要的中介机构，是储蓄转化为投资的重要渠道。其次，金融机构在金融市场上充当资金的供给者、需求者和中间人等多重角色，它既发行、创造金融工具，也在市场上购买各类金融工具；既是金融市场的中介人，也是金融市场的投资者、货币政策的传递者和承受者。金融机构作为机构投资者在金融市场具有支配性的作用。

居民是金融市场上主要的资金供给者。居民为了预防未来支出的不确定性或出于节俭等目的，将收入的一部分用于储蓄。不少居民动用储蓄资金投资于股票、债券、基金等资本市场工具，投资于保险市场或参与黄金市场交易，组合其金融资产，实现风险和收益的最佳匹配。居民投资者是金融市场供求均衡的重要力量。

2. 金融工具

金融工具是金融市场上进行交易的载体。金融工具最初被称为信用工具，它是证明债权债务关系并据以进行货币资金交易的合法凭证。金融工具是法律契约，交易双方的权利义务受法律保护。

金融工具一般具有广泛的社会可接受性，随时可以流通转让。不同的金融工具具有不同的特点，能分别满足资金供需双方在数量、期限和条件等方面的不同需要，在不同的市场上为不同交易者服务。

3. 金融交易的组织方式

金融交易的组织方式是指组织金融工具交易时采用的方式。受市场本身的发育程度、交易技术的发达程度以及交易双方的交易意愿影响，金融交易主要有以下三种组织方式：一是有固定场所的组织、有制度、集中进行交易的方式，如交易所交易方式；二是在各金融机构柜台上买卖双方进行面议的、分散交易的方式，如柜台交易方式；三是电信网络交易方式，即没有固定场所，交易双方也不直接接触，主要借助电子通信或互联网络技术手段来完成交易的方式。这几种组织方式各有特点，分别可以满足不同的交易需求。一个完善的金融市场上这几种组织方式通常是并存的。

三、金融资产与资产管理行业

(一) 金融资产

在金融市场上，资金的供给者通过投资金融工具获得各种类型的金融资产。金融资产是代表未来收益或资产合法要求权的凭证，标示了明确的价值，表明了交易双方的所有权关系和债权关系。一般分为债权类金融资产和股权类金融资产两类。债权类金融资产以票据、债券等契约型投资工具为主，股权类金融资产以各类股票为主。

(二) 资产管理与资产管理行业

资产管理一般是指金融机构受投资者委托，为实现投资者的特定目标和利益，进行证券和其他金融产品的投资并提供金融资产管理服务，并收取费用的行为。资产管理具有以下特征：

(1) 从参与方来看，资产管理包括委托方和受托方，委托方为投资者，受托方为资产管理人。资产管理人根据投资者授权，进行资产投资管理，承担受托人义务。

(2) 从受托资产来看，主要为货币等金融资产，一般不包括固定资产等实物资产。

(3) 从管理方式来看，资产管理主要通过投资于银行存款、证券、期货、基金、保险或实体企业股权等资产实现增值。

从事资产管理业务的金融机构构成资产管理行业。资产管理行业无论对宏观经济还是微观的个人、企业都有着重要的功能和作用：

(1) 资产管理行业能够为市场经济体系有效配置资源，使有限的资源配置到最有效率的产品和服务部门，提高整个社会经济的效率和生产服务水平。

(2) 通过资产管理行业专业的管理活动，能够帮助投资人搜集、处理各种和投资有关的宏观、微观信息，提供各类投资机会，帮助投资者进行投资决策，并提供决策的最佳执行服务，使投资融资更加便利。

(3) 资产管理行业创造出十分广泛的投资产品和服务，满足投资者的各种投资需求，使资金的需求方和提供方能够便利的连接起来。

(4) 资产管理行业还能对金融资产合理定价，给金融市场提供流动性，降低交易成本，使金融市场更加健康有效，最终有利于一国经济的发展。

资产管理广泛涉及银行、证券、保险、基金、信托、期货等行业，但是具体范围并无明确界定。美国财政部金融研究办公室发布的《资产管理与金融稳定报告》对资产管理行业涉及的范围进行了详细划分，可以提供一些借鉴。从公司层面来看，美国资产管理机构包括银行、保险公司和专业资产管理公司三类。银行通过独立账户或银行共同信托基金和集合投资基金，为客户提供投资基金、财富管理、信托服务、退休产品等服务。银行此类业务属于表外业务，受美联储监管，同时豁免在美国证监会注册，除非投资于在美国证券交易委员会（SEC）注册的投资公司。保险公司通过资产管理部门提供投资管理、退休计划、保本产品等服务，属于表外业务，区别于一般保险业务。专业资产管理公司有两个特征：一是主业是资产管理；二是不隶属于银行或保险公司的独立部门。多数专业资产管理公司在 SEC 注册为投资顾问，并受 SEC 监管。在 SEC 注册的投资公司主要包括共同基金、交易型开放式指数基金（ETF）、封闭式基金和单位投资信托。

四、我国资产管理行业的状况

在我国，传统的资产管理行业主要是基金管理公司和信托公司。它们为资产管理机构提供各类公募基金、私募基金、信托计划等资产管理产品。近年来，随着我国居民个人财富的不断积累，金融监管机构对资产管理的金融管制逐渐放松，投资者对理财的需求不断上升，银行、证券、保险等各类金融机构纷纷开展资产管理业务，除公募基金、私募基金、信托计划外，还提供券商资管、保险资管、期货资管、银行理财等各种资产管理产品。各类机构广泛参与、各类资产管理业务交叉融合、分处不同监管体系所形成的既相似又不同的混业局面，是我国目前大资产管理的现状。

中国证券投资基金管理业协会（简称基金业协会）从我国金融业实践出发，根据资金来源、投资范围、管理方式和权利义务四方面特点，将我国资产管理行业的范围进行了界

定(见表1-1)。

表1-1 我国的资产管理行业

机构类型	资产管理业务
基金管理公司及子公司	公募基金和各类非公募资产管理计划
私募机构	私募证券投资基金、私募股权投资基金、私募风险/创业投资基金等
信托公司	集合资金信托
证券公司及其资管子公司	集合资产管理计划、定向资产管理计划
期货公司	期货资产管理业务
保险资产管理公司	企业年金、保险资产管理计划、第三方保险资产管理计划、投资联结保险账户管理
商业银行	银行理财产品(除资金池业务和贷款通道业务)

资料来源：中国证券投资基金业协会，中国证券投资基金业年报(2013)。

根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至2015年3月底，我国境内共有基金管理公司96家，其中合资公司46家，内资公司50家，共有取得公募基金管理资格的证券公司7家，保险资管公司1家。基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约23.82万亿元。其中，基金管理公司管理公募基金规模5.24万亿元，基金管理公司及其子公司专户业务规模6.96万亿元，证券公司资产管理业务规模8.79万亿元，期货公司资产管理业务规模275亿元，私募基金管理机构资产管理规模2.79万亿元。

第二节 投 资 基 金

学习内容	知识点
投资基金的定义	投资基金的定义
投资基金的主要类别	证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、对冲基金、另类投资基金

一、投资基金的定义

投资基金是资产管理的主要方式之一，它是一种组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合投资方式。它主要通过向投资者发行受益凭证(基金份额)，将社会上

的资金集中起来，交由专业的基金管理机构投资于各种资产，实现保值增值。投资基金所投资的资产既可以是金融资产如股票、债券、外汇、股权、期货、期权等，也可以是房地产、大宗能源、林权、艺术品等其他资产。投资基金主要是一种间接投资工具，基金投资者、基金管理人和托管人是基金运作中的主要当事人。

二、投资基金的主要类别

投资基金按照不同的标准可以区分为多种类别，例如，按照资金募集方式，可以分为公募基金和私募基金两类。公募基金是向不特定投资者公开发行受益凭证进行资金募集的基金，公募基金一般在法律和监管部门的严格监管下，有着信息披露、利润分配、投资限制等行业规范。私募基金是私下或直接向特定投资者募集的资金，私募基金只能向少数特定投资者采用非公开方式募集，对投资者的投资能力有一定的要求，同时在信息披露、投资限制等方面监管要求较低，方式较为灵活。此外，按照法律形式，还可以分为契约型、公司型、有限合伙型等形式；按照运作方式，还可以分为开放式、封闭式基金。人们日常接触到的投资基金分类，主要是按照所投资的对象的不同进行区分的。

（一）证券投资基金

证券投资基金依照利益共享、风险共担的原则，将分散在投资者手中的资金集中起来委托专业投资机构进行证券投资管理的投资工具。基金所投资的有价证券主要是在证券交易所或银行间市场上公开交易的证券，包括股票、债券、货币、金融衍生工具等。

证券投资基金是投资基金中最主要的一种类别，又可分为公募证券投资基金和私募证券投资基金等种类。证券投资基金是本书介绍的重点。

（二）私募股权基金

私募股权基金（private equity, PE）指通过私募形式对私有企业，即非上市企业进行的权益性投资，在交易实施过程中附带考虑了将来的退出机制，即通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。

（三）风险投资基金

风险投资基金（venture capital, VC），又叫创业基金，它以一定的方式吸收机构和个人的资金，投向于那些不具备上市资格的初创期的或者是小型的新型企业，尤其是高新技术企业，帮助所投资的企业尽快成熟，取得上市资格，从而使资本增值。一旦公司股票上市后，风险投资基金就可以通过证券市场转让股权而收回资金，继续投向其他风险企业。风险投资基金一般也采用私募方式。

（四）对冲基金

对冲基金（hedge fund），意为“风险对冲过的基金”，它是基于投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。对冲基金一般也采用私募方式，广泛投资于金融衍生产品。

对冲基金起源于 20 世纪 50 年代初的美国。当时的宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的股票进行买空卖空、风险对冲的操作技巧，在一定程度上规避和化解投资风险。经过几十年的演变，对冲基金的操作策略已经要比最初诞生时利用空

头对冲多头风险的方法复杂很多倍。虽然“对冲”(hedge)一词已经远远无法涵盖这些投资策略和方法，但人们还都习惯于称这类基金为“对冲基金”。

(五) 另类投资基金

另类投资基金，是指投资于传统的股票、债券之外的金融和实物资产的基金，如房地产、证券化资产、对冲基金、大宗商品、黄金、艺术品等。另类投资基金一般也采用私募方式，种类非常广泛，外延也很不确定，有人将私募股权基金、风险投资基金、对冲基金也列入另类投资基金范围。

参 考 文 献

- [1] 弗兰克·法博齐, 弗兰科·莫迪利亚尼, 弗兰克·琼斯. 金融市场与金融机构基础. 孔爱国, 等, 译. 北京: 机械工业出版社, 2010.
- [2] 张亦春, 许文彬. 金融学. 北京: 高等教育出版社, 2011.
- [3] 李健. 金融学. 2 版. 北京: 高等教育出版社, 2014.
- [4] 中国证券投资基金业协会. 中国证券投资基金业年报(2013). 北京: 中国财政经济出版社, 2014.
- [5] 中国证券业协会. 证券市场基础知识. 北京: 中国金融出版社, 2012.

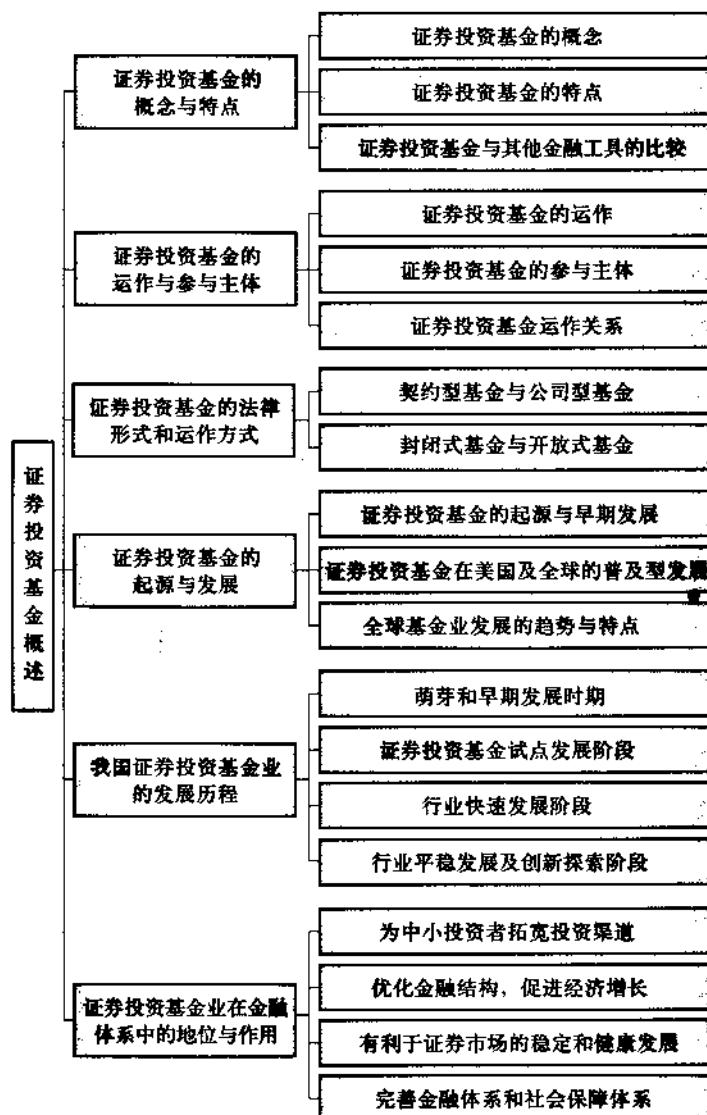
第 2 章

证券投资基金概述

本章内容概述

本章分六节对证券投资基金作了概要介绍。第一节至第三节主要阐述了证券投资基金的基本概念、参与主体、法律形式和运作方式等。第四节至第六节介绍了证券投资基金起源发展历史和在我国的发展历程，并总结了基金业在金融体系中的地位与作用。

知识结构图

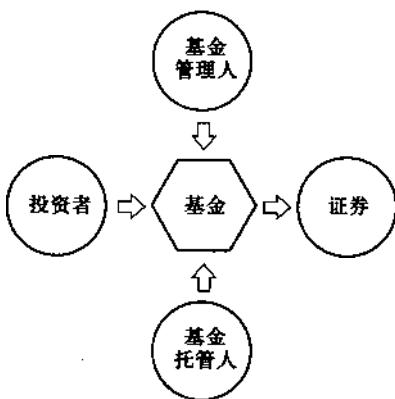


第一节 证券投资基金的概念与特点

学习内容	知识点
证券投资基金的概念	基金的定义
	主要关系人和运作图示
	基金在不同国家、地区的不同称法：共同基金，单位信托，集合投资计划，证券投资信托
证券投资基金的特点	五个主要特征
证券投资基金与其他金融工具的差别	基金与股票、债券的差异
	基金与银行存款的差异

一、证券投资基金的概念

证券投资基金^①，是指通过发售基金份额，将众多不特定投资者的资金汇集起来，形成独立财产，委托基金管理人进行投资管理，基金托管人进行财产托管，由基金投资人共享投资收益，共担投资风险的集合投资方式。其运作方式见图 2-1。基金管理机构和托管机构分别作为基金管理人和基金托管人，一般按照基金的资产规模获得一定比例的管理费收入和托管费收入。



从本质上来说，证券投资基金是一种间接透过基金管理人代理投资的一种方式，投资人通过基金管理人的专业资产管理，以期得到比自行管理更高的报酬。

世界各国和地区对投资基金的称谓有所不同，证券投资基金在美国被称为“共同基金”(mutual fund)^②，在英国和我国香港特别行政区被称为“单位信托基金”(unit trust)，在欧洲一些国家被称为“集合投资基金”或“集合投资计划”(collective investment scheme)，在日本和我国台湾地区则被称为“证券投资信托基金”(securities investment trust)。

① 本书论述的“证券投资基金”，非特别指出均指公开募集证券投资基金，亦简称为公募基金，下文不再说明。

② 共同基金从广义上泛指美国的证券投资基金，但是狭义上共同基金专指开放式公司型的投资基金。在美国投资公司协会的统计年报中，共同基金(mutual fund)和封闭式基金(close-end fund)、单位信托基金(unit investment trust)、ETF(exchange traded fund)是并列的，基金业的统计资料就是按照上述四类划分标准统计的。这四类基金均属于注册的投资公司，其中共同基金是最大和最主要的一类，2013年年底美国共同基金资产 15.0 万亿美元，占投资基金业总资产 18.1 万亿美元的 82.8%。

图2-1
证券投资基金的运
作图

二、证券投资基金的特点

(一) 集合理财、专业管理

基金将众多投资者的资金集中起来，委托基金管理人进行共同投资，表现出一种集合理财的特点。通过汇集众多投资者的资金，积少成多，有利于发挥资金的规模优势，降低投资成本。基金由基金管理人进行投资管理和运作。基金管理人一般拥有大量的专业投资研究人员和强大的信息网络，能够更好地对证券市场进行全方位的动态跟踪与深入分析。将资金交给基金管理人管理，使中小投资者也能享受到专业化的投资管理服务。

(二) 组合投资、分散风险

为降低投资风险，一些国家的法律法规规定基金除另有规定外，一般需以组合投资的方式进行基金的投资运作，从而使“组合投资、分散风险”成为基金的一大特色。中小投资者由于资金量小，一般无法通过购买数量众多的股票分散投资风险。基金通常会购买几十种甚至上百种股票，投资者购买基金就相当于用很少的资金购买了一篮子股票。在多数情况下，某些股票价格下跌造成的损失可以用其他股票价格上涨产生的盈利来弥补，因此可以充分享受到组合投资、分散风险的好处。

(三) 利益共享、风险共担

证券投资基金实行利益共享、风险共担的原则。基金投资者是基金的所有者。基金投资收益在扣除由基金承担的费用后的盈余全部归基金投资者所有，基金投资者一般会按照所持有的基金份额比例进行分配。^①为基金提供服务的基金托管人、基金管理人一般按基金合同的规定从基金资产中收取一定比例的托管费、管理费，并不参与基金收益的分配。^②

(四) 严格监管、信息透明

为切实保护投资者的利益，增强投资者对基金投资的信心，各国（地区）基金监管机构都对证券投资基金管理实行严格的监管，对各种有损于投资者利益的行为进行严厉的打击，并强制基金进行及时、准确、充分的信息披露。在这种情况下，严格监管与信息透明也就成为公募证券投资基金的另一个显著特点。

(五) 独立托管、保障安全

基金管理人负责基金的投资操作，本身并不参与基金财产的保管，基金财产的保管由独立于基金管理人的基金托管人负责。这种相互制约、相互监督的制衡机制对投资者的利益提供了重要的保障。

三、证券投资基金与其他金融工具的比较

(一) 基金与股票、债券的差异

1. 反映的经济关系不同

股票反映的是一种所有权关系，是一种所有权凭证，投资者购买股票后就成为公司的股东；债券反映的是债权债务关系，是一种债权凭证，投资者购买债券后就成为公司

^① 也有一些特殊的基金不按照基金份额比例而按照基金合同的规定分配收益，如分级基金。

^② 也有一些基金根据基金合同规定按照基金的投资收益采取浮动费率制度或者提取业绩报酬。

的债权人；基金反映的则是一种信托关系，是一种受益凭证，投资者购买基金份额就成为基金的受益人。

2. 所筹资金的投向不同

股票和债券是直接投资工具，筹集的资金主要投向实业领域；基金是一种间接投资工具，所筹集的资金主要投向有价证券等金融工具或产品。

3. 投资收益与风险大小不同

通常情况下，股票价格的波动性较大，是一种高风险、高收益的投资品种；债券可以给投资者带来较为确定的利息收入，波动性也较股票要小，是一种低风险、低收益的投资品种；基金的投资收益和风险取决于基金种类以及其投资的对象，总体来说由于基金可以投资于众多金融工具或产品，能有效分散风险，是一种风险相对适中、收益相对稳健的投资品种。

（二）基金与银行储蓄存款的差异

截至目前，由于开放式基金长期以来主要通过银行代销，许多投资者误认为基金是银行发行的金融产品，与银行储蓄存款没有太大区别。实际上，两者有着本质的不同，主要表现在以下几个方面：

1. 性质不同

基金是一种受益凭证，基金财产独立于基金管理人，基金管理人只是受托管理投资者资金，并不承担投资损失的风险。银行储蓄存款表现为银行的负债，是一种信用凭证；银行对存款者负有法定的保本付息责任。

2. 收益与风险特性不同

基金收益具有一定的波动性，存在投资风险；银行存款利率相对固定，投资者损失本金的可能性也很小。

3. 信息披露程度不同

基金管理人必须定期向投资者公布基金的投资运作情况；银行吸收存款之后，不需要向存款人披露资金的运用情况。

第二节 证券投资基金的运作与参与主体

学习内容	知识点
证券投资基金的运作	市场营销、投资管理、后台管理
证券投资基金的市场参与主体	基金当事人：基金份额持有人、基金管理人与基金托管人 基金市场服务机构：基金销售机构、基金注册登记机构、律师事务所、会计师事务所、基金投资咨询机构、基金评级机构 基金监管机构与自律组织：中国证监会、证券交易所、基金业协会
证券投资基金运作关系	图 6-2

一、证券投资基金的运作

基金的运作包括基金的募集、基金的投资管理、基金资产的托管、基金份额的登记交易、基金的估值与会计核算、基金的信息披露以及其他基金运作活动在内的所有相关环节。基金的运作活动从基金管理人的角度看，可以分为基金的市场营销、基金的投资管理与基金的后台管理三大部分。基金的市场营销主要涉及基金份额的募集与客户服务，基金的投资管理体现了基金管理人的服务价值，而基金份额的注册登记、基金资产的估值、会计核算、信息披露等后台管理服务则对保障基金的安全运作起着重要的作用。

二、证券投资基金的参与主体

在基金市场上，存在许多不同的参与主体。依据所承担的职责与作用的不同，可以将基金市场的参与主体分为基金当事人、基金市场服务机构、基金监管机构和自律组织三大类。

（一）基金当事人

我国的证券投资基金依据基金合同设立，基金份额持有人、基金管理人与基金托管人是基金合同的当事人，简称基金当事人。

1. 基金份额持有人

基金份额持有人即基金投资者，是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资回报的受益人。按照《中华人民共和国证券投资基金法》（简称《证券投资基金法》）的规定，我国基金份额持有人享有以下权利：分享基金财产收益，参与分配清算后的剩余基金财产，依法转让或者申请赎回其持有的基金份额，按照规定要求召开基金份额持有人大会，对基金份额持有人大会审议事项行使表决权，查阅或者复制公开披露的基金信息资料，对基金管理人、基金托管人、基金销售机构损害其合法权益的行为依法提出诉讼，基金合同约定其他权利。

2. 基金管理人

基金管理人是基金产品的募集者和管理者，其最主要职责就是按照基金合同的约定，负责基金资产的投资运作，在有效控制风险的基础上为基金投资者争取最大的投资收益。基金管理人在基金运作中具有核心作用，基金产品的设计、基金份额的销售与注册登记、基金资产的管理等重要职能多半由基金管理人或基金管理人选定的其他服务机构承担。在我国，基金管理人只能由依法设立的基金管理公司担任。

3. 基金托管人

为了保证基金资产的安全，《证券投资基金法》规定，基金资产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管，从而使基金托管人成为基金的当事人之一。基金托管人的职责主要体现在基金资产保管、基金资金清算、会计复核以及对基金投资运作的监督等方面。在我国，基金托管人只能由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或其他金融机构担任。

（二）基金市场服务机构

基金管理人、基金托管人既是基金的当事人，又是基金的主要服务机构。除基金

管理人与基金托管人外，基金市场还有许多面向基金提供各类服务的其他机构。这些机构主要包括基金销售机构、销售支付机构、份额登记机构、估值核算机构、投资顾问机构、评价机构、信息技术系统服务机构以及律师事务所、会计师事务所等。

1. 基金销售机构

基金销售是指基金宣传推介、基金份额发售或者基金份额的申购、赎回，并收取以基金交易（含开户）为基础的相关佣金的活动。基金销售机构是指从事基金销售业务活动的机构，包括基金管理人以及经中国证券监督管理委员会（简称中国证监会）认定的可以从事基金销售的其他机构。目前可申请从事基金代理销售的机构主要包括商业银行、证券公司、保险公司、证券投资咨询机构、独立基金销售机构。

2. 基金销售支付机构

基金销售支付是指基金销售活动中基金销售机构、基金投资人之间的货币资金转移活动。基金销售支付机构是指从事基金销售支付业务活动的商业银行或者支付机构。基金销售支付机构从事销售支付活动的，应当取得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》（商业银行除外），并制定了完善的资金清算和管理制度，能够确保基金销售结算资金的安全、独立和及时划付。基金销售支付机构从事公开募集基金销售支付业务的，应当按照中国证监会的规定进行备案。

3. 基金份额登记机构

基金份额登记是指基金份额的登记过户、存管和结算等业务活动。基金份额登记机构是指从事基金份额登记业务活动的机构。基金管理人可以办理其募集基金的份额登记业务，也可以委托基金份额登记机构代为办理基金份额登记业务。公开募集基金份额登记机构由基金管理人和中国证监会认定的其他机构担任。基金份额登记机构的主要职责包括：建立并管理投资人的基金账户；负责基金份额的登记；基金交易确认；代理发放红利；建立并保管基金份额持有人名册；法律法规或份额登记服务协议规定的其他职责。

4. 基金估值核算机构

基金估值核算是指基金会计核算、估值及相关信息披露等业务活动。基金估值核算机构是指从事基金估值核算业务活动的机构。基金管理人可以自行办理基金估值核算业务，也可以委托基金估值核算机构代为办理基金估值核算业务。基金估值核算机构拟从事公开募集基金估值核算业务的，应当向中国证监会申请注册。

5. 基金投资顾问机构

基金投资顾问是指按照约定向基金管理人、基金投资人等服务对象提供基金以及其他中国证监会认可的投资产品的投资建议，辅助客户做出投资决策，并直接或者间接获取经济利益的业务活动。基金投资顾问机构是指从事基金投资顾问业务活动的机构。基金投资顾问机构提供公开募集基金投资顾问业务的，应当向工商登记注册地中国证监会派出机构申请注册。未经中国证监会派出机构注册，任何机构或者个人不得从事公开募集基金投资顾问业务。基金投资顾问机构及其从业人员提供投资顾问服务，应当具有合理的依据，对其服务能力和服务业务进行如实陈述，不得以任何方式承诺或者保证投资

收益，不得损害服务对象的合法权益。

6. 基金评价机构

基金评价是指对基金投资收益和风险或者基金管理人管理能力进行的评级、评奖、单一指标排名或者中国证监会认定的其他评价活动。评级是指运用特定的方法对基金的投资收益和风险或者基金管理人的管理能力进行综合性分析，并使用具有特定含义的符号、数字或者文字展示分析的结果。基金评价机构是指从事基金评价业务活动的机构。基金评价机构从事公开募集基金评价业务并以公开形式发布基金评价结果的，应当向基金业协会申请注册。基金评价机构及其从业人员应当客观公正，依法开展基金评价业务，禁止误导投资人，防范可能发生的利益冲突。

7. 基金信息技术系统服务机构

基金信息技术系统服务是指为基金管理人、基金托管人和基金服务机构提供基金业务核心应用软件开发、信息系统运营维护、信息系统安全保障和基金交易电子商务平台等的业务活动。从事基金信息技术系统服务的机构应当具备国家有关部门规定的资质条件或者取得相关资质认证，具有开展业务所需要的人员、设备、技术、知识产权等条件，其信息技术系统服务应当符合法律法规、中国证监会以及行业自律组织等的业务规范要求。

8. 律师事务所和会计师事务所

律师事务所和会计师事务所作为专业、独立的中介服务机构，为基金提供法律、会计服务。

（三）基金监管机构和自律组织

1. 基金监管机构

为了保护基金投资者的利益，世界上不同国家和地区都对基金活动进行严格的监督管理。基金监管机构通过依法行使审批或核准权，依法办理基金备案，对基金管理人、基金托管人以及其他从事基金活动的服务机构进行监督管理，对违法违规行为进行查处，因此其在基金的运作过程中起着重要的作用。

2. 基金自律组织

证券交易所是基金的自律管理机构之一。我国的证券交易所是依法设立的，不以营利为目的，为证券的集中和有组织的交易提供场所和设施，履行国家有关法律法规、规章、政策规定的职责，实行自律性管理的法人。一方面，封闭式基金、上市开放式基金和交易型开放式指数基金等需要通过证券交易所募集和交易，必须遵守证券交易所的规则；另一方面，经中国证监会授权，证券交易所对基金的投资交易行为还承担着重要的一线监控职责。

基金自律组织是由基金管理人、基金托管人及基金市场服务机构共同成立的同业协会。同业协会在促进同业交流、提高从业人员素质、加强行业自律管理、促进行业规范发展等方面具有重要的作用。我国的基金自律组织是2012年6月7日成立的中国证券投资基金业协会。

案例 2-1

中国证券投资基金业协会正式成立

中国证券投资基金业协会正式成立于 2012 年 6 月 7 日。在此之前，我国基金行业的自律组织一直隶属于中国证券业协会。中国证券业协会成立于 1991 年 8 月 28 日。最初证券投资基金行业是以相对松散的基金业联席会议的形式开展自律工作的。1999 年 12 月，当时的 10 家基金管理公司和 5 家商业银行基金托管部共同签署了《证券投资基金行业公约》。随着基金管理公司的增加和基金市场的发展，2001 年 8 月 28 日，中国证券业协会下属基金公会成立。基金公会在加强行业自律、协调辅导、服务会员等方面做了很多工作。2002 年 12 月 4 日，中国证券业协会下属证券投资基金业委员会成立，承接原基金公会的职能和任务。

随着我国证券投资基金业的发展，基金业独特和重要的地位日益需要建立独立的行业自律组织。2012 年 6 月，中国证券投资基金业协会正式成立。在 2012 年 12 月，修订后的《证券投资基金法》专门增添了一章“基金行业协会”，赋予基金业协会特定的职责，并做出了如下规定：

基金业协会是证券投资基金行业的自律性组织，是社会团体法人。基金管理人、基金托管人、基金销售机构应当加入基金业协会，其他基金服务机构可以自愿加入基金业协会。基金业协会的权力机构为全体会员组成的会员大会。基金业协会设理事会。理事会成员依章程的规定由选举产生。基金业协会履行下列职责：^①

- (1) 教育和组织会员遵守基金法律、行政法规，维护投资人合法权益；
- (2) 依法维护会员的合法权益，向国务院证券监督管理机构反映会员的建议和要求；
- (3) 制定和实施行业自律规则，监督、检查会员及从业人员的执业行为，对违反自律规则和协会章程的，按照规定给予纪律处分；
- (4) 制定行业执业标准和业务规范，组织基金从业人员的从业考试、资质管理和业务培训；
- (5) 提供会员服务、组织行业交流，推动行业创新，开展行业宣传和投资人教育活动；
- (6) 对会员之间、会员与客户之间发生的基金业务纠纷进行调解；
- (7) 依法办理非公开募集基金的登记、备案；
- (8) 协会章程规定的其他职责。

基金业协会作为基金业市场创新的主体和推动诚信自律的组织者，在充分发挥促进行业自律与发展、增进业内沟通、维护行业合法利益和推动业务创新等方面将发挥积极作用。协会将成为联系基金业的纽带；成为收集、反映基金业情况的重要渠道；成为集中行业智慧与力量的平台。

资料来源：中国证券投资基金业协会网站 (<http://wwwamac.org.cn>)。

^① 参见《证券投资基金法》第 12 章。

三、证券投资基金运作关系

图2-2是我国证券投资基金运作关系图。从图2-2中可以看出，基金投资者、基金管理人与基金托管人是基金的当事人。基金市场上的各类中介服务机构通过自己的专业服务参与基金市场，监管机构则对基金市场上的各种参与主体实施全面监管。

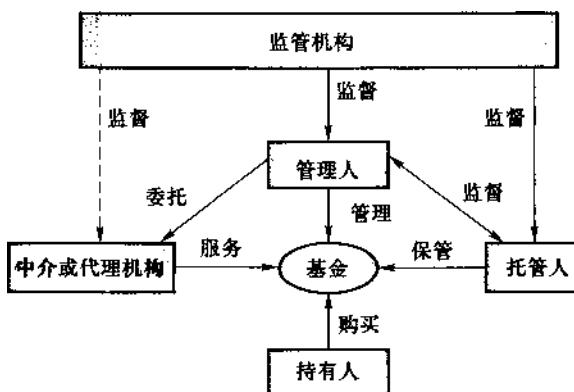


图2-2
我国证券投资基金
运作关系图

第三节 证券投资基金的法律形式和运作方式

学习内容	知识点
证券投资基金的法律形式划分	契约型基金、公司型基金
契约型基金与公司型基金的区别	法律主体资格不同；投资者的地位不同；基金营运依据不同
证券投资基金的组织运作方式划分	封闭式基金、开放式基金
封闭式基金与开放式基金的区别	期限不同；份额限制不同；交易场所不同；价格形成方式不同；激励约束机制与投资策略不同

一、契约型基金与公司型基金

证券投资基金依据法律形式的不同，基金可分为契约型基金与公司型基金。目前，我国的证券投资基金均为契约型基金，公司型基金则以美国的投资公司为代表。

契约型基金是依据基金合同设立的一类基金。基金合同是规定基金当事人之间权利义务的基本法律文件。在我国，契约型基金依据基金管理人、基金托管人之间所签署的基金合同设立；基金投资者自取得基金份额后即成为基金份额持有人和基金合同的当事人，依法享受权利并承担义务。

公司型基金在法律上是具有独立法人地位的股份投资公司。公司型基金依据基金公司章程设立，基金投资者是基金公司的股东，享有股东权，按所持有的股份承担有限责任。

任，分享投资收益。公司型基金公司设有董事会，代表投资者的利益行使职权。虽然公司型基金在形式上类似于一般股份公司，但不同于一般股份公司的是，它委托基金管理公司作为专业的投资顾问来经营与管理基金资产。契约型基金与公司型基金主要有以下区别：

（一）法律主体资格不同

契约型基金不具有法人资格，公司型基金具有法人资格。

（二）投资者的地位不同

契约型基金依据基金合同成立。基金投资者尽管也可以通过持有人大会发表意见，但与公司型基金的股东大会相比，契约型基金持有人大会赋予基金持有者的权利相对较小。

（三）基金营运依据不同

契约型基金依据基金合同营运基金；公司型基金依据投资公司章程营运基金。公司型基金的优点是法律关系明确清晰，监督约束机制较为完善，但契约型基金在设立上更为简单易行。两者之间的区别主要表现在法律形式的不同，并无优劣之分。

二、封闭式基金与开放式基金

依据运作方式的不同，可以将基金分为封闭式基金与开放式基金。封闭式基金是指基金份额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。开放式基金是指基金份额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购或者赎回的一种基金运作方式。这里所指的开放式基金专指传统的开放式基金，不包括交易型开放式指数基金（ETF）和上市开放式基金（LOF）等新型开放式基金。

封闭式基金与开放式基金主要有以下不同。

（一）期限不同

封闭式基金一般有一个固定的存续期；而开放式基金一般是无特定存续期限的。《证券投资基金管理法》规定，封闭式基金合同中必须规定基金封闭期，封闭式基金期满后可以通过一定的法定程序延期或者转为开放式。

（二）份额限制不同

封闭式基金的基金份额是固定的，在封闭期限内未经法定程序认可不能增减，开放式基金规模不固定，投资者可随时提出申购或赎回申请，基金份额会随之增加或减少。

（三）交易场所不同

封闭式基金份额固定，在完成募集后，基金份额在证券交易所上市交易。投资者买卖封闭式基金份额，只能委托证券公司在证券交易所按市价买卖，交易在投资者之间完成。开放式基金份额不固定，投资者可以按照基金管理人确定的时间和地点向基金管理人或其销售代理人提出申购、赎回申请，交易在投资者与基金管理人之间完成。

（四）价格形成方式不同

封闭式基金的交易价格主要受二级市场供求关系的影响。当需求旺盛时，封闭式基金二级市场的交易价格会超过基金份额净值出现溢价交易现象；反之，当需求低迷时，交易价格会低于基金份额净值出现折价交易现象。开放式基金的买卖价格以基金份额净

值为基础，不受市场供求关系的影响。

（五）激励约束机制与投资策略不同

封闭式基金份额固定，即使基金表现好，其扩展能力也受到较大的限制。如果表现不尽如人意，由于投资者无法赎回投资，基金经理通常也不会在经营与流动性管理上面临直接的压力。与此不同，如果开放式基金的业绩表现好，通常会吸引新的投资者，基金管理人的管理费收入也会随之增加；如果基金表现差，开放式基金则会面临来自投资者要求赎回投资的压力。因此，与封闭式基金相比，一般开放式基金向基金管理人提供了更好的激励约束机制。

但从另一方面看，由于开放式基金的份额不固定，投资操作常常会受到不可预测的资金流入、流出的影响与干扰。特别是为满足基金赎回的需要，开放式基金必须保留一定的现金资产，并高度重视基金资产的流动性，这在一定程度上会给基金的长期经营业绩带来不利影响。相对而言，由于封闭式基金份额固定，没有赎回压力，基金投资管理人员完全可以根据预先设定的投资计划进行长期投资和全额投资，并将基金资产投资于流动性相对较弱的证券上，这在一定程度上有利干基金长期业绩的提高。

开放式基金与封闭式基金的比较见表 2-1。

表 2-1 开放式基金与封闭式基金的比较

项目	开放式基金	封闭式基金
规模	不固定	固定
存续期限	不确定，理论上可以无限期存续	确定
交易方式	一般不上市，通过向基金管理公司和代销机构进行申购赎回	上市流通
交易价格	按照每日基金单位资产净值	根据市场行情变化，相对于单位资产净值可能折价或溢价，多为折价
信息披露	每日公布基金单位资产净值，每季度公布资产组合，每6个月公布变更的招募说明书	每周公布基金单位资产净值，每季度公布资产组合
投资策略	强调流动性管理，基金资产中要保持一定现金及流动性资产	全部资金可进行长期投资

第四节 证券投资基金的起源与发展

学习内容	知识点
证券投资基金的起源	第一只公认的证券投资基金——英国“海外及殖民地政府信托”
证券投资基金的发展	第一只开放式公司型基金——美国“马萨诸塞投资信托基金”

续表

学习内容	知识点
证券投资基金的发展	截至 2013 年年底，美国基金业资产净值规模达到 18.1 万亿美元
	截至 2013 年年底，全球基金业资产净值规模达到 30.03 万亿美元
全球基金业发展的趋势与特点	美国基金居于主流；开放式基金远超过封闭式基金；基金业竞争加剧，行业集中度高；基金资金来源以养老计划等为主

一、证券投资基金的起源与早期发展

投资基金的出现与世界经济的发展有着密切的关系，世界上第一只公认的证券投资基金——“海外及殖民地政府信托”（The Foreign And Colonial Government Trust）诞生在 1868 年的英国。为了拓展海外殖民地的经济建设，英国政府批准成立了一家海外投资信托，由投资者集体出资、专职经理人负责管理和运作。为确保资本的安全和增值，还委托律师签订了文字契约^①，由此产生了一种新型的信托契约型的间接投资模式。它在许多方面为现代投资基金的产生奠定了基础。

投资基金真正的大发展却是在美国。1924 年由 200 多名哈佛大学教授出资 5 万美元在波士顿成立的“马萨诸塞投资信托基金”（Massachusetts Investment Trust）被公认为美国开放式公司型共同基金的鼻祖。1929 年美国股市崩盘，随之而来经济大萧条，使刚刚起步的美国基金业遭受了重大打击。此后，美国国会通过了多部法律来保护投资者，建立了对证券市场（包括共同基金业）和金融市场的监管体制。1933 年美国《证券法》（Securities Act of 1933）要求基金募集时必须发布招募说明书，对基金进行描述。1934 年美国《证券交易法》（Securities Exchange Act of 1934）要求共同基金的销售商要受证券交易委员会（SEC）的监管，并且置于全美证券商协会（NASD）的管理权限之下，NASD 对广告和销售设有具体规则。1940 年《投资公司法》（Investment Advisers Act of 1940）和 1940 年《投资顾问法》（Investor Advisers Act of 1940）是美国关于共同基金的两部最重要的法律，不但规定了对投资公司的监管，而且规定了对基金投资顾问、基金销售商、投资公司董事、管理人员等的管理。

第二次世界大战以后，各发达国家政府更加明确认识到投资基金业的重要性，以及基金对稳定金融市场所起的作用，从而大大提高了对投资基金业的重视程度。各国相继制定了一系列有关法规，对投资基金业加强了监管，为投资基金业的发展提供了良好的外部条件。

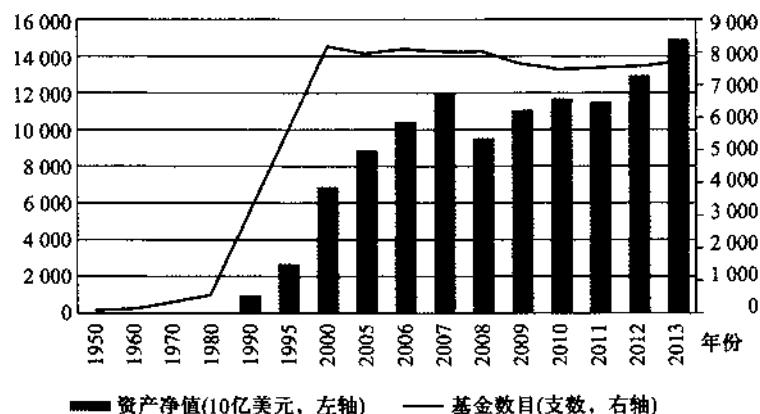
二、证券投资基金在美国及全球的普及型发展

进入 20 世纪六七十年代，美国共同基金的产品和服务趋于多样化，共同基金业的规模也发生了巨大变化。在 1970 年以前，大多数共同基金是股票基金，只有一些平衡

^① 在世界第一只基金的契约中，写着“小投资者可以和大资本家一样进行投资了”（The investor of moderate means the same advantages as large capitalists），由此可见当时英国创设投资基金的目的和重要意义。

型基金在其组合中包括一部分债券。到了1972年，已经出现了46只债券和收入基金；1992年，更进一步达到了1629只。1971年，第一只货币市场基金建立，货币市场基金提供比银行储蓄账户更高的市场利率，并且具有签发支票的类货币支付功能。同时，美国退休保障体制的变革对共同基金业的发展也起到了重大作用。1974年，美国《雇员退休收入保障法》(ERISA)颁布实施，企业养老计划获得了重要的法律和税收支持，随后进入了迅速发展阶段，同时个人退休账户(IRA)开始出现。1978年，401(K)退休计划和自雇者个人退休计划出现。这些不同类型养老计划的出现和繁荣，极大地推动了对共同基金的需求。

到了1990年，美国共同基金业的资产净值首次达到1万亿美元，可供投资者选择的基金达3100多个。1999年年底，美国共同基金资产净值突破了6万亿美元，全球则超过7万亿美元。在经过2001年、2002年的证券市场短暂调整后，投资基金业重新走上快速发展轨道，2006年年底美国基金业资产净值总值突破创纪录的10万亿美元。在2007—2008年金融危机爆发后，基金业的规模因资金净流出出现了短暂的下跌，之后又迅速恢复到危机前水平。截至2013年年底，美国基金业资产净值规模达到18.1万亿美元。图2-3是美国共同基金业60多年来的变化情况。



注：该数据指狭义的共同基金，未包括封闭式基金、单位投资信托和ETF。

图2-3
美国共同基金的资产净值与基金数量
(1950—2013)

资料来源：美国投资公司协会；《投资公司年报(2014年，第54版)》，第160页。

就全球而言，进入21世纪以后，全球基金业的规模继续膨胀。特别是在2006—2007年，全球基金业的资产规模增长速度明显加快。在2007年年底，基金业的资产净值规模相比1999年翻了一番，达到历史最高峰的25.1万亿美元。随后金融危机爆发，全球基金业的规模有所下降，但经过短暂调整后，2009年以来重新走上上升的轨道，截至2013年年底，全球基金业资产净值规模达到30.03万亿美元，基金数目超过7.6万只。在各种基金类型中，股票基金的资产规模和数目都具有优势。不过随着世界经济的不景气、股市低迷，股票基金的比重在下降，而债券基金的资产规模在显著上升。从区域看，全球投资基金的资产主要集中在北美和欧洲，具体可见表2-2。

表 2-2 全球基金业资产净值规模（1999—2013 年） 单位：10 亿美元

基金类型	1999	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013
股票基金	5 878	5 962	4 204	7 219	10 431	6 426	8 854	10 471	9 487	10 706	13 269
债券基金	2 104	2 077	2 534	3 313	3 882	3 393	4 552	5 414	5 821	7 013	7 084
货币市场基金	2 287	2 483	3 190	3 323	3 848	5 780	5 305	4 993	4 693	4 785	4 760
平衡型 / 混合型基金	971	1 022	918	1 445	2 116	1 825	2 400	2 778	2 734	3 122	3 706
其他	55	190	229	398	676	676	840	1 010	1 018	1 170	1 211
总计资产净值规模	11 391	11 871	11 324	16 165	20 953	18 898	22 906	24 665	23 753	26 796	30 049

注：该数据主要来自美国投资公司协会、欧洲基金与资产管理协会、其他国家和地区的基金业协会，包括 43 个国家和地区数据，其中包括中国的数据。这些国家和地区的自律组织组成了世界投资基金协会（International Investment Fund Association）。由于数据统计的口径，ICI 在前后不同时间公布的数据略有差异，2009—2013 年度数据来自 ICI 2014 年 7 月在其网站上给出的世界基金 2014 年 1 季度统计数据中的信息 (http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_03_14)。之前年度数据来自 ICI 年报以前年度的世界基金统计数据。

资料来源：美国投资公司协会网站 (<http://www.ici.org>)。

三、全球基金业发展的趋势与特点

（一）美国占据主导地位，其他国家和地区发展迅猛

目前，美国的证券投资基金资产净值总值占世界半数以上，对全球证券投资基金的发展有着重要的示范性影响。除欧洲各国、美国、日本外，澳大利亚、拉丁美洲国家、亚洲新兴国家和地区，如中国香港、中国台湾等地区以及新加坡、韩国等国家的证券投资基金发展也很快。随着数量、品种、规模的大幅度增长，证券投资基金日益成为各国或各地区资本市场的重要力量，市场地位和影响不断提高。

（二）开放式基金成为证券投资基金的主流产品

20 世纪 80 年代以来，开放式基金的数量和规模增加幅度最大，目前已成为证券投资基金中的主流产品。探究其中的原因，开放式基金更加市场化的运作机制和制度安排是非常重要的因素之一，其独特灵活的申购赎回机制适应了市场竞争的客观需要，是金融创新顺应市场发展潮流的必然结果。事实证明，开放式基金更加全面的客户服务和更加充分的信息披露，已经获得了基金投资者的广泛青睐。

（三）基金市场竞争加剧，行业集中趋势突出

在证券投资基金的发展过程中，基金市场行业集中趋势明显，资产规模位居前列的少数最大的基金公司所占的市场份额不断扩大。随着市场竞争的加剧，许多基金公司不得不走上兼并、收购的道路，这反过来进一步加剧了基金市场的集中趋势。

（四）基金资产的资金来源发生了重大变化

个人投资者一直是传统上证券投资基金的主要投资者，但目前已有越来越多的机构

投资者，特别是退休养老金成为基金的重要资金来源。例如，美国允许雇主发起的养老金计划（典型的如401k计划）和个人税收优惠养老计划（IRA），以共同基金为投资对象。在近30年中，美国共同基金业的迅速发展壮大与退休养老金的快速增长紧密相关。

第五节 我国证券投资基金业的发展历程

学习内容	知识点
萌芽和早期发展时期	境外“中国概念基金”，天骥基金
	老基金的问题
证券投资基金试点发展阶段	首两只封闭式基金：基金金泰、基金开元；成立时间：1998.3.27
	老十家基金公司；老基金改制；第一只封转开基金——兴业基金
	2001年9月，第一只开放式基金——华安创新诞生；到2003年年底，我国开放式基金在数量上已超过封闭式基金，成为证券投资基金的主要形式
行业快速发展阶段	《证券投资基金法》于2004年6月1日施行
	快速发展的表现和存在的问题
行业平稳发展及创新阶段	修订后的《证券投资基金法》于2013年6月1日正式实施
	基金行业的改革与探索

我国证券投资基金业伴随着证券市场的发展而诞生，发展线索主要有四个：其一，基金业的主管机构从中国人民银行过渡为中国证监会；其二，基金的监管法规从地方行政法规起步，到国务院证券委员会出台行政条例，再到全国人民代表大会通过并修订《证券投资基金法》，中国证监会根据基金法制定一系列配套规则；其三，基金市场的主流品种从不规范的“老基金”，到封闭式基金，再到开放式基金，乃至各类基金创新产品纷纷出现；其四，随着居民财产收入的增加和理财意识的觉醒，中国百姓对证券投资基金从不熟悉到熟悉，投资基金逐渐成为人们选择家庭金融理财工具时的主要对象。

因此，本书按照中国的证券投资基金业依主管机关管辖权力过渡、基金监管法规的颁布、基金市场主流品种的变化、百姓对基金的认识等为线索，将我国基金业的发展划分为如下几个阶段。

一、萌芽和早期发展时期（1985—1997年）

在20世纪80年代末，一批由中资或外资金融机构在境外设立的“中国概念基金”相继推出，这些“中国概念基金”一般均是由国外及我国香港等地基金管理机构单独或

者与境内机构联合设立，投资于在香港上市的大陆企业或者中国大陆企业的股票。

20世纪90年代初期，在境外“中国概念基金”与中国证券市场初步发展的影响下，在地方政府和当地人民银行的支持下，国内基金开始发展，在1992年前后形成了投资基金热。1992年6月，深圳市率先公布了《深圳市投资信托基金管理暂行规定》，同年11月经深圳市人民银行批准成立了深圳市投资基金管理公司，发起设立了当时国内规模最大的封闭式基金——天骥基金，规模为5.81亿元人民币。1992年11月，经中国人民银行总行批准的国内第一家投资基金——淄博乡镇企业投资基金（简称“淄博基金”）正式设立，并于1993年8月在上海证券交易所挂牌上市，成为我国首只在证券交易所上市交易的投资基金，该基金为公司型封闭式基金，募集规模1亿元人民币，60%投向淄博乡镇企业，40%投向上市公司。在这一时期，中国人民银行作为基金主管机关，进行基金的审批设立以及运作监管。这一阶段成立的基金数量共有79只，总资产90多亿元，投资者约120万户，大部分是在1992年前后成立的。相对于1997年《证券投资基金管理暂行办法》实施以后发展起来的证券投资基金，习惯上将1997年以前设立的基金称为“老基金”。

处于探索阶段的基金在运作过程中都积累了一些宝贵经验，培养了一批基金管理从业人才，但是也存在着大量问题，主要表现在以下三个方面：一是由于缺乏基本的法律规范，基金普遍存在法律关系不清、无法可依、监管不力的问题。这一时期，我国没有完整统一的证券和基金法律法规，只有两部地方性基金法规。基金的发起运作普遍不规范。二是“老基金”资产大量投向了房地产、企业法人股权等，因此实际上可算是一种产业投资基金，而非严格意义上的证券投资基金。三是“老基金”深受90年代中后期我国房地产市场降温、实业投资无法变现以及贷款资产无法回收的困扰，资产质量普遍不高。总体而言，这一阶段中国基金业的发展带有很大的探索性、自发性与不规范性。

二、证券投资基金试点发展阶段（1998—2002年）

1997年11月当时的国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》，为我国证券投资基金业的规范发展奠定了法律基础，1998年3月27日，经中国证监会批准，新成立的南方基金管理公司和国泰基金管理公司分别发起设立了规模均为20亿元的两只封闭式基金——“基金开元”和“基金金泰”，由此拉开了中国证券投资基金试点的序幕。随后，1998年4月华夏基金公司发起设立了兴华基金，华安基金管理公司发起设立了安信基金。最早发行的封闭式基金受到市场的热烈追捧，比如基金开元和金泰的申购户数分别达到95.8万户与119.8万户，中签率不足2.5%。

基金试点的当年，我国共设立了5家基金管理公司，管理封闭式基金5只（单只基金的规模同为20亿元），基金募集规模100亿份，年末基金净资产合计107.4亿元。1999年有5家新的基金管理公司获准设立，使基金管理公司的数量增加到10家，这10家基金管理公司是我国的第一批基金管理公司，也被市场称为“老十家”。

在新基金快速发展的同时，中国证监会开始着手对原有投资基金（即“老基金”）进行清理规范，将老基金资产置换后合并扩募改制成为新的证券投资基金。2000年共有

36只“老基金”改制成为了11只证券投资基金，基金的数量在2000年年底达到了33只。同时新成立了6家基金管理公司，由它们管理改制后的基金。

在封闭式基金成功试点的基础上，2000年10月8日，中国证监会发布并实施了《开放式证券投资基金试点办法》，由此揭开了我国开放式基金发展的序幕。2001年9月，我国第一只开放式基金——华安创新诞生，到2001年年底，我国已有华安创新、南方稳健和华夏成长等3只开放式基金，2002年年底开放式基金迅速发展到17只，规模566亿份。开放式基金的发展为我国证券投资基金业的发展注入了新的活力，并在很大程度上为我国基金产品的创新开辟了广阔的天地。到2003年年底，我国开放式基金在数量上已超过封闭式基金成为证券投资基金的主要形式，资产净值不相上下。之后，开放式基金的数目和资产规模均远远超过封闭式基金。

2002年12月，首家批准筹建的中外合资基金公司国联安基金管理有限公司成立，基金业成为履行我国证券服务业入世承诺的先锋。

三、行业快速发展阶段（2003—2008年）

2003年10月28日，十届全国人大常委会第五次会议审议通过《中华人民共和国证券投资基金法》并于2004年6月1日施行，基金业的法律规范得到重大完善。《证券投资基金法》共12章103条，对基金活动的基本法律关系，基金管理人，基金托管人，基金的募集，基金份额的交易，基金份额的申购与赎回，基金的运作与信息披露，基金合同的变更、终止与基金财产清算，基金份额持有人权利及其行使，监督管理，法律责任等涉及基金运作的各个环节都做出了明确的法律规范。良好的基金立法和严格的基金监管是促进基金业健康发展的必要条件。《证券投资基金法》的出台为我国基金业的发展奠定了坚实的法律基础，在此基础上，我国证券投资基金业走上了更快的发展轨道。这一阶段基金发展的主流品种是开放式基金，自2002年8月银丰基金发行成功后直到2007年7月，我国一直未发行新的封闭式基金。2006—2007年受益于股市繁荣，我国证券投资基金得到有史以来最快的发展，主要表现在以下几方面。

（一）基金业绩表现异常出色，创历史新高

2006年股票型开放式基金平均净值收益率达到121.45%，封闭式基金平均净值收益率为105.26%。

（二）基金业资产规模急速增长，基金投资者队伍迅速壮大

2006年全部证券投资基金资产规模合计8564.61亿元，比前一年增幅超过80%，2007年年底，全部368只证券投资基金资产净值合计32786.17亿元，是2006年同期的3.83倍。2007年末，基金投资者已经超过1亿户，大约有1/4的中国家庭购买了基金，基金资产总规模相当于城乡居民人民币储蓄总额的1/6，基金业的影响力显著上升。

（三）基金产品和业务创新继续发展

基金产品的创新层出不穷，先后出现了生命周期基金、QDII基金、结构分级基金等多种创新品种。2007年7月，中国证监会正式发布了《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，公募基金管理业由此进入全球投资时代，包括华安、南方、华夏、

嘉实、上投摩根、华宝兴业、海富通等在内的多家基金公司获得了 QDII 业务的试点资格。品种创新推动中国基金业在规模上达到了一个新的台阶。

(四) 基金管理公司分化加剧、业务呈现多元化发展趋势

在此期间，基金管理公司管理的资产规模普遍增长，2007 年年底有九家基金公司规模超过千亿元，前十大基金管理公司占总市场份额的 49.78%。2007 年 11 月，中国证监会发布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，基金管理公司私募基金管理业务获准以专户形式进行。相对于传统公募基金，它具有灵活的薪酬体系与投资策略，使得基金管理公司能够“量体裁衣”，针对客户个性化需求进行投资。一些基金管理公司还取得了全国社会保障基金、企业年金的管理资格，开展社保基金及年金受托管理业务。

(五) 强化基金监管，规范行业发展

我国基金业快速发展的同时也出现了一些问题，比如出现基金经理利用非公开信息交易案件；基金产品结构不合理、同质化严重；基金业人才流失、基金投资者不成熟等问题。针对基金业出现的问题，中国证监会在《证券投资基金法》的框架下出台了多项法规，规范基金行业，保护投资者利益。先后出台了《基金管理公司管理办法》《基金运作管理办法》《基金销售管理办法》《基金信息披露管理办法》等六项行政规章及若干配套监管文件，形成了以“一法六规”为核心的比较完善的监督管理法规体系。2007 年 7 月，新的企业会计准则在基金业得到全面实施，为基金行业更为透明准确的信息披露提供了保证。

四、行业平稳发展及创新探索阶段（2008 年至今）

2008 年以后，由于全球金融危机的影响、我国经济增速的放缓和股市的大幅调整，基金行业进入了平稳发展时期，管理资产规模停滞徘徊，股票型基金呈现持续净流出态势。面对不利的外部环境，基金业进行了积极的改革和探索。

(一) “放松管制、加强监管”

这一时期，基金监管机构不断坚持市场化改革方向，贯彻“放松管制、加强监管”的思路，允许基金管理公司开展专户管理等私募业务、设立子公司开展专项资产管理和销售业务、设立香港子公司从事 RQFII 等国际化业务，基金产品的审批也逐步放松，取消产品发行数量的限制，审核程序也大大简化。在放松管制的同时，加强了行为监管，打击违法活动，设立“不能搞利用非公开信息获利、不能进行不公平交易、不能搞各种形式的利益输送”三条底线。

监管机构还推动了《证券投资基金法》的修改。2012 年 12 月 28 日，全国人大常委会审议通过了修订后的《证券投资基金法》并于 2013 年 6 月 1 日正式实施。新《证券投资基金法》对私募基金监管、基金公司准入门槛、投资范围、业务运作等多个方面进行了修改和完善，主要修订内容包括：① 扩大调整范围，将私募基金产品纳入管制范围。规范私募基金运作，统一监管标准，防范监管套利和监管真空。② 放宽机构准入，松绑基金业务运作。在市场准入、基金募集审批、基金投资范围、业务运作限制等方面

取消或者简化了限制规定。③ 规范服务机构，定义了基金服务机构的种类和监管要求。④ 防范业务风险，加强投资者保护。在市场主体行为和责任追究等方面同步加强了监管要求。⑤ 强调自我约束和自律管理。促进中介服务机构和行业自律的作用发挥，强化市场自我规范、自我调整和自我救济的内在约束机制。新《证券投资基金法》后，监管机构配套出台了众多的基金业改革措施，这些新措施的推出，在拓宽基金公司业务范围、扩大基金投资标的、松绑投资运作限制、优化公司治理、规范行业服务行为等方面，取得了较大进展。2012年6月6日，中国证券投资基金管理业协会正式成立。伴随法律法规的修订完善，我国基金业的制度基础得以夯实，基金业的发展环境进一步得到优化，这拓展了基金业改革创新的空间。

（二）基金管理公司业务和产品创新，不断向多元化发展

随着行业管制的放松和市场化改革，基金管理公司业务范围得到极大拓展。业务和产品创新热情得到释放。除了传统的公募基金业务外，企业年金业务、社保基金、特定客户资产管理等业务有了较快发展。子公司投资于非上市股权、债权和收益权资产的专项资产管理计划开始大量出现，一些基金管理公司还开始涉足财富管理业务。基金产品创新也得到较快发展，基金产品更加精细化，覆盖范围更广。出现了各类股票型、债券型分级基金产品，行业、债券、黄金、跨市场和跨境等ETF产品，短期理财债券型基金产品，T+0和具有支付功能的货币市场基金和场内货币市场基金等新产品。

（三）互联网金融与基金业有效结合

互联网金融与货币市场基金领域成功融合，凭借在投资回报和资金运用便捷性方面的综合竞争优势，成为公募基金行业快速成长的新生力量代表。2013年6月，与天弘增利宝货币基金对接的余额宝产品推出，规模及客户数迅速爆发增长，成为市场关注的新焦点。此外，淘宝网店、好买基金网、天天基金网等网上销售基金的创新方式也逐渐兴起。

（四）股权与公司治理创新得到突破

修改后的《证券投资基金法》放宽了基金管理公司股东的资格条件，2013年国务院批复同意了中国证监会关于主要股东和非主要股东条件的请示，对自然人成为股东做出了明确规定。2013年、2014年，天弘、中欧等基金管理公司先后实现管理层及员工持股，也有不少公司通过子公司来间接实现管理层股权激励，这些探索体现了基金行业人力资本的价值，有利于建立长效激励约束机制。

（五）专业化分工推动行业服务体系创新

修订后的《证券投资基金法》的实施为基金服务机构大发展提供了空间，加速了行业外包市场的发展。特别在基金销售方面，一批城市商业银行和农村商业银行获得基金代销资格，依托互联网的独立销售机构和支付机构得到壮大。

（六）混业化与大资产管理的局面初步显现

修订后的《证券投资基金法》以及配套政策的颁布实施，搭建了大资产管理行业基本制度框架。私募基金纳入统一监管，基金管理公司可以通过设立子公司从事专项资产管理业务，证券公司、保险资产管理公司及其他资产管理机构可以申请开展公募基金业

务。各类金融机构交叉持股现象更加普遍，发行各类资产管理产品，形成相互关联的业务网络，同时伴随着互联网金融的发展，互联网企业的逐渐进入，一个更加开放、竞争的资产管理时代已经到来。

截至 2015 年 3 月底，我国证券投资基金业资产管理规模合计达到约 23.82 万亿元，其中公募基金资产规模 5.24 万亿元，基金公司管理的非公开募集基金资产（基金子公司专项资产管理计划、基金专户、基金公司管理的社保基金、企业年金等）规模 6.96 万亿元，私募证券投资基金规模 2.79 万亿元。^①

表 2-3 和图 2-4 是我国基金业发展概况。

表 2-3 我国基金管理公司、基金数量和开放式基金的发展概况

年度项目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
基金管理公司数目(家)	6	10	10	15	21	34	45	53	58	59	61	60	63	69	73	89	98
基金数目(只)	5	22	33	51	71	110	161	218	307	345	438	556	704	914	1 173	1 551	2 060
其中：开放式基金	0	0	0	3	17	56	107	164	254	311	406	525	665	857	1 105	1 421	2 040
基金资产净值(亿元)	107	574	846	821	1 230	1 716	3 246	4 691	8 565	32 754	19 388	26 761	25 201	21 919	28 661	30 012	50 913.57
其中：开放式基金	0	0	0	118	513	854	2 437	3 869	6 941	30 390	18 673	25 522	23 908	20 684	27 248.01	28 023.98	48 352.98

说明：这里基金的数目是按照中国证监会和基金业协会的代码。2007 年以后由于分级基金等新品种出现，基金数目统计有两种口径。一种是中国证监会的统计口径，对于同一分级基金的不同子基金和同一基金但不同申购费收取模式等均是按照同一代码统计；另一种是基金公司和代销机构则对上述基金是按照不同代码处理业务，被称为普通代码，按普通代码统计则基金数目要更多。

资料来源：1. 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京：中国金融出版社，2012；2. 中国证券投资基金业协会. 中国证券投资基金业年报（2013）. 北京：中国财政经济出版社，2014。

^① 经中国证券投资基金业协会备案数，援引时为不完全统计。

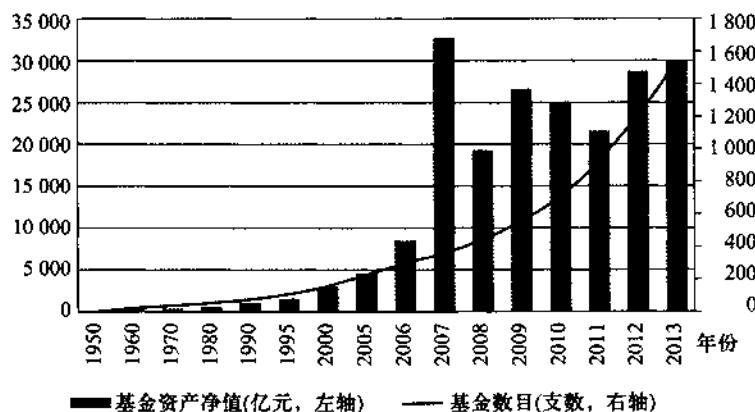


图2-4
我国证券投资基金业的历史发展

第六节 证券投资基金业在金融体系中的地位与作用

学习内容	知识点
基金业的地位和作用	为中小投资者拓宽了投资渠道
	优化金融结构，促进经济增长
	有利于证券市场的稳定和健康发展
	完善金融体系和社会保障体系

证券投资基金是一种集中资金、专业理财、组合投资、分散风险的集合投资方式。一方面，它通过发行基金份额的形式面向投资大众募集资金；另一方面，它将募集的资金，通过专业理财、分散投资的方式投资于资本市场。其独特的制度优势促使其不断发展壮大，在金融体系中的地位和作用也不断上升。

一、为中小投资者拓宽投资渠道

对中小投资者来说，储蓄或购买债券较为稳妥，但收益率较低。投资于股票有可能获得较高收益，但对于手中资金有限、投资经验不足的中小投资者来说，直接进行股票投资有一定困难，而且风险较大。在资金量有限的情况下，很难做到组合投资、分散风险。此外，股票市场变幻莫测，中小投资者由于缺乏投资经验，再加上信息条件的限制，很难在股市中获得良好的投资收益。投资基金作为一种面向中小投资者设计的间接投资工具，把众多投资者的小额资金汇集起来进行组合投资，由专业投资机构进行管理和运作，从而为投资者提供了有效参与证券市场的投资渠道，已经成为广大民众普遍接受的一种理财方式。



案例 2-2

我国基金投资者的特征

根据中国证券投资基金业协会 2013 年的调查，截至 2013 年年底，我国基金账户总数为 28 773.46 万户，有效账户数为 8 697.1 万户，其中个人有效账户 8 691.34 万户。我国个人基金投资者以 30~40 岁中青年为主，多数为男性，85% 的投资者税后年收入在 15 万元以下。

八成投资者金融资产总规模在 50 万元以下，基金资产规模占金融资产的一半。32% 的个人投资者基金资产占金融资产的 10%~30%，26% 的投资者基金资产占金融资产的 30%~50%，19% 的投资者基金资产占金融资产在 10% 以下，仅有 23% 的投资者基金资产占金融总资产超过一半。显示投资者对基金的接受程度还有很大空间。除基金外，投资者主要投资股票和购买银行理财产品。

64% 的投资者持有 3 家或 3 家以下的公募基金公司产品，投资者在基金公司选择上保持了较高的集中度。六成投资者的基金账户代表多个家庭成员进行投资。即一个投资者基金账户中，很有可能包含其他家庭成员的资金。

四成投资者投资基金的时间在 5 年以上，投资年限在 2~5 年的个人投资者占 19%，在 1~2 年的投资者占 17%，1 年以内的投资者占 23%。近四成投资者基金投资总收益和 2013 年投资收益为正。互联网仍然是投资者首选的了解基金的方式，购买基金渠道则以基金管理公司和银行为主，同时有超过一半的投资者表示曾使用手机购买基金。

资料来源：中国证券投资基金业协会. 基金投资者情况调查分析报告. 2014.

二、优化金融结构，促进经济增长

证券投资基金将中小投资者的闲散资金汇集起来投资于证券市场，扩大了直接融资的比例，为企业在证券市场筹集资金创造了良好的融资环境，实际上起到了将储蓄资金转化为生产资金的作用。近年来投资基金市场的迅速发展已充分说明，以基金和股票为代表的直接融资工具能够有效分流储蓄资金，在一定程度上降低金融行业系统性风险，为产业发展和经济增长提供重要的资金来源，有利于生产力的提高和国民经济的发展。

三、有利于证券市场的稳定和健康发展

证券投资基金在投资组合管理过程中对所投资证券进行的深入研究与分析，有利于促进信息的有效利用和传播，有利于市场合理定价，有利于市场有效性的提高和资源的合理配置。

证券投资基金发挥专业理财优势，推动市场价值判断体系的形成，倡导理性的投资文化，有助于防止市场的过度投机。证券投资基金的发展有助于改善我国目前以个人投资者为主的不合理的投资者结构，充分发挥机构投资者对上市公司的监督和制约作用，推动上市公司完善治理结构。

不同类型、不同投资对象、不同风险与收益特性的证券投资基金在给投资者提供广

泛选择的同时，也成为资本市场不断变革和金融产品不断创新的源泉之一。

四、完善金融体系和社会保障体系

通过为保险资金提供专业化的投资服务和投资于货币市场，证券投资基金行业的发展有利于促进保险市场和货币市场的发展壮大，增强证券市场与保险市场、货币市场之间的协同，改善宏观经济政策和金融政策的传导机制，完善金融体系。

证券投资基金的专业化服务，还可以为社会保障基金、企业年金、养老金等各类社会保障型资金提供长期投资，实现保值增值的平台，促进社会保障体系的建立与完善。这一点已为众多发达国家和地区的实践经验所证明。

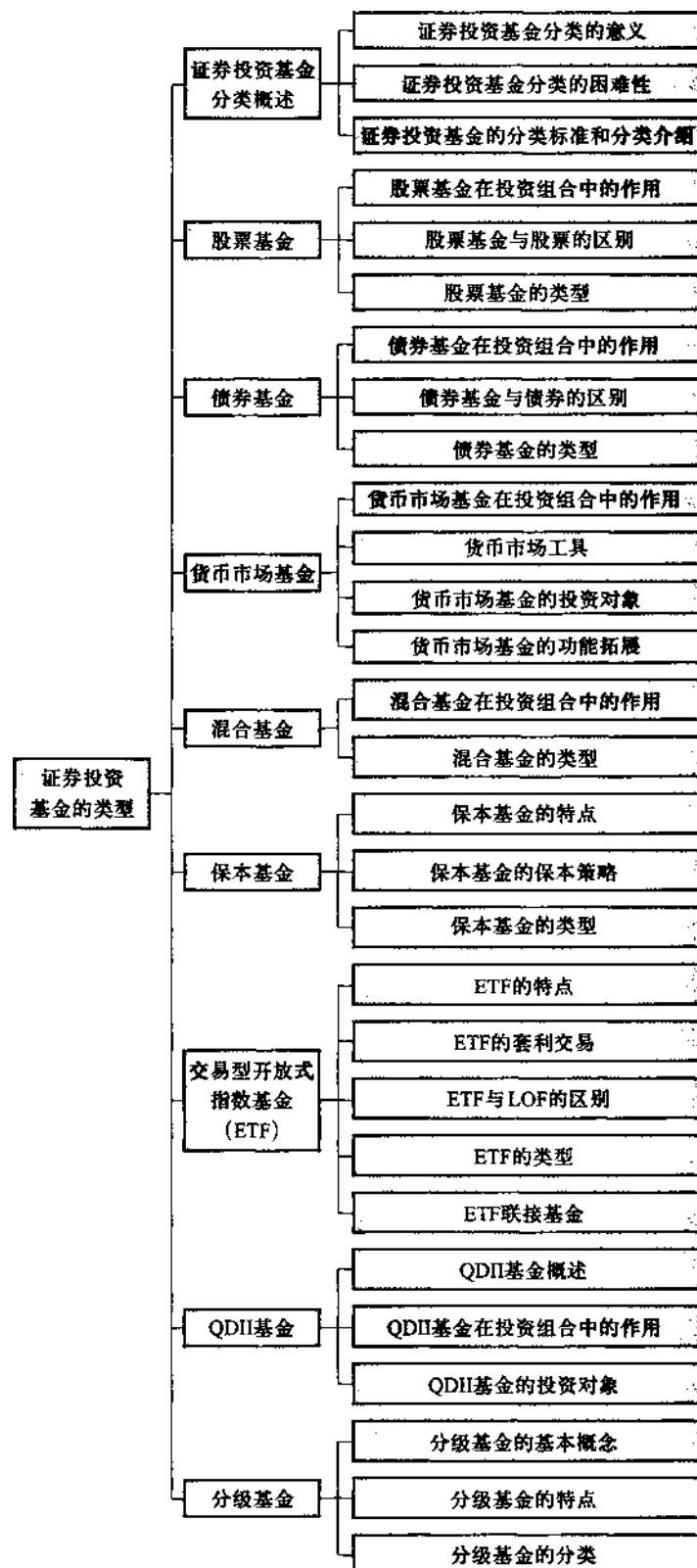
参 考 文 献

- [1] 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京: 中国金融出版社, 2012.
- [2] 黄炜, 王林. 新基金法学习辅导读本. 北京: 中国财政经济出版社, 2013.
- [3] 中国证券投资基金业协会. 基金投资者情况调查分析报告. 2014.
- [4] 李飞. 中华人民共和国证券投资基金法释义. 北京: 法律出版社, 2013.

本章内容概述

证券投资基金数量众多、品种丰富，科学合理的基金分类，无论是对投资者正确选择基金，还是对维护基金业的公平竞争，都有重要的意义。本章分为九节。第一节介绍了基金的分类标准和不同类别。第二节至第九节对股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金以及保本基金、交易型开放式指数基金（ETF）、QDII基金、分级基金等基金品种进行了介绍和分析。

知识结构图



第一节 证券投资基金分类概述

学习内容	知识点
证券投资基金分类的意义和困难性	基金分类的意义、困难性
基金常见分类方法	法律形式、运作方式、投资对象、投资目标、投资理念、募集方式、来源和用途、特殊类型

一、证券投资基金分类的意义

随着基金数量、品种的不断增多，对基金进行科学合理的分类，无论是对投资者、基金管理公司，还是对基金研究评价机构、监管部门来说，都有重要意义。

对基金投资者而言，基金数量越来越多，投资者需要在众多的基金中选择适合自己风险收益偏好的基金。科学合理的基金分类将有助于投资者加深对各种基金的认识及对风险收益特征的把握，有助于投资者做出正确的投资选择与比较。对基金管理公司而言，基金业绩的比较应该在同一类别中进行才公平合理。对基金研究评价机构而言，基金的分类则是进行基金评级的基础。对监管部门而言，明确基金的类别特征将有利于针对不同基金的特点实施更有效的分类监管。

二、证券投资基金分类的困难性

科学合理的基金分类至关重要，但在实际工作中对基金进行统一的分类并非易事。作为金融服务行业，基金产业为不断满足投资者的需要，基金产品创新的步伐从未停止，没有一种分类方法能够满足所有的需要，各种分类方法之间不可避免地存在重合与交叉。

为统一基金分类标准，一些国家常常由监管部门或行业协会出面制定基金分类的统一标准。如美国投资公司协会依据基金投资目标和投资策略的不同，将美国的基金分为33类。不过监管部门或行业协会的分类标准往往不够精细，无法满足投资者的实际投资需要。因此，尽管存在不同的分类标准，投资者仍会借助一些基金评级公司的基金分类进行实际的投资操作。

随着我国基金品种的日益丰富，在原先简单的封闭式基金与开放式基金划分的基础上，根据中国证监会颁布的、于2014年8月8日正式生效的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，将公募证券投资基金划分为股票基金、债券基金、货币市场基金、混合基金以及基金中的基金等类别。

三、证券投资基金的分类标准和分类介绍

构成基金的要素有多种，因此可以依据不同的标准对基金进行分类。

(一) 根据法律形式分类

根据法律形式可以将基金分为契约型基金、公司型基金等。

不同的国家(地区)具有不同的法律环境,基金能够采用的法律形式也会有所不同。目前我国公募证券投资基金全部是契约型基金,而美国的绝大多数证券投资基金则是公司型基金。组织形式的不同赋予了基金不同的法律地位,基金投资者所受到的法律保护也因此有所不同。

(二) 根据运作方式分类

根据运作方式可以将基金分为封闭式基金和开放式基金。

封闭式基金是指基金份额在基金合同期限内固定不变,基金份额可以在依法设立的证券交易所交易,但基金份额持有人不得申请赎回的一种基金运作方式。

开放式基金是指基金份额不固定,基金份额可以在基金合同约定的时间和场所进行申购或者赎回的一种基金运作方式。

(三) 根据投资对象分类

根据投资对象可以将基金分为股票基金、债券基金、货币市场基金和混合基金等。

股票基金是指以股票为主要投资对象的基金。股票基金在各类基金中历史最为悠久,也是各国(地区)广泛采用的一种基金类型。根据中国证监会对基金类别的分类标准,基金资产80%以上投资于股票的为股票基金。

债券基金主要以债券为投资对象。根据中国证监会对基金类别的分类标准,基金资产80%以上投资于债券的为债券基金。

货币市场基金以货币市场工具为投资对象。根据中国证监会对基金类别的分类标准,仅投资于货币市场工具的为货币市场基金。

混合基金同时以股票、债券等为投资对象,以期通过在不同资产类别上的投资实现收益与风险之间的平衡。根据中国证监会对基金类别的分类标准,投资于股票、债券和货币市场工具,但股票投资和债券投资的比例不符合股票基金、债券基金规定的为混合基金。

另外,80%以上的基金资产投资于其他基金份额的,为基金中的基金。

依据投资对象对基金进行分类,简单明确,对投资者具有直接的参考价值。

(四) 根据投资目标分类

根据投资目标可以将基金分为增长型基金、收入型基金和平衡型基金。

增长型基金是指以追求资本增值为基本目标的基金,较少考虑当期收入的基金,主要以具有良好增长潜力的股票为投资对象。

收入型基金是指以追求稳定的经常性收入为基本目标的基金,主要以大盘蓝筹股、公司债、政府债券等稳定收益证券为投资对象。

平衡型基金则是既注重资本增值又注重当期收入的基金。

一般而言,增长型基金的风险大、收益高,收入型基金的风险小、收益较低,平衡型基金的风险、收益则介于增长型基金与收入型基金之间。根据投资目标的不同,既有以追求资本增值为基本目标的增长型基金,也有以获取稳定的经常性收入为基本目标的

收入型基金和兼具增长与收入双重目标的平衡型基金。不同的投资目标决定了基金的基本投向与基本的投资策略，以适应不同投资者的投资需要。

(五) 根据投资理念分类

根据投资理念可以将基金分为主动型基金与被动（指数）型基金。

主动型基金是一类力图取得超越基准组合表现的基金。与主动型基金不同，被动型基金并不主动寻求取得超越市场的表现，而是试图复制指数的表现。被动型基金一般选取特定的指数作为跟踪的对象，因此通常又被称为指数型基金。

(六) 根据募集方式分类

根据募集方式可以将基金分为公募基金和私募基金。

公募基金是指可以面向社会公众公开发售的一类基金。

私募基金则是只能采取非公开方式，面向特定投资者募集发售的基金。

公募基金主要具有如下特征：可以面向社会公众公开发售基金份额和宣传推广，基金募集对象不固定；投资金额要求低，适宜中小投资者参与；必须遵守基金法律和法规的约束，并接受监管部门的严格监管。

(七) 根据基金的资金来源和用途分类

根据基金的资金来源和用途可以将基金分为在岸基金和离岸基金。

在岸基金是指在本国募集资金并投资于本国证券市场的证券投资基金。由于在岸基金的投资者、基金组织、基金管理人、基金托管人及其他当事人和基金的投资市场均在本国境内，所以基金的监管部门比较容易运用本国法律法规及相关技术手段对证券投资基金的投资运作行为进行监管。

离岸基金是指一国（地区）的证券投资基金组织在他国（地区）发售证券投资基金份额，并将募集的资金投资于本国（地区）或第三国证券市场的证券投资基金。

(八) 特殊类型基金

随着行业的发展，基金产品创新越来越丰富，出现了不少与传统基金类型不同的特殊类型基金。

1. 系列基金

系列基金又称为伞形基金，是指多个基金共用一个基金合同，子基金独立运作，子基金之间可以进行相互转换的一种基金结构形式。

从基金公司经营管理的角度看，采取伞形结构比单一结构具有优势，表现在以下两方面：

(1) 简化管理、降低成本。不同子基金均隶属于一个总契约和总体管理框架，可以很大程度地简化管理，并在诸如基金的托管、审计、法律服务、管理团队等方面享有规模经济，从而降低设立及管理一只新基金的成本。

(2) 强大的扩张功能。由于伞形基金的所有子基金都隶属于同一个总体框架，在建立起总体框架并得到东道国金融管理当局的认可后，基金公司就可以根据市场的需求，以比单一基金更高的效率、更低的成本不断推出新的子基金品种或扩大其产品的销售地区。国外许多著名的基金管理公司如富达（Fidelity）、摩根（JP Morgan）在向国外扩张

时都纷纷采取了伞形基金的形式。

2. 基金中的基金

基金中的基金是指以其他证券投资基金为投资对象的基金，其投资组合由其他基金组成。在基金业发达的国家如美国，基金中的基金已经成为一类重要的公募证券投资基金。目前，我国公募证券投资基金允许投资于公募基金本身。2014年8月生效的《公开募集证券投资基金运作管理办法》中规定，80%以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中的基金。

3. 保本基金

保本基金是指通过一定的保本投资策略进行运作，同时引入保本保障机制，以保证基金份额持有人在保本期到期时，可以获得投资本金保证的基金。

4. 上市交易型开放式指数基金（ETF）

上市交易型开放式指数基金通常又称为交易所交易基金（exchange traded funds, ETF），是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种开放式基金。ETF最早产生于加拿大，但其发展与成熟主要是在美国。ETF一般采用被动式投资策略跟踪某一标的市场指数，因此具有指数基金的特点。

5. 上市开放式基金

上市开放式基金（listed open-ended funds, LOF）是一种既可以在场外市场进行基金份额申购、赎回，又可以在交易所（场内市场）进行基金份额交易和基金份额申购或赎回的开放式基金。它是我国对证券投资基金的一种本土化创新。LOF结合了银行等代销机构和交易所交易网络两者的销售优势，为开放式基金销售开辟了新的渠道。LOF所具有的转托管机制与可以在交易所进行申购、赎回的制度安排，使LOF不会出现封闭式基金的大幅折价交易现象。

6. QDII基金

QDII是qualified domestic institutional investors（合格境内机构投资者）的首字母缩写。QDII基金是指在一国境内设立，经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券投资的基金。它为国内投资者参与国际市场投资提供了便利。

7. 分级基金

分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将基础份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其中部分或全部份额上市交易的结构化证券投资基金。

第二节 股票基金

学习内容	知识点
股票基金及其与股票的区别	股票基金在投资组合中的作用，与股票的区别
	股票基金分类：按投资市场、股票规模、股票性质、基金投资风格、行业等

一、股票基金在投资组合中的作用

股票基金以追求长期的资本增值为目标，比较适合长期投资。与其他类型的基金相比，股票基金的风险较高，但预期收益也较高。股票基金提供了一种长期的投资增值性，可供投资者用来满足教育支出、退休支出等远期支出的需要。与房地产一样，股票基金也是应对通货膨胀最有效的手段。

二、股票基金与股票的区别

作为一篮子股票组合的股票基金，与单一股票之间存在许多不同：

- (1) 股票价格在每一交易日内始终处于变动之中；股票基金净值的计算每天只进行1次，因此每一交易日股票基金只有1个价格。
- (2) 股票价格会由于投资者买卖股票数量的大小和强弱的对比而受到影响，股票基金份额净值不会由于买卖数量或申购、赎回数量的多少而受到影响。
- (3) 人们在投资股票时，一般会根据上市公司的基本面，如财务状况、市场竞争力、盈利预期等方面的信息对股票价格高低的合理性做出判断，但却不能对股票基金份额净值进行合理与否的评判。换而言之，对基金份额净值高低进行合理与否的判断是没有意义的，因为基金份额净值是由其持有的证券价格复合而成的。
- (4) 单一股票的投资风险较为集中，投资风险较大；股票基金由于分散投资，投资风险低于单一股票的投资风险。

三、股票基金的类型

股票可以根据所在市场、规模、性质以及所属行业等归结为几种主要类型。与此相适应，可以根据基金所投资股票的特性对股票基金进行分类。一种股票可能同时具有两种以上的属性。类似地，一只股票基金也可以被归为不同的类型。

(一) 按投资市场分类

按投资市场分类，股票基金可分为国内股票基金、国外股票基金与全球股票基金三大类。国内股票基金以本国股票市场为投资场所，投资风险主要受国内市场的影响。国外股票基金以非本国的股票市场为投资场所，由于币制不同，存在一定的汇率风险。全

球股票基金以包括国内股票市场在内的全球股票市场为投资对象，进行全球化分散投资，可以有效克服单一国家或区域投资风险，但由于投资跨度大，费用相对较高。

国外股票基金又可进一步分为单一国家型股票基金、区域型股票基金、国际股票基金三种类型。单一国家型股票基金以某一国家的股票市场为投资对象，以期分享该国股票投资的较高收益，但会面临较高的国家投资风险。区域型股票基金以某一区域内的国家组成的区域股票市场为投资对象，以期分享该区域股票投资的较高收益，但会面临较高的区域投资风险。国际股票基金以除本国以外的全球股票市场为投资对象，能够分散本国市场外的投资风险。

（二）按股票规模分类

按股票市值的大小将股票分为小盘股票、中盘股票与大盘股票，是一种最基本的股票分析方法。与此相适应，专注于投资小盘股票的基金就称为小盘股票基金。类似地，有中盘股票基金与大盘股票基金之分。

对股票规模的划分并不严格，通常有两种划分方法。一种方法是依据市值的绝对值进行划分。如通常将市值小于5亿元人民币的公司归为小盘股，将超过20亿元人民币的公司归为大盘股。另一种方法是依据相对规模进行划分。如将一个市场的全部上市公司按市值大小排名：市值较小、累计市值占市场总市值20%以下的公司归为小盘股；市值排名靠前，累计市值占市场总市值50%以上的公司为大盘股。

（三）按股票性质分类

根据股票性质的不同，通常可以将股票分为价值型股票与成长型股票。价值型股票通常是指收益稳定、价值被低估、安全性较高的股票，其市盈率、市净率通常较低。成长型股票通常是指收益增长速度快、未来发展潜力大的股票，其市盈率、市净率通常较高。

价值型股票的投资者比成长型股票的投资者一般表现得更有耐心，更倾向于长期投资。与此相反，一旦市场有变，成长型股票的投资者往往会选择快进快出，进行短线操作。

专注于价值型股票投资的股票基金称为价值型股票基金，专注于成长型股票投资的股票基金称为成长型股票基金，同时投资于价值型股票与成长型股票的基金则称为平衡型基金。价值型股票基金的投资风险要低于成长型股票基金，但回报通常也不如成长型股票基金。平衡型基金的收益、风险则介于价值型股票基金与成长型股票基金之间。

在价值型与成长型分类中还可以对股票的性质进一步进行细分，从而会有各种不同的价值型基金与成长型基金。

价值型股票可以进一步被细分为低市盈率股、蓝筹股、收益型股票、防御型股票、逆势型股票等，从而有蓝筹股基金、收益型基金等。蓝筹股是指规模大、发展成熟、高质量公司的股票，如包括在上证50指数、上证180指数中的成分股。收益型股票是指高分红的一类股票。防御型股票是指利润不随经济衰退而下降，可以有效抵御经济衰退影响的一类股票。逆势型股票是指价值被低估或非市场热点的一类股票，往往是典型的周期性衰退公司的股票。专注于此类股票投资的基金经理期望这些股票能进入周期性反

弹或其收益能有较大的改善。

成长型股票可以进一步分为持续成长型股票、趋势增长型股票、周期型股票等，从而有持续成长型基金、趋势增长型基金等。持续成长型股票是指业绩能够持续稳定增长的一类股票，趋势增长型股票是指波动大、业绩有望加速增长的一类股票，周期型股票是指利润随经济周期波动变化比较大一类股票。

(四) 按基金投资风格分类

一只小盘股既可能是一只价值型股票，也可能是一只成长型股票；而一家较大规模的大盘股同样既可能是价值型股票，也可能是成长型股票。为有效分析股票基金的特性，人们常常会根据基金所持有的全部股票市值的平均规模与性质的不同而将股票基金分为不同投资风格的基金，如大盘价值型基金、大盘平衡型基金、大盘成长型基金、小盘价值型基金、小盘平衡型基金、小盘成长型基金等。表 3-1 直观地将股票基金按投资风格分为了九种类型。

表 3-1 股票基金风格类型

	小盘	中盘	大盘
成长	小盘成长	中盘成长	大盘成长
平衡	小盘平衡	中盘平衡	大盘平衡
价值	小盘价值	中盘价值	大盘价值

需要注意的是，很多基金在投资风格上并非始终如一，而是会根据市场环境对投资风格进行不断调整，以期获得更好的投资回报。这一现象就是风格轮换现象。

(五) 按行业分类

同一行业内的股票往往表现出类似的特性与价格走势。以某一特定行业或板块为投资对象的基金就是行业股票基金，如基础行业基金、资源类股票基金、房地产基金、金融服务基金、科技股基金等。不同行业在不同经济周期中的表现不同，为追求较好的回报，就有了行业轮换型基金。行业轮换型基金集中于行业投资，投资风险相对较高。

第三节 债券基金

学习内容	知识点
债券基金在投资组合中的作用及与债券的区别	债券基金在投资组合中的作用 债券基金和债券的区别：收益、到期日、收益确定性、投资风险
债券基金的类型	按风险、按久期

一、债券基金在投资组合中的作用

债券基金主要以债券为投资对象，因此对追求稳定收入的投资者具有较强的吸引力。债券基金的波动性通常要小于股票基金，因此常常被投资者认为是收益、风险适中的投资工具。此外，当债券基金与股票基金进行适当的组合投资时，常常能较好地分散投资风险。

二、债券基金与债券的区别

作为投资于一篮子债券的组合投资工具，债券基金与单一债券存在重大的区别。

(一) 债券基金的收益不如债券的利息固定

投资者购买固定利率性质的债券，在购买后会定期得到固定的利息收入，并可在债券到期时收回本金。债券基金作为不同债券的组合，尽管也会定期将收益分配给投资者，但债券基金分配的收益有升有降，不如债券的利息固定。

(二) 债券基金没有确定的到期日

与一般债券会有一个确定的到期日不同，债券基金由一组具有不同到期日的债券组成，因此并没有一个确定的到期日。不过为分析债券基金的特性，仍可以对债券基金所持有的所有债券计算出一个平均到期日。

(三) 债券基金的收益率比买入并持有到期的单一债券的收益率更难以预测

单一债券的收益率可以根据购买价格、现金流以及到期收回的本金计算其投资收益率；但债券基金由一组不同的债券组成，收益率较难计算和预测。

(四) 投资风险不同

单一债券随着到期日的临近，所承担的利率风险会下降。债券基金没有固定到期日，所承担的利率风险将取决于所持有的债券的平均到期日。债券基金的平均到期日常常会相对固定，债券基金所承受的利率风险通常也会保持在一定的水平。单一债券的信用风险比较集中，而债券基金通过分散投资可以有效避免单一债券可能面临的较高的信用风险。

三、债券基金的类型

根据债券发行者，可以将债券分为政府债券、企业债券、金融债券等。根据债券到期日，可以将债券分为短期债券、长期债券等。根据债券信用等级，可以将债券分为低等级债券、高等级债券等。与此相对应，也就产生了以某一类债券为投资对象的债券基金。

除上述分类外，事实上我国市场上的债券基金分类还有其自身特点。常见的有以下类型：

(1) 标准债券型基金，仅投资于固定收益类金融工具，不能投资于股票市场，常称为“纯债基金”。标准债券型基金中又可细分为短债基金、信用债基金等类型。

(2) 普通债券型基金，即主要进行债券投资(80%以上基金资产)，但也投资于股票市场，这类基金在我国市场上占主要部分。其中可再细分为两类：可参与一级市场新

股申购、增发等但不参与二级市场买卖的称为“一级债基”，既可参与一级市场又可在二级市场买卖股票的称为“二级债基”。

(3) 其他策略型的债券基金，如可转债基金等。

第四节 货币市场基金

学习内容	知识点
货币市场基金在投资组合中的作用	货币市场基金在投资组合中的作用
货币市场工具与基金的投资对象	货币市场工具 货币市场基金的投资对象
货币市场基金的功能拓展	

一、货币市场基金在投资组合中的作用

与其他类型基金相比，货币市场基金具有风险低、流动性好的特点。货币市场基金是厌恶风险、对资产流动性和安全性要求较高的投资者进行短期投资的理想工具，或是暂时存放现金的理想场所。需要注意的是，货币市场基金的长期收益率较低，并不适合长期投资。

二、货币市场工具

货币市场工具通常指到期日不足1年的短期金融工具。由于货币市场工具到期日非常短，因此也称为现金投资工具。货币市场工具通常由政府、金融机构以及信誉卓著的大型工商企业发行。货币市场工具流动性好、安全性高，但其收益率与其他证券相比则非常低。货币市场与股票市场的一个主要区别是：货币市场进入门槛通常很高，在很大程度上限制了一般投资者的进入。此外，货币市场属于场外交易市场，交易主要由买卖双方通过电话或电子交易系统以协商价格完成。货币市场基金的投资门槛极低，因此，货币市场基金为普通投资者进入货币市场提供了重要通道。

三、货币市场基金的投资对象

按照《货币市场基金管理暂行规定》以及其他有关规定，目前我国货币市场基金能够进行投资的金融工具主要包括：

- (1) 现金；
- (2) 1年以内（含1年）的银行定期存款、大额存单；

- (3) 剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的债券;
- (4) 期限在 1 年以内(含 1 年)的债券回购;
- (5) 期限在 1 年以内(含 1 年)的中央银行票据;
- (6) 剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的资产支持证券。

货币市场基金不得投资于以下金融工具:

- (1) 股票;
- (2) 可转换债券;
- (3) 剩余期限超过 397 天的债券;
- (4) 信用等级在 AAA 级以下的企业债券;
- (5) 国内信用评级机构评定的 A-1 级或相当于 A-1 级的短期信用级别及该标准以下的短期融资券;
- (6) 流通受限的证券。

四、货币市场基金的功能拓展

国外货币市场基金账户可以开出支票，因此货币市场基金具有了货币的支付功能。比如美国的货币市场基金兼具银行储蓄和支票账户的功能，投资者可以根据货币市场基金账户余额开出支票用于支付，并且可以在自动取款机(ATM)上从货币市场基金账户中提取现金。国内近年货币市场基金的发展也具有了一定的支付功能和流动性管理功能。



案例 3-1

货币市场基金的支付功能

2005 年 12 月，中信银行与南方基金之间合作开发了中信南方联名信用卡。客户以持有的南方货币基金份额作为个人资信证明之一，办理信用卡申请。在用卡过程中，如客户需要临时提升信用额度，客户持有的基金份额将成为重要依据。通过信用卡账户与基金账户的关联，在还款日将自动赎回与信用卡欠款相应的基金份额，并将资金自动转账至客户的信用卡账户实现还款。

2006 年 5 月，融通基金管理公司与民生银行合作，推出了融通“易支付”货币基金，支付功能得到了拓展，货币市场基金具有了自动申购、自动赎回、自动赎回还款等多项功能。通过民生银行可以用融通货币市场基金支付房贷按揭贷款、水电煤气费、通信费和物业管理费等日常生活中常见的各种固定支出。手续很简单，投资者只需将每月工资存入民生银行，同时签订自动申购、赎回还款协议即可。“易支付”货币基金首次实现了投资者将基金份额转化为还款账户资金进行支付的服务功能，是货币市场基金功能的一大突破。

2006 年 7 月，交通银行与博时基金公司开展货币基金的合作。2006 年 9 月，中国工商银行与九家基金管理公司的货币基金合作推出“利添利”账户等。2008 年以后，我国多家基金公司与银行均

开通了各种合作关系。这些银行与基金公司的合作创新主要是实现银行借记卡资金与货币市场基金的自动申购、自动赎回（即客户确定借记卡中预留额度，当借记卡中金额超过预留额度，多余资金即自动申购货币基金；反之当借记卡中金额低于预留额度，即赎回货币基金存入借记卡中），对客户的流动资金进行管理，提高资金收益率。

2013年，以华安基金公司为代表的部分货币基金开通了网络购物支付功能，投资者在华安直销平台上购买的华安现金富利货币基金（货币通），可以直接用于部分网站（如购买航空公司机票等）的网上购物支付。而2013年7月，著名的阿里巴巴网站的第三方支付平台——支付宝开通了“余额宝”业务，其实质就是用支付宝的余额购买天弘货币基金。

资料来源：各基金公司网站资料。

第五节 混合基金

学习内容	知识点
	混合基金在投资组合中的作用
混合基金的基本概念	混合基金类型：偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金

一、混合基金在投资组合中的作用

混合基金的风险低于股票基金，预期收益则要高于债券基金。它为投资者提供了一种在不同资产类别之间进行分散投资的工具，适合较为保守的投资者。

二、混合基金的类型

混合基金尽管会同时投资于股票、债券等，但常常会依据基金投资目标的不同而进行股票与债券的不同配比。因此，通常可以依据资产配置的不同将混合基金分为偏股型基金、偏债型基金、股债平衡型基金、灵活配置型基金等。

偏股型基金中股票的配置比例较高，债券的配置比例相对较低。通常，股票的配置比例为50%~70%，债券的配置比例为20%~40%。

偏债型基金与偏股型基金正好相反，债券的配置比例较高，股票的配置比例则相对较低。

股债平衡型基金股票与债券的配置比例较为均衡，两者的比例通常为40%~60%。

灵活配置型基金在股票、债券上的配置比例则会根据市场状况进行调整，有时股票

的比例较高，有时债券的比例较高。

第六节 保本基金

学习内容	知识点
保本基金的特点和保本策略	保本保障机制
	对冲保险策略、固定比例投资组合保险策略
保本基金的类型	本金保证、收益保证、红利保证

一、保本基金的特点

保本基金的最大特点是其招募说明书中明确引入保本保障机制，以保证基金份额持有人在保本周期到期时，可以获得投资本金。根据中国证监会2010年10月26日公布的《关于保本基金的指导意见》，现阶段我国保本基金的保本保障机制包括：①由基金管理人对基金份额持有人的投资本金承担保本清偿义务；同时，基金管理人与符合条件的担保人签订保证合同，由担保人和基金管理人对投资人承担连带责任。②基金管理人与符合条件的保本义务人签订风险买断合同，约定由基金管理人向保本义务人支付费用；保本义务人在保本基金到期出现亏损时，负责向基金份额持有人偿付相应损失。保本义务人在向基金份额持有人偿付损失后，放弃向基金管理人追偿的权利。③经中国证监会认可的其他保本保障机制。

为能够保证本金安全，保本基金通常会将大部分资金投资于与基金到期日一致的债券；同时，为提高收益水平，保本基金会将其余部分投资于股票、衍生工具等高风险资产，使得市场不论是上涨还是下跌，该基金于投资期限到期时，都能保障其本金不遭受损失。

保本基金的投资目标是在锁定风险的同时力争有机会获得潜在的高回报。保本基金从本质上讲是一种混合基金。此类基金锁定了投资亏损的风险，产品风险较低，也并不放弃追求超额收益的空间，因此比较适合那些不能忍受投资亏损，比较稳健和保守的投资者。

二、保本基金的保本策略

保本基金于20世纪80年代中期起源于美国，其核心是运用投资组合保险策略进行基金的操作。国际上比较流行的投资组合保险策略主要有对冲保险策略与固定比例投资组合保险策略（constant proportion portfolio insurance，CPPI）。

对冲保险策略主要依赖金融衍生产品，如股票期权、股指期货等，实现投资组合价

值的保本与增值。国际成熟市场的保本投资策略目前较多采用衍生金融工具进行操作。目前，国内尚缺乏这些金融工具，所以国内保本基金为实现保本的目的，主要选择恒定比例投资组合保险策略作为投资的保本策略。

CPPI 是一种通过比较投资组合现时净值与投资组合价值底线，从而动态调整投资组合中风险资产与保本资产的比例，以兼顾保本与增值目标的保本策略。CPPI 投资策略的投资步骤可分为以下三步：

第一步，根据投资组合期末最低目标价值（基金的本金）和合理的折现率设定当前应持有的保本资产的价值，即投资组合的价值底线。

第二步，计算投资组合现时净值超过价值底线的数额。该值通常称为安全垫，是风险投资（如股票投资）可承受的最高损失限额。

第三步，按安全垫的一定倍数确定风险资产投资的比例，并将其余资产投资于保本资产（如债券投资），从而在确保实现保本目标的同时，实现投资组合的增值。风险资产投资额通常可用下式确定：

$$\text{风险资产投资额} = \text{放大倍数} \times (\text{投资组合现时净值} - \text{价值底线})$$

$$= \text{放大倍数} \times \text{安全垫}$$

$$\text{风险资产投资比例} = \frac{\text{风险资产投资额}}{\text{基金净值}} \times 100\%$$

如果安全垫不放大，将投资组合现时净值高于价值底线的资产完全用于风险资产投资，即使风险资产（股票）投资完全亏损，基金也能够实现到期保本。因此，可以适当放大安全垫的倍数，提高风险资产投资比例以增加基金的收益。例如，将投资债券确定的投资收益的 2 倍投资于股票，也就是将安全垫放大 1 倍，那么如果股票亏损的幅度在 50% 以内，基金仍能实现保本目标。安全垫放大倍数的增加，尽管能提高基金的收益，但投资风险也将趋于同步增大；但放大倍数过小，则使基金收益不足。基金管理人必须在股票投资风险加大和收益增加这两者间寻找适当的平衡点。也就是说，要确定适当的安全垫放大倍数，以力求既能保证基金本金的安全，又能尽量为投资者创造更多的收益。

通常，保本资产和风险资产的比例并不是经常发生变动的，必须在一定时间内维持恒定比例，以避免出现过激投资行为。基金管理人一般只在市场可能发生剧烈变化时，才对基金安全垫的中长期放大倍数进行调整。在放大倍数一定的情况下，随着安全垫价值的上升，风险资产投资比例将随之上升。一旦投资组合现时净值向下接近价值底线，系统将自动降低风险资产的投资比例。

三、保本基金的类型

境外的保本基金形式多样。其中，基金提供的保证有本金保证、收益保证和红利保证，具体比例由基金公司自行规定。一般本金保证比例为 100%，但也有低于 100% 或高于 100% 的情况。至于是否提供收益保证和红利保证，不同基金情况各不相同（但我国目前的保本基金并没有保证收益的类型）。



案例 3-2

南方保本基金的特征

南方基金是国内最早开发保本基金产品的公司。2003年5月，南方基金发行了国内第一只保本基金——南方避险增值基金。2011年6月，南方旗下的又一只保本基金——南方保本基金发行十分成功，并启动了末日比例配售制度，为当时基金发行市场中的重大成功。这证明了保本基金的设计符合了很多投资者的需求。该基金的主要特征如下。

1. 保本的概念

保本就是本金100%保证，本金包括投资者净认购金额、认购手续费和认购期利息之和。认购期指投资者购买基金初始日到基金成立日，约一个月时间。在保本期到期日，计算基金份额持有人的基金份额与到期日基金份额净值的乘积加上期间累计分红款项之和，若计算的总金额低于保本金额，则基金管理人补足差额，担保人对此提供不可撤销的连带责任保证。

2. 保本周期

南方保本基金的保本周期为3年。基金的投资是通过复杂的保险组合投资策略来实现的。为达到保本并获得一定收益的目的，通常需要一个较长的时间段，并在此期间投资资产相对锁定，时间过短会造成保本和实现增值的困难。

3. 双重保本措施

为实现保本的目标，基金采取双重措施：

第一，采用国际通用的固定比例投资组合保险策略（CPPI）。具体含义是：遵循保本增值的投资理念，把债券投资的潜在收益与基金前期已实现收益作为后期投资的风险损失限额，按照CPPI的机制进行资产配置，以实现保本和增值的目标。

基金管理人可根据市场行情的判断来动态调整股票的投资额度。股票的投资额度是随着安全垫放大倍数的调整来随之调整的。安全垫是股票投资可承受的最高损失限额。

第二，由中投信用担保有限公司对基金持有人投资金额的安全进行全额担保，以保障投资者持有基金到期能够获得投资金额的全额返还。中投信用担保公司是国内最大的商业综合性担保公司之一，有充足的实力为基金提供担保。

4. 基金的增值收益来源

目前基金主要通过投资国债，参与银行间债券市场和交易所市场的债券交易，选择风险较小、信用等级较高的短期债券作为主要债券品种，其中AAA级以上的债券不低于60%，以获取无风险的利息收入。基金通过购买基本面好、流动性高、市盈率低、派现力强、高成长性的股票，分享中国经济增长所带来的资本升值。基金还可以参与新股申购，通过回购市场上的无风险套利操作等手段，来增加基金的整体投资回报率。

另外在衍生产品上，保本基金可以投资：①股指期货。基金参与股指期货的投资应符合基金合同规定的保本策略和投资目标。通过对现货和期货市场运行趋势的研究，结合股指期货定价模型寻求其合理估值水平，与现货资产进行匹配，通过多头或空头套期保值等策略进行套期保值操作。在

需要调整风险资产的头寸时，基金将适当通过买卖股指期货对风险资产头寸进行调整。当需要增加风险资产头寸时，可根据相应的 β 值建立股指期货多头头寸；反之，当需要降低风险资产头寸时，可根据相应的 β 值建立股指期货空头头寸。基金的股指期货投资将充分考虑股指期货的收益性、流动性及风险特征，通过资产配置、品种选择，谨慎进行投资，以降低投资组合的整体风险。②权证。基金以被动投资权证为主要策略，包括投资因持有股票而派发的权证和参与分离转债申购而获得的权证，以获取这部分权证带来的增量收益。同时，基金将在严格控制风险的前提下，以价值分析为基础，主动进行部分权证投资。

基金业绩比较基准是：3年期银行定期存款税后收益率+0.5%。



案例 3-3

若某投资者投资10万元认购南方保本基金，假设该笔认购按照100%比例全部予以确认，并持有到保本期到期，认购费率为1.0%。假定募集期间产生的利息为50元，持有期间基金累积分红0.08元/基金份额。则认购份额为：

$$\text{净认购金额} = 100\ 000 / (1 + 1.0\%) = 99\ 009.90 \text{ (元)}$$

$$\text{认购费用} = 100\ 000 - 99\ 009.90 = 990.10 \text{ (元)}$$

$$\text{认购份额} = (99\ 009.90 + 50) / 1.00 = 99\ 059.90 \text{ (份)}$$

(1) 若保本期到期日，基金份额净值为0.90元。

$$\text{保本金额} = \text{基金份额持有人认购并持有到期的基金份额的投资金额} = 100\ 000 + 50 = 100\ 050.00 \text{ (元)}$$

$$\text{认购并持有到期的基金份额与到期日基金份额净值的乘积} = 99\ 059.90 \times 0.90 = 89\ 153.91 \text{ (元)}$$

$$\text{认购并持有到期的基金份额累计分红} = 99\ 059.90 \times 0.08 = 7\ 924.79 \text{ (元)}$$

$$\text{总金额} = 89\ 153.91 + 7\ 924.79 = 97\ 078.70 \text{ (元)}$$

即：总金额<保本金额。

若保本期到期日该投资者赎回基金份额，应由担保人赔付的差额为 $100\ 050.00 - 97\ 078.70 = 2\ 971.30$ 元。

(2) 若保本期到期日，基金份额净值为1.38元。

$$\text{保本金额} = \text{基金份额持有人认购并持有到期的基金份额的投资金额} = 100\ 000 + 50 = 100\ 050.00 \text{ (元)}$$

$$\text{认购并持有到期的基金份额与到期日基金份额净值的乘积} = 99\ 059.9 \times 1.38 = 136\ 702.66 \text{ (元)}$$

$$\text{认购并持有到期的基金份额累计分红} = 99\ 059.90 \times 0.08 = 7\ 924.79 \text{ (元)}$$

$$\text{总金额} = 136\ 702.66 + 7\ 924.79 = 144\ 627.45 \text{ (元)}$$

即：总金额>保本金额。

若保本期到期日该投资者赎回基金份额，则其可得到的赎回金额为136 702.66元。(担保人无须赔付)

资料来源：南方保本基金招募说明书。

第七节 交易型开放式指数基金(ETF)

学习内容	知识点
ETF的特点	被动操作的指数基金、实物申购赎回、一二级市场并存
ETF的套利交易	折价套利、溢价套利
ETF联接基金的概念	ETF联接基金与ETF基金的比较

一、ETF的特点

ETF具有下列三大特点。

(一) 被动操作的指数基金

ETF是以某一选定的指数所包含的成分证券为投资对象，依据构成指数的股票种类和比例，采取完全复制或抽样复制，进行被动投资的指数基金。ETF不但具有传统指数基金的全部特色，而且是更为纯粹的指数基金。

(二) 独特的实物申购、赎回机制

所谓实物申购、赎回机制，是指投资者向基金管理公司申购ETF，需要拿这只ETF指定的一篮子股票来换取；赎回时得到的不是现金，而是相应的一篮子股票，如果想变现，需要再卖出这些股票。实物申购、赎回机制是ETF最大的特色，使ETF省却了用现金购买股票以及为应付赎回卖出股票的环节。此外，ETF有“最小申购、赎回份额”的规定，只有资金达到一定规模的投资者才能参与ETF一级市场的实物申购、赎回。

(三) 实行一级市场与二级市场并存的交易制度

ETF实行一级市场与二级市场并存的交易制度。在一级市场上，只有资金达到一定规模的投资者（基金份额通常要求在30万份以上）可以随时在交易时间内进行以股票换份额（申购）、以份额换股票（赎回）的交易，中小投资者被排斥在一级市场之外。在二级市场上，ETF与普通股票一样在市场挂牌交易。无论是资金在一定规模以上的投资者还是中小投资者，均可按市场价格进行ETF份额的交易。一级市场的存在使二级市场交易价格不可能偏离基金份额净值很多，否则两个市场的差价会引发套利交易。套利交易会使套利机会终消失，使二级市场价格回复到基金份额净值附近。因此，正常情况下，ETF二级市场交易价格与基金份额净值总是比较接近。

ETF本质上是一种指数基金，因此对ETF的需求主要体现在对指数产品的需求上。由一级和二级市场的差价所引致的套利交易则属于一种派生需求。与传统的指数基金相比，ETF的复制效果更好，成本更低，买卖更为方便（可以在交易日随时进行买卖），并可以进行套利交易，因此对投资者具有独特的吸引力。

ETF交易模式如图3-1所示。

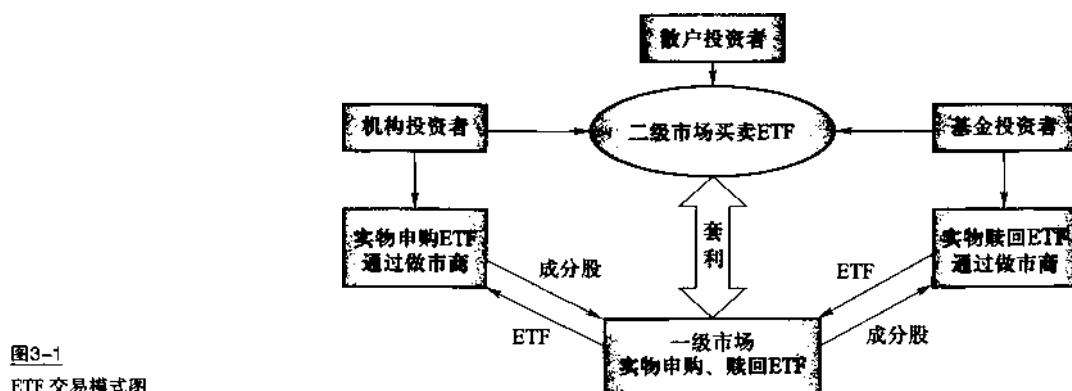


图3-1
ETF交易模式图

二、ETF的套利交易

当同一商品在不同市场上价格不一致时就会存在套利交易。传统上，数量固定的证券会在供求关系的作用下，形成二级市场价格独立于自身净值的交易特色，如股票、封闭式基金即是如此。而数量不固定的证券，如开放式基金则不能形成二级市场价格，只能按净值进行交易。ETF的独特之处在于实行一级市场与二级市场交易同步进行的制度安排，因此，投资者可以在ETF二级市场价格与基金份额净值两者之间存在差价时进行套利交易。

具体而言，当二级市场ETF交易价格低于其份额净值，即发生折价交易时，大的投资者可以通过在二级市场低价买进ETF，然后在一级市场赎回（高价卖出）份额，再于二级市场上卖掉股票而实现套利交易。相反，当二级市场ETF交易价格高于其份额净值，即发生溢价交易时，大的投资者可以在二级市场买进一篮子股票，于一级市场按份额净值转换为ETF（相当于低价买入ETF）份额，再于二级市场上高价卖掉ETF而实现套利交易。套利机制的存在会迫使ETF二级市场价格与份额净值趋于一致，使ETF既不会出现类似封闭式基金二级市场大幅折价交易、股票大幅溢价交易的现象，也克服了开放式基金不能进行盘中交易的弱点。

折价套利会导致ETF总份额的减少，溢价套利会导致ETF总份额的扩大。但正常情况下，套利活动会使套利机会消失，因此套利机会并不多，通过套利活动引致的ETF规模的变动也就不会很大。ETF规模的变动最终取决于市场对ETF的真正需求。

三、ETF与LOF的区别

LOF与ETF都具备开放式基金可以申购、赎回和场内交易的特点，但两者存在本质区别，主要表现在：

- (1) 申购、赎回的标的的不同。ETF与投资者交换的是基金份额与一篮子股票，LOF的申购、赎回是基金份额与现金的对价。
- (2) 申购、赎回的场所不同。ETF的申购、赎回通过交易所进行；LOF的申购、赎回既可以在代销网点进行，也可以在交易所进行。
- (3) 对申购、赎回限制不同。只有资金在一定规模以上的投资者（基金份额通常

要求在 50 万份以上) 才能参与 ETF 的申购、赎回交易, LOF 在申购、赎回上没有特别要求。

(4) 基金投资策略不同。ETF 通常采用完全被动式管理方法, 以拟合某一指数为目标; LOF 则是普通的开放式基金增加了交易所的交易方式, 它可以是指数型基金, 也可以是主动型基金。

(5) 在二级市场的净值报价上, ETF 每 15 秒提供一个基金参考净值 (IOPV) 报价; LOF 的净值报价频率要比 ETF 低, 通常 1 天只提供 1 次或几次基金净值报价。

四、ETF 的类型

根据 ETF 跟踪某一标的市场指数的不同, 可以将 ETF 分为股票型 ETF、债券型 ETF 等。而在股票型 ETF 与债券型 ETF 中, 又可以根据 ETF 跟踪的具体指数的不同对股票型 ETF 与债券型 ETF 进行进一步细分。如股票型 ETF 可以进一步分为全球指数 ETF、综合指数 ETF、行业指数 ETF、风格指数 ETF (如成长型、价值型等) 等。

根据复制方法的不同, 可以将 ETF 分为完全复制型 ETF 与抽样复制型 ETF。完全复制型 ETF 是依据构成指数的全部成分股在指数中所占的权重, 进行 ETF 的构建。我国首只 ETF——上证 50ETF 采用的就是完全复制。在标的指数成分股数量较多、个别成分股流动性不足的情况下, 抽样复制的效果可能更好。抽样复制就是通过选取指数中部分有代表性的成分股, 参照指数成分股在指数中的比重设计样本股的组合比例进行 ETF 的构建, 目的是以最低的交易成本构建样本组合, 使 ETF 能较好地跟踪指数。

1990 年, 加拿大多伦多证券交易所 (TSE) 推出了世界上第一只 ETF 指数参与份额 (TIPs)。1993 年, 美国的第一只 ETF——标准普尔存托凭证 (SPDRs) 诞生, 其后 ETF 在美国获得迅速发展。根据美国投资公司协会的统计, 截至 2013 年年末, 美国共有 1 294 只 ETF 产品, 资产净值达到 1.68 万亿美元。ETF 已成为美国基金市场上成长速度最快的基金品种之一。

我国第一只 ETF 为成立于 2004 年年底的上证 50ETF。截至 2013 年年末, 我国共有 80 只 ETF, 资产份额规模为 1 063.91 亿份。



案例 3-4

ETF 的起源与发展

20 世纪 80 年代, 美国证券交易所 (AMEX) 交易清淡, 而纽约证券交易所和纳斯达克市场却欣欣向荣。此时, AMEX 主管产品创新工作的 Nathan Most 和 Steven Bloom 对此深感担忧, 觉得 AMEX 应该有一条更好的出路。由于 Most 曾经在商品领域工作过, 因此很熟悉大宗商品的保管仓单。另外, 他们又都很熟悉共同基金。于是他们就设想, 是否可以把这两种金融产品结合为一种混合证券——一种可以上市流通的“仓单” (depository receipt)。

1987年证券市场暴跌之后，AMEX 面对的挑战更为严峻，推出上述新产品也更为迫切。但当时很多人不同意 Most 的想法。一些律师认为美国证券交易委员会不会同意这种金融产品的出台。但 Most 最终成功地说服 AMEX 决策层给他一次尝试的机会。这样，AMEX 聘用了 Kathleen Moriarty，她为这个金融产品通过复杂的司法论证贡献了巨大力量。该产品的合法性经过数年的争论，创新者终于取得了《1940 年证券交易法》的特例许可，当时的美国证券交易委员会主席 Richard Breeden 非常欣赏这个产品，并给予了最终的支持。Most 先生和道富环球投资公司（State Street Global Advisors, SSGA）合作进行基金的设计工作。他们预想推出一个新的金融产品，能和当时如日中天的领航基金公司（Vanguard）指数产品抗衡，并且能够使每年的管理费用低于 20 个基点（2‰）。

这样，针对标准普尔 500 的一揽子股票而设计的第一只 ETF——标准普尔 500 存托仓单（Standard & Poor's Depository Receipts, SPDR）诞生了。1993 年 1 月底，AMEX 冲破重重阻力，将标准普尔 500 存托仓单在 AMEX 上市，第一天的交易量令人咋舌，整个 2 月份平均日交易量超过 30 万单位。几年之后，标准普尔 500 存托仓单的日交易量突破 100 万单位大关，成为 AMEX 最活跃的交易品种。之后 AMEX 又引进了多只 ETF。

自诞生之后，ETF 成为美国历史上增长最快的金融资产。如今在美国，几乎每一个交易活跃的市场、每一个风格指数和每一个行业板块指数中都有 ETF 的身影。巴克莱环球投资管理公司（Barclays Global Investors, BGI）、SSGA 和其他主要的市场参与者把各种选择组合起来，设计出不同的 ETF，让投资者拥有了众多的可以根据自己需求来选择的投资机会。同时越来越多的市场主体参与到 ETF 产品中。2001 年以前，美国市场上主要有少数专业从事 ETF 管理的公司，其中 BGI、道富环球资产管理公司、美洲银行三家所管理的 ETF 就占据全球 ETF 市场的 93%。2002 年以来，美林、高盛、富达也先后发行了 ETF 产品。各大交易所也在争取 ETF 产品。2001 年前，ETF 的上市被美国证券交易所（AMEX）垄断，2001 年后，纽约证券交易所、纳斯达克交易所等也开始重视 ETF。ETF 从数量和规模上，主要都是 2003 年以后获得了迅猛发展。在 2008 年金融危机中有所下降，之后迅速回升，重新走上快速发展道路，目前基金数量、规模均处于历史最高水平。

2003 年，ETF 开始走向亚洲市场。2003 年 5 月 2 日，两只 ETF 在香港上市，分别是跟踪韩国和中国台湾股市的 MSCI 韩国指数基金和 MSCI 台湾指数基金。2003 年 6 月 30 日，台湾第一只 ETF——“宝来台湾卓越 50 基金”正式挂牌上市，销售状况和业绩表现均非常理想。目前亚太地区的主要证券市场都已推出了 ETF 产品。全球管理 ETF 规模最大的前 10 大基金公司如表 3-2 所示。

表 3-2 全球管理 ETF 规模最大的前 10 大基金公司（截至 2012 年 2 月 29 日）

拥有 ETF 最多的基金公司	净资产（十亿美元）	市场份额占比（%）	数量（只）
iShares	672.82	40.19	555
State Street（道富）	303.98	18.16	156
Vanguard（先锋）	200.08	11.95	77
Powershares	57.03	3.41	144

续表

拥有 ETF 最多的基金公司	净资产(十亿美元)	市场份额占比(%)	数量(只)
DB X-Trackers	47.25	2.82	214
Lyxor(领先)	39.96	2.39	187
ETFS	28.71	1.71	264
Van Eck(凡埃克)	26.44	1.58	44
ProShares	22.92	1.37	131
Nomura(野村证券)	19.82	1.18	37

资料来源：晨星公司。

ETF 自面世以来，产品创新从未停止过：

(1) 抵制通货膨胀(inflation protected securities, TIPs, 即根据 CPI 的变化情况相应调整面值)的债券指数 ETF 产品。2000 年, Vanguard 推出第一只抵制通货膨胀的债券指数 ETF, 该产品推出后表现较好, 受到市场欢迎, 2003 年年初, BGI 也推出首只 TIP 的 ETF。

(2) 首只红利股票指数 ETF——道琼斯红利指数 ETF (Dow Jones Select Dividend Index Fund) 于 2003 年 11 月 7 日在纽约股票交易所上市。该产品投资于 50 只红利发放率较高的美国股票, 具体股票选择标准如下: 过去 5 年每股红利增长率连续为正, 过去 5 年平均红利发放率少于或等于 60%, 年平均交易量超过 150 万美元。该产品以此标准筛选股票, 在所筛选出的股票中按照分红发放率对公司进行排序, 选择前 50 名编制指数, 并以红利发放率作为权重。该指数根据上市公司每年公布的分红情况调整一次。

新的 ETF 产品还在不断面世。不过, ETF 的迅速发展给共同基金业带来了威胁。一种观点认为 ETF 将乘势发展甚至取代共同基金, 不过, 与此相反的观点认为 ETF 以其灵活的交易方式可以满足偏好频繁交易的投资人的需求, 而共同基金更适合于“买入—持有”策略的长期投资人。此外, ETF 具有费率低以及延迟纳税的优势, 对资金量大的机构投资者会更有吸引力。因此 ETF 和共同基金的互补性甚于竞争性, 二者作为市场上的不同基金品种将长期共存。

资料来源：李曜，游搁嘉. 证券投资基金管理学. 4 版. 北京：清华大学出版社，2014。

五、ETF 联接基金

ETF 联接基金是将绝大部分基金财产投资于某一 ETF(称为目标 ETF), 密切跟踪标的指数表现, 可以在场外(银行渠道等)申购赎回的基金。根据中国证监会的规定^①, ETF 联接基金投资于目标 ETF 的资产不得低于联接基金资产净值的 90%, 其余部分应投资于标的指数成分股和备选成分股。并且, ETF 联接基金的管理人不得对 ETF 联接基

^① 中国证监会《交易型开放式指数证券投资基金联接基金审核指引》。

金财产中的 ETF 部分计提管理费。

ETF 联接基金的主要特征在于：

(1) 联接基金依附于主基金。通过主基金投资，若主基金不存在，联接基金也不存在。因此，联接基金和 ETF 是同一法律实体的两个不同部分，联接基金处于从属地位。

(2) 联接基金提供了银行渠道申购 ETF 的渠道，可以吸引大量的银行客户直接通过联接基金介入 ETF 的投资，增强 ETF 市场的交易活跃度。目前直接申购 ETF 的资金量一般不能少于某一限额（如 50 万份、100 万份等），因此，目前申购 ETF 以机构为主，普通中小投资者无法投资 ETF，这就限制了 ETF 的发展。联接基金的目的就是解决这个问题，在联接基金发行后，投资者可以通过申购联接基金的方式（联接基金申购 1 000 份起），参与 ETF 投资。联接基金主要是为银行渠道的中小投资者申购 ETF 打开了通道。

(3) 联接基金可以提供目前 ETF 不具备的定期定额等方式来介入 ETF 的运作。

(4) 联接基金不能参与 ETF 的套利，发展联接基金主要是为了做大指数基金的规模。联接基金的目的不在于套利，而是通过把银行渠道的资金引进来，做大指数基金的规模，推动指数化投资。

(5) 联接基金不是基金中的基金（FOF），联接基金完全依附主基金，将所有投资通过主基金进行，而基金中的基金往往投资于不同基金管理人管理的多只基金。

表 3-3 为 ETF 联接基金与 ETF 的比较。

表 3-3 ETF 联接基金与 ETF 的比较

	ETF 联接基金	ETF
业绩	紧密跟踪标的指数表现	
运作方式	开放式	
申购门槛	低（1 000 份）	高（至少 30 万份、50 万份、100 万份等）
投资标的	1. 跟踪同一标的指数的组合证券（即目标 ETF） 2. 标的指数的成分股和备选成分股 3. 中国证监会规定的其他证券品种 4. ETF 联接基金财产中，目标 ETF 不得低于基金资产净值的 90%。它更类似于增强指数基金。90% 的基金资产用来投资跟踪指数，10% 的基金资产通过主动管理来强化收益	一篮子股票或债券组合，这一组合中的股票或债券种类与某一特定指数构成完全一致；ETF 的投资组合通常完全复制标的指数，其净值表现与盯住的特定指数高度一致
申购、赎回渠道	银行、券商	券商
费用	管理费：《交易型开放式指数证券投资基金管理指引》中仅规定了 90% 的 ETF 资产不得收取管理费 托管费：ETF 联接基金的基金托管人不得对 ETF 联接基金财产中的 ETF 部分计提托管费 费率：认购、申购、赎回的费率可以参照开放式基金的相关费率水平	ETF 在交易所交易的费用与封闭式基金的交易费用相同，远比开放式基金申购、赎回费低

2009年9月，我国最早的两只联接基金——华安上证180ETF联接基金和交银180治理ETF联接基金成立。

第八节 QDII 基金

学习内容	知识点
QDII的基本概念	QDII在投资组合中的作用、可投资对象和禁止性行为

一、QDII基金概述

2007年6月18日，中国证监会颁布《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》，规定符合条件的境内基金管理公司和证券公司，经中国证监会批准，可在境内募集资金进行境外证券投资管理。这种经中国证监会批准可以在境内募集资金进行境外证券投资的机构称为合格境内机构投资者（qualified domestic institutional investor, QDII）。QDII是在我国人民币没有实现可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地允许境内投资者投资海外证券市场的一项过渡性的制度安排。目前，除了基金管理公司和证券公司外，商业银行等其他金融机构也可以发行代客境外理财产品，但我们这里主要涉及的是由基金管理公司发行的QDII产品，即QDII基金。QDII基金可以人民币、美元或其他主要外汇货币为计价货币募集。^①

二、QDII基金在投资组合中的作用

不同于只能投资于国内市场的公募基金，QDII基金可以进行国际市场投资。通过QDII基金进行国际市场投资，不但为投资者提供了新的投资机会，而且由于国际证券市场常常与国内证券市场具有较低的相关性，也为投资者降低组合投资风险提供了新的途径。

三、QDII基金的投资对象

（一）QDII基金可投资的金融产品或工具

根据有关规定，除中国证监会另有规定外，QDII基金可投资于下列金融产品或工具：

（1）银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具。

（2）政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等，以

^① 关于QDII基金，在本书第二十六章还会详细阐述。

及经中国证监会认可的国际金融组织发行的证券。

(3) 与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证。

(4) 在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金。

(5) 与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品。

(6) 远期合约、互换及经中国证监会认可的境外交易所上市交易的权证、期权、期货等金融衍生产品。

(二) QDII 基金的禁止性行为

除中国证监会另有规定外，QDII 基金不得有下列行为：

(1) 购买不动产。

(2) 购买房地产抵押按揭。

(3) 购买贵重金属或代表贵重金属的凭证。

(4) 购买实物商品。

(5) 除应付赎回、交易清算等临时用途以外，借入现金。该临时用途借入现金的比例不得超过基金、集合计划资产净值的 10%。

(6) 利用融资购买证券，但投资金融衍生产品除外。

(7) 参与未持有基础资产的卖空交易。

(8) 从事证券承销业务。

(9) 中国证监会禁止的其他行为。



案例 3-5

诺安全球黄金 QDII 基金的投资

诺安基金公司于 2011 年 1 月推出的全球黄金投资基金，是国内颇为成功的 QDII 基金。由于定位准确，获得了投资者的认可，首次募集规模达 31.97 亿份，为 2007 年 QDII 基金繁荣后仅有的高规模。截至 2012 年 6 月底，基金累计净值 1.087 0 元。

该基金主要通过投资于境外有实物黄金支持的黄金 ETF，紧密跟踪金价走势，为投资者提供一类可有效分散组合风险的黄金类金融工具。

一、投资理念

黄金作为有特殊意义和历史价值的贵金属，其分散风险、抵御通胀、对冲弱势美元的功能得到了投资者的一致认同，而黄金 ETF 更因为其良好的易得性、流动性以及投资透明性得到了投资者的普遍青睐。

基金通过投资于有实物黄金支持的黄金 ETF，最小化黄金投资风险，为投资者提供优质的黄金投资工具，使投资者可以便捷地由资本市场进入黄金投资市场。

二、投资范围

基金的投资范围主要包括已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金中有实物黄金支持的黄金交易所交易基金、货币市场工具，以及中国证监会允许本基金投资的其他金融工具。此外，为对冲本外币的汇率风险，可以投资于外汇远期合约、外汇互换协议、期权等金融工具。

有实物黄金支持（physical gold underlying）的黄金 ETF 是指以标准化的实物黄金为基础资产，并可以用实物黄金申购和赎回基金份额的黄金 ETF。

基金投资于有实物黄金支持的黄金 ETF 不低于基金资产的 80%，现金或者到期日不超过 1 年的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的 5%。

三、投资策略

基金主要通过投资于有实物黄金支持的黄金 ETF 的方式达成跟踪金价的投资目标。基金遴选出在全球发达市场上市的有实物黄金支持的优质黄金 ETF，之后基本上采取买入一持有的投资策略，但根据标的 ETF 跟踪误差、流动性等因素定期进行调整和再平衡。基金只买卖和持有黄金 ETF 份额，不直接买卖或持有实物黄金。

投资于此类黄金 ETF 可以最小化投资风险，规避金价之外的因素对于 ETF 价格波动的影响。

基金原则上选取发达市场交易所交易的黄金 ETF 品种，目前主要涉及的交易所有纽约、伦敦、苏黎世、多伦多、香港、悉尼等发达市场。

在具体遴选过程中，对于黄金 ETF，基金主要考虑的因素有：流动性、规模、跟踪误差、透明度、费率、挂牌时间、估值基准、组织架构等。

基金将选取流动性良好、规模合理、跟踪误差较小、透明度较高、费率低廉、挂牌时间较长、估值基准与本基金的业绩基准间的差异较小、组织架构合理的黄金 ETF 作为主要投资对象，构建备选基金库。

资料来源：诺安全球黄金 QDII 基金招募说明书。

第九节 分级基金

学习内容	知识点
	分级基金的概念
分级基金的概念、特点和分类	母基金份额，A 类份额、B 类份额分别具有不同的风险收益特征
	一只基金，多类份额，多种投资工具；A 类、B 类份额分级，资产合并运作；基金份额可在交易所上市交易；内含衍生工具与杠杆特性；多种收益实现方式、投资策略丰富

一、分级基金的基本概念

分级基金是指通过事先约定基金的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的子份额，并可将其中部分或全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金。其中，分级基金的基础份额称为母基金份额，预期风险收益较低的子份额称为A类份额，预期风险收益较高的子份额称为B类份额。^①

二、分级基金的特点

分级基金作为一种创新型基金，是继ETF后交易所场内的重要交易工具之一，具有与普通基金不同的特点。

(一) 一只基金，多类份额，多种投资工具

普通基金仅适合于某一类特定风险收益偏好的投资者，而分级基金借助结构化设计将同一基金资产划分为预期风险收益特征不同的份额类别，可以同时满足不同风险收益偏好投资者的需求。目前的分级基金一般为融资类分级基金，即B份额以一定的成本向A份额融资，B份额承担扣除融资成本以外的母基金全部的收益或亏损。股票型分级基金一般分为母基金份额和A、B两类子份额，三类份额各自具有不同的风险收益特征。其中，母基金份额即为普通股票指数基金份额，具有较高风险、较高预期收益的特征；A类份额根据基金合同的约定可以定期获得约定收益，通常是在基准利率的基础上有所上浮，同时通过不定期折算等特殊机制，使得B类份额以自身的净值保证A类份额的本金安全及约定收益，从而使A类份额体现出类固定收益产品的特性，具有低风险、收益相对稳定的特征；而B类份额则获取扣除了A类份额的约定收益以外的母基金的全部收益或亏损，具有鲜明的杠杆特性，因此，B类份额具有高风险、高预期收益的特征。

通过上述结构化分级机制和收益分配的划分，使得一只分级基金同时具有了风险收益特征不同的三类份额，可以同时满足三类投资者的需求：A类份额具有低风险、收益稳定的特征，比较适合保守型、偏好固定收益品种的投资者；而B类份额具有高风险、高预期收益的特征，比较适合偏好杠杆投资的激进型投资者；母基金份额等同于普通股票指数基金份额，具有较高风险、较高预期收益的特征，比较适合具有较高风险承受能力的配置型投资者。

(二) A类、B类份额分级，资产合并运作

尽管分级基金将母基金份额拆分为不同风险收益特征的子份额，但基金资产仍然作为一个整体进行投资运作，不同类别子份额的估值与收益分配一方面取决于事先约定的收益分配条件，另一方面则会受到基金整体投资业绩的影响。

(三) 基金份额可在交易所上市交易

目前主流的股票型分级基金与LOF类似，母基金可以通过场外、场内两种方式募集，通过场外与场内获得的基金份额分别被注册登记场外系统与场内系统，但基金份额可以通过跨系统转托管实现场外市场与场内市场的转换。基金成立后，投资者在场内认

^① 该定义引自中证监会2012年发布的《分级基金产品审核指引》。

购的母基金份额自动分离为 A 类份额和 B 类份额，并上市交易；对于从场内申购的母基金份额，投资者既可选择将其分拆为 A 类份额和 B 类份额并上市交易，也可选择不进行基金份额分拆而保留母基金份额。因此，证券交易所场内可存在三类份额：母基金份额、A 类份额和 B 类份额，其中母基金份额通常只能被申购和赎回，而 A 类份额和 B 类份额则只可上市交易。投资者认购 / 申购母基金份额后可以根据自己的风险偏好选择持有母基金份额；或者在分离 / 分拆母基金份额后选择卖出某一类份额，持有另一类份额。此外，偏好某一类子份额的投资者也可以选择从二级市场上单独买入该类子份额，或者同时买入两类子份额合并成母基金份额，满足投资者的多种投资需求。

分级基金 A 类、B 类份额的上市交易，满足了投资者根据不同的风险收益偏好进行交易选择的需求。需要注意的是，并非所有的分级基金份额均可上市交易。例如，目前主流的股票型分级基金的母基金份额不可上市交易；目前主流的债券型分级基金的 A 类份额一般不可上市交易，有的债券型分级基金的 A 类份额和 B 类份额均不上市。

（四）内含衍生工具与杠杆特性

分级基金涉及收益分配权的分割与收益保障等结构性条款的设置，使其普遍具有杠杆化的特性，具有了内含衍生工具特性。此外，由于结构设计、运作方式、定价和杠杆的不同，不同的分级基金表现出较大的差异性，这些情况都使分级基金的复杂程度超过普通基金。

（五）多种收益实现方式、投资策略丰富

普通基金通常只能通过基金资产净值的增长或二级市场价格的变化实现投资收益，但分级基金由于份额分类和结构化设计，使其内含了期权、杠杆等多种特性，为投资者提供了多种投资工具，投资者通过折溢价套利、A 类份额持有策略、B 类份额波段操作策略、定期折算与不定期折算投资机会捕捉等多种投资策略，可寻求多样化的收益实现方式。

三、分级基金的分类

（一）按运作方式分类

按运作方式可以将分级基金分为封闭式分级基金与开放式分级基金。

封闭式分级基金的母基金份额只能在基金发行时购买，发行结束后不能申购赎回母基金份额，只能通过二级市场买卖分级份额（A 类或 B 类份额）。开放式运作能够满足投资者在基金日常运作期间申购赎回分级基金基础份额的需求，同时通过配对转换的功能实现母基金份额与分级份额之间的联通。封闭式分级基金有一定存续期限，目前多为 3 年期或 5 年期，封闭期到期后分级基金通常转为普通 LOF 基金进行运作，分级机制不再延续，而开放式的分级基金则能保证分级基金的分级机制在正常情况下长期有效和永久存续。封闭式运作有利于某些债券投资策略的实施，开放式运作既为基金份额提供了流动性，结合配对转换功能还有利于平抑分级基金份额之间的总体折（溢）价率。

（二）按投资对象分类

按投资对象的不同，可以将分级基金分为股票型分级基金、债券型分级基金（包括

转债分级基金)和QDII分级基金等。

(三) 按投资风格分类

按投资风格可以将分级基金分为主动投资型分级基金与被动投资(指数化)型分级基金。

(四) 按募集方式分类

按募集方式可以将分级基金分为合并募集和分开募集两种类型。

合并募集是统一以母基金代码进行募集，募集完成后，将基金份额按比例分拆为两类子份额；分开募集是指基金以子份额的代码进行分开募集，通过比例配售实现子份额的配比。分开募集的分级基金通常为债券型分级基金。

(五) 按子份额之间收益分配规则分类

根据子份额之间收益分配规则的不同，可以将分级基金分为简单融资型分级基金与复杂型分级基金。

简单融资分级相当于B级份额以一定的约定成本向A级份额融资而获得杠杆；复杂分级的子份额通常暗含多个期权，估值与定价更为复杂。我国现有分级基金大多是简单融资型分级基金。

(六) 按是否存在母基金份额分类

按是否存在母基金份额，可以将分级基金分为存在母基金份额的分级基金和不存在母基金份额的分级基金。

现有全部股票型分级基金和少量债券型分级基金都属于存在母基金份额的分级基金，大部分债券型分级基金都属于不存在母基金份额的分级基金。不存在母基金份额的分级基金具有两个特点：一是必然不采取份额配对转换机制；二是其披露的基础份额份额净值并不代表基金整体的投资收益情况，存在一定的失真。

(七) 按是否具有折算条款分类

按是否具有折算条款，可以将分级基金分为具有折算条款的分级基金和不具有折算条款的分级基金。

分级基金的折算条款一般有两类：一类为定期折算条款，旨在将A类份额的约定收益分配给其持有人，一般情况下，定期折算将A类份额的约定收益以母基金的形式折算给A类份额持有人；另一类为不定期折算，其条款设置一般为当分级基金B类份额净值触发下阈值时进行下折算，或者当母基金份额或B类份额的份额净值触发上阈值时进行上折算。



案例 3-6

银华深证 100 指数分级基金

银华深证 100 指数分级基金(简称银华深 100)是国内基金产品创新的成功案例之一。该基金凭借对分级机制的合理设计及诸多创新元素的有机结合，成为基金行业分级基金产品设计的范本。

2010年5月7日，银华深证100指数分级基金正式成立，首次募集规模达22.04亿元。该基金成立后，受到了投资者和媒体的广泛认可和好评，基金资产规模逐年稳步增长。截至2014年6月底，基金资产规模达到163.26亿元，份额规模达到244.96亿份。该产品的巨大成功源自于产品的创新设计，银华深100是国内首只采用被动的投资方式、提供持续且稳定分级机制的分级基金，也是国内首只每年提供收益兑付、长期保持较高杠杆的分级基金。

银华深100通过简单明晰的结构化设计，使一只基金同时涵盖三类具有不同风险收益特征的份额，为投资者提供了三种投资工具（银华稳健份额：类固定收益、浮息债、抗通胀；银华锐进份额：杠杆收益、低融资成本、以小博大；银华深证100份额：业绩表现最好的宽基指数、领涨抗跌），可以满足投资者多样化的投资需求。

1. 基金份额结构

银华深证100指数分级基金的基金份额包括母基金份额（即具有指数风险收益特征的银华100份额）和两类子份额（即具有低风险稳健收益特征的银华稳健份额与具有高风险杠杆收益特征的银华锐进份额）。其中，银华稳健份额与银华锐进份额的基金份额配比始终保持1:1的比例不变。

2. 基金的销售渠道

银华深100以同一个基金份额认购代码通过场内、场外两种渠道公开发售。投资者还可在场内、场外两种渠道申购和赎回银华100份额。

投资者只可通过场内或场外申购和赎回银华100份额，不能从二级市场上直接购买。投资者只可在二级市场上买卖银华稳健份额或银华锐进份额，不能在场内或场外申购或赎回这两类子份额。

3. 基金份额配对转换规则

份额配对转换是指银华100份额与银华稳健份额、银华锐进份额之间的配对转换，包括以下两种方式的配对转换：

(1) 分拆。分拆指基金份额持有人将其持有的2份银华100份额的场内份额申请转换成1份银华稳健份额与1份银华锐进份额的行为。

基金募集完成后，投资者在场内认购的全部银华100份额按照1:1的比例自动分拆为预期收益与风险不同的银华稳健份额和银华锐进份额，且两类子基金份额的基金资产合并运作。基金成立后，投资者可选择将其场内申购的银华100份额按1:1的比例分拆成银华稳健份额和银华锐进份额。

(2) 合并。合并指基金份额持有人将其持有的1份银华稳健份额与1份银华锐进份额申请转换成2份银华100份额的场内份额的行为。

投资者即可按1:1的配比将其持有的银华稳健份额和银华锐进份额申请合并为银华100份额后赎回。

场外申购的银华100份额则不可以直接分拆。投资者可将其持有的场外银华100份额跨系统托管至场内，再申请将其分拆成银华稳健份额和银华锐进份额后上市交易。投资者可按1:1的配比将其持有的银华稳健份额和银华锐进份额合并为银华100份额后赎回。

4. 银华稳健份额和银华锐进份额的净值计算

在基金的存续期内，基金净资产优先确保银华稳健份额的本金及银华稳健份额累计约定日应得

收益，因而银华稳进份额为低风险且预期收益相对稳定的基金份额。银华稳进份额约定年基准收益率为“1年期同期银行定期存款利率（税后）+3%”。

基金在优先确保银华稳进份额的本金及累计约定日应得收益后的剩余净资产计为银华锐进份额的净资产，因而银华锐进份额为高风险、高收益的基金份额。

5. 基金份额折算

在银华深100存续期内的每个会计年度第一个工作日，基金将对银华稳进份额的应得收益进行定期份额折算，2份银华深证100份额将按1份银华稳进份额获得约定应得收益的新增折算份额。除定期份额折算外，基金还将在以下两种情况进行不定期份额折算，即：银华100份额的基金份额净值达到2.000元，银华锐进份额的基金份额净值达到0.250元。

6. 各类份额的风险收益特征

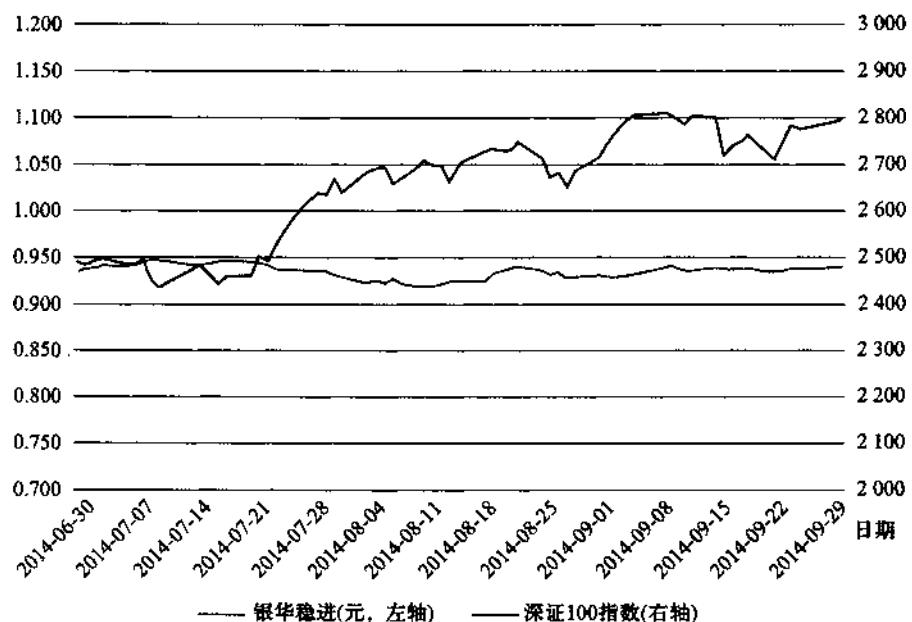
下面以2014年6月30日至2014年9月30日期间，银华深证100指数分级基金三类份额与深证100指数收益对比为例，说明三类份额的风险收益特征。

(1) 银华稳进份额的风险收益特征。2014年6月30日至2014年9月30日，深证100指数从2489.74点上涨至2797.86点，涨幅为12.38%。由于银华稳进份额净值2014年的约定收益率为6%，其净值表现不受股票市场波动的影响，但其二级市场的价格则受到市场上各种因素的影响，投资者从二级市场上直接购买银华稳进份额在该期间获取的总收益仅为0.43%。

由于银华稳进份额为每年获得约定收益，其份额净值的增长率水平不受股票市场波动影响，因而其具有低风险稳健收益特征的类固定收益特征。具体如图3-2所示。

图3-2
银华稳进和深证
100指数价格趋势
图（2014年6月30
日—2014年9月30
日）

资料来源：wind
资讯。



(2) 银华锐进份额的风险收益特征。2014年6月30日至2014年9月30日期间，投资者从二级市场上直接购买银华锐进份额，其可获得收益率达39.58%，可见由于银华锐进份额具有杠杆的特

征，其价格涨幅远超深证100指数12.38%的涨幅。银华锐进的杠杆属性在此轮股市上涨中表现得十分充分，在支付给银华稳进一定的融资成本后，所有的涨跌均由银华锐进承担，因而涨幅远超指数涨幅。具体如图3-3所示。

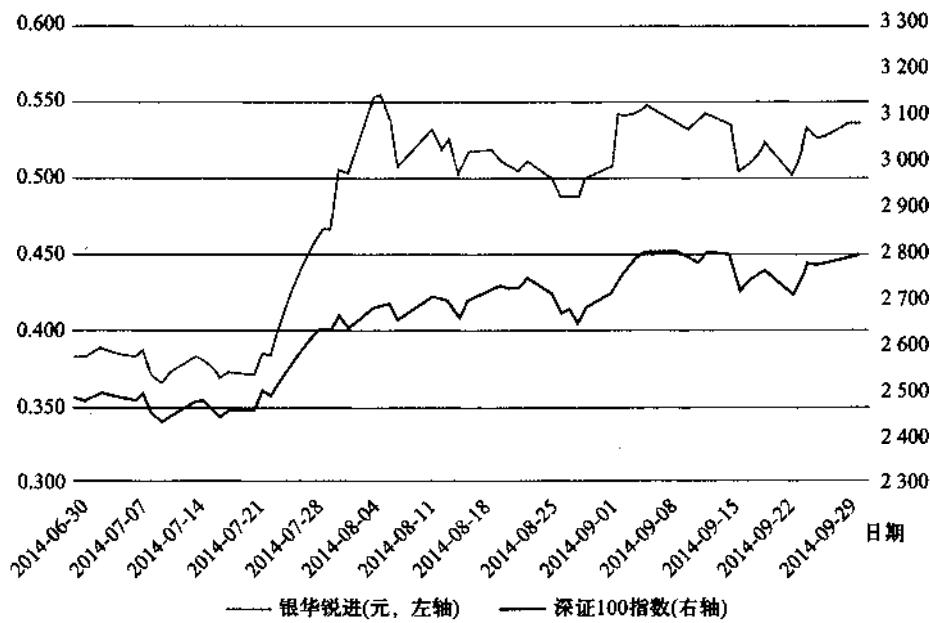


图3-3
银华锐进和深证
100指数价格趋势
图(2014年6月
30日—2014年9月
30日)

资料来源：wind
资讯。

(3) 银华100份额的风险收益特征。2014年6月30日至2014年9月30日，银华100份额净值增长幅度为11.41%，与深证100指数涨幅12.38%接近。银华100份额为母基金份额，因而具有市场平均风险收益特征。具体如图3-4所示。

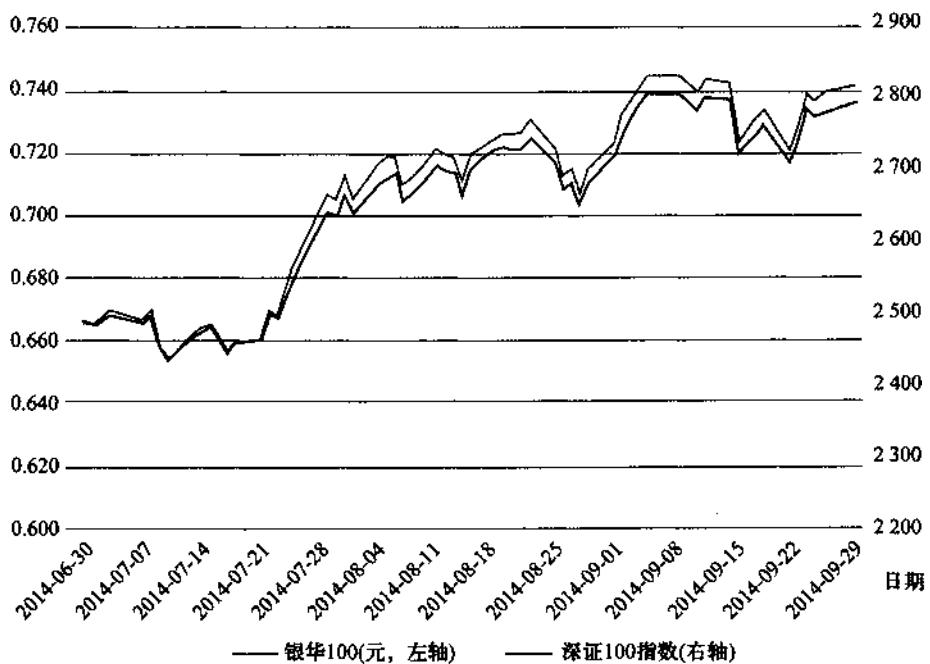


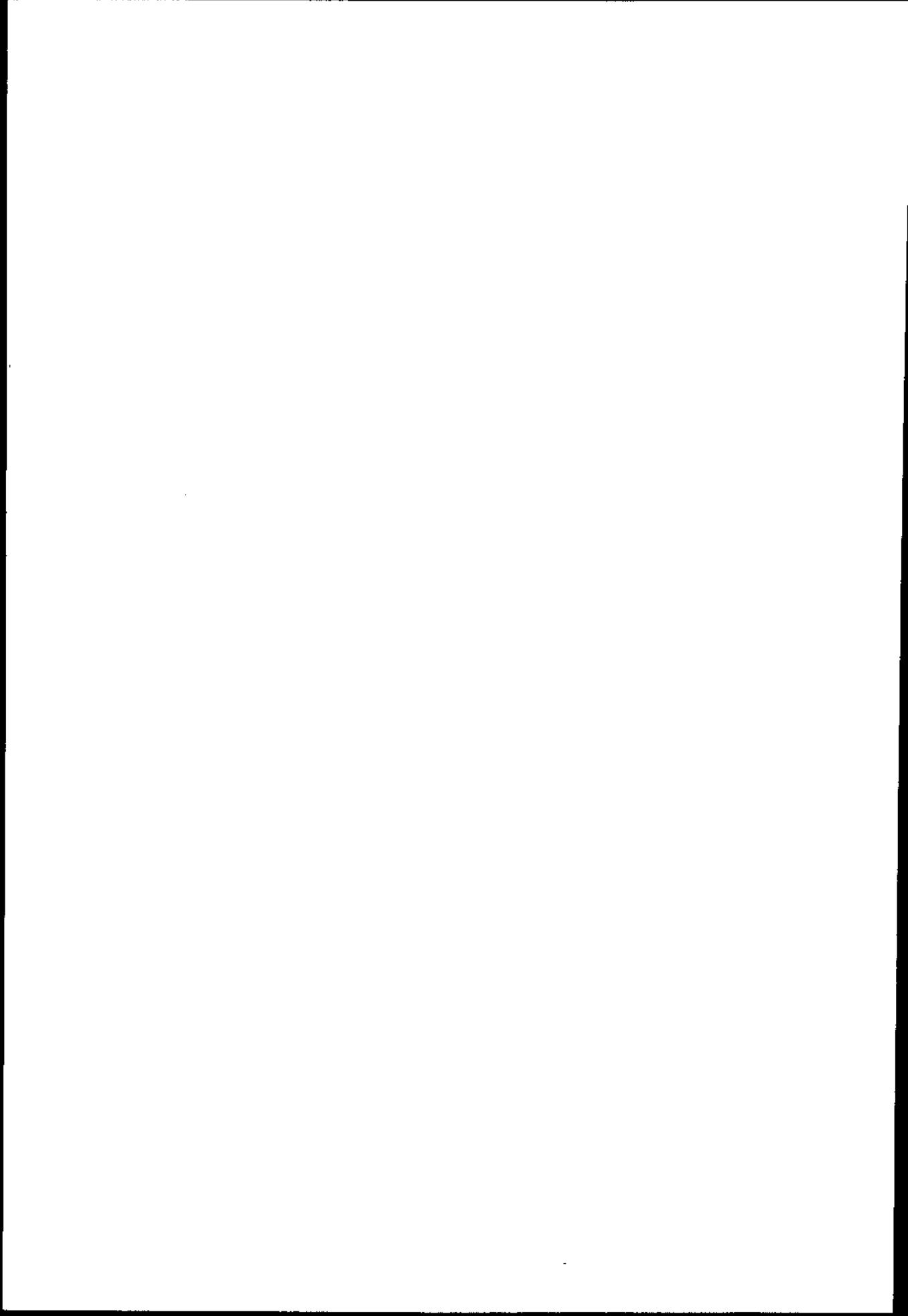
图3-4
银华100和深证
100指数价格趋势
图(2014年6月30
日—2014年9月30
日)

资料来源：wind
资讯。

参 考 文 献

- [1] 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京: 中国金融出版社, 2012.
- [2] 李曜, 游搁嘉. 证券投资基金学. 4 版. 北京: 清华大学出版社, 2014.
- [3] 罗伯特·博森, 特雷莎·哈马彻. 基金业务. 刘宝成, 刘远, 译. 北京: 中信出版社, 2012.

第二篇 基金监管与职业道德

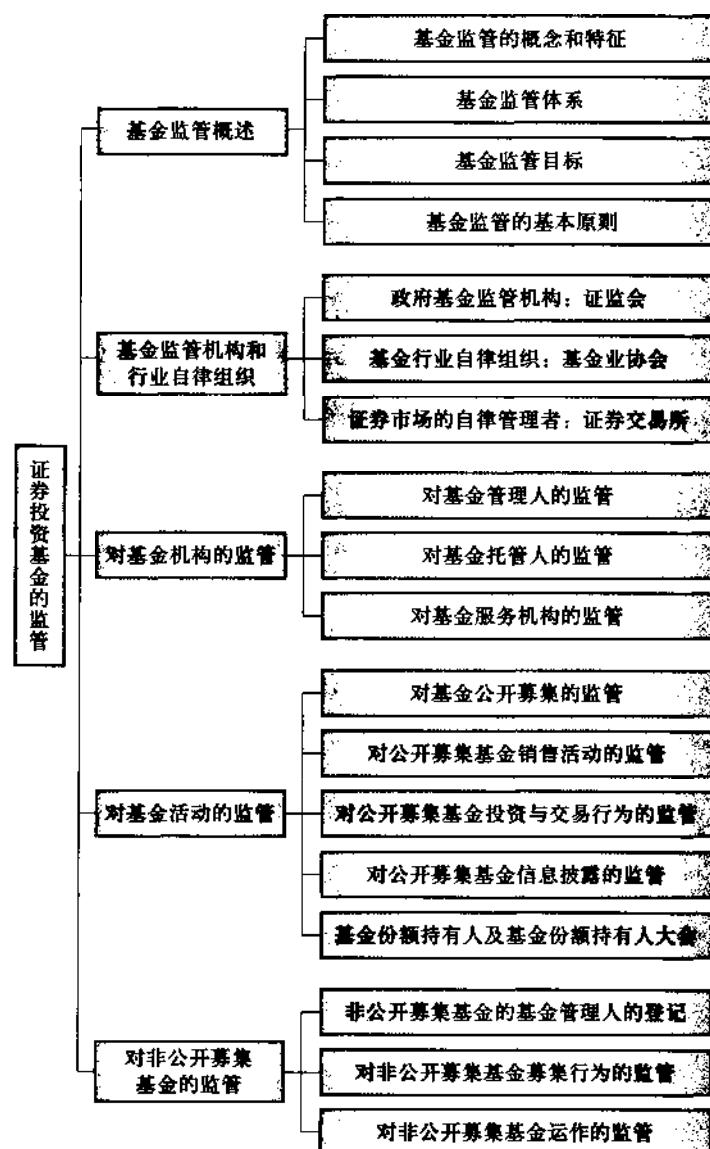


第4章 证券投资基金的监管

本章内容概述

基金监管对于规范证券投资基金活动、保护投资人及相关当事人合法权益，以及促进证券投资基金和资本市场的健康发展意义重大。本章依托《中华人民共和国证券投资基金法》以及中国证券监督管理委员会发布的相关部门规章和规范性文件，系统阐述了我国基金监管体系。本章共分五节。第一节和第二节介绍了基金监管的概念、体系、原则、目标和体制。第三节和第四节阐述了对公开募集基金参与方和活动的监管方式。第五节以区别监管的视角介绍了对非公开募集基金的监管。

知识结构图



第一节 基金监管概述

学习内容	知识点
基金监管的概念和特征	基金监管的概念
	基金监管的特征
基金监管的体系、目标及各要素的关系	基金监管体系、监管目标
	基金监管的要素及其相互关系
基金监管的基本原则	保障投资人利益原则；适度监管原则；高效监管原则；依法监管原则；审慎监管原则；公开、公平、公正监管原则

一、基金监管的概念及特征

(一) 基金监管的概念

基金监管，依据监管主体范围的不同，可以有广义和狭义两种理解。广义的基金监管是指有法定监管权的政府机构、基金行业自律组织、基金机构内部监督部门以及社会力量^①对基金市场、基金市场主体^②及其活动的监督或管理。狭义的基金监管一般专指政府基金监管机构依法对基金市场、基金市场主体及其活动的监督和管理。

本书采用狭义的基金监管概念，即基金监管专指政府基金监管；相应地，基金行业自律组织、基金机构内部监督部门和社会力量所实施的监督或管理，分别采用“基金行业自律”“基金机构内控”和“社会力量监督”来表述。

(二) 基金监管的特征

政府基金监管较之基金行业自律、基金机构内控以及社会力量监督具有以下特征：

1. 监管内容具有全面性

政府基金监管的内容，不仅涉及各种基金机构的设立、变更和终止，基金机构从业人员的资格和行为，基金机构的活动规则，而且还涉及基金市场其他诸多方面的监管，监管内容具有全面性。

2. 监管对象具有广泛性

政府基金监管机构对所有的基金机构及其从业人员乃至基金行业自律组织均有权监管。

3. 监管时间具有连续性

政府基金监管活动贯穿基金机构从设立直至终止的全过程，包括市场进入、市场活

^① 所谓社会力量，包括各种独立的专业评估机构、审计机构，以及社会媒体、基金投资者和普通公众等。

^② 所谓基金市场主体，即各种基金机构及其从业人员。主要是指基金管理人、基金托管人及其从业人员，以及基金市场中的基金销售机构、基金销售支付机构、基金份额登记机构、基金投资顾问机构、基金评价机构等各种基金服务机构及其从业人员。

动和市场退出的各方面制度，体现为事前监管、事中监管和事后监管的连续活动。

4. 监管主体及其权限具有法定性

与基金行业相关的法律法规明确规定政府基金监管机构及其权限和职责，政府基金监管机构依法行使其职责。

5. 监管活动具有强制性

有关基金监管的法律规定，具有强制性规范的性质。政府基金监管机构依法行使审批权、检查权、禁止权、撤销权、行政处罚权和行政处分权等监管权，均具有法律效力，具有强制性。这是政府对基金行业有效监管的保证。

可见，相比基金行业自律、基金机构内控以及社会力量监督而言，政府基金监管是最为广泛、最具权威、最为有效的监管。

二、基金监管体系

体系是指若干有关事物相互联系相互作用而构成的一个整体。基金监管体系，即为基金监管活动各要素及其相互间的关系。基金监管活动的要素主要包括目标、体制、内容和方式等。

基金监管目标，是指基金监管活动所要达到的目的和效果。基金监管体制，是指基金监管活动主体及其职权的制度体系。基金监管内容，是指基金监管具体对象的范围，既包括基金市场活动的主体也包括基金市场主体的活动。基金监管方式，是指基金监管所采用的方法和形式，也称基金监管的手段和措施。广义的监管方式，包括对基金市场主体即基金机构的市场准入监管、对基金机构市场行为的监管以及对基金机构各种违法违规行为或出现某些法定情形后的处置措施，也即对基金机构的审核注册、对基金机构行为的检查以及检查后对存在问题的基金机构的各种行政处置措施，分别体现了事前监管、事中监管和事后监管。狭义的监管方式，也称为监管措施，通常不包括市场准入监管，而仅包括检查及其后续的处置措施。

基金监管目标是基金监管活动的出发点和价值归宿，基金监管体制的设置、内容的选择、方式的采用等均须以基金监管目标的实现为宗旨，而基金监管目标的实现也必须依赖于基金监管体制、基金监管内容和基金监管方式的有机配置。

总而言之，基金监管就是为实现监管目标，由监管主体行使其法定职权，采用必要的监管手段和措施，对需要监管的诸对象所进行监督和管理的活动。这些与基金监管有关的各要素及其相互间关系的集合便构成了基金监管体系。

三、基金监管目标

基金监管目标是基金监管活动的出发点和价值归宿，基金监管活动须依法进行，因此，我国基金监管的目标，也体现为《证券投资基金法》的立法宗旨，其中包括：

(一) 保护投资人及相关当事人的合法权益

投资人即基金份额持有人，是基金的出资人、基金资产的实际所有人和基金投资回报的受益人。相关当事人是指除基金份额持有人以外的参与投资基金活动的其他当事

人，包括基金管理人、基金托管人、基金销售机构、为基金出具审计报告的会计师事务所、为基金出具法律意见书的律师事务所以及为基金提供资产评估或者验证服务的其他中介机构等。

基金监管的首要目标是保护投资人利益。投资人是基金市场的支撑者，但在基金市场上却处于弱势地位，相对于基金管理人，投资人往往专业知识欠缺、信息获取途径不足、风险识别和承受能力薄弱，其合法权益容易受到侵害，因此，基金监管必须要切实保护投资者的合法权益，使投资者避免遭受误导、欺诈、虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为的损害，使投资者避免遭受不公平对待。同时，基金监管对于基金市场相关当事人的合法权益也应依法给予保护。

（二）规范证券投资基金管理活动

规范证券投资基金管理活动，是保护投资人及相关当事人合法权益的监管目标的必然要求。投资人及相关当事人的合法权益，通常都是在具体的证券投资基金管理活动中才有可能被侵害，因此，基金监管只有以有效地规范证券投资基金管理活动为切入点和着力点，才能切实保护投资人及相关当事人合法权益。在这个意义上，规范证券投资基金管理活动是基金监管的直接目标，也是促进证券投资基金管理健康发展的前提条件。

（三）促进证券投资基金管理健康发展的基本目标

证券投资基金市场是资本市场的重要组成部分。投资人及相关当事人是基金市场的主体，证券投资基金管理活动是基金市场的行为，这是基金市场的两大基本要素。基金市场主体进入基金市场，进行证券投资基金管理活动，是基金市场活力的源泉。保护投资人的合法权益，提振其对基金市场的信心和投资动机，是基金市场的原动力和价值归宿。而规范证券投资基金管理活动，则是保护投资人合法权益的主要手段和制度保障。同时，切实保护投资人及相关当事人的合法权益、有效规范证券投资基金管理活动是形成一个公平、公正、有效率、有秩序的基金市场的基本前提。

我国资本市场尚处于新兴市场阶段，我国证券投资基金也刚刚起步，基金行业和基金市场的整体发展水平与世界发达市场相比还有一定差距。因此，在加强对基金行业和基金市场规范和监管的同时，进一步为我国基金业发展创造良好的环境，鼓励创新，推动我国基金市场开展公平有序的竞争，促进证券投资基金管理健康发展的基本目标，也是基金监管的重要目标。

四、基金监管的基本原则

基金监管的基本原则，是贯穿于基金监管活动始终的、起统帅和指导作用的基本准则。作为基本原则，应该集中体现基金监管的本质属性和根本价值，它具有基础性和宏观性的特征。所谓基础性，是指它是基金监管活动最为基本、最为重要的基础，背离这些基本原则，基金监管活动的目的和宗旨就不能得以实现。所谓宏观性，是指基本原则是对基金监管根本价值的高度概括和精炼，是具有根本性指导意义的基本准则，是对基金监管活动的目的和宗旨的高度抽象。基金监管的基本原则包括以下几个方面：

(一) 保障投资人利益原则

保障投资人利益原则是基金监管活动的目的和宗旨的集中体现，基金监管应以保障投资人即基金份额持有人的利益为首要目标。投资基金发展的历史表明，投资人的合法权益能否得到有效的保障，是投资基金行业能否持续健康发展的关键。投资基金的发展，必须取信于投资人，必须切实保障投资人的合法权益。

(二) 适度监管原则

政府监管体现了政府对经济的干预。市场经济的实践及经济学的理论都已经证明，市场不是万能的，而是存在其自身无法克服的种种缺陷，即市场失灵，因此，政府干预是必要的。但也并非政府干预越多、监管越严就越有效，如果政府干预过度，就极易导致市场主体丧失自由，甚至会导致整个行业的发展脱离其内在规律。因此，市场失灵要求政府干预，但现代市场经济的政府干预应是“适度”的干预，即政府监管应适度。

对于基金而言，政府监管不应直接干预基金机构内部的经营管理，监管范围应严格限定在基金市场失灵的领域。应完善基金行业自律机制、健全基金机构内控机制和培育社会力量监督机制，充分发挥基金行业自律、基金机构内控和社会力量监督在基金监管方面的积极作用，形成以政府监管为核心、行业自律为纽带、机构内控为基础、社会监督为补充的“四位一体”的监管格局。

(三) 高效监管原则

所谓高效监管，是指基金监管活动不仅要以价值最大化的方式实现基金监管的根本目标，而且还要通过基金监管活动促进基金行业的高效发展。基金监管机构既要对基金行业进行必要的监管，又不能束缚基金行业和基金市场的活力。

高效监管原则首先要求基金监管机构具有权威性，要赋予基金监管机构以合法的监管地位和合理的监管权限和职责。高效监管原则还要求确定合理的监管内容体系，要有所管有所不管，要管得有效。同时，对于违法行为，要规定明确的法律责任和制裁手段。这样，才能有效地保护合法的基金活动，制止基金市场上的非法行为，切实保障基金市场的秩序，提高基金市场的效率，保护投资人的根本利益。

另外，在现代市场经济条件下，规范的监管程序、科学的监管技术、现代化的监管手段也是高效基金监管的保证。

(四) 依法监管原则

市场经济是法治经济，政府干预也须依法进行。政府基金监管不是任意的行政行为，而是一种法律活动，它必须以法律为依据。政府基金监管，是政府基金监管机构依法对监管对象实施监督和管理的活动，究其本质是行政法律关系，属于行政执法范畴。

政府基金监管的行政法律关系是：政府基金监管机构是行政主体^①，监管对象是行政相对人，政府基金监管机构所采取的监管手段和措施是具体行政行为。政府基金监管

^①《证券投资基金法》(2013)第11条的规定，赋予了国务院证券监督管理机构依法对证券投资基金活动实施监督管理的职权。因此，国务院证券监督管理机构是合法的行政权力主体，可以依法行使职权。

的性质决定其应遵循行政法的基本原则，即行政法治原则。具体而言就是依法行政，依法监管。同时，政府基金监管机构进行基金监管活动，也要适时适度，要具有适当性、必要性和相称性，即行政行为要符合目的要求，且与目的相称，对行政对象权益限制或损害最小。

因此，所谓依法监管原则，是指监管机构的设置及其监管职权的取得，必须有法律依据；监管职权的行使，必须依据法律程序，既不能超越法律的授权滥用权力，也不能怠于行使法定的职责；对违法行为的制裁，必须依据法律的明确规定，秉公执法，不偏不倚。依法监管原则是行政法治原则的集中体现和保障，政府基金监管必须坚持依法监管原则。

我国基金监管活动的主要依据是《证券投资基金法》以及中国证监会、基金业协会、证券交易所发布的一系列相关的部门规章、规范性文件和自律规则。部门规章和规范性文件主要有：《证券投资基金管理公司管理办法》《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》《证券投资基金托管业务管理办法》《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《证券投资基金销售管理办法》《证券投资基金信息披露管理办法》《证券投资基金评价业务管理暂行办法》等。自律规则主要有：《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》《基金经理注册登记规则》《基金从业人员证券投资管理指引（试行）》《公开募集证券投资基金销售公平竞争行为规范》等。

（五）审慎监管原则

审慎监管，也称“结构性的早期干预和解决方案”，其精髓在于金融监管机构要尽可能赶在金融机构完全亏损之前采取有效措施，以便让金融机构股东之外的其他人不受损失。审慎监管原则是金融业特有的一项监管原则，旨在通过偿付能力监管和风险防控制度体系，维护投资人或者存款人对金融机构和金融市场的信心。

基金监管遵循审慎监管原则，是指基金监管机构在制定监管规范以及实施监管行为时，注重基金机构的偿付能力和风险防控，以确保基金运行稳健和基金财产安全，切实保护投资者合法权益。审慎监管原则贯穿于基金市场准入和持续监管的全过程，体现为基金监管机构对基金机构内部治理结构、内部稽核监控制度、风险控制制度以及资本充足率、资产流动性等方面监管规制。

（六）公开、公平、公正监管原则

公开、公平、公正监管原则，也称“三公”原则，是证券市场活动以及证券监管的基本原则。基金特别是公开募集的基金是证券市场的重要参与元素之一，因此，证券市场的“三公”原则也同样适用于基金活动和基金监管。

公开原则，不仅要求作为证券监管对象之一的基金市场具有充分的透明度，实现市场信息公开化，而且要求基金监管机构的监管规则和处罚应当公开，这也是政务公开原则的体现。公平原则，是指基金市场主体平等，要求基金监管机构依照相同的标准衡量同类监管对象的行为。公正原则，要求基金监管机构在公开、公平基础上，对监管对象公正对待，一视同仁。作为基金监管原则的“三公”原则，重在“公正”，即公正监管、

公正执法，是依法监管原则的具体化。

第二节 基金监管机构和行业自律组织

学习内容	知识点
中国证监会对基金行业的监管职责及监管措施	中国证监会对基金市场的监管职责
	中国证监会对基金市场的监管措施
	中国证监会工作人员的义务和责任
基金业协会对基金行业的自律监管	我国基金业协会的发展
	基金业协会的性质和组成
	基金业协会的职责
证券交易所对基金行业的自律监管	证券交易所的法律地位
	证券交易所对基金份额上市的监管
	证券交易所对基金投资行为的监管

基金监管体制，是指基金监管活动主体及其职权的制度体系。依据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)和《证券投资基金管理暂行办法》的规定，国务院证券监督管理机构即中国证监会是我国基金市场的监管主体，依法对基金市场主体及其活动实施监督管理。基金业协会作为行业自律性组织，对基金业实施行业自律管理。另外，证券交易所负责组织和监督基金的上市交易，并对上市交易基金的信息披露进行监督。

一、政府基金监管机构：中国证监会

(一) 中国证监会对基金市场的监管职责

中国证监会依法担负国家对证券市场实施集中统一监管的职责。证券投资基金管理活动是证券市场活动的重要组成部分，对证券市场的监管包括对证券投资基金管理活动的监管。中国证监会内部设有证券基金机构监管部，具体承担基金监管职责。中国证监会派出机构即各地方证监局是中国证监会的内部组成部门，依照中国证监会的授权履行职责。

中国证监会依法履行下列职责：①制定有关证券投资基金管理活动监督管理的规章、规则，并行使审批、核准或者注册权；②办理基金备案；③对基金管理人、基金托管人及其他机构从事证券投资基金管理活动进行监督管理，对违法行为进行查处，并予以公告；④制定基金从业人员的资格标准和行为准则，并监督实施；⑤监督检查基金信息的披露情况；⑥指导和监督基金业协会的活动；⑦法律、行政法规规定的其他职责。

依据《证券投资基金监管职责分工协作指引》的规定，基金监管职责分工的目的是在集中统一监管体制下，进一步明确监管系统各单位的基金监管职责，落实监管责任制，形成各部门、各单位各司其职、各负其责、密切协作的基金监管体系。总体要求是职责清晰、分工明确、反应快速、协调有序。

证券基金机构监管部主要负责涉及证券投资基金行业的重大政策研究；草拟或制定证券投资基金行业的监管规则；对有关证券投资基金的行政许可项目进行审核；全面负责对基金管理公司、基金托管银行及基金代销机构的监管；指导、组织和协调证监局、证券交易所等部门对证券投资基金的日常监管；对证监局的基金监管工作进行督促检查；对日常监管中发现的重大问题进行处置。

各证监局负责对经营所在地在本辖区内的基金管理公司进行日常监管，主要包括公司治理和内部控制、高级管理人员、基金销售行为、开放式基金信息披露的日常监管；负责对辖区内异地基金管理公司的分支机构及基金代销机构进行日常监管。

（二）中国证监会对基金市场的监管措施

基金市场的违法犯罪行为具有智商高、电子化、行为隐蔽、手段多样、涉案金额高、社会危害大等特点，因此，必须强化基金监管机构的行政执法权限，丰富调查手段，才能有效打击基金违法行为，规范证券投资基金活动，切实保护投资人的合法权益。依据《证券投资基金法》的规定，中国证监会依法履行职责，有权采取下列监管措施：

1. 检查

检查是基金监管的重要措施，属于事中监管方式。检查可分为日常检查和年度检查，也可分为现场检查和非现场检查。要实现对基金市场的有效监管，仅有事后处置是不够的，更应该强化事中监管。加强日常的现场检查，可以及时发现问题，消除风险隐患，督促基金机构守法合规地进行证券投资基金活动。中国证监会可以根据实际情况，定期或不定期地对基金机构的合规监控、风险管理、内部稽核、行为规范等方面进行检查。中国证监会有权对基金管理人、基金托管人、基金服务机构进行现场检查，并要求其报送有关的业务资料。现场检查是指基金监管机构的检查人员亲临基金机构业务场所，通过现场察看、听取汇报、查验资料等方式进行实地检查。

2. 调查取证

查处基金违法案件是中国证监会的法定职责之一，而调查取证是查处基金违法案件的基础，是进行有效基金监管的保障。为便于查明事实、获取和保全证据，《证券投资基金法》赋予中国证监会以下职权：①进入涉嫌违法行为发生场所调查取证；②询问当事人和与被调查事件有关的单位和个人，要求其对与被调查事件有关的事项做出说明；③查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记、通信记录等资料；④查阅、复制当事人和与被调查事件有关的单位和个人的证券交易记录、登记过户记录、财务会计资料及其他相关文件和资料；⑤对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料，可以予以封存；⑥查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户；⑦对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的，经中国证监会主要负责人批准，可以冻结或者查封。

3. 限制交易

当事人操纵证券市场等行为可能会引起证券市场价格的巨大波动，如果任其继续进行交易，极有可能会破坏正常的证券市场秩序，损害投资者的合法权益，因此，《证券投资基金法》赋予中国证监会限制证券交易权。中国证监会在调查操纵证券市场、内幕交易等重大证券违法行为时，经中国证监会主要负责人批准，可以限制被调查事件当事人的证券买卖，但限制的期限不得超过 15 个交易日；案情复杂的，可以延长 15 个交易日。

4. 行政处罚

中国证监会发现基金机构以及基金机构的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员、基金机构的股东和实际控制人等在基金活动中存在违法违规行为的，应当对相关机构和人员或者相关机构对违法违规行为直接负责的主管人员和其他责任人员依法进行行政处罚。中国证监会可以采取的行政处罚措施主要包括：没收违法所得、罚款、责令改正、警告、暂停或者撤销基金从业资格、暂停或者撤销相关业务许可、责令停业等。

中国证监会依法履行职责时，被调查、检查的单位和个人应当配合，如实提供有关文件和资料，不得拒绝、阻碍和隐瞒。中国证监会依法履行职责，发现违法行为涉嫌犯罪的，应当将案件移送司法机关处理。



例 4-1

2009 年 8 月，深圳证监局在对辖区 14 家基金公司的基金经理执业行为进行突击检查中发现，A 基金公司基金经理甲、B 基金公司基金经理乙和丙涉嫌利用非公开信息买卖证券。证监会经立案稽查后，对甲、乙二人处以没收违法所得、罚款和市场禁入的处罚；丙因在担任基金经理期间，利用职务便利，当面或者通过 MSN、电话等方式传递信息，与他人共同操作其亲属开立的证券账户，先于或同步于其管理的某只基金多次买入、卖出相同个股，获利较大，被证监会移送司法机关追究刑事责任。深圳市福田区法院对基金经理丙涉嫌利用未公开信息交易案做出公开审理判决，判处丙有期徒刑一年，没收违法所得并处罚金 31 万元。

评析

2009 年 2 月 28 日，十一届全国人大常委会通过了《中华人民共和国刑法修正案（七）》（以下简称《刑法修正案（七）》），增设了“利用未公开信息交易罪”。将利用未公开信息交易行为纳入了刑事制裁范围，加大了对基金从业人员背信行为的打击力度。近年来，我国已经查处了多起基金从业人员利用未公开信息交易行为违法案件。

（三）中国证监会工作人员的义务和责任

中国证监会工作人员依法履行职责，进行调查或者检查时，不得少于 2 人，并应当出示合法证件；对调查或者检查中知悉的商业秘密负有保密的义务。中国证监会工作人员应当忠于职守，依法办事，公正廉洁，接受监督，不得利用职务牟取私利。中国证监会工作人员玩忽职守、滥用职权、徇私舞弊或者利用职务上的便利索取或者收受他人财

物的，应当承担相应的法律责任。

中国证监会工作人员在任职期间，或者离职后在《中华人民共和国公务员法》（以下简称《公务员法》）规定的期限内，不得在被监管的机构中担任职务。依据《公务员法》以及中国证监会制定的《中国证监会工作人员任职回避和公务回避规定（试行）》《中国证监会工作人员行为准则》等规范性文件的规定，中国证监会领导干部离职后3年内，一般工作人员离职后2年内，不得到与原工作业务直接相关的机构任职。但经过中国证监会批准，可以在基金管理公司、证券公司、期货公司等机构担任督察长、合规总监、首席风险官等职务。

二、基金行业自律组织：基金业协会

（一）我国基金业协会的发展

我国基金行业最初是以相对松散的基金业联席会议的形式开展行业自律工作的。随着基金管理公司的增加和基金市场的发展，2001年8月，中国证券业协会基金公会成立。2004年12月，中国证券业协会证券投资基金管理委员会成立。该委员会作为基金专业人士组成的议事机构，承接了原基金公会的职能和任务，在中国证券业协会的领导下开展工作。2007年，中国证券业协会设立了基金公司会员部，负责基金管理公司和基金托管银行特别会员的自律管理。该会员部有基金管理公司、托管银行、基金代销机构等90余家会员，并成立了基金业委员会、基金销售专业委员会、基金托管专业委员会等专业委员会，在制定和完善行业自律规则、加强行业自律管理、反映行业呼声和建议、组织行业培训和交流、强化投资者教育等方面做了大量工作。

为适应基金行业快速发展的需要，回应基金行业要求成立独立的行业协会的呼声，促进基金行业自律和服务功能的发挥，2012年6月，中国证券投资基金管理协会正式成立，原中国证券业协会基金公司会员部的行业自律职责转入中国证券投资基金管理协会。在此基础上，2013年《证券投资基金法》专门增设“基金行业协会”一章，详细规定了基金行业协会的性质、组成以及主要职责等内容，为确定基金行业协会的地位和规范基金行业协会的职责权限提供了基本的法律依据。

（二）基金业协会的性质和组成

基金业协会是证券投资基金行业的自律性组织，是社会团体法人。基金管理人、基金托管人和基金服务机构，应当依法成立基金业协会，进行行业自律，协调行业关系，提供行业服务，促进行业发展。基金管理人、基金托管人应当加入基金业协会，基金服务机构可以加入基金业协会。会员分为三类：普通会员、联席会员、特别会员。基金管理人和基金托管人加入协会的，为普通会员；基金服务机构加入协会的，为联席会员；证券期货交易所、登记结算机构、指数公司、地方基金业协会及其他资产管理相关机构加入协会的，为特别会员。

基金业协会的权力机构为全体会员组成的会员大会，协会章程由会员大会制定，并报中国证监会备案。基金业协会设理事会，理事会是基金业协会的执行机构。理事会成员依章程的规定由会员大会选举产生。在会员大会闭会期间，理事会依据章程的规定执

行会员大会决议，组织和领导基金业协会开展日常工作，其会议机制、决议程序、具体职权等由协会章程规定。

（三）基金业协会的职责

依据《证券投资基金法》的规定，基金业协会的职责包括：①教育和组织会员遵守有关证券投资的法律、行政法规，维护投资人合法权益；②依法维护会员的合法权益，反映会员的建议和要求；③制定和实施行业自律规则，监督、检查会员及其从业人员的执业行为，对违反自律规则和协会章程的，按照规定给予纪律处分；④制定行业执业标准和业务规范，组织基金从业人员的从业考试、资质管理和业务培训；⑤提供会员服务，组织行业交流，推动行业创新，开展行业宣传和投资人教育活动；⑥对会员之间、会员与客户之间发生的基金业务纠纷进行调解；⑦依法办理非公开募集基金的登记、备案；⑧协会章程规定的其他职责。

三、证券市场的自律管理者：证券交易所

（一）证券交易所的法律地位

证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人。证券交易所具有监管者和被监管者的双重身份，一方面，作为证券市场组织者，其为众多证券机构提供集中交易场所，组织证券交易，实行自律管理，是市场的管理者，具有法定的监管权限；另一方面，其作为特殊的市场主体，也要接受政府证券监管机构的监管。

证券交易所享有交易所业务规则制定权，这是其自律管理职能的重要内容。依据《证券法》的规定，证券交易所依法可以制定上市规则、交易规则、会员管理规则等。依据《证券投资基金监管职责分工协作指引》的规定，证券交易所负责对基金在交易所内的投资交易活动进行监管；负责交易所上市基金的信息披露监管工作。

（二）对基金份额上市交易的监管

我国上海证券交易所、深圳证券交易所都制定有《证券投资基金上市规则》（2013年修订）以及其他类型基金的业务指引，对在证券交易所挂牌上市的封闭式基金、交易型开放式指数基金、上市开放式基金的上市条件和程序、信息披露的要求等均有具体规定。基金份额在证券交易所上市交易，应当遵守证券交易所的业务规则，接受证券交易所的自律性监管。

（三）对基金投资行为的监管

证券交易所设有基金交易监控系统，对投资者买卖基金的交易行为以及基金在证券市场的投资运作行为的合法合规性进行日常监控，重点监控涉嫌违法违规的交易行为，并监控基金财产买卖高风险股票的行为等。

证券交易所在监控中发现基金交易行为异常，涉嫌违法违规的，可以根据具体情况，采取电话提示、警告、约见谈话、公开谴责等措施，并同时向中国证监会报告。

第三节 对基金机构的监管

学习内容	知识点
对基金管理人的监管	基金管理人的法定组织形式
	管理公开募集基金的基金公司的准入监管；基金管理人从业人员资格及兼任和竞业禁止
	基金管理人的法定职责、执业禁止行为及对其投资的限制；基金管理人内部治理的监管；基金份额持有人利益优先原则；风险准备金制度
	对基金管理人的监管措施：责令整改；风险处置；市场退出监管
对基金托管人的监管	担任基金托管人的条件和资格审核
	基金托管人的法定职责和监督义务
	对基金托管人的监管措施：责令整改；取消托管资格；市场退出监管
对基金服务机构的监管	基金服务机构的注册或者备案制度
	各基金服务机构的法定义务

基金机构即基金市场主体，包括基金管理人、基金托管人以及基金销售机构、基金注册登记机构等基金服务机构。对基金机构的监管，包括基金机构的市场准入监管、基金机构从业人员的资格和行为的监管等，是基金监管的重要内容。

一、对基金管理人的监管

(一) 基金管理人的市场准入监管

1. 基金管理人的法定组织形式

基金管理人，就是按照法律、行政法规的规定和基金合同的约定，为保护基金份额持有人的利益，对基金财产进行管理、运用的机构。由于基金管理存在风险，因此，担任基金管理人需要相对完善的治理结构和相应的责任承担能力。

依据《证券投资基金法》的规定，基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。而担任公开募集基金的基金管理人的主体资格受到严格限制，只能由基金管理公司或者经中国证监会按照规定核准的其他机构担任。所谓“中国证监会按照规定核准的其他机构”，是指依据中国证监会 2013 年 2 月 18 日发布的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理暂行规定》，在股东、高级管理人员、经营期限、管理的基金财产规模等方面符合规定条件的证券公司、保险资产管理公司以及专门从事非公开募集基金管理业务的资产管理机构，向中国证监会申请开展公开募集基金管理业务，经中国证监会依法核准，即取得担任公开募集基金的基金管理人业务资格。

因为公开募集基金主要面向普通大众投资人，属于公共理财产品，社会影响面广，而证券公司、保险资产管理公司以及专门从事非公开募集基金管理业务的资产管理机构在业务范围、风险控制等方面与基金管理公司存在较大差异，所以《资产管理机构开展公募证券投资基金管理暂行规定》贯彻基金法功能监管的理念，明确规定对于上述机构从事公募基金管理业务在制度和监管层面与基金管理公司同等对待。同时，针对这些机构的业务特点，从保护投资人合法权益的目的出发，在业务独立、风险隔离、公平交易、利益冲突防范、从业人员资格条件等方面，对这些机构从事公募基金管理业务提出了特殊的要求。

2. 管理公开募集基金的基金管理公司的审批

基金管理公司管理着向社会公众募集的巨额资金，从事着风险很大的证券投资活动，涉及众多投资人的利益，事关证券市场的稳定，因此，不仅对其运作应当严格监管，而且对其设立也应当严格审批。中国证监会作为基金政府监管机构，应当依法履行监管职责，按照法定条件和程序对基金管理公司的设立申请进行严格审查，做出批准或者不予批准的决定。

设立管理公开募集基金的基金管理公司，应当具备下列条件：

(1) 有符合《证券投资基金法》和《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)规定的章程。基金管理公司的章程不仅应当记载符合《公司法》规定的公司章程绝对必要记载事项，而且要反映《证券投资基金法》对基金管理公司从业人员、内部治理结构、内部稽核监控制度、风险控制制度以及行为规范等方面的特殊要求。

(2) 注册资本不低于 1 亿元人民币，且必须为实缴货币资本。为切实保护基金份额持有人的利益，基金管理公司必须具备必要的责任承担能力，以保证其能够承担因违法违规行为给基金份额持有人造成损失后的赔偿。

(3) 主要股东应当具有经营金融业务或者管理金融机构的良好业绩、良好的财务状况和社会信誉，资产规模达到国务院规定的标准，最近 3 年没有违法记录。根据中国证监会 2012 年发布的《证券投资基金公司管理办法》的规定，基金管理公司的主要股东是指持有基金管理公司股权比例最高且不低于 25% 的股东。根据《国务院关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》国函〔2013〕132 号，基金公司主要股东为法人或者其他组织的，净资产不低于 2 亿元人民币；主要股东为自然人的，个人金融资产不低于 3 000 万元人民币，在境内外资产管理行业从业 10 年以上。

(4) 对基金管理公司持有 5% 以上股权的非主要股东，非主要股东为法人或者其他组织的，净资产不低于 5 000 万元人民币，资产质量良好，内部监控制度完善；非主要股东为自然人的，个人金融资产不低于 1 000 万元人民币，在境内外资产管理行业从业 5 年以上。

(5) 取得基金从业资格的人员达到法定人数。基金从业人员的专业知识、信誉与基金运作是否规范、业绩是否优良关系密切，因此，基金管理公司在设立时就应该有一定数量的取得基金从业资格的人员。依据《证券投资基金公司管理办法》的规定，设立基金管理公司，应当有符合法律、行政法规和中国证监会规定的拟任高级管理人员以

及从事研究、投资、估值、营销等业务的人员，拟任高级管理人员、业务人员不少于 15 人，并应当取得基金从业资格。

(6) 董事、监事、高级管理人员具备相应的任职条件。担任公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员应当符合《证券投资基金法》规定的任职资格。

(7) 有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金管理业务有关的其他设施。基金管理业务属于金融业务，必须有与其业务相适应的营业场所，有完善的安全防范设施和其他必要设施，以保证基金管理业务的正常开展和基金财产安全。

(8) 有良好的内部治理结构、完善的内部稽核监控制度、风险控制制度。中国证监会发布的《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》《证券投资基金管理公司监察稽核报告内容与格式指引（试行）》等文件对于基金管理公司的内部治理结构、内部稽核监控制度、风险控制制度等提出了具体的要求，设立基金管理公司应当符合这些要求。

(9) 法律、行政法规规定的和经国务院批准的中国证监会规定的其他条件。

中国证监会应当自受理基金管理公司设立申请之日起 6 个月内依照上述条件和审慎监管原则进行审查，做出批准或者不予批准的决定，并通知申请人；不予批准的，应当说明理由。

基金管理公司变更持有 5% 以上股权的股东，变更公司的实际控制人，或者变更其他重大事项，应当报经国务院证券监督管理机构批准。国务院证券监督管理机构应当自受理申请之日起 60 日内做出批准或者不予批准的决定，并通知申请人；不予批准的，应当说明理由。

此外，按照《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，经中国证监会批准，基金管理公司可以设立全资子公司，也可以与其他投资者共同出资设立子公司。基金管理公司子公司是指依照《公司法》设立，由基金管理公司控股，经营特定客户资产管理、基金销售以及中国证监会许可的其他业务的有限责任公司。未经中国证监会批准，基金管理公司不得设立或者变相设立子公司。

（二）对基金管理人从业人员资格的监管

基金管理人的从业人员是指基金管理人的董事、监事、高级管理人员、投资管理人员以及其他从业人员。基金管理人属于金融机构，在法律关系上属于信托关系中的受托人。对其从业人员的任职资格应该有高于一般公司的董事、监事、高级管理人员的要求，以防范道德风险和保护基金份额持有人的利益。

1. 基金管理人的从业人员的资格

依据《证券投资基金法》的规定，基金管理人的董事、监事和高级管理人员，应当熟悉证券投资方面的法律、行政法规，具有 3 年以上与其所任职务相关的工作经历；高级管理人员还应当具备基金从业资格。所谓“相关的工作经历”，是指从事基金、证券、银行等金融相关领域的工作经历及与拟任职务相适应的管理工作经历；担任督察长的，还应当具有法律、会计、监察、稽核等工作经历。

根据基金业协会《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》（2009 年 4 月修订），

基金管理公司投资管理人员，是指在公司负责基金投资、研究、交易的人员以及实际履行相应职责的人员。具体包括：公司投资决策委员会成员，公司分管投资、研究、交易业务的高级管理人员，公司投资、研究、交易部门的负责人，基金经理、基金经理助理以及中国证监会规定的其他人员。

基金经理任职应当具备以下条件：①取得基金从业资格；②通过中国证监会或者其授权机构组织的高级管理人员证券投资法律知识考试；③具有3年以上证券投资管理经历；④没有《公司法》《证券投资基金法》等法律、行政法规规定的不得担任公司董事、监事、经理和基金从业人员的情形；⑤最近3年没有受到证券、银行、工商和税务等行政管理部门的行政处罚。

基金管理人的从业人员应当遵守法律、行政法规，恪守职业道德和行为规范。对于在从业活动中有违法违规、违背诚信行为的人员，应当禁止其进入公开募集基金行业担任基金管理人的从业人员。

依据《证券投资基金法》的规定，有下列情形之一的，不得担任基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员：①因犯有贪污贿赂、渎职、侵犯财产罪或者破坏社会主义市场经济秩序罪，被判处刑罚的；②对所任职的公司、企业因经营不善破产清算或者因违法被吊销营业执照负有个人责任的董事、监事、厂长、高级管理人员，自该公司、企业破产清算终结或者被吊销营业执照之日起未逾5年的；③个人所负债务数额较大，到期未清偿的；④因违法行为被开除的基金管理人、基金托管人、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、期货交易所、期货公司及其他机构的从业人员和国家机关工作人员；⑤因违法行为被吊销执业证书或者被取消资格的律师、注册会计师和资产评估机构、验证机构的从业人员、投资咨询从业人员；⑥法律、行政法规规定不得从事基金业务的其他人员。

2. 基金管理人从业人员的兼任和竞业禁止

基于基金从业人员不得兼任不相容职务、竞业禁止和防止利益冲突的规则，《证券投资基金法》规定，公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员，不得担任基金托管人或者其他基金管理人的任何职务，不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动。

中国证监会《证券投资基金行业高级管理人员任职管理办法》（2004）规定，高级管理人员、基金管理公司基金经理应当维护所管理基金的合法利益，在基金份额持有人的利益与基金管理公司、基金托管银行的利益发生冲突时，应当坚持基金份额持有人利益优先的原则；不得从事或者配合他人从事损害基金份额持有人利益的活动。

另外，基金管理人的法定代表人、经营管理主要负责人和从事合规监管的负责人的选任或者改任，应当报经中国证监会进行审核。

（三）对基金管理人及其从业人员执业行为的监管

1. 基金管理人的法定职责

基金份额持有人数量众多，基金资产规模巨大，因此，基金管理人如何履行职责事关证券市场的秩序和基金份额持有人的利益。明确公开募集基金的基金管理人的职责，

是确保其依法履行职责的前提。

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人应当履行下列职责：
①依法募集资金，办理基金份额的发售和登记事宜；②办理基金备案手续；③对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账，进行证券投资；④按照基金合同的约定确定基金收益分配方案，及时向基金份额持有人分配收益；⑤进行基金会计核算并编制基金财务会计报告；⑥编制中期和年度基金报告；⑦计算并公告基金资产净值，确定基金份额申购、赎回价格；⑧办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项；⑨按照规定召集基金份额持有人大会；⑩保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；⑪以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；⑫中国证监会规定的其他职责。

中国证监会发布的《证券投资基金销售管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《证券投资基金信息披露管理办法》等规章，对于上述法定职责规定了具体的要求，公开募集基金的基金管理人履行职责应当遵守这些规定。

2. 基金管理人及其从业人员的执业禁止行为

基金管理人承担着严格的受托责任，其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员具体负责基金管理人的运营管理、基金的投资运作，为促使其恪尽职守、勤勉尽责，保护基金财产安全，维护基金份额持有人的合法利益，必须规范基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员的行为。

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得有下列行为：①将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事证券投资；②不公平地对待其管理的不同基金财产；③利用基金财产或者职务之便为基金份额持有人以外的人牟取利益；④向基金份额持有人违规承诺收益或者承担损失；⑤侵占、挪用基金财产；⑥泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动；⑦玩忽职守，不按照规定履行职责；⑧法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。

3. 基金管理人的从业人员证券投资的限制

为了防止基金管理人的从业人员与基金份额持有人发生利益冲突，法律法规有必要限制其某些行为。传统上，法律禁止证券从业人员进行任何证券投资活动，以防止其利用内幕信息或者运用其管理的证券为自己牟取不正当利益，损害投资人利益。基金管理公司的从业人员买卖股票也受到严格禁止。

但是，绝对禁止基金从业人员买卖证券的管制方式不但剥夺了其通过资本市场增加财富的机会，同时也增加了监管难度和执法成本，并容易诱发道德风险如利用未公开信息交易或者规避监管的行为。例如，对与基金从业人员具有紧密财产关系的配偶、父母、子女买卖证券的行为，就难以依法绝对禁止。

因此，2013年《证券投资基金法》借鉴发达国家的监管思路和做法，一方面允许基金从业人员进行证券投资，另一方面强化对其监管。即在避免利益冲突的情况下，允许基金从业人员投资股票、债权、封闭式基金、可转债等证券；同时，要求相关人员进行

事先申报，披露其投资行为，接受各方面的监督。

依据《证券投资基金法》的规定，基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员，其本人、配偶、利害关系人进行证券投资，应当事先向基金管理人申报，并不得与基金份额持有人发生利益冲突。公开募集基金的基金管理人应当建立董事、监事、高级管理人员和其他从业人员进行证券投资的申报、登记、审查、处置等管理制度，并报中国证监会备案。

（四）对基金管理人内部治理的监管

1. 基金份额持有人利益优先原则

基金份额持有人利益优先原则是基金管理人内部治理的法定基本原则，公开募集基金的基金管理人的股东、董事、监事和高级管理人员在行使权利或者履行职责时，应当遵循基金份额持有人利益优先的原则。当基金管理人及其从业人员的利益与基金份额持有人利益发生冲突时，应以基金份额持有人利益优先。

2. 对基金管理人内部治理结构的监管

良好的内部治理结构是保证公开募集基金稳健运行、保护基金份额持有人利益的必要条件。依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人应当建立良好的内部治理结构，明确股东会、董事会、监事会和高级管理人员的职责权限，确保基金管理人独立运作。基金管理人可以实行专业人士持股计划，建立长效激励约束机制。中国证监会发布的《证券投资基金管理公司治理准则（试行）》《证券投资基金管理公司管理办法》等规章对基金管理人的内部治理结构都有详细的规定。建立良好的内部治理结构的基本途径是明确股东会、董事会、监事会和高级管理人员的职责权限，建立长效的激励和约束机制，完善监督和内控机制，确保基金管理人合法合规地行使职权，审慎高效地运作基金，维护基金份额持有人的利益。

3. 对基金管理人的股东、实际控制人的监管

基金管理人的股东、实际控制人应当按照中国证监会的规定及时履行重大事项报告义务，并不得有下列行为：

（1）虚假出资或者抽逃出资。

（2）未依法经股东会或者董事会决议擅自干预基金管理人的基金经营活动。

（3）要求基金管理人利用基金财产为自己或者他人牟取利益，损害基金份额持有人利益。

（4）中国证监会规定禁止的其他行为。

基金管理人的股东、实际控制人有上述行为或者股东不再符合法定条件的，中国证监会应当责令其限期改正，并可视情节责令其转让所持有或者控制的基金管理人的股权。上述股东、实际控制人按照要求改正违法行为、转让所持有或者控制的基金管理人的股权前，中国证监会可以限制有关股东行使股东权利。

根据《国务院关于管理公开募集基金的基金管理公司有关问题的批复》，存在以下情形的，不得成为基金管理公司实际控制人：

（1）因故意犯罪被判处刑罚，刑罚执行完毕未逾3年。

(2) 净资产低于实收资本的 50%，或者或有负债达到净资产的 50%。

(3) 不能清偿到期债务。

4. 风险准备金制度

为了增强基金管理人的风险防范能力，保护基金份额持有人的利益，基金管理人应当依法建立风险准备金制度。依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人应当从管理基金的报酬中计提风险准备金。公开募集基金的基金管理人因违法违规、违反基金合同等原因给基金财产或者基金份额持有人合法权益造成损失，应当承担赔偿责任的，可以优先使用风险准备金予以赔偿。中国证监会 2013 年发布的《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》对于风险准备金的提取、管理、使用、投资运作以及监督管理有更为具体的规定。

(五) 中国证监会对基金管理人的监管措施

1. 对基金管理人违法违规行为的监管措施

对于公开募集基金的基金管理人的一般违法违规行为，包括基金管理人的内部治理结构、稽核监控和风险控制管理不符合规定的情形，尚未造成重大风险的，中国证监会主要采取责令限期改正、限制令、责令更换有关人员等强令整改的监管措施。

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人违法违规，或者其内部治理结构、稽核监控和风险控制管理不符合规定的，中国证监会应当责令其限期改正；逾期未改正，或者其行为严重危及该基金管理人的稳健运行、损害基金份额持有人合法权益的，中国证监会可以区别情形，对其采取下列措施：① 限制业务活动，责令暂停部分或者全部业务；② 限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；③ 限制转让固有财产或者在固有财产上设定其他权利；④ 责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；⑤ 责令有关股东转让股权或者限制有关股东行使股东权利。

基金管理人整改后，应当向中国证监会提交报告。中国证监会经验收，符合有关要求的，应当自验收完毕之日起 3 日内解除对其采取的有关措施。

2. 对基金管理人出现重大风险的监管措施

对于公开募集基金的基金管理人的重大违法违规行为可能造成重大风险或者已经出现重大风险的，中国证监会可以采取更加严厉有效的监管措施，如限制令、整顿、托管、接管等，进行风险处置，以防止危害进一步扩大，并对相关机构和人员依法进行处罚。

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员未能勤勉尽责，致使基金管理人存在重大违法违规行为或者重大风险的，中国证监会可以责令更换。

公开募集基金的基金管理人违法经营或者出现重大风险，严重危害证券市场秩序、损害基金份额持有人利益的，中国证监会可以对该基金管理人采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管、取消基金管理资格或者撤销等监管措施。

在公开募集基金的基金管理人被责令停业整顿、被依法指定托管、接管或者清算期间，或者出现重大风险时，经中国证监会批准，可以对该基金管理人直接负责的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员采取下列措施：① 通知出境管理机关依法阻止

其出境；②申请司法机关禁止其转移、转让或者以其他方式处分财产，或者在财产上设定其他权利。

3. 对基金管理人职责终止的监管措施

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金的基金管理人职责终止的事由包括：①被依法取消基金管理资格；②被基金份额持有人大会解任；③依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产；④基金合同约定的其他情形。

基金管理人职责终止后，如果基金合同不终止，则应当选任新的基金管理人，以使基金运作得以继续正常进行。选任新的基金管理人以及基金管理业务的移交，通常需要经过一段时间，且需办理移交手续和对基金财产的审计，中国证监会应当依法采取必要的监管措施，以保护基金份额持有人的利益。

基金管理人职责终止的，基金份额持有人大会应当在6个月内选任新基金管理人；新基金管理人产生前，由中国证监会指定临时基金管理人。在指定临时管理人或者选任新的基金管理人之前，原基金管理人应当担负妥善保管基金管理业务资料的责任。在临时管理人或者选任新的基金管理人产生后，原基金管理人与其应当及时办理基金管理业务的交接手续。

基金管理人职责终止的，应当按照规定聘请会计师事务所对基金财产进行审计，并将审计结果予以公告，同时报中国证监会备案。

二、对基金托管人的监管

(一) 基金托管人的市场准入监管

1. 基金托管人资格的审核

基金托管人由依法设立的商业银行或者其他金融机构担任。商业银行担任基金托管人的，由中国证监会会同中国银行业监督管理委员会（以下简称“中国银监会”）核准；其他金融机构担任基金托管人的，由中国证监会核准。

2. 担任基金托管人的条件

担任基金托管人，应当具备下列条件：①净资产和风险控制指标符合有关规定；②设有专门的基金托管部门；③取得基金从业资格的专职人员达到法定人数；④有安全保管基金财产的条件；⑤有安全高效的清算、交割系统；⑥有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金托管业务有关的其他设施；⑦有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度；⑧法律、行政法规规定的和经国务院批准的中国证监会、中国银监会规定的其他条件。

为保证基金托管人对基金管理人的有效监督，《证券投资基金法》规定，基金托管人与基金管理人不得为同一机构，不得相互出资或者持有股份。

另外，对基金托管人的专门基金托管部门的高级管理人员和其他从业人员任职资格以及兼任和竞业禁止的要求，适用法律法规对基金管理人相关人员的规定。

(二) 对基金托管人业务行为的监管

1. 基金托管人的职责

依据《证券投资基金法》的规定，基金托管人职责包括：①安全保管基金财产；②按

照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；③对所托管的不同基金财产分别设置账户，确保基金财产的完整与独立；④保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；⑤按照基金合同的约定，根据基金管理人的投资指令，及时办理清算、交割事宜；⑥办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项；⑦对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见；⑧复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格；⑨按照规定召集基金份额持有人大会；⑩按照规定监督基金管理人的投资运作；⑪中国证监会规定的其他职责。

另外，法律法规规定的公开募集基金的基金管理人及其从业人员的执业禁止行为，同样适用于基金托管人。

2. 基金托管人的监督义务

基金托管人发现基金管理人的投资指令违反法律、行政法规和其他有关规定，或者违反基金合同约定的，应当拒绝执行，立即通知基金管理人，并及时向中国证监会报告。基金托管人发现基金管理人依据交易程序已经生效的投资指令违反法律、行政法规和其他有关规定，或者违反基金合同约定的，应当立即通知基金管理人，并及时向中国证监会报告。

(三) 中国证监会对基金托管人的监管措施

1. 责令整改措施

依据《证券投资基金法》的规定，基金托管人不再具备法定条件，或者未能勤勉尽责，在履行法定职责时存在重大失误的，中国证监会、中国银监会应当责令其改正；逾期未改正，或者其行为严重影响所托管基金的稳健运行、损害基金份额持有人利益的，上述金融监管机构可以区别情形，对其采取下列措施：①限制业务活动，责令暂停办理新的基金托管业务；②责令更换负有责任的专门基金托管部门的高级管理人员。

基金托管人整改后，应当向上述金融监管机构提交报告；经验收，符合有关要求的，应当自验收完毕之日起3日内解除对其采取的有关措施。

2. 取消托管资格措施

中国证监会、中国银监会对有下列情形之一的基金托管人，可以取消其基金托管资格：①连续3年没有开展基金托管业务的；②违反本法规定，情节严重的；③法律、行政法规规定的其他情形。

3. 对基金托管人职责终止的监管措施

依据《证券投资基金法》的规定，有下列情形之一的，基金托管人职责终止：①被依法取消基金托管资格；②被基金份额持有人大会解任；③依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产；④基金合同约定的其他情形。

基金托管人职责终止的，基金份额持有人大会应当在6个月内选任新基金托管人；新基金托管人产生前，由中国证监会指定临时基金托管人。基金托管人职责终止的，应当妥善保管基金财产和基金托管业务资料，及时办理基金财产和基金托管业务的移交手续，新基金托管人或者临时基金托管人应当及时接收。

基金托管人职责终止的，应当按照规定聘请会计师事务所对基金财产进行审计，并

将审计结果予以公告，同时报中国证监会备案。

三、对基金服务机构的监管

随着基金行业的发展，其相关服务业务也迅速发展起来。相应地，具有基金行业特点、对基金投资人资金和财产安全有重要影响的服务业务，也应纳入基金监管范畴。监管的内容包括业务资格的监管和业务行为的监管。

(一) 基金服务机构的注册或者备案

开展基金服务业务，首先应取得相应的业务许可，也即市场准入监管。

依据《证券投资基金法》的规定，从事公开募集基金的销售、销售支付、份额登记、估值、投资顾问、评价、信息技术系统服务等基金服务业务的机构，应当按照中国证监会的规定进行注册或者备案。

基金销售，是指基金宣传推介、基金份额发售或者基金份额的申购、赎回的活动。基金销售机构销售基金份额，需要开立专门账户收取投资人购买基金份额的款项，需要具有相应的技术设备办理申购和赎回业务，需要具有相应专业素质的销售人员为投资人提供咨询服务。因此，基金销售机构是否具备必要的条件，是维护投资人利益的基础。

依据中国证监会发布《证券投资基金销售管理办法》及相关的规范性文件，基金管理人可以办理其募集的基金产品的销售业务。商业银行、证券公司、保险公司、期货公司、证券投资咨询机构、独立基金销售机构、保险代理公司、保险经纪公司符合一定条件，均可向中国证监会申请注册为基金销售机构。

商业银行、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构以及中国证监会认定的其他机构申请注册基金销售业务资格，应当具备下列条件：①具有健全的治理结构、完善的内部控制和风险管理制度，并得到有效执行；②财务状况良好，运作规范稳定；③有与基金销售业务相适应的营业场所、安全防范设施和其他设施；④有安全、高效的办理基金发售、申购和赎回等业务的技术设施，且符合中国证监会对基金销售业务信息管理平台的有关要求，基金销售业务的技术系统已与基金管理人、中国证券登记结算公司相应的技术系统进行了联网测试，测试结果符合国家规定的标准；⑤制定了完善的资金清算流程，资金管理符合中国证监会对基金销售结算资金管理的有关要求；⑥有评价基金投资人风险承受能力和基金产品风险等级的方法体系；⑦制定了完善的业务流程、销售人员执业操守、应急处理措施等基金销售业务管理制度，符合中国证监会对基金销售机构内部控制的有关要求；⑧有符合法律法规要求的反洗钱内部控制制度；⑨中国证监会规定的其他条件。

对于其他基金服务机构，根据中国证监会发布的部门规章和规范性文件的规定，均需进行注册或者备案，才可以开展相应的基金服务业务。具体而言，基金销售支付机构可以是具有基金销售业务资格的商业银行或者取得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》的非金融支付机构，且应当具备具有安全高效的办理支付结算业务的信息系统等条件。基金销售支付机构需要根据中国证监会的规定予以备案。中国证监会对于公开募集基金的基金份额登记机构、基金估值核算机构实行注册管理，对于基金投资顾问机构、

基金评价机构、基金信息技术系统服务机构实行备案管理。



例 4-2

某网络第三方支付平台，与某基金管理公司合作，推出一项新的理财业务，销售该基金公司的货币基金。该网络第三方支付平台获得了基金支付业务许可，但没有获得基金销售业务许可，因此，其新业务引起各方质疑。

评析

根据《证券投资基金销售管理办法》规定，证监会对银行等机构代销基金有严格的要求，包括具有健全的治理结构、完善的内部控制和风险管理制度，并得到有效执行；有安全、高效的办理基金发售、申购和赎回等业务的技术设施，且符合中国证监会对基金销售业务信息管理平台的有关要求。某网络第三方支付平台，在没有获得基金销售许可的情况下，不得作为销售主体来直销或者代销基金。

(二) 基金服务机构的法定义务

《证券投资基金法》明确规定了基金销售机构、基金销售支付机构、基金份额登记机构、基金投资顾问机构及其从业人员、基金评价机构及其从业人员等基金服务机构的法定义务，并相应规定了违反这些义务应当承担的法律责任（见表 4-1）。

表 4-1 主要基金服务机构的法定义务

基金服务机构	法定义务		
基金销售机构	(1) 向投资人充分揭示投资风险 (2) 根据投资人的风险承担能力销售不同风险等级的基金产品	(1) 确保基金销售结算资金、基金份额的安全、独立 (2) 禁止任何单位或者个人以任何形式挪用基金销售结算资金、基金份额	(1) 勤勉尽责、恪尽职守 (2) 建立应急管理制度和灾难备份系统 (3) 不得泄露与基金份额持有人、基金投资运作相关的非公开信息
基金销售支付机构	(1) 按照规定办理基金销售结算资金的划付 (2) 确保基金销售结算资金安全、及时划付		
基金份额登记机构	(1) 妥善保存登记数据，并将基金份额持有人名称、身份信息及基金份额明细等数据备份至中国证监会认定的机构。其保存期限自基金账户销户之日起不得少于 20 年 (2) 基金份额登记机构应当保证登记数据的真实、准确、完整，不得隐匿、伪造、篡改或者毁损		
基金投资顾问机构及其从业人员	(1) 提供基金投资顾问服务，应当具有合理的依据 (2) 对其服务能力和经营业绩进行如实陈述 (3) 不得以任何方式承诺或者保证投资收益 (4) 不得损害服务对象的合法权益		
基金评价机构及其从业人员	(1) 客观公正，按照依法制定的业务规则开展基金评价业务 (2) 禁止误导投资人，防范可能产生的利益冲突		
律师事务所、会计师事务所	(1) 接受基金管理人、基金托管人的委托，为有关基金业务活动出具法律意见书、审计报告、内部控制评价报告等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证 (2) 制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人财产造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任		

第四节 对基金活动的监管

学习内容	知识点
对基金公开募集的监管	公开募集基金的注册
	公开募集基金的发售条件、期限及备案
对公开募集基金销售活动的监管	基金销售适用性监管
	对基金宣传推介材料的监管
对公开募集基金投资与交易行为的监管	对基金销售费用的监管
	公开募集基金的投资方式和范围；投资与交易行为的限制
对公开募集基金信息披露的监管	对公开募集基金信息披露的要求
	公开募集基金信息披露的内容；禁止行为
基金份额持有人及基金份额持有人大会	基金份额持有人的法定权利
	基金份额持有人大会及其日常机构
	公开募集基金的基金份额持有人权利行使

一、对基金公开募集的监管

(一) 公开募集基金的注册

1. 注册制度

随着基金行业的快速发展，我国基金产品种类极大丰富，涵盖开放式、封闭式、股票型、债券型、平衡型等多种形式，市场竞争也日趋激烈，基金产品的严格管制已经无法适应市场需求。因此，我国改革基金募集核准制为基金募集注册制，即对于公开募集基金，监管机构不再进行实质性审核，而只是进行合规性审查。

依据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金应当经中国证监会注册。未经注册，不得公开或者变相公开募集基金。前款所称公开募集基金，包括向不特定对象募集资金、向特定对象募集资金累计超过 200 人，以及法律、行政法规规定的其他情形。公开募集基金应当由基金管理人管理，基金托管人托管。

2. 基金注册的申请

注册公开募集基金，由拟任基金管理人向中国证监会提交下列文件：① 申请报告；② 基金合同草案；③ 基金托管协议草案；④ 招募说明书草案；⑤ 律师事务所出具的法律意见书；⑥ 中国证监会规定提交的其他文件。

其中，公开募集基金的基金合同应当包括下列内容：① 募集基金的目的和基金名称；② 基金管理人、基金托管人的名称和住所；③ 基金的运作方式；④ 封闭式基金的基金份额总额和基金合同期限，或者开放式基金的最低募集份额总额；⑤ 确定基金份额发售日期、价格和费用的原则；⑥ 基金份额持有人、基金管理人和基金托管人的权

利、义务；⑦基金份额持有人大会召集、议事及表决的程序和规则；⑧基金份额发售、交易、申购、赎回的程序、时间、地点、费用计算方式，以及给付赎回款项的时间和方式；⑨基金收益分配原则、执行方式；⑩基金管理人、基金托管人报酬的提取、支付方式与比例；⑪与基金财产管理、运用有关的其他费用的提取、支付方式；⑫基金财产的投资方向和投资限制；⑬基金资产净值的计算方法和公告方式；⑭基金募集未达到法定要求的处理方式；⑮基金合同解除和终止的事由、程序以及基金财产清算方式；⑯争议解决方式；⑰当事人约定的其他事项。

基金招募说明书应当包括下列内容：①基金募集申请的准予注册文件名称和注册日期；②基金管理人、基金托管人的基本情况；③基金合同和基金托管协议的内容摘要；④基金份额的发售日期、价格、费用和期限；⑤基金份额的发售方式、发售机构及登记机构名称；⑥出具法律意见书的律师事务所和审计基金财产的会计师事务所的名称和住所；⑦基金管理人、基金托管人报酬及其他有关费用的提取、支付方式与比例；⑧风险警示内容；⑨中国证监会规定的其他内容。

3. 基金注册的审查

中国证监会应当自受理公开募集基金的募集注册申请之日起6个月内依照法律、行政法规及中国证监会的规定进行审查，做出注册或者不予注册的决定，并通知申请人；不予注册的，应当说明理由。

（二）公开募集基金的发售

1. 基金的发售条件

依据《证券投资基金法》的规定，发售公开募集基金应符合下列条件和要求：①基金募集申请经注册后，方可发售基金份额。②基金份额的发售，由基金管理人或者其委托的基金销售机构办理。③基金管理人应当在基金份额发售的3日前公布招募说明书、基金合同及其他有关文件。这些文件应当真实、准确、完整。④对基金募集所进行的宣传推介活动，应当符合有关法律、行政法规的规定，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等法律规定的公开披露基金信息禁止行为。

2. 基金的募集期限

基金管理人应当自收到准予注册文件之日起6个月内进行基金募集。超过6个月开始募集，原注册的事项未发生实质性变化的，应当报中国证监会备案；发生实质性变化的，应当向中国证监会重新提交注册申请。基金募集不得超过中国证监会准予注册的基金募集期限。基金募集期限自基金份额发售之日起计算。

3. 基金的备案

基金募集期限届满，封闭式基金募集的基金份额总额达到准予注册规模的80%以上，开放式基金募集的基金份额总额超过准予注册的最低募集份额总额，并且基金份额持有人人数符合中国证监会规定的，基金管理人应当自募集期限届满之日起10日内聘请法定验资机构验资，自收到验资报告之日起10日内，向中国证监会提交验资报告，办理基金备案手续，并予以公告。

基金募集期间募集的资金应当存入专门账户，在基金募集行为结束前，任何人不得

动用。

4. 募集基金失败时基金管理人的责任

投资人交纳认购的基金份额的款项时，基金合同成立；基金管理人依法向中国证监会办理基金备案手续，基金合同生效。

基金募集期限届满，不能满足法律规定的条件，无法办理基金备案手续，基金合同不生效，也即基金募集失败。基金募集失败，基金管理人应当承担下列责任：①以其固有财产承担因募集行为而产生的债务和费用；②在基金募集期限届满后 30 日内返还投资人已交纳的款项，并加计银行同期存款利息。

二、对公开募集基金销售活动的监管

中国证监会 2013 年发布的《证券投资基金销售管理办法》，对于基金销售机构的条件和资格、基金销售支付结算、基金宣传推介材料、基金销售费用、基金销售业务规范以及监督管理和法律责任等均做了具体的规定。基金销售机构销售公开募集基金应当严格遵守这些规定。

对公开募集基金销售活动的监管主要涉及以下内容：

(一) 基金销售适用性监管

依据《证券投资基金销售管理办法》的规定，基金销售机构在销售基金和相关产品的过程中，应当坚持投资人利益优先原则，注重根据投资人的风险承受能力销售不同风险等级的产品，把合适的产品销售给合适的基金投资人。

基金销售机构应当建立基金销售适用性管理制度，至少包括以下内容：①对基金管理人进行审慎调查的方式和方法；②对基金产品的风险等级进行设置、对基金产品进行风险评价的方式和方法；③对基金投资人风险承受能力进行调查和评价的方式和方法；④对基金产品和基金投资人进行匹配的方法。

基金销售机构所使用的基金产品风险评价方法及其说明应当向基金投资人公开。基金销售机构应当加强投资者教育，引导投资者充分认识基金产品的风险特征，保障投资者合法权益。

基金销售机构办理基金销售业务时应当根据反洗钱法规相关要求识别客户身份，核对客户的有效身份证件，登记客户身份基本信息，确保基金账户持有人名称与身份证明文件中记载的名称一致，并留存有效身份证件的复印件或者影印件。基金销售机构销售基金产品时委托其他机构进行客户身份识别的，应当通过合同、协议或者其他书面文件，明确双方在客户身份识别、客户身份资料和交易记录保存与信息交换、大额交易和可疑交易报告等方面的反洗钱职责和程序。

(二) 对基金宣传推介材料的监管

基金宣传推介材料的制作、分发和发布应当符合相关规定，应当充分揭示相关投资风险。基金宣传推介材料，是指为推介基金向公众分发或者公布，使公众可以普遍获得的书面、电子或者其他介质的信息，包括：①公开出版资料；②宣传单、手册、信函、传真、非指定信息披露媒体上刊发的与基金销售相关的公告等面向公众的宣传

资料；③海报、户外广告；④电视、电影、广播、互联网资料、公共网站链接广告、短信及其他音像、通信资料；⑤中国证监会规定的其他材料。

依据《证券投资基金销售管理办法》的规定，基金管理人的基金宣传推介材料，应当事先经基金管理人负责基金销售业务的高级管理人员和督察长检查，出具合规意见书，并自向公众分发或者发布之日起5个工作日内报主要经营活动所在地中国证监会派出机构备案。其他基金销售机构的基金宣传推介材料，应当事先经基金销售机构负责基金销售业务和合规的高级管理人员检查，出具合规意见书，并自向公众分发或者发布之日起5个工作日内报工商注册登记所在地中国证监会派出机构备案。

制作基金宣传推介材料的基金销售机构应当对其内容负责，保证其内容的合规性，并确保向公众分发、公布的材料与备案的材料一致。

基金宣传推介材料必须真实、准确，与基金合同、基金招募说明书相符，不得有下列情形：①虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；②预测基金的证券投资业绩；③违规承诺收益或者承担损失；④诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金销售机构，或者其他基金管理人募集或者管理的基金；⑤夸大或者片面宣传基金，违规使用安全、保证、承诺、保险、避险、有保障、高收益、无风险等可能使投资人认为没有风险的或者片面强调集中营销时间限制的表述；⑥登载单位或者个人的推荐性文字；⑦中国证监会规定的其他情形。

基金宣传推介材料应当含有明确、醒目的风险提示和警示性文字，以提醒投资人注意投资风险，仔细阅读基金合同和基金招募说明书，了解基金的具体情况。

（三）对基金销售费用的监管

依据《证券投资基金销售管理办法》的规定，基金管理人应当在基金合同、招募说明书或者公告中载明收取销售费用的项目、条件和方式，在招募说明书或者公告中载明费率标准及费用计算方法。

基金销售机构办理基金销售业务，可以按照基金合同和招募说明书的约定向投资人收取认购费、申购费、赎回费、转换费和销售服务费等费用。基金销售机构收取基金销售费用的，应当符合中国证监会关于基金销售费用的有关规定。

基金销售机构为基金投资人提供增值服务的，可以向基金投资人收取增值服务费。增值服务是指基金销售机构在销售基金产品的过程中，在确保遵守基金和相关产品销售适用性原则的基础上，向投资人提供的除法定或者基金合同、招募说明书约定服务以外的附加服务。

基金销售机构收取增值服务费的，应当符合下列要求：①遵循合理、公开、质价相符的定价原则；②所有开办增值服务的营业网点应当公示增值服务的内容；③统一印制服务协议，明确增值服务的内容、方式、收费标准、期限及纠纷解决机制等；④基金投资人应当享有自主选择增值服务的权利，选择接受增值服务的基金投资人应当在服务协议上签字确认；⑤增值服务费应当单独缴纳，不应从申购（认购）资金中扣除；⑥提供增值服务和签订服务协议的主体应当是基金销售机构，任何销售人员不得私自收取增值服务费；⑦相关监管机构规定的其他情形。基金销售机构提供增值服务并以此向投资人收取增值服务费的，应当将统一印制的服务协议向中国证监会备案。

基金管理人与基金销售机构可以在基金销售协议中约定依据基金销售机构销售基金的保有量提取一定比例的客户维护费，用以向基金销售机构支付客户服务及销售活动中产生的相关费用。基金销售机构收取客户维护费的，应当符合中国证监会关于基金销售费用的有关规定。

三、对公开募集基金投资与交易行为的监管

(一) 基金的投资方式和范围

基金管理人运用基金财产进行证券投资，除中国证监会另有规定外，应当采用资产组合的方式。资产组合的具体方式和投资比例，依照法律和中国证监会的规定在基金合同中约定。采用资产组合投资方式是分散投资风险、保持基金财产适当流动性和收益稳定性的重要手段。

基金财产应当用于下列投资：①上市交易的股票、债券；②中国证监会规定的其他证券及其衍生品种。

(二) 基金的投资与交易行为的限制

依据《证券投资基金法》的规定，基金财产不得用于下列投资或者活动：①承销证券；②违反规定向他人贷款或者提供担保；③从事承担无限责任的投资；④买卖其他基金份额，但是中国证监会另有规定的除外；⑤向基金管理人、基金托管人出资；⑥从事内幕交易、操纵证券交易价格及其他不正当的证券交易活动；⑦法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他活动。

运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有其他重大利害关系的公司发行的证券或承销期内承销的证券，或者从事其他重大关联交易的，应当遵循基金份额持有人利益优先的原则，防范利益冲突，符合中国证监会的规定，并履行信息披露义务。



例 4-3

我国在 2013 年实施《证券投资基金法》之前，严格禁止基金关联交易。某大型蓝筹公司首次公开发行股票，其主承销商为甲证券公司，而甲证券公司全资控股 A 基金管理公司和 B 基金管理公司，导致两个基金管理公司旗下 19 只基金无缘该公司 IPO 的申购，涉及申购资金 2 300 多亿元。^①

评析

我国证券发行上市采用承销模式，承销商的准入门槛很高，导致承销渠道越来越向少数大型券商集中的趋势，而这些券商往往与基金管理公司、基金托管人或其控股股东存在关联关系。因此，严格禁止基金关联交易在很大程度上限制了基金投资获利的机会，并不利于基金份额持有人利益的保护。2013 年《证券投资基金法》放松了对基金关联交易的限制，同时明确了基金关联交易信息披露的范围和责任。

^① 案例来源：黄炜，王林.新基金法学习辅导读本.北京：中国财政经济出版社，2013：118。

四、对公开募集基金信息披露的监管

(一) 对基金信息披露的要求

基金管理人、基金托管人和其他基金信息披露义务人应当依法披露基金信息，并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。基金信息披露义务人应当确保应予披露的基金信息在中国证监会规定时间内披露，并保证投资人能够按照基金合同约定的时间和方式查阅或者复制公开披露的信息资料。

(二) 基金信息披露的内容

公开披露的基金信息包括：①基金招募说明书、基金合同、基金托管协议；②基金募集情况；③基金份额上市交易公告书；④基金资产净值、基金份额净值；⑤基金份额申购、赎回价格；⑥基金财产的资产组合季度报告、财务会计报告及中期和年度基金报告；⑦临时报告；⑧基金份额持有人大会决议；⑨基金管理人、基金托管人的专门基金托管部门的重大人事变动；⑩涉及基金财产、基金管理业务、基金托管业务的诉讼或者仲裁；⑪中国证监会规定应予披露的其他信息。

(三) 基金信息披露的禁止行为

公开披露基金信息，不得有下列行为：①虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；②对证券投资业绩进行预测；③违规承诺收益或者承担损失；④诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金销售机构；⑤法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。

五、基金份额持有人及基金份额持有人大会

(一) 基金份额持有人的法定权利

依据《证券投资基金法》的规定，基金份额持有人享有下列权利：①分享基金财产收益；②参与分配清算后的剩余基金财产；③依法转让或者申请赎回其持有的基金份额；④按照规定要求召开基金份额持有人大会或者召集基金份额持有人大会；⑤对基金份额持有人大会审议事项行使表决权；⑥对基金管理人、基金托管人、基金服务机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼；⑦基金合同约定的其他权利。公开募集基金的基金份额持有人有权查阅或者复制公开披露的基金信息资料；非公开募集基金的基金份额持有人对涉及自身利益的情况，有权查阅基金的财务会计账簿等财务资料。

(二) 基金份额持有人大会及其日常机构

基金份额持有人大会由全体基金份额持有人组成，行使下列职权：①决定基金扩募或者延长基金合同期限；②决定修改基金合同的重要内容或者提前终止基金合同；③决定更换基金管理人、基金托管人；④决定调整基金管理人、基金托管人的报酬标准；⑤基金合同约定的其他职权。

按照基金合同约定，基金份额持有人大会可以设立日常机构，行使下列职权：①召集基金份额持有人大会；②提请更换基金管理人、基金托管人；③监督基金管理人的投资运作、基金托管人的托管活动；④提请调整基金管理人、基金托管人的报酬标准；⑤基金合同约定的其他职权。基金份额持有人大会的日常机构，由基金份额持有人大会选举产生的人员组成；其议事规则，由基金合同约定。

基金份额持有人大会及其日常机构不得直接参与或者干涉基金的投资管理活动。

(三) 公开募集基金的基金份额持有人权利行使

1. 基金份额持有人大会的召集

依据《证券投资基金法》的规定，基金份额持有人大会由基金管理人召集。基金份额持有人大会设立日常机构的，由该日常机构召集；该日常机构未召集的，由基金管理人召集。基金管理人未按规定召集或者不能召集的，由基金托管人召集。代表基金份额 10% 以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金份额持有人大会，而基金份额持有人大会的日常机构、基金管理人、基金托管人都不召集的，代表基金份额 10% 以上的基金份额持有人有权自行召集，并报中国证监会备案。

召开基金份额持有人大会，召集人应当至少提前 30 日公告基金份额持有人大会的召开时间、会议形式、审议事项、议事程序和表决方式等事项。基金份额持有人大会不得就未经公告的事项进行表决。

2. 基金份额持有人大会的召开

依据《证券投资基金法》的规定，基金份额持有人大会可以采取现场方式召开，也可以采取通信等方式召开。每一基金份额具有一票表决权，基金份额持有人可以委托代理人出席基金份额持有人大会并行使表决权。基金份额持有人大会应当有代表 1/2 以上基金份额的持有人参加，方可召开。参加基金份额持有人大会的持有人的基金份额低于前款规定比例的，召集人可以在原公告的基金份额持有人大会召开时间的 3 个月以后、6 个月以内，就原定审议事项重新召集基金份额持有人大会。重新召集的基金份额持有人大会应当有代表 1/3 以上基金份额的持有人参加，方可召开。

3. 基金份额持有人大会的决议规则

基金份额持有人大会就审议事项做出决定，应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 1/2 以上通过；但是，转换基金的运作方式、更换基金管理人或者基金托管人、提前终止基金合同、与其他基金合并，应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的 2/3 以上通过。基金份额持有人大会决定的事项，应当依法报中国证监会备案，并予以公告。

第五节 对非公开募集基金的监管

学习内容	知识点
非公开募集基金的基金管理人登记	非公开募集基金的基金管理人登记制度
对非公开募集基金募集行为的监管	对非公开募集基金募集对象的限制：合格投资者制度 对非公开募集基金推介方式的限制：“非公开”的标准 非公开募集基金的基金合同的必备条款

续表

学习内容	知识点
对非公开募集基金运作的监管	非公开募集基金实行产品备案制度；基金的托管
	非公开募集基金的投资运作行为规范
	非公开募集基金的信息披露和报送制度

非公开募集基金，也称为私募基金，是指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。与公开募集基金相比，由于私募基金不面向公众发行，客户人数较少，运作形式灵活，投资者具有较高的风险识别能力和风险承担能力，对其监管应区别于公开募集基金。我国对于非公开募集基金的监管，由中国证监会及其派出机构担负对私募基金市场实施统一监管的职责，坚持适度监管、自律监管、底线监管的原则，对设立私募基金管理机构和发行私募基金不设行政审批，同时，以合格投资者制度为基础，通过建立健全私募基金发行监管制度，强化事中事后监管。既要规范非公开募集基金活动，避免发生系统性风险，又要给非公开募集基金留有足够的自由发展空间，保证其运作应有的动力和活力。

一、非公开募集基金的基金管理人的登记

我国对于非公开募集基金的基金管理人没有严格的市场准入限制，担任非公开募集基金的基金管理人无须中国证监会审批，而实行登记制度，即非公开募集基金的基金管理人只需向基金业协会登记即可。对于非公开募集基金管理人的内部治理结构也没有强制性的监管要求，而由基金业协会制定相关指引和准则，实行自律管理。这降低了非公开募集基金管理人的设立难度和设立成本，也利于非公开募集基金灵活运作，体现了区别监管的理念。

依据《证券投资基金法》的规定，担任非公开募集基金的基金管理人，应当按照规定向基金业协会履行登记手续，报送基本情况。未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行证券投资活动；但是，法律、行政法规另有规定的除外。非公开募集基金的基金管理人登记制度，目的在于防止滥用基金或者基金管理人的名义进行非法集资等违法活动。

除证券投资基金外，依据社会保险法设立的社会保险基金和全国社会保障基金、依据《基金会管理条例》设立的公募基金和非公募基金以及各类政府性基金等，可以依据相关法律、行政法规的规定以“基金”名义进行投资运作。这些基金属于《证券投资基金法》上述规定所指的例外情形。

中国证监会 2014 年 8 月 21 日发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，设立私募基金管理机构和发行私募基金不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定数量的投资者发行私募基金。建立健全私募基金发行监管制度，切实强化事中事后监管，依法严厉打击以私募基金为名的各类非法集资活动。

各类私募基金管理人应当根据基金业协会《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》（试行）的规定，向基金业协会申请登记。应当通过私募基金登记备案系统，如实

填报基金管理人基本信息、高级管理人员及其他从业人员基本信息、股东或合伙人基本信息、管理基金基本信息。

登记申请材料不完备或不符合规定的，私募基金管理人应当根据基金业协会的要求及时补正。申请登记期间，登记事项发生重大变化的，私募基金管理人应当及时告知基金业协会并变更申请登记内容。

基金业协会应当在私募基金管理人登记材料齐备后的 20 个工作日内，通过网站公告私募基金管理人名单及其基本情况的方式，为私募基金管理人办结登记手续。网站公示的私募基金管理人基本情况包括私募基金管理人的名称、成立时间、登记时间、住所、联系方式、主要负责人等基本信息以及基本诚信信息。

二、对非公开募集基金募集行为的监管

我国对于非公开募集基金的监管的重点集中在募集环节，主要体现为：确立合格投资者制度；禁止公开宣传推介；规范基金合同必备条款并强化违反监管规定的法律责任。

（一）对非公开募集基金募集对象的限制

依据《证券投资基金法》的规定，非公开募集基金应当向合格投资者募集，合格投资者累计不得超过 200 人。

依据《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》《公司法》《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称《合伙企业法》）等法律规定的特定数量。投资者转让基金份额的，受让人应当为合格投资者且基金份额受让后投资者人数应当符合上述法规规定。

私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：①净资产不低于 1 000 万元的单位；②金融资产不低于 300 万元或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元的个人。上述金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。

下列投资者视为合格投资者：①社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；②依法设立并在基金业协会备案的投资计划；③投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；④中国证监会规定的其他投资者。

以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的，私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。但是，符合上述第①②④项规定的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。

合格投资者制度是非公开募集基金在募集对象方面的一项重要制度，目前在我国股指期货、融资融券、信托公司信托计划等金融领域都有所体现，是将风险不同的金融产品提供给具有相应风险承受能力投资者的“投资者适当性”原则的体现。对公开募集基金投资者的保护主要依靠强制信息披露等全方位监管制度来实现，而对于非公开募集基金的监管力度小，相应要求投资者应当具有一定的风险识别能力和风险承受能力，以达到保护投资者的目的。

限制合格投资者的人数的依据在于防止非公开募集基金丧失其私募特征而构成实质上的公开募集基金。《证券法》规定的公开发行标准是向不特定对象发行证券或者向特定对象发行证券累计超过 200 人。因此，如果非公开募集基金的募集对象累计人数超过 200 人，就构成了公开募集基金，应当按照公开募集基金接受监管。

（二）对非公开募集基金推介方式的限制

非公开募集基金的募集对象是特定的，这就决定了采用非公开方式推介是其区别于公开募集基金的关键性特征。如果允许采用公开方式向不特定公众宣传推介，就违背了非公开募集基金的根本属性。

依据《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，非公开募集基金，不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、手机短信、微信、博客和电子邮件等方式向不特定对象宣传推介。对于违反法律法规，擅自公开或者变相公开募集基金的，应当承担相应的法律后果。这一规定同样适用于非公开募集基金份额的转让，基金份额持有人也不得采用公开宣传的方式向非合格投资者转让基金份额。

依据《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。私募基金管理人自行销售私募基金的，应当采取问卷调查等方式，对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估，由投资者书面承诺符合合格投资者条件；应当制作风险揭示书，由投资者签字确认。私募基金管理人委托销售机构销售私募基金的，私募基金销售机构应当采取上述规定的评估、确认等措施。投资者风险识别能力和承担能力问卷及风险揭示书的内容与格式指引，由基金业协会按照不同类别私募基金的特点制定。私募基金管理人自行销售或者委托销售机构销售私募基金，应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级，向风险识别能力和风险承担能力相匹配的投资者推介私募基金。

投资者应当如实填写风险识别能力和承担能力问卷，如实承诺资产或者收入情况，并对其真实性、准确性和完整性负责。填写虚假信息或者提供虚假承诺文件的，应当承担相应责任。投资者应当确保投资资金来源合法，不得非法汇集他人资金投资私募基金。



例 4-4

某公司董事长通过贩卖“零风险、高收益”的私募概念，向社会不特定公众 720 余人吸收资金 1.8 亿元人民币，被法院以集资诈骗罪和非法经营罪判处无期徒刑。

评析

上述案例中的融资方式，募集基金对象既非合格投资者，人数也大大超过了法律规定的 200 人的限制，且宣传推介方式上具有针对不特定对象的公开特征，违背了私募股权基金的私募属性，将潜在的巨大投资风险，扩散到社会公众中，严重影响了金融市场的秩序。打着私募基金旗号进行非法集资，是这类违法犯罪行为的典型形式。

(三) 规定非公开募集基金的基金合同的必备条款

基金合同是规范基金管理人、基金托管人和基金份额持有人等基金当事人权利义务关系的协议。基金合同对基金当事人具有约束力，也是保护基金份额持有人的最重要的法律文件。法律规定非公开募集基金的基金合同的必备条款，有利于投资者权益的保护。

依据《证券投资基金法》的规定，非公开募集基金，应当制定并签订基金合同。基金合同应当包括下列内容：①基金份额持有人、基金管理人、基金托管人的权利、义务；②基金的运作方式；③基金的出资方式、数额和认缴期限；④基金的投资范围、投资策略和投资限制；⑤基金收益分配原则、执行方式；⑥基金承担的有关费用；⑦基金信息提供的内容、方式；⑧基金份额的认购、赎回或者转让的程序和方式；⑨基金合同变更、解除和终止的事由、程序；⑩基金财产清算方式；⑪当事人约定的其他事项。

按照基金合同约定，非公开募集基金可以由部分基金份额持有人作为基金管理人负责基金的投资管理活动，并在基金财产不足以清偿其债务时对基金财产的债务承担无限连带责任。

以有限合伙方式组织的非公开募集基金，其基金合同还应载明：①承担无限连带责任的基金份额持有人和其他基金份额持有人的姓名或者名称、住所；②承担无限连带责任的基金份额持有人的除名条件和更换程序；③基金份额持有人增加、退出的条件、程序以及相关责任；④承担无限连带责任的基金份额持有人和其他基金份额持有人的转换程序。

募集其他种类私募基金，基金合同应当参照上述规定，明确约定各方当事人的权利、义务和相关事宜。

三、对非公开募集基金运作的监管

(一) 非公开募集基金的备案

我国对于非公开募集基金实行产品备案制度，体现了对于非公开募集基金的区别监管的理念。依据《证券投资基金法》的规定，非公开募集基金募集完毕，基金管理人应当向基金业协会备案。对募集的资金总额或者基金份额持有人的人数达到规定标准的基金，基金业协会应当向中国证监会报告。

《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，各类私募基金募集完毕，私募基金管理人应当根据基金业协会的规定，办理基金备案手续，报送以下基本信息：①主要投资方向及根据主要投资方向注明的基金类别。②基金合同、公司章程或者合伙协议。资金募集过程中向投资者提供基金招募说明书的，应当报送基金招募说明书。以公司、合伙等企业形式设立的私募基金，还应当报送工商登记和营业执照正副本复印件。③采取委托管理方式的，应当报送委托管理协议。委托托管机构托管基金财产的，还应当报送托管协议。④基金业协会规定的其他信息。

基金业协会应当在私募基金备案材料齐备后的 20 个工作日内，通过网站公告私募基金名单及其基本情况的方式，为私募基金办结备案手续。基金业协会为私募基金管理人和私募基金办理登记备案不构成对私募基金管理人投资能力、持续合规情况的认可；

不作为对基金财产安全的保证。

(二) 非公开募集基金的托管

基金托管制度是规范基金运作、保护基金投资者合法权益的一项重要制度，基金托管人作为共同受托人对基金管理人的投资运作负有监督职责。对非公开募集基金托管，同样可以发挥规范基金运作、增强对投资人保护的积极作用。但也有些非公开募集基金规模较小或者投资者较少，基金投资人基于对基金管理人的信任或者出于节省基金托管费用的考虑，不再需要基金托管。因此，《证券投资基金法》允许非公开募集基金的当事人对于设置基金托管人做例外约定，即非公开募集基金应当由基金托管人托管，但是基金合同另有约定除外。

《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，除基金合同另有约定外，私募基金应当由基金托管人托管。基金合同约定私募基金不进行托管的，应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。

(三) 非公开募集基金的投资运作行为规范

与公开募集基金的投资范围相比，非公开募集基金的投资范围更加宽泛。依据《证券投资基金法》的规定，非公开募集基金财产的证券投资，包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额，以及中国证监会规定的其他证券及其衍生品种。

《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，同一私募基金管理人管理不同类别私募基金的，应当坚持专业化管理原则；管理可能导致利益输送或者利益冲突的不同私募基金的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制。

私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：① 将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动；② 不公平地对待其管理的不同基金财产；③ 利用基金财产或者职务之便，为本人或者投资者以外的人牟取利益，进行利益输送；④ 侵占、挪用基金财产；⑤ 泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动；⑥ 从事损害基金财产和投资者利益的投资活动；⑦ 玩忽职守，不按照规定履行职责；⑧ 从事内幕交易、操纵交易价格及其他不正当交易活动；⑨ 法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。

(四) 非公开募集基金的信息披露和报送

《私募投资基金监督管理暂行办法》规定，私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定，如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息，不得隐瞒或者提供虚假信息。信息披露规则由基金业协会另行制定。

私募基金管理人应当根据基金业协会的规定，及时填报并定期更新管理人及其从业人员的有关信息、所管理私募基金的投资运作情况和杠杆运用情况，保证所填报内容真实、准确、完整。发生重大事项的，应当在 10 个工作日内向基金业协会报告。

私募基金管理人应当于每个会计年度结束后的 4 个月内，向基金业协会报送经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况。

私募基金管理人、私募基金托管人及私募基金销售机构应当妥善保存私募基金投资决策、交易和投资者适当性管理等方面的记录及其他相关资料，保存期限自基金清算终止之日起不得少于 10 年。

另外，《私募投资基金监督管理暂行办法》专门对创业投资基金做了特别规定。创业投资基金，是指主要投资于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。基金业协会在基金管理人登记、基金备案、投资情况报告要求和会员管理等环节，对创业投资基金采取区别于其他私募基金的差异化行业自律，并提供差异化会员服务。中国证监会及其派出机构对创业投资基金在投资方向检查等环节，采取区别于其他私募基金的差异化监督管理；在账户开立、发行交易和投资退出等方面，为创业投资基金提供便利服务。

参 考 文 献

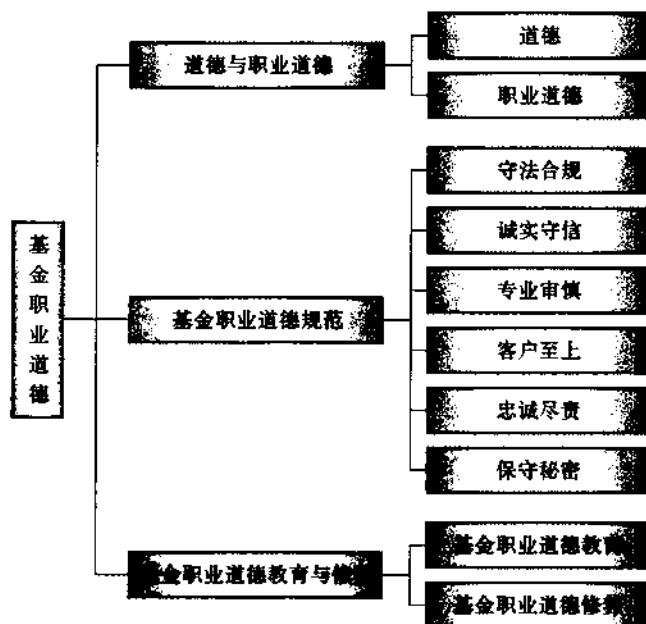
- [1] 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京: 中国金融出版社, 2012.
- [2] 中国证券投资基金业协会. 证券投资基金销售基础知识. 北京: 中国金融出版社, 2012.
- [3] 李飞. 中华人民共和国证券投资基金法释义. 北京: 法律出版社, 2013.
- [4] 黄炜, 王林. 新基金法学习辅导读本. 北京: 中国财政经济出版社, 2013.

第5章 基金职业道德

本章内容概述

本章介绍了基金职业道德，即基金从业人员职业道德。本章共分三节。第一节介绍了道德和职业道德的概念和特征，阐述了道德与法律的联系与区别。在此基础上，第二节重点阐释了基金职业道德规范的具体内容，包括守法合规、诚实守信、专业审慎、客户至上、忠诚尽责、保守秘密。第三节进而对于基金职业道德教育和修养的含义以及途径或方法进行了分析说明。基金职业道德教育和修养是基金职业道德得以实施的重要保障。

知识结构图



第一节 道德与职业道德

学习内容	知识点
道德的概念 道德的特征 道德与法律的关系	道德的概念
	道德的特征
	道德与法律的区别与联系
职业道德的概念 职业道德的特征 职业道德的作用	职业道德的概念
	职业道德的特征
	职业道德的作用

一、道德

(一) 道德的概念

人具有社会属性，在本质上是各种社会关系的总和。人们在复杂的社会关系中生活，必然会产生各种矛盾和冲突，这就需要一定的行为规范来约束人们的行为，调整人与人之间、人与社会之间的关系。这些行为规范，除了法律外，更多体现为道德。

所谓道德，是一种社会意识形态，是由一定的社会经济基础决定并形成的，以是与非、善与恶、美与丑、正义与邪恶、公正与偏私、诚实与虚伪等范畴为评价标准，依靠社会舆论、传统习俗和内心信念等约束力量，实现调整人与人之间、人与社会之间关系的行为规范的总和。

(二) 道德的特征

1. 道德具有差异性

不同的社会有不同的道德。道德是由一定的社会经济基础决定的，是一定社会关系的反映。因此，社会经济基础和社会关系的不同就决定了道德的差异性。不同的社会条件下有着不同的社会价值观念和道德标准，以及与其相适应的道德规范体系。当然，这并不排除不同社会的道德之间存在某些共性的可能。

社会道德规范是一个国家所有公民应当遵守的道德规范的总和，包括基本道德规范和一系列特定道德规范。在一定的社会条件下，会存在着人们普遍认同的相对稳定的道德规范，即基本道德规范，也称为一般社会道德。而基本道德规范在社会不同领域又会表现为一系列特定道德规范。

道德的差异性，也表现为基本道德规范与特定道德规范之间的差异。例如，我国《公民道德建设实施纲要》提出了“爱国守法、明礼诚信、团结友善、勤俭自强、敬业奉献”20字的公民道德基本规范，同时也针对社会关系、职业关系、家庭关系等不同领域提出了社会公德规范、职业道德规范、家庭美德规范等特定道德规范。这些特定道德

规范之间及其与基本道德规范之间，在具体内容上存在着一定的差异。但这种差异，不是道德所反映的社会价值观存在根本性不同，而只是侧重点上的差异，特定道德规范往往是基本道德规范在特定领域的具体表现。

2. 道德具有继承性

随着社会经济基础的变化，属于意识形态的道德也会发生相应变化，因此，没有永恒不变的道德，道德总是随着社会经济的发展而不断地改变着。影响道德形成和发展的因素很多，除了社会经济基础、文化传统、民族习俗、宗教信仰、社会伦理乃至国家政治等因素对于道德的形成都会产生影响，是非、善恶、美丑、正邪等道德评价标准，也会不同程度地反映各种影响因素的内在要求。

因为决定或者影响道德形成和发展的各种因素具有历史延续性，所以，道德也必然与文化、民俗、宗教、伦理等一样有着历史的传承。而且，传统道德的传承力往往是巨大的，现代道德都深深烙有传统道德的印记。因此，在历史沿革上，道德具有继承性。

3. 道德具有约束性

道德是建立在调整人们关系、维护社会秩序理念基础之上的，是社会认可和人们普遍接受的具有一般约束力的行为规范。因此，道德对全体社会成员具有约束的作用。道德广泛渗透在各种社会生活中，约束全体社会成员可以做什么、不可以做什么和怎样做，是社会价值观的具体体现和延伸。

道德具有约束性，但是，道德并不像法律那样依靠国家强制力保证其实施，其约束力是有限的。道德依靠社会舆论、传统习俗和内心信念等力量来发挥其约束的作用，因此，与之相应的社会道德评价标准、行为习惯、道德观念等就成为道德得以实施的重要支撑力量。树立优良的社会风气、倡导健康的生活习俗、提升人们的道德素养并建立有效的监督奖惩机制，是道德发挥约束力的有效保障。

4. 道德具有具体性

在表现形式上，道德就是行为规范。但是，行为规范不限于道德，还包括法律、规章、制度等。因此，相对于法律规范、制度规范等行为规范，道德也称为道德规范。

道德规范既可以是成文的，表现为制定的“公约”“守则”“行为准则”“行为规则”“行为规范”等；也可以是不成文的，存在于人们的内心观念之中。不论是成文的还是不成文的道德，作为行为规范，其内容都是具体的。

道德规范虽然是具体的，但仍有层次的划分。有些规范内涵比较丰富，具有一定的概括性，可以称为道德原则，在道德原则之下通常包含若干更为具体的道德规则。

（三）道德与法律的关系

道德与法律是社会行为规范最主要的两种形式，二者既有区别又有联系。

1. 道德与法律的区别

（1）表现形式不同。法律是由国家制定或认可的一种行为规范，主要表现为各种制定法或者判例法，内容明确，通常以文字作为载体，以便人们认知和遵守。而道德是社会认可和人们普遍接受的行为规范，既可以是成文的，也可以是不成文的，没有特定的表现形式。

(2) 内容结构不同。法律以权利义务为内容，要求权利义务对等；而道德一般只以义务为内容，并不要求有对等的权利。法律规范的结构是假定、处理和制裁，或者说是行为模式和法律后果；而道德规范一般没有明确的制裁措施或者行为后果。

(3) 调整范围不同。一般认为，道德调整的范围比法律调整的范围更为广泛。绝大多数法律规范是以道德评价为基础的，同时也是道德规范；但也有一些法律调整的领域道德并不调整，例如一些专门的程序性规范。因此，二者的调整范围是交叉关系。

法律与道德的调整范围存在交叉，根本原因在于二者的评价标准存在一定的不同。道德以价值判断，即以公认的是非、善恶、美丑、正邪等范畴为评价标准；而法律的评价标准不限于价值判断或者不直接反映价值判断。

(4) 调整手段不同。法律主要依靠国家强制力保证实施；而道德主要依靠社会舆论、传统习俗和内心信念等力量来实现其约束力。相比法律，道德的调整手段更多，但均不具有强制性。因此，法律的实施主要依靠他律，而道德的实施主要依靠自律。社会法治建设偏重于“有法可依、有法必依、执法必严、违法必究”的外化机制，而社会德治建设则偏重于“移风易俗”“奖优罚劣”“德育教化”等诸多内化机制。

2. 道德与法律的联系

(1) 目的一致。道德和法律都是行为规范，都是重要的社会调控手段。二者都属于上层建筑范畴，都为一定的社会经济基础服务。绝大多数的法律规范都是以道德作为价值基础的，在评价标准上与道德是一致的，因此，二者在根本目的上具有一致性。

(2) 内容交叉。道德一般可分为两类，一类是维护社会秩序所要求的最低限度的道德；一类是有助于提高人的精神素质、增进入与人之间和谐关系的较高要求的道德。前者通常也是法律所调整的内容，而对于后者法律一般不予调整。同时，法律调整的内容并不限于道德所调整的范畴。因此，道德与法律在内容上是交叉关系。有些行为既是违反法律的又是违反道德的，而有些行为不违反法律但违反道德，还有些行为违反法律但并不违反道德。

(3) 功能互补。道德在调整范围上对法律具有补充作用。有些行为不宜由法律调整或者本应由法律调整但因立法滞后而尚“无法可依”的，道德调整就起了补充作用。同时，法律在约束力上对道德具有补充作用。相比法律，道德的约束是“软”约束，因此，重要的道德转化为法律，就可以依靠国家强制力来保证实施。

(4) 相互促进。法律对传播道德具有促进作用。法律的实施，往往就是一个惩恶扬善的过程，不但有助于人们法律意识的形成，还有助于人们道德观念的培养。因为法律与道德的评价标准虽有不同，但在绝大多数情况下是一致或相近的，而且更为明确，所以法律的实施对道德观念的培养可以起到强化促进作用。同时，道德对法律的实施也具有促进作用。遵纪守法通常是道德最基本的要求，增强道德观念有助于人们自觉守法。

另外，规章、制度、纪律等也属于行为规范的范畴，是介于法律和道德之间的一种特殊的规范。这些规范通常由特定组织制定，效力限于组织内部人员。例如，企业制定的工作规程和安全生产制度等。其与法律、道德的区别在于，一方面，这些规范不太强调价值判断，具有突出的技术性；另一方面，这些规范有强于道德而弱于法律的约束力，

具有一定的强制性。

二、职业道德

(一) 职业道德的概念

职业道德是随着社会分工的发展并出现相对固定的职业共同体时产生的，人们的职业实践是职业道德产生的基础。在原始社会末期，由于生产和交换的发展，出现了农业、手工业、畜牧业等职业分工，职业道德开始萌芽。进入商品经济社会以后，又出现了商业、政治、军事、教育、医疗等职业。在一定社会的经济关系基础上，这些特定的职业不但要求人们具备特定的知识和技能，而且要求人们具备特定的道德观念和素养，遵守特定的职业行为规范。为了维护职业利益和信誉，适应社会的需要，各种职业共同体在职业实践中，逐渐形成了特定的职业道德。

职业道德，也称职业道德规范，是一般社会道德在职业活动和职业关系中的特殊表现，是与人们的职业行为紧密联系的符合职业特点要求的道德规范的总和。它既是对从业人员在职业活动中行为的要求，同时又是职业对社会所负的道德责任与义务的体现。我国《公民道德建设实施纲要》指出：“职业道德是所有从业人员在职业活动中应该遵循的行为守则，涵盖了从业人员与服务对象、职业与职工、职业与职业之间的关系。”每个从业人员，不论从事哪种职业，在职业活动中都应当遵守职业道德。

(二) 职业道德的特征

1. 职业道德具有特殊性

相对于一般社会道德，职业道德具有特殊性。职业道德与一般社会道德之间的关系，是特殊与一般、个性与共性之间的关系。任何职业道德，都在不同程度上体现着一般社会道德的要求，职业道德是一般社会道德在职业活动中的具体化。例如，教师从教应遵循师德，要教书育人、为人师表；医生行医应遵循医德，要救死扶伤、治病救人；商人经商应遵循商德，要诚信公平、童叟无欺等，而这些具体的、特定的职业道德，一方面体现了一般社会道德的基本要求，另一方面也反映了特定职业的特殊要求。

不同的职业道德，各自有其特殊性。任何职业道德，都是该职业内的人们在长期的职业实践中逐渐形成的一些公认的衡量职业行为好坏的标准，进而以此作为约束职业行为的规范。职业道德在内容方面，总是要鲜明地表达职业义务、职业责任以及对职业行为的具体要求。职业道德与职业活动、职业关系密切相关，任何一种职业都有其特定的职业道德。因为各种职业活动和职业关系各具特色，所以，规范不同职业活动和调整不同职业关系的职业道德也必然各具特色。

2. 职业道德具有继承性

职业的形成是一个漫长的历史过程，人们在长期的职业实践中所形成的比较稳定的职业作风、职业习惯和职业心理，会在本职业中世代传承，从而使得同行业内形成相似的职业道德规范。随着社会的发展和进步，每种职业道德的内容也会随之不断丰富和深化，但它的基本内容往往保持相对的稳定性和连续性。从职业道德的发展轨迹来看，与一般社会道德一样，具有历史的继承性。

3. 职业道德具有规范性

职业道德相比于一般社会道德以及其他领域的道德，具有规范性更强的特征。所谓规范性，是指具有完整的规范结构和有保证的约束力。就像法律规范一样，由假定、处理和制裁构成，违法行为要承担相应的法律后果。

一般社会道德和其他领域道德如社会公德和家庭美德等规范，一般没有关于行为后果的内容；而职业道德规范，通常都规定了违反规范的处罚措施，具备了近似于法律的规范结构。违反职业道德规范，除了要受到社会舆论谴责等道德性的约束之外，往往还要受到规范本身所明确规定的惩罚措施的制裁。

4. 职业道德具有具体性

职业是多种多样的，每种职业都有其特有的职业活动和职业关系，都承担着特定的职业义务和责任。虽然不同职业道德的内容有所不同，但其作为行为规范，具有具体性。

（三）职业道德的作用

职业道德具有引导、规范、评价和教化的功能，可以发挥调整职业关系、提升职业素质和促进行业发展的作用。

1. 调整职业关系

首先，职业道德是职业行为规范，告诫从业人员应该做什么、不应该做什么以及应该如何做，具有引导和规范的功能。因此，职业道德可以引导和规范从业人员的职业行为。

其次，职业道德通过引导和规范职业行为，可以发挥调整职业关系的作用。职业关系具有社会性、专业性和复合性的特点，这就决定了在职业内部人员之间、从业人员与其服务对象之间等职业关系中难免会存有各种各样的矛盾和冲突。法律是化解矛盾、解决冲突的重要手段，但其对于解决职业矛盾和冲突的作用是有限的，而职业道德恰是有益的补充。从调节的范围来看，职业道德一方面调整从业人员的内部关系，加强职业内部人员的凝聚力；另一方面，它也调整从业人员与其服务对象之间的关系，用以塑造本职业从业人员的形象。职业道德引导和规范职业行为，可增进沟通，加深理解，化解矛盾，维护秩序，有利于建立良好的职业关系。

2. 提升职业素质

职业素质既包括专业技能，也包括道德素养。加强职业道德建设有助于从业人员职业素质的提高。各个行业的快速健康发展，不仅需要具备较高业务素质的人才，更需要具有良好道德素养的从业人员。职业道德具有评价和教化的功能，可以培养从业人员的职业情感、评价从业人员的职业行为，可以教化从业人员坚持原则，更好地认识职责和利益的关系，是提升道德素养的重要途径。

在那些直接与金钱、资产发生关系的行业，从业人员在追逐工作业绩的同时，往往也伴随着巨大的道德风险。很多案件的发生就是由于从业人员在金钱、业绩面前丧失了道德和理智。因此，加强职业道德建设，不仅有利于从业人员提高业务能力，而且也有利于从业人员在追求业绩的同时坚守道德底线，提升职业素质。

3. 促进行业发展

加强职业道德建设有助于推动行业发展、树立行业新形象。职业道德水准低下的突

出表现就是行业不正之风的滋生蔓延，如果不讲职业道德，任由损害客户利益，损毁单位声誉，败坏行业风气，就必然会导致客户大量流失，行业被边缘化，从业人员失业。加强职业道德建设，可以帮助从业人员树立正确的世界观、人生观、价值观和道德观，全面提高从业人员的思想道德品质，逐步形成“为客户服务，对单位负责，为行业争光”的职业道德风尚，进而提高行业服务质量，促进行业健康发展。

第二节 基金职业道德规范

学习内容	知识点
守法合规的含义 守法合规的基本要求	守法合规的含义
	守法合规的基本要求
诚实守信的含义 欺诈客户的内涵 内幕交易与操纵市场行为的内 涵 不正当竞争行为的内涵	诚实守信的含义
	欺诈客户行为
专业审慎的含义 专业审慎的基本要求	内幕交易与操纵市场行为
	不正当竞争行为
客户至上的含义 客户利益优先的基本要求 公平对待客户的基本要求	专业审慎的含义
	专业审慎的基本要求
	客户至上的含义
忠诚尽责的含义 廉洁公正的基本要求 忠诚敬业的基本要求	客户利益优先
	公平对待客户
	忠诚尽责的含义
保守秘密的含义 保守秘密的基本要求	廉洁公正
	忠诚敬业
保守秘密的含义 保守秘密的基本要求	保守秘密的含义
	保守秘密的基本要求

基金从业人员职业道德，本书简称为基金职业道德。

基金职业道德是一般社会道德、职业道德基本规范在基金行业的具体化，是基于基金行业以及基金从业人员所承担的特定的职业义务和责任，在长期的基金职业实践中所形成的职业行为规范。2014年12月15日，基金业协会颁布了《基金从业人员执业行为自律准则》（以下简称《自律准则》），引导全体从业人员以合乎职业道德规范的方式对

待客户、公众、所在机构、其他同业机构以及行业其他参与者。

我国基金职业道德主要包括以下内容：

一、守法合规

(一) 守法合规的含义

守法合规是对基金从业人员职业道德的最为基础的要求，其所调整的是基金从业人员与基金行业及基金监管之间的关系。

守法合规，是指基金从业人员不但要遵守国家法律、行政法规和部门规章，还应当遵守与基金业相关的自律规则及其所属机构的各种管理规范，并配合基金监管机构的监管。其目的是避免基金从业人员自己实施或者参与违法违规的行为，或者为他人违法违规的行为提供帮助。

守法合规中的“法”和“规”，除了包括宪法、刑法、民法等所有公民都需要遵守的法律外，主要是指规范证券投资基金领域的法律、行政法规、部门规章，还包括基金行业自律性规则以及基金从业人员所在机构的章程、内部规章制度、工作规程、纪律等行为规范。^①

(二) 守法合规的基本要求

守法合规要求基金从业人员要熟悉并自觉遵守法律法规等行为规范，积极配合监管，主动向监管机构提供违法违规的线索，举报违法违规的行为。

1. 熟悉法律法规等行为规范

守法合规的前提是熟悉相关的法律法规等行为规范。我国有关基金从业人员的法律法规等行为规范，散见于不同层次的规范性文件之中，而且不同的规范所适用的主体范围也有所不同。所以，基金从业人员应当通过各种途径、各种方式及时全面地学习和掌握相关的法律法规等行为规范，领会其内容实质，防止因为对法律法规等行为规范的曲解而做出违法违规的行为。

对于基金机构而言，一方面，要注重培养从业人员的守法合规意识，强化工作流程管理，完善各项规章制度，在机构内部形成守法合规的企业文化；另一方面，要建立健全重视法律法规等行为规范、学习和运用法律法规等行为规范的各项机制，为从业人员熟悉法律法规等行为规范创造条件。

2. 遵守法律法规等行为规范

基金从业人员在熟悉法律法规等行为规范的基础上，要自觉遵守这些规范。具体而言，包括以下要求：

(1) 基金从业人员应当严格遵守法律法规等行为规范，当不同效力级别的规范对同一行为均有规定时，应选择遵守更为严格的规范。

(2) 基金从业人员应当自觉遵守《自律准则》规定的各类行为规范。

(3) 基金从业人员应当积极配合基金监管机构的监管。

^① 为了便于表述，本章采用“法律法规等行为规范”来泛指上述“法”和“规”所包含的内容。

(4) 负有监督职责的基金从业人员，要忠实履行自己的监督职责，及时发现并制止违法违规行为，防止违法违规行为造成更加严重的后果。

(5) 普通的基金从业人员，尽管不负有监督职责，但是也应当监督他人的行为是否符合法律法规的要求。一旦发现违法违规的行为，应当及时制止并向上级部门或者监管机构报告。



例 5-1

某公募基金管理公司从业人员甲发现基金经理乙的妻子在进行证券投资，但乙并未向公司申报登记。甲立即向公司报告了此事。

评析

甲的行为符合守法合规的要求。根据《证券投资基金法》第 18 条的规定，公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员，其本人、配偶、利害关系人进行证券投资，应当事先向基金管理人申报，并不得与基金份额持有人发生利益冲突。本例中，基金经理乙的妻子进行证券投资，乙没有向所在公司事先申报，是违法行为。甲发现后立即向公司报告，是符合职业道德要求的行为。

二、诚实守信

(一) 诚实守信的含义

诚实是指言行与内心思想一致，不弄虚作假、不隐瞒欺诈，做老实人、说老实话、办老实事。守信是指遵守自己的承诺，讲信用、重信用、守信用。诚实守信也称为诚信，就是真诚老实、表里如一、言而有信、一诺千金。诚实守信是调整各种社会人际关系的基本准则。

诚实守信是基金职业道德的核心规范。基金行业的本质是资产管理行业，投资人的信心和信任是支撑基金市场存续和基金行业发展的基础。而诚实守信又是赢得投资人信心和信任的基本要素，可谓基金市场和基金行业“无信不立”。

同时，基金行业又属于智力密集型行业，基金机构从业人员的执业行为往往就直接表现为基金机构的行为。因此，基金机构从业人员在执业过程中是否诚实守信，直接关乎投资人的合法权益，决定了投资人对基金市场的信心和对基金行业的信任。

基金行业要健康发展，必须以诚实守信为本；而诚实守信必然要落实到基金从业人员的执业行为上，体现为基金职业道德的核心内容。基金从业人员要以维护和增进基金行业的信用和声誉为重，诚实守信和恪尽职守，忠实于投资人，赢得投资人和社会的信任。

(二) 诚实守信的基本要求

诚实守信要求基金从业人员不得欺诈客户，在证券投资活动中不得有内幕交易和操纵市场行为，对于同行不得进行不正当竞争。

1. 不得欺诈客户

诚实守信就是不欺诈。所谓欺诈，是指利用虚构事实或者隐瞒真相的方式欺骗客户，使客户产生错误的认识，最终做出错误的判断。欺诈的方式主要有两种，一是虚假陈述，二是舞弊行为。这两种欺诈方式主要发生在宣传销售基金产品和信息披露领域，针对基金销售人员和基金管理人的从业人员。

在宣传销售基金产品时，基金从业人员应当以诚实的态度和合法的方式执业，如实告知投资人可能影响其利益的重要情况，正确向其揭示投资风险，不得做出不当承诺或者保证。具体而言：

(1) 基金从业人员在宣传、推介和销售基金产品时，应当客观、全面、准确地向投资者推介基金产品、揭示投资风险。

(2) 基金从业人员对基金产品的陈述、介绍和宣传，应当与基金合同、招募说明书等相符，不得进行虚假或误导性陈述，或者出现重大遗漏。

(3) 基金从业人员在销售基金或者为投资者提供咨询服务时，应当向客户和潜在客户披露用于分析投资、选择证券、构建投资组合的投资过程的基本流程和一般原则。

(4) 基金从业人员在陈述所推介基金或同一基金管理人管理的其他基金的过往业绩时，应当客观、全面、准确，并提供业绩信息的原始出处，不得片面夸大过往业绩，也不得预测所推介基金的未来业绩。

(5) 基金从业人员分发或公布的基金宣传推介材料应为基金管理机构或基金代销机构统一制作的材料。

(6) 基金从业人员不得违规向投资人做出投资不受损失或保证最低收益的承诺。

(7) 基金从业人员不得从事隐匿、伪造、篡改或者损毁交易数据等舞弊的行为，或做出任何与执业声誉、正直性相背离的行为。



例 5-2

某基金管理公司的员工在宣传以往的投资业绩时，只介绍表现最好的基金，刻意忽略业绩并不突出的基金，或者刻意忽略某只基金表现糟糕的时期，却谎称这些业绩是本公司或者该只基金近几年的全部成果。另外，该员工在宣传投资收益时，将表现糟糕的数据排除，只统计表现优异的数据，然后声称这是本公司的平均投资收益。

评析

宣传是赢得客户认可的第一步，基金从业人员能否将自己的服务或者产品推销出去，很大程度上取决于客户对宣传内容的认可与否。在宣传本公司以往的业绩时，不少基金从业人员会列举一些数据，以此来证明本公司值得客户信赖。如果这些数据是经过筛选的，却谎称这些数据代表本公司以往全部基金的表现，则基金从业人员的行为属于虚假陈述。这名基金从业人员上述的宣传都含有虚假的成分，将部分优秀的业绩夸大成整体业绩，是典型的虚假陈述行为，违背了诚实守信道德规范的要求。

**例 5-3**

某基金管理公司新聘用了一名基金经理，该基金经理过去 6 年在另一家基金管理公司的基金投资业绩非常优秀。这家基金管理公司从业人员在制作广告宣传材料时，为达到更好的宣传效果，只强调这名基金经理过去 6 年的基金投资业绩，但是没有注明上述业绩并不是在本公司的业绩。

评析

类似这样的宣传推介材料会使不知情的客户产生误解，认为这名基金经理在该基金管理公司历史业绩骄人，这家基金管理公司值得信赖。假如宣传推介材料中注明该基金经理是在另一家基金管理公司取得的上述业绩，那么客户很可能会做出不一样的选择。虽然有时宣传材料中陈述的内容是真实的，但是如果有意隐瞒了与陈述内容有关的重要背景资料，就会使客户产生误解，构成误导客户的行为，违背诚实守信道德规范的要求。

同理，在基金机构依法进行信息披露时，相关从业人员也应当诚实守信，确保披露信息的客观、全面、准确，没有虚假和误导的内容，没有故意隐瞒和重大遗漏。

2. 不得进行内幕交易和操纵市场

内幕交易和操纵市场行为，违反证券市场公开、公平、公正的原则，破坏证券市场的诚信和秩序，损害投资人合法权益，社会危害性极大，因此，也是《证券法》明确规定禁止性行为。基金市场是证券市场的重要组成部分，证券投资基金管理活动也必须确立同样的规则，即不得内幕交易和操纵市场。

(1) 内幕交易，是指利用内幕信息进行证券交易，以为自己或者他人牟取利益。所谓内幕信息，是指能够影响证券价格的重要非公开信息。内幕信息的构成要素有三：一是来源可靠的信息。来源不可靠、模棱两可的信息，即便对证券价格产生影响，也不构成内幕信息。二是“重要”的信息，即该信息对于证券价格的影响明确。如果该信息的披露会对证券价格产生影响或者属于理性投资者在做投资决策前希望知悉的，那么，该信息就是“重要”的。例如，足以影响证券价格的公司重组、并购决策或者财务报告等信息。三是“非公开”的信息。一般认为，在市场得到一个信息之前，这个信息就是“非公开”的。

基金从业人员不得自己或者促使他人利用内幕信息牟取不正当利益，不得从事或协同他人从事内幕交易或利用未公开信息从事交易活动，不得泄露利用工作便利获取的内幕信息或其他未公开信息，或明示、暗示他人从事内幕交易活动。

**例 5-4**

某基金管理公司的基金经理甲在一次朋友聚会上，听朋友乙（乙与 A 公司、B 公司无任何关系）说 A 公司将要收购 B 公司。于是甲利用此消息进行了投资交易。

评析

甲的行为不属于内幕交易。因为虽然此消息对股票价格影响明确，但信息来源并不可靠。内幕信息的构成必须同时具备上述三要素。如果乙或其亲属是A公司或者B公司的高管，说明信息来源可靠，对证券价格影响明确，则在该信息公开前属于内幕信息。甲利用该信息进行投资的行为，就构成内幕交易，违反了基金职业道德的要求。在本例中，甲未经认真研究而仅依据道听途说的信息进行投资，虽然不构成内幕交易，但违反了专业审慎的要求。

(2) 操纵市场，是指通过歪曲证券价格或人为虚增交易量等方式而意图误导市场参与者的行。操纵市场的构成要素有二：一是有误导市场参与者的意图；二是实施了歪曲证券价格或者人为虚增交易量等不当影响证券价格的行为。其中，前者是判定是否构成“操纵市场”的关键因素。

基金从业人员不得通过操纵市场牟取不正当利益，不得利用资金优势、持股优势和信息优势，单独或者合谋串通，影响证券交易价格或交易量，误导和干扰市场。



例 5-5

某基金管理公司的基金经理甲串通基金经理乙，通过他们控制的两个基金相互交易，人为虚增交易量来拉升股价。

评析

基金经理甲与乙的行为属于基于交易的操纵市场。因为他们有明显的误导市场参与者的意图，并实施了不当影响证券价格的行为。



例 5-6

某基金管理公司的基金经理甲，通过互联网散布关于A公司和B公司的不实消息，从而达到推高A公司的股价、压低B公司股价的效果，以使自己运作的投资基金获利。

评析

甲的行为属于基于信息的操纵市场。虽然甲的行为可能对其客户有利，但因其有明显的误导市场参与者的意图，并实施了不当影响证券价格的行为，损害了资本市场的诚信。

3. 不得进行不正当竞争

竞争是市场经济的核心机制。基金业是个竞争激烈的行业，同业同行间应当如何展开竞争，直接关系到同业同行间的诚信，关系到基金市场的秩序和基金行业的社会形象。诚实守信规范要求基金从业人员不得进行不正当竞争，不得以排挤竞争对手为目的，压

低基金的收费水平，低于基金销售成本销售基金；不得采取抽奖、回扣或者赠送实物、保险、基金份额等方式销售基金。基金从业人员应当公平、合法、有序地进行竞争。

公平竞争是正当竞争的前提，要求竞争的内容要公平。基金行业的竞争应当是产品和服务的竞争，而不应该是其他非市场因素的竞争。基金从业人员应当在法律允许的范围内，在相同的条件下，依靠专业水平和服务质量开展竞争。

合法竞争是正当竞争的基础，要求竞争的手段要合法。基金从业人员不得借助行政手段或其他不合法手段开展业务，不得给客户或承诺给予客户不正当利益。同时，基金从业人员应当尊重竞争对手，不诋毁、贬低或负面评价同业或非合作关系方及其从业人员，也不诋毁、贬低或负面评价同业或非合作关系方的产品或服务。

有序竞争是正当竞争的表现，正当竞争是在公平、合法的基础上，依据市场经济基本规则进行的有秩序的竞争。那些依靠回扣拉客户，以及诋毁、贬低或负面评价竞争对手等恶意竞争行为，必会造成基金市场的混乱和无序，并影响我国基金业的健康发展。

基金业协会 2014 年 8 月发布的《公开募集证券投资基金管理销售公平竞争行为规范》规定，基金管理人和基金销售机构在基金销售活动中应严格贯彻国家关于治理商业贿赂和反不正当竞争行为的各项规定，不得违反商业道德和市场规则，影响公平竞争。



例 5-7

甲基金销售机构的销售人员参加了乙基金管理公司组织的“中秋联谊会议”，并接受了乙基金管理公司馈赠的高档月饼等礼物。

评析

甲基金销售机构的销售人员违反了《公开募集证券投资基金管理销售公平竞争行为规范》的规定，不应索取或接受基金管理人提供的法规允许之外的费用、实物或其他利益。因为甲基金销售机构的销售人员收受商业贿赂，可能会助长乙基金管理公司及其从业人员的不正当竞争行为。

三、专业审慎

(一) 专业审慎的含义

专业审慎是调整基金从业人员与职业之间关系的道德规范。每种职业都要求其从业人员具备特定的职业技能。职业技能是指从事某一职业在相应专业技术方面所应具备的能力。

专业审慎，是指基金从业人员应当具备与其执业活动相适应的职业技能，应当具备从事相关活动所必需的专业知识和技能，并保持和提高专业胜任能力，勤勉审慎开展业务，提高风险管理能力，不得做出任何与专业胜任能力相背离的行为。这是对基金从业人员专业素质和执业能力方面的道德要求。如果基金从业人员从事自己力所不能及的工作，就不符合职业道德的要求。

基金行业属于智力服务型行业，基金从业人员的职业技能如何，直接关系到客户的利益和整个行业的形象。例如，基金经理运作基金的能力，往往直接关系到客户的收益；

基金销售人员的专业知识如何，往往决定了是否能将特定的基金销售给适合的投资者；负有监督职责的基金从业人员对相关法律法规的理解水平，往往决定了能否及时发现并制止违法违规行为。因此，基金从业人员必须具备能够胜任专业工作的职业技能，并审慎开展相关活动。

（二）专业审慎的基本要求

专业审慎对于基金从业人员的基本要求体现在三个方面：持证上岗、持续学习、审慎开展执业活动。

1. 持证上岗

持证上岗，是指基金从业人员应当具备从事相关活动所必需的法律法规、金融、财务等专业知识和技能，必须通过基金从业人员资格考试，取得基金从业资格，并经由所在机构向基金业协会申请执业注册后，方可执业。

（1）持证上岗的目的在于保证基金从业人员具备必要的执业能力和专业水平。基金从业人员应当具备从事基金活动所必需的专业知识和技能，基金从业人员在执业之前通过资格考试取得执业证书是从业的入门要求，说明其已经基本掌握了必要的专业基础知识。

（2）注册监管，可以保证基金从业人员的执业活动处于监管机构的监督之下。

2. 持续学习

持续学习，是指基金从业人员应当热爱本职工作，努力钻研业务，注重业务实践，积极参加基金业协会和所在机构组织的后续职业培训。

基金行业是个实践性强、知识更新快、新业务层出不穷、竞争激烈的行业。基金从业人员要保持专业胜任能力，必须加强学习，随时汲取新知识，理论联系实际，注重在实践中总结和积累经验，不断提高自己的专业水平和执业能力。只有持续学习，才能保证持续的专业胜任能力。



例 5-8

某基金销售机构的从业人员甲，并未取得基金销售人员从业考试成绩合格证。因同事乙生病住院，便替代乙从事基金宣传推介活动。

评析

甲的行为违反了持证上岗的要求。甲可能会因专业不能胜任而损害投资人的利益。

3. 审慎开展执业活动

基金从业人员在努力提高并保持自身专业水平的同时，应当本着对投资者高度负责的态度执业，在执业过程中应当审慎处理各项业务，具体而言，包括以下基本要求：

（1）基金从业人员在进行投资分析、提供投资建议、采取投资行动时，应当具有合理充分的依据，有适当的研究和调查支撑，保持独立性与客观性，坚持原则，不得受各种外界因素的干扰。

- (2) 基金从业人员应该牢固树立风险控制意识，强化投资风险管理，提高风险管理水平。
- (3) 基金从业人员应当合理分析、判断影响投资分析、建议或行动的重要因素。
- (4) 基金从业人员应当区分投资分析和建议演示中的事实和假设。
- (5) 基金从业人员必须记载和保留适当的记录，以支持投资分析、建议、行动等相关事项。
- (6) 基金从业人员在向客户推荐或者销售基金时，应充分了解客户的投资需求和投资目标以及客户的财务状况、投资经验、流动性要求和风险承受能力等信息，坚持销售适用性原则，向客户推荐或者销售合适的基金。



例 5-9

甲在进行投资分析时，由于时间紧迫，没有进行充分的调查研究，仅参考市场上的研究结果，就将研究报告提交给公司。

评析

甲违反了审慎开展执业活动原则。在提供投资建议时，没有保持应有的勤勉和审慎，没有以适当的调查研究为依据，没有保持独立性与客观性。

四、客户至上

(一) 客户至上的含义

客户至上是调整基金从业人员与投资人之间关系的道德规范。这里的“客户”，是指投资人，也即基金份额持有人。

客户至上，是指基金从业人员的执业活动应一切从投资人的根本利益出发。其基本含义有两点：一是客户利益优先，二是公平对待客户。客户利益优先是指当客户的利益与机构的利益、从业人员个人的利益相冲突时，要优先满足客户的利益。公平对待客户是指当不同客户之间的利益发生冲突时，要公平对待所有客户的利益。

(二) 客户至上的基本要求

1. 客户利益优先

客户利益优先要求基金从业人员必须全心全意地忠实于客户，依客户利益行事，当发生利益冲突时，将客户的利益置于个人及所在机构的利益之上。

具体而言，基金从业人员应当遵守下列规则：

- (1) 不得从事与投资人利益相冲突的业务。
- (2) 应当采取合理的措施避免与投资人发生利益冲突。
- (3) 在执业过程中遇到自身利益或相关方利益与投资人利益发生冲突时，应以投资人利益优先，并应及时向所在机构报告。
- (4) 不得侵占或者挪用基金投资人的交易资金和基金份额。

- (5) 不得在不同基金资产之间、基金资产和其他受托资产之间进行利益输送。
- (6) 不得在执业活动中为自己或他人牟取不正当利益。
- (7) 不得利用工作之便向任何机构和个人输送利益，损害基金持有人利益。



例 5-10

甲是某基金管理公司的基金经理，甲的朋友乙是某股份公司的高管。当乙所在的公司发行公司债券时，甲考虑到和乙的朋友关系，就用自己所管理的基金购买了乙所在公司的部分债券。

评析

甲的做法不符合客户至上规范的要求。甲是否购买乙所在公司发行的债券，应当以客观的专业分析做出判断，而不应该把乙是自己的朋友作为投资决策的根据。甲利用职权照顾朋友利益，很可能造成客户利益受损。基金经理在证券投资活动中，应尽可能避免与投资者发生利益冲突。如果利益冲突不可避免，则应以投资者利益优先，并应及时向所在机构报告。



例 5-11

甲在担任基金经理期间，利用任职优势，操作其亲属开立的证券账户，先于自己管理的基金多次买入、卖出相同个股，为自己牟取利益。

评析

甲的行为属于典型的利用未公开信息交易牟利行为，严重违反客户至上道德规范。保护投资者合法权益是基金业的生命线，是基金业能否健康发展的根本。而损害投资人利益的最主要的形式就是利用未公开信息交易、不公平交易和各种形式的利益输送等，因此，客户至上是基金从业人员的职业道德底线。

2. 公平对待客户

公平对待客户，是指基金从业人员应当尊重所有客户并公平对待所有客户，不能因为基金份额多寡或者其他原因而厚此薄彼。公平对待客户要求基金从业人员在进行投资分析、提供投资建议、采取投资行动或从事其他专业活动时，应当公平地对待所有客户。



例 5-12

甲是某基金管理公司的基金经理，管理多只基金。甲的哥哥大量购买了甲所管理的某一只基金。在一家被看好的公司增发新股时，因为出现超额认购的情况，甲为了避免利益冲突，并没有将其哥哥购买的那只基金投资于该新股，而用其管理的其他基金投资。

评析

甲的做法不符合公平对待客户的要求，因为甲的哥哥也是甲的客户，应当受到与其他客户一样的待遇；同时，甲的做法也会损害与其哥哥购买相同基金的其他客户的利益。

五、忠诚尽责

(一) 忠诚尽责的含义

忠诚尽责，是调整基金从业人员与其所在机构之间关系的职业道德规范。基金从业人员与其所在机构之间是委托代理关系或雇佣关系，基金机构是委托人或者雇主，基金从业人员是受托人或者雇员。几乎所有的国家或地区、几乎所有的职业，都把忠诚尽责作为受托人对委托人或者雇员对雇主的职业义务和责任，都要求从业者恪守这一职业道德规范。

忠诚，是指基金从业人员应当忠实于所在机构，避免与所在机构利益发生冲突，不得损害所在机构的利益。尽责，是指基金从业人员应当以对待自己事情一样的谨慎和注意来对待所在机构的工作，尽职尽责。

(二) 忠诚尽责的基本要求

忠诚尽责要求基金从业人员在工作中要做到两个方面：一是廉洁公正；二是忠诚敬业。

1. 廉洁公正

廉洁公正，是基金从业人员履行“忠实”道德规范的体现。忠实，一方面要求基金从业人员忠实于所在机构，另一方面还要求忠实于职业和行业。忠实于所在机构，在于维护所在机构的利益；忠诚履行岗位职责，在于维护基金行业的形象。这两方面都要求基金从业人员在执业活动中，做到公私分明和廉洁自律，不损害所在机构的利益；保持独立的地位，不受各种因素的干扰，客观公正地履行职责，不损害基金行业的形象。需要注意的是，坚持客观公正地履行职责，并不排除基金从业人员接受所属基金机构的业务管理以及基金监管机构的监管。

具体而言，基金从业人员应当做到以下几点：

- (1) 不得接受利益相关方的贿赂或对其进行商业贿赂，如接受或赠送礼物、回扣、补偿或报酬等。
- (2) 不得利用基金财产或者所在机构固有财产为自己或者他人牟取非法利益。
- (3) 不得利用职务之便或者机构的商业机会为自己或者他人牟取非法利益；
- (4) 不得侵占或者挪用基金财产或者机构固有财产。
- (5) 不得为了迎合客户的不合理要求而损害社会公共利益、所在机构或者他人的合法权益，不得私下接受客户委托买卖证券期货。
- (6) 不得从事可能导致与投资者或所在机构之间产生利益冲突的活动。
- (7) 抵制来自于上级、同事、亲友等各种关系因素的不当干扰，坚持原则，独立自主。

**例 5-13**

甲是 A 基金管理公司的基金经理，利用业余时间到 B 基金管理公司兼职，并将 A 基金管理公司的秘密信息分享给 B 基金管理公司使用。

评析

甲的行为不符合廉洁公正规范的要求。甲没有遵循竞业禁止规则，其到与 A 基金管理公司在业务上存在竞争关系的 B 基金管理公司兼职，并在 B 基金管理公司使用 A 基金管理公司的秘密信息，损害了 A 基金管理公司的利益。甲的行为同时也违反了保守秘密的要求。

2. 忠诚敬业

忠诚是一种责任，忠诚是一种义务，忠诚是一种操守，忠诚是一种品德，更是一种能力，而且是其他所有能力的统帅与核心，缺乏忠诚，其他的能力就失去了用武之地。丧失忠诚，就是对责任最大的伤害，也是对自己品行和操守最大的亵渎。对员工来说，首先要忠诚敬业于自己所在的机构。企业是员工发挥自己聪明才智的业务平台，对企业忠诚，实际上是一种对职业的忠诚。具体而言：

- (1) 基金从业人员应当与所在机构签订正式的劳动合同或其他形式的聘任合同，保证基金从业人员在相应机构对其进行直接管理的条件下从事执业活动。
- (2) 基金从业人员有义务保护公司财产、信息安全，防止所在机构资产损坏、丢失。
- (3) 基金从业人员应当严格遵守所在机构的授权制度，在授权范围内履行职责；超出授权范围的，应当按照所在机构制度履行批准程序。
- (4) 基金从业人员提出辞职时，应当按照聘用合同约定的期限提前向公司提出申请，并积极配合有关部门完成工作移交。已提出辞职但尚未完成工作移交的，从业人员应认真履行各项义务，不得擅自离岗；已完成工作移交的从业人员应当按照聘用合同的规定，认真履行保密、竞业禁止等义务。
- (5) 基金从业人员本人、配偶、利害关系人进行证券投资，应当遵守所在机构有关从业人员的证券投资管理制度办理报批或报备手续。

**例 5-14**

公司员工甲离职时带走公司的客户清单，招揽原来公司的客户。

评析

客户清单属于机构的资产，如果使用公司原有的客户资料联系客户，有可能违反竞业禁止义务。与客户联系的性质和程度取决于竞业协议的约定。如果没有竞业协议且联系的资料来自公开渠道，可以联系原有公司的客户。

六、保守秘密

(一) 保守秘密的含义

保守秘密，是指基金从业人员不应泄露或者披露客户和所属机构或者相关基金机构向其传达的信息，除非该信息涉及客户或潜在客户的违法活动，或者属于法律要求披露的信息，或者客户或潜在客户允许披露此信息。保守秘密是基金从业人员的一项法定义务，也是基金职业道德的一项基本规范。对所有的基金从业人员均有约束效力。

基金从业人员在执业活动中接触到的秘密主要包括三类：一是商业秘密；二是客户资料；三是内幕信息。

商业秘密是指不为公众所知悉的、能够带来经济利益、具有实用性并被采取保密措施的技术信息和经营信息。具体而言，从机构运营的角度看，可以包括对证券市场的分析报告、对某一行业的研究报告、投资组合、投资计划等；从机构内部治理的角度看，可以包括内控制度、防火墙制度、员工激励机制、人事管理制度、工作流程等。

客户资料主要是指客户的个人资料，包括客户个人的身份证件信息、移动电话号码、家庭成员信息、财务状况、投资需求等。这些资料往往属于客户不愿意让他人知晓的隐私。保护客户隐私不仅是法律的要求，也是职业道德的要求。另外，这些具有投资需求客户的名单，本身也是一种商业资源，一般也属于机构的商业秘密。

内幕信息是指会对证券价格产生影响的重要的非公开的信息。这些内幕信息也属于基金从业人员需要保守秘密的信息。

需要注意的是，保守秘密与守法合规中的举报他人违法行为并不冲突。职业道德要求基金从业人员保守秘密的信息是内容合法的信息，对于违反法律规定的行为，不构成秘密，应该积极监督和举报。

(二) 保守秘密的基本要求

保守秘密，要求基金从业人员不得向第三者透露作为秘密的信息，也不得公开尚处于禁止公开期间的信息。具体而言，基金从业人员应当做到以下几点：

(1) 应当妥善保管并严格保守客户秘密，非经许可不得泄露客户资料和交易信息。且无论是在任职期间还是离职后，均不得泄露任何客户资料和交易信息。

(2) 不得泄露在执业活动中所获知的各相关方的信息及所属机构的商业秘密，更不得用以为自己或他人谋取不正当的利益。

(3) 不得泄露在执业活动中所获知的内幕信息。

基金从业人员应当严格遵守所在机构的保密制度，不打听不属于自己业务范围的秘密，不与同事交流自己获知的秘密。如果某一秘密已经被泄露，应当尽快通知有关部门做出补救措施，防止损失进一步扩大。



例 5-15

甲在担任 A 基金管理公司基金经理期间，将 A 基金管理公司的研究报告发送给在 B 基金管理公司做投资研究工作的同学乙供其参考。

评析

甲违反了保守秘密规范的要求。A基金管理公司的研究报告属于A基金管理公司的商业秘密。甲利用职务便利，将研究报告发送给在B基金管理公司任职的同学乙，属于泄露商业秘密的行为。

**例 5-16**

甲辞去某基金管理公司基金经理职务时，未经公司许可，将公司的客户清单以及其他一些文件存储到自己的移动设备中带走，供自己在新的工作中参考。

评析

如果甲未向他人泄露或者公开披露这些信息，则不违反保守秘密规范的要求。但是，因为客户清单和文件等都属于公司的资产，所以，甲在离职时未经公司同意而带走公司资产的行为，侵害了公司的利益，违反了忠诚尽责规范的要求。

第三节 基金职业道德教育与修养

学习内容	知识点
基金职业道德教育的含义 基金职业道德教育的内容 基金职业道德教育的途径	基金职业道德教育的含义
	基金职业道德教育的内容
	基金职业道德教育的途径
基金职业道德修养的含义 基金职业道德修养的方法	基金职业道德修养的含义
	基金职业道德修养的途径

对于基金从业人员，基金职业道德教育和修养就是从他律走向自律，从被动接受教育走向主动自我教育，把外在的基金职业道德规范转化为内在的职业道德情感、职业道德观念和职业行为习惯的活动。

一、基金职业道德教育

(一) 基金职业道德教育的含义

职业道德教育，是指通过受教育者自身以外的力量，对其进行职业行为规范、职业义务和责任等职业道德核心内容的教育活动。一个人的道德品质并非与生俱来，而是

通过后天的教育和修养而形成的。职业道德的他律灌输，是职业道德形成不可逾越的阶段。职业道德教育的目的就是通过外在教育帮助和引导受教育者实现由被动接受教育到主动自我教育。

基金职业道德教育，是指根据基金行业工作的特点，有目的、有组织、有计划地对基金从业人员施行的职业道德影响，促使其形成基金职业道德品质，正确履行基金职业道德义务的教育活动，是提高基金从业人员职业道德素养的基本手段。

（二）基金职业道德教育的内容

基金职业道德教育的主要目的，是帮助和引导基金从业人员培养基金职业道德观念和遵守基金职业道德规范，也即通过一定的教育方式和方法，将基金职业道德观念和规范灌输到基金从业人员的头脑中，使其知道、认同并自觉遵守基金职业道德规范。因此，基金职业道德教育的内容主要包括以下两个方面：

1. 培养基金职业道德观念

基金职业道德教育，首先是职业道德观念教育。通过基金职业道德教育，要使基金从业人员深刻认识到基金职业道德的重要意义，牢固树立基金职业道德观念。

基金行业是建立在投资人信任基础之上的，而良好的基金职业道德和健全的基金监管理法规是赢得投资人信任的重要保证，也是基金行业和基金从业人员安身立命的基石。比较而言，基金职业道德还具有基金监管法规不可替代的作用。基金市场的有序运行需要完善的法律制度，但是仅靠刚性的法律制度来约束基金从业人员的行为显然是不够的，难以对千变万化的市场行为进行有效约束，仍会出现一些盲区，这就使得基金从业人员职业道德规范成了规制不当市场行为的最后屏障。因此，通过强化职业道德观念教育，使基金从业人员不仅要重视专业技能和监管法规，也要重视职业道德；不仅要认识到遵守基金职业道德规范的重要意义，也要牢记违反基金职业道德规范将受到的惩戒和处罚。

基金职业道德观念教育是基金职业道德规范教育的基础和保障，只有首先树立了基金职业道德观念，才能使得基金从业人员在职业活动中，潜移默化地提升职业道德素养，进而把职业道德规范变成自发自觉的职业行为。

2. 灌输基金职业道德规范

基金职业道德规范教育，是指对基金从业人员开展的以基金职业道德具体规范为内容的教育。基金职业道德规范的主要内容是守法合规、诚实守信、专业胜任、客户至上、忠实勤勉、保守秘密等。这是基金职业道德教育的核心内容，应贯穿于基金职业道德教育的始终。

基金职业道德规范教育的作用在于把基金职业道德规范灌输到基金从业人员的意识之中，引导基金从业人员能够依据具体的职业道德规范实行自我监督、自我评价和自我行为调整。自觉遵循基金职业道德规范从事基金活动，是基金从业人员正常发挥职业能力及职业作用的基本保障，也是基金从业人员维护其职业形象和职业信用的关键因素。

（三）基金职业道德教育的途径

基金职业道德教育的途径多种多样，主要有以下几种：

1. 岗前职业道德教育

岗前教育，是指在基金从业人员就业上岗之前，对其所进行的入职必备知识和职业道德的教育。岗前教育主要是通过职业资格考试来督促完成的。

其中，基金职业道德教育需要完成三个方面目标：一是使拟从业者了解基金职业道德规范的主要内容；二是使拟从业者了解基金职业所面临的道德风险；三是培养拟从业者的基金职业道德情感和观念。岗前教育，可以使得基金从业人员在上岗之前就熟悉职业道德的要求，为其就职以后爱岗敬业、秉持正确的职业价值观而从事职业活动奠定良好的基础。

2. 岗位职业道德教育

岗位教育，是指在基金从业人员就业上岗之后，对其所进行的业务能力和职业道德的继续教育。岗位教育主要是通过在职培训的方式来完成。

基金机构应当重视岗位职业道德教育，通过采取各种各样的教育形式，不断提升从业人员的职业道德素质，保证继续教育的实效性。同时，在机构内应当营造严格遵守职业道德的文化氛围，并建立有效的职业道德建设机制，把职业道德与工作实践结合起来，以职业道德建设促进机构业务质量和数量的提升。例如：采用丰富多彩的方式宣传职业道德；设立职业道德表彰制度，树立遵守职业道德模范典型；建立职业道德与评聘制度相结合的机制，等等。

3. 基金业协会的自律

基金业协会是基金行业的自律性组织，是联系政府监管机构与会员的纽带。如果说政府监管机构是在法律法规的层面对基金从业人员的执业活动进行监管，那么，基金业协会就应该更侧重在职业道德的层面对基金从业人员的执业活动进行监管。因此，从监管职责分工的角度来看，基金业协会在基金职业道德建设方面应该发挥更为重要的作用。

基金从业人员在执业活动中是否遵循职业道德，直接涉及投资者和基金机构的利益，也涉及整个基金行业的社会形象，而基金行业形象又会对基金行业的存在和发展产生深远的影响。因此，无论是从基金机构的整体和长远利益出发，还是从基金行业健康发展的角度考虑，基金业协会都应在基金职业道德建设方面有所作为。

基金职业道德不同于基金监管法律法规，其实施主要依赖于基金从业人员的自律。因此，基金职业道德教育就显得尤为重要，是基金职业道德得以实施的重要保障。基金业协会应当采取切实有效的措施，加强基金职业道德教育。一方面要制定完备的基金职业道德规范，宣传并组织基金从业人员学习和领会职业道德规范；另一方面，还应建立必要的职业道德奖惩机制，促进和保证基金职业道德的实施。例如，建立专门的职业道德检查和奖惩机构，建立基金从业人员职业道德档案等。

4. 树立基金职业道德典型

基金职业道德教育要与基金市场以及基金实践活动的环境结合起来，既要有正面事例的引导，也要有反面案例的警示，坚持宣传正面典型与剖析反面典型相结合。通过对违反基金职业道德行为和违反基金法律行为典型案例的展示和分析，警示基金从业人员增强法律意识和职业道德观念，严格遵守基金职业道德规范，做到自重、自治、自警和

自律。

5. 社会各界持续监督

基金职业道德教育是基金职业道德建设的一个重要方面。基金职业道德建设，是一项复杂的系统工程，涉及基金行业各相关主体的利益，也关系到社会公共利益。因此，社会各界应当齐抓共管，共同抓好基金职业道德教育工作。社会各界的监督，不仅是对基金职业道德教育成果的检验环节，监督本身也是教育的有效组成部分。

基金市场投资者是基金职业道德最直接的受益者或受害者，对于基金职业道德有着切身的感受，因此，投资者实施监督的动力最足，监督也最深最细。要使投资者监督真正发挥教育作用，需要基金行业自律组织和各个基金机构为投资者的监督意见设置一个顺达的通道，并对投资者的监督和举报行为给予激励。

各种新闻媒体、网站也可以在基金职业道德教育方面发挥积极作用。其作用一方面是对基金职业道德的宣传，另一方面是对基金职业道德实施情况的舆论监督。

二、基金职业道德修养

(一) 基金职业道德修养的含义

修养是指一个人的素质经过长期的学习、锻炼或改造所达到的一定结果和水平。职业道德修养是一种自律行为，关键在于“自我”的意愿和努力。任何一个从业人员职业道德素质的提高，一方面靠他律，即社会的培养和组织的教育；另一方面就取决于自己的主观努力，即自我修养。两个方面缺一不可，而且后者更加重要。

基金职业道德修养，是指基金从业人员通过主动自觉的自我学习、自我改造、自我完善，将基金职业道德外在的职业行为规范内化为内在的职业道德情感、认知和信念，使自己形成良好的职业道德品质和达到一定的职业道德境界。

(二) 基金职业道德修养的方法

1. 正确树立基金职业道德观念

基金职业道德修养必须首先解决内在动力问题，也即必须正确树立基金职业道德观念。

任何一种社会职业，都有其存在的社会价值和道德价值，提高对其所从事职业的社会价值和道德价值的认知，是正确树立职业道德观念的前提。任何一个基金从业人员，如果对基金职业的社会价值和道德价值缺乏正确的认识，不了解基金职业所担负的职业义务和责任，就不可能真正热爱自己的职业，就不会有职业使命感和责任感，也就不会有自觉遵守职业道德的内在动因。

道德是以善与恶、是与非、正与邪等对立范畴作为评价标准的，而职业道德是社会基本道德在特定职业中的反映，因此，科学的世界观、人生观和价值观是正确树立职业道德观念的基础。一个人没有确立科学的世界观、人生观和价值观，就不可能树立正确的职业道德观念。

2. 深刻领会基金职业道德规范

基金职业道德规范是基金职业道德修养的具体内容，基金职业道德修养不能脱离基

金职业道德规范，一定是针对基金职业道德规范的自我教育、自我改造和自我完善。只有深刻领会基金职业道德规范的基本含义、社会意义和具体要求，准确把握和领悟其精髓，才能在执业活动中自觉自愿地遵守基金职业道德规范。

基金职业道德修养，一方面要自我学习基金职业道德规范，另一方面要主动接受基金职业道德教育。内在的学习需求与外在的教育灌输相结合，有利于基金从业人员更快速、更准确地把握和领悟基金职业道德规范的精神实质，可以起到事半功倍的效果。

3. 积极参加基金职业道德实践

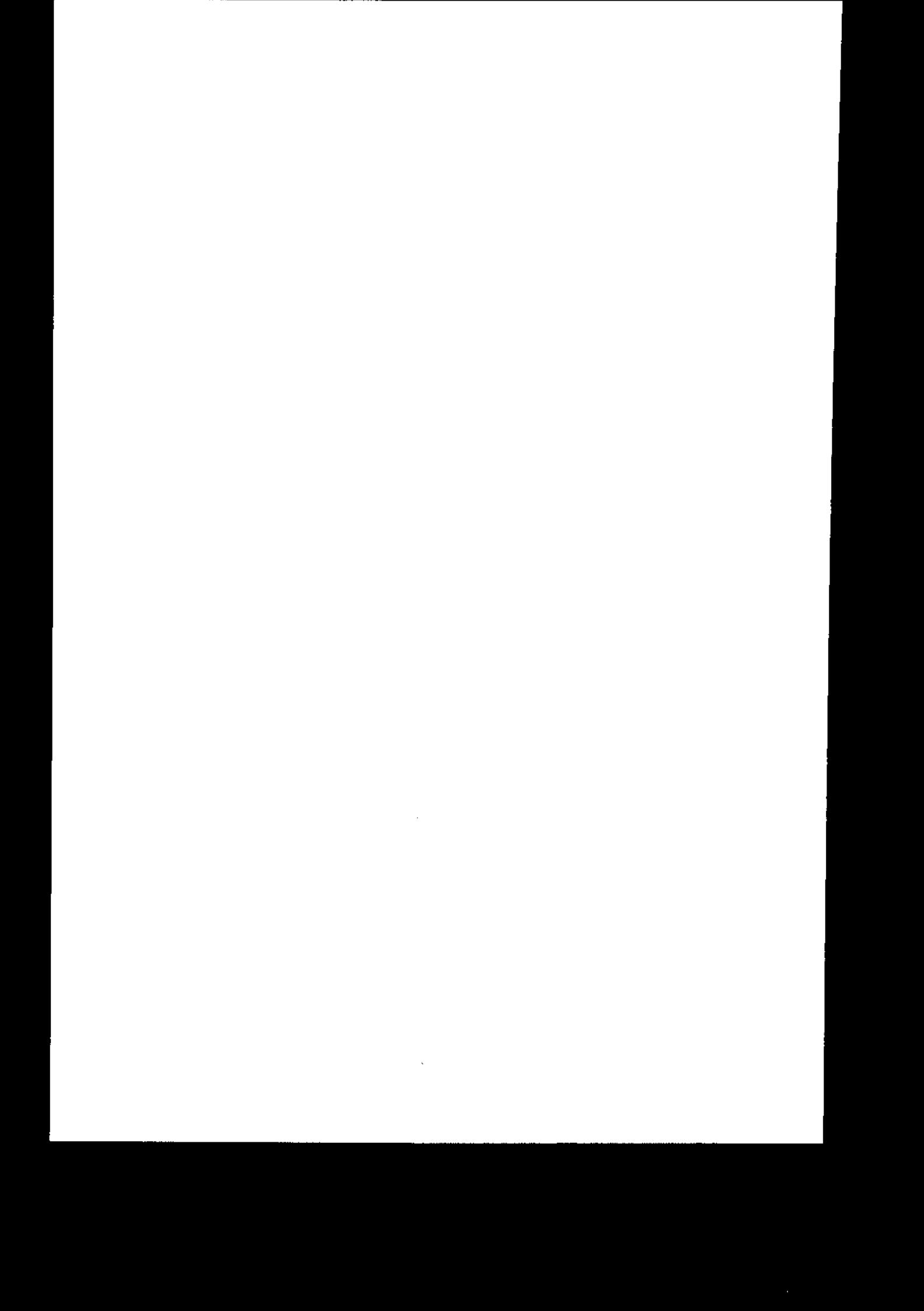
树立基金职业道德观念和领会基金职业道德规范的根本目的在于践行基金职业道德。积极参加基金职业道德实践，是基金职业道德修养的有效途径。

基金从业人员应当积极参加基金职业道德实践，在基金执业活动中践行职业道德，以基金职业道德来指导自己的职业判断和约束自己的执业行为，不断地自我改造、自我完善，并通过外在的评价强化自己的职业道德观念，通过反复的实践—修正—再实践的过程，养成良好的职业道德习惯。

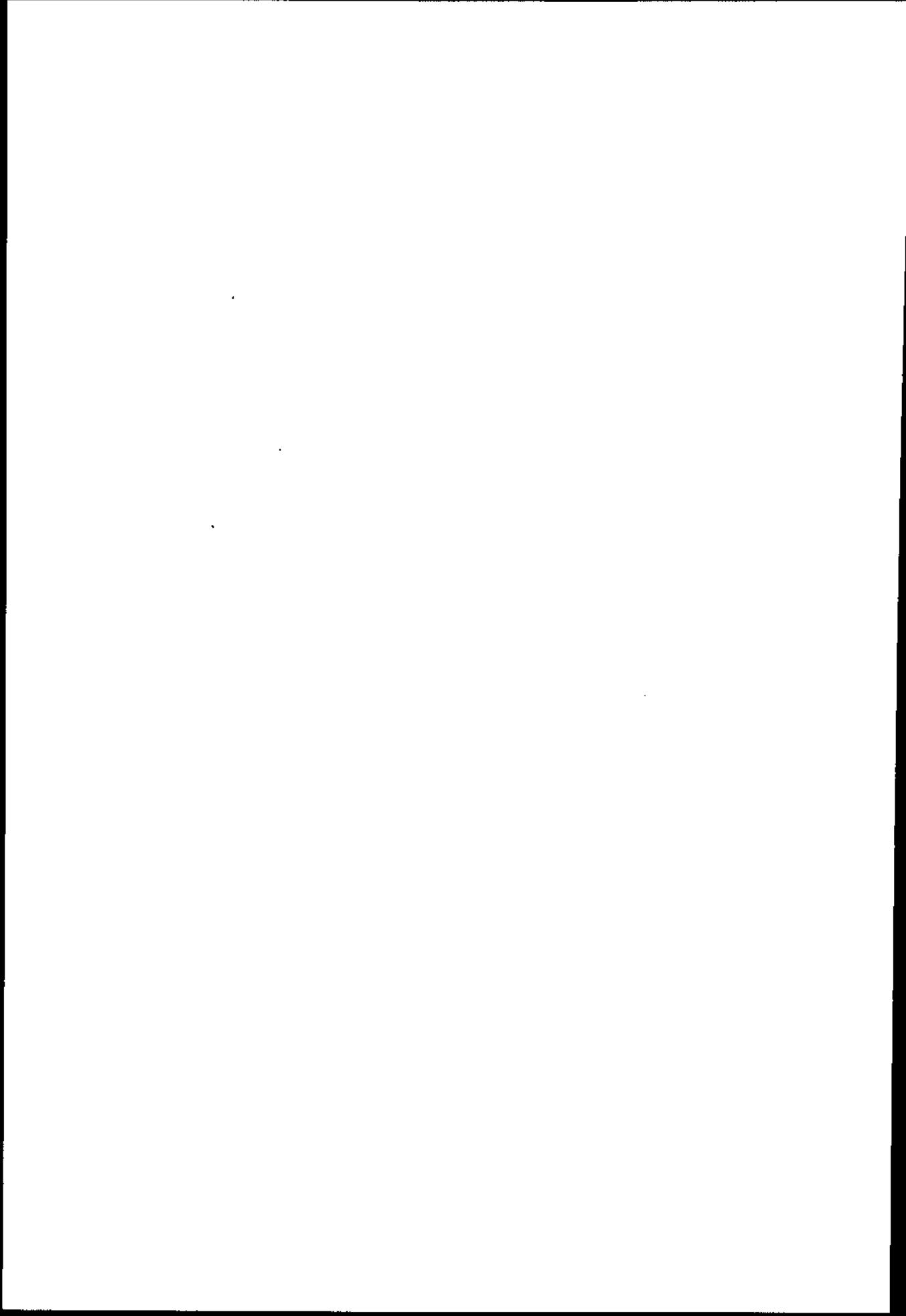
基金从业人员在实践中，还应当虚心向先进人物学习。榜样的力量是无穷的，可以给人以巨大的感染力和影响力。向职业道德的榜样学习，有利于基金从业人员的职业道德修养在潜移默化中达到更高的境界。

参 考 文 献

金程教育. CFA 注册金融分析师考试中文手册（CFA 一级）. 北京：机械工业出版社，2014.



第三篇 基金投资管理



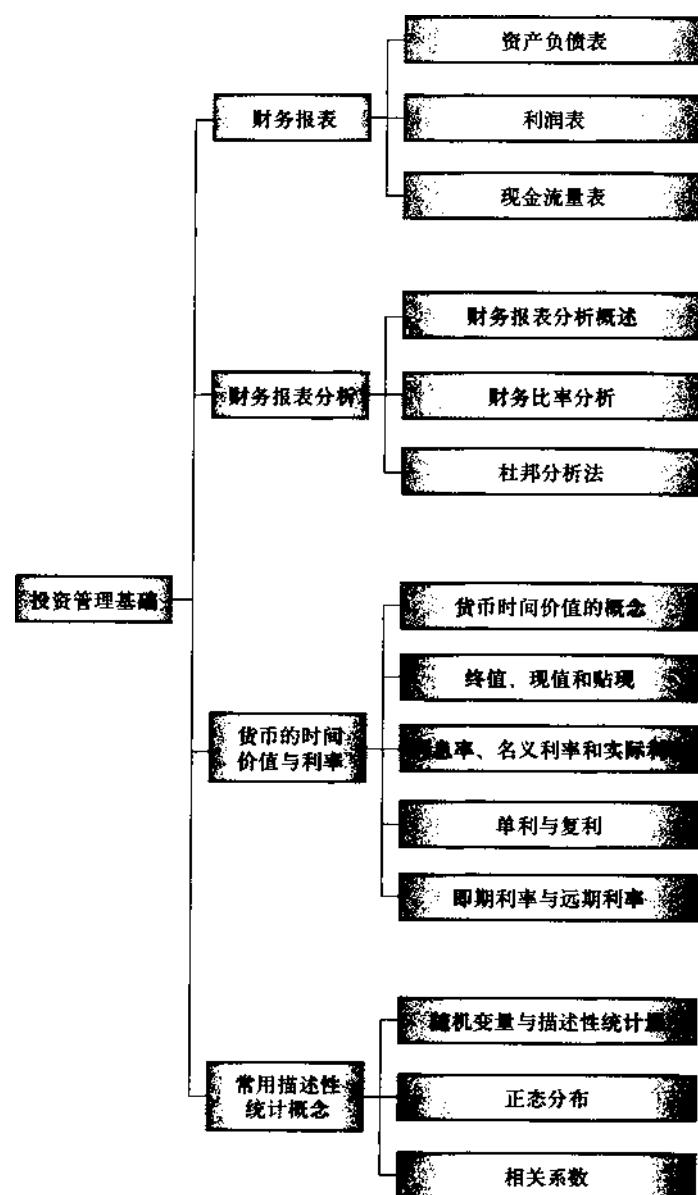
第 6 章 投资管理基础

本章内容概述

本章介绍基金投资与管理的基本知识，分为四节。

第一节介绍财务报表的分类、结构、主要科目组成以及彼此之间的关联。第二节介绍如何利用财务报表中的数据对企业进行财务比率和杜邦财务体系分析。第三节介绍货币的时间价值、利率、复利、贴现等概念，并描述如何计算和比较不同时间点的资本价值。第四节介绍证券投资常用的统计学知识，如均值、标准差、相关系数等。

知识结构图



第一节 财务报表

学习内容	知识点
资产负债表的结构	资产、负债与所有者权益
	会计恒等式
利润表	净利润的构成与计算、息税前利润
现金流量表	现金流量的来源分类（经营、投资与筹资活动）、净现金流量
	企业不同财务状况下的现金流量特点

当证券投资基金投资上市企业股票、企业债券或相关衍生工具时，需要对企业的财务状况进行分析，这是证券投资的基本前提或基础。投资者分析企业的财务状况，一般应从企业的财务报表入手。财务报表（financial statements）按照财务会计准则定期编制，将企业一定期间内的会计事项作一系列的汇总表示，用以显示企业实际的财务状况和经营业绩优劣。

财务报表主要包括资产负债表、利润表和现金流量表三大报表，另外还包括所有者权益变动表。根据三大财务报表的信息，投资者可以了解企业财务状况、计算财务比率和分析企业的营运状况、价值和风险特征。

一、资产负债表

资产负债表（balance sheet）称为企业的“第一会计报表”。资产负债表报告了企业在某一时期的资产、负债和所有者权益的状况，报告时点通常为会计季末、半年末或会计年末。资产负债表反映了企业在特定时点的财务状况，是企业经营管理活动结果的集中体现。通过分析企业的资产负债表，能够揭示出企业资产要素的信息、长期或短期偿还债务能力、资本结构是否合理、企业经营稳健与否或经营风险的大小以及股东权益结构状况等。

按照会计恒等式，资产负债表的基本逻辑关系表述为：

$$\text{资产} = \text{负债} + \text{所有者权益} \quad (6-1)$$

资产部分表示企业所拥有的或掌握的，以及被其他企业所欠的各种资源或财产。负债表示企业所应支付的所有债务。所有者权益又称股东权益或净资产，是指企业总资产中扣除负债所余下的部分，表示企业的资产净值，即在清偿各种债务以后，企业股东所拥有的资产价值。所有者权益包括以下四部分：一是股本，即按照面值计算的股本金。二是资本公积，包括股票发行溢价、法定财产重估增值、接受捐赠资产、政府专项拨款转入等。三是盈余公积，又分为法定盈余公积和任意盈余公积。四是未分配利润，指企业留待以后年度分配的利润或待分配利润。

以国内A股上市公司上汽集团2013年度资产负债表为例(见表6-1),上汽集团的流动资产由货币资金、应收账款、应收票据、存货以及其他流动资产构成,2013年年末流动资产达到2 321.844 7亿元;该公司的非流动资产由固定资产、无形资产、长期股权投资以及其他非流动资产构成,2013年年末非流动资产达到1 414.562 7亿元;由流动资产与非流动资产构成了该公司2013年年末的总资产,即3 736.407 4亿元。2013年年末,公司总负债为2 119.086 5亿元,其中短期借款、应付账款、应付票据以及其他流动负债构成的公司流动负债为1 863.396 7亿元,长期借款、应付债券以及其他非流动负债构成的公司非流动负债为255.689 8亿元。公司的所有者权益由实收资本(股本)、资本公积、盈余公积、未分配利润等构成,即1 617.320 9亿元。根据会计恒等式,总负债+所有者权益=总资产,即 $2\ 119.086\ 5 + 1\ 617.320\ 9 = 3\ 736.407\ 4$ (亿元)。

表6-1 上汽集团2013年度资产负债表

单位:百万元

资产	年末数	负债和所有者权益	年末数
流动资产:		流动负债:	
货币资金	89 097.64	短期借款	5 251.57
应收账款	19 244.29	应付账款	61 076.04
应收票据	29 238.85	应付票据	4 393.00
存货	30 914.53	其他流动负债	115 619.06
其他流动资产	63 689.16	流动负债合计	186 339.67
流动资产合计	232 184.47	非流动负债:	
非流动资产:		长期借款	2 430.22
固定资产	27 515.79	应付债券	3 833.98
无形资产	5 625.73	其他非流动负债	19 304.78
长期股权投资	56 543.03	非流动负债合计	25 568.98
其他非流动资产	51 771.72	负债总计	211 908.65
非流动资产合计	141 456.27	所有者权益:	
资产总计	373 640.74	实收资本(股本)	11 025.57
		资本公积	42 348.64
		盈余公积	17 788.35
		未分配利润	66 456.98
		其他所有者权益	24 112.55
		所有者权益合计	161 732.09
		负债与所有者权益总计	373 640.74

资料来源:Wind数据库。

资产负债表通常有以下四方面的基本作用:

(1) 资产负债表列出了企业占有资源的数量和性质。对于正常运作的企业而言,资

产负债表所列示的资源，正是企业获得回报的基础。在市场环境中，企业不占有资源就意味着失去竞争生存的能力和获得利润的机会。

(2) 资产负债表上的资源为分析收入来源性质及其稳定性提供了基础。资本成本(投入资金)与企业盈利和收入存在重要关联，远远超过企业资本成本的收入往往不具有持续性。若企业盈利离开了资产价值的支持，盈利预期的可靠性和准确性就值得怀疑。

(3) 资产负债表的资产项可以揭示企业资金的占用情况，负债项则说明企业的资金来源和财务状况，有利于投资者分析企业长期债务或短期债务的偿还能力，是否存在财务困难以及违约风险等。

(4) 资产负债表可以为收益把关。作为“第一会计报表”的资产负债表与企业的另外两个报表——利润表和现金流量表密切相关。从某种意义上而言，由于资产负债表是某一特定时刻的资产和负债的简要描述，可以大大限制资产和负债的操纵程度，与利润表相比更加规范和准确。

二、利润表

利润表(income statement)，亦称损益表，反映一定时期(如一个会计季度或会计年度)的总体经营成果，揭示企业财务状况发生变动的直接原因。利润表是一个动态报告，它展示企业的损益账目，反映企业在一定时间的业务经营状况，直接明了地揭示企业获取利润能力以及经营趋势。

利润表由三个主要部分构成。第一部分是营业收入；第二部分是与营业收入相关的生产性费用、销售费用和其他费用；第三部分是利润。利润表的起点是公司在特定会计期间的收入，然后减去与收入相关的成本费用；利润表的终点是本期的所有者盈余。利润表的基本结构是收入减去成本和费用等于利润(或盈余)。

利润表分析是指分析企业如何组织收入、控制成本费用支出以实现盈利的能力，用于评价企业的经营绩效。同时还可以通过收支结构和业务结构分析，评价各部类业绩成长对企业总盈余的贡献度。通过利润表分析，可直接了解企业的盈利状况和获利能力，并通过收入、成本费用的分析，解析企业获利能力高低的原因，进而评价企业是否具有可持续发展能力。由于企业盈余水平的高低是资本市场投资的基准“风向标”，因此投资者应高度关注利润表反映的盈利水平及其变化。

在评价企业的整体业绩时，重点在于企业的净利润，即息税前利润(earnings before interest and tax, EBIT)减去利息费用和税费。这其实是从普通股股东的角度去评价公司业绩。投资者若需要预测企业未来盈余和现金流量，则重点分析持续性经营利润。企业盈余稳定地增长是推动股价上升的持续动力。

以上汽集团为例(见表6-2)，2013年度，该公司的营业收入达到5 658.070 1亿元，扣减营业成本、销售费用、管理费用、财务费用等成本或费用后即可得到营业利润401.791 1亿元，考虑营业外收入与支出项后，即得到公司利润总额414.93亿元。企业缴纳税费后的利润即净利润，从表6-2可以看出，上汽集团2013年度全年实现的净利润就是利润表中最后一项“净利润”，即355.839 4亿元。

表 6-2 上汽集团 2013 年度利润表

单位：百万元

项目	本年累计数
一、营业收入	565 807.01
减：营业成本	491 711.58
营业税金及附加	3 439.46
销售费用	34 730.50
管理费用	18 344.61
财务费用	-254.72
其他营业利润调整项	22 343.53
二、营业利润	40 179.11
加：营业外收入	2 057.95
减：营业外支出	744.07
三、利润总额	41 493.00
减：所得税费用	5 909.06
四、净利润	35 583.94

资料来源：Wind 数据库。

三、现金流量表

现金流量表（cash flow statement）也叫账务状况变动表，所表达的是在特定会计期间内，企业的现金（包含现金等价物）的增减变动等情形。该表不是以权责发生制为基础编制的，而是根据收付实现制（即实际现金流量和现金流出）为基础编制的。

现金流量表的作用包括反映企业的现金流量，评价企业未来产生现金净流量的能力；评价企业偿还债务、支付投资利润的能力，谨慎判断企业财务状况；分析净收益与现金流量间的差异，并解释差异产生的原因；通过对现金投资与融资、非现金投资与融资的分析，全面了解企业财务状况。由于现金流量表反映的是企业在某一会计期间内的现金收入和现金支出的情况，分析现金流量表，有助于投资者估计今后企业的偿债能力、获取现金的能力、创造现金流量的能力和支付股利的能力。

现金流量表的基本结构分为三部分，即经营活动产生的现金流量（cash flow from operations, CFO）、投资活动产生的现金流量（cash flow from investment, CFI）和筹资（也称融资）活动产生的现金流量（cash flow from financing, CFF）。其中，经营活动产生的现金流量是与生产商品、提供劳务、缴纳税金等直接相关的业务所产生的现金流量；投资活动产生的现金流量包括为正常生产经营活动投资的长期资产以及对外投资所产生的股权与债权；筹资活动产生的现金流量反映的是企业长期资本（股票和债券、贷款等）筹集资金状况。

三部分现金流加总则得到净现金流（net cash flow, NCF），其公式为：

$$NCF = CFO + CFI + CFF \quad (6-2)$$

表 6-3 是上汽集团 2013 年度的现金流量表，该表详细列示了该汽车制造企业的经

营活动产生的现金流量和投融资活动产生的现金流量状况。

表 6-3 上汽集团 2013 年度现金流量表

单位：百万元

项目	本年累计数
一、经营活动产生的现金流量：	
销售商品、提供劳务收到的现金	672 810.79
收到的其他与经营活动有关的现金	15 740.54
经营活动现金流入小计	688 551.33
购买商品、接受劳务支付的现金	597 515.85
支付给职工以及为职工支付的现金	13 536.92
支付的各项税费	26 541.04
支付的其他与经营活动有关的现金	30 355.01
经营活动现金流出小计	667 948.82
经营活动产生的现金流量净额	20 602.51
二、投资活动产生的现金流量	
取得投资收益收到的现金	20 920.32
收到的其他与投资活动有关的现金	37 466.91
投资活动现金流入小计	58 387.23
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15 659.44
支付的其他与投资活动有关的现金	20 018.03
投资活动现金流出小计	35 677.47
投资活动产生的现金流量净额	22 709.76
三、筹资活动产生的现金流量	
取得借款收到的现金	12 451.81
收到的其他与筹资活动有关的现金	4 429.05
筹资活动现金流入小计	16 880.86
偿还债务支付的现金	18 717.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13 338.54
支付的其他与筹资活动有关的现金	506.27
筹资活动现金流出小计	32 562.75
筹资活动产生的现金流量净额	-15 681.89
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-150.57
五、现金及现金等价物净增加（减少）额	27 479.81
加：年初现金及现金等价物余额	46 797.86
六、年末现金及现金等价物余额	74 277.67

资料来源：Wind 数据库。

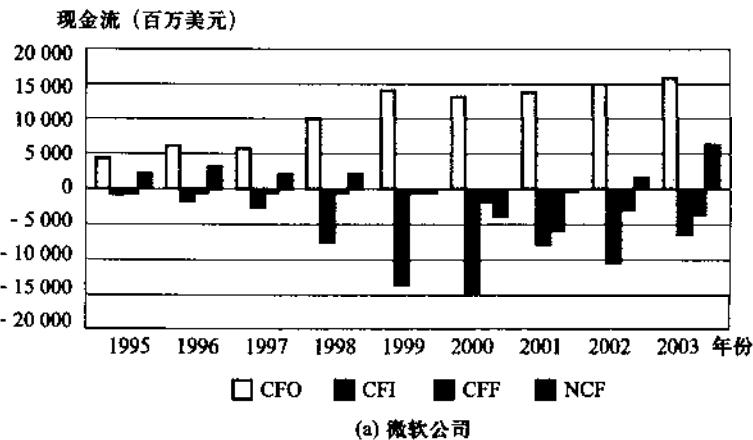
第二节 财务报表分析

学习内容	知识点
财务报表分析概述	了解如何利用财务数据分析公司的经营和财务状况
财务比率分析	理解流动性比率（流动比率、速动比率）
	理解财务杠杆比率（资产负债率、权益乘数、利息倍数）
	营运效率比率（存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率）
	盈利能力比率（销售利润率、资产收益率、净资产收益率）
杜邦分析法	杜邦恒等式，净资产收益率的分解

一、财务报表分析概述

财务报表分析是指通过对企业财务报表相关财务数据进行解析，挖掘企业经营和发展的相关信息，从而为评估企业的经营业绩和财务状况提供帮助。财务报表分析是基金经理或研究员进行证券分析的重要内容，通过财务报表分析，可以挖掘相关财务信息进而发现企业存在的问题或潜在的投资机会。

以微软公司（Microsoft）和玩具反斗城公司（Toys-R-US）的现金流量作对比分析（如图 6-1 所示），可以看出微软公司在 1999—2000 年投资活动产生的现金流量（CFI）和同期经营活动产生的现金流量（CFO）同样充沛，这说明该公司的财务运行状况整体健康。从 2000 年玩具反斗城公司现金流量结构分析看，该公司投资活动产生的现金流量（CFI）、经营活动产生的现金流量（CFO）和筹资活动产生的现金流量（CFF）同时出现了极度萎缩，导致净现金流（NCF）为负。从现金流量结构分析，2000 年玩具反斗城公司现金流量状况已经发出了财务预警信号。同时，结合企业经营分析，由于 2000 年玩具反斗城公司存在店面改造和销售重新规划，导致企业现金流遇到了困难。



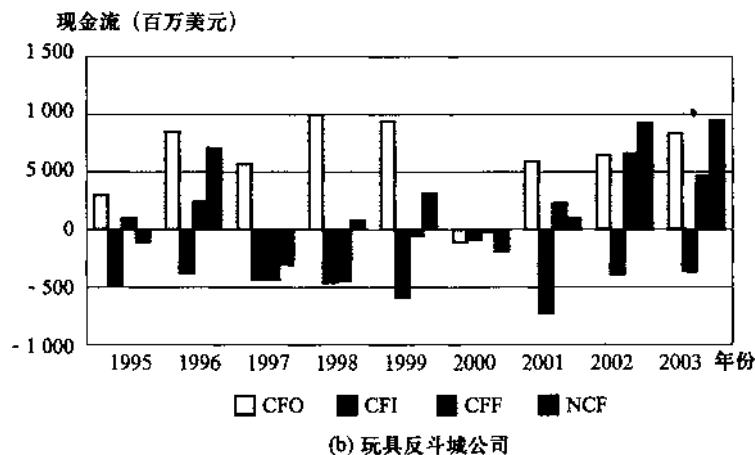


图6-1
微软公司和玩具反斗城公司现金流比较

企业的利润好并不一定有充足的现金流。许多企业从表面上看有盈利，但它们却破产了，其主要原因就是缺少现金。

本案例说明了两个问题，第一个问题是净现金流（NCF）为正或为负并非判断企业财务现金流量健康的唯一指标，关键要分析现金流量结构。同样是企业的净现金流为负的情况，若企业有很多盈利性项目，经营活动现金流量不能满足资金需求，要依靠外部融资支持这些项目，这种状况下企业的净现金流为负是企业持续发展的重要前提；相反，企业无法产生充足的经营活动现金流量，不能满足未来增长的投资需求，这可能出现企业财务危机。

本案例说明的第二个问题是，现金流量结构可以反映企业的不同发展阶段。在企业的起步、成长、成熟和衰退等不同周期阶段，企业现金流量模式不同，企业的现金流量也存在较大的差异性。例如，新兴的、快速成长的企业，由于需要不断进行资本投资，其经营活动现金流量可能为负，而筹资活动产生的现金流量可能为正。而随着企业的成长，依赖外部融资的程度会逐渐减低。典型成熟的企业会产生经营活动现金净流量，并将其部分或全部用于再投资，因此在财务特征上表现为经营活动现金净流量为正，投资活动现金流量为负。随着企业不断发展并迈入成熟阶段，则可能会减少外部融资，甚至为减少外部融资成本而更多使用现金偿还债务。

从企业现金流量的结构分析不同发展时期的企业现金流量，可以大致评价该企业经营发展的健康状况，并及时对企业财务现金流状况作出预警判断。

二、财务比率分析

投资者需要通过财务报表分析，回答以下问题：

- (1) 企业资产的流动性 (liquidity) 如何？
- (2) 企业面临的财务风险 (financial risk) 有多大？
- (3) 企业资产的使用效率 (assets efficiency utilization) 如何？
- (4) 企业的盈利能力 (profitability) 多大？

单纯的数据汇总只能说明企业财务的规模情况，并不能说明企业经营情况的好坏。

和经营成果的高低，无法体现企业财务水平所处的地位。财务比率分析是指用财务比率来描述企业财务状况、盈利能力以及流动性的分析方法。财务比率通过不同的会计数据计算形成，通常以比值的形式出现。这种计算方法消除了企业规模的影响，既可以用 来比较不同行业、不同规模企业之间的财务状况，也可以用来比较同一企业的各期变动情况。

(一) 流动性比率

流动性比率是用来衡量企业的短期偿债能力的比率，旨在分析短期内企业在不致使财务状况恶化的前提下，利用手中持有的流动资产偿还短期负债的能力大小。因此，流动性比率重点关注的是企业的流动资产和流动负债。

企业的流动资产主要包括现金及现金等价物、应收票据、应收账款和存货等几项资产，它们能够在短期内快速变现，因而流动性很强。流动负债是指企业在一年或一个营业周期内偿付的各类短期债务，包括短期借款、应付票据、应付账款等。流动资产和流动负债的一个共同特征是由于存续期较短，它们的市场价值与账面价值通常较接近。

常用的流动性比率主要有流动比率和速动比率两种。

1. 流动比率

流动比率是最广为人知、应用最广泛的比率之一，其公式为：

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债} \quad (6-3)$$

流动比率可以看成是流动资产对于流动负债的覆盖率。流动比率大于 1，意味着企业可以运用流动资产的变现来足额偿付其短期债务，这是企业的短期债权人所希望看到的。对于短期债权人来说，流动比率越高越好，因为越高意味着他们收回借款的风险越低；但对于企业来说并不是这样。因为流动资产的收益率较低，这部分资产比重过大势必影响到企业的经营获利或者投资盈利状况。

2. 速动比率

相对于其他流动资产来说，存货的流动性较差。因为存货的变现需要通过销售来实现，而销售面临诸多的市场环境限制和风险，比如存货的质量可能因为损坏、废弃而降低，存货的销量和收入可能不如预期等。因此企业的短期债权人会关心除去存货后企业的流动性状况。这时要用到速动比率，其公式为：

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \quad (6-4)$$

速动比率总是不会大于流动比率的，相对于流动比率来说，速动比率对于短期偿债能力的衡量更加直观可信。不同行业的企业在销售收款方式、回收应收账款效率等方面往往不尽相同，因此不同行业的行业平均速动比率通常存在差异。一般来说，速动比率大于 2 时，企业才能维持较好的短期偿债能力和财务稳定状况。

流动资产的内部转换不会改变流动比率，但可能改变速动比率。比如企业用现金购买存货，流动比率不变，速动比率却会降低。

(二) 财务杠杆比率

与流动性比率一样，财务杠杆比率同样是分析企业偿债能力的风险指标。不同的

是，财务杠杆比率衡量的是企业长期偿债能力。由于企业的长期负债与企业的资本结构即使用的财务杠杆有关，所以称为财务杠杆比率。常用的财务杠杆比率有下面几种。

1. 资产负债率

资产负债率是负债总额（包括短期负债和长期负债）占总资产的比例，即：

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债}}{\text{资产}} \quad (6-5)$$

资产负债率是使用频率最高的债务比率。由于债务尤其是长期负债的利息具有税盾效应（指利息在企业所得税前支付，利息费用可以减少企业应缴的税收），能提高企业的价值，因而很多企业会使用财务杠杆，举债经营；但过大的债务负担会产生较大的破产成本和财务困境成本等，会削弱甚至抵消税盾效应带来的价值，因而采用多大的杠杆，即资产负债率多大最为合适，是难以精确计算决定的。资产负债率在同行业企业的比较中有较大的参考价值，其余情况下，应该根据企业具体的资本结构与价值关系，遵循适中原则进行判断。

2. 权益乘数和负债权益比

权益乘数和负债权益比是由资产负债率衍生出来的两个重要比率，其公式分别为：

$$\text{权益乘数} = \frac{\text{资产}}{\text{所有者权益}} \quad (6-6)$$

$$\text{负债权益比} = \frac{\text{负债}}{\text{所有者权益}} \quad (6-7)$$

其中，权益乘数又称为杠杆比率。

由于资产 = 负债 + 所有者权益，所以：

$$\text{权益乘数} = \frac{1}{1 - \text{资产负债率}} \quad (6-8)$$

$$\text{负债权益比} = \frac{\text{资产负债率}}{1 - \text{资产负债率}} \quad (6-9)$$

资产负债率、权益乘数和负债权益比三个比率其实是同一意思，由其中一个比率可以很容易计算出另外两个比率，并且都是数值越大代表财务杠杆比率越高，负债越重。

3. 利息倍数

几乎所有长期债务都有利息支付义务，因此，企业的长期债权人对于企业除了有本金的偿还要求外，还有利息支付要求。资产负债率、权益乘数和负债权益比衡量的是对于长期债务的本金保障程度，而衡量企业对于长期债务利息保障程度的是利息倍数，其公式为：

$$\text{利息倍数} = \text{EBIT} / \text{利息} \quad (6-10)$$

式中，EBIT 是息税前利润。

对于债权人来说，利息倍数越高越安全。对于举债经营的企业来说，为了维持正常的偿债能力，利息倍数至少应该为 1，并且越高越好。若利息倍数过低，企业将面临亏

损、偿债的稳定性与安全性下降的风险。

(三) 营运效率比率

营运效率用来体现企业经营期间的资产从投入到产出的流转速度，可以反映企业资产的管理质量和利用效率。营运效率比率可以分成两类：一类是短期比率，这类比率主要考察存货和应收账款两部分的使用效率，因为它们是流动资产中的主体部分，又是流动性相对较弱的；另一类是长期比率，主要指的是总资产周转率，考察的是企业账面上所有资产的使用效率。

1. 存货周转率

存货周转率显示了企业在一年或者一个经营周期内存货的周转次数。其公式为：

$$\text{存货周转率} = \text{年销售成本} / \text{年均存货} \quad (6-11)$$

存货周转率越大，说明存货销售、变现所用的时间越短，存货管理效率越高。在计算存货周转率时，我们代入计算的年均存货通常是指年内期初存货和期末存货的算术平均数。例如假设企业年初存货是 20 000 元，年末存货是 5 000 元，那么年均存货就是 $(20\ 000 + 5\ 000) / 2 = 12\ 500$ (元)。

利用存货周转率，我们很快可以算出存货周转一次平均要花多长时间，这就是存货周转天数，其公式为：

$$\text{存货周转天数} = 365 \text{ 天} / \text{存货周转率} \quad (6-12)$$

例如，如果一家企业的存货周转率是 4，这意味着这家企业平均只要花 $365/4 \approx 92$ (天) 就能将库存的存货全部销售出去。

2. 应收账款周转率

存货周转率告诉我们存货的销售速度能有多快，而应收账款周转率则告诉我们能够以多快的速度收回销售收入。

应收账款周转率显示了企业在一年或一个经营周期内，应收账款的周转次数。其公式为：

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{年均应收账款}} \quad (6-13)$$

应收账款周转率越大，说明应收账款变现、销售收入收回的速度所需的时间越短。利用应收账款周转率，我们也很快可以算出收回一次应收账款平均要花多长时间，这就是应收账款周转天数。

$$\text{应收账款周转天数} = \frac{365 \text{ 天}}{\text{应收账款周转率}} \quad (6-14)$$

例如，一家企业的应收账款周转率是 5，那么这家企业平均需花 $365/5=73$ (天) 收回一次账面上的全部应收账款。

3. 总资产周转率

总资产周转率衡量的是一家企业所有资产的使用效率，它的计算公式是：

$$\text{总资产周转率} = \text{年销售收入} / \text{年均总资产} \quad (6-15)$$

这里的年均总资产也是企业年内期初资产和期末资产的算术平均数。总资产周转率

越大，说明企业的销售能力越强，资产利用效率越高。

(四) 盈利能力比率

无论从哪个角度来考察企业的财务表现，我们最终所要关注的焦点都是企业的盈利能力。企业的盈利能力决定了企业能否在市场上生存和发展下去。评价企业盈利能力的比率有很多，其中最重要的有三种：销售利润率（ROS）、资产收益率（ROA）、净资产收益率（ROE）。这三种比率都使用的是企业的年度净利润。

1. 销售利润率

销售利润率是指每单位销售收入所产生的利润，其计算公式为：

$$\text{销售利润率} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \quad (6-16)$$

一般来说，其他条件不变时，销售利润率越高越好；但当其他条件可变时，销售利润率低也并不总是坏事，因为如果总体销售收入规模很大，还是能够取得不错的净利润总额，薄利多销就是这个道理。

2. 资产收益率

资产收益率计算的是每单位资产能带来的利润，其计算公式为：

$$\text{资产收益率} = \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}} \quad (6-17)$$

资产收益率是应用最为广泛的衡量企业盈利能力的指标之一。资产收益率高，表明企业有较强的利用资产创造利润的能力，企业在增加收入和节约资金使用等方面取得了良好的效果。

资产收益率的特点是，它所考虑的净利润仅仅是股东可以获得的利润，而资产却是包括股东资产和债权人资产在内的总资产。因而，很多时候为了更准确地衡量企业获利对于股东的价值，我们使用另外一个比率，即净资产收益率。

3. 净资产收益率

净资产收益率也称权益报酬率，强调每单位的所有者权益能够带来的利润，其计算公式为：

$$\text{净资产收益率} = \frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}} \quad (6-18)$$

由于现代企业最重要的经营目标就是最大化股东财富，因而净资产收益率是衡量企业最大化股东财富能力的比率。净资产收益率高，说明企业利用其自有资本获利的能力强，投资带来的收益高；净资产收益率低则相反。

影响净资产收益率的因素有很多，系统研究影响和改善净资产收益率的方法称为杜邦分析法。

三、杜邦分析法

杜邦分析法（DuPont Analysis）是一种用来评价企业盈利能力和股东权益回报水平的方法，它利用主要的财务比率之间的关系来综合评价企业的财务状况。杜邦分析法的

基本思想是将企业净资产收益率逐级分解为多项财务比率乘积，从而有助于深入分析比较企业经营业绩。由于这一分析方法最早由美国杜邦公司使用，因此称为杜邦分析法。

评价企业的盈利能力时，我们最常用到的是净资产收益率，回顾净资产收益率的定义：

$$\begin{aligned}\text{净资产收益率} &= \text{净利润} / \text{所有者权益} \\ &= (\text{净利润} / \text{总资产}) \times (\text{总资产} / \text{所有者权益}) \quad (6-19) \\ &= \text{资产收益率} \times \text{权益乘数}\end{aligned}$$

于是，我们将净资产收益率分解成了资产收益率与权益乘数的乘积。进一步，

$$\begin{aligned}\text{资产收益率} &= \text{净利润} / \text{总资产} \\ &= (\text{净利润} / \text{销售收入}) \times (\text{销售收入} / \text{总资产}) \quad (6-20) \\ &= \text{销售利润率} \times \text{总资产周转率}\end{aligned}$$

资产收益率可以分解成销售利润率与总资产周转率的乘积。于是我们得到：

$$\text{净资产收益率} = \text{销售利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \quad (6-21)$$

这就是著名的杜邦恒等式。

通过杜邦恒等式，我们可以看到一家企业的盈利能力综合取决于企业的销售利润率、使用资产的效率和企业的财务杠杆。这三个方面是相互独立的，因而构成了解释企业盈利能力的三个维度。当需要知道不同企业或同一企业的不同发展阶段所存在的盈利差异是如何造成时，我们可以利用杜邦恒等式，逐个比较它们的销售利润率、总资产收益率和权益乘数，找到主要的原因所在。

例如有 A、B 两家公司，它们在 2012 年度的净资产收益率分别为 28.8% 与 14.0%。我们想要知道这两家公司净资产收益率的巨大差距的原因。通过计算 A、B 两家公司的 2012 年度主要财务比率，我们发现它们的销售利润率分别为 18%、20%，总资产周转率分别为 0.8、0.7，权益乘数分别为 2、1。如杜邦恒等式所示：

$$A \text{ 公司净资产收益率 (28.8\%)} = 18\% \times 0.8 \times 2$$

$$B \text{ 公司净资产收益率 (14.0\%)} = 20\% \times 0.7 \times 1$$

可以看到 A、B 两家公司的销售利润率与总资产周转率之间并不存在很大的差别，它们的资产收益率（分别为 14.4% 与 14%）非常接近；换言之，两家公司的生产和销售能力相仿。造成它们的净资产收益率之间一倍多差异的主要原因在于财务杠杆的运用。A 公司的权益乘数是 2，是 B 公司的两倍，这意味着 A 公司动用了比 B 公司高一倍的财务杠杆来维持公司的经营，使得 A 公司的股东获得较大的回报。

通过杜邦分析，公司的管理层既能够方便地找出公司的优点，进而保持竞争优势，也能够找出公司的弱点与制约公司盈利能力增长的问题，然后对症下药，改善公司的经营状况。

我们以一个实例来演示如何对一家上市公司的年、季度财务报表进行杜邦分析。表 6-4 选取了上汽集团的 2012—2013 年度部分财务数据。

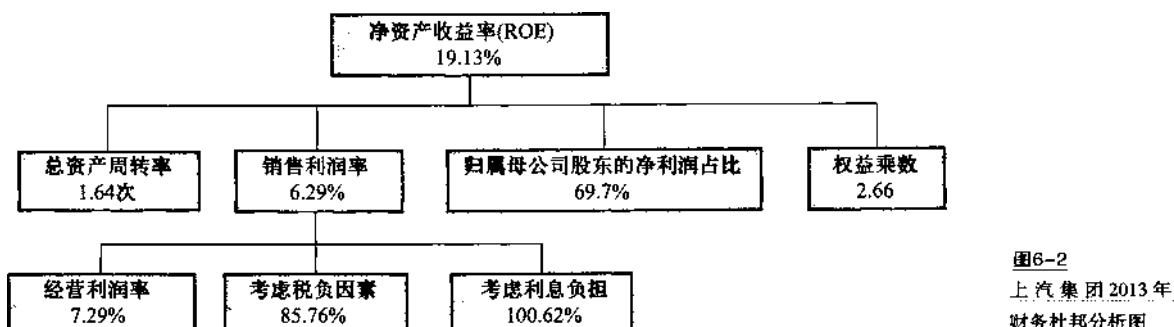
表 6-4 上汽集团 2012—2013 年度财务报表的杜邦分析

上汽集团杜邦分析

报告期	2013 年报	2013 三季报	2013 中报	2013 一季报	2012 年报	2012 三季报	2012 中报	2012 一季报
净资产收益率(ROE)(%)	19.13	14.09	9.19	4.98	18.43	14.89	10.13	5.33
净资产收益率同比增减(%)	0.60	-0.76	-0.95	-0.36	-5.53	-3.71	-2.20	-1.27
因素分解:								
销售利润率(%)	6.29	6.09	5.95	6.28	6.97	7.37	7.67	7.76
——净利润 / 利润总额(%)	85.76	85.76	84.68	82.23	83.49	83.72	83.90	83.35
——利润总额 / 息税前利润(%)	100.62	99.11	98.88	98.56	100.44	98.41	98.79	98.91
——息税前利润 / 销售收入(%)	7.29	7.17	7.11	7.75	8.31	8.95	9.26	9.41
总资产周转率(%)	1.64	1.27	0.87	0.44	1.51	1.14	0.74	0.38
权益乘数	2.66	2.60	2.59	2.65	2.83	2.86	2.99	3.10
归属母公司股东的净利润占比(%)	69.70	70.05	68.57	67.96	61.89	61.96	59.67	58.31

资料来源: Wind 数据库。

对 2013 年度归属母公司股东的净资产收益率(ROE)，我们将其分解成归属母公司股东的净利润占比、销售利润率、总资产周转率与权益乘数四部分的乘积；其中在综合考虑税负和利息因素后，销售利润率又可以分解成经营利润率、考虑税负因素和考虑利息负担三部分的乘积。以上汽集团 2013 年报数据为例说明上述分解过程（见图 6-2）。



正如图 6-2 中数据所显示：

$$19.13\% = 69.7\% \times 6.29\% \times 1.64 \times 2.66$$

$$6.29\% = 7.29\% \times 85.76\% \times 100.62\%$$

对于上汽集团其他季度的数据我们可以进行同样的数据分解，然后我们用它来解释该公司不同会计季度盈利能力（净资产收益率）差异的原因。

例如，2013 年第三季度的权益回报率 ROE（14.11%）是同年第一季度 ROE（4.96%）的近三倍，通过对于 ROE 的分解数据的逐项分解，我们发现第三季度盈利能力的巨大增长主要得益于该季度总资产周转率的显著提高（从 0.44% 提高到 1.27%），

这意味着该公司的运转和利用其资产的效率获得了极大的提升，并因此拉高了权益回报率。

实质上，仔细观察表格数据可以发现，在2012—2013年度，对于上汽集团而言，无论是归属母公司股东的净利润占比、销售利润率还是权益乘数都只有很小幅度的变动，对净资产收益率起决定作用的是总资产周转率。由于汽车类公司的总资产周转率存在明显的周期性特征，每年的第一季度到第四季度资产的周转率稳步增长，然后到第二年的第一季度急剧回落，再开始新一轮增长。这个规律的结果是公司的ROE呈现同样的特征。以此为突破口，我们就能观测到公司以及其所处行业的一些特点（例如存货、应收账款周转速度的季度性差异等），这也就是杜邦分析的意义与价值所在。

第三节 货币的时间价值与利率

学习内容	知识点
货币时间价值的概念	货币的时间价值、净现金流量、现值、终值
终值、现值与贴现	计算终值与现值（贴现）
利息率、名义利率与实际利率	名义利率、实际利率
单利与复利	复利现值系数、复利终值系数
即期利率与远期利率	贴现因子、即期利率曲线、远期利率曲线

一、货币时间价值的概念

在投资决策过程中，需要对投资的现在价值和未来价值进行估算，由此引出的货币时间价值是现代金融和财务分析中的一个基础概念，在金融资产定价中具有广泛的应用。

货币时间价值是指货币随着时间的推移而发生的增值。由于货币具有时间价值，即使两笔金额相等的资金，如果发生在不同的时期，其实际价值量也是不相等的，因此，一定金额的资金必须注明其发生时间，才能确切地表达其准确的价值。把某一项投资活动作为一个独立的系统，在计算期内，资金的收入与支出叫做现金流量。资金的支出叫做现金流出，资金的收入叫做现金流入。某一段时间的净现金流量是指该时段内现金流量的代数和，即：

$$\text{净现金流量} = \text{现金流入} - \text{现金流出} \quad (6-22)$$

在考虑货币的时间价值、分析资金运动，以及计算现金流入、现金流出时应该明确终值、现值和贴现等概念。

二、终值、现值和贴现

(一) 终值

终值表示的是货币时间价值的概念。已知期初投入的现值为 PV , 求将来值即第 n 期期末的终值 FV , 也就是求第 n 期期末的本利和, 年利率为 i 。资金的时间价值一般都是按照复利方式进行计算的。所谓复利, 是指不仅本金要计利息, 利息也要计利息, 也就是通常所说的“利滚利”。用复利法计算时, 每期期末计算的利息加入本金形成新的本金, 再计算下期的利息, 逐期滚利。

第 n 期期末终值的一般计算公式为:

$$FV = PV \times (1 + i)^n \quad (6-23)$$

式中: FV 表示终值, 即在第 n 年年末的货币终值; n 表示年限; i 表示年利率; PV 表示本金或现值。

例如, 某公司从银行取得贷款 30 万元, 年利率为 6%, 贷款期限为 3 年, 到第 3 年年末一次偿清, 公司应付银行本利和为: $30 \times (1 + 6\%)^3 = 35.73$ (万元)。

(二) 现值和贴现

现在值即现值, 是指将来货币金额的现在价值。由终值的一般计算公式 $FV = PV \times (1 + i)^n$ 转换为求 PV , 得一次性支付的现值计算公式为:

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n} \quad (6-24)$$

将未来某时点资金的价值折算为现在时点的价值称为贴现。因此, 在现值计算中, 利率 i 也被称为贴现率。

例如, 某公司发行了面值为 1 000 元的 5 年期零息债券, 现在的市场利率为 8%, 那么该债券的现值为: $1000 / (1 + 8\%)^5 = 680.58$ (元)。

三、利息率、名义利率和实际利率

利息率简称利率, 是资金的增值同投入资金的价值之比, 是衡量资金增值量的基本单位。按照不同的标准可以划分出多种利率类别, 其中, 按债权人取得报酬的情况, 可以将利率分成为实际利率和名义利率。实际利率是指在物价不变且购买力不变的情况下 的利率, 或者是指当物价有变化, 扣除通货膨胀补偿以后的利息率。名义利率是指包含对通货膨胀补偿的利率, 当物价不断上涨时, 名义利率比实际利率高。

我们一般以年为计息周期, 通常所说的年利率都是指名义利率。名义利率和实际利率的区别可以用下式 (费雪方程式^①) 进行表达:

$$i_r = i_n - p \quad (6-25)$$

式中: i_n 为名义利率; i_r 为实际利率; p 为通货膨胀率。

^① 费雪方程式为一近似表达式, 准确的公式为 $i_r = (i_n - p) / (1 + p)$, 因通常 p 较小, 故实际应用中忽略。

四、单利与复利

(一) 单利

单利是计算利息的一种方法。按照这种方法，只要本金在计息周期中获得利息，无论时间多长，所生利息均不加入本金重复计算利息。

单利利息的计算公式为：

$$I = PV \times i \times t \quad (6-26)$$

式中： I 为利息； PV 为本金； i 为年利率； t 为计息时间。

例如，某企业有一张带息期票，面额为 12 000 元，票面利率为 4%，出票日期为 4 月 15 日，6 月 14 日到期（共 60 天），则到期日的利息为：

$$I = 12000 \times 4\% \times \frac{60}{360} = 80 \text{ (元)}$$

单利终值的计算公式为：

$$FV = PV \times (1 + i \times t) \quad (6-27)$$

单利现值的计算公式为：

$$PV = FV / (1 + i \times t) \approx FV \times (1 - i \times t) \quad (6-28)$$

(二) 复利

复利是计算利息的另一种方法。在本节介绍货币终值时曾提到这种计息方式。按照这种方法，每经过一个计息期，要将所生利息加入本金再计利息。这里所说的计息期，是指相邻两次计息的时间间隔，如年、月、日等。除非特别说明计息期为一年。固定收益证券中常常是半年付息一次。

复利终值的计算公式与货币终值的计算公式（6-23）等同，即： $FV = PV \times (1+i)^n$ 。其中， $(1+i)^n$ 称为复利终值系数或 1 元的复利终值，用符号 (FV, i, n) 表示。例如， $(FV, 6\%, 3)$ 表示利率为 6%，3 期复利终值系数。

根据复利终值公式可以推算出复利现值的计算公式，由 $FV = PV \times (1+i)^n$ 可得：

$$PV = FV / (1+i)^n = FV \times (1+i)^{-n} \quad (6-29)$$

式中： $(1+i)^{-n}$ 称为复利现值系数或 1 元的复利现值，用符号 (FV, i, n) 表示。

复利计算与贴现是相反的过程，单利、复利和贴现之间的关系见图 6-3。图 6-3 中

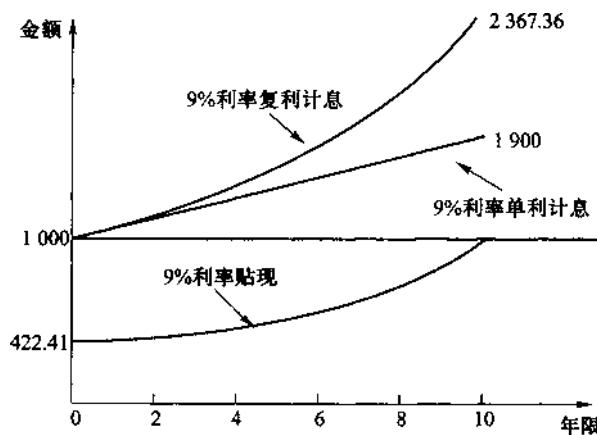


图 6-3

贴现和复利、单利
计息过程

最上面的曲线表明，1 000 元在以 9% 的利率复利计息情况下的未来值，第 10 年年末为： $1 000 \times (1 + 0.09)^{10} = 2 367.36$ ；中间的曲线表达的是单利计息情况下的未来值，第 10 年年末为： $1 000 + [10 \times (1 000 \times 0.09)] = 1 900$ ；最下面的曲线表达的是贴现率为 9% 的情况下 1 000 元的贴现值，即 $1 000 / (1 + 0.09)^{10} = 422.41$ 。

利用复利现值系数可以计算按揭贷款的每期偿还数额。例如，以等额本息法偿还本金为 100 万元，利率为 7% 的 5 年期住房贷款。假设每年年末需要偿还的本金利息总额为 M 元，则有：

$$\begin{aligned} 1 000 000 &= M \times (PV, 7\%, 1) + M \times (PV, 7\%, 2) + M \times (PV, 7\%, 3) + M \times (PV, \\ &\quad 7\%, 4) + M \times (PV, 7\%, 5) \\ &= M \times (1 + 7\%)^{-1} + M \times (1 + 7\%)^{-2} + M \times (1 + 7\%)^{-3} + M \times (1 + 7\%)^{-4} + \\ &\quad M \times (1 + 7\%)^{-5} \end{aligned}$$

计算可知， $M = 243 890.69$ 。于是该 5 年期贷款偿还过程如表 6-5 所示。

表 6-5 按揭贷款偿还流程

年数	年初剩余贷款本金 (1)=上期(5)	偿还利息额 (2)=(1)×7%	偿还本金额 (3)=(4)-(2)	偿还总金额 (4)=M	年末剩余贷款本金 (5)=(1)-(3)
0					1 000 000.00
1	1 000 000.00	70 000.00	173 890.69	243 890.69	826 109.31
2	826 109.31	57 827.65	186 063.04	243 890.69	640 046.27
3	640 046.27	44 803.24	199 087.45	243 890.69	440 958.82
4	440 958.82	30 867.12	213 023.57	243 890.69	227 935.25
5	227 935.25	15 955.47	227 935.25	243 890.69	0

五、即期利率与远期利率

(一) 即期利率

即期利率 (spot rate) 是金融市场中的基本利率，常用 s_t 表示，是指已设定到期日的零息票债券的到期收益率，它表示的是从现在 ($t=0$) 到时间 t 的收益。利率和本金都是在时间 t 支付的。

考虑到利率随期限长短的变化，对于不同期限的现金流，人们通常采用不同的利率水平进行贴现。这个随期限而变化的利率就是即期利率。通过这一测度过程，就可以得到一条与收益率曲线相似的即期利率曲线 (spot rate curve)。图 6-4 与表 6-6 给出了这样的一条曲线以及相应数据。

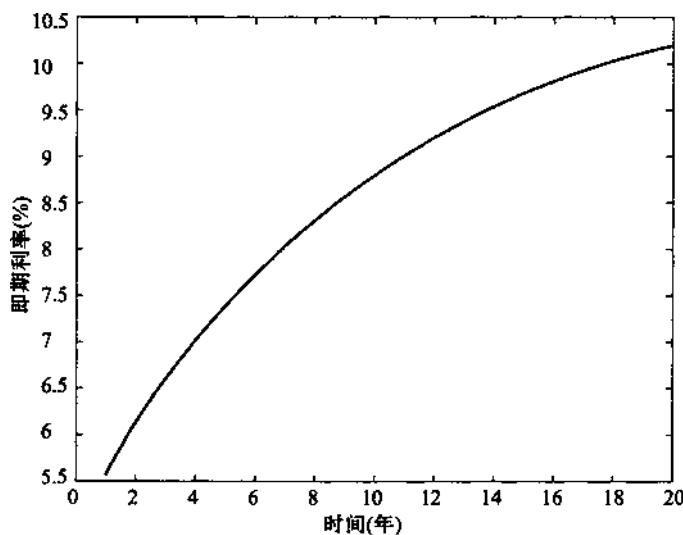
表 6-6 即期利率

单位：%

年	即期利率	年	即期利率	年	即期利率
1	5.571	3	6.555	5	7.361
2	6.088	4	6.978	6	7.707

续表

年	即期利率	年	即期利率	年	即期利率
7	8.020	12	9.193	17	9.904
8	8.304	13	9.365	18	10.008
9	8.561	14	9.520	19	10.103
10	8.793	15	9.661	20	10.188
11	9.003	16	9.789		

图6-4
即期利率曲线

(二) 贴现因子

一旦即期利率确定，很自然就要在每一个时间点上，定义相应的贴现因子 d_t ($t=1, 2, \dots, k$) (discount factors)。未来现金流必然通过这些因子成倍折现，以得到相当的现值。

贴现因子把未来现金流直接转化为相对应的现值。因此已知任意现金流 $(x_0, x_1, x_2, \dots, x_k)$ 与相应的市场即期利率，现值是：

$$PV = x_0 + d_1 x_1 + d_2 x_2 + \dots + d_k x_k \quad (6-30)$$

贴现因子 d_t 的作用就好像时间 k 收到的现金的价格。通过该笔现金流的所有单笔现金用“价格乘以数量”的方法全部加总起来，我们确定一笔现金流的值。

例如，使用表 6-6 与图 6-4 的即期利率曲线，计算 10 年期，票面利率 8%，每年付息 1 次的债券的现值。结果在表 6-7 中列示。

表 6-7 贴现因子和债券现值

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	总值
贴现因子	0.947	0.889	0.827	0.764	0.701	0.641	0.583	0.528	0.477	0.431	
现金流量	8	8	8	8	8	8	8	8	8	108	
现值	7.58	7.11	6.61	6.11	5.61	5.12	4.66	4.22	3.82	46.52	97.34

注：贴现因子 $d_t = 1 / (1 + s_t)^t$ ，其中 s_t 为即期利率。

(三) 远期利率

远期利率 (forward rate) 指的是资金的远期价格，它是指隐含在给定的即期利率中从未来的某一时点到另一时点的利率水平。具体表示为未来两个日期间借入货币的利率，也可以表示投资者在未来特定日期购买的零息票债券的到期收益率，如图 6-5 所示。

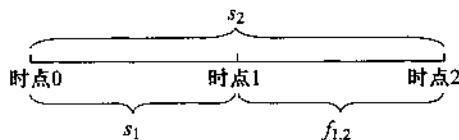


图 6-5
即期利率与远期利
率的关系

远期利率和即期利率的区别在于计息日起点不同，即期利率的起点在当前时刻，而远期利率的起点在未来某一时刻。例如，当前时刻为 2014 年 8 月 10 日，这一天债券市场上不同剩余期限的几个债券品种的收益率就是即期利率。在当前时刻，市场之所以会出现 2 年到期与 1 年到期的债券收益率不一样，主要是因为投资者认为第 2 年的 1 年期利率相对于第 1 年的 1 年期利率会发生变化。

例如，1 年和 2 年期的即期利率分别为 $s_1=7\%$ 和 $s_2=8\%$ ，这样我们有两种方法可以求得第 2 年年末的货币价值：一种是将 1 元存在 2 年期的账户，根据定义在第 2 年末它将增加至 $(1+s_2)^2$ ；另一种方法是将 1 元存储于 1 年 1 期账户，同时 1 年后将收益 $(1+s_1)$ 以预定利率 f 贷出，这种方式下贷出的货币利率 f 为远期利率。同时，这种复利方式下第 2 年收到的货币数量为 $(1+s_1)(1+f)$ 。这样，根据无套利原则，存在 $(1+s_2)^2 = (1+s_1)(1+f)$ ，或 $f = \frac{(1+s_2)^2}{1+s_1} - 1$ 。这样，远期利率就可以由两个即期利率决定。在本例中，根据 $s_1=7\%$ 和 $s_2=8\%$ ，就可以求出远期利率 $f=(1.08)^2/1.07-1=0.0901=9.01\%$ 。

在现代金融分析中，远期利率有着非常广泛的应用。它们可以预示市场对未来利率走势的期望，一直是中央银行制定和执行货币政策的参考工具。更重要的是，在成熟市场中几乎所有利率衍生品的定价都依赖于远期利率。

第四节 常用描述性统计概念

学习内容	知识点
随机变量与描述性统计量	随机变量概念及其分布、概率密度函数
	期望、方差、标准差、分位数与中位数的概念及其应用
正态分布	正态分布的内涵与特征
	标准正态分布分位数的应用
随机变量的相关性 ——相关系数	相关系数的数值特征与含义
	证券资产的相关性

一、随机变量与描述性统计量

随机性是金融市场的重要特征之一。公司是否对其发行的债务违约，经营、投资项目到期收益率，未来的资产价格等都是难以预测的。研究这些不确定事件的一般方法是将它们与数值联系起来，然后运用统计量来描述它们的特点。

(一) 随机变量

1. 定义

我们将一个能取得多个可能值的数值变量 X 称为随机变量。比如我们规定对于某 A 公司发行的债券，定义违约变量：

$$\text{Default} = \begin{cases} 1 & \text{债券违约} \\ 0 & \text{债券不违约} \end{cases}$$

那么 Default 就是一个随机变量；再比如，A 公司发行的普通股股价在未来某一天的收盘价 S 可以是 5 元，可以是 10 元，也可以是 5~10 元的任意一个数值，于是 S 同样是一个随机变量。

如果一个随机变量 X 最多只能取可数的不同值，则为离散型随机变量；如果 X 的取值无法一一列出，可以遍取某个区间的任意数值，则为连续型随机变量。在上面的例子中， Default 只能取 0 或 1，因而是离散型随机变量；而 S 的取值可能是任意一个大于 0 的数，因而是连续型随机变量。

2. 随机变量的分布

如果 X 是离散型的， X 最多可能取 n 个值 x_1, x_2, \dots, x_n ，并且记 $p_i = P\{X=x_i\}$ 是 X 取 x_i 的概率，所有概率的总和 $\sum_{i=1}^n p_i = 1$ 。

如果 X 是一个连续型随机变量，由于无法列出 X 取每个特定值的概率，我们改用概率密度函数来刻画 X 的分布性质。概率密度函数是用来衡量随机变量 X 取值在特定范围内的函数，其图像称为概率密度函数曲线。

图 6-6 中画出某连续型随机变量的概率密度函数曲线，其中的阴影部分面积就是该变量取值在 $(0, 10]$ 的概率 $P\{0 < X \leq 10\}$ 。

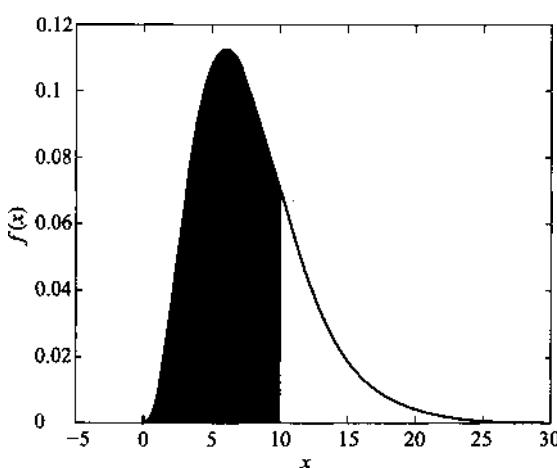


图 6-6
概率密度函数曲线

(二) 随机变量的数字特征与描述性统计量

知道随机变量的分布之后，我们需要进一步研究分布的特点和规律，比如取值的平均水平、离散程度等。用来衡量这些分布特点的数值统称为数字特征，如均值、方差等。在现实世界里我们面对的随机变量通常是未知分布的，无法直接求得其数字特征，因而我们采取抽样的方法来估计它们，即选择 X 的一组样本 X_1, \dots, X_n ，然后构造适当的函数 $g(X_1, \dots, X_n)$ 来作为 X 分布的数字特征的近似值，这样的 $g(X_1, \dots, X_n)$ 便是描述性统计量。常用的一些数字特征和它们的描述性统计量有下面几种。

1. 期望(均值)

随机变量 X 的期望(或称均值，记做 $E(X)$)衡量了 X 取值的平均水平；它是对 X 所有可能取值按照其发生概率大小加权后得到的平均值。

$$E(X) = \sum_{i=1}^n p_i x_i = p_1 x_1 + p_2 x_2 + \dots + p_n x_n \quad (6-31)$$

在 X 的分布未知时，我们用抽取样本 X_1, \dots, X_n 的算术平均数(也称样本均值)

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i \text{ 作为 } E(X) \text{ 的估计值。}$$

在计算基金的期望回报率时，我们可以用一定时间的历史平均回报率，或者采用数学模型，对未来回报率的可能分布做出预测。以某基金的年化收益率 r 为例，我们选取其在 10 个交易日的收益率作为 r 的样本，样本值为 $r_1=4.684\%$, $r_2=4.597\%$, $r_3=4.321\%$, $r_4=4.373\%$, $r_5=4.280\%$, $r_6=4.136\%$, $r_7=4.150\%$, $r_8=3.982\%$, $r_9=4.270\%$, $r_{10}=4.261\%$ ；

于是样本均值 $\bar{r} = \frac{1}{10} \sum_{i=1}^{10} r_i = 4.305\%$ ，此样本均值为该基金预期收益的估计值。

利用随机变量期望的线性性质，我们可以计算以任意比例分配资金构造资产组合的总体期望收益率。由 n 项资产 A_1, \dots, A_n 构成资产组合 $A=w_1 A_1 + \dots + w_n A_n$ ，其中 w_i 为投资于资产 A_i 的资金所占总资金的比例， $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ ；若 A_i 的期望收益率为 r_i ，则资产组合 A 的期望收益率 r 为 $r=w_1 r_1 + \dots + w_n r_n$ 。

例如，某投资者将其资金分别投向 A, B, C 三只股票，其占总资金的百分比分别为 40%、40%、20%；股票 A 的期望收益率为 $r_A=14\%$ ，股票 B 的期望收益率为 $r_B=20\%$ ，股票 C 的期望收益率为 $r_C=8\%$ ；则该投资者持有的股票组合期望收益率 $r=0.4r_A+0.4r_B+0.2r_C=15.2\%$ 。

2. 方差与标准差

很多情况下，我们不仅需要了解数据的期望值和平均水平，还要了解这组数据分布的离散程度。分布越散，其波动性和不可预测性也就越强。尤其对于投资者而言，他们不仅关心投资的期望收益率，也关心实际收益率相对预期的收益率可能有多大的偏差，即该投资回报的风险水平。对于投资收益率 r ，我们用方差(σ^2)或者标准差(σ)来衡量它偏离期望值的程度。其中， $\sigma^2=E[(r-Er)^2]$ ，它的数值越大，表示收益率 r 偏离期望收益率 $Er=\bar{r}$ 的程度越大，反之亦然。

假设从历史数据或者模型模拟得出收益率 r 的离散分布，其方差和标准差计算公式为：

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2 = p_1 (r_1 - \bar{r})^2 + p_2 (r_2 - \bar{r})^2 + \cdots + p_n (r_n - \bar{r})^2 \quad (6-32)$$

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2} = \sqrt{p_1 (r_1 - \bar{r})^2 + p_2 (r_2 - \bar{r})^2 + \cdots + p_n (r_n - \bar{r})^2} \quad (6-33)$$

对于 r 分布未知的情况，我们可以抽取其样本 r_1, r_2, \dots, r_n ，然后分别用样本方差 $S^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2$ 与样本标准差 $S = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}$ 来估计 σ^2 与 σ 。

例如，在上述基金收益率的案例中，投资者在该基金上能获得的期望收益率为 $E(r) = \bar{r} = 4.305\%$ ，收益率的标准差则为 $\sigma = S = \sqrt{\frac{1}{9} \sum_{i=1}^{10} (r_i - \bar{r})^2} = 0.209\%$ ，要远低于其期望收益率，这意味着该产品的 7 日年化收益率非常稳定，投资者可以在该产品上获得持续稳定的回报，而不容易遭受损失，但也难以获取超常收益。

方差和标准差除了应用于分析投资收益率，还可以用来研究价格指数、股指等的波动情况。例如，我们选取上证指数（Index）2014 年 4 月份每日收盘价后，可以依次计算出其样本均值 $\bar{Index} = 2026.25$ ，样本方差 $S^2 = 256.06$ ，样本标准差 $S = 16.01$ 。这些数值可以协助后续的分析工作，如估计指数日波动幅度在特定范围内的概率大小等。

3. 分位数

分位数通常被用来研究随机变量 X 以特定概率（或者一组数据以特定比例）取得大于等于（或小于等于）某个值的情况。

例如，我们想找到这样一个数值 x ，使得在 5% 的情况下， X 会大于等于 x ；而在另外 95% 的情况下， X 会小于等于 x 。我们就把满足这个条件的 x 称作 X 的上 5% 分位数。

一般来说，设 $0 < \alpha < 1$ ，随机变量 X 的上 α 分位数是指满足概率值 $P(X \geq x_\alpha) = \alpha$ 的数 x_α ，下 α 分位数是指满足概率值 $P(X \leq x_\alpha) = \alpha$ 的数 x_α 。图 6-7 说明了分位数的统计意义。

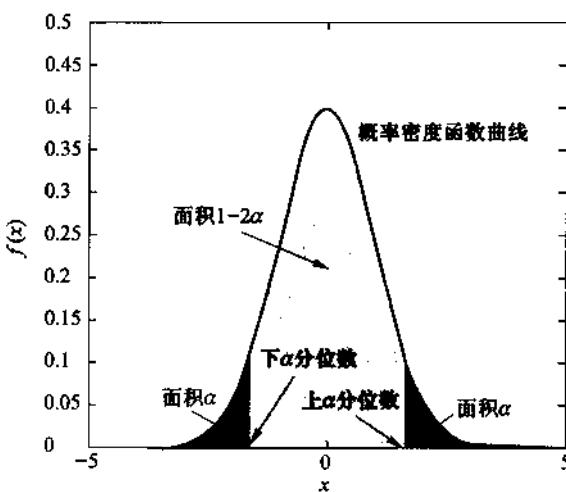


图 6-7
分位数的统计意义

图 6-7 中左右两侧的阴影部分面积均为 α ，于是变量 X 会以概率 α 取得不超过下 α 分位数的取值，也以概率 α 取得不小于上 α 分位数的取值。

直接计算 X 的分位数比较困难，尤其是 X 分布未知时；所以我们用样本 X_1, \dots, X_n 来估计分位数。首先，我们将样本按照数值从小到大排列成 $X_{(1)}, \dots, X_{(n)}$ ，然后用样本中第 $n\alpha$ 大的数作为上 α 分位数 x_α ，用样本中第 $n\alpha$ 小的数作为下 α 分位数 x_{α}^* 。如果 $n\alpha$ 不是整数，我们就取 $n\alpha$ 相邻两个整数位置的样本值的平均数作为分位数。

例如，假设华夏上证 50 ETF 基金为了计算每日的头寸风险，选择了 100 个交易日的每日基金净值变化的基点值 Δ （单位：点），并从小到大排列为 $\Delta_{(1)} \sim \Delta_{(100)}$ ，其中 $\Delta_{(1)} \sim \Delta_{(10)}$ 的值依次为：-18.63，-17.29，-15.61，-12.37，-12.02，-11.28，-9.76，-8.84，-7.25，-6.63；求 Δ 的下 5% 分位数和下 2.5% 分位数。

依上所述， Δ 的下 5% 分位数就是 $\Delta_{(1)} \sim \Delta_{(100)}$ 中第 5 ($= 100 \times 5\%$) 小的数 $\Delta_{(5)} = -12.02$ ；

由于 $100 \times 2.5\% = 2.5$ 不是整数，其相邻两个整数为 2 和 3， Δ 的下 2.5% 分位数就是：

$$\frac{1}{2} (\Delta_{(2)} + \Delta_{(3)}) = \frac{1}{2} (-17.29 - 15.61) = -16.45。$$

4. 中位数

中位数是用来衡量数据取值的中等水平或一般水平的数值。对于随机变量 X 来说，它的中位数就是上 50% 分位数 $x_{50\%}$ ，这意味着 X 的取值大于其中位数和小于其中位数的概率各为 50%。对于一组数据来说，中位数就是大小处于正中间位置的那个数值。例如，对于 X 的一组容量为 5 的样本，从小到大排列为 X_1, \dots, X_5 ，这组样本的中位数就是 X_3 ；如果换成容量为 10 的样本 X_1, \dots, X_{10} ，由于正中间是两个数 X_5, X_6 ，我们可用它们的平均数 $\frac{1}{2} (X_5 + X_6)$ 来作为这组样本的中位数。

正是由于中位数能够代表一般水平，在基金投资管理领域中，我们经常应用中位数来作为评价基金经理业绩的基准。基金经理的个人回报也往往取决于其管理基金的表现相对于中位数基准有多好。例如，选取净值年增长率这个指标来考察基金的业绩，我们把 2013 年度国内 336 个股票型基金的净值增长率按从高到低排列，其中排名第 168、169 位的中邮核心优选股票和银华价值优选股票 2013 年度净值增长率分别为 13.69% 和 13.64%。这组数据的中位数为 $(13.69\% + 13.64\%) / 2 = 13.665\%$ 。于是，我们将 13.665% 作为评价国内股票型基金 2013 年度业绩的基准，净值增长率高于 13.665% 的基金表现优于行业一般水平；而净值增长率低于 13.665% 的基金表现劣于行业一般水平。

与另一个经常用来反映数据一般水平的统计量——均值相比，中位数的评价结果往往更为合理和贴近实际。例如，某债券投资者近年的年收益率由低到高分别为 -16%、4%、5%、5%、6%、8%。则该投资者收益率的中位数为 5%，均值却只有 2%。进一步考察可知，-16% 的收益率其实是受到金融危机的影响而发生的小概率极端事件；剔除掉这一异常值之后，该投资者的投资策略可以取得平均 5.6% 的收益率。因而在这种情况下，中位数能够免疫极端值的影响，较好地反映投资策略的真实水平；而平均数（或

均值)则很容易受到极端值的冲击,使其对于数据的判别效果产生较大的误差。

二、正态分布

正态分布是最重要的一类连续型随机变量分布,当一个随机变量的取值受到大量不同因素作用的共同影响,并且单个因素的影响都微不足道的时候,这个随机变量就服从或近似服从正态分布。在金融市场上,以股票为例,当没有任何决定性的消息发布的时候,股价走势很多时候呈现出“随机游走”的特点,这里的“随机游走”就是指股价的波动值服从正态分布。接下来将介绍正态分布的性质以及应用。

如果连续型随机变量 X 的概率密度函数曲线如图 6-8 所示,则称 X 服从参数为 (μ, σ^2) 的正态分布,记为 $X \sim N(\mu, \sigma^2)$,其中 μ 是 X 的期望, $\sigma > 0$ 为 X 的标准差。特别的,当 $\mu = 0, \sigma = 1$,即 $X \sim N(0, 1)$ 时,称 X 服从标准正态分布。

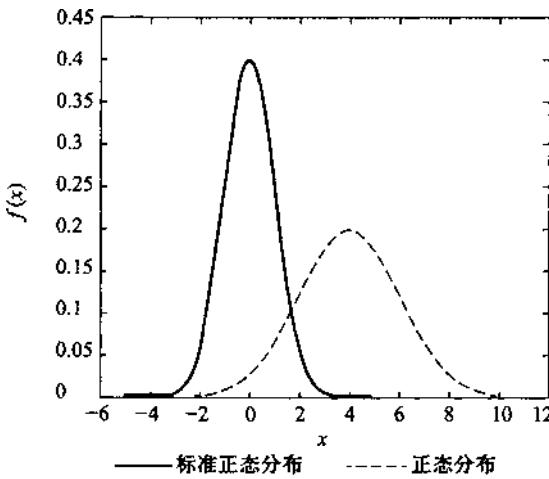


图6-8
正态分布概率密度
函数曲线

正态分布密度函数的显著特点是中间高两边低,由中间($X=\mu$)向两边递减,并且分布左右对称,是一条光滑的“钟形曲线”。

正态分布距离均值越近的地方数值越集中,而在离均值较远的地方数值则很稀疏;这意味着正态分布出现极端值的概率很低,而出现均值附近的数值的概率非常大。同时图像越“瘦”,正态分布集中在均值附近的程度也越大。

检验一个随机变量是否服从正态分布,可以绘制它的样本频率直方图,如果频率直方图呈现出钟形特征,可认为该变量大致服从正态分布。例如,我们抽取沪深 300 指数在 2013 年连续 240 个交易日的日涨跌幅数据作为样本,绘制出其分布的频率直方图如图 6-9 所示。

直观上来看,该频率直方图的形状基本具有中间最高,自最高点处向两边递减的钟形特征,所以判断沪深 300 指数的日涨跌幅近似服从正态分布。

正态分布的分位数可以用来评估投资或资产收益限度或者风险容忍度,我们用下面的例子来说明这点。

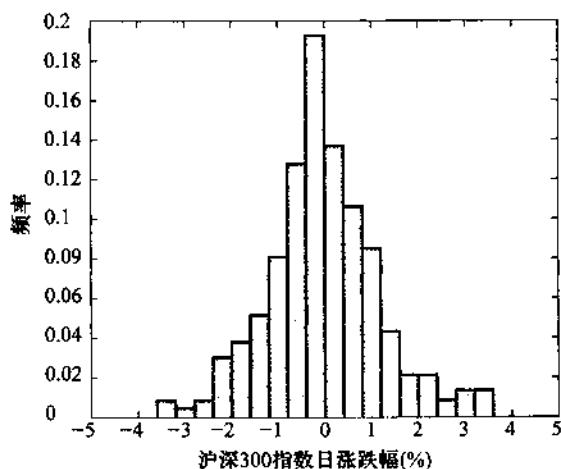


图6-9
沪深300指数日涨跌幅频率直方图

假设某私募基金经理人估计今年的年收益率 YR 服从均值为 16%，标准差为 4% 的正态分布，即 $YR \sim N(0.16, 0.4^2)$ ，那么 YR 的上 95% 分位数为：

$$\mu_{YR} + u_{0.95}\sigma_{YR} = \mu_{YR} - u_{0.05}\sigma_{YR} = 16\% - 4\% \times 1.65 = 9.4\%$$

这意味着该经理会以 95% 的概率至少取得 9.4% 的年收益率。

表 6-8 是常用标准正态分布上分位数表。

表 6-8 常用标准正态分布上分位数表

α	50%	10%	5%	2.5%
u_α	0	1.28	1.65	1.96
α	1%	0.5%	0.25%	0.1%
u_α	2.33	2.58	2.81	3.01

以 $u_{5\%} = 1.65$ 为例，图 6-10 中的阴影部分面积正好等于标准正态分布变量 X 取值大于 1.65 的概率 5%。

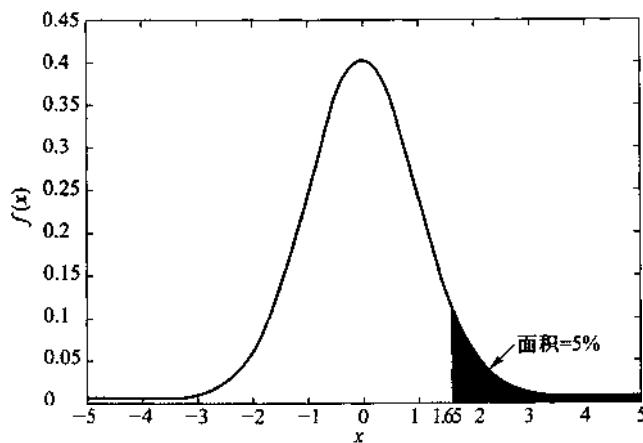


图6-10
标准正态分布上分位数

三、随机变量的相关性——相关系数

上面我们讨论的都是单个随机变量的问题。但在金融市场上，我们时常想要知道多个不同随机变量之间的联系，比如利用期货与现货资产价格的相关性实现套期保值；再比如分析持有的投资组合内各项证券的价格联动性，以及组合整体表现与市场组合收益的数量关系等。在此，我们利用相关变量来对随机变量的相关性进行描述。

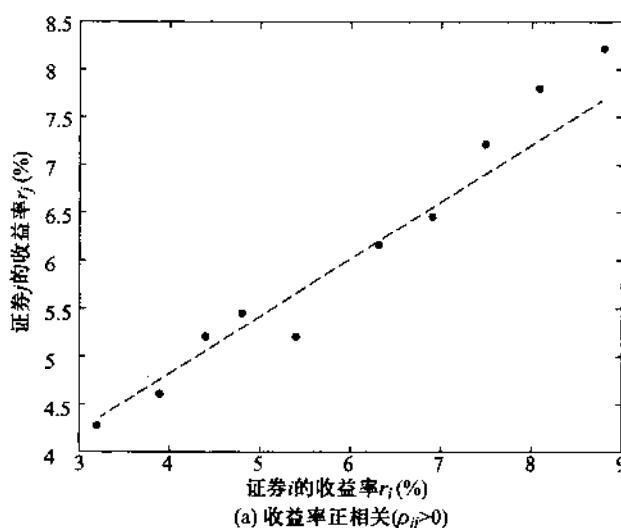
相关系数（correlation coefficient）是从资产回报相关性的角度分析两种不同证券表现的联动性。我们通常用 ρ_{ij} 表示证券*i*和证券*j*的收益回报率之间的相关系数。

相关系数的绝对值大小体现两个证券收益率之间相关性的强弱。如果*a*与*b*证券之间的相关系数绝对值 $|\rho_{ab}|$ 比*a*与*c*证券之间的相关系数绝对值 $|\rho_{ac}|$ 大，则说明前者之间的相关性比后者之间的相关性强。

相关系数 ρ_{ij} 总处于+1和-1之间，亦即 $|\rho_{ij}| \leq 1$ 。若 $\rho_{ij} = 1$ ，则表示 r_i 和 r_j 完全正相关；相反，若 $\rho_{ij} = -1$ ，则表示 r_i 和 r_j 完全负相关。如果两个变量间完全独立，无任何关系，即零相关，则它们之间的相关系数 $\rho_{ij} = 0$ 。

通常情况下两个证券收益率完全相关和零相关的情形都不会出现，其相关系数往往是区间(-1, 1)中的某个值，即 $0 < |\rho_{ij}| < 1$ ，这时我们称这两者不完全相关。当 $0 < \rho_{ij} < 1$ 时， r_i 与 r_j 正相关，其中一个数值的增加(降低)往往意味着另一个数值的增加(降低)；而当 $-1 < \rho_{ij} < 0$ 时， r_i 与 r_j 负相关，其中一个数值的增加(降低)往往意味着另一个数值的降低(增加)。

图 6-11 总结了不同相关系数对应的“收益率对”分布情况。



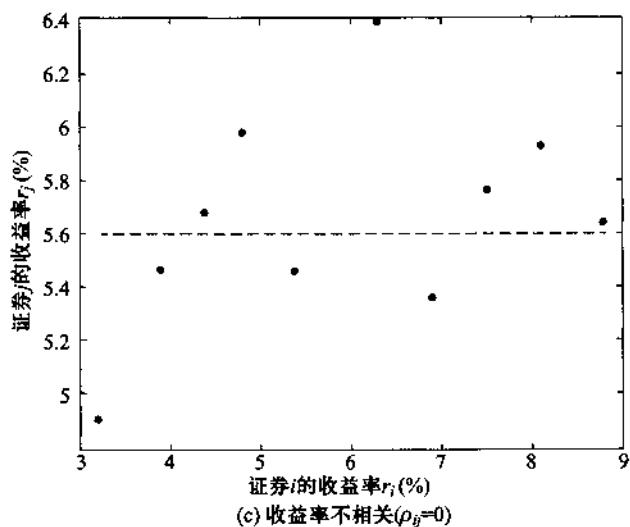
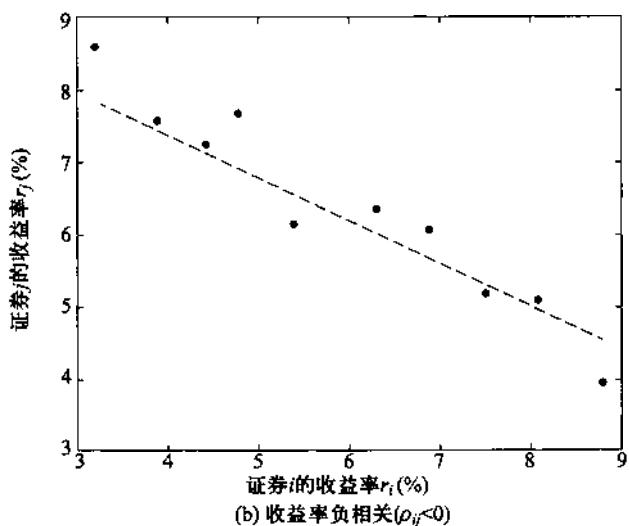


图6-11
相关系数与收益率
分布的关系

市场上的不同证券之间经常会显示出明显的相关性。我们以 A 股市场的股票为例，分别选取 2013 年 1 月 1 日至 2014 年 4 月 30 日之间共 317 个交易日的中国工商银行（简称“GS”）、中国银行（简称“ZG”）、中石油（简称“ZSY”）与宝钢股份（简称“BG”）四只股票的每日收盘价数据，对比分析它们的走势后发现，工商银行与中国银行的股价高度正相关，相关系数达到 0.89；而中石油与宝钢股份的股价高度负相关，相关系数达到 -0.72。如图 6-12 所示。

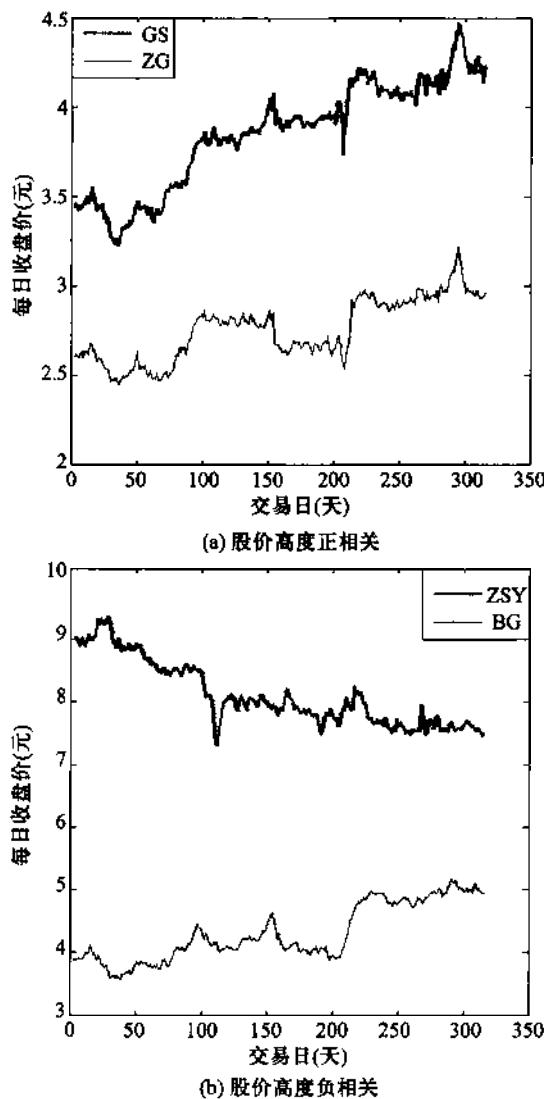


图6-12
证券市场上的相关性

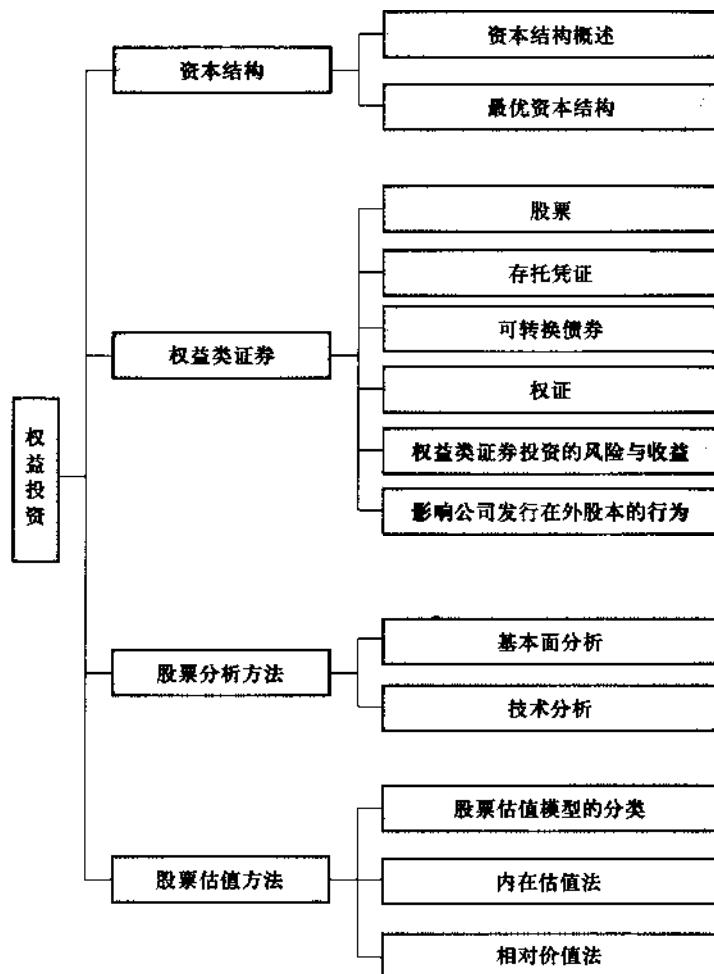
参 考 文 献

- [1] 张亦春, 郑振龙, 林海. 金融市场学. 4 版. 北京: 高等教育出版社, 2013.
- [2] 张宗新. 投资学. 3 版. 上海: 复旦大学出版社, 2013.
- [3] 本杰明·格雷厄姆, 戴维·多德. 证券分析. 6 版. 北京: 中国人民大学出版社, 2009.
- [4] SCHWEISER. Corporate finance, portfolio management, and equity investments (Level I, Book 4. Schweser Notes for the CFA Exam.). Fort Lauderdale: Kaplan, Inc., 2013.

本章内容概述

本章分四节介绍权益投资的基础知识。第一节和第二节从资本结构入手，引入权益证券的概念和常见类型。在介绍各类权益证券的基础上，第三节和第四节重点介绍了股票的分析方法和估值模型：权益证券的分析方法有基本面分析、技术分析等，公司估值模型分为内在价值法和相对价值法两大类。

知识结构图



第一节 资本结构

学习内容	知识点
资本结构及不同融资工具的特征	资本结构的定义
	权益资本及其特点
	不同资本现金流量权与投票权、清偿顺序及其风险收益比较
权衡理论	权衡理论中的公司最佳负债水平

一、资本结构概述

(一) 资本结构的定义

公司可以通过发行权益证券或债权证券来筹集外部资本，支持公司运营。资本结构 (capital structure) 是指企业资本总额中各种资本的构成比例。最基本的资本结构是债权资本和权益资本的比例，通常用债务股权比率或资产负债率表示。例如，一个公司的总资本是 1 000 万元，其中有 300 万元的债权资本和 700 万元的权益资本，那么该公司的资本结构即包含 30% 的债务和 70% 的权益，该公司的资产负债率是 30%。有负债的公司被称为杠杆公司 (leveraged company)。一个拥有 100% 权益资本的公司被称为无杠杆公司 (unleveraged company)，因为它没有债权资本。

(二) 资本的类型

1. 债权资本

债权资本是通过借债方式筹集的资本。公司向债权人（如银行、债券持有人及供应商等）借入资金，定期向他们支付利息，并在到期日偿还本金。利息的高低与公司经营的风险相关。经营状况稳健的公司支付较低的利息，而风险较高的公司则需要支付较高的利息。比如，由于公司拖欠利息或破产的可能性高于政府，所以公司贷款利率一般情况下会高于国债的利息。

2. 权益资本

权益资本是通过发行股票或置换所有权筹集的资本。与债权资本不同的是，权益资本在正常经营情况下不会偿还给投资人。公司可能发行不同类型的权益证券来筹集资本。两种最主要的权益证券是普通股和优先股。

普通股 (common shares) 是股份有限公司发行的一种基本股票，代表公司股份中的所有权份额，其持有者享有股东的基本权利和义务。大公司通常有很多普通股股东。股东凭借股票可以获得公司的分红，参加股东大会并对特定事项进行投票。

公司也会发行优先股。优先股 (preferred shares) 和普通股一样代表对公司的所有权，同属权益证券。但优先股是一种特殊股票，它的优先权主要指：持有人分得公司利润的顺序先于普通股，在公司解散或破产清偿时先于普通股获得剩余财产。优先股的股

息率往往是事先规定好的、固定的，它不因公司经营业绩的好坏而有所变动。

(三) 各类资本的比较

1. 现金流量权与投票权

公司债权方，如债券持有者或银行，对公司事务没有表决权；但不管公司盈利与否，公司的债权人都有权要求公司按期支付利息且到期归还本金。

普通股股东可以选出董事，组成董事会以代表他们监督公司的日常运行；董事会选聘公司的经理，由经理负责公司日常的经营管理。经理拥有对公司大部分业务的决策权，无须经过董事会的同意。但对于一些重大事务的决定，如公司合并、分立、解散等则需要股东投票表决通过。普通股股东有分配盈余及剩余财产的权利。但分配多少股利取决于公司的经营成果、再投资需求和管理者对支付股利的看法。

优先股没有到期期限，无须归还股本，每年有一笔固定的股息，相当于永久年金（没有到期期限）的债券，但其股息一般比债券利息要高一些。优先股一般情况下不享有表决权。实际上，优先股是股东以不享有表决权为代价而换取的对公司盈利和剩余财产的优先分配权。不同类型证券的现金流量权和投票权不一样，见表 7-1。

表 7-1 不同类型证券的现金流量权和投票权

证券	现金流量权	投票权
普通股	按公司表现和董事会决议获得分红	按持股比例投票
优先股	获得固定股息	无
债券	获得承诺的现金流（本金+利息）	无

2. 清偿顺序

债权资本是一种借入资本，代表了公司的合约义务，因此债券持有者 / 债权人拥有公司资产的最高索取权。接着是优先股股东。在公司解散或破产清算时，优先股股东优先于普通股股东分配公司剩余财产。普通股股东是最后一个被偿还的，剩余资产在普通股股东中按比例分配。故公司解散或破产清算时，公司的资产在不同证券持有者中的清偿顺序如下：债券持有者先于优先股股东，优先股股东先于普通股股东。

权益证券投资者受到有限责任的保护，即当公司的资产不足以清偿全部债务时，公司的债权人不得要求公司的股东承担超过其出资义务的责任，更不得将其债务转换到其股东身上。公司作为法人（称为公司法人），有自己的独立财产，并且此种财产与公司股东的财产是分开的，公司应当以其全部资产承担清偿债务的责任。把公司人格和股东人格分离，股东的有限责任使股东的损失以其投资金额为限，即最大损失也不会超过股东在公司的投资金额。

3. 风险和收益特征

不管公司盈利与否，公司债权人均有权获得固定利息且到期收回本金；而股权投资者只有在公司盈利时才可获得股息。在面临清算时，债权投资的清偿顺序先于股权投资，当剩余价值不够偿还权益资本时，股东只能收回一部分投资；更严重的是，可能损

失所有投资。因此，股权投资的风险更大，要求更高的风险溢价，其收益应该高于债权投资的收益。

图 7-1 给出了 2005—2013 年我国资本市场沪深 300 指数和中证全债指数的年度收益率。可以看到，我国股票市场投资回报率波动范围很大，而债券则可以提供较为稳定的收益。债券和权益资产的配置取决于投资者的风险偏好。

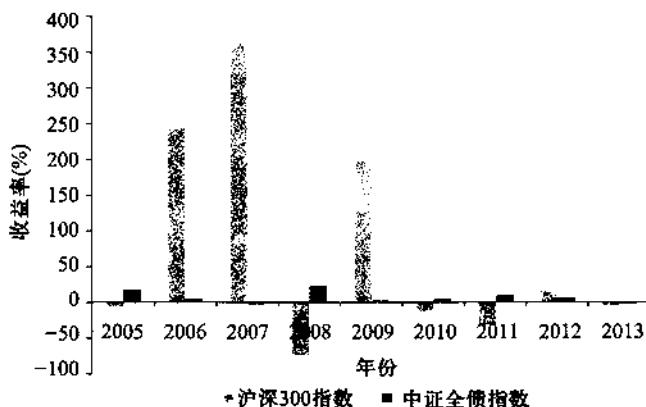


图 7-1
沪深 300 指数和中
证全债指数的年化
收益率分布 (2005—
2013 年)
资料来源：Wind
数据库。

二、最优资本结构

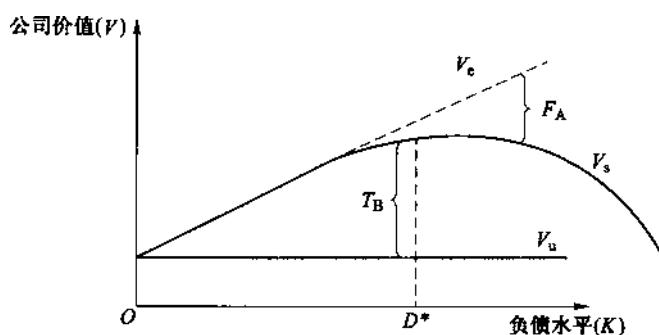
大部分公司可以选择它所希望的任何资本结构。公司可以发行债券，用发债筹集的资金回购一些股票，从而提高债务权益率或提高财务杠杆。同理，公司也可以发行股票，用发行股票筹集的资金去偿还债务，从而降低债务权益比或财务杠杆。在企业经营过程中，如何选择恰当的财务杠杆，有效地通过发售债券和股票以及其他金融工具取得资本，就成为公司经营的重要选择，这实质是公司的资本结构政策。在此，我们重点关注财务杠杆及其对公司价值的影响。

1958 年，莫迪利亚尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 提出关于资本结构与企业价值之间关系的著名理论，即莫迪利亚尼—米勒定理，简称 MM 定理。该定理认为，在不考虑税、破产成本、信息不对称并且假设在有效市场里面，企业价值不会因为企业融资方式改变而改变。也就是说，不论公司选择发行股票还是债券，或是采用不同的红利政策，都不会影响企业价值。因此 MM 定理也被称为资本结构无关原理。虽然莫迪利亚尼和米勒对融资结构理论做出了开创性的贡献，但是 MM 定理的前提是无摩擦环境的资本市场条件，即资本自由进出、平等地获得信息、不存在交易成本和税收等，这些假设显然与经济现实不符。现实世界中的公司市场价值与公司的资本结构是密切相关的，但这一开拓性研究成果标志着企业资本结构理论的开端。

为了使理论更能够揭示现实经济，莫迪利亚尼和米勒放松了没有企业所得税的假设，对 MM 定理进行了修正，认为企业可以运用避税政策，通过改变企业的资本结构来改变企业的市场价值，即企业发行债券或获取贷款越多，企业市场价值越大。20 世纪 70 年代，学术界提出对负债带来的收益与风险进行适当平衡来确定企业价值的权衡理论 (Tradeoff Theory)，认为随着企业债务增加而提高的经营风险和可能产生的破产成

本，会增加企业的额外成本，而最佳的资本结构应当是负债和所有者权益之间的一个均衡点，这一均衡点 D^* 就是最佳负债比率（见图 7-2）。图 7-2 中， K 表示公司的负债水平， V 表示公司价值， V_e 表示在“税盾效应”下无破产成本的企业价值， V_u 表示无负债时的公司价值， V_s 表示存在“税盾效应”但同时存在破产成本的企业价值， F_A 表示公司的破产成本， T_B 表示“税盾效应”给企业带来的价值增值， D^* 表示公司的最佳负债水平。

图7-2
权衡理论中的公司
最佳负债水平



第二节 权益类证券

学习内容	知识点
股票及其特征	股票的特征、价值与价格
	普通股和普通股的表决权、清偿顺序及其风险和收益
存托凭证	美国存托凭证、有担保和无担保的存托凭证
可转换债券及其特征	可转换债券的特征和基本要素
	可转换债券价值、转换价值、债券价值
权证及其特征	权证的分类和基本要素
	权证的价值
权益类证券投资的风险和收益	系统性风险和非系统性风险
	期望收益率和风险溢价
影响公司发行在外股本的行为	IPO、再融资方式
	股票拆分和股票股利的区别
	股票回购、认股权证行权、兼并收购、剥离对发行在外股票数的影响

公司发行的权益类证券有很多种类，包括权益证券和类权益证券，常见的有股票、存托凭证、可转换债券和认股权证。

一、股票

股票是股份有限公司发行的，用以证明投资者的股东身份，并据以获取股息和红利的凭证。股票一经发行，购买股票的投资者即成为公司的股东。股票实质上代表了股东对股份公司的所有权，股东凭借股票可以获得公司的股息和红利，参加股东大会并行使自己的权力，同时也承担相应的责任与风险。

(一) 股票的特征

1. 收益性

收益性是股票最基本的特征，它是指持有股票可以为持有人带来收益的特性。持有股票的目的在于获取收益。股票的收益主要有两类：一是股息和红利。认购股票后，持有者即对发行公司享有经济权益，可从公司领取股息和分享公司的红利。股息和红利的多少取决于股份公司的经营能力和盈利水平。二是资本利得。股票持有者可以持股票到市场上进行交易，当股票的市场价格高于买入价格时，卖出股票就可以赚取价差收益。这种价差收益称为资本利得。

2. 风险性

风险性是指持有股票可能产生经济利益损失的特性。股票风险的内涵是预期收益的不确定性。股票可能给股票持有者带来收益，但这种收益是不确定的，股东能否获得预期的股息红利收益，完全取决于公司的盈利情况。利大多分，利小少分，无利不分；公司亏损时股东要承担有限责任；公司破产时可能血本无归。股票的市场价格也会受公司的盈利水平、市场利率、宏观经济状况、政治局势等各种因素的影响而变化，如果股价下跌，股票持有者会因股票贬值而蒙受损失。

3. 流动性

流动性是指股票可以依法自由地进行交易的特征。股票持有人虽然不能直接从股份公司退股，但可以在股票市场上很方便地卖出股票来变现，在收回投资（可能大于或小于原出资额）的同时，将股票所代表的股东身份及其各种权益让渡给受让者。所以，股票是流动性很强的证券。

4. 永久性

永久性是指股票所载有权利的有效性是始终不变的，因为它是一种无期限的法律凭证。股票的有效期与股份公司的存续期间相联系，两者是并存的关系。这种关系实质上反映了股东与股份公司之间稳定的经济关系。股票代表着股东的永久性投资，当然股票持有者可以出售股票而转让其股东身份，而对于股份公司而言，由于股东不会要求公司退股，所以通过发行股票筹集到的资金，在公司存续期间是一笔稳定的自有资本。

5. 参与性

参与性是指股票持有人有权参与公司重大决策的特性。股票持有人作为股份公司的股东，有权出席股东大会，通过选举公司董事来实现其参与权。不过，股东参与公司重

大决策的权利大小取决于其持有股票数额的多少，如果某股东持有的股票数额达到决策所需的有效多数时，就能实质性地影响公司的经营方针。

(二) 股票的价值与价格

1. 股票的价值

有关股票的价值有多种提法，它们在不同场合作用不同含义。具体包括以下四类：

(1) 股票的票面价值 (*face value*)。股票的票面价值又称面值，即在股票票面上标明的金额。该种股票被称为有面额股票。股票的票面价值在初次发行时有一定参考意义。以面值发行称为平价发行，此时公司发行股票募集的资金等于股本的总和。发行价格高于面值称为溢价发行，募集的资金大于股本的总和，其中等于面值总和的部分记入股本，超额部分记入资本公积。随着时间的推移，公司的资产会发生变化，股票面值与每股净资产逐渐背离，其与股票的投资价值之间也没有必然的联系。

(2) 股票的账面价值 (*book value*)。股票的账面价值又称股票净值或每股净资产，是每股股票所代表的实际资产的价值。在没有优先股的条件下，每股账面价值以公司净资产除以发行在外的普通股票的股数求得。公司的净资产是公司营运的资本基础。在盈利水平相同的前提下，账面价值越高，股票的收益越高，股票就越有投资价值。因此，账面价值是股票投资价值分析的重要指标，在计算公司的净资产收益率时也有重要的作用。

(3) 股票的清算价值 (*liquidation value*)。股票的清算价值是公司清算时每一股份所代表的实际价值。理论上，股票的清算价值应与账面价值一致，但实际上并非如此。只有当清算时的资产实际出售额与财务报表上反映的账面价值一致时，每一股的清算价值才会和账面价值一致。但在公司清算时，其资产往往只能压低价格出售，再加上必要的清算费用，故大多数公司股票的清算价值低于其账面价值。

(4) 股票的内在价值 (*intrinsic value*)。股票的内在价值即理论价值，是指股票未来收益的现值。股票的内在价值决定股票的市场价格，股票的市场价格总是围绕其内在价值波动。研究和发现股票的内在价值，并将内在价值与市场价格相比较，进而决定投资策略是证券分析师的主要任务。但由于未来收益及市场利率的不确定性，各种价值模型计算出的“内在价值”只是股票真实内在价值的估计。经济形势的变化、宏观经济政策的调整、供求关系的变化等都会影响股票未来的收益，引起内在价值的变化。

2. 股票的价格

(1) 股票的理论价格。从理论上说，股票价格应由其价值决定，但股票本身并没有价值，不是在生产过程中发挥职能作用的现实资本，而只是一张资本凭证。股票之所以有价格，是因为它代表收益的价值，即能给它的持有者带来股息红利。股票交易实际上是对未来收益权的转让买卖，股票价格就是对未来收益的评定。

股票及其他有价证券的理论价格是根据现值理论而来的。现值理论认为，人们之所以愿意购买股票和其他证券，是因为它能够为其持有人带来预期收益，因此，它的“价值”取决于未来收益的大小。可以认为，股票的未来股息收入、资本利得收入是股票的未来收益，亦可称之为未来值。将股票的未来值按市场利率和有效期限折算成今天的价

值，即为股票的现值。可见，股票及其他有价证券的理论价格就是以一定利率计算出来的未来收入的现值。

(2) 股票的市场价格。股票的市场价格一般是指股票在二级市场上买卖的价格。股票的市场价格由股票的价值决定，但同时受许多其他因素的影响。其中，供求关系是最直接的影响因素，其他因素都是通过作用于供求关系而影响股票价格的。由于影响股票价格的因素复杂多变，所以股票的市场价格呈现出高低起伏的波动性特征。

(三) 股票的类型

按照股东权利分类，股票可以分为普通股和优先股。

1. 普通股

普通股 (common stock)，即公司通常发行的无特别权利的股票，是最主要的权益类证券。上市公司的股票可在股票交易所上市交易；而非上市公司的股票规模通常要比上市公司小得多，其股票也一般不在交易所交易。普通股股东享有股东的基本权利，概括起来为收益权和表决权。

收益权是指普通股股东享有公司盈余和剩余财产的分配权。普通股股东有权按照实缴的出资比例分配股利，但普通股股东只有在公司支付债息和优先股股息之后才能分配股利。普通股的股利不固定，它是根据公司净利润的多少来决定的，完全随公司盈利的变化而变化。在公司盈利较多时，普通股股东可获得较高的股利收益。在股份公司解散或破产清算时，普通股股东在其他索赔人（如税务机构、信贷机构、债券持有人与其他债权人、职工等）都得到赔偿后，有权对公司的剩余财产请求分配。

表决权是指普通股股东享有决定公司一切重大事务的决策权。股东的表决权是通过股东大会来行使的，通常是每一股份的股东享有一份表决权，即所谓的“一股一票”。但有些公司出于不想稀释控制权的考虑会发行一些有收益权但没有表决权的股票。例如，2012年5月，巴菲特拥有控股权并担任董事长的伯克希尔·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway) 拥有两种类型的普通股——A类 (NYSE: BRK.A) 和B类 (NYSE: BRK.B)。在收益权方面，每一股A类股票相当于1 500股B类股票，但A、B类股票的表决权并不是1 500:1，而是10 000:1。

2. 优先股

优先股 (preferred stock) 是一种相对普通股而言有某种优先权利（优先分配股利和剩余资产）的特殊股票。优先股的股息率是固定的，在优先股发行时就约定了固定的股息率，无论公司的盈利水平如何变化，该股息率不变。在公司盈利和剩余财产的分配顺序上，优先股股东先于普通股股东，但是优先股股东的权利是受限制的，一般无表决权。因此，优先股拥有股权和债权的双重属性：承诺付给持有人固定收入，但无表决权；属于一种股权投资。

优先股通常有一个规定的票面价值，并按照票面价值支付一定比例的股息。例如，一股票面价值为80元，股息率为10%的优先股股票，公司每年支付的股息为8元。根据公司是否要补发盈利不足时未发的优先股股息，优先股可分为累积优先股和非累积优先股。累积优先股 (cumulative preferred stock) 通常承诺一个固定的股息，任何未支付

的股息可以累积起来，在普通股持有人收到股息前，由以后财会年度的盈利一起付清。非累积优先股（non-cumulative preferred stock）是指只能按当年盈利分取股息的优先股股票，如果当年公司经营不善而不能分取股息，未分的股息不能予以累积，以后也不能补付，但是任何时期的股息都应在普通股股东收到股息之前予以支付。

3. 普通股和优先股的风险收益比较

普通股和优先股的不同特征决定了其各自不同的风险和收益。

优先股在分配股利和清算时剩余财产的索取权优先于普通股，因而风险较低。此外，固定的股息收益也降低了优先股的风险。然而，优先股的收益也因此被限定为固定的股息收益，当公司盈利多时，相比普通股而言，优先股获利更少。

因为股利的支付及清算时剩余财产的索取权都在优先股之后，普通股被认为风险较高。然而，普通股股东享有对剩余利润的要求权意味着其有较高的潜在收益率。当公司运营良好时，普通股股东可以获得丰厚的收益，而优先股股东只能取得固定的股息。因此，相比于优先股，普通股具有较高风险和较高收益的特征。

二、存托凭证

存托凭证（depository receipt）是指在一国证券市场上流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证一般代表外国公司股票。对发行人来说，发行存托凭证可以扩大市场容量，增强筹资能力；对于投资者来说，购买存托凭证可以规避跨国投资的风险（如汇率风险）。

当一国的公司欲使其股票在国外流通时，可将一定数额的股票委托某一中间机构（通常为某一银行，称为存券银行）保管，由存券银行通知外国的托管银行在当地发行代表该股份的存托凭证，存托凭证便开始在外国证券交易所或柜台市场交易。每张存托凭证一般代表不止一股而是许多股股票。例如，一家持有 100 万股外国公司股票的存券机构可能会发行 50 000 张存托凭证，如此每张存托凭证就代表了 20 股股票。

存托凭证起源于 20 世纪 20 年代的美国证券市场，由 J. P. 摩根首创，当时是为了给美国投资者进行海外投资提供便利而产生的。继美国之后，各国及地区相继推出了适合本国（地区）的存托凭证，比如全球存托凭证、欧洲存托凭证、香港存托凭证、台湾存托凭证。

全球存托凭证（global depository receipts, GDRs）的发行地既不在美国，也不在发行公司所在国家。大多数全球存托凭证在伦敦证交所和卢森堡证交所进行交易。尽管不在美国的证券市场交易，但是它们通常以美元计价，也可以销售给美国的机构投资者。全球存托凭证不会受到部分国家对于资本流动的限制，因此可给投资者提供更多投资外国公司的机会。

美国存托凭证（American depository receipts, ADRs）是以美元计价且在美国证券市场上交易的存托凭证。ADR 是最主要的存托凭证，其流通量最大。按基础证券发行人是否参与存托凭证的发行，美国存托凭证可分为无担保的存托凭证和有担保的存托凭证。

无担保的存托凭证是指存券银行不通过基础证券发行公司，直接根据市场需求和自有基础证券的数量自行向投资者发行的存托凭证。无担保的存托凭证目前已经很少应用。

有担保的存托凭证是由发行公司委托存券银行发行的。发行公司、存券银行和托管银行三方就存托凭证与基础证券的关系，存托凭证持有者的权利，存托凭证的发行规模、转让、红利的支付及协议三方的权利义务等签署存券协议。根据交易能力和对基础证券公司要求的不同，有担保的 ADRs 可分为四种类型，分别为一级、二级、三级公募 ADRs 和 144A 规则下的私募 ADRs，具体见表 7-2。

表 7-2 有担保的 ADRs 的类型

	一级公募 ADRs	二级公募 ADRs	三级公募 ADRs	144A 私募 ADRs
美国证券交易委员会登记的要求	有	有	有	有
美国会计准则	无须符合	部分符合	完全符合	无须符合
交易地点	场外交易市场	纽约证券交易所、纳斯达克交易所和美国证券交易所	纽约证券交易所、纳斯达克交易所和美国证券交易所	私下
在美国募集资金的能力	没有	没有	有	有
公司上市的费用	低	高	高	低

总体来说，存托凭证的级别越高，对证券公司的要求就越高。想在一家美国交易所上市交易的外国公司可采用二级公募存托凭证，但若想在美国市场上筹集资金，需采用三级公募存托凭证。2004 年以前，只有在中国香港上市的中华汽车发行过二级公募存托凭证；2004 年以后，中国网络科技类公司加快海外上市步伐，二级公募存托凭证成为中国网络股进入纳斯达克交易所（NASDAQ）的主要形式。2014 年，国内电商京东商城就是以发行存托凭证的方式在美国纳斯达克市场 IPO 上市融资。

此外，随着我国证券市场的国际化，存托凭证已成为中国机构投资者的投资品种选择，证券投资基金已将 ADRs 纳入投资组合。例如，2004 年 1 季度，淡水河谷 ADRs 已经进入上投摩根基金管理公司的 QDII 基金——上投摩根新兴市场基金（基金代码：378006）的投资组合。

三、可转换债券

（一）可转换债券的定义和特征

1. 可转换债券的定义

可转换债券简称可转债，是指在一段时期内，持有者有权按照约定的转换价格（conversion price）或转换比率（conversion ratio）将其转换成普通股股票的公司债券。可见，可转换债券是一种混合债券，它既包含了普通债券的特征，也包含了权益特征。

同时，它还具有相等于标的股票的衍生特征。

2. 可转换债券的特征

(1) 可转换债券是含有转股权的特殊债券。在转股前，它是一种公司债券，有规定的期限和利率，体现了公司和可转债持有者之间的债权债务关系；转股后，它变成了股票，可转债持有者变成公司股东，体现所有权关系。

(2) 可转换债券有双重选择权。对于投资者来说，拥有转股权，可自行选择是否转股，可转换债券是一种较低债息收益和转股权组合的证券；对于发行人来说，拥有提前赎回的权利，可自行选择是否提前赎回，可转换债券是一种较高债息成本（相比没有赎回条款的债券而言）和提前赎回权组合的证券。

(二) 可转换债券的基本要素

可转换债券的基本要素包括标的股票、票面利率、转换期限、转换价格、转换比例、赎回条款、回售条款等。

1. 标的股票

标的股票一般是发行公司自己的普通股股票。

2. 票面利率

可转换债券的票面利率是指可转换债券作为债券的票面年利率，它一般低于相同条件的普通债券的票面利率，因为可转换债券持有者有特殊的选择权。可转换债券应半年或1年付息1次，到期后5个工作日内应偿还未转股债券的本金及最后一期利息。

3. 转换期限

转换期限是指可转换债券可转换成股票的起始日至结束日的期间。我国《上市公司证券发行管理办法》规定，可转换债券的期限最短为1年，最长为6年，自发行结束之日起6个月后才能转换为公司股票。

4. 转换价格

转换价格是指可转换债券转换成每股股票所支付的价格。用公式表示为：

$$\text{转换价格} = \frac{\text{可转换债券面值}}{\text{转换比例}}$$

可转换债券的转换价格一般高于其发行时的股票市价。

5. 转换比例

转换比例是指每张可转换债券能够转换成的普通股股数。用公式表示为：

$$\text{转换比例} = \frac{\text{可转换债券面值}}{\text{转换价格}}$$

例如，某可转换债券面值为500元，规定其转换价格为25元，则转换比例为20，即面值500元的可转换债券按25元/股的转换价格可以转换为20股普通股票。

6. 赎回条款

赎回条款是指发行企业有权在约定的条件触发时按照事先约定的价格赎回所发行的可转债的规定。一般在公司股票价格升至超过转换价格一定倍数时，公司为避免股本被过度稀释，以及支付可转换债券持有者过多的盈利而行使赎回权利。

7. 回售条款

回售条款是指可转债持有者有权在约定的条件触发时按照事先约定的价格将可转债卖回给发行企业的规定。一般在股票价格下跌超过转换价格一定幅度时生效。

(三) 可转换债券的价值

与普通债券相比，可转换债券的价值包含两部分：纯粹债券价值和转换权利价值，用公式表示为

$$\text{可转换债券价值} = \text{纯粹债券价值} + \text{转换权利价值}$$

其中，纯粹债券价值来自债券利息收入，定价方式与第八章介绍的普通债券并无差异。转换权利价值，即转换价值（conversion value），是指立即转换成股票的债券价值。转换价值的大小，须视普通股的价格高低而定。股价上升，转换价值也上升；相反，若普通股的价格远低于转换价格，则转换价值就很低。

可转债的市场价值表现为其在二级市场的价格，其市场价值通常高于转换价值。若可转债不能转换成股票，则其价值会是普通债券的价值或者“债券底价”。可转债的价值必须高于普通债券的价值，因为可债券的价值实际上是一个普通债券加上一个有价值的看涨期权。可转换债券价值、转换价值、债券价值之间的关系如图 7-3 所示。当股价很低时，普通债券价值是实际有效的底限，而与转换期权关系不大，可转换债券像普通债券一样交易，可转债的价值主要体现了固定收益类证券的属性；而当股价很高时，可转债的价格主要由其转换价值所决定，并且可转债的价值主要体现了权益证券的属性。

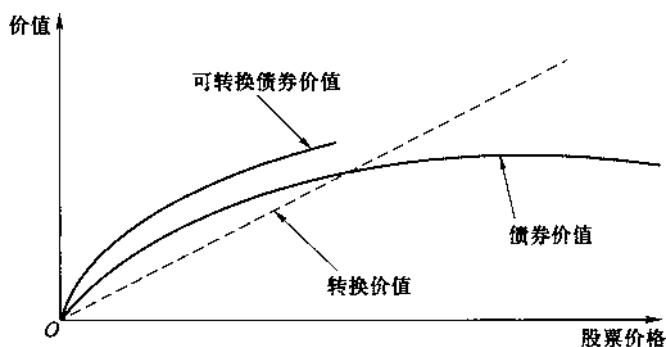


图 7-3
作为股价函数的可
转换债券价值

四、权证

权证（warrant）是指标的证券发行人或其以外的第三人发行的，约定在规定期间内或特定到期日，持有人有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。

(一) 权证的分类

按照标的资产分类，权证可分为股权类权证、债权类权证及其他权证。我国曾推出过股权类权证，以下介绍的内容也均指股权类权证。

按基础资产的来源分类，权证可分为认股权证和备兑权证。认股权证是股份公司发行的，行权时上市公司增发新股售予认股权证的持有人。备兑权证是由投资银行发行的，

行权时备兑权证持有者认兑的是市场上已流通的股票而非增发的，上市公司股本不变。

按照持有人权利的性质分类，权证可分为认购权证和认沽权证。认购权证近似于看涨期权，行权时其持有人可按照约定的价格购买约定数量的标的资产。认沽权证近似于看跌期权，行权时其持有人可按照约定的价格卖出约定数量的标的资产。

按行权时间分类，权证可分为美式权证、欧式权证、百慕大式权证等。美式权证可在权证失效日之前任何交易日行权，欧式权证仅可在失效日当日行权，百慕大式权证可在失效日之前一段规定时间内行权。

(二) 权证的基本要素

权证的基本要素包括权证类别、标的资产、存续时间、行权价格、行权结算方式、行权比例等。

(1) 权证类别。权证类别即为认购权证或认沽权证。

(2) 标的资产。标的资产可以是股票、债券、外汇、商品等。股票权证的标的资产可以是单一股票或是一篮子股票组合。

(3) 存续时间。存续时间即权证的有效期，超过有效期仍未行权，权证自动失效。

(4) 行权价格。行权价格是发行权证时约定的权证持有人行权时向发行人购买或出售标的资产的价格。

(5) 行权结算方式。行权结算方式有证券给付结算方式和现金结算方式两种。

(6) 行权比例。行权比例指单位权证可以购买或出售标的证券的数量。

(三) 权证的价值

当认股权证行权时，标的股票的市场价格一般高于其行权价格。认股权证在其有效期内具有价值。认股权证的价值可以分为两部分：内在价值 (intrinsic value) 和时间价值 (time value)。一份认股权证的价值等于其内在价值与时间价值之和。

认股权证的内在价值是指权证持有者执行权证时可以获得的收益，它等于认购差价乘以行权比例，用公式表示为：

$$\text{认股权证的内在价值} = \text{Max}\{(\text{普通股市价} - \text{行权价格}) \times \text{行权比例}, 0\} \quad (7-1)$$

当标的资产的市场价格低于行权价格时，认股权证持有者不会执行权证，因此权证的内在价值等于 0。

认股权证的时间价值是指在权证有效期内标的资产价格波动为权证持有者带来收益的可能性隐含的价值。



案例 7-1

宝钢权证的特征

宝钢权证（代码：580000）是我国 2005 年股改后发行的第一只权证。宝钢权证的基本条款如表 7-3 所示。

表 7-3 宝钢权证的基本条款

发行人	宝钢集团
权证类型	欧式认购备兑权证
标的证券	G 宝钢 (600019.SH)
交易方式	T+0
行权价格	4.50 元
行权比例	1, 即 1 份认购权证可按行权价格向宝钢集团购买 1 股宝钢股份公司的 A 股股票
结算方式	实物交割
发行数量	38 770 万份
交易期限	2005 年 8 月 22 日到 2006 年 8 月 30 日
到期日	2006 年 8 月 30 日, 存续期为 378 天

2005 年 8 月 22 日, 宝钢权证在上海证券交易所上市交易。宝钢权证的开盘参考价定为 0.688 元, 但集合竞价一开出, 宝钢权证的价格就被拉到 1.263 元, 涨幅 83.58%, 开盘就被封在涨停板位上。而宝钢股份当天的收盘价为 4.62 元, 故该权证的内在价值 = 4.62 - 4.50 = 0.12 元, 而时间价值为 $0.688 - 0.12 = 0.568$ 元, 而 1.263 元高出权证价值 0.668 元的部分是投机价值。继首日之后, 宝钢权证连续拉抬出现了第一波的上涨行情, 最高到了 2.088 元, 升幅达到了 200%。然而, 之后宝钢权证陷入了漫长的下跌之中, 曾经回到 0.682 元低位。2006 年 5—6 月, 股票市场在有色股的带领下掀起了一波行情高潮, 所有的个股都开始有所表现, 而宝钢正股也开始走高, 宝钢权证也随之走高。宝钢权证价格从 1.3 元左右逐步涨高到 2.38 元高位。之后, 宝钢权证开始走跌。2006 年 8 月 23 日, 随着权证到期日的临近, 宝钢权证加速下探, 最终以 0.022 元结束了其交易使命。

五、权益类证券投资的风险和收益

(一) 权益类证券投资的风险

权益类证券的价值会同时受到系统性风险和非系统性风险的影响。

系统性风险 (systematic risk), 也可称为市场风险 (market risk), 是由经济环境因素的变化引起的整个金融市场的不确定性的加强, 其冲击是属于全面性的, 主要包括经济增长、利率、汇率与物价波动, 以及政治因素的干扰等。当系统性风险发生时, 所有资产均受到影响, 只是受影响的程度因资产性质的不同而有所不同。如 1929 年美国发生经济大恐慌所引起的经济危机, 1998 年亚洲金融风暴, 2001 年美国“9·11”恐怖袭击事件, 2008 年次贷危机等。

非系统性风险 (unsystematic risk) 是由于公司特定经营环境或特定事件变化引起的不确定性的加强, 只对个别公司的证券产生影响, 是公司特有的风险, 主要包括财务风险、经营风险和流动性风险。财务风险 (financial risk), 又称违约风险 (default risk),

是企业在付息日或负债到期日无法以现金方式支付利息或偿还本金的风险，严重时可能导致企业破产或倒闭。经营风险（*business risk*）是指公司在经营过程中由于产业景气状况、公司管理能力、投资项目等企业个体因素，使得企业的销售额或成本显得不稳定，引起息税前利润大幅变动的可能性。流动性风险（*liquidity risk*）是指投资者在买入资产后，届时无法按照公平市价进行成交的可能性。投资资产的流动性风险越低，投资者的投资意愿就越强烈；相反，流动性风险越高，投资者的投资意愿就越低。

（二）权益类证券投资的收益

对于投资者而言，权益类证券本身隐含的风险越高，就必须有越多的预期报酬作为投资者承担风险的补偿，这一补偿称为风险溢价或风险报酬（*risk premium*）。无论是系统性风险还是非系统性风险，都要求相应的风险溢价。例如投资者承担了市场风险，就有所谓的市场风险溢价（*market risk premium*），承担了流动性风险就有流动性风险溢价（*liquidity risk premium*）。

风险溢价是为风险厌恶的投资者购买风险资产而向他们提供的一种额外的期望收益率，即风险资产的期望收益率由两部分构成，用公式表示为：

$$\text{风险资产期望收益率} = \text{无风险资产收益率} + \text{风险溢价} \quad (7-2)$$

其中，无风险资产收益率即无风险利率（*risk-free interest rate*），是指将资金投资于某一项没有任何风险的投资对象而获得的收益率，是为投资者进行投资活动提供的必需的基准报酬。风险较高的权益类证券、风险较高的公司对应着一个较高的风险溢价，其期望收益率一般也较高。因此，权益类证券的收益率一般高于固定收益类证券（如债券）；在其他条件都相同的情况下，股票投资者对那些风险更高的公司出价更低，要求的期望收益率更高。

六、影响公司发行在外股本的行为

公司在其成长、成熟或兼并收购时会经历一些重大变化，有些变化会影响公司发行在外的普通股股数。这类公司行为包括：首次公开发行、再融资、股票回购、股票拆分和分配股票股利、权证的行权、兼并收购和剥离等。

（一）首次公开发行

首次公开发行（*initial public offering, IPO*），是指拟上市公司首次面向不特定的社会公众投资者公开发行股票筹集资金并上市的行为。通常，首次公开发行是发行人在满足必备的条件，经证券监管机构审核、核准或注册后，通过证券承销机构面向社会公众公开发行股票并在证券交易所上市的过程。

一般来说，首次公开发行完成后，公司即可申请到证券交易所或报价系统挂牌交易，成为上市公司（*listed firms*）。由于发行股票用于公开交易，公司发行在外的股票总数会增加。因而，如果公司原有股东在IPO时不再购买股票的话，其持股比例会被稀释。

公司选择上市以众多投资者为发行对象，发行的证券数量多，有利于筹集大量资金；有利于提高企业知名度；有利于增强股票的流动性等。公司上市后，原有股东可能会出

售其所持有的部分股份，上市极大地增强了他们所持股票的流动性。但是，上市意味着更加严格的监管和信息披露要求；且上市的成本也较高。

（二）再融资

再融资是指上市公司为达到增加资本和募集资金的目的而再发行股票的行为。上市公司再融资的方式有：向原有股东配售股份，向不特定对象公开募集，发行可转换债券，非公开发行股票。

向原有股东配售股份，简称配股（rights offering），是公司按照股东的持股比例向原有股东分配公司的新股认购权，准其优先购买新股的方式。即按老股东持股比例一股配售若干股，以保护老股东的权益及其对公司的控制权。

向不特定对象公开募集，简称增发（seasoned equity offering），是上市公司向不特定对象公开募集股份的行为，是常用的增资方式。

可转换债券是指在一段时期内，持有者有权按照约定的转换价格或转换比率将债券转换成另一种证券的证券，通常是转换成普通股票。可转换债券持有者行权转股后，公司发行在外的股票增多。

非公开发行股票，也称为定向增发，是上市公司向特定对象发行股票的增资方式。特定对象包括公司控股股东、实际控制人及其控制的企业、战略投资者等。

通常情况下，再融资发行的股票会使流通股股份增加5%~20%。因此原有股东若在再融资时未增购股票的话，新增股票会稀释老股东的持股比例。

（三）股票回购

股票回购（share repurchase）是指上市公司利用现金等方式从股票市场上购回本公司发行在外股票的行为。股票回购会减少流通在外的股份，购回的股票会被注销或以库存股的形式存在。

股票回购的方式主要三种：场内公开市场回购，场外协议回购，要约回购。场内公开市场回购是指按照目前市场价格回购企业股票，此种方法的透明度比较高。场外协议回购是指股票发行方通过协议价格向一个或几个大股东回购股票。协议内容包括价格、数量及回购的时间，协议价格一般低于股票的市价。要约回购是以一个高于股票市价的价格回购一定数量的股票，此法回购成本较高。

《公司法》规定，公司除减少注册资本、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份奖励给本公司职工外，不得回购本公司股票。在进行股票回购时，公司要按相关要求披露其回购目的，回购数量也会被限制在一定范围内。

（四）股票拆分和分配股票股利

股票拆分（stock split），又称为股票拆细，即将一股面值较大的股票拆分成几股面值较小的股票。股票拆分对公司的资本结构和股东权益不会产生任何影响，一般只会使发行在外的股票总数增加，每股面值降低，并由此引起每股收益和每股市价下降，而股东的持股比例和权益总额及其各项权益余额都保持不变。

分配股票股利（stock dividend）是股票分红方式的一种，是指上市公司将留存收益以股票形式支付给股东，又称送股。股票股利不会导致公司现金的流出，只是将资金在

不同权益账户之间转移，如从留存收益或盈余公积转到股本，因而股东的持股比例和权益总额不变。分红的另一种形式是现金股利（cash dividend）。

例如，某公司现有股本 1 000 万股（每股面值 10 元），资本公积 2 亿元，留存收益 7 亿元，股票市价为 30 元/股，现按 10 股送 10 股发放股票股利或按 1:2 进行股票拆分，对公司股东权益的影响如表 7-4 所示。

表 7-4 分配股票股利与股票拆分

	原普通股股东权益	分配股票股利后 (10 股送 10 股)	股票拆分后 (1:2 分拆)
股本	1 亿元 (1 000 万股，面值 10 元)	2 亿元 (2 000 万股，面值 10 元)	1 亿元 (2 000 万股，面值 5 元)
资本公积	2 亿元	4 亿元	2 亿元
留存收益	7 亿元	4 亿元	7 亿元
股东权益	10 亿元	10 亿元	10 亿元

股票价格上升太高可导致一些投资者无力购买，流动性因而降低。股票拆分和股票股利在不改变股东权益的情况下，增加公司发行在外的股票总数，股票价格随之按比例回落。股价较高的公司通过股票拆分或发放股票股利的方式降低股价，可以提高股份流动性，增加股东数量并提高被收购的难度，同时可以向投资者传递公司发展前景良好的信息等。2014 年 4 月，苹果公司（Apple Inc.）在第二季度财报会议上宣布以 1:7 的比例拆分股票的计划后，1 个季度股票价格上涨了 25%。

（五）权证的行权

发行权证的上市公司，一旦发生行权，公司发行在外的股份总数会相应增加或减少。当市场价格高于行权价格时，认购权证持有者行权，公司发行在外的股份增加；相反，当市场价格低于行权价格时，认沽权证持有者行权，公司发行在外的股份减少；公司其他股东的持股比例会因此而下降或上升。

（六）兼并收购

公司可以通过现金支付、股票支付或两者混合的方式完成并购的支付。股票支付是指通过换股方式获得目标公司的控制权。

对于被收购公司的股东来说，并购交易的完成意味着其所持有目标公司的流通股转化为现金或收购方的股票。

对于收购公司来说，可能发行新股筹资以完成对被收购公司的现金支付，或者以股票支付的方式直接发行新股给被收购公司股东。如果被收购公司规模较小并且收购方拥有足够的现金时，就无须发行新的股票。对于大型并购，收购公司可以发行新股作为对被收购公司股东的低价物，发行数量取决于购买价格和两家公司股票的价格比。当并购是通过发行股票融资来完成交易或直接使用股票支付时，必然会增加收购方公司流通在外的股份数。对于收购公司原有股东来讲，新增的股票必然会稀释持股比例。因此，通

常情况下收购方公司的股东和被收购方公司的股东会针对收购提案进行投票。

(七) 剥离

剥离是指上市公司将其部分资产或附属公司（子公司或分公司）分离出去，成立新公司的行为。剥离后，母公司的资产因为剥离给新公司而减少，母公司的总价值下降；但母公司原有股东持有的新公司的股票份额会弥补他们在母公司损失的价值。

公司的管理层进行剥离操作的目的通常在于试图通过将公司分成两个分离的公司，为股东们创造价值。剥离的合理性在于，通常情况下，市场给予两个相互分离但业务更加聚焦的公司的估值要高于当它们作为母公司的组成部分时的估值。

第三节 股票分析方法

学习内容	知识点
基本面分析	基本面分析、“自上而下”分析
	宏观经济指标、经济周期、财政政策与货币政策
	行业生命周期、行业景气度
	内在价值与市场价格
技术分析	技术分析概念及其假定
	道氏理论、过滤法则与止损指令

一、基本面分析

要确定股票的合理价值，投资者必须对公司未来的经营业绩和盈利水平进行预测。我们把诸如分析预期收益等价值决定因素的分析方法称为基本面分析（fundamental analysis），而公司未来的经营业绩和盈利水平正是基本面分析的核心所在。由于公司的未来经营业绩和宏观经济因素密切相关，所以基本面分析也应将公司所在的经营环境考虑进去。对于许多公司而言，宏观经济和行业环境对公司利润造成重要影响。因此，对于公司前景预测来说，“自上而下”的层次分析法（三步估价法，宏观—行业—个股）是比较适用的。这种分析法首先从宏观的经营环境出发，主要考察国内外的经济环境及其影响因素，确定外部经济环境对公司所处经营行业的影响；然后，分析行业类型和竞争程度，对公司所在行业位置进行确定；最后，利用权益证券估值模型对公司进行综合评价，从而确定公司的合理市场价值。可见，权益证券评估是考虑众多影响公司价值因素的一项复杂评价系统，这一系统涵盖了宏观经济因素、行业因素和公司因素。

(一) 宏观经济分析

对宏观经济的分析，主要是分析宏观经济指标，预测经济周期和宏观经济政策的

变化。

1. 宏观经济指标

对一个国家或地区的宏观经济进行评估，首先要对该国家或地区的主要宏观经济指标（变量）进行分析。这些指标（变量）包括以下几个：

(1) 国内生产总值。衡量一个国家或地区的综合经济状况的常用指标是国内生产总值（GDP）。它是指某一特定时期内在本国（或本地区）领土上所生产的产品和提供的劳务的价值综合，它是衡量整体经济活动的总量指标。国内生产总值由四部分构成：消费、投资、净出口（出口额减进口额）和政府支出。通常表达为：

$$GDP = C + I + (X - M) + G \quad (7-3)$$

式中： C 代表消费； I 代表投资； $X - M$ 代表净出口； G 代表政府支出。快速增长的 GDP 表示该国经济正在迅速扩张，公司的经营环境较为有利。另一个应用较广的经济产出测度指标是工业增长率，它表示工业生产总值的增长速度，这个指标与经济景气程度密切相连。

(2) 通货膨胀。通货膨胀的测量主要采用物价指数，如居民消费价格指数、生产者物价指数、商品价格指数等。不同的指数有着不同的受测经济范围和不同物品的价格比重。

(3) 利率。利率是资金成本的主要决定因素。高利率会减少未来现金流的现值，因而减少投资机会的吸引力。

(4) 汇率。汇率的变动直接影响本国产品在国际市场的竞争能力，从而对本国经济增长造成一定影响。

(5) 预算赤字。政府的预算赤字是政府支出和政府收入之间的差额。任何一个预算差额都会通过政府借债进行消除。而大量的政府借债会抬高利率，因为这样就会增加经济中的信贷需求。一般认为，过量的政府借债会对私人部门的借债产生“挤出”效应，从而使得利率上升，进一步阻碍企业投资。

(6) 失业率。失业率是评价一个国家或地区失业状况的主要指标，它测度了经济运行中生产能力极限的运用程度。虽然失业率是一个仅与劳动力有关的数据，但从失业率可以得到有关其他生产要素的信息，从而对该经济体生产能力进行深入评价。

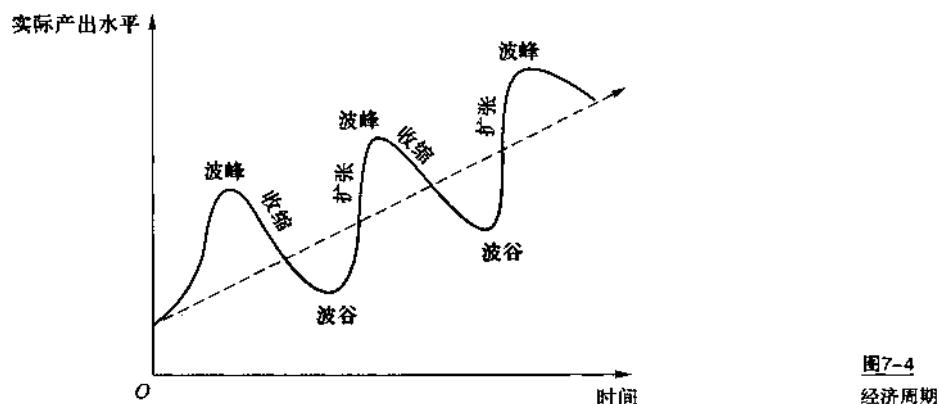
(7) 采购经理指数 (purchasing managers' index, PMI)。这是衡量制造业在生产、新订单、商品价格、存货、雇员、订单交货、新出口订单和进口八个方面状况的指数，是经济先行指标中一项非常重要的指标。当 PMI 大于 50 时，说明经济在发展，当 PMI 小于 50 时，说明经济在衰退。

2. 经济周期

要充分理解经济指标包含的信息，不但要了解经济各领域当前的状态，而且需要将它置于经济周期和金融市场周期的框架中，揭示经济发展的方向。

经济周期 (business cycle) 是根据实际国内市场总值将宏观经济运行划分为扩张期和收缩期。如图 7-4 所示，经济周期包括经济扩张期和经济收缩期。从长远经济走势看，总体经济增长随时间推移而向上移动，代表长期经济增长趋势。当经济处于收缩

期，实际国民生产总值低于长期正常增长率，最低点称为波谷（trough），最终经济扩张达到经济周期的最高点，即波峰（peak）。从波谷到波峰，经济处于扩张阶段；从波峰到波谷，经济处于收缩阶段。由于证券市场与经济周期存在密切关系，如果投资者不能准确预测经济周期，就可能会遭受投资损失。尤其是如果投资者购买了随经济周期变动的股票（通常称为“周期性股票”），一旦经济不景气，这些股票就会使投资者损失惨重。



3. 宏观经济政策

在市场经济体制下，财政政策和货币政策是政府宏观经济调控的最重要的两大政策工具。政府通过运用财政政策和货币政策“熨平”经济周期波动对经济运行的负面冲击，促进国民生产总值稳定增长，从而实现充分就业和物价稳定的宏观经济目标。

财政政策是指政府的支出和税收行为，通常采用的宏观财政政策包括扩大或缩减财政支出、减税或增税等。政府希望通过这些方法控制社会的投资和消费水平，从而提高经济增长率，增加就业水平或降低通货膨胀率。作为需求管理的一部分，财政政策是刺激或减缓经济发展的直接方式。政府支出的上升直接增加了对产品和劳务的需求；同样，税收的减少也会增加消费者的收入，从而导致消费水平的提高。

货币政策是另一种重要的需求管理政策，它是通过控制货币供应量和影响市场的利率水平对社会总需求进行管理。中央银行的货币政策采用的三项政策工具有：①公开市场操作，其主要内容是央行在货币市场上买卖短期国债；②利率水平的调节；③存款准备金率的调节^①。

在经济调控过程中，政府往往将货币政策与财政政策组合搭配，进行“逆经济周期”调控。针对经济不同阶段，政府常常采取财政政策与货币政策“双紧”“双松”或“一松一紧”的政策搭配组合，对宏观经济变量进行调节。

^① 存款准备金制度是商业银行和储蓄机构按照有关法律的要求，将存款的一定百分比存入中央银行的专门账户中，以应付商业银行和储蓄机构可能出现的资金流动性问题。

(二) 行业分析

“自上而下”分析法的第二步是行业分析，着重对行业基本面及其行业发展前景等行业因素进行判断。行业因素 (industry factor)，又称产业因素，影响某一特定行业或产业中所有上市公司的股票价格。这些因素包括行业生命周期、行业景气度、行业法令措施以及其他影响行业价值面的因素。

1. 行业生命周期

任何一个行业都要经历一个生命周期：初创期、成长期、平台期（成熟期）和衰退期。（见图 7-5）同行业不同的公司的业绩虽有不同，但与该行业所处的整体发展阶段有很大关联。当公司所处行业处于上升阶段时，该行业所有公司的成长性都被看好；

相反，当公司所处行业开始衰退时，即使有些公司能够做到经营有方，但行业内大多数公司的整体状况则并不乐观。可见，投资于不同周期的公司，获得的回报是完全不一样的，证券分析师必须非常关注行业周期的信息及其变化趋势。

(1) 初创期。在初创期，大量的新技术被采用，新产品被研制但尚未大批量生产，销售收入和收益急剧膨胀。公

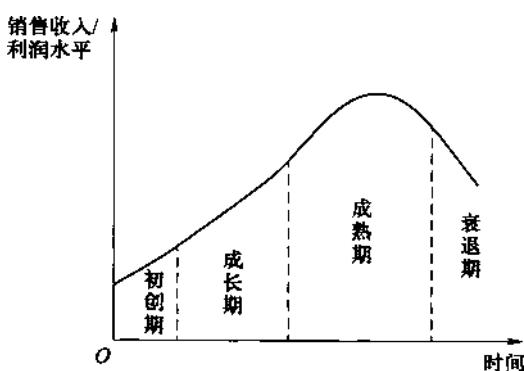
司的垄断利润很高，但风险也较大，公司股价波动也较大。在此，有两点需要注意：一是关注行业的动态分析，例如多晶硅行业从初创到过剩期的迅速转化，导致产业的投资风险加大。二是关注不同区域或不同国家的分析。随着全球制造业的转移，某些产业（如汽车产业等）从发达国家向新兴市场尤其是中国转移，产生不同产业周期的地域梯度。

(2) 成长期。在成长期，各项技术已经成熟，产品的市场也基本形成并不断扩大，公司利润开始逐步上升，公司股价逐步上涨。在这个阶段，行业的领导者开始出现。整个成长期，可以进一步再细分成高速成长期、稳健成长期和缓慢成长期。在此，有四个指标有助于投资者判断：第一，看市场容量，有时候要看细分市场的容量，不妨借鉴韦尔奇“数一数二”策略，即寻求细分市场中数一数二的企业；第二，看核心产品的市场份额，如果份额已经很高，那就意味着成长起来比较困难，如果比较低，业绩增长的潜力就大些；第三，看公司的新产品储备，是否具备市场潜力；第四，看公司的并购策略，是否具备扩张潜力。

(3) 成熟期。在成熟期，市场基本达到饱和，但产品更加标准化，公司的利润可能达到高峰。由于行业竞争激烈，边际利润率逐渐降低，对利润产生压力，增长缓慢甚至停滞。这个阶段的公司称为“现金牛”，即拥有稳定的现金流。

(4) 衰退期。在这个阶段，行业的增长速度低于经济增速，或者萎缩。原因是产品过时、新产品的竞争或低成本的供应商竞争所导致。

图 7-5
行业的生命周期



2. 行业景气度

股市对行业关注的热点会随着行业景气度变化而发生变化。不同行业对经济周期的敏感度以及经营环境不同，其各种经济指标和增长速度经常呈起伏波动之态。如何正确识别各行业指标波动的幅度和频率，识别行业的动态变化，是科学投资决策的一项重要内容。而景气度调查方法正是应运而生的识别和预测行业动态变化的重要且有效的途径。

景气度又称景气指数，它是对企业景气调查中的定性指标通过定量方法加工汇总，综合反映某一特定调查群体或某行业的动态变动特性。景气度最大的特点是具有信息超前性和预测功能，可靠性很高。这种景气调查方法起源于 20 世纪 20 年代，最早由德国伊弗研究所（IFO）研究创立，法国经济研究所（L'INSEE）对景气调查方法的发展有很大的贡献，日本在第二次世界大战后学习 IFO 的经验也建立起景气调查制度。现在，世界上有 50 多个国家和地区都在进行行业景气调查，并把它作为一项重要的统计调查制度，已形成规范的景气调查体系。如法国有 16 项景气调查制度，包括工业、投资、国外竞争力、批发零售贸易业和餐饮业、社会服务业、房地产业等；调查频率有月度、季度、半年度；有专题调查、财务调查以及大企业集团的景气调查等。我国主要是国务院发展研究中心和国家统计局对行业和企业的景气指数进行调查和定期公布。

政策扶持与行业景气度的关系非常密切，尤其是中国这样的新兴市场国家，国家发展和改革委员会等政府部门对产业的导向直接影响到行业的景气程度。政府颁布的产业政策或法令，有些是针对所有企业的，也有一些是针对不同行业的。这些针对特定行业的政策措施将会对该行业的上市公司股价产生重要影响。

（三）公司内在价值与市场价格

“自上而下”分析法的第三步是利用证券估值模型对公司的内在价值进行判断，进而确定股票的合理市场价格。关于权益证券的估值方法，将在第四节进行重点阐述。在此，我们将侧重对公司内在价值和市场价格进行介绍。

1. 内在价值

股票的内在价值即理论价值，是指股票未来收益的现值，由公司资产、收益、股息等因素所决定。

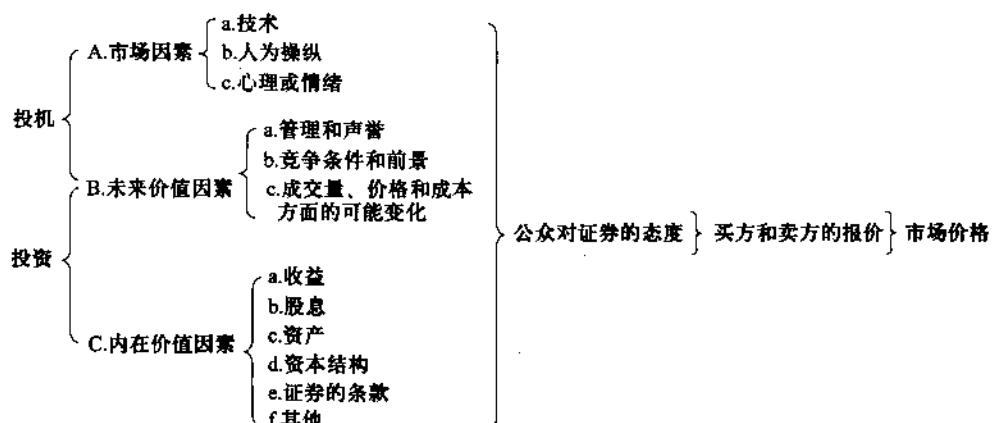
股票的内在价值决定股票的市场价格，股票的市场价格总是围绕其内在价值波动。研究和发现股票的内在价值，并将内在价值与市场价格相比较，进而决定投资策略，是证券分析师的主要任务。但由于未来收益及市场利率的不确定性，各种价值模型计算出的“内在价值”只是股票真实的内在价值的估值。经济形势的变化、宏观经济政策的调整、供求关系的变化等都会影响股票未来的收益，引起内在价值的变化。

2. 市场价格

证券的市场价格是由市场供求关系所决定的，市场价格不仅受到资产内在价值与未来价值因素的影响，还可能受到市场情绪、技术、投机等因素的影响。图 7-6 刻画了影响市场价格的每一个因素，揭示了市场价格和内在价值之间的关系。从该图可以看出，所谓的技术因素对市场价格具有间接或部分的影响，而证券价格的内在驱动力主要是投

资性因素。

图7-6
市场价格和内在价值的关系



从投资实践看，数据不足或不准确、未来的不确定性、市场的非理性行为等因素是证券分析的主要障碍，导致证券的市场价格经常与内在价值偏离。尽管市场的理性投资力量会使这些偏离得到自我纠正，但是仍存在价格向价值回归迟缓的危险。以巴菲特（W. Buffett）购买华盛顿邮报（Washington Post）的股票为例，在其价值分析并理性投资购买4年后，该股票价格依然低于当初买入价格。直到1977年年底，该股票5年的投资回报率达到214%；2004年，巴菲特持有该股市值17亿美元，是其原始投资的160倍。

二、技术分析

(一) 技术分析概述

1. 技术分析的概念

技术分析是指通过研究金融市场的历史信息来预测股票价格的趋势。技术分析是相对于基本面分析而言的。如前所述，基本面分析对经济情况、行业动态以及各个公司的经营管理状况等因素进行分析，以此来研究股票的价值，衡量股价的高低。而技术分析则是通过股价、成交量、涨跌幅、图形走势等研究市场行为，以推测未来价格的变动趋势。技术分析只关心证券市场本身的变化，而不考虑基本面因素。

2. 技术分析的三项假定

第一，市场行为涵盖一切信息。一家公司盈利、股利和未来业绩变化的有关信息都会自动反映在公司以往价格上。股票过去价格和成交量的图表包含了证券分析师和投资者对于公司的预期变化。

第二，技术分析的另一条准则是股价具有趋势性运动规律，股票价格沿趋势运动。根据技术分析，股票价格沿着趋势运行并倾向于延续下去，直到有事件改变了股票的供求平衡，趋势方告结束。因此，一直在上涨的股票将继续上涨，而开始下跌的股票将继续下跌。为此，投资者应该买入开始上涨的股票，继续持有手中的强势股；若股票开始下跌，或“表现弱于大盘”，则应卖出。

第三，历史会重演。技术分析的基本前提是空间和时间里存在可以复制的模式。技术分析隐含的一个重要前提是资产价格运动遵循可预测的模式，并且没有足够的投资者可以识别这种模式，市场多数投资者是根据情绪而不是理智进行投资决策。

（二）常用技术分析方法

1. 道氏理论

道氏理论（Dow theory）堪称是市场技术派研究的鼻祖，它是由道琼斯公司的创办人、《华尔街日报》出版商查理斯·道（Charles Dow）提出的，并由威廉·汉密尔顿（William Hamilton）等人继承发展，而成为今天所见到的理论。他们所著的《股市晴雨表》《道氏理论》成为道氏理论的经典代表作。

按照道氏理论，股票会随市场的趋势同向变化以反映市场趋势和状况。股票的变化表现为三种趋势：长期趋势、中期趋势及短期趋势。长期趋势最为重要，也最容易被辨认，它是投资者主要的观察对象；中期趋势对于投资者较为次要，但却是投机者的主要考虑因素，它与长期趋势的方向可能相同，也可能相反；短期趋势最难预测，唯有投机交易者才会重点考虑。

道氏理论最成功的案例是：1929年纽约股市崩盘前1个月，给出了306点的一个卖出信号；直到市场出现很好的调整后，在1933年给出了84点的一个买入信号。

2. 过滤法则与止损指令

过滤法则（filter rulers）是美国学者亚历山大（D. S. Alexander）于1961年在《工业管理评论》杂志发表《投机市场的价格变动：趋势与随机游走》一文中，首次提出的一种检验证券市场是否达到弱式有效的方法。过滤法则又称百分比穿越法则，是指当某个股票的价格变化突破实现设置的百分比时，投资者就交易这种股票。过滤法则是技术分析常用的策略之一，它的基本逻辑是：只要没有新的消息进入市场，股票价格就应该在其“正常价格”的一定范围内随机波动。如果某个股票的市场价格大大偏离其“正常价格”，市场上的投资者就会买入或卖出该股票，使其价格回到合理的价位，这样股票的价格就有一个上下限。然而，若某一新消息出现，一个新的均衡将出现。如果该消息是利好消息，则均衡价格就会上升，围绕它的上下限也将随之上升。投资者在股票价格超过上限后就可以判断这样的上升不是随机的，因此可在股价突破原上限后立即购买，就可以获得超额收益。相反，若此消息是利空亦然。

与过滤法则密切相关的投资技术是“止损指令”。运用过滤法则和“止损指令”所基于的假设是：股票价格是序列正相关的，也就是说，过去价格攀升的股票，价格继续上扬而不是下跌的可能性高。根据这套技术体系，可以设定买入点或卖出点（止损点）。如果一只股票触底后转而上涨，比如说上涨5%（涨幅的设定取决于不同投资者的风险偏好），那么据此可以推断一个上升趋势就此确立。反过来，一只见顶后继而下跌5%的股票同样可以认为该股已经走入下降通道之中。应当买进自低点上涨5%的股票，并一直持有到股价从此后的高点下挫5%为止，此时便是卖出股票的绝佳时机，如果可能的话，甚至还可以卖空。之后，应当维持空头头寸，直到股价自下一个低点再次反弹5%，方可平仓了结。

3. “相对强度”理论体系

根据“相对强度”理论，投资者应购买并持有近期走势明显强于大盘指数的股票，也就是说要购买强势股。相反，对于走势弱于大盘的股票，则应尽可能地采取回避的态度，如果条件允许的话，“卖空”也是可以考虑的。虽然，在历史上“相对强度”策略的确曾一度战胜过“买入持有”策略，但尚无证据显示这种格局是始终如一的。

4. “量价”理论体系

利用量价关系判断买卖时机，是比较重要的技术分析方法。量价理论最早见于美国股市分析家葛兰碧（Joe Granville）所著的《股票市场指标》，该理论认为成交量是股市的元气与动力。按照“量价”理论体系，当一只股票（或大盘）放量上涨或者呈现价升量增的态势时，则表明买方意愿强烈，股票有望再续升势。相反，如果一只股票放量下跌，则表明卖压较为沉重，发出空头信号。同样，被迫频繁操作买进卖出的交易，可能只是交易成本大大超过买入持有策略所需要支付的交易成本。

（三）技术分析的争议

对于技术分析的有效性，市场一直存在争议。彼得·林奇曾说，图表是预测过去的工具。有研究表明技术分析有一些预测能力，也有研究显示技术分析并不具备对欧美市场指数的样本外预测能力。无论争议情况如何，技术分析方法长期以来一直是投资决策的辅助工具。许多投资者采用技术分析和估值分析相结合的方法。

第四节 股票估值方法

学习内容	知识点
内在价值法	内在价值法定义
	股利贴现模型
	自由现金流贴现模型
	经济附加值模型
相对价值法	相对价值法定义
	市盈率、市净率、市现率、市销率模型
	企业价值倍数

一、股票估值模型的分类

通常而言，股票价值与相关资产的现金流水平和预期增长直接相关，从而投资者可以通过分析公司价值的基本面——公司股利和利润——制定投资评估决策。股票之所以有价值，是因为它有潜在的现金流，即股票持有人预计从所拥有的公司获得股利。如果在未来其他股票持有人断定这些未来股利的估计并没有完全反映在当前的估值中，股

票也有价值。正是通过预测和估计未来潜在的股利和收益的价值，并判断将来是否有人对这些潜在股利和收益的估值有所不同，才使人们对股票的内在价值进行判断。

那么，什么决定普通股的内在价值？具体来看，股票估值可以分为内在价值法和相对价值法两种基本方法。

二、内在价值法

内在价值法又称绝对价值法或收益贴现模型，是按照未来现金流的贴现对公司的内在价值进行评估。具体又分为股利贴现模型（DDM）、自由现金流贴现模型（DCF）、超额收益贴现模型等。

（一）内在价值法的现金流贴现原理

股票内在价值法是直接从公司股权价值的内在驱动因素出发对股票进行价值评估，它是按照现金流贴现对公司内在价值进行评估。由于不同资本提供者对现金流索取权的次序有所不同，公司未来现金流的分配也就存在差异。按照公司金融理论，企业现金流进行分配的第一个环节是进行投资，支付的这部分现金流为营运资本。接下来的企业现金流分配，是为所有资本提供者提供报酬。由于企业资本提供的属性不同，现金流的索取权顺序也存在差异。企业首先向债权人支付负债利息，然后才能向公司股东进行红利分配。但由于企业为了未来发展而需要进行再投资，所以分配给普通股股东的红利往往是再投资和留存收益之后的现金流（见图 7-7）。这样，与现金流的分配次序相匹配，不同的现金流决定了不同的现金流贴现模型（discounted cash flow model）。其中，股利贴现模型（discounted dividend model, DDM）采用的是现金股利，权益现金流贴现模型（free cash flow to equity, FCFE）采用的是权益自由现金流，企业贴现现金流模型（free cash flow to firm, FCFF）采用的是企业自由现金流。

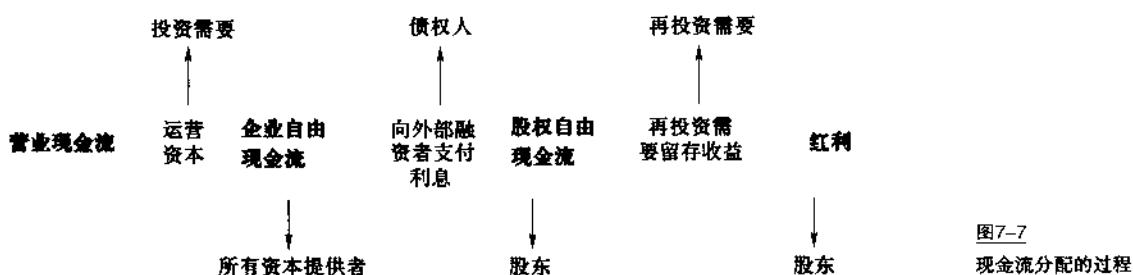


图 7-7
现金流分配的过程

（二）股利贴现模型（DDM）

若假定股利是投资者在正常条件下投资股票所直接获得的唯一现金流，则就可以建立估价模型对普通股进行估值，这就是著名的股利贴现模型。这一模型最早由威廉姆斯（Williams）和戈登（Gordon）提出，实质是将收入资本化法运用到权益证券的价值分析之中，这在概念上与债券估值方法没有本质性差别。

该模型股票现值表达为未来所有股利的贴现值：

$$D = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (7-4)$$

式中： D 表示普通股的内在价值； D_t 表示普通股第 t 期支付的股息或红利； r 表示贴现率，又称资本化率。贴现率是预期现金流量风险的函数。风险越大，现金流的贴现率越大；风险越小，则资产贴现率越小。

根据对股利增长率的不同假定，股利贴现模型可以分为零增长模型、不变增长模型、三阶段增长模型和多元增长模型。

（三）自由现金流（FCFF）贴现模型

按照自由现金流贴现模型，公司价值等于公司预期现金流量按公司资本成本进行折现，将预期的未来自由现金流用加权平均资本成本（WACC）折现到当前价值来计算公司价值，然后减去债券的价值进而得到股票的价值。其公式可表达为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (7-5)$$

式中： $FCFF_t$ 表示公司 t 期的自由现金流； $WACC$ 表示加权平均资本成本，即债务资本价值与股本价值之和。

由于公司自由现金流是公司支付了所有营运费用，进行了必需的固定资产与营运资产投资后，可以向所有投资者分派的税后现金流量，所以该指标体现了公司所有权利要求者，包括普通股股东、优先股股东和债权人的现金流总和，其计算公式为：

$$FCFF = EBIT \times (1 - 税率) + 折旧 - 资本性支出 - 追加营运资本 \quad (7-6)$$

式中： $EBIT$ 为税息前利润。

（四）股权资本自由现金流（FCFE）贴现模型

股权自由现金流量是在公司用于投资、营运资金和债务融资成本之后可以被股东利用的现金流，它是公司支付所有营运费用、再投资支出，以及所得税和净债务（即利息、本金支付减发行新债务的净额）后可分配给公司股东的剩余现金流量。 $FCFE$ 的计算公式为：

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{净收益} + \text{折旧} - \text{资本性支出} - \text{营运资本追加额} - \\ & \text{债务本金偿还} + \text{新发行债务} \end{aligned}$$

$FCFE$ 贴现模型的基本原理，是将预期的未来股权活动现金流用相应的股权要求回报率折现到当前价值来计算公司股票价值。其计算公式为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} \quad (7-7)$$

式中： V 表示公司价值； $FCFE_t$ 表示 t 期的现金流； K_e 表示根据 CAPM 模型计算的股权成本。

（五）超额收益贴现模型：经济附加值（EVA）模型

经济附加值（economic value added, EVA）指标源于企业经营绩效考核的目的，最早是由斯特恩—斯图尔特（Stern Stewart）管理咨询公司提出并推广的，并被许多世界著名大公司（如可口可乐公司）采用。20世纪90年代中期以后，EVA 逐渐在国外获得广泛应用，成为传统业绩衡量指标体系的重要补充。《财富》杂志称 EVA 为“当今最炙手可热的财务理念”，在西方企业界引起很大的反响，以至于“只要一家公司宣布要采

用 EVA 模式，我们就将看到它的股价在仅仅一个星期的时间里增长 30%”，EVA 成了价值创造的魔方。

经济附加值等于公司税后净营业利润减去全部资本成本（股本成本与债务成本）后的净值。计算公式为：

$$EVA = NOPAT - \text{资本成本} \quad (7-8)$$

式中：EVA 表示经济附加值；NOPAT 表示税后经营利润，或称息前税后利润，是指息税前利润 EBIT 扣除经营所得税；资本成本等于 WACC 乘以实际投入资本总额；WACC 表示加权平均资本成本。

式 (7-8) 也可表示为：

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{实际资本投入} \quad (7-9)$$

式中：ROIC 表示资本收益率，即投资资本回报率，为息前税后利润除以实际投入资本。

如果计算出的 EVA 为正，说明企业在经营过程中创造了财富；否则就是在毁灭财富。

经济附加值模型之所以被称为当今投资银行进行股票估值的重要工具，在很大程度上是因为应用市盈率指标进行定价估值太简单，容易产生误解，缺乏现金流概念，对亏损企业很难运用。经济附加值指标克服了传统业绩衡量指标的缺陷（股东价值与市场价值不一致问题），比较准确地反映了上市公司在一定时期内为股东创造的价值。



案例 7-2

安然公司的常规估值与 EVA 的背离

2001 年 10 月，美国 500 强中排名第 7 的能源巨头安然公司突然破产的案例，充分说明了经济附加值评估的实用性。无论从哪个角度去评估，这个成功经营了 70 年的最具创新精神的美国公司在 2000 年的业绩都是无可挑剔的。2000 年，安然公司年度净利润达到历史最高。安然公司非常注重每股收益，预计公司未来收益会持续走强，但是 EVA 却连续 5 年不断恶化（见表 7-5）。该表数据显示，安然公司的净收益在增长，可是 EVA 逐年下滑，正是因为这种下滑，导致安然失控而突然破产。

表 7-5 安然公司 EVA 估值

年份	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年
净收益（百万美元）	600	100	700	880	990
每股收益（美元）	1.2	0.18	1.15	1.40	1.20
EVA（百万美元）	-10	50	-200	-330	-650

三、相对价值法

相对价值法是使用一家上市公司的市盈率、市净率、市售率、市现率等指标与其竞争者进行对比，以决定该公司价值的方法。

(一) 市盈率模型

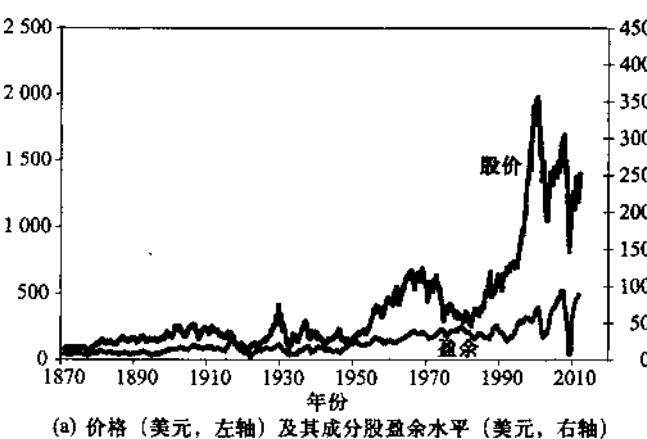
对盈余进行估值的重要指标是市盈率。对于普通股而言，投资者应得到的回报是公司的净收益。因此，股票估值的一种方法就是确定投资者愿意为每一单位的预期收益（通常以 1 年的预期收益表示）支付的金额。例如，如果投资者愿意支付 15 倍的预期收益，那么他们估计每股收益为 0.5 元的股票在下一年的价值为 7.5 元。这样，投资者就可以计算出当前的收益倍数（earnings multiplier），即市盈率（price to earnings ratio, P/E）。

市盈率指标表示股票价格和每股收益的比率，该指标揭示了盈余和股价之间的关系，用公式表达为：

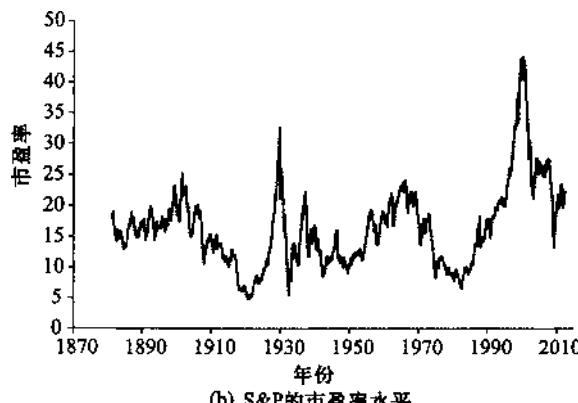
$$\text{市盈率} (P/E) = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股收益 (年化)}} \quad (7-10)$$

市盈率是投资回报的一种度量标准，即股票投资者根据当前或预测的收益水平收回其投资所需要的年数；而市盈率的倒数就是收益率，即 E/P 。如果股票市值代表了普通股股东当前对未来的预测，且如果当前盈余是未来盈余的指示器，则该比率就表明 1 元盈余代表的 P/E 的现值。图 7-8 (a) 表示的是 S&P 500 指数（标准普尔 500 指数）及其成分股盈余水平，而图 7-8 (b) 表示的是 S&P 500 指数相应区间的市盈率水平。

当前市盈率的高低，表明投资者对该股票未来价值的主要观点。投资者必须将 P/E 与整体市场、该公司所属行业以及其他类似公司股票的 P/E 进行比较，以决定他们是否认同当前的 P/E 水平。也就是说，根据市盈率偏高或偏低，判断该股票价格被高估还是低估。



(a) 价格 (美元, 左轴) 及其成分股盈余水平 (美元, 右轴)



(b) S&P 的市盈率水平

图 7-8

S&P 综合股价指数的市盈率 (1881—2010 年)

资料来源：

<http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

(二) 市净率模型

账面价值 (book value) 是公司净资产的会计指标。法玛 (Fama) 和弗伦奇 (French) 及其以后学者的研究表明, 市价 / 账面价值比率 (price/book value, P/B) 是衡量公司价值的重要指标, 这就是市净率的表达公式, 即:

$$\text{市净率} = \text{每股市价} / \text{每股净资产}$$

$$P/B = \frac{P_t}{BV_{t+1}} \quad (7-11)$$

式中: BV_{t+1} 表示公司每股账面价值的年末估计值; P_t 表示每股市价。

相对于市盈率, 市净率在使用中有其特有的优点: 第一, 每股净资产通常是一个累积的正值, 因此市净率也适用于经营暂时陷入困难的以及有破产风险的公司; 第二, 统计学证明每股净资产数值普遍比每股收益稳定得多; 第三, 对于资产包含大量现金的公司, 市净率是更为理想的比较估值指标。这样, P/B 尤其适用于公司股本的市场价值完全取决于有形账面价值的行业, 如银行、房地产公司。而对于没有明显固定成本的服务性公司, 其账面价值意义不大。

同时, 市净率在使用过程中也存在一定局限性。由于会计计量的局限, 一些对企业非常重要的资产并没有确认入账, 如商誉、人力资源等; 当公司在资产负债表上存在显著的差异时, 作为一个相对值, P/B 可能对信息使用者有误导作用。

(三) 市现率模型

由于公司盈利水平容易被操纵而现金流价值通常不易操纵, 市价 / 现金比率 (市现率) 越来越多地被投资者所采用。同时, 根据信用评价 “现金为王” 的法则, 现金流价值在基本估值中也是很关键的。市现率 (P/CF) 的计算公式为:

$$P/CF = \frac{P_t}{CF_{t+1}} \quad (7-12)$$

式中: P_t 为 t 期股票的价格; CF_{t+1} 为公司在 $t+1$ 期的预期每股现金流。

影响这个比率的因素与影响 P/E 的因素相同, 即这些变量应该是所采用的现金流变量的预期增长率和由于现金流的不确定性或波动性所带来的股票风险。用来计算的具体现金流通常是扣除利息、税款、折旧和摊销之前的收益 (EBITDA), 但具体是采用哪种现金流会随公司和行业的性质不同以及哪种现金流对行业绩效的方便计量而变化 (如营运现金流或自由现金流)。同时, 合适的市现率也会受到公司资本结构的影响。

(四) 市销率模型

市销率也称价格营收比, 是股票市价与销售收入的比率, 该指标反映的是单位销售收入反映的股价水平。其计算公式为:

$$P/S = \frac{P_t}{S_{t+1}} \quad (7-13)$$

式中: P_t 为 t 期股票的价格; S_{t+1} 为公司在 $t+1$ 期的每股销售额。

市销率指标的引入主要是为克服市盈率等指标的局限性, 在评估股票价值时需要对公司的收入质量进行评价。由于主营业务收入对于公司未来发展评价起着决定性的作

用，因此市销率有助于考察公司收益基础的稳定性和可靠性，有效把握其收益的质量水平。一般而言，价值导向型的基金经理选择的范围都是“每股价 / 每股销售收入 < 1”的股票。当然，对于不同行业而言，其市销率评价标准不同。例如软件行业，由于其利润率相对较高，市销率可高达 2 以上，而食品零售商的市销率则仅为 0.5 左右。

(五) 企业价值倍数

企业价值倍数 (enterprise multiple, EV/EBITDA) 是一种被广泛使用的公司估值指标。它反映了投资资本的市场价值和未来一年企业收益间的比例关系。其中，企业价值 (enterprise value, EV) 的计算公式为：

$$\text{公司市值} + \text{净负债}$$

扣除利息、税款、折旧及摊销前的收益 (EBITDA) 用以计算公司经营业绩。其计算公式为：

$$\text{EBITDA} = \text{净利润} + \text{所得税} + \text{利息} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

或：

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{摊销}$$

$$\text{净销售量} - \text{营业费用} = \text{EBIT}$$

$$\text{EBIT} + \text{折旧费用} + \text{摊销} = \text{EBITDA}$$

EV/EBITDA 和市盈率等相对估值指标的用法一样， EV/EBITDA 使用 EV ，即投入企业的所有资本的市场价值代替市盈率模型中的股价，使用 EBITDA 代替市盈率模型中的每股净利润。其倍数相对于行业平均水平或历史水平较高则通常说明高估，较低则说明低估，不同行业或板块有不同的估值（倍数）水平。表 7-6 是申万研究所 2014 年对王府井 (600859.SH) 的盈利预测。

表 7-6 王府井的盈利预测和价值评估

	营业收入 (亿元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	每股收益 (元)	毛利率 (%) 收益率 (%)	净资产 市盈率 (倍)	$\text{EV}/$ EBITDA (倍)
2013	197.9	8	694	3	1.50	19.8	11.1	113
2014E	217.7	7	763	101.6	519.5	11.3	103	
2015E	228.6	8	840	10	1.81	19.7	11.6	92

数据来源：申万研究所，2014 年 4 月。

P/E 和 EV/EBITDA 反映的都是市场价值和收益指标间的比例关系，只不过 P/E 是从股东的角度出发，而 EV/EBITDA 则是从全体投资人的角度出发。在 EV/EBITDA 方法中，要最终得到对股票市值的估计，还必须减去债权的价值。在缺乏债权市场的情况下，可以使用债务的账面价值来近似估计。同时， EV/EBITDA 较 P/E 有明显优势。首先，由于不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；

其次，不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变不会影响估值，同样有利于比较不同公司的估值水平；最后，排除了折旧、摊销这些非现金成本的影响（现金比账面利润重要），可以更准确地反映公司价值。但 $EV/EBITDA$ 更适用于单一业务或子公司较少的公司估值，如果业务或合并子公司数量众多，需要做复杂调整，有可能会降低其准确性。

普通股估值的基本模型总结如表 7-7 所示。

表 7-7 普通股估值的基本模型

内在价值法（收益贴现模型）	现金流贴现模型 股利贴现模型 (DDM)	零增长模型
		不变增长模型
		三阶段红利贴现模型
		多元增长模型
		自由现金流量贴现模型 (DCF)
	超额收益贴现模型	公司自由现金流 (FCFF) 贴现模型
		股权资本自由现金流 (FCFE) 贴现模型
相对价值法（乘数估值模型）	经济附加值 (EVA) 模型	
	市盈率模型 (P/E)	
	市净率模型 (P/B)	
	企业价值倍数 (EV/EBITDA)	
	市现率模型 (P/CF)	
市销率模型 (P/S)		

参 考 文 献

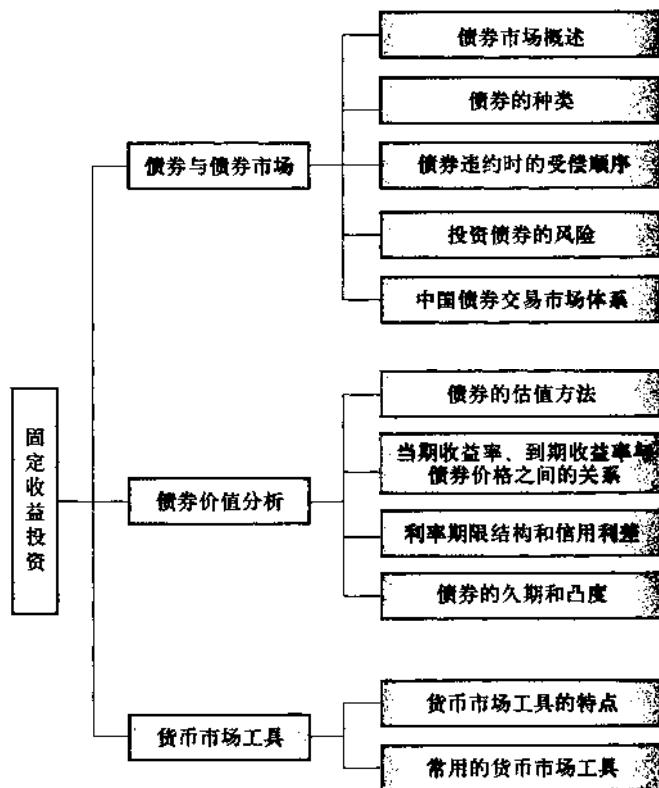
- [1] [美] 本杰明·格雷厄姆, 戴维·多德. 证券分析. 6 版. 北京: 中国人民大学出版社, 2009.
- [2] 张亦春, 郑振龙, 林海. 金融市场学. 4 版. 北京: 高等教育出版社, 2013.
- [3] 张宗新. 投资学. 3 版. 上海: 复旦大学出版社, 2013.
- [4] 张宗新. 投资学: 证券分析与投资管理. 上海: 复旦大学出版社, 2012.
- [5] SCHWESER. Corporate finance, portfolio management, and equity investments (Level I, Book 4. Schweser Notes for the CFA Exam.). Fort Lauderdale: Kaplan, Inc., 2013.
- [6] VIJAY SINGAL. CFA Curriculum L1B6. New York: CFA Institute, 2013.

第 8 章 固定收益投资

本章内容概述

本章主要介绍以债券和货币市场工具为代表的固定收益类工具的相关知识。第一节主要介绍债券的基本知识。根据不同的分类方式，梳理了不同类型债券并介绍各自的特点；讨论债券违约时不同种类债券的偿还顺序；对债券的各类风险进行介绍。第二节主要分析现金流贴现法等债券定价方法，债券收益率及其利率的期限结构，以及久期与凸度的概念及其应用。第三节则关注固定收益市场上另一类重要的工具——货币市场工具，主要介绍国内市场上比较常用的以及未来将逐渐被投资者使用的货币市场投资品种。

知识结构图



第一节 债券与债券市场

学习内容	知识点
债券的种类	债券市场的基本概念
	债券的不同分类方式及各种债券的概念及特点
	固定利率债券、浮动利率债券和零息债券的定义及特点
	可赎回债券、可回购债券、可转换债券的概念及特点
债券的风险	债券违约时不同类型债券的受偿顺序
	信用风险、利率风险、通胀风险、流动性风险、再投资风险、提前赎回风险
中国债券市场交易体系	交易所市场、银行间市场

一、债券市场概述

债券（bond），通常又称固定收益证券（fixed-income securities），因为这类金融工具能够提供固定数额或根据固定公式计算出的现金流。例如，公司债券的发行人将承诺每年向债券持有人支付一定固定数额的利息，其他所谓的浮动收益债券则以当期的市场利率为基础支付利息。然而，固定收益证券的期限或支付条款却是多样的。货币市场证券主要是短期性、高流动性证券，例如银行拆借市场、票据承兑市场、回购市场等交易的债券；而固定收益资本市场上交易的则是长期债券。

债券市场是债券发行和买卖交易的场所，将需要资金的政府机构或公司与资金盈余的投资者联系起来。债券承销商（bond dealers）负责债券的发行与承销，他们在债券发行人（bond issuers）和债券投资人（bond investors）之间起到金融中介作用。债券的发行人包括中央政府、地方政府、金融机构、公司和企业。债券发行人通过发行债券筹集的资金一般都有固定期限，债券到期时债务人必须按时归还本金并支付约定的利息。债券是债权凭证，债券持有人与债券发行人之间是债权债务关系。债券市场交易的对象是债券。债券因有固定的票面利率和期限，其市场价格相对股票价格而言比较稳定。

债券市场在其筹资功能的基础上，还为各种资产的定价提供基本的参照，这是通过市场环境下不同期限的国债市场形成的国债收益率曲线来实现的。国债收益率曲线是反映远期利率的有效途径，它的水平和斜率反映了经济主体对未来通货膨胀的预期和对未来基本的经济形势的判断，蕴含了关于经济主体的风险态度的信息，而且由于国债的发行主体是国家，其被认为不存在违约风险，所以国债收益率曲线便成为对市场无风险利率最合适的替代，从而为其他债券和金融资产以及投资项目提供定价的基准。

二、债券的种类

债券种类很多，在债券的历史发展过程中，曾经出现过很多不同品种的债券，各种债券共同构成了一个完整的债券体系。债券可以依据不同的标准进行分类。

(一) 按发行主体分类

按发行主体分类，债券可分为政府债券、金融债券、公司债券等。

1. 政府债券

政府债券是政府为筹集资金而向投资者出具并承诺在一定时期支付利息和偿还本金的债务凭证。我国政府债券包括国债和地方政府债。其中，国债是财政部代表中央政府发行的债券。地方政府债包括由中央财政代理发行和地方政府自主发行的由地方政府负责偿还的债券。

2. 金融债券

金融债券是由银行和其他金融机构经特别批准而发行的债券。金融债券包括政策性金融债、商业银行债券、特种金融债券、非银行金融机构债券、证券公司债、证券公司短期融资券等。政策性金融债的发行人是政策性金融机构，即国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行。商业银行债券的发行人是商业银行。特种金融债券是指经中国人民银行批准，由部分金融机构发行的，所筹集的资金专门用于偿还不规范证券回购债务的有价证券。非银行金融机构债券由非银行金融机构发行。证券公司债和证券公司短期融资券由证券公司发行。

3. 公司债券

公司债券是公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。公司债券的发行主体是股份公司，但有的国家也允许非股份制企业发行债券。所以在归类时可将公司债券和企业债券合称公司（企业）债券。

(二) 按偿还期限分类

按偿还期限分类，债券可分为短期债券、中期债券和长期债券。但对具体年限的划分，不同的国家又有不同的标准。短期债券，一般而言，其偿还期在1年以下。例如，美国的短期国债的期限通常为3个月或6个月。中期债券的偿还期一般为1~10年，而长期债券的偿还期一般为10年以上。

(三) 按债券持有人收益方式分类

按债券持有人收益方式分类，债券可分为固定利率债券、浮动利率债券、累进利率债券和免税债券等。

1. 固定利率债券

固定利率债券（fixed-rate bond）是由政府和企业发行的主要债券种类，有固定的到期日，并在偿还期内有固定的票面利率和不变的面值。即使市场利率或者发行人的信用等级改变，债券发行人要偿付的利息也不会变。通常，固定利率债券在偿还期内定期支付利息，并在到期日支付面值。

例如，债券“01国债04”是2001年6月6日为起息日的附息固定利率债券，15年期，每半年支付一次利息，债券面值100元，票面利率4.69%。因此，2001—2015每年

的付息日 6 月 6 日和 12 月 6 日每单位该国债的持有者可收到利息 2.345 元，2016 年 6 月 6 日收到利息和本金 102.345 元。

2. 浮动利率债券

浮动利率债券（floating-rate bond）和固定利率债券的主要不同是其票面利率不是固定不变的，而通常与一个基准利率挂钩，在其基础上加上利差（可正可负）以反映不同债券发行人的信用。浮动利率可以表达为：

$$\text{浮动利率} = \text{基准利率} + \text{利差}$$

基准利率通常选用市场上信誉良好、金融实力强大、违约可能性低的债券发行人提供的利率。在国际金融市场上，伦敦银行间同业拆借利率（Libor）是被广泛采纳的基准利率。在我国金融市场上，上海银行间同业拆借利率（Shibor）是被广泛采纳的货币市场基准利率。

利差在债券的偿还期内是固定的百分点，即利差不反映已发行债券在其偿还期内发行人信用的改变，但浮动利率债券的利息会通过基准利率的变化随市场利率的波动而波动。国际惯例将利差用基点（basis point）表示，1 个基点（1 bps）等于 0.01%。

因此，浮动利率债券的利息在每个支付期都会根据基准利率的变化而重新设置。在每期期末支付的利息额是在本支付期期初基准利率的基础上设定的，也就是说，在每个利息支付日利息由上一支付日的基准利率和利差共同决定。

另外，有些浮动利率债券的条款中利率存在浮动上限，即浮动利率的顶（cap）；有些浮动债券设置了利率浮动的下限，即浮动利率的底（floor）。

3. 零息债券

零息债券（zero-coupon bond）和固定利率债券一样有一定的偿还期限，但在期间不支付利息，而在到期日一次性支付利息和本金，一般其值为债券面值。因此，零息债券以低于面值的价格发行，到期日支付的面值和发行时价格的差额即为投资者的收益。许多偿还期是 1 年或 1 年以下的债券以零息债券的方式发行，例如美国国库券；而一些偿还期在 1 年以上的零息企业债券，由于利息和本金在到期日一次性支付，其风险较大，除非有较高的预期收益率，投资者通常不愿意购买，发行人的借款成本也会上升。

（四）按计息与付息方式分类

按计息与付息方式分类，债券可分为息票债券和贴现债券。息票债券是指债券发行时规定，在债券存续期内，在约定的时间以约定的利率按期向债券持有人支付利息的中、长期债券。债券的持有人于息票到期日，凭债券附带的息票领取最后一期的利息并同时领取债券的本金。与此相对应，贴现债券则是无息票债券或零息债券，这种债券在发行时不规定利率，券面也不附息票，发行人以低于债券面额的价格出售债券，即折价发行，债券到期时发行人按债券面额兑付。

（五）按嵌入的条款分类

许多债券都含有给予发行人或投资者某些额外权力的嵌入条款，例如赎回条款（call provision）、回售条款（put provision）、转换条款（convert provision）等。按嵌入的条款分类，债券可分为可赎回债券、可回售债券、可转换债券、通货膨胀联结债券和

结构化债券等。

1. 可赎回债券

可赎回债券（callable bond）为发行人提供在债券到期前的特定时段以事先约定价格买回债券的权力。约定的价格称为赎回价格（call price），包括面值和赎回溢价（call premium）。大部分可赎回债券约定在发行一段时间后才可执行赎回权，赎回价格可以是固定的，也可以是浮动的。

通常债券发行人都偏好纳入这一条款，因为如果在债券发行后，市场利率下跌，发行人可选择赎回债券再以较低的利率发行新的债券来融资。例如，一只10年期且在3年后可赎回的债券，在发行3年后，市场利率大跌，发行人可以以较低的利率发行新的7年期债券，并以融资所得的资金将10年期债券赎回，所得的利得即为可赎回条款为发行人带来的好处。

值得注意的是，赎回条款是发行人的权利而非持有者，换句话说，是保护债务人而债权人的条款，对债权人不利。因此，和一个其他属性相同但没有赎回条款的债券相比，可赎回债券的利息更高，以补偿债券持有者面临的债券提早被赎回的风险（赎回风险）。

2. 可回售债券

可回售债券（puttable bond）为债券持有者提供在债券到期前的特定时段以事先约定价格将债券回售给发行人的权力，约定的价格称为回售价格（put price）。大部分可回售债券约定在发行一段时间后才可执行回售权，回售价格通常是债券的面值。

与可赎回债券的受益人是发行人不同，可回售债券的受益人是持有者。因此，和一个其他属性相同但没有回售条款的债券相比，可回售债券的利息更低，因为此条款可降低投资者的价格下跌风险。例如，当市场利率上行时，债券价值下降，可赎回债券持有者有权力将债券以回售价格卖回给发行人，以免于债券价格下跌带来的损失。

3. 可转换债券

可转换债券是指在一段时间后，持有者有权按约定的转换价格或转换比率将公司债券转换为普通股股票。可见，可转换债券是一种混合债券（hybrid security），它既包含了普通债券的特征，也包含了权益特征，同时，它还具有相应于标的股票的衍生特征。对于标准的可转换债券，在价值形态上，可转换债券赋予投资人一个保底收入，即债券息票支付与到期本金偿还构成的普通付息债券的价值，同时，它还赋予了投资人在股票上涨到一定价格的条件下转换成发行人普通股票的权益，即看涨期权的价值。

4. 通货膨胀联结债券

通货膨胀通过影响债券现金流而降低投资者的购买力，而大多数的通货膨胀联结债券（inflation-linked bond）的面值（而不是票面利率）在每个支付日会根据某一消费价格指数调整来反映通货膨胀的变化。此类债券的利息通过面值的调整也得到相应调整。美国政府发行的通货膨胀保护债券（treasury inflation protected securities, TIPS）、英国的指数联结金边债券（index-linked gilts）、我国香港特别行政区的通货膨胀挂钩债券（ibonds）都是通货膨胀联结债券。

5. 结构化债券

资产证券化（asset securitization）指以其他债券组成的资产池为支持，构建新的债券产品形式。此类新购建的债券称为结构化债券，主要是住房抵押贷款支持证券（mortgage-backed securities, MBS）和资产支持证券（asset-backed securities, ABS）。住房抵押贷款支持证券是以居民住房抵押贷款或商用住房抵押贷款组成资金池为支持的，资金流来自住房抵押贷款人定期还款，由金融中介机构打包建立资产池。资产支持证券的发行和住房抵押贷款支持证券类似，其贷款的种类是其他债务贷款，如汽车消费贷款、学生贷款、信用卡应收款等。

MBS 和 ABS 的现金流可组成资金池打包成更复杂的金融工具。不同于传统债券的持有者每季度或半年或一年得到利息，购买结构化债券的投资者通常定期获得资金池里的一部分现金，包括本金和利息。

在我国证券市场，ABS 作为债务性新型金融创新工具刚刚兴起，具有巨大的发展潜力。2005 年，中国资产证券化开始试点，2007 年进入扩大试点阶段。2008 年美国次贷危机后，我国监管部门出于审慎原则对资产证券化发行速度进行了延缓。2012 年 5 月，中国人民银行、银监会、财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》。2014 年 11 月，中国证监会颁布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》。这些政策措施的发布和实施，标志着中国资产证券化重新走上快速发展轨道。

（六）按交易方式分类

按交易方式分类，银行间债券市场的交易品种有现券交易、质押式回购、买断式回购、远期交易、债券借贷；交易所债券市场的交易品种有现券交易、质押式回购、融资融券，商业银行柜台市场的交易品种是现券交易。

此外，按币种划分，我国债券种类可分为人民币债券和外币债券。

三、债券违约时的受偿顺序

在企业破产时，债务人优先于股权持有者获得企业资产的清偿。在企业有足够的资金清偿时，面值和拖欠的利息是债权人能获得的最多支付。然而不是所有的债券都有平等的受偿等级。图 8-1 是不同种类债券受偿等级顺序。

债券有无保证是影响债券信用等级的重要因素，因此可分为有保证债券（secured bond）和无保证债券（unsecured bond），后者也称为信用债券（debenture）。有保证的债券意味着投资者对相关资产及其产生的现金流有直接受偿权；无保证债券只是对债务人的资产有普遍的受偿权，在破产清偿时在有保证债券之后获得清偿。

其中，有保证债券中最高受偿等级的是第一抵押权债券（first mortgage bond）或有限留置权债券（first lien bond），前者的保证物是实体资产，后者的保证物可以是房屋也可以是专利、品牌等资产。此外还有第二抵押权债券、第三抵押权债券等，对保证资产的受偿权依次递减。有保证债券根据保证的形式不同，可分为抵押债券、质押债券和担保债券。抵押债券的保证物是土地、房屋、设备等不动产；质押债券的保证物是债券发

行者持有的债权或股权，而非真实资产；担保债券是由另一实体提供保证发行的债券。

在无保证债券中，受偿等级最高的是优先无保证债券（senior unsecured bond），这也是公司债的主要形式。接下来依次是优先次级债券、次级债券、劣后次级债券，这些等级的债券在清偿时仅有少量补偿甚至没有。在金融危机时期，为了监管和资金的目的，欧美银行曾发行偿还等级低于次级债券的债券作为资金保护垫，但最后大多在一定市场环境下转为股权证券，并没有发挥预期功能。

发行者发行、投资者购买不同受偿等级债券的原因有很多。有保证的债券融资成本较低；无保证债券发行成本低于股票，且不会稀释股权，监管比股票松。投资者是否愿意购买无保证债券取决于其期望收益能否补偿其风险。

四、投资债券的风险

与证券市场上的其他投资工具一样，债券投资也面临一系列风险。这些风险可以划分为六类：信用风险、利率风险、通胀风险、流动性风险、再投资风险、提前赎回风险。

(一) 信用风险

债券的信用风险（credit risk）又叫违约风险（default risk），是指债券发行人未按照契约的规定支付债券的本金和利息，给债券投资者带来损失的可能性。发行人财务状况越差，债券违约风险越大，意味着不会按计划支付利息和本金的可能性越大。例如，2014年3月4日，A股上市公司“*ST超日”（股票代码：002506）公告称“11超日债”本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付，仅能够按期支付共计400万元人民币，付息比例仅为4.5%，并正式宣告违约，成为国内首例违约债券。这表明我国债务“零违约”被正式打破，我国债券市场的刚性兑付的正式结束，投资者在关注收益率的同时还要关注债券的信用风险。

但即使债券发行人未真正地违约，债券持有人仍可能因为信用风险而遭受损失。市场可以根据宏观经济和发行人的状况来判断某一债券是否有违约可能。例如，当宏观经济或企业经营恶化时，市场普遍判断该发行人的债券违约的可能加大，债券价格下跌。因此债券投资者也可能面临由于信用风险上升而带来的债券价值的损失。

为评估违约风险，许多投资者会参考独立信用评级机构发布的信用评级，债券评级是反映债券违约风险的重要指标。国际上知名的独立信用评级机构有三家：穆迪投资者服务公司（Moody's Investor Service）、标准·普尔评级服务公司（Standard & Poor's）、惠誉国际信用评级有限公司（Fitch Investor Service）。信用评级机构一般按照从低信用风险到高信用风险进行债券评级，最高的信用等级（如标准·普尔和惠誉的AAA级，穆

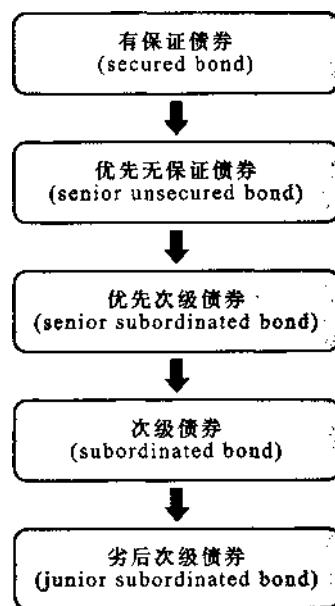


图8-1
债券违约时的受偿顺序

迪的 Aaa 级) 表明债券几乎没有违约风险, 如国债; 而最低的信用等级(如标准·普尔和惠誉的 D 级, 穆迪的 C 级) 表明债券违约的可能性很大, 或债务人已经产生违约。在最高级和最低级之间, 尽管这些公司的债券评级分类有所不同, 但是基本上都将债券分成两类: 投资级和投机级。标准·普尔和惠誉的 BBB- 级, 以及穆迪的 Baa3 级以上等级的债券是投资级债券。投资级债券的称谓源于监管机构规定保险公司和共同基金等投资者持有一定量的高信用等级的债券。投机级债券又被称为高收益债券 (high-yield bond) 或垃圾债券 (junk bond), 该类债券的信用风险较高。垃圾债券市场中大约 25% 的债券曾经是投资级, 但后来被降到 BB 级或以下。由发行时的投资级转变为投机级的债券被形象地称为“失落的天使”(fallen angels)。这一市场中另 25% 的债券是那些原本信用级别就不高的公司发行的债券。此外的 50% 债券则是由重大重组如杠杆收购组合的公司发行的债券。表 8-1 是三大国际信用评级机构的债券信用等级分类。

表 8-1 国际信用评级机构的债券信用等级

类别	标准普尔 (Standard & Poor's)	穆迪 (Moody's)	惠誉 (Fitch)	等级
投资级债券	AAA	Aaa	AAA	最高级别
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	中高级别
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
投机级债券	BBB+	Baa1	BBB+	中下级别
	BBB	Baa2	BBB	
	BBB-	Baa3	BBB-	
	BB+	Ba1	BB+	低级别或投机级别
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
	B+	B1	B+	
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
	CCC+	Caa1	CCC	
	CCC	Caa2		
	CCC-	Caa3		
		Ca		

续表

类别	标准普尔 (Standard & Poor's)	穆迪 (Moody's)	惠誉 (Fitch)	等级
投机级债券		C		低级别或投机级别
		C	DDD	已违约
			DD	
	D		D	

1987年，债券信用评级行业在我国首次出现。1987年3月，国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》，开始对债券进行统一管理，并要求发债企业公布债券还本付息方式及风险责任。为防范金融风险，银行等机构组建了信用评级机构。目前，我国的资信评级机构大约有50家，其业务范围主要包括金融机构资信评级、贷款项目评级、企业资信评级、企业债券及短期融资债券资信等级评级、保险公司及证券公司等级评级等。国内主要有债券评级机构包括大公国际资信评估有限公司、中诚信国际信用评级有限公司、联合资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司和中债资信评估有限责任公司等。

(二) 利率风险

利率风险 (interest rate risk) 是指利率变动引起债券价格波动的风险。债券的价格与利率呈反向变动关系：利率上升时，债券价格下降；而当利率下降时，债券价格上升。这种风险对固定利率债券和零息债券来说特别重要。债券价格受市场利率影响，而浮动利率债券的利息在支付日根据当前市场利率重新设定，从而在市场利率上升的环境中具有较低的利率风险，而在市场利率下行的环境中具有较高的利率风险。

图8-2是2013年7月至2014年6月期间上证企业债价格指数与市场利率(3个月期SHIBOR)的关系图。2013年第4季度，当市场利率明显上行时债券价格指数下跌，

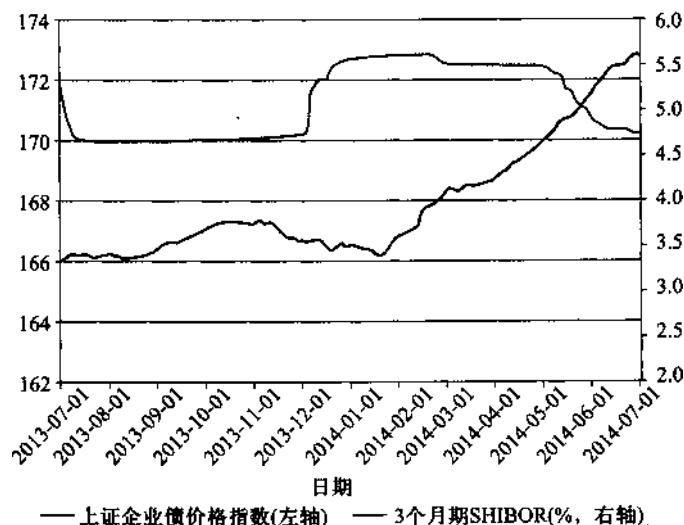


图8-2
上证企业债价格指数与市场利率的反向关系 (2013年7月—2014年6月)

资料来源：wind
数据库。

而 2014 年第 2 季度，在货币政策趋松背景下，市场利率下行而债券价格指数出现了明显上升。

(三) 通胀风险

所有种类的债券都面临通胀风险 (inflation risk)，因为利息和本金都是不随通胀水平变化的名义金额。随着通胀使得物价上涨，债券持有者获得的利息和本金的购买力下降。浮动利息债券因其利息是浮动的而在一定程度上降低了通胀风险，但其本金可能遭受的购买力下降而带来的损失无法避免，因此仍面临一定的通胀风险。对通胀风险特别敏感的投资者可购买通货膨胀联结债券 (inflation-linked bond)，其本金随通胀水平的高低进行变化，而利息的计算由于以本金为基准也随通胀水平变化，从而可以避免通胀风险。

(四) 流动性风险

债券的流动性或者流通性，是指债券投资者将手中的债券变现的能力。如果变现的速度很快，并且没有遭受变现可能带来的损失，那么这种债券的流动性就比较高；反之，如果变现速度很慢，或者为了迅速变现必须承担额外的损失，那么，这种债券的流动性就比较低。通常用债券的买卖价差的大小反映债券的流动性大小。买卖价差较小的债券的流动性比较高；反之，流动性较低。这是因为绝大多数的债券的交易发生在债券的经纪人市场，对于经纪人来说，买卖流动性高的债券的风险低于买卖流动性低的债券，故前者的买卖价差小于后者。

相应地，债券的流动性风险 (liquidity risk) 是指未到期债券的持有者无法以市值，而只能以明显低于市值的价格变现债券形成的投资风险。交易不活跃的债券通常有较大的流动性风险。

(五) 再投资风险

再投资风险 (reinvestment risk) 指在市场利率下行的环境中，附息债券收回的利息或者提前于到期日收回的本金只能以低于原债券到期收益率的利率水平再投资于相同属性的债券，而产生的风险。

(六) 提前赎回风险

提前赎回风险 (prepayment risk) 又称为回购风险 (call risk)，是指债券发行者在债券到期日前赎回有提前赎回条款的债券所带来的风险。债券发行人通常在市场利率下降时执行提前赎回条款，因此投资者只好将收益和本金再投资于其他利率更低的债券，导致再投资风险。可赎回债券和大多数的住房贷款抵押支持证券允许债券发行人在到期日前赎回债券，此类债券面临提前赎回风险。

五、中国债券交易市场体系

中国债券市场是从 20 世纪 80 年代开始逐步发展起来的，经历了以柜台市场为主、以交易所市场为主和以银行间市场为主三个发展阶段。

(一) 以柜台市场为主 (1988—1991 年)

这一时期国债和企业债交易市场刚刚起步，还处于初级阶段，此时的债券投资者以个人投资者为主体，因此债券交易市场以柜台市场为主，通过商业银行和证券经营机构

的柜台进行交易。这种市场模式符合个人投资者的交易需求，在一定程度上促进了债券市场的发展。

(二) 以交易所市场为主(1992—2000年)

1990年12月，上海证券交易所成立，国债逐步进入了交易所交易。1997年，国务院开始规范银行资金，要求商业银行退出交易所市场，将托管在交易所的债券全部转到中央结算公司，并通过全国银行间同业拆借中心提供的交易系统进行交易。1997年6月16日，银行间同业拆借中心开始办理银行间债券回购和现券交易，全国银行间市场正式运行。此阶段，中国的债券市场形成了场内交易所市场和场外银行间市场并存的格局，并且以交易所市场为主。

(三) 以银行间市场为主(2001年至今)

目前，我国债券市场形成了银行间债券市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个基本子市场为主的统一分层的市场体系。表8-2是截至2013年12月31日各债券市场交易的债券数量和规模情况。其中，银行间债券市场无论是在交易量和存量方面都占据市场主导地位，2013年现券交易量占97.56%，2013年年末债券余额占63.72%。

表8-2 2013年债券市场交易及期末债市存量情况

市场	2013年年末债券市场存量				2013年债券市场交易量	
	债券数量 (只)	债券数量比 重(%)	债券余额 (亿元)	余额比重 (%)	现券交易金 额(亿元)	交易比重 (%)
银行间债券市场	6 230	71.68	278 575	63.72	404 199	97.56
上海证券交易所	1 808	20.80	89 903	20.56	8 756	2.11
深圳证券交易所	654	7.52	68 718	15.72	1 335	0.32
合计	8 692	100.00	437 196	100.00	414 290	100.00

资料来源：根据wind数据库整理。

第二节 债券价值分析

学习内容	知识点
债券的估值法	零息票债券估值法、固定利率债券估值法、统一公债估值法
债券的收益率	当期收益率、到期收益率与债券价格的关系
利率的期限结构和信用利差	利率的期限结构、债券收益率曲线

续表

学习内容	知识点
利率的期限结构和信用利差	信用利差的定义及特点
债券的久期和凸度	久期、修正久期的定义及计算
	凸度的内涵
	久期和凸度在投资中的应用

一、债券的估值方法

根据贴现现金流（discounted cash flow, DCF）估值法，任何资产的内在价值等于投资者对持有该资产预期的未来的现金流的现值。

（一）零息债券估值法

零息债券是一种以低于面值的贴现方式发行，不支付利息，到期按债券面值偿还的债券。债券发行价格与面值之间的差额就是投资者的利息收入。由于面值是投资者未来唯一的现金流，所以贴现债务的内在价值由以下公式决定：

$$V = M \frac{1}{(1+r)^t} \quad (8-1)$$

式中： V 表示贴现债券的内在价值； M 表示面值； r 表示市场利率； t 表示债券到期时间。

由于多数零息债券期限小于一年，因此上述贴现公式应简单调整为：

$$V = M \left(1 - \frac{t}{360} r \right) \quad (8-2)$$



例 8-1

某种贴现式国债面额为 100 元，贴现率为 3.82%，到期时间为 90 天，则该国债的内在价值为 $100 \times (1 - 90/360 \times 3.82\%) = 99.045$ (元)。

（二）固定利率债券估值法

固定利率债券是一种按照票面金额计算利息，票面上附有（也可不附有）作为定期支付利息凭证的期票的债券。投资者不仅可以在债券期满时收回本金（面值），而且可以定期获得固定的利息收入。所以，投资者未来的现金流包括了两部分：本金和利息。其内在价值公式如下：

$$V = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n} \quad (8-3)$$

式中： C 表示每期支付的利息； V 表示贴现债券的内在价值； M 表示面值； r 表示市场利率； n 表示债券到期时间。

**例 8-2**

某种附息国债面额为 100 元，票面利率为 5.21%，市场利率为 4.89%，期限为 3 年，每年付息 1 次，则该国债的内在价值为：

$$V = \frac{5.21}{1+0.0489} + \frac{5.21}{(1+0.0489)^2} + \frac{5.21}{(1+0.0489)^3} + \frac{100}{(1+0.0489)^3} = 100.873 \text{ (元)}$$

(三) 统一公债估值法

统一公债是一种没有到期日的特殊债券。最典型的是英格兰银行在 18 世纪发行的应英国统一公债，英格兰银行保证对该公债的投资者永久地支付利息。直到如今，在伦敦的证券市场上仍然可以买卖这种公债。历史上美国政府为巴拿马运河融资时也发行过类似公债，但由于附有赎回条款，已退出流通领域。在现代企业中，优先股的股东可以无限期地获得固定股息，因此，也相当于一种统一公债。统一公债的内在价值的计算公式如下：

$$V = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \cdots + \frac{C}{(1+r)^n} = \frac{C}{r} \quad (8-4)$$

二、当前收益率、到期收益率与债券价格之间的关系**(一) 当期收益率**

当期收益率 (current yield)，又称当前收益率，是债券的年利息收入与当前的债券市场价格的比率。其计算公式为：

$$I = \frac{C}{P} \quad (8-5)$$

式中： I 表示当期收益率； C 表示年息票利息； P 表示债券市场价格。

从公式 (8-5) 可见，当期收益率没有考虑债券投资所获得的资本利得或损失，只是债券某一期间所获得的现金收入相较于债券价格的比率。

(二) 到期收益率

到期收益率 (yield to maturity, YTM)，又称内部收益率，是可以使投资购买债券获得的未来现金流的现值等于债券当前市价的贴现率。它相当于投资者按照当前市场价格购买并且一直持有至到期可获得的年平均收益率。其中，到期收益率隐含两个重要假设：一是投资者持有至到期，二是利息再投资收益率不变。

到期收益率一般用 y 表示，债券市场价格和到期收益率的关系式为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+y)^i} + M \left(\frac{1}{1+y} \right)^n \quad (8-6)$$

式中： P 表示债券市场价格； C 表示每期支付的利息； n 表示时期数； M 表示债券面值。



例 8-3

票面金额为 100 元的 2 年期债券，第一年支付利息 6 元，第二年支付利息 6 元，当前市场价格为 95 元，则该债券的到期收益率和当前价格之间的关系可表达为： $95 = \frac{6}{1+y} + \frac{106}{(1+y)^2}$ ，求解得 $y = 8.836\%$ 。

由公式 (8-6) 可以看出，到期收益率的影响因素主要有以下四个：

- (1) 票面利率。在其他因素相同的情况下，票面利率与债券到期收益率呈同方向增减。
- (2) 债券市场价格。在其他因素相同的情况下，债券市场价格与到期收益率呈反方向增减。
- (3) 计息方式。不同的计息方式会使得投资者获得利息的时间不同，在其他因素相同的情况下，固定利率债券比零息债券的到期收益率要高。
- (4) 再投资收益率。由于计算到期收益率时假定利息可以以相当于到期收益率的水平再投资，但在市场利率波动的情况下，再投资收益率可能不会维持不变，会影响投资者实际的持有到期收益率。

(三) 债券当期收益率与到期收益率之间的关系

债券当期收益率与到期收益率两者之间关系的如下：

- (1) 债券市场价格越接近债券面值，期限越长，则其当期收益率就越接近到期收益率。
- (2) 债券市场价格越偏离债券面值，期限越短，则当期收益率就越偏离到期收益率。但是不论当期收益率与到期收益率近似程度如何，当期收益率的变动总是预示着到期收益率的同向变动。

三、利率期限结构和信用利差

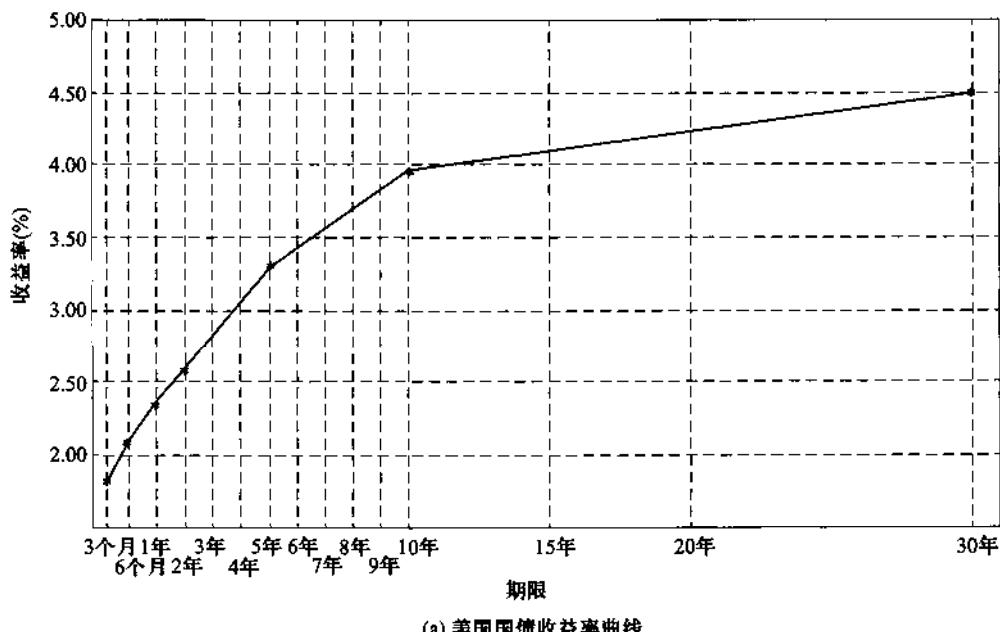
(一) 利率期限结构与债券收益率曲线

任何债券的到期收益率都与固定收益证券市场的总体情况紧密相连，这个市场中所有的收益率都趋于协同变化。然而，所有债券的收益率并不是恰好相同。债券之间收益率的差异在某种程度上可以由各种债券具有不同的信用等级来解释。只有高质量比低质量的债券价格更高才是正常的。然而质量并不能完全解释我们观察到的债券收益率的变动。

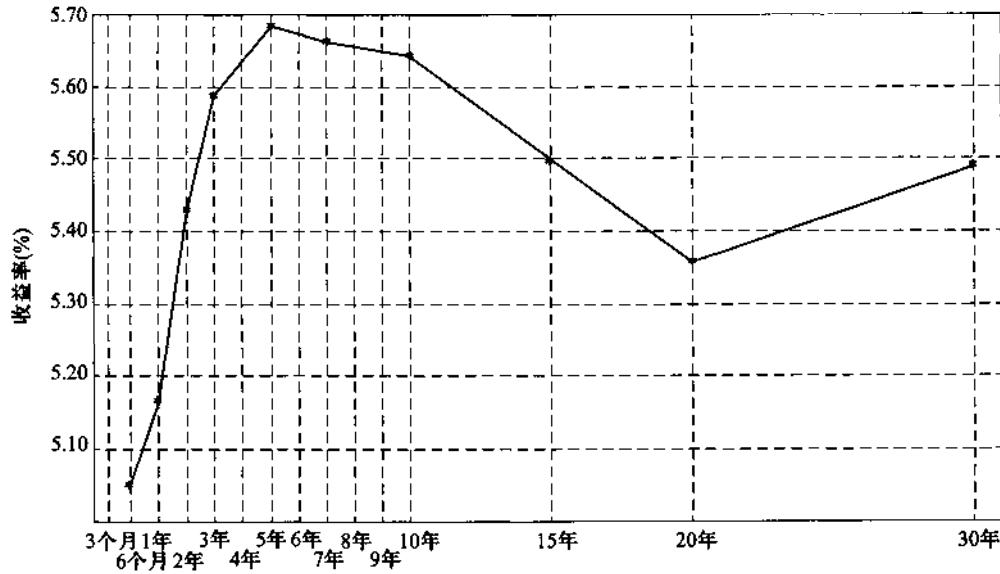
另一个能部分解释不同债券的收益率差异的是到期期限。由于债券投资者希望补偿投资长期债券带来的利率风险，所以，处于相同风险等级的债券，到期期限和到期收益率之间存在显著的正相关性。一般规则是：长期债券倾向于比短期的有相同质量的债券提供更高的收益率。描述债券到期收益率和到期期限之间关系的曲线称为收益率曲线 (yield curve)，用来描述利率期限结构 (term structure of interest rate)。

收益率曲线在以期限为横坐标，以收益率为纵坐标的直角坐标系上显示出来。主要有三种类型：第一类是正收益曲线（或称上升收益曲线），其显示的期限结构特征是短期债券收益率较低，而长期债券收益率较高。第二类是反转收益曲线（或称下降收益曲线），其显示的期限结构特征是短期债券收益率较高，而长期债券收益率较低。这两种收益率曲线转换过程中会出现第三种形态的收益率曲线，称水平收益曲线，其特征是长短期债券收益率基本相等。通常而言，上升收益率曲线是一种正常形态，而其他两类则是非正常的。

图 8-3 描述的是 2008 年 5 月 9 日不同债券的收益率曲线形状。从图 8-3 (a) 美国



(a) 美国国债收益率曲线



(b) 上交所AAA级债券的收益率曲线

图 8-3
债券收益率曲线形
状

资料来源：Blo-
omberg 数据库。

国债收益率曲线看，该日的收益率曲线是一条向上倾斜的“正常”形态的收益率曲线，且短期收益率较中远期更富有弹性。从图 8-3 (b) 我国上海证券交易所 AAA 级企业债券的收益率曲线看，该日的收益率曲线，该曲线是显示是“非正常”形态的反转收益曲线，这是因为 2008 年第 2 季度我国金融市场利率水平整体偏高。

收益率曲线一般具备以下特点：①短期收益率一般比长期收益率更富有变化性；②收益率曲线一般向上倾斜；③当利率整体水平较高时，收益率曲线会呈现向下倾斜（甚至是倒转的）形状。

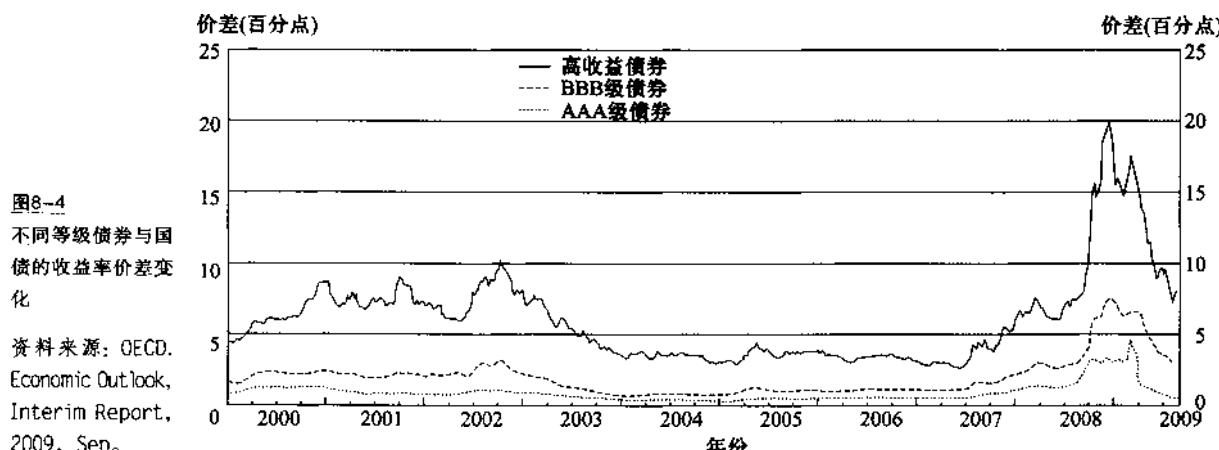
(二) 信用利差

1. 信用利差概述

信用利差 (credit spread)，是指除了信用评级不同外，其余条件全部相同（包括但不限于期限、嵌入条款等）两种债券收益率的差额。一般而言，投资者会要求更高的收益来补偿较高的违约风险，即违约风险越高，投资收益率也应该越高。

为度量违约风险与投资收益率之间的关系，将某一风险债券的预期到期收益率与某一具有相同期限和票面利率的无风险债券的到期收益率之间的差额，称为风险溢价 (risk premium)。

图 8-4 是美国债券市场上不同评级等级的公司债券的收益率和政府债券的收益率价差 (spreads) 变化，AAA 级债券风险补偿相对较低，而高收益债券 (high-yield bonds) 的风险溢价水平要求最高。



2011 年下半年在我国债券市场上，发生了多起城投债价格暴跌的风波，可归结为对信用风险的担忧和流动性的冲击。例如，2011 年 7 月，“08 云投债”（债券代码：122994）价格出现剧烈波动，源于云南省投资控股集团有限公司（云投集团）7 月 25 日发布公告称决定组建“云能投”，拟组建方案涉及公司部分资产划转，由此引发市场担心该债券产生信用违约事件，债券价格下降，到期收益率上升，出现风险溢价。2011 年 9 月 14 日，云投集团出公告表示资产重组计划暂缓实施，风险溢价消失，该债券价格回升（见图 8-5）。

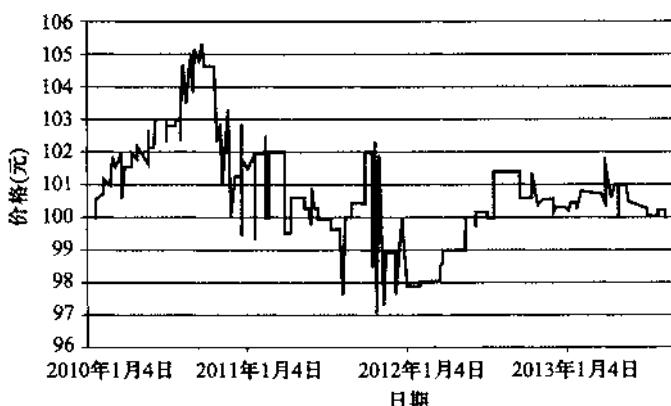


图8-5
“08云投债”
(122994) 价格的
波动

资料来源：Wind
数据库。

2. 信用利差的特点

一般而言，信用利差有以下三个显著特点：

(1) 对于给定的非政府部门的债券、给定的信用评级，信用利差随着期限增加而扩大。

(2) 信用利差随着经济周期(商业周期)的扩张而缩小，随着经济周期(商业周期)的收缩而扩张。当经济处于收缩或下滑期时，公司的盈利能力下降，现金流恶化，这会影响到债务人履行债务合同的能力。投资者面对收缩的经济环境，会增加在现金流更安全的政府部门债券的配置，从而抛售偿付风险更高的非政府部门债券，购买风险更低的政府部门债券，引起低风险的政府部门债券价格上升、到期收益率下降，非政府部门债券价格下降、到期收益率上升，最终造成信用利差扩大。这就是所谓的“Flight to Quality”现象，即在系统性危机发生时，投资者倾向于将资产向安全资产转移。当经济处于扩张或活跃期时，公司的盈利能力增强，现金流得到改善，债务人的偿付能力增强。此时，投资者会增加在风险资产上的配置，从而购买收益率更高的非政府部门债券，抛售收益率较低的政府部门债券，引起非政府部门债券价格升高、到期收益率降低，政府部门债券价格降低、到期收益率上升，最终导致信用利差减少。

(3) 信用利差的变化本质上是市场风险偏好的变化，受经济预期影响。从实际数据看，信用利差的变化一般发生在经济周期发生转换之前，因此，信用利差可以作为预测经济周期活动的指标。

四、债券的久期和凸度

利率变化是影响债券价格的主要因素之一，久期和凸度是衡量债券价格随利率变化特性的两个重要指标。

(一) 久期

到期期限是度量债券寿命的传统指标，但它仅仅考虑了到期日本金的偿还，并不是衡量债券寿命的充分性指标，因此有必要引入一个新指标来度量债券寿命中的现金流模式(数量和时间)。1938年，麦考利(Macaulay)为评估债券的平均还款期限，引入久期的概念。

麦考利久期 (duration), 又称为存续期, 指的是债券的平均到期时间, 它是从现值角度度量了债券现金流的加权平均年限, 即债券投资者收回其全部本金和利息的平均时间。其具体计算公式如下:

$$D_{\text{mac}} = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{c_t}{(1+y)^t} \times t}{P} = \sum_{t=1}^T \left[\frac{c_t}{P} \times (1+y)^t \right] = \sum_{t=1}^T \left[\frac{PV(c_t)}{P} \times t \right] \quad (8-7)$$

式中, D_{mac} 表示麦考利久期; $PV(c_t)$ 表示在时间 t 可收到现金流的现值; 计算时所用的贴现率为市场上风险相同的债券的到期收益率; P 表示当前债券的市场价格; T 表示债券到期所剩余的付息次数 (包括偿付本金); y 为未来所有现金流的贴现率, 即收益率。



例 8-4

某 3 年期债券的面值为 1 000 元, 票面利率为 8%, 每年付息一次, 现在市场收益率为 10%, 其市场价格为 950.25 元, 则其久期的计算如表 8-3 所示。

表 8-3 债券久期计算

t	c_t	$1/(1+y)^t$	$c_t/(1+y)^t$	$c_t/(1+y)^t \times t$
1	80	0.909 1	72.73	72.73
2	80	0.826 4	66.11	132.22
3	1 080	0.751 3	811.40	2 434.21
$D = \frac{2 639.16}{950.25} = 2.78$ (年)			950.25	2 639.16

资料来源: Sharpe W, Alexander G, Bailey J. Investment. 5th edition. Prentice-Hall International, Inc., 1995: 470.

上面介绍的是单个债券久期的计算, 对于债券组合的久期计算, 可以用组合中所有债券的久期的加权平均来计算, 权重即为各个债券在组合中的比重。

对于在到期日所有本息一笔付清的零息债券, 麦考利久期等于期限。

经过数学推导, 债券价格变化与收益率的关系可以表示如下:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D_{\text{mac}} \frac{\Delta y}{1+y}$$

麦考利久期除以 $(1+y)$ 即为修正久期 (D_{mod}):

$$D_{\text{mod}} = \frac{D_{\text{mac}}}{1+y}$$

修正久期衡量的是市场利率变动时, 债券价格变动的百分比。由上面两个公式可推出:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D_{\text{mod}} \Delta y \quad (8-8)$$



例 8-5

息票率 6% 的 3 年期债券，市场价格为 97.344 元，到期收益率为 7%，久期为 2.83 年。那么，该债券的到期收益率增加至 7.1%，那么价格又如何影响？在此计算如下：

$$D_{\text{mod}} = \frac{D_{\text{mac}}}{1+y} = \frac{2.83}{1+0.07} = 2.64 \text{ (年)}$$

$$\Delta p = -p D_{\text{mac}} \Delta y = -97.344 \times 2.64 \times 0.001 = -0.257 \text{ (元)}$$

即利率上升 0.1 个百分点，债券的价格将下降 0.257 元。

(二) 凸性

利用久期来估计债券价格的波动性实际是用价格收益率曲线的切线作为价格收益率曲线的近似。只有在收益率变动较小时，此种方法才适用。若利率变化较大，我们需要引入更精确的度量方式——凸性（convexity）。凸性是债券价格与到期收益率之间的关系用弯曲程度的表达方式。

由于债券价格与收益率呈反比关系。但这种反比关系是非线性的，即债券收益率下降所引起的债券价格上升的幅度不等于收益率同比上升所引起的债券价格下降的幅度，该现象就是凸性引起的。在图 8-6 中，债券的持有期限收益率和债券价格分别用 y 和 P 表示。当债券的持有收益率增加或减少同样的比率，分别表示为 y^+ 和 y^- ，债券价格则呈现不同幅度的变化特征。从图 8-6 可以看出，当债券收益率从 y 增加到 y^+ ，债券价格相应地减少到 P^- ；相反，当债券收益率从 y 减少到 y^- ，债券价格相应地增加到 P^+ 。但是，债券价格与收益率反向变动的过程中，债券价格的上升幅度大于债券价格下降的幅度。

价格收益率曲线表示的是债券价格变动与到期收益率之间的关系，该曲线是凸向原点的。曲线上任意一点的斜率表示久期，收益率越低，斜率越大，即久期越大。斜率变化的速率就是凸度。凸度是衡量价格收益率曲线弯曲程度的指标。价格收益率曲线越弯曲，凸度越大。之所以引入凸度指标，是因为价格收益率曲线越弯曲，用久期来衡量债券价格变动的偏差就越大。

(三) 久期和凸性的应用

久期和凸度对债券价格波动的风险管理具有重要意义，债券基金经理可以通过合理运用这两种工具实现资产组合现金流匹配和资产负债有效管理。如果债券基金经理能够较好地确定持有期，那么就能够找到所有的久期等于持有期的债券，并选择凸性最高的那种债券。这类策略称为免疫策略（immunization strategies）。选择免疫策略，就是在尽量减免到期收益率变化所产生负效应的同时，还尽可能从利率变动中获取收益。常用的免疫策略主要包括：所得免疫（income immunization）、价格免疫（price immunization）

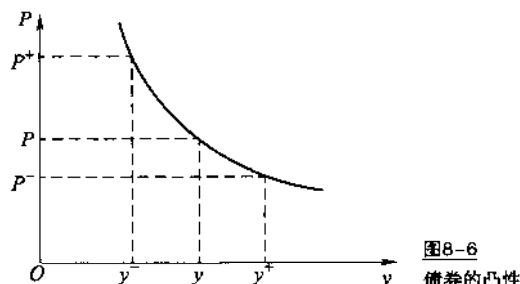


图 8-6
债券的凸性

和或有免疫 (contingent immunization)。

1. 所得免疫

所得免疫策略保证投资者有充足的资金可以满足预期现金支付的需要。这对于养老基金、社保基金、保险基金等机构投资者具有重要的意义，因为这类投资者对资产的流动性要求很高，其投资成败的关键在于投资组合中是否有足够的流动资产可以满足目前的支付。

为此，有效的投资策略可以投资于债券投资组合，获得的利息和收回的本金恰好满足未来现金需求。这种方法被称为现金配比策略 (cash matching strategy)。现金配比策略限制性强，弹性很小，这就可能会排斥许多缺乏良好现金流量特性的债券。另一种可选择的策略是久期配比策略 (duration matching strategy)，这种策略只要求负债流量的久期和债券投资组合的久期相同即可，因而有更多的债券可供选择。但是，这一策略也存在一定不足之处，例如为了满足负债的需要，债券管理者可能不得不在价格极低时抛出债券。

为此，有必要将两种配比策略的优点结合起来，即水平配比策略 (horizon matching strategy)。按照这一策略要求，投资者可以设计出一种债券投资组合，在短期内运用现金配比策略，在较长的时期内运用久期配比策略。这样，既具有了现金配比策略中的流动性强的优点，又具有了久期配比策略中的弹性较大的优点。

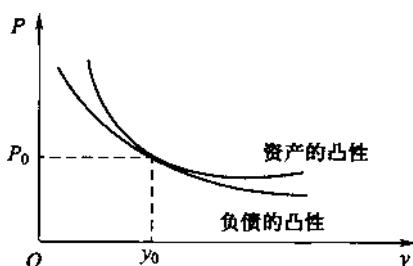
2. 价格免疫

价格免疫由那些保证特定数量资产的市场价值高于特定数量负债的市场价值的策略组成。价格免疫使用凸性作为衡量标准，实现资产凸性与负债凸性相匹配。

图 8-7 展示了债券投资组合的价格免疫策略。例如，一家保险投资基金有足够的资

金支持，可以使债券投资组合（资产）的市场价值等于未来的支出（负债）的现值。只要资产凸性高于债券的凸性，两者间差额的市场价值就将随着利率的变化而增减。而且凸性越大，从利率变化所获得的利得也就越大。因此，在这种情况下，就可以判断这家保险投资基金“价格免疫”了。

图 8-7
债券投资组合的价
格免疫策略



第三节 货币市场工具

学习内容	知识点
货币市场工具的特点	货币市场工具的定义及特点
常用的货币市场工具	银行定期存款的定义及特点
	短期回购协议的定义及特点
	中央银行票据的定义及特点

续表

学习内容	知识点
常用的货币市场工具	短期政府债券的定义及特点
	短期融资券的定义及特点
	中期票据的定义及特点
	中国证监会、中国人民银行认可的其他货币市场工具的定义及特点

一、货币市场工具的特点

货币市场工具（money market instruments）一般指短期的（1年之内^①）、具有高流动性的低风险证券，具体包括银行回购协议、定期存款、商业票据、银行承兑汇票、短期国债、中央银行票据等。

货币市场工具产生于信用活动，交易价格为利率，是固定收益证券的一部分。因其具有良好的流动性和对经济环境的敏感性，在金融市场中发挥着十分重要的功能：一方面，货币市场工具为商业银行管理流动性以及企业融通短期资金提供了有效的手段；另一方面，因货币市场工具交易而形成的短期利率在整个市场的利率体系中充当了基准利率，为市场上其余证券利率的确定提供了重要的参考依据，是判断市场上银根松紧程度的重要指标。

货币市场工具有以下特点：① 均是债务契约；② 期限在1年以内（含1年）；③ 流动性高；④ 大宗交易，主要由机构投资者参与，个人投资者很少有机会参与买卖；⑤ 本金安全性高，风险较低。

二、常用的货币市场工具

在发达国家，货币市场工具主要有银行间短期资金（同业拆借）、短期政府债券、短期金融债券、中央银行票据、商业票据、商业汇票、大额可转让存单、银行贷款等。

在我国，货币市场工具主要包括银行间短期资金（同业拆借）、1年以内（含1年）的银行定期存款和大额存单、剩余期限在397天以内（含397天）的债券、期限在1年以内（含1年）的债券回购、期限在1年以内（含1年）的中央银行票据、证监会及中国人民银行认可的其他具有良好流动性的金融工具。

（一）银行定期存款

定期存款指银行与存款人双方在存款时事先约定期限、利率，到期后支取本息的存款，是银行资金的主要来源。定期存款具有较低的存款准备金率，且方便商业银行管理，因此其深受金融机构喜爱。

定期存款可以提前支取本金或部分本金；若提前支取，则提前支取部分的利息按支

^① 实际上，在我国剩余期限在397天以内（大约13个月）的债券也归为货币市场工具。其主要原因是节假日会影响发行和兑付的日期从而导致债券剩余期限的延长；且从流动性和风险的角度看，365天与397天并无太大区别。但是绝大多数情况下，货币市场工具的投资期限为1年以内（含1年）。

取日的活期利率付息。定期存款一般有3个月、6个月、1年、2年、3年、5年等期限；一般情况下，期限越长，利率越高。对投资者来说，定期存款具有期限、金额选择余地大，流动性好，利息收益较稳定等特点。

（二）短期回购协议

1. 回购协议的概念

回购协议是指资金需求方在出售证券的同时与证券的购买方约定在一定期限后按约定价格购回所卖证券的交易行为。其中，证券的出售方为资金借入方，即正回购方；证券的购买方为资金贷出方，即逆回购方；正、逆回购是一个问题的两个方面。本质上，回购协议是一种证券抵押贷款，抵押品以国债为主。

2. 回购协议的功能

证券回购协议的主要功能有三个：

- (1) 中国人民银行以此为工具进行公开市场操作，方便中央银行投放（收回）基础货币，形成合理的短期利率；
- (2) 为商业银行的流动性和资产结构的管理提供了必要的工具；
- (3) 各类非银行金融机构可以通过证券回购协议实现套期保值、头寸管理、资产管理、增值等目的。

3. 回购协议市场

我国金融市场上的回购协议以国债回购协议为主。由于历史沿革的因素，我国存在两个分离的国债回购市场——场内交易市场与场外交易市场。在我国，场内交易指上海证券交易所和深圳证券交易所开办的国债标准回购业务，参与者包括个人投资者和企业。因为标准化的缘故，场内交易的回购协议对国债种类、期限、合约金额、清算方式都有极其严格的规定。场外交易则指银行间国债回购市场，参与者包括中国人民银行、商业银行（包括非国有商业银行）、证券公司、基金管理公司等金融机构。货币基金在银行间回购市场兼有资金需求方和资金供给方的角色。货币基金使用回购协议作为其资金的来源有两方面原因：其一，基金的资产中存在大量的政府债券，可以作为回购协议的抵押品；其二，回购协议市场交易量大，可以方便地获得资金。同时基金会将部分资金配置在短期回购协议，以保持基金有适当的流动性和收益。

4. 回购协议的主要类型

按回购期限划分，我国在交易所挂牌的国债回购可以分为1天（隔夜回购）、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天以及182天。国债回购作为一种短期融资工具，在各国市场中最长期限均不超过1年。

按逆回购方是否有权处置回购协议的标的国债划分，国债回购可以分为质押式回购和买断式回购（即开放式回购^①）。在交易期间，对于质押式回购，质押的国债的所有权

^① 开放式回购业务与质押式回购业务的性质是相同的，只是质押式回购是通过网上交易办理，而开放式回购业务是针对不能在网上交易但又托管在国债登记公司的一些企业债券开办的一项业务，回购双方通过纸质的合同在网上进行交易，通过一笔即期债券交易和一笔远期债券交易来实现。

仍属于国债的出让方（正回购方），受让方（逆回购方）无权处置，国债被证券交易中心冻结；对于买断式回购，出售的国债的所有权转移给国债的受让方（逆回购方），受让方有权处置该国债，只需在到期日按约定价格回售先前的国债。由于质押式回购历史很长，回购市场目前以质押式回购为主要交易品种。近年来虽然也存在开放式回购品种，但由于交易习惯、结算和会计处理等原因，交易量并不大。

5. 影响回购协议利率的因素

- (1) 抵押证券的质量。抵押证券的流动性越好、信用程度越高，回购利率越低。
- (2) 回购期限的长短。一般来说，回购期限越短，抵押品的价格风险越低，回购利率越低。
- (3) 交割的条件。若采用实物交割，回购利率较低。目前的大部分回购协议尤其是期限较短的回购协议一般不采用实物交付，而是将抵押的证券交付至贷款人的清算银行的保管账户或借款人专用的证券保管账户中。
- (4) 货币市场其他子市场的利率。货币市场的各个子市场的利率主要反映市场短期的流动性情况，并且具有很强的联动性，其他子市场如同业拆借市场、票据市场等利率的高低会对回购市场利率的高低产生正向影响。

6. 回购协议的定价

$$\text{回购价格} = \text{本金} \times \left(1 + \frac{\text{回购时应付的利率} \times \text{回购协议的期限}}{360} \right)$$

7. 回购协议的风险

尽管回购协议中的抵押品一般是风险较低的国债，但交易过程中仍然存在信用风险，尤其是市场流动性紧张导致短期利率迅速飙升的情形。回购协议中的信用风险存在以下两类：① 到期时，证券的出让方（正回购方）无法按约定价格赎回，证券的受让方（逆回购方）只能保留作为抵押品的证券。此时，若适逢利率上升，则该抵押品价格下降，抵押品的价值便低于出借资金的价值，客户蒙受损失。② 到期时，证券的受让方（逆回购方）不愿意按约定价格将抵押的证券回售给证券的出让方（正回购方）。此类信用风险一般发生在利率下跌、抵押品价格上涨的情形下。

减少上述信用风险的方法主要有两种：① 对抵押品进行限定，且倾向于对流动性高、容易变现抵押物的要求，如只接受短期国债或中央银行票据为抵押品。② 提高抵押率的要求。一般要求提供更多的抵押品。

(三) 中央银行票据

1. 中央银行票据的概念

中央银行票据是由中央银行发行的用于调节商业银行超额准备金的短期债务凭证，简称央行票据或央票。其前身为 1993 年中国人民银行发行的两期共计 200 亿人民币的中央银行融资券，该融资券主要为解决当时中央银行缺少可用于公开市场操作的债券的困难。2002 年 9 月，中国人民银行将公开市场业务中未到期的正回购转化为中央银行票据，真正的中央银行票据出现。2003 年 4 月起，中央银行票据正式有规律地滚动发行。目前，中国人民银行公开市场业务操作室每周二、周四分别发行 1 年期和 3 年期中央银

行票据，确定价格的方式则采用利率招标和数量招标。流通在市场上的中央银行票据的期限还包括3个月、6个月和远期票据，其中以1年期以下的央票为主。

2. 中央银行票据产生的原因

中央银行票据产生的原因主要有两方面。其一，自2001年加入WTO后，我国经常项目与资本项目的双顺差呈现出加速增长的态势，外汇储备爆发式增长。由于我国的汇率制度和企业的结售汇制度，央行不得不在外汇市场上购买外汇，被动投放基础货币。为了控制货币供给，央行通过发行中央银行票据冲销购汇带来的货币供给的扩张，一定程度上缓解了国内流动性过剩的压力。其二，我国的国债期限结构以中期为主，3~5年的国债占比超过80%，1年期的短期国债占比不到10%。因此，中国人民银行无法通过国债市场实现短期的、大规模的公开市场业务操作。而央票弥补了我国国债期限不合理的缺点，为公开市场操作提供了有效的市场工具。

3. 中央银行票据的特征

中央银行票据市场的参与主体只有中央人民银行及经过特许的商业银行和金融机构。中国人民银行通过与商业银行进行票据的交易改变商业银行超额准备金的数量（商业银行一般会配合中国人民银行的行为），从而影响整个市场的货币供给水平。

4. 中央银行票据的分类

中央银行票据分为普通央行票据和专项央行票据两种。普通央行票据即中国人民银行在公开市场操作中使用的票据。专项央行票据主要用于置换商业银行和金融机构的不良资产，发行本身并不会改变市场上基础货币的供给水平。

（四）短期政府债券

1. 短期政府债券的概念

短期政府债券，是由一国的政府部门发行并承担到期偿付本息责任的，期限在1年及1年以内的债务凭证。广义的短期政府证券不仅包括国家财政部发行的债券，还包括地方政府及政府代理机构所发行的证券^①。狭义的短期政府债券仅指由财政部发行的政府债券。本章的短期政府债券指狭义的短期政府债券。

短期政府债券以贴现的形式发行，为无息票债券，投资者获得的投资收益是证券的购买价和证券票面价值的差额。短期政府债券投资收益根据拍卖竞价决定，因此不存在发行过多或发行不足的问题。

2. 短期政府债券的特点

短期政府债券主要有三个特点：

- （1）违约风险小，由国家信用和财政收入作保证，在经济衰退阶段尤其受投资者喜爱；
- （2）流动性强，交易成本和价格风险极低，十分容易变现；
- （3）利息免税，根据我国相关法律规定，国库券的利息收益免征所得税。

^① 地方政府债券包括普通债券和收益债券。普通债券以地方政府税收作为担保，收益债券以特定项目的预期收入作为担保。

(五) 短期融资券

1. 短期融资券的概念

2005年，中国人民银行颁布了《短期融资券管理办法》《短期融资券承销规程》《短期融资券信息披露规程》，允许符合相应条件的企业按相关规定向机构投资者发行短期融资券。中国的短期融资券是境内具有法人资格的非金融企业发行的，仅在银行间债券市场上流通的短期债务工具。短期融资券的期限不超过1年，交易品种有3个月、6个月、9个月、1年。其特征与商业票据十分相似。

2. 短期融资券的发行

短期融资券由商业银行承销并采用无担保的方式发行（信用发行），通过市场招标确定发行利率。发行者必须为具有法人资格的非金融企业，投资者则为银行间债券市场的机构投资者。企业发行短期融资券的主要目的是为了获得短期流动性，由于对资金用途并无明确限制，深受企业喜爱。

3. 短期融资券在我国的发展状况

截至2011年，短期融资券的发行总量超过了企业债和公司债的发行规模之和，虽然与中央银行票据、国债、金融债相比还有很大的差距，但在发行主体为非金融企业的债券品种中发行量遥遥领先。2010年年底，银行间市场交易商协会宣布正式启动超短期融资券业务（super & short-term commercial paper, SCP），进一步丰富了短期融资券的期限结构。

(六) 中期票据

1. 中期票据的定义

中期票据是企业依照中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》及中国银行间市场交易商协会相关自律规则和指引，由具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的有价证券。中期票据的期限一般为1年以上、10年以下，我国的中期票据的期限通常为3年或者5年。

2. 中期票据的发行

中期票据采用注册发行，最大注册额度不超过企业净资产的40%。额度一经注册，两年内有效；发行人可以在额度有效期内分期发行中期票据，并且可以和投资人自由协商具体的发行条款，内容包括发行利率、期限以及是否与某种资产价格或者指数挂钩等。

中期票据的发行市场是银行间市场，避免了公司（企业）债复杂的审批程序，提高了融资效率。同时由于采用注册发行的方式，发行人的发行费用显著降低。发行利率由市场决定，具有较强的价格发现功能，降低了发行主体尤其是信用资质较好的发行主体的筹资成本。

我国中期票据大多采用信用发行，接受担保增信；国外也出现了资产支持的中期票据。中期票据募集资金的用途并无严格限制，但必须披露。投资者可以通过中国货币网和中国债券信息网查询企业中期票据的发行公告及相关信息。

3. 中期票据的优点

(1) 弥补企业直接融资中等期限(1~10年)产品的空缺。在中期票据出现之前,企业一般通过发行商业票据获得短期融资(我国一般使用短期融资券),发行公司(企业)债获得长期融资,市场上缺乏期限介于两者之间的直接融资工具。

(2) 中期票据帮助企业更加灵活地管理资产负债表。由于灵活简便的发行方式和更多的期限选择,企业可以根据自身资产的情况更加合理地安排负债结构。

(3) 节约融资成本,提高融资效率。中期票据的发行在银行间市场进行,因而避开了公司债复杂的审批程序,能够帮助企业节省融资成本,提高融资效率。

(七) 证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具

随着我国金融市场的不断发展,除了上述主流的货币市场工具外,货币市场基金可以投资的货币市场工具也不断扩展。现对其他货币市场工具简要介绍如下。

1. 同业拆借

同业拆借是指金融机构之间以货币借贷方式进行短期资金融通的行为。同业拆借的期限一般较短,最短的是隔夜拆借,最长的接近一年。同业拆借市场属于银行间市场,交易主体为商业银行、保险公司、证券公司、基金公司等大型金融机构。交易过程涉及资金的拆入方(借方)和拆出方(贷方)。

同业拆借对金融市场具有重要意义,拆借的资金一般用于缓解金融机构短期流动性紧张,弥补票据清算的差额等。对资金拆入方来说,同业拆借市场的存在降低了金融机构的流动性风险;对资金拆出方来说,同业拆借市场的存在提高了金融机构的获利能力,使得原本存放在中央银行无法生息的资产实现利息收入。对中央银行来说,其可以通过提高存款准备金率来影响同业拆借利率,从而实现货币政策的传导;对整个市场来说,同业拆借市场是对短期流动性最敏感的市场,同业拆借利率作为市场的基准利率,是衡量市场流动性的重要指标,为市场上其他利率的确定提供了重要的参考依据。

同业拆借活动起源于存款准备金制度,各国央行规定商业银行获得的存款必须按一定比例计提存款准备金(不生息),若准备金数额不足,将受到一定的经济处罚。理论上,商业银行可用于贷款和投资的金额应不高于负债扣除法定存款准备金数额。而实际情况中,由于清算业务和日常收付数额的变动,往往会出现银行存款准备金盈余或不足的情况。由于准备金是不生息资产,准备金盈余的银行(拥有超额准备金)希望寻找合理的投资渠道,而准备金不足的银行则需要多余的资金弥补准备金的缺口(否则只能卖出资产、收回贷款等),同业拆借活动则提供了上述情况的解决方案。目前,同业拆借的对象不仅仅限于商业银行的超额准备金,还包括商业银行的同业存款、证券交易商及政府拥有的活期存款。拆借的目的除了满足准备金的需求外,还拓展到解决临时性、季节性资金需求,轧平票据的差额等。

同业拆借市场并不是有形的交易市场,而是一个由参与其中的金融机构通过通信设备连接构筑的无形市场。整个交易过程通过中央银行的电子资金转账系统实现。同业拆借既可以通过交易商完成,也可以由双方直接联系完成交易。市场中的交易商有两类,一类是专门从事货币市场各子市场交易中介业务的交易商,另一类是由一些大银行组成的兼营交易商。美国的联邦资金市场是美国的银行间同业拆借市场,主要目的是调剂联

邦储备银行会员银行的准备金头寸。英国伦敦的银行间同业拆借市场是世界上规模最大的同业拆借市场之一，交易的货币包括欧洲美元、英镑及其他欧洲货币；相应的，伦敦同业拆借利率（LIBOR）则是国际金融市场中大多数浮动利率的基础利率，是衡量全球市场流动性的重要指标。2007年1月4日，衡量我国市场上短期流动性水平的“上海银行间同业拆借利率”（SHIBOR）正式运行。我国同业拆借市场上交易活跃的品种有1天（隔夜）、7天、14天、1个月、3个月、6个月、9个月和1年。同业拆借的利息是按日结算的。拆息率则根据剔除该品种每天最高和最低的报价后的算术平均数得到，并于每天上午11:30对外发布。各个品种的拆息率每天都会调整，灵敏度极高。SHIBOR在我国债券定价的过程中发挥着十分重要的作用，市场上不仅有以SHIBOR发行的浮息债，SHIBOR也是公司（企业）债利率确定的重要参考，还是部分短期融资券和中期票据的定价基础。

2. 银行承兑汇票

银行承兑汇票是由在承兑银行开立存款账户的存款人出票，向开户银行申请并经银行审查同意承兑的，保证在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据，是商业票据的一种。对出票人签发的商业汇票进行承兑是银行基于对出票人资信的认可而给予的信用支持。银行承兑汇票的主要功能是方便商业交易活动，减少了因售货方对购货方信用不了解而产生的不信任，在对外贸易中运用较多。

银行承兑汇票的业务主要体现在银行承兑汇票的承兑和贴现业务上，在我国全部票据业务中占比超过90%。承兑业务由银行提供，其本质是由银行将其信用出借给企业，因此企业必须缴纳一定的手续费。贴现业务是持票人或收款人有资金需求时，将未到期的银行承兑汇票向银行申请贴现，银行扣除贴现息后将余额支付给持票人或收款人。贴现银行可在到期日时凭该票据向承兑行收取票款。本质上，贴现业务就是像企业提供短期贷款。一般票据的贴现期不超过6个月，贴现期从贴现日起计算至票据到期日。

银行承兑汇票可以进行转贴现和再贴现。银行A在持有贴现获得的银行承兑汇票的期间，因短期资金需要将该汇票向银行B（不包括中央银行及其分支机构）贴现的行为便是转贴现。若银行B是中央银行或其分支机构，则称为再贴现。转贴现大致存在两类。若转贴现后该汇票的所有权归银行B，银行A不再买回，则称其为买（卖）断式转贴现。若银行A转贴现后与银行B约定在某一到期日重新买回该汇票，则称其为回购式转贴现。转（再）贴现也需要向贴现行支付贴现息，计算过程与贴现过程一致。

3. 商业票据

我国《境内机构发行外币债券管理办法》中对商业票据的定义为：商业票据指发行主体为满足流动资金的需求所发行的期限为2天至270天的、可流通转让的债务工具。广义的商业票据指在金融市场上流通的商业汇票和商业本票，狭义的商业票据仅指商业本票。原先，商业票据依附于真实的商品赊销关系，商品的赊销方可以凭借赊购方出具的商业本票在到期日时取得货款或提前至票据市场上贴现转让。如今，商业票据已成为一种方便公司获取短期信贷的债务工具。

商业票据的特点主要有三点：①面额较大；②利率较低，通常比银行优惠利率低；

比同期国债利率高；③只有一级市场，没有明确的二级市场^①。

商业票据的发行包括直接发行和间接发行两种。直接发行指发行主体直接将票据销售给投资人，大多数资信好的公司采用这种发行方式。间接发行指发行主体通过票据承销商将票据间接出售给投资者。和短期政府债券一样，商业票据也采用贴现发行的方式。货币市场利率越高，贴现率越高；发行主体资信越好，贴现率越低。

4. 大额可转让定期存单

大额可转让定期存单是银行发行的具有固定期限和一定利率的，且可以在二级市场上转让的金融工具。大额可转让定期存单的产生与美国 20 世纪 60 年代的“Q 条例”中禁止活期存款支付利息的规定有关。

与普通的银行定期存款相比，大额可转让定期存单有以下特征：①定期存款记名且不可转让；大额可转让定期存单不记名，并且可以在二级市场上转让，可转让是其最大的特点。②定期存款的金额一般由存款者自身决定，有零有整；大额可转让定期存单一般面额较大，且为整数。③定期存款的投资者可以是个人投资者、机构投资者、企业等；由于面额较大，大额可转让定期存单的投资者一般为机构投资者和资金雄厚的企业。④定期存款的利率固定；大额可转让定期存单的利率可以是固定的，也可以是浮动的，且一般比同期的定期存款利率要高，一般也高于同期国债的利率。⑤定期存款可以提前支取，但需要罚息；大额可转让定期存单原则上不能提前支取，只能在二级市场上转让。⑥定期存款期限较长，一般都在 1 年以上；而大额可转让定期存单的期限较短，一般在 1 年以内，最短的是 14 天，以 3 个月、6 个月为主。

大额可转让定期存单的一级市场即发行市场，发行人多为大银行。发行时按面额平价发行，票面利率取决于银行的信用级别、存单期限、存单面额、存单的供求关系、货币市场其他子市场的利率水平以及相关的法律法规。存单发行的形式有两类：①批发式发行，即发行银行将发行数量、面值大小、利率、发行日期、期限等信息预先公布，供投资者自行认购。②零售式发行，即为满足投资者的不同需求，不定时发行，利率、罚息方式也与投资者协商后确定。

大额可转让定期存单的二级市场一般采取做市商制度。做市商的主要功能有两个：一方面以自有资金买入存单后再零售给投资者获取资本利得，另一方面为投资者提供流动性充足的二级市场。值得注意的是，做市商会通过回购协议将部分大额可转让定期存单抵押出去以获得资金，但存单回购利率要高于国债回购利率。二级市场流动性的大小取决于做市商的数量。

大额可转让定期存单的风险有：①信用风险，指发行存单的银行在期满时无法偿付本金和利息。②市场风险，指投资者无法在二级市场上立即变现或不能以合理的价格变现。尽管大额可转让定期存单的二级市场较为发达，但不如短期政府债券市场的流动性高。尤其当市场流动性出现极端情况引发系统性流动性不足时，市场风险便会显现。

5. 同业存单

^① 80% 的商业票据是持有到期的。

同业存单是存款类金融机构在全国银行间市场上发行的记账式定期存款凭证，其投资和交易主体为全国银行间同业拆借市场成员、基金管理公司及基金类产品（包括信托公司）。目前，同业存单已经成为银行业存款类金融机构的重要短期融资工具。

作为同业存款的替代性产品，该产品目前仍处在试点初期。为规范同业存单业务，拓展银行业存款类金融机构的融资渠道，促进货币市场发展，中国人民银行在2013年12月制定并实施《同业存单管理暂行办法》。按照该规定，同业存单的利率参考同期限SHIBOR，发行期限原则上不超过1年，主要包括1个月、3个月、6个月、9个月和1年；浮动利率的同业存单则以SHIBOR为基准，发行期限原则上在1年以上，包括1年、2年和3年。同时，存款类金融机构在当年发行备案额度内，自行确定每期同业存单的发行金额、期限，但单期发行金额不得低于5000万元人民币。

例如，2014年8月15日，平安银行发行两期（第010期、第011期）同业存单，期限分别为6个月、3个月，发行规模分别为15亿元、5亿元，发行价格分别为97.6855元、98.8538元，对应参考收益率分别为4.7000%、4.6002%。且平安银行表示，在年度700亿元同业存单业务发行额度内，将根据经营需求及市场状况，自行确定具体发行基数及每期发行时间、金额、价格和发行方式。



案例 8-1

2013年6月末的中国金融市场“钱荒事件”

2013年6月5日，一则“光大对兴业千亿同业资金违约”的消息绷紧了市场的神经。尽管事后两家银行通过不同渠道对此消息进行了否认，但是市场的情绪已发生微妙的转变。6月6日，SHIBOR隔夜利率飙升135.9个基点至5.98%。同日，中国农业发展银行发行的200亿金融债流标。6月7日，央行不仅取消了公开市场短期流动性注入操作（SLO），继续发行央票，同时还进行了100亿元的正回购。当日，银行间市场的大额资金交易系统迎来史上最长延时，全市场大面积违约。6月18日至19日，美联储主席伯南克的讲话再次使缓和的气氛紧张起来。19日下午，银行间市场人民币交易系统闭市时间被迫延迟了半个小时至下午5点。6月20日，央行继续发行20亿元央票表明“立场”，货币市场的紧张程度达到最高潮，短期利率接近崩溃的边缘。SHIBOR隔夜拆借利率飙升578.4个基点至13.444%，银行间市场质押式隔夜回购利率最高至30%，7天回购利率也一度飙升至25%。各家商业银行为了揽储，纷纷提高3个月短期理财产品的收益率。6月22日后，央行的态度才发生转变，市场的恐慌情绪也有所缓和，利率逐渐下行。6月25日，央行发布公告称下一步将根据市场流动性的实际状况，积极运用各种工具，适时调节银行体系的流动性，平抑短期市场的异常波动，稳定市场预期，保持货币市场稳定。进入7月后，市场利率才逐渐回落，“钱荒”最终以央行向市场重新注入流动性落幕。

关于本次“钱荒”产生的原因，市场的观点并不相同。主流的解释有四种。第一种解释认为本轮“钱荒”产生的原因是中央银行的技术性原因。第二种解释是“资金空转”。第三种解释则认为

“钱荒”主要由金融系统中的期限错配引起。第四种解释比较新颖，认为国内实体经济“杠杆见顶”是本次“钱荒”的深层次原因，即实体经济的负债率过高。

然而，值得让人深思的不仅是引起本次“钱荒”的原因，我们更应该关注因“钱荒”而暴露的过去一直被人们忽视的流动性风险——货币市场工具并不是无风险的。在此之前，大部分投资者都认为货币市场工具就像银行存款一样几乎零风险，同时又享受着比存款更高的利率和更灵活的存取方式。但是“钱荒”则通过金融链条的传递、放大，让货币市场工具的风险暴露无遗。“钱荒”的起点是银行间市场的流动性危机，然后扩散至交易所债券市场，最后逐渐演变成整个金融系统的流动性危机。具体来看，首先银行间市场出现资金紧张的现象，从5月起短期资金利率小幅上扬；进入6月传统的资金紧张时期后，市场上各类传闻的盛行和央行“袖手旁观”的态度加剧了市场上的恐慌情绪，短期资金利率进一步飙升；此后，市场上4%的货币基金收益率与10%的银行间同业拆借利率形成了巨额套利空间，大量保险机构、财务公司大量赎回货币基金。现阶段，货币基金的投资标的的主要集中在协议存款和短期融资券。一方面，协议存款的大量提前支取进一步加剧了银行“钱荒”的境况。另一方面，货币基金的基金经理们开始大量贱卖短期融资券，导致短期融资券利率飙升。以6月20日为例，公开数据显示，在当日成交的短期融资券中，剩余期限24天的两个产品收益率分别为15%和16%，另有多只剩余期限不到1个月的产品的收益率在10%以上，且都是AAA级品种。由于短期融资券的贱卖，货币基金的收益率快速降低，许多货币基金的7日年化收益率降低至2%以下，基金的净值也下降明显。

虽然“钱荒”事件最终以央行“救市”告终，但这场银行体系内真实的“压力测试”给我们留下两点忠告：其一，投资者必须重新审视货币市场的风险，尤其是在极端情景下；其二，货币基金的管理者必须拥有良好的大局观，面对不同的宏观经济背景，在收益性和流动性之间选择合适的平衡点。

资料来源：Wind资讯、新浪财经。

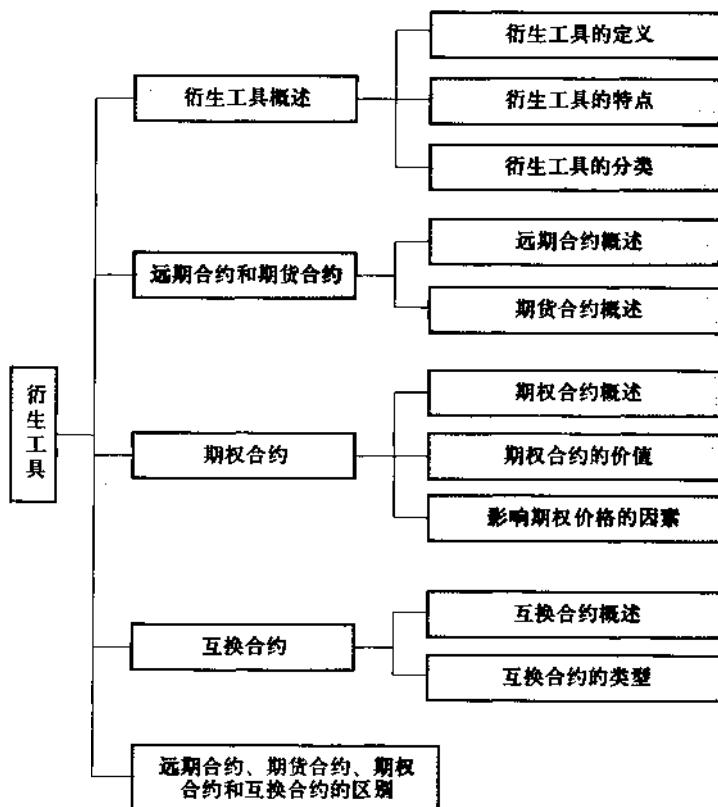
参 考 文 献

- [1] 埃斯梅·法尔博. 债券及债券基金投资：从入门到精通. 北京：人民邮电出版社，2014.
- [2] 张宗新. 投资学. 3版. 上海：复旦大学出版社，2013.
- [3] SCHWESER. Corporate finance, portfolio management, and equity investments (Level I, Book 4. Schweser Notes for the CFA Exam.). Fort Lauderdale: Kaplan, Inc., 2013.
- [4] 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京：中国财政经济出版社，2011.

本章内容概述

本章分四节对金融场上的远期合约、期货合约、期权合约和互换合约等衍生工具进行介绍。衍生工具的风险收益关系与其标的物的价值相关联。决定衍生工具价值的证券被称为基础证券或标的证券。衍生工具有跨期性、杠杆性、联动性和高风险性四个显著的特点。

知识结构图



第一节 衍生工具概述

学习内容	知识点
衍生工具的定义和特点	衍生工具的定义及基本要素构成
	衍生工具的特点
衍生工具的分类	衍生工具类别与形态

一、衍生工具的定义

衍生工具（derivatives），是指一种衍生类合约，其价值取决于一种或多种基础资产。这些基础资产通常被称作合约标的资产（underlying）。合约标的资产可以是股票、债券、货币等金融资产，也可以是黄金、原油等大宗商品或贵金属。

在衍生工具中，在未来买入合约标的资产（或者有买入合约标的资产权利）的一方称为多头（long position），在未来卖出合约标的资产（或者有卖出合约标的资产权利）的一方称为空头（short position）。

一般而言，衍生工具可由以下五个共同的要素组成。

（一）合约标的资产

衍生工具是在合约标的资产基础上创造出来的。所有的衍生品合约追根溯源都是以标的资产作为基础的。合约标的资产的例子包括：市场利率，股票，股票市场指数和债券市场指数，小麦、大豆等农产品。

（二）到期日

所有的衍生工具都会规定一个合约到期日。

（三）交易单位

交易单位，又称合约规模（contract size），是指在交易时每一份衍生工具所规定的交易数量。在交易时，只能以交易单位的整数倍进行买卖。确定期货合约交易单位的大小时，主要应当考虑合约标的资产的市场规模、交易者的资金规模等因素。当合约标的资产的市场规模、交易者的资金规模较大时，交易单位应该较大。

（四）交割价格

衍生工具的交割价格（delivery price）是未来买卖合约标的资产的价格。通常取决于合约标的资产的价格和交易双方的预期。

（五）结算

衍生工具的结算可以按合约规定在到期日或者在到期日之前结算。一些衍生工具在结算时要求实物交割；其他的衍生工具允许计算出现净现金盈亏，用现金结算。

在衍生工具的交易中，交易双方中某一方违约的风险被称作交易对手风险（counterparty risk）。履约保函（performance bond）是第三方（通常是保险公司）开具

的当某一方违约时保证偿付的保单。另外，抵押品也能保护交易双方免受违约带来的损失。

二、衍生工具的特点

与股票、债券等金融工具有所不同，衍生工具具有跨期性、杠杆性、联动性、不确定性和高风险性四个显著的特点。

(一) 跨期性

衍生工具是交易双方根据对价格（例如商品价格、利率、股价等）变化的预测，约定在未来某一确定的时间按照某一条件进行交易或有选择是否交易的权利，涉及基础资产的跨期转移。每一种衍生工具都会影响交易者在未来某一时间的现金流，跨期交易的特点非常明显。

(二) 杠杆性

衍生工具只要支付少量保证金或权利金就可以买入。例如，如果期货交易保证金为合约金额的5%，则可以控制20倍于所投资金额的合约资产，实现小资金撬动大资金，这也在很大程度上决定了衍生工具所具有的高风险性。

(三) 联动性

联动性指衍生工具的价值与合约标的资产价值紧密相关，衍生资产价格与标的资产的价格具有联动性。例如，我国股指期货沪深300指数合约与沪深300股票指数价格走势密切相关，内在价值存在高度关联性。

(四) 不确定性和高风险性

衍生工具的价值与合约标的资产紧密相关，合约标的资产的价格变化会导致衍生工具的价格变动。而且衍生工具通常存在较大的杠杆，所以常常会有比较大的风险。除了这几种风险，衍生工具还可能有以下风险：

- (1) 交易双方中的某方违约的信用风险；
- (2) 因为资产价格或指数变动导致损失的市场风险；
- (3) 因为缺少交易对手而不能平仓或变现的流动性风险；
- (4) 因为交易对手无法按时付款或者按时交割带来的结算风险；
- (5) 因为操作人员人为错误或系统故障或控制失灵导致的运作风险；
- (6) 因为合约不符合所在国法律带来的法律风险。

三、衍生工具的分类

衍生工具可以按不同的标准来分类。一般而言，按合约特点、产品形态、合约标的资产的种类以及交易场所分类是四种比较常见的分类方式。

(一) 按合约特点分类

衍生工具按其自身的合约特点可以分为远期合约、期货合约、期权合约、互换合约和结构化金融衍生工具五种。远期合约、期货合约、期权合约、互换合约是四种基本的衍生工具，所有的金融衍生工具均可以由这四种合约构造出来。在后面的几节中将会具

体介绍这四种基本的衍生工具。

1. 远期合约

远期合约 (forward contract) 是指交易双方约定在未来的某一确定的时间，按约定的价格买入或卖出一定数量的某种合约标的资产的合约。远期合约是非标准化的合约，即它不在交易所交易，而是交易双方通过谈判后签署的。

2. 期货合约

期货合约 (futures contract) 是指交易双方签署的在未来某个确定的时间按确定的价格买入或卖出某项合约标的资产的合约。相对远期合约而言，期货合约是标准化合约。

3. 期权合约

期权合约 (option contract)，又称作选择权合约，是指赋予期权买方在规定期限内按双方约定的价格买入或卖出一定数量的某种金融资产的权利的合同。约定的价格被称作执行价格 (exercise price) 或协议价格。

4. 互换合约

互换合约 (swap contract) 是指交易双方约定在未来某一时期相互交换某种合约标的资产的合约。更为准确地说，互换合约是指交易双方之间约定的在未来某一期间内交换他们认为具有相等经济价值的现金流 (cash flow) 的合约。

5. 结构化金融衍生工具

上面介绍的四种基本的金融衍生工具也常被称作“基础性衍生模块”，它们是相对简单，也是最基础的衍生工具。利用它们的结构化特性，通过相互结合或者与基础金融工具相结合，能够开发和设计出更多具有复杂特性的金融衍生工具，这些金融衍生工具通常被称为结构化金融衍生工具，或者简称为“结构化产品”。

(二) 按产品形态分类

按照衍生工具的产品形态分类，衍生工具可以分为独立衍生工具和嵌入式衍生工具。

1. 独立衍生工具

独立衍生工具指本身即为独立存在的金融合约，例如期权合约、期货合约或者互换合约等。

2. 嵌入式衍生工具 (embedded derivatives)

嵌入式衍生工具指嵌入非衍生合约 (简称主合约) 中的衍生工具，该衍生工具使主合约的部分或全部现金流量将按照特定利率、金融工具价格、汇率、价格或者利率指数、信用等级或信用指数，或类似变量的变动而发生调整，例如公司债券条款中包含的赎回条款、返售条款、转股条款、重设条款等。

(三) 按合约标的资产的种类分类

衍生工具从合约标的资产角度分类，可以分为货币衍生工具、利率衍生工具、股权类产品的衍生工具、信用衍生工具、商品衍生工具以及其他衍生工具。

1. 货币衍生工具

货币衍生工具指以各种货币作为合约标的资产的金融衍生工具，主要包括远期外汇合约、货币期货合约、货币期权合约、货币互换合约以及上述合约的混合交易合约。

2. 利率衍生工具

利率衍生工具指以利率或利率的载体为合约标的资产的金融衍生工具，主要包括远期利率合约、利率期货合约、利率期权合约、利率互换合约以及上述合约的混合交易合约。表 9-1 是我国部分利率类衍生工具（包括利率互换、债券远期和远期利率协议）的交易情况。

表 9-1 我国利率衍生工具的交易情况

年份	利率互换合约		债券远期合约		远期利率合约	
	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)	交易笔数 (笔)	交易量 (亿元)	交易笔数 (笔)	名义本金额 (亿元)
2008 年	4 040	4 121.5	1 327	5 005.5	137	113.6
2009 年	4 044	4 616.4	1 599	6 556.4	27	60.0
2010 年	11 643	15 003.4	967	3 183.4	20	33.5
2011 年	20 202	26 759.6	436	1 030.1	3	3.0
2012 年	20 945	29 021.4	56	166.1	3	2.0
2013 年	24 409	27 277.8	1	1.0	1	0.5

资料来源：中国人民银行。中国人民银行货币政策执行报告，2013 (4)。

3. 股权类产品的衍生工具

股权类产品的衍生工具指以股票或股票指数为合约标的资产的金融衍生工具，主要包括股票期货合约、股票期权合约、股票指数期货合约、股票指数期权合约以及上述合约的混合交易合约。

4. 信用衍生工具

信用衍生工具指以基础产品所蕴含的信用风险或违约风险为合约标的资产（准确地说，这是一种结果）的金融衍生工具，用于转移或防范信用风险。这是 20 世纪 90 年代以来发展最为迅速的一类金融衍生工具，主要包括信用互换合约、信用联结票据等。

5. 商品衍生工具

商品衍生工具指以商品为合约标的资产的金融衍生工具，主要包括各种大宗商品的期货合约。

6. 其他衍生工具

除以上五类金融衍生工具之外，还有相当数量金融衍生工具是在非金融变量的基础上开发的，例如，用于管理气温变化风险的天气期货合约，用于管理政治风险的政治期货合约，用于管理巨灾风险的巨灾衍生产品等。

(四) 按交易场所分类

衍生工具按交易场所可以分为两类。

1. 交易所交易的衍生工具

这是指在有组织的交易所上市交易的衍生工具，例如，在股票交易所交易的股票期权产品，在期货交易所和专门的期权交易所交易的各类期货合约、期权合约等。

2. 场外交易市场（简称 OTC）交易的衍生工具

这是指通过各种通信方式，不通过集中的交易所，实行分散的、一对一交易的衍生工具。例如金融机构之间、金融机构与大规模交易者之间进行的各类互换交易和信用衍生工具交易。从近年来的发展看，这类衍生工具的交易量逐年增大，已经超过交易所市场的交易额，市场流动性也得到增强，还发展出专业化的交易商。

第二节 远期合约和期货合约

学习内容	知识点
远期合约	远期合约的定义与定价
期货合约	期货合约的定义与要素
	期货市场的交易制度
	期货市场的基本功能

一、远期合约概述

（一）远期合约的概念

远期合约是一种最简单的衍生品合约。现货交易的最大缺点在于无法规避现货价格波动的风险。例如，一家大豆加工公司的收益很大程度上依赖于生产时的大豆现货市场价格。如果在投资规划时就能确定大豆买入的价格，企业家就可安心致力于大豆加工生产了。远期合约正是为了满足这种规避未来风险的需要而产生的。

远期合约是指交易双方约定在未来的某一确定的时间，按约定的价格买入或卖出一定数量的某种合约标的资产的合约。合约标的资产通常为大宗商品和农产品（如大豆和石油等），以及外汇和利率等金融工具。金融远期合约主要包括远期利率合约、远期外汇合约和远期股票合约。

远期合约是一种非标准化的合约，即远期合约一般不在交易所进行交易，而是在金融机构之间或金融机构与客户之间通过谈判后签署的。远期合约通常用实物交割。已经签订的远期合约也可以在场外市场交易。在签署远期合约之前，双方可以就交割地点、到期日、交割价格、交易单位和合约标的资产的质量等细节进行谈判，以便尽量满足双方的需要。因此，远期合约与后面将要介绍的期货合约相比，远期合约相对而言比较灵活，这正是远期合约最主要的优点。

但远期合约也有一些明显的缺点。首先，因为远期合约没有固定的、集中的交易场所，不利于市场信息的披露，也就不能形成统一的市场价格，所以远期合约市场的效率偏低；其次，每份远期合约在交割地点、到期日、交割价格、交易单位和合约标的资产

的质量等细节上差异很大，给远期合约的流通造成很大不便，因此远期合约的流动性比较差；最后，远期合约的履行没有保证，当价格变动对其中一方有利时，交易对手有可能没有能力或没有意愿按规定履行合约，因此远期合约的违约风险会比较高。

(二) 远期合约的定价

远期价格是远期市场为当前交易的一个远期合约而提供的交割价格，它使得远期合约的当前价值为零。远期价格与标的资产的现货价格紧密相关。这个远期价格显然是理论价格，它与远期合约在实际交易中形成的实际价格（即双方签约时要确定的交割价格）并不一定相等。但是，一旦理论价格与实际价格不相等，就会出现套利机会。若交割价格高于远期价格，套利者就可以通过买入标的资产现货、卖出远期并等待交割来获取无风险利润，从而促使现货价格上涨，交割价格下降，直至套利机会消失；若交割价格低于远期价格，套利者就可以通过卖空标的资产现货、买入远期来获取无风险利润，从而促使现货价格下降，交割价格上升，直至套利机会消失。最终，远期价格又等于实际价格。

由于远期价格是今天签署的远期合约规定的在将来特定时间交割单位标的资产的交割价格，这样就存在与远期合约相关的价格或价值，即交割价格 F_0 、远期价格 F 和当前价值 f 。远期价格 F 是这样决定的：在期初，由于签署远期合约是没有任何货币支付的，因此当前价值 $f=0$ ，从而此时远期价格等于合约的交割价格，即 $F=F_0$ 。初始时间过后，当前价值 f 会随远期价格的改变而发生变化，这种变化实际上取决于标的资产的现货价格、市场利率和其他因素的变化。

下面研究时间 $t=0$ 时签署，时间 T 时交割一种资产的远期合约的远期价格 F 的定价问题。为确定远期价格 F ，在此首先假设：

- (1) 没有交易成本；
- (2) 标的资产是任意可分的；
- (3) 标的资产的储存是没有成本的；
- (4) 标的资产是可以卖空的。

若标的资产当前的现货价格（时间 $t=0$ ）为 S ，理论上的远期价格（到期日为 T ）是：

$$F = S e^{rT} \quad (9-1)$$

式中： r 为无风险利率。

下面给出公式 (9-1) 简要的证明。首先反设 $F > S e^{rT}$ 。我们构造如下组合：在现在时间 $t=0$ 借入现金 S ，在现货市场上以价格 S 购买 1 单位标的资产，然后在远期市场上持有 1 单位的空头头寸。这个组合的总成本为零。在时间 T 时交割该资产收到现金 F ，并且偿还贷款 $S e^{rT}$ 。结果，我们以零的净投资获得一个正收益 $F - S e^{rT}$ 。交易的细节见表 9-2。

表 9-2 $F > Se^rT$ 时的套利策略

$t=0$	初始成本	最终收入
借入 S 美元	$-S$	$-Se^{rT}$
买入 1 单位资产	S	0
卖空 1 单位远期	0	F
合计	0	$F - Se^{rT}$

若 $F < Se^{rT}$, 我们可以构造一个相反的组合: 在现在时间 $t=0$ 卖空 1 单位标的资产, 在时间 0 和 T 之间借出收益 S , 并在远期市场持有 1 个单位的多头。这个套利组合在时间 $t=0$ 时的净现金流量为零。在时间 T 时从贷款中收到 Se^{rT} , 支付现金 F 获得 1 单位资产, 最后归还这 1 单位标的资产给贷款者。最终获得正收益 $Se^{rT} - F$ 。交易的细节见表 9-3。

表 9-3 $F < Se^{rT}$ 时的套利策略

$t=0$	初始成本	最终收入
借出 S 美元	S	Se^{rT}
卖空 1 单位资产	$-S$	0
买入 1 单位远期合约	0	$-F$
合计	0	$Se^{rT} - F$

因为两个不等式都导致了套利机会的出现, 而在定价合理的市场上套利机会是不存在的, 所以等式必然成立。

现货价格 S 和远期价格的关系如图 9-1 所示。现货价格从 S_0 开始随机地发生变化, 最后变成。但时间 $t=0$ 时的远期价格是用当前的现货价格以现行利率向前推算出来的。

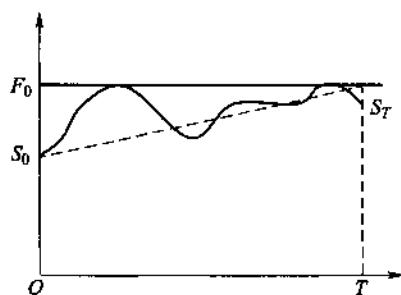


图 9-1
现货价格和远期价
格的关系

二、期货合约概述

(一) 期货合约的概念

尽管远期合约交易非常简单, 但远期合约在交易过程中也遇到了一些困难, 如合约标的资产的质量和价格、到期日、交割地点等都是根据交易双方的具体情况达成的。当

双方情况或市场价格发生变化，需要转让已经签订的合约时，就变得非常困难。另外，远期合约最终能否履行主要依赖对方的信用，而对交易对手的信用状况作细致全面的调查，成本较高，难以大规模进行，使交易的风险增大。正是这类问题促使期货合约和期货交易所的产生。但是交易所在将合约标准化过程中却遇到一项重大挑战：将到期日、交割的商品的数量和质量、交割地点标准化是相对而言比较简单的事情，但是将远期价格标准化则是不可能的。假定合约在今天已经订立，其交割价格为 F_0 ，而第二天的远期价格可能发生变化，则第二天创立的远期合约可能具有不同的交割价格 F_1 。事实上，定价合理的交割价格甚至可能在一个交易日里出现连续不断的变化。

这个问题随着期货合约的产生而顺利解决。期货合约随着价格变化而修改合约，它是远期合约的替代物。再次考虑以交割价格 F_0 签订的远期合约，并且在第二天新合约的交割价格为 F_1 。此时，交易所的清算机构将所有较早合约的交割价格都通过调整到 F_1 ，以此消除价格的多样性，这也是期货合约能够替代远期合约的优势所在。

期货合约（futures contract）是指交易双方签署的在未来某个确定的时间按确定的价格买入或卖出某项合约标的资产的合约。期货合约在交易所中交易，一般用现金进行结算。期货市场的发展，大致经历了由商品期货到金融期货，交易品种不断增加，交易规模不断扩大的过程。商品期货是最早产生的期货合约，其标的资产为实物商品。按照实物商品的种类不同，商品期货可分为农产品期货、金属期货和与能源期货三种。商品期货推出后，随着布雷顿森林体系的解体，20世纪70年代初国际经济的形势发生剧烈变化，占主导地位的固定汇率制被浮动汇率制所取代，利率管制等金融管制政策也被逐渐取消，汇率、利率频繁剧烈波动，促使人们重新认识期货市场。在这种背景下，金融期货开始被普遍使用。金融期货主要包括货币期货、利率期货、股票指数期货和股票期货四种。率先出现的是外汇期货，利率期货和股票指数期货也紧接着产生。20世纪90年代之后在欧洲和亚洲市场，金融期货交易已经占据了市场的大部分份额，而在国际期货市场上，金融期货也成为交易的主要品种。近年来，不少交易所又陆续推出更多新型的期货品种，例如房地产价格指数期货、通货膨胀指数期货等。

我国的商品期货市场开始于20世纪90年代。2006年9月，中国金融期货交易所正式成立。2010年4月，中国金融期货交易所推出沪深300指数期货，结束了我国股票现货和股指期货市场割裂的局面，对于降低投资者的操作成本，提高资产配置效率，以及完善我国多层次资本市场结构均具有重大的意义。2013年9月6日，首批3个5年期国债期货合约正式在中国金融期货交易所推出。国债期货对债券市场定价和避险具有关键作用。我国的各类期货市场处于高速发展期，近几年交易规模年增长率超过50%，远超国际市场20%的增长率。

（二）期货合约的要素

在签署一份新的期货合约时，期货交易所详细地规定了合约的确切条款，这主要包括期货品种、交易单位、最小变动单位、价格波动限制和最后交易日等一系列内容。

1. 期货品种

期货品种是指具有期货商品性能，并经过批准允许进入交易所进行期货买卖的标的

资产品种，通常分为商品期货和金融期货两种。

2. 交易单位

交易单位，也称合约规模，是指在期货交易所交易的每一份期货合约上所规定的交易数量。在交易期货合约时，只能以交易单位的整数倍进行买卖。确定期货合约交易单位的大小，主要应该考虑合约标的资产的市场规模、交易者的资金规模、期货交易所会员结构以及这种标的资产现货交易习惯等因素。一般来说，某种标的资产的市场规模较大，交易者的资金规模比较大，则这种期货合约的交易单位就可以相应地设计得比较大。

3. 最小变动单位

最小变动单位（minimum price change）是指在期货交易所公开竞价过程中，某一商品报价单位在每一次报价时所允许的最小价格变动量。有了最小变动单位的规定，竞价双方就都有了标准，在相同的价位上就可以成交。最小变动单位乘以交易单位，就是该合约的最小变动值。在期货交易中，每次报价必须是其合约规定的最小变动单位的整数倍。期货合约最小变动单位的确定，取决于该合约标的资产的种类、性质、市场价格波动情况和商业规范等。

4. 每日价格最大波动限制

每日价格最大波动限制（daily price limit），也称为每日涨跌停板制度，即期货合约在一个交易日中的交易价格波动不得高于规定的涨跌幅度（limit up）或者低于规定的涨跌幅度（limit down），超过该涨跌幅度的报价将被视为无效，不能成交。涨跌停板一般是以合约上一交易日的结算价为基准确定的。该条款的规定在于防止价格波动幅度过大造成交易者重大损失。但同时阻碍了价格迅速移向新的均衡水平，从经济效益上讲，它由于阻止了市场及时恢复均衡，限制了价格发现功能的实现。涨跌停板的确定，主要取决于该种标的资产现货市场价格波动的频繁程度和波幅的大小。一般来说，现货的价格波动越频繁、越剧烈，该标的资产合约的每日涨跌停板就应设置得大一些，反之则小一些。

5. 合约月份

合约月份（contract months）是指期货合约到期交收实物的月份。期货的合约月份由期货交易所规定，期货交易者可自由选择不同合约月份的期货合约。在金融期货中，除少数合约有特殊规定外，绝大多数合约的交割月份都定为每年的3月、6月、9月和12月。商品期货合约月份的确定，一般由其生产、使用和消费等特点决定。此外，合约月份的确定还会受到该合约商品的储藏、保管、流通、运输方式和特点等的影响。

6. 交易时间

期货合约的交易时间是固定的。每个交易所对交易时间都有严格的规定，不同的交易所可以规定不同的交易时间。一般每周营业日5天，周六、周日及国家法定节假日休息。一般每个交易日分为两盘，即上午盘和下午盘。各交易品种的交易时间也可以不同，由交易所安排。

7. 最后交易日

最后交易日（last trading day）是指期货合约在合约月份中可以进行交易的最后一个

交易日。在期货交易中，绝大多数成交的合约都是通过对冲交易结清的，如果过了最后交易日仍未做对冲，那就必须进行实物交割或现金结算。根据不同期货合约标的资产的生产、消费和交易特点，期货交易所确定其不同的最后交易日。

8. 交割等级

交割等级是指由交易所统一规定的、准许上市交易的标的资产的质量等级。在进行期货交易时，交易双方没有必要对标的资产的质量等级进行协商，发生实物交割时按期货合约规定的标准质量等级进行交割。交易所在制定标的资产的等级时，常常采用国内或国际贸易中最通用和交易量较大的标准品的质量等级作为标准交割等级。

一般来说，为了保证期货交易能够顺利进行，许多期货交易所都允许在实物交割时，实际交割的商品的质量等级与合约规定的标准交割等级可能有所差别。替代品的质量等级和品种一般也由期货交易所规定。交货人用交易所认可的替代品代替标准品进行实物交割时，收货人不能拒收。用替代品进行实物交割时，价格需要升水或贴水。

9. 其他交割条款

其他交割条款是指由交易所规定的各种期货合约因到期未做对冲平仓而进行实际交割的各项条款，包括交割日、交割方式和交割地点等。

表 9-4 为沪深 300 指数期货合约条款。

表 9-4 沪深 300 指数期货合约条款

交易品种	沪深 300 指数	最后交易日 交易时间	上午：9:15—11:30 下午：13:00—15:00
交易单位	每点 300 元	最后交易日	合约到期月份的第三个周五，遇法定假日顺延（非完整周）
报价单位	指数点	交割日期	同最后交易日
最小变动价位	0.2 指数点	最低交易保证金	合约价值的 8%
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 ±10%	交割方式	现金交割
合约月份	当月、下月及随后两个季月	交易代码	IF
交易时间	上午：9:15—11:30 下午：13:00—15:15	上市交易所	中国金融期货交易所

（三）期货市场的交易制度

期货交易涉及的交易制度有清算制度、价格报告制度、保证金制度、盯市制度、对冲平仓制度和交割制度等若干项。下面重点介绍与投资者比较密切相关的四种制度。

1. 保证金制度

保证金（margin）制度，就是指在期货交易中，任何交易者必须按其所买入或者卖出期货合约价值的一定比例交纳资金，这个比例通常在 5%~10%，作为履行期货合约的保证，并视价格确定是否追加资金，然后才能参与期货合约的买卖。

期货交易设定保证金是为了维护交易的安全性，防止期货交易者因期货价格波动不能履行支付义务而给期货经纪商或结算公司造成损失。保证金比率的确定会直接影响到期货交易的效率。比率过高会增加交易者的成本，影响期货市场的流动性；过低则会增加市场风险。交易所在设定各期货合约保证金标准时，必须兼顾安全性及流动性，参考以往价格波动及市场风险状况来决定各期货合约的最低保证金标准。

我国保证金制度与国际上的保证金制度有所不同。国际上各期货交易所保证金分为初始保证金和维持保证金。初始保证金（initial margins）是初次合约成交时应交纳的保证金，相当于我国的交易保证金或保证金；维持保证金（maintenance margins）是在价格朝买入合约不利方向变动时，初始保证金除去用于弥补亏损外，剩下的余额须达到的最低水平。一旦保证金账户中的余额低于维持保证金水平，交易所应通知客户追加一笔资金，即追加保证金。追加后的保证金水平应达到初始保证金标准。若客户不及时存入追加保证金，则经纪人将予以强行平仓。

2. 盯市制度

盯市（marking to market）是期货交易最大的特征，又称为“逐日结算”，即在每个营业日的交易停止以后，成交的经纪人之间不直接进行现金结算，而是将所有清算事务都交由清算机构办理。后者依据清算价进行清算，清算价即每个营业日的收盘前30秒钟或60秒钟内成交的所有交易的价格平均数；或者可以直接采用期货收盘价进行清算。清算机构在每个交易日为其会员公司的账户轧出盈亏。假如经盯市后某会员的账户余额降至维持保证金水平以下，他必须立即追加保证金；反之，在盈利的情况下会员公司则可随时提取超额部分。实际上，除了交易所清算机构与会员经纪人之间在每个营业日未作上述结算之外，一般客户在期货经纪人处开立的保证金账户也按此方法办理盯市。

盯市的作用在于使期货合约每天得到结算，而不像远期交易那样一直要等到到期日才对整个合约存续期间发生的盈亏进行一次性收付。这项制度性安排使得期货合约的价格在每个营业日末回到零。所以，从逐日实现损益的角度讲，期货合约类似于由一系列的期限为1天的远期合约所构成，即头寸（投资者拥有或借用的资金数量）每天被平仓，对盈亏进行支付结算后，在新的价位上重新开仓。

很显然，盯市是为了避免因发生违约而导致另一方当事人蒙受巨大损失而设计的，它对于保证期货合约的履行是至关重要的。从实践情况来看，这个制度运行得非常成功，即在期货交易中违约的现象变得非常少见。

3. 对冲平仓制度

期货交易中的头寸是指多头或空头。无论投资者的初始交易是买入还是卖出期货合约，都把这一行为称为开仓；无论投资者持有多头头寸还是空头头寸，都把这一行为称为持仓。投资者在持仓的过程中，会根据市场价格发生的波动决定是否将合约持有至到期还是将其转让给其他投资者。对冲平仓（closing out positions）这一交易行为是指若持仓者在到期日之前改变已有的头寸，在市场上买卖与自己合约品种、数量相同但方向相反的期货。

交易者进行期货交易的目的有两种——套期保值或者进行投机。这种目的决定了期

货交易是一种不以实物商品的交割为目的的交易。期货交易中最后进行实物交割的比例很小，一般只有1%~3%，绝大多数的期货交易者都以对冲平仓的方式了结交易。

4. 交割制度

对冲是平仓方式的一种，另一种方式是进行交割。交割（*delivery*）分为实物交割和现金结算两种形式。如果合约在到期日没有对冲，则一般是交割实物商品的，如小麦或一笔外汇等。有些金融期货合约的标的资产不方便或不可能进行有形交割，只能以现金结算。如股票指数期货，其标的物是股票指数，交割股票指数中的每只股票是不现实的，于是合约要求以现金结算，其金额等于合约到期当天股票指数达到的相应价格。多头方在每日盯市结算汇总后得到的总损益为 $S_T - F_0$ 。 S_T 是到期日股票指数的价值， F_0 是最初的期货价格。现金结算很大程度上模拟了实物交割，只是空头方收到期货价格的同时，交割的是等于资产值的现金而非资产本身。

（四）期货市场的基本功能

根据之前介绍的期货合约的定义和要素，一般而言，期货市场的基本功能有以下三种。

1. 风险管理

现货价格风险是指商品生产者或者商品经营者在生产、经营过程中不可避免地会遇到的风险。即无论价格向哪个方向变动，总会使一部分商品生产者或者商品经营者遭受损失。期货市场的最基本的功能就是风险管理，具体表现为利用商品期货管理价格风险，利用外汇期货管理汇率风险，利用利率期货管理利率风险，以及利用股指期货管理股票市场系统性风险。在某些特定的假设前提下，期货交易可以使风险在具有不同风险偏好的投资者之间进行转移和再分配，从而有助于投资者获得各自满意的风险类型和数量，优化各自的风险偏好。这将优化金融市场风险结构，增强金融市场的稳定性和抗击重大危机的弹性。例如，在“9·11事件”期间，标普500股指期货虽然停止交易，但在恢复开盘后，市场成交量以及持仓量在经历短暂回落后出现大幅增加，表明在极端市场条件下投资者对于风险管理工具的需求，而由于期货市场的存在，金融体系抵御风险的能力也得到提高。

2. 价格发现

在市场经济条件下，价格是根据市场供求状况形成的。期货市场上来自各个地方的交易者带来了大量的供求信息，标准化合约的转让又增加了市场流动性，期货市场价格能真实地反映供求状况，同时又为现货市场提供了参考价格，起到了“价格发现”的功能。

研究表明，期货市场的交易者具有更好的信息，因此能将经济运行状况的信息传递给现货市场的交易者。在期货交易中，投机者为了能在交易中获利，必须努力寻找和评估有关期货的价格信息。由于期货市场上存在着这样一批专业化于信息收集和分析的投机者，使得期货市场的信息利用效率大大提高。他们在交易的过程中频繁地根据新获得的信息进行买卖交易，这些交易行为本身将各种标的资产所内含信息的变化，市场参与者对新信息的判断，以及他们对标的资产未来价格变化趋势的预测，通过各自的交易行

为传递给市场，由于市场的高度可竞争性以及交易者为了获利而进行的信息搜寻活动，使期货合约的价格能够及时、准确地反映标的资产所包含的信息的变化，交易者也将迅速调整自己的资产组合，使得期货的价格能够更好地反映未来市场的变化。这些调整资产组合的行动以及现货和期货市场的套利活动将对现货市场产生影响，使得现货市场的价格能够更好地反映其内在价值。期货合约具有的价格发现功能以及降低信息不对称的功能，有利于实现社会资源的合理配置。

3. 投机

期货市场的一个主要经济功能是为生产、加工和经营者等提供价格风险转移工具。要实现这一目的，就必须有人愿意承担风险并提供风险资金。扮演这一角色的就是投机者。投机者是期货市场的重要组成部分，是期货市场必不可少的润滑剂。投机交易增强了市场的流动性，承担了套期保值交易转移的风险，是期货市场正常运营的保证。如果没有这些风险承担者，只有套期保值者参与期货交易，那么只有在买入套期保值者和卖出套期保值者的交易数量完全相等时，交易才能成立，风险才能得以成功转移。但从实际来看，买入套期保值者和卖出套期保值者之间的不平衡是经常发生的。投机者的加入恰好能抵消这种不平衡，促使套期保值交易活动的实现。因此，可以这样说，正是因为有投机者参与，套期保值才能顺利进行，而使期货市场具有经济功能。



案例 9-1

嘉实绝对收益策略基金——国内首只应用股指期货工具对冲风险的公募基金

2013年12月，国内第一只真正意义上运用股指期货工具进行风险对冲的公募基金——嘉实绝对收益策略定期开放混合基金（简称嘉实绝对收益策略基金）成立。该基金采用以市场中性投资策略为主的多种绝对收益策略，通过运用股指期货、融券等工具有效实现对股票组合系统性风险的对冲，剥离股票系统性风险，进而获取绝对回报。根据该基金招募说明书，该基金的权益类空头头寸的价值占其权益类多头头寸的价值的比例范围在80%~120%。其中，权益类空头头寸的价值是指融券卖出的股票市值、卖出股指期货的合约价值及卖出其他权益类衍生工具的合约价值的合计值；权益类多头头寸的价值是指买入持有的股票市值、买入股指期货的合约价值及买入其他权益类衍生工具的合约价值的合计值。

嘉实绝对收益策略基金2014年第二季度季报显示，自2014年3月21日开始，该基金已经从审慎稳健的建仓策略，转换成正常的市场中性对冲运作，逐步提升对冲策略仓位。海外成熟市场经验表明，市场中性策略是对冲基金诸多策略中最有效的策略之一。通过对冲股票组合的系统性风险可以获得股票组合的超额收益。该基金持仓以大盘蓝筹股为主，金融行业占比近三成。辅助操作策略则主要为股指期货套利策略、统计套利策略、定向增发套利策略、大宗交易套利策略、并购套利策略等。

在报告期内，嘉实绝对收益策略基金持有沪深300指数期货IF1409合约，持仓量为-2616，合

约市值为 -16.96 亿元，同时还持有 IF1412 合约，持仓量为 -615，合约市值为 -4.01 亿元。而截至 2014 年 6 月底，嘉实绝对收益策略基金的资产净值已经高达 27.13 亿元，其中持有股票总市值为 21.08 亿元。以此计算，第二季度该基金卖出合约价值占基金持有股票总市值的比例达到 99.48%，接近全仓位对冲。其运用股指期货对股票资产基本上进行了全仓对冲，几乎完全剥离了系统性风险，收益率的高低则主要取决于选股能力。

自嘉实绝对收益策略基金成立以来到 2014 年 7 月底，该基金的净值增长率为 3.3%，与该基金设定的业绩基准（同期人民币 1 年期定期存款利率）相比，投资收益较为理想。目前，由于我国放宽相关监管时间不长，绝对收益策略基金仅有嘉实绝对收益、嘉实对冲套利、工银绝对收益，规模分别为 27.13 亿元、19.65 亿元、15.17 亿元。但是在经历前期股票市场的大起大落及近年来的持续震荡之后，投资者对公募基金传统的相对收益策略微词渐起。未来绝对收益策略基金仍将迎来持续的扩容潮，从而为投资者提供更多的可选标的。

随着股指期货、融资融券、ETF 及个股期权甚至商品期权等金融衍生产品的不断推出、完善及其向公募基金的逐步开放，预期绝对收益策略基金将迎来更广阔的发展空间。在现有的市场中性策略的基础上，诸如相对价值策略、宏观对冲策略、新兴市场策略、事件驱动策略、多空策略、配置交易策略、统计套利策略等对冲操作策略或将成为绝对收益基金的主流。

资料来源：巨潮资讯、东方财富网、网易财经。

第三节 期权合约

学习内容	知识点
期权合约的定义与类型	期权合约的定义和要素
	期权合约的类型
期权合约的价值	期权合约的价值
影响期权价格的因素	影响期权价格的因素

一、期权合约概述

期权的早期形式可以追溯到几百年之前。较早的期权交易主要是用于实物商品、房地产和贵金属业务，即都是现货期权。20世纪 20 年代，美国已经出现了股票的期权交易，但由于它带着较为浓厚的投机色彩而不为多数人所接受。全美范围内的标准化的期权合约是从 1973 年芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE）的看涨期权交易开始的。随后，期权产品在全球范围内获得了超常的发展，拥有巨大的交易量。我国的期权交易还处在起步阶段，目前仅有上证 50ETF 期权于 2015 年 2 月 9 日上市。

期权合约，又称作选择权合约，是指赋予期权买方在规定期限内按双方约定的价格买入或卖出一定数量的某种金融资产的权利的合同。约定的价格被称作执行价格（exercise price）或协议价格。

那么，这种金融衍生工具与我们前一节所讨论的远期和期货合约的不同之处在哪里？其实，远期和期货合约有一个共同的特点，即买方和卖方的盈利与亏损的机会均等，该交易的预期价值为零。买方只是简单地和卖方签订了一份有约束力的协议，他们达成一致，但没有支付任何费用：市场价格是对合同双方都有利的价格。而期权则不同，它允许买方从市场的一种变动中受益，但市场朝相反方向变动时也不会遭受损失。这意味着期权的买方和卖方获利和损失的机会不是均等的。期权的买方获得了好处而没有任何坏处，获得了一种权利而没有义务。买方为获得这种权利而支付一定费用是合理的；同样，对于只会遭受损失的卖方而言，收取一定费用也是合理的。因此，期权和之前所述的金融衍生产品的不同之处是它的损益的不对称性，以及买方需要事先交付一笔费用（期权费）给卖方。

（一）期权合约的要素

根据上面关于期权的定义可以得出，期权合约的要素主要有以下六个。

1. 标的资产

标的资产即期权合约中约定交易的资产，可以是实物商品、金融资产、利率、汇率或各种综合价格指数等。

2. 期权的买方

买方为买入期权的一方，即支付费用从而获得权利的一方，也称期权的多头。

3. 期权的卖方

卖方为卖出期权的一方，即获得费用因而承担着在规定的时间内履行该期权合约义务的一方，也称期权的空头。

4. 执行价格

执行价格，又称协议价格，是指期权合约所规定的，期权买方在行使权利时所实际执行的价格。这一价格一旦确定，则在期权有效期内，无论期权标的物的市场价格上升或下降到什么程度，只要期权买方要求执行期权，期权卖方就必须以执行价格履行相应的义务。

在金融期权交易中，交易所内交易的合约的执行价格是由交易所根据标的资产的价格变化趋势确定的，场外交易的合约的执行价格则由交易双方商定。

5. 期权费

期权费是指期权买方为获取期权合约所赋予的权利而向期权卖方支付的费用。这一费用一旦被支付，则不管期权买方是否执行期权均不会被退给卖方。它是期权合约中唯一的变量，大小取决于期权合约的要素，包括合约标的资产、到期日和执行价格等。对于卖方而言，它是期权的回报；对于买方而言，它是买入期权所遭受损失的最高限度。期权费是交易双方在期权交易所内竞价形成的。

在金融期权交易中，期权费的确定是一个既复杂又重要的问题。因此，区分期权费

和执行价格是非常重要的。执行价格指的是期权合约中标的资产的价格；而期权费是期权合约的价格，更准确地说，是期权合约所规定的权利的价格。

6. 通知日

当期权买方要求履行标的物的交付时，它必须在预先确定的交货和提运日之前的某一天先通知卖方，以便让卖方做好准备，这一天就是通知日。

7. 到期日

到期日指期权合约必须履行的时间。

（二）期权合约的常见类型

期权合约的分类标准有很多种，按不同的标准可以分为不同的类型，下面从四个常用的角度对期权进行分类。

1. 按期权买方执行期权的时限分类

按期权买方执行期权的时限分类，期权可分为欧式期权（European options）和美式期权（American options）两种。

欧式期权，指期权的买方只有在期权到期日才能执行期权（即行使买入或卖出标的资产的权利），既不能提前也不能推迟。如果买方要提前执行权利，期权卖出者可以拒绝履约；如果推迟，期权则将被作废。

而美式期权则允许期权买方在期权到期前的任何时间执行期权。美式期权的买方既可以在期权到期日这一天行使期权，也可以在期权到期日之前的任何一个交易时段执行期权。超过到期日，美式期权同样也失效。

对期权买方来说，很明显美式期权的条件比欧式期权更为有利。因为买入这种期权后，他可以在期权有效期内更灵活地根据市场价格的变化和自己的实际需要而主动地选择履约时间。相反，对期权卖出者来说，美式期权显然比欧式期权使他承担着更大的风险，他必须随时为履约做好准备。因此，在其他条件都一样的情况下，美式期权的期权费通常要比欧式期权的期权费高一些。

从上面的分析可以看出，所谓的“欧式期权”和“美式期权”实际上已经并没有任何地理位置上的含义，而只是对期权买方执行期权的时间有着不同的约定。因此，即使在欧洲国家的金融期权市场上也同样大量交易美式期权，在美国的金融期权市场上也同样大量交易欧式期权。世界范围内，在交易所进行交易的多数期权均为美式期权；而在大部分场外交易中广泛采用的则是欧式期权。

2. 按期权买方的权利分类

按期权买方的权利分类，期权可分为看涨期权（call options）和看跌期权（put options）两种。

看涨期权是指赋予期权的买方在事先约定的时间以执行价格从期权卖方手中买入一定数量的标的资产的权利的合约，又称买入期权。为取得这种买的权利，期权买方需要在买入期权时支付给期权卖出者一定的期权费。因为它是人们预期某种标的资产的未来价格上涨时买入的期权，所以被称为看涨期权。

而看跌期权是指期权买方拥有一种权利，在预先规定的时间以执行价格向期权卖出

者卖出规定的标的资产，又称卖出期权。为取得这种卖的权利，期权买方需要在买入期权时支付给期权卖出者一定的期权费。因为它是人们预期某种标的资产的未来价格下跌时才买入的期权，所以被称为看跌期权。

3. 按执行价格与标的资产市场价格的关系分类

按照执行价格与标的资产市场价格的关系来分类，期权可以分为实值期权 (in-the-money options)、平价期权 (at-the-money options) 和虚值期权 (out-of-the-money options) 三种。

实值期权是指如果期权立即被执行，买方具有正的现金流；平价期权是指买方此时的现金流为零；而虚值期权是指买方此时具有负的现金流。

实值期权、平价期权和虚值期权描述的是期权在有效期内的某个具体的时间点上的状态，随着时间的变化，同一期权的状态也会不断变化。有时是实值期权，有时是平价期权，而有时又变成虚值期权。

二、期权合约的价值

期权合约的价值可以分为两部分：内在价值 (intrinsic value) 和时间价值 (time value)。一份期权合约的价值等于其内在价值与时间价值之和。

期权的内在价值是指多头行使期权时可以获得的收益的现值，即资产的市场价格与执行价格之间的差额。而时间价值是指在期权有效期内标的资产价格波动为期权持有者带来收益的可能性所隐含的价值。

期权合约与远期合约以及期货合约的不同之处主要在于期权合约损益的不对称性。下面具体分析期权合约的盈亏分布情况，因为它们对于分析期权的价值来说是很重要的。

(一) 看涨期权的盈亏分布

因为期权买卖双方是零和博弈 (zero-sum games)，买方的盈亏和卖方的盈亏正好相反。从图 9-2 中可以看出，看涨期权买方的亏损是有限的，其最大亏损额为期权价格，而盈利可能是无限大的。相反，看涨期权卖方的盈利是有限的，其最大盈利为期权价格，而亏损可能是无限大的。期权的买方以较小的期权价格作为代价换取大幅盈利的可能性，而期权卖方则为赚取期权费而承担了大幅亏损的风险。

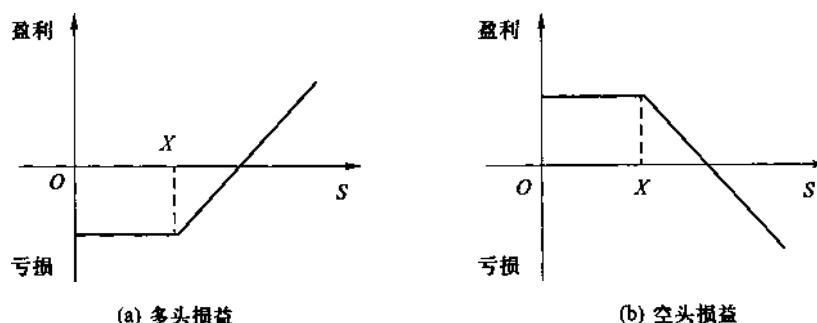
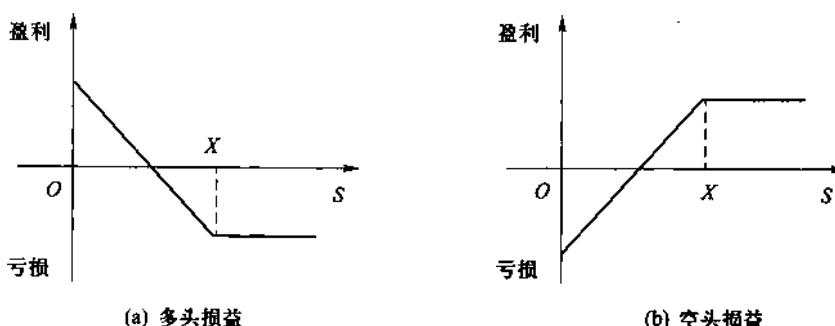


图9-2
看涨期权的盈亏分
布

(二) 看跌期权的盈亏分布

同理，看跌期权的卖方的盈利和买方的亏损是有限的。从图 9-3 可以看出，当标的资产的价格跌至盈亏平衡点（等于执行价格减去期权费）以下时，看跌期权买方的最大盈利是执行价格减去期权费后再乘以每份期权合约所包含的合约标的资产的数量，此时合约标的资产的价格为零。如果合约标的资产价格高于执行价格，看跌期权买方就会亏损，其最大亏损是期权费总额，如图 9-3 (a) 所示。看跌期权卖方的盈亏状况则与买方刚好相反，即看跌期权卖方的盈利是有限的期权费。亏损也是有限的，其最大限度为协议价格减去期权价格后再乘以每份期权合约所包括的标的资产的数量，如图 9-3 (b) 所示。

图9-3
看跌期权的盈亏分
布



由此可以总结出给出到期日各类期权的损益状态。假设在计算时不包括初始期权成本。如果以 X 表示执行价格， S_T 代表标的资产的到期日价格，则：

欧式看涨期权多头的损益为： $\max(S_T - X, 0)$ ；

欧式看涨期权空头的损益为： $\min(X - S_T, 0)$ ；

欧式看跌期权多头的损益为： $\max(X - S_T, 0)$ ；

欧式看跌期权空头的损益为： $\min(S_T - X, 0)$ 。

三、影响期权价格的因素

(一) 合约标的资产的市场价格与期权的执行价格

根据上面对各种期权盈亏分布的分析可以得出：看涨期权在执行时，其收益等于标的资产的市场价格与执行价格之差。因此，标的资产的价格越高、执行价格越低，看涨期权的价格就越高。

对于看跌期权而言，由于执行时其收益等于执行价格与标的资产市场价格的差额，因此，标的资产的价格越低、执行价格越高，看跌期权的价格就越高。

(二) 期权的有效期

对于美式期权而言，由于它可以在有效期内任何时间执行，有效期越长，买方获利机会就越大，而且有效期长的期权包含了有效期短的期权的所有执行机会，所以有效期越长，期权价格越高。

对于欧式期权而言，由于它只能在期末执行，有效期长的期权不一定包含有效期

短的期权的所有执行机会。这就使欧式期权的有效期与期权价格之间的关系显得非常复杂。但在一般情况下（即剔除标的资产支付大量红利这种特殊情况），因为有效期越长，合约标的资产的风险就越大，空头亏损的风险也越大，所以对于欧式期权，也是期权合约的有效期越长，期权价格越高。

（三）无风险利率水平

对买方而言，期权买方只需支付期权费买入期权，从而其剩余资金可以无风险利率进行投资。故当无风险利率上升时，看涨期权的价格随之升高。对卖方而言，直到期权买方行权才能卖出合约标的资产收回现金。故当无风险利率升高时，卖方资金的机会成本会变高，从而看跌期权的价值随之降低。当无风险利率下降时，无风险利率对看涨期权价格和看跌期权价格的作用则相反。

（四）标的资产价格的波动率

简单地说，标的资产价格的波动率是用来衡量标的资产未来价格变动不确定性的指标，一般以百分比表示。由于期权多头的最大亏损额仅限于期权价格，而最大盈利额则取决于执行期权时标的资产市场价格与执行价格的差额，因此波动率越大，对期权多头越有利，期权价格也应越高。

常用的波动率有历史波动率（historical volatility）及隐含波动率（implied volatility）两种。历史波动率是以合约标的资产（如期货合约）的历史价格数据为基础计算的收益率年度化的标准差，是对历史价格波动情况的反映。然而，由于股价波动难以预测，利用历史波动率进行预测一般都不能保证准确。隐含波动率则是指市场上交易的期权价格蕴含的波动率。它是将期权市场上某一期权合约的期权费及其他几个参数输入期权定价模型之后，反过来计算而来的，反映的则是市场对价格波动率的看法。

（五）合约标的资产的分红

由于标的资产的分红付息等将降低标的资产的价格，而执行价格并未因此进行相应的调整，因此在期权有效期内，标的资产产生的红利将使看涨期权价格下降，而使看跌期权价格上升。

表 9-5 中将上述各种因素对期权价值的影响进行了汇总。

表 9-5 影响期权价格的因素及其影响方向

影响因素	影响方向	
	看涨期权	看跌期权
合约标的资产的市场价格↑	↑	↓
期权的执行价格↑	↓	↑
期权的有效期↑	↑	↑
标的资产价格的波动率↑	↑	↑
无风险利率水平↑	↑	↓
合约标的资产的分红↑	↓	↑

由以上分析可以得出，影响期权价格的因素很多，而且各因素对期权价格的影响也非常复杂，既有影响方向的不同，又有影响程度的不同。

第四节 互换合约

学习内容	知识点
互换合约的定义与类型	互换合约的定义与类型
远期合约、期货合约、期权合约和互换合约的区别	远期合约、期货合约、期权合约和互换合约的区别

一、互换合约概述

互换合约（swap contract）是指交易双方约定在未来某一时期相互交换某种合约标的资产的合约。更为准确地说，互换合约是指交易双方之间约定的在未来某一期间内交换他们认为具有相等经济价值的现金流（cash flow）的合约。在现实生活中较为常见的两种合约是利率互换合约和货币互换合约，此外还有股权互换、信用违约互换等互换合约。利率互换合约，是同种货币资金的不同种类利率之间的交换合约，一般并不伴随本金。货币互换合约，是指两种货币之间的交换合约，在一般情况下，是指两种货币资金的本金交换。

自从 1981 年美国所罗门兄弟公司为 IBM 和世界银行办理首笔美元与德国马克和瑞士法郎之间的货币互换业务以来，互换市场的发展非常迅猛。按名义金额计算的互换合约已成为交易量最大的金融衍生工具。但是在 2007 年发生的全球性金融危机当中，导致大量金融机构陷入危机的最重要的衍生金融工具也正是信用违约互换（CDS）。最基本的信用违约互换涉及两个当事人，双方约定以某一信用工具为参考，一方向另一方出售信用保护，若信用工具发生违约事件，则信用保护出售方必须向购买方支付赔偿。

我国 20 世纪 80 年代就已经推出货币互换合约，之后推出利率互换合约。近年来我国互换合约市场高速成长，互换合约也成为许多投资组合的重要组成部分。目前，中国外汇交易中心人民币利率互换参考利率包括上海银行间同业拆放利率（含隔夜、1 周、3 个月期等品种）、国债回购利率（7 天）、1 年期定期存款利率，互换期限从 7 天到 3 年，交易双方可协商确定付息频率、利率重置期限、计息方式等合约条款。

二、互换合约的类型

（一）利率互换

利率互换（interest rate swap），是指互换合约双方同意在约定期限内按不同的利息

计算方式分期向对方支付由币种相同的名义本金额所确定的利息。由于双方使用相同的货币，利率互换采用净额支付的方式，即互换双方不交换本金，只按期由一方向另一方支付本金所产生的利息净额。利率互换有两种形式：①息票互换，即固定利率对浮动利率的互换；②基础互换，即双方以不同参照利率互换利息支付，如美国优惠利率对LIBOR。

双方进行利率互换的主要原因是双方在固定利率和浮动利率市场上分别具有比较优势。假定A、B两公司都想借入7年期的1 000万美元的借款，A公司想借入与1年期相关的浮动利率借款，B公司想借入固定利率借款。但两家公司的信用等级不同，故市场向它们提供的利率也不相同，如表9-6所示。

表9-6 市场提供给A、B两公司的借款利率

公司	固定利率	浮动利率
A公司	7%	$LIBOR + 0.4\%$
B公司	8.5%	$LIBOR + 0.7\%$

注： $LIBOR$ 即伦敦银行间拆借利率（London Interbank Offered Rate），表示市场基准利率。

根据表9-6，比较两家公司的融资成本可知，A公司的借款利率均比B公司低，即A公司在两个市场上具有绝对优势。但A公司在固定利率市场上融资，其成本可比B公司节省1.5%（8.5%-7%），在浮动利率市场上融资，其成本比B公司节省0.3% [$LIBOR + 0.7\% - (LIBOR + 0.4\%)$]。所以A公司在固定利率市场上有比较优势。同理，B公司在浮动利率市场上融资，融资成本只比A公司高出0.3%，远低于在固定利率市场上的绝对劣势1.5%，故B公司在浮动利率市场上具有比较优势。这样，双方就可以利用各自的比较优势为对方借款，然后进行互换，从而达到共同降低筹资成本的目的。

互换双方为降低交易成本及信用风险，通常通过中介机构来完成互换交易。在本例中，我们假设银行从中收取0.4%的利差。从而A、B两公司通过银行中介进行的互换过程如图9-4所示。

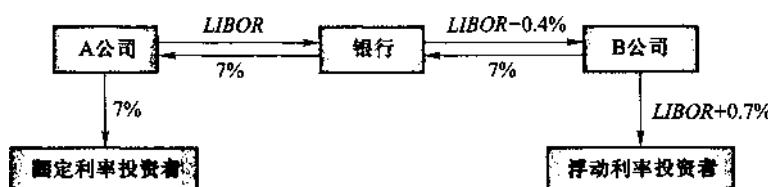


图9-4
利率互换示意图

双方的互换方案是：A公司在固定利率市场上以7%的利率融资，B公司在浮动利率市场上以 $LIBOR + 0.7\%$ 的利率融资，双方通过银行进行利率互换，A公司以固定利率与B公司的浮动利率进行互换，从而A公司获得浮动利率贷款，B公司获得固定利率贷款。

通过互换，A公司的总融资成本为 $7\% + LIBOR - 7\% = LIBOR$ ，与直接进行浮动利率融资的成本 $LIBOR + 0.4\%$ 相比，节约 0.4% 。B公司的总融资成本为 $7\% + LIBOR + 0.7\% - (LIBOR - 0.4\%) = 8.1\%$ ，与直接进行固定利率融资的成本 8.5% 相比，节约 0.4% 。银行则通过这项互换业务赚取利差为 $LIBOR + 7\% - (LIBOR - 0.4\% + 7\%) = 0.4\%$ 。从而互换双方通过发挥各自的比较优势并进行利率互换均达到了降低融资成本的目的。双方总的筹资成本降低了 0.8% ，这就是互换利益。互换利益是双方合作的结果，由双方共同分享，但具体分享比例由双方谈判决定，未必平均分派。

(二) 货币互换

货币互换 (currency swap)，是指互换合约双方同意在约定期限内按相同或不同的利息计算方式分期向对方支付由不同币种的等值本金额确定的利息，并在期初和期末交换本金。与利率互换的不同之处在于，货币互换中双方要以不同货币支付利息及本金，所以在每一个阶段双方都要以不同货币支付现金利息给对方，而不是只有一方支付现金给另一方。根据利息支付方式不同，货币互换可分为三种形式：① 固定对固定，即将一种货币的本金和固定利息与另一种货币的等价本金和固定利息进行交换；② 固定对浮动，即将一种货币的本金和固定利息与另一种货币的等价本金和浮动利息进行交换；③ 浮动对浮动，即将一种货币的本金和浮动利息与另一种货币的等价本金和浮动利息进行交换。

货币互换产生的主要原因是双方在各自国家中的金融市场上具有比较优势。假定欧元兑美元汇率为 1 欧元 = 1.5 美元。A公司想借入 5 年期的 1 500 万美元借款，以浮动利率支付利息；B公司想借入 5 年期的 1 000 万欧元借款，以固定利率支付利息。但两公司在不同市场的信用等级不同，两国金融市场对 A、B 两公司的熟悉情况不同，因此市场向它们提供的利率也不相同，如表 9-7 所示。两家公司通过银行中介进行货币互换，并且支付给银行中介一定的利差。

表 9-7 市场提供给 A、B 两公司的借款利率

公司	欧元	美元
A 公司	5.6%	$LIBOR + 0.2\%$
B 公司	6.7%	$LIBOR$

从双方的融资成本看，双方各有优势。A公司在欧元市场上具有融资优势，B公司在美元市场上具有融资优势，双方通过银行进行货币互换，即 A 公司以固定利率的欧元融资与 B 公司的浮动利率美元融资进行互换，这样双方都能通过互换获得利益。双方进行货币互换的过程如图 9-5 所示。

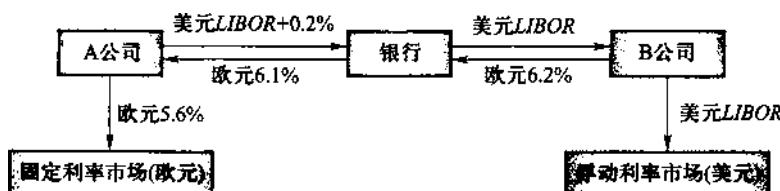


图9-5
货币互换示意图

双方的融资方案为：A公司在欧元固定利率市场上以5.6%的利率借入5年期1 000万欧元借款，B公司在美元浮动利率市场上以美元LIBOR利率借入5年期1 500万美元借款，双方互换本金，期间双方互换不同币种利息，并在期末再次交换本金。通过互换，两家公司的融资成本结果见表9-8，其中A公司能节约成本0.5%，B公司能节约成本0.5%，而银行中介从中赚取的利差为欧元0.1%和美元0.2%。从而两家公司通过货币互换降低了融资成本，获得互换利益。

表9-8 货币互换前后A、B两家公司融资成本

公司	互换前成本	互换后成本	节约的融资成本
A公司	美元： $LIBOR + 0.2\%$ 欧元： $5.6\% - 6.1\% = -0.5\%$	美元： $LIBOR + 0.2\%$ 欧元：0.5%	
B公司	欧元：6.7%	美元： $LIBOR - LIBOR = 0$ 欧元：6.2%	欧元：0.5%

通过对上述互换案例的分析，可总结出确定互换方案的基本过程：①建立成本和融资渠道矩阵；②确定各方比较优势；③划分互换利益；④为互换定价，即确定互换合约中各方应支付的利率。

三、远期合约、期货合约、期权合约和互换合约的区别

远期合约、期货合约、期权合约和互换合约是四种最常见的衍生工具。其中远期合约和期货合约最为相似，经常会混淆。我们可以从合约的标准化程度、交易场所、损益特性、信用风险、交割方式、执行方式、杠杆等角度来分析这四种主要衍生工具的区别。

(一) 交易场所与合约

衍生品合约可以在交易所和场外交易。期货合约只在交易所交易，期权合约大部分在交易所交易，远期合约和互换合约通常在场外交易，采用非标准形式进行，以满足交易各方需求，具有较高的灵活性，这也使得谈判较为复杂。交易成本较高。

(二) 损益特性

远期合约、期货合约和大部分互换合约都包括买卖双方在未来应尽的义务，因此，它们有时被称作远期承诺（forward commitment）或者双边合约（bilateral contracts）。与此相反，期权合约和信用违约互换合约只有一方在未来有义务，因此被称作单边合约（unilateral contracts）。期权合约和信用违约互换合约使买方可以对卖方行使某种权利。当情形对自己有利或者特定条件被满足时，买方可以行权。期权合约与远期合约以及期货合约的不同之处是它的损益的不对称性。

(三) 信用风险

双边合约因为包括买卖双方在未来应尽的义务使双方暴露在对方违约的风险中，单边合约仅使买方暴露在这种风险中。期货合约由于具备对冲机制，实物交割比例非常

低，交易价格受最小价格变动单位和日涨跌停板限定。远期合约如要中途取消，必须双方同意，任何单方面意愿是无法取消合约的，其实物交割比例非常高。

（四）执行方式

四种基本衍生工具合约的执行方式大相径庭。一般而言，远期合约和互换合约通常用实物进行交割。值得注意的是，远期合约的两个合约即使是方向相反也不能自动抵消。期货合约绝大多数通过对冲相抵消，通常用现金结算，极少实物交割。而期权合约则是买方根据当时的情况判断行权对自己是否有利来决定行权与否。

（五）杠杆

由于远期合约、期货合约、期权合约和互换合约的交易规则不同，它们有的会存在杠杆效应，而有的不存在。期货合约通常用保证金交易，因此有明显的杠杆。期权合约中买方需要支付期权费，而卖方则需要缴纳保证金，也会有杠杆效应。而远期合约和互换合约通常没有杠杆效应。

参 考 文 献

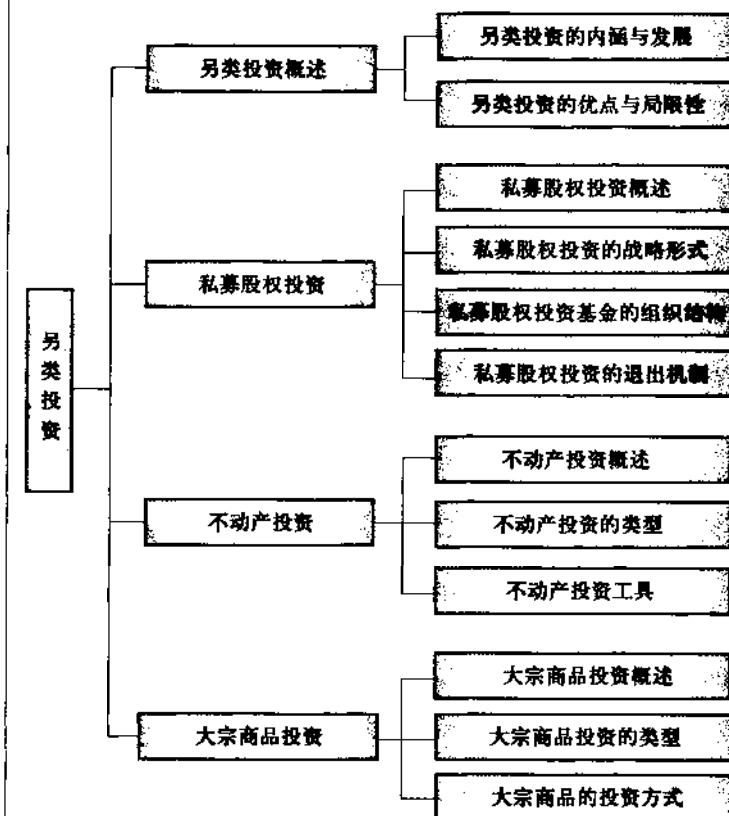
- [1] 戴维·斯托厄尔. 投资银行、对冲基金和私募股权投资. 北京：机械工业出版社，2013.
- [2] 张亦春，郑振龙，林海. 金融市场学. 4 版. 北京：高等教育出版社，2013.
- [3] 张宗新. 投资学. 3 版. 上海：复旦大学出版社，2013.
- [4] CFA INSTITUTE. Derivatives and alternative investments (CFA program curriculum: level 1, book 6). Wiley, 2013.

第 10 章 另类投资

本章内容概述

本章描述了另类投资的概念与特点，并重点分析了三种投资类型的特征以及从开始投资到获得回报的整个流程。第二节私募股权投资部分主要介绍了投资者可选择的投资形式，私募股权投资基金的种类，以及投资者可采用的退出机制。第三节不动产投资部分介绍了包括办公、工业、酒店等在内的地产类型以及多种不动产工具包。第四节大宗商品投资部分介绍了能源类、基础原材料类、贵金属类和农产品四种大宗商品类型，并在此基础上介绍了大宗商品投资模式。

知识结构图



第一节 另类投资概述

学习内容	知识点
另类投资的发展	另类投资的内涵与特点
	另类投资的国际化趋势
	另类投资海外市场发展概况
另类投资的优点与局限	另类投资的收益与风险特征

一、另类投资的内涵与发展

另类投资（alternative investment），是指传统公开市场交易的权益资产、固定收益类资产和货币类资产之外的投资类型。目前，另类投资没有统一的定义，通常包括私募股权、房产与商铺、矿业与能源、大宗商品、基础设施、对冲基金、收藏市场等领域。另类是一个中性的表述，仅仅说明其有别于股票、债券等传统资产。另类也不意味着都是创新，房地产和大宗商品投资都有着悠久的历史。

另类投资的兴起，与宏观环境变化导致的全球投资环境的复杂化，以及金融产品发展引来的投资产品的多元化存在密切关系。20世纪80年代以来，在金融市场自由化和经济全球化的大背景下，全球金融市场的环境发生了翻天覆地的变化，特别是机构投资者在关注传统投资类别的同时，在投资产品组合当中，体现出了增加另类投资产品的特点和趋势，它们开始把部分资产转投到风险投资基金、房地产、杠杆收购（LBO）和石油及天然气投资项目当中。机构投资者常常愿意牺牲短期流动性而获取更丰富的长期利益，相比于个人投资者而言投资周期更长。机构投资者所具有的这种投资特性正符合另类投资产品的特点。

根据世界著名咨询机构韬睿惠悦（Towers Watson）的《全球另类投资调查》咨询报告，2013年全球另类资产管理总规模已经超过5万亿美元，百强另类投资管理公司管理资产规模突破3万亿美元，其中，直接私募股权基金投资额为7170亿美元，私募股权FoF基金（private equity fund of funds）投资额为3150亿美元。据该调查报告显示，麦格理集团（Macquarie Group）是现存最大的基础设施投资管理公司，管理资产金额高达950亿美元左右；世邦魏理仕全球投资集团（CBRE Global Investors）是最大的不动产管理公司；高盛公司（Goldman Sachs）是最大的私募股权管理公司，具有680亿美元的规模；布里奇沃特投资公司（Bridgewater Associates）是最大的对冲基金管理公司，资产规模为840亿美元；贝莱德（BlackRock）是最大的大宗商品管理公司，管理的资产规模达到了740亿美元。报告还指出，按照另类投资产品类别来分析，全球另类投资管理百强企业的资产首要投资对象仍然是房地产，其次是私募股权投资，再次是大宗商品。本章第二节至第四节将详细介绍私募股权投资、不动产投资和大宗商品投资三种投资

类型。

除了私募股权、不动产、大宗商品等主流形式外，另类投资还包括黄金投资、碳排放权交易、艺术品和收藏品投资等方式。

黄金投资在本质上可以认为是大宗商品投资，但同时黄金投资又体现出货币金融产品的特性。黄金具备价值储存功能，同时大多数情况下与货币相挂钩，一般具有风险厌恶特征，具有长远目光的投资者适合进行黄金投资，一些投机者为了赚取利差也对黄金进行短期投资。一般的投资者在他们的证券资产组合当中纳入黄金，主要是为了达到规避风险的目的。我国的黄金交易市场包括上海黄金交易所和上海期货交易所；其中，上海黄金交易所从事现货黄金交易，而上海期货交易所从事期货黄金交易。

碳排放权交易，性质上也属于特定性的商品类投资，在1997年《京都协议书》(Kyoto Protocol)签署之后，各国政府把二氧化碳排放作为一种可交易的大宗商品，形成市场机制，对碳排放权进行交易。通常合同一方通过支付货币或者其他资产来获得合同相对方的温室气体减排额，其主要类型包括配额型交易和项目型交易。2014年5月颁布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(简称“新国九条”)，明确提出我国将推出“碳排放权”这一新型交易工具。

艺术品和收藏品投资，也是另类投资的一种形式。艺术品与收藏品市场主要以拍卖为主，其投资价值建立在艺术家的声望、销售纪录等条件之上。对于各类艺术品和收藏品，存在特征和质量方面难以描绘的差别，因此，对其投资价值的评估较为困难。

随着经济全球化的发展，另类投资和其他传统投资产品一样，也呈现出了国际化的趋势。私募股权投资最早在欧美地区产生并得到发展，但最近几年，包括美国大型私募股权基金在内的绝大部分私募股权投资者将其眼光转向了东亚市场，尤其是正处于发展中的中国成为这些私募股权投资者的首选投资地。近年，中国经济快速发展使投资者对多元化的金融工具产生了强烈的需求，另类投资不但为经济发展和产业转型提供资金支持，而且为未来不断增长的财富管理的需求提供了解决方案。

对于基金行业而言，另类投资基金在海外市场比较发达，但国内市场发展较晚。2011年，国内陆续开始有相关产品出现，首先是黄金QDII的产品，然后是REITs产品和商品基金以QDII形式出现。新《证券投资基金法》在2013年实施之后，国内基金中才允许发展公募另类投资基金，国内的黄金ETF在2013年密集上市，还有相关的黄金ETF联结基金产品同时进入了市场。经过近年的发展，目前已经形成了四类公募另类投资基金的门类，分别为黄金ETF及黄金ETF联结基金、黄金QDII、REITs产品和商品QDII，后三类基金产品都属于QDII。目前，国内的黄金ETF主要是投资于上海黄金交易所的黄金产品，间接投资于实物黄金；黄金QDII是投资海外上市交易的黄金ETF产品，不能直接投资于海外的黄金期货或现货产品，也有部分黄金QDII配置一些黄金类的股票进行投资；REITs产品都是投资于海外REITs，其中美国的REITs市场最为发达，目前国内只有少量REITs产品，绝大多数都是投资于美国房地产市场；商品QDII投资涉及黄金、石油、农产品等多类商品。

二、另类投资的优点与局限性

(一) 另类投资的优点

1. 提高收益

投资者们将另类投资产品纳入他们的投资组合当中，其主要理由之一就是能够通过投资组合的多元化来提高其投资回报。通过多元化不仅仅能够提高投资者的回报，同时还能够达到分散风险的目的。

图10-1是2012年哈佛大学捐助基金的投资组合，其中股票投资分为美国国内股票、海外股票和新兴市场股票，在股票市场上投入了36%的资金，51%的资金投入另类资产投资中，该类多元化投资不仅能够给投资者提供长、短期不同收益率的回报，同时，能够通过大多数另类投资产品所具有的“抗通胀”这一特性来达到回避通胀风险的作用。总的来讲，这种投资能够给投资者带来更稳定、规模更大的投资回报。

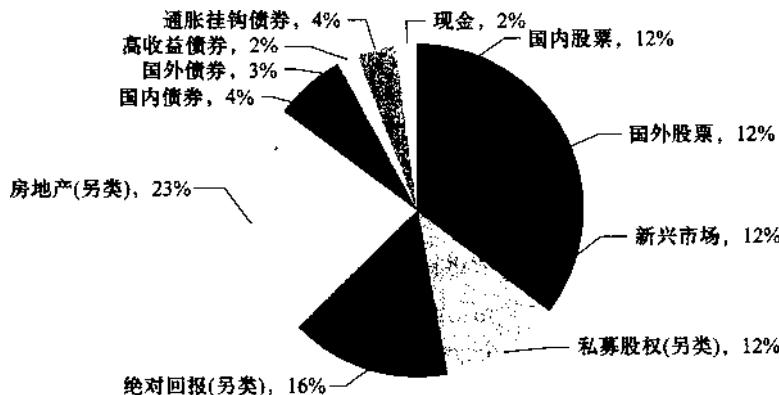


图10-1

2012年哈佛大学捐助基金的投资组合

资料来源：Harvard University Endowment。

2. 分散风险

考虑到大部分另类投资产品是涉及不同领域的潜力较大的投资产品，因此，另类投资产品能够通过多元化达到分散风险的作用。“不要把鸡蛋放在一个篮子里面”这句投资名言不仅适用于股票投资，更适用于整个证券投资组合当中。在多元化资产配置时代，投资者并不会将所有资金投入单一证券投资产品，大多数投资者会根据宏观和市场环境的变化来不断对自己的证券投资组合进行调整，另类投资产品给予这些投资者更大的可供选择的余地。

在证券投资组合当中加入另类投资产品，能够达到获取多元化的收益和分散风险的效果。由于另类投资产品与包括股票和固定收益证券在内的传统证券投资产品具有较低的相关性，包括大宗商品投资在内的一部分另类投资产品甚至和传统证券投资产品呈现出负相关关系，所以投资者能够通过在他们的证券投资组合当中加入包括私募股权投资、房地产和商品等另类投资产品，达到分散投资风险的作用。

(二) 另类投资的局限性

另类投资产品虽然具有其独特的优势，但同时也具有一定的局限性。

1. 缺乏监管和信息透明度

相比于包括股票和固定收益证券在内的传统投资产品而言，另类投资缺乏信息的透明

度，缺乏管制。由于大部分另类投资的经理人不会将持有另类投资产品的信息公开，所以，投资者所能够获取的与另类投资产品相关的信息会受到限制。同时，另类投资产品流动性较差，获取回报的时间较长，因此，专业管理人无须每天统计另类投资产品的表现以及其资产净值的变动，通常仅需以月或季度为单位给投资者报告。因此，个人投资者相比于机构投资者更难获取有关另类投资产品市场变动的重要信息，即另类投资产品市场上存在信息不对称现象，这也说明为什么机构投资者相比于个人投资者更加偏好于另类投资产品。

2. 流动性较差，杠杆率偏高

大多数另类投资产品流动性较差，也就是说，与传统投资产品不同，在未遭受损失的前提下，很难将另类投资产品快速出售换取现金。比如，相比于出售二级市场上的股票等流动性好的资产，出售一块土地或一栋建筑物更加困难，所需要花费的时间更长。

由于大部分另类投资产品估值基础并不是很固定，流动性较差，即变现能力相比于其他传统投资产品要差，所以，低风险偏好的投资者不太愿意将另类投资产品纳入其投资证券组合当中。

此外，大多数另类投资产品采取高杠杆模式运作，通过结合金融衍生产品进行运营。例如，大宗商品通常采用结合期货等金融衍生工具的方式进行交易。因此，另类投资在成功运营时，投资者能获取很高的回报率；但是在失败时，给投资者带来的损失是非常高的。

3. 估值难度大，难以对资产价值进行准确评估

由于缺乏数据来源，另类投资的定价较为困难。初创企业、房地产等交易活跃程度远低于交易所证券，难以形成可比价格。因此，大多数另类投资产品的价格是基于估价而形成的。估价是指基于一系列假设对一项资产的价格进行评估的过程。如果这些假设与现实不相符，就会导致错误的估价。比如，一个房地产投资项目可能基于其地段、面积和历史成交价格进行估价，而此时如果房地产处于市场下行走势，那么估价当中使用的历史成交价就可能过于乐观。

有时另类投资产品流动性较差的问题也可能导致估值的不准确，主要是因为，另类投资产品变现能力较差，市场将难以及时反映出该另类投资项目所包含的真正价值。

第二节 私募股权投资

学习内容	知识点
私募股权投资简介	私募股权投资的定义及主要投资对象
	专业化私募基金、多元化金融机构的直接投资部门、大型企业的投资部门

续表

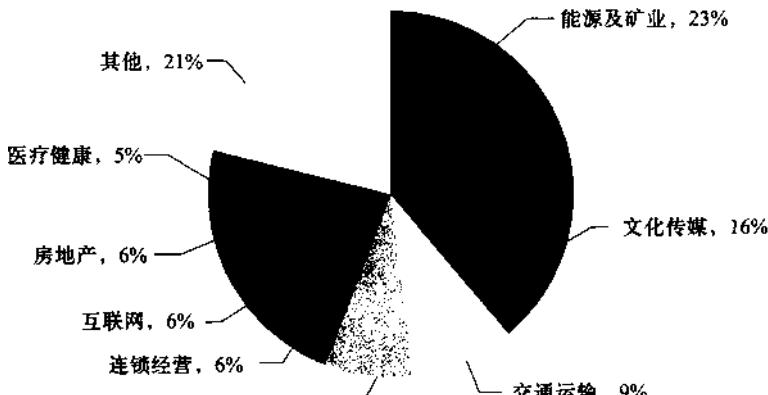
学习内容	知识点
私募股权投资的战略形式	风险资本、成长权益、并购投资、危机投资、二级市场
私募股权投资基金的形式	合伙制、公司制、信托制
私募股权投资的退出形式	首次公开发行、买壳和借壳上市、管理层回购、二次出售、破产清算等

一、私募股权投资概述

私募股权投资（private equity, PE），是指对未上市公司的投资。私募股权投资起源和盛行于美国，已经有 100 多年的历史。私募股权投资通常采用非公开募集的形式筹集资金，不能在公开市场上进行交易，流动性较差。尽管人们更偏好于使用“私募股权”一词，但这些投资包含股权和债券两类证券，相比于股权投资，私募债券投资在市场上较少见。

国内外的私募股权投资机构类型包括：专业化的私募投资基金，如黑石集团等；大型多元化金融机构下设的直接投资部门，如摩根士丹利、JP 摩根等；在国内，由中方机构发起、外资进行入股，如联想控股的成员企业弘毅投资，是专门从事股权投资及管理业务的机构；大型企业的投资基金部门，这些部门主要为它们的母公司制定并执行与其发展战略相匹配的投资组合战略；具有政府背景的投资基金等。

如图 10-2 所示，从整体上看，2013 年中国私募股权投资主要分布在制造业、IT 业等传统行业。从医疗健康业开始增长的情况来看，也体现出私募股权投资的特性之一，即在宏观经济表现较差的时候，抗周期性行业投资价值凸显。

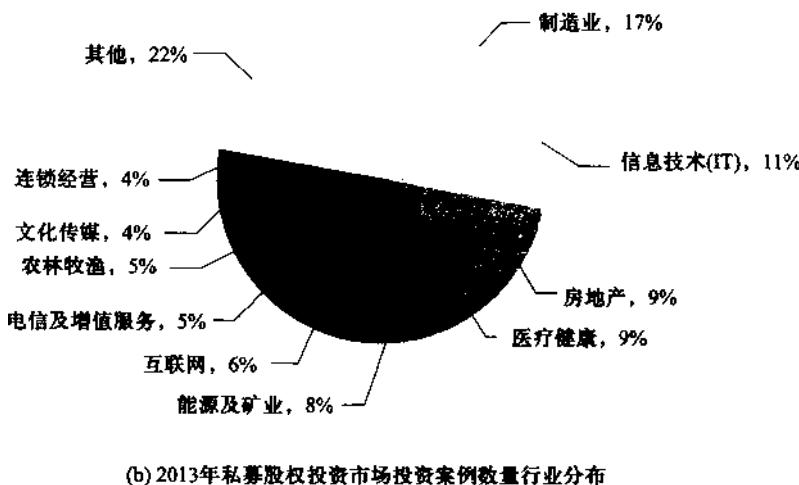


(a) 2013 年私募股权投资市场投资案例规模行业分析

图10-2

2013年中国私募股权市场投资案例规模和数量行业分布

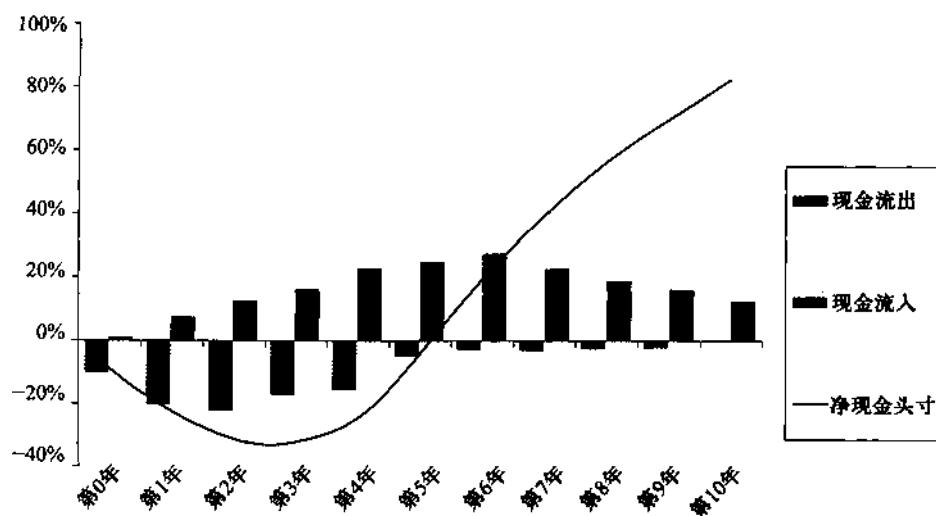
资料来源：www.chinaventure.com.cn。



通常，投资者考察其所投资的私募股权基金收益状况时，会画出一条曲线，这条曲线是以时间为横轴、以收益率为纵轴的一条曲线，称为J曲线，如图10-3所示。J曲线是能够很好地衡量私募股权基金总成本和总潜在回报的工具。私募股权基金在其投资项目的前段时期，主要是以投入资金为主，再加上需要支付各种管理费用，因此，在这一阶段，现金净流出，并不能立即给投资者带来正的收益和回报。在经过一段时间的运营之后，对项目所投入的资金逐步降低乃至停止，现金流入增加，能够给投资者带来正收益，整个私募股权基金的收益率会快速攀升。对投资者而言，J曲线意味着，考虑到私募股权投资通常并不是在一两年内能够得到满意回报的投资项目，因此在这种长期投资项目中，如果过度偏好和注重短期收益的话，就不利于投资者实现长期的收益目标；对于私募股权基金管理者而言，J曲线则意味着需要尽量缩短该曲线，尽快达到投资者所希望的收益回报。

图10-3

私募股权投资的J曲线



二、私募股权投资的战略形式

私募股权投资包含多种不同形式，最为广泛使用战略包括：风险投资（venture capital）、成长权益（growth equity）、并购投资（buyout）、危机投资（distressed

investing) 和私募股权二级市场投资(PE secondaries)。

(一) 风险投资

风险投资一般采用股权形式将资金投入提供具有创新性的专门产品或服务的初创型企业(start-up)。初创型企业可能仅有少量员工，也有可能基本上不存在收益。企业家们往往在企业设立初期需要资金，同时，对有关设立和运营公司的方式上的建议和专业知识的渴望也非常强烈。

从事风险投资的人员或机构被称为“天使”投资者(angels)，这类投资者一般由各大公司的高级管理人员、退休的企业家、专业投资家等构成，他们集资本和能力于一身，既是创业投资者，又是投资管理者。创业资本的主要来源呈现出多渠道、多元化格局。风险投资的重要特点之一，在于投资创新企业，进一步的，是投资于它们的创新性技术和产品。

风险投资被认为是私募股权投资当中处于高风险领域的战略，主要是因为很多初创型企业往往以失败告终。一个初创型企业运营成功可能需要花费几年的时间，大多数风险投资企业在初创型企业达到盈亏平衡点或者具备盈利能力之前，需要忍耐长达几年的无收益历程。因此，风险投资者需要耐心。由于承担更高的风险，风险投资比其他金融工具有更高的预期回报率。风险投资的收益不是来自企业本身的分红，而是来自企业成熟壮大之后的股权转让。一般说来，由于创业企业掌握了新型技术，或是拥有受保护的专利权，使科学技术成果迅速商品化，其产品在一定时间内缺少替代品，所以这种垄断或寡头的市场结构就能给企业带来额外收益。美国研究与发展公司(ARD)对DEC(Digital Equipment Corporation)的投资就是一个典型的例子。DEC创立之初，ARD对其仅投资了7万美元，而14年后却奇迹般地增值到了3.35亿美元，增长了近5000倍，成为风险投资历史上的一段佳话。

风险资本的主要目的并不是为了取得对企业的长久控制权以及获得企业的利润分配，而在于通过资本的退出，从股权增值当中获取高回报，因此，成功的退出在整个项目当中也是至关重要的，有助于将所获利润投入新的投资项目当中，进行下一批项目。

(二) 成长权益

成长权益战略投资于已经具备成型的商业模型和较好的顾客群，同时具备正现金流的企业。这些企业通常通过增加新的生产设备或者采取兼并收购方式来扩大规模，但自身的经营无法提供足够的资金来支持。成长权益投资者通过提供资金，帮助对象企业发展业务和巩固市场地位。

有些成长权益投资者着力于帮助企业上市。和风险投资者相比，前期成长权益投资者更偏好于在后期给企业提供额外资本来协助上市。通过首次公开发行(IPO)，企业创立者和权益投资者能够得到将之前的投入变现的机会。

(三) 并购投资

并购投资，是指专门进行企业并购的基金，即投资者为了满足已设立的企业达到重组或所有权转变目的而存在的资金需求的投资。并购投资的主要对象是成熟且具有稳定现金流并且呈现出稳定增长趋势的企业，通过控股来确立市场地位，提升企业的内在价值，最后通过各种渠道退出并取得收益。

并购投资包含多种不同类型，如杠杆收购（leveraged buyout, LBO）、管理层收购（management buyout, MBO）等形式。杠杆收购是应用最广泛的形式。

杠杆收购，是指筹资过程当中所包含的债权融资比例较高的收购形式。杠杆收购的关键在于举债，即进行杠杆收购之后，一个企业资金结构当中债权和股权的比例。由于高债权比例存在着高利息和本金支付负担，因此，企业如果决定进行杠杆并购，则必须要具备强而可持续的现金流。进行杠杆收购的企业往往是具备竞争优势的稳定的企业。并购投资者偏好于将那些最近经营业绩不像预期一样好但具备成长空间的企业设定成目标企业。

管理层收购，是指公司的经理层利用信贷等融资或股权转让交易收购本公司的一种行为，从而引起公司所有权、控制权、剩余索取权、资产等变化，使企业的经营者变成了企业的所有者。

（四）危机投资

当企业遭遇财务困境时，企业可能面临无法偿还债务的风险，进而面临破产危机，即违约风险。危机投资者擅长于购买那些面临违约风险的企业的债务。这些投资往往以债券票面价值的较低折扣购买，比如，危机投资者可能仅用现有贷款人所持有债券面值的20%~30%的资金来换取债券。

危机投资形式多样，没有固定的模式，但通常，投资企业具有得以生存的核心能力，投资者本身经验也非常丰富。若投资企业顺利生存下来然后得以持续运营，危机投资者持有的债券价值会上升，从而获得很大的利润。同时，考虑到危机投资者所投入资金的企业已经濒临破产，因此，危机投资往往被认定为是具有高风险的战略。

（五）私募股权二级市场投资

私募股权二级市场在中国尚属生疏的概念，虽然包含在私募股权的范围之内，但其并不直接纳入企业的生命周期当中。

私募股权二级市场投资通常以合伙人形式进行组织，其流程通常包含筹资、购买资产、资产出售后的资金回报还给投资者等整个投资过程。私募股权二级市场投资战略可能涉及一对多、多对多等不同的交易形式，因此，在其结构上存在不同的设计形式。

私募股权二级市场投资战略是具有周期长、风险大、流动性差特性的投资战略，其内容主要有：

（1）转让提供资金的有限合伙人权益份额，通常投资者会成为新的有限合伙人，不仅可能承担权利，同时可能承担尚未履行的出资义务。通常，投资者是看到该私募股权的未来增值可能性及其现在具有的价值而进行投资。

（2）投资组合交易，是指投入资金的投资组合股权。若一些私募股权投资基金希望出售其手下的项目，就可以通过二级市场直接与买方进行交易，买方可以直接获取原私募股权投资基金在项目当中所持有的权益。

私募股权合伙制度的生命周期最典型的需要10年左右，包含3~4年的投资和5~7年的收回投资的过程。许多私募股权投资有限合伙人考虑到私募股权投资本身的流动性差的性质，愿意在二级市场进行交易，这也是中国私募股权二级市场的未来值得期待的

主要理由之一。

三、私募股权投资基金的组织结构

私募股权投资基金通常分为有限合伙制、公司制和信托制三种组织结构。

(一) 有限合伙制

有限合伙制最早产生于美国硅谷，目前成为私募股权投资基金最主要的运作方式。其合伙人由有限合伙人（limited partner）和普通合伙人（general partner）构成。

如图 10-4 所示，在有限合伙制当中，普通合伙人主要代表整个私募股权投资基金对外行使各种权利，对私募股权投资基金承担无限连带责任，收入来源是基金管理费和盈利分红。有限合伙人则负责出资，并以其出资额为限，承担连带责任。普通合伙人有时会承担基金管理人的角色，但有时也委托专业管理人员对私募股权投资项目进行管理和监督，在中国，通常由基金管理人担任普通合伙人的角色。在设立初期，普通合伙人和有限合伙人通常签订合伙人协议，约定各种管理费用和业绩奖励，并且会定期召开合伙人会议。同时，与公司制和信托制私募股权基金不同，普通合伙人具备独立的经营管理权力，有限合伙人虽然负责监督普通合伙人，但是不直接干涉或参与私募股权投资项目的经营管理。

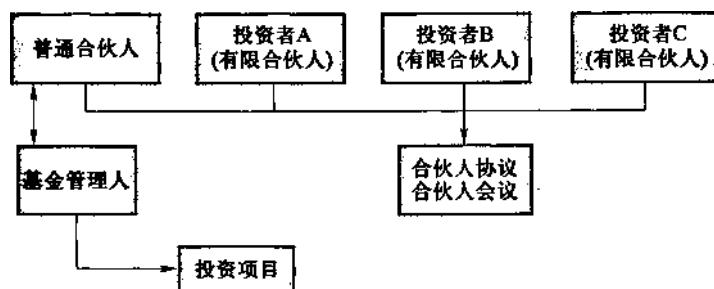


图10-4
有限合伙制私募股
权基金组织结构图

(二) 公司制

公司制是指私募股权投资基金以股份公司或有限责任公司形式设立。如图 10-5 所示，公司制私募股权投资基金通常具有较为完整的公司结构，运作方式规范和正式。投资于公司制私募股权投资基金的投资者一般享有作为股东的一切权利，并且和其他公司的股东一样，以其出资额为限承担有限责任。在公司制私募股权投资基金当中，通常基金管理人或者作为董事，或者作为独立的外部管理人员参与私募股权投资项目的运营。与有限合伙制不同，公司制的基金管理人会受到股东的严格监督管理。

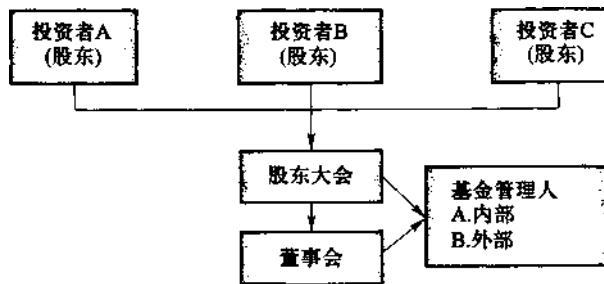


图10-5
公司制私募股权投
资基金组织结构图

(三) 信托制

信托制是指由基金管理机构与信托公司合作设立，通过发起设立信托收益份额募集资金，进行投资运作的集合投资基金。基金由信托公司和基金管理机构形成决策委员会共同进行决策。在中国，渤海产业投资基金采取信托制基金形式进行运作。

信托制私募股权投资基金，通常分为单一信托基金和结构化的信托模式，运营流程基本上相同。一般而言，信托公司通常代表所有投资者的名义，以自己的名义对整个私募股权投资项目和基金的发行、管理和运作负责，也就是说，信托公司通常掌握财产运营的权利，但其角色并不完全等同于普通合伙人，其也是作为受益人，出资设立信托基金。此类基金的组织结构如图 10-6 所示。

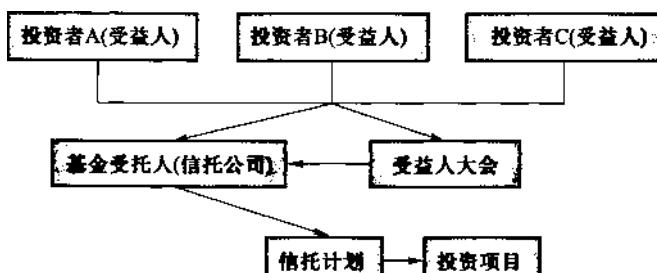


图 10-6

信托制私募股权投资基金组织结构图

四、私募股权投资的退出机制

私募股权投资基金在完成投资项目之后，主要采取的退出机制是：首次公开发行，买壳上市或借壳上市，管理层回购，二次出售，破产清算。

(一) 首次公开发行

首次公开发行（IPO）是指在证券市场上首次发行对象企业普通股票的行为。此后，对象企业将变为上市公司，股票在证券市场上进行公开交易，私募股权投资基金可以通过出售其持有的股票收回现金。一般来说，首次公开发行伴随着巨大的资本利得，被认为是退出的最佳渠道。

(二) 买壳上市或借壳上市

买壳上市或借壳上市是资本运作的一种方式，属于间接上市方法，为不能直接进行 IPO 的私募股权投资项目提供退出途径。私募股权投资基金通过收购上市公司一定数量股权取得控制权后，再将自己所投资的企业通过反向收购注入该上市公司，实现公司间接上市。

(三) 管理层回购

管理层回购是指私募股权投资基金将其所持有的创业企业股权出售给企业的管理层从而退出的方式。优点在于将外部股权全部内部化，使得对企业保持充分的独立性。

(四) 二次出售

二次出售是指私募股权投资基金将其持有的项目在私募股权二级市场出售的行为。与管理层回购一样，二次出售也是私募股权投资基金出售对象企业股份的过程，仅仅在出售对象上存在一定的差异。二次出售常常用于缓解私募股权投资基金紧急的资金

需求。

(五) 破产清算

破产清算是指私募股权投资基金投资的企业运营失败，项目以破产而告终，被迫退出的一种形式。私募股权投资企业进行清算，主要在以下三种情况下出现：一是由于企业所属的行业前景不好，或是企业不具备技术优势，或利润增长率没有达到预期的目标，私募股权投资基金决定放弃该投资企业；二是所投资企业有大量债务无力偿还，又无法得到新的融资，债权人起诉该企业要求其破产；三是所投资企业经营太差，达不到IPO的条件，且没有买家愿意接受私募股权投资基金持有的企业的权益，而且继续经营企业获得的收入无法弥补可变成本，继续经营只能使企业的价值变小，只得进行破产清算。

第三节 不动产投资

学习内容	知识点
不动产投资概述	不动产投资的定义
	异质性、不可分性、低流动性
不动产投资的类型	地产投资、商业地产、工业用地、酒店、养老地产等
不动产投资工具	不动产投资工具简介
	房地产有限合伙（RELP）
	房地产权益基金：核心型房地产权益基金、核心增益型房地产权益基金、增值型房地产权益基金、机会型房地产权益基金
	房地产投资信托基金（REITs）的定义及其特点

一、不动产投资概述

(一) 不动产投资的定义

不动产（real estate）是指土地以及建筑物等土地定着物，相对动产而言，强调财产和权利载体在地理位置上的相对固定性。房地产是不动产中的主要类别，也是本章讨论的主要内容。国内习惯上不区分不动产和房地产，两者常常互换使用。

对大多数个体投资者而言，不动产投资意味着购买自己的居住用房地产，这也是这些投资者所持有的资产净值当中的重要部分。住宅型建筑物、公寓和其他住宅型房地产都是许多个体投资者的财务计划当中最基础的部分。

许多投资者将他们的房地产投资主要集中于商业不动产。截至2011年年底，全球商业不动产总值约为26.6万亿美元，达到全球GDP的40%和全球股票总市值的50%。

商业不动产投资已经成为全球投资的重要组成部分。

(二) 不动产投资的特点

不动产投资具有如下特点。

1. 异质性

每一项不动产在地理位置、产权类型、用途和使用率等方面而言都是独特的，受法律法规、政策、宏观环境和货币环境等因素影响较多。这给房地产估值带来了困难。

2. 不可分性

和传统的股票、债券等不同，直接的不动产投资金额大，且不容易拆分以卖给多个投资者。这意味着一项投资就可能占据投资组合的很大比例。

3. 低流动性

由于前两项特性，直接的不动产投资流动性较差，产权交易时间长、费用高。若要快速转售，往往要承担较大的折价损失。

二、不动产投资的类型

不动产有多种类型，它们有各自的特征、优势和局限性。下面将对主要的不动产投资类型进行介绍。

(一) 地产投资

地产，亦指土地，是指未被开发的，可作为未来开发房地产基础的商业地产之一。基于未被开发这一特征，土地本身的不确定性非常高，因此土地投资可能具有较高的投机性。土地无法给承租人或者使用者带来任何可观的现金流，可能只有包括房地产税以及管理或维持土地的费用在内的净现金流出。

开发商获取建筑许可后在土地上进行建筑或建设公路、基础设施等开发过程，会增加土地的价值，因此，土地投资大部分通过利用可预测的未来现金流获取的买卖价差或者开发后进行出售或出租经营来获取投资收益。同时，土地投资由于其投资价值受到宏观环境和法律法规因素影响较大而极具风险性。

(二) 商业房地产投资

商业房地产投资以出租而赚取收益为目的，其投资对象主要包括写字楼、零售房地产等设施。

写字楼在整个商业房地产投资当中占据着很大比例。写字楼的所有权通常归属于房地产投资者，这些投资者将写字楼空间出租给承租人。写字楼租金往往参照通货膨胀率和供求关系等因素逐年调整。对期望抵御通货膨胀的投资者而言，写字楼投资具有很大的吸引力。

零售房地产是指如购物中心、商业购物中心和其他用于零售目的而建设的建筑物。所有者将房地产出租给零售商进行经营。

(三) 工业用地投资

工业用地，是指包括生产用设备、研究和开发用空地和仓库等各种工业用资产的所在地。中国目前的工业用地主要集中于经济开发区进行建设，剩余工业用地一般是随着

工业投资而进行。

(四) 酒店投资

酒店主要是指包含品牌的短期性居住设施，比如香格里拉酒店等，以及给职工提供的长期居住设施等房地产。

酒店行业随着旅游市场的发展而得到发展。随着中国居民收入的增长，消费正在转型升级，中国旅游业也得以飞速成长。酒店投资已经成为热点。

(五) 养老地产等其他形式的投资

最近，越来越多的商业地产投资趋向于专门针对老人的老人居住地区，和类似于多家庭居住区等接近教育设施的城市区域。

例如，国内上市公司中国人寿在披露2014年的投资计划时明确表示，随着中国老龄化的提前到来，看好养老地产领域，并将在未来两至三年内完成重点地区养老投资布局。

三、不动产投资工具

由于不动产具有异质性、不可分性、流动性差等特点，许多投资者通过间接方式投资于不动产，主要形式包括房地产有限合伙、房地产权益基金和房地产投资信托等。

(一) 房地产有限合伙

房地产有限合伙（real estate limited partnership，RELP）在功能上类似于私募股权合伙，由有限合伙人和普通合伙人组成。房地产有限合伙人将资金提供给普通合伙人，有限合伙人仅以出资份额为限对投资项目承担有限责任，并不直接参与管理和经营项目；普通合伙人通常是房地产开发公司，依赖其具备的专业能力和丰富经验将资金投资于房地产项目当中，之后管理并经营这些项目。通常，房地产普通合伙人和私募股权当中的普通合伙人一样，收取固定比例的管理费，同时，做决策时不会受到太大的干扰。

房地产投资项目具有不同的形式，比如建造住宅或者公寓大楼等。房地产有限合伙偏好资金的非流动性，一旦房地产有限合伙将资金托付给合伙企业，可能在承诺期限截止之前很难或者不可能从投资项目当中退出。同时，有限合伙人可能面临长达数年的负现金流，这主要是由于普通合伙人可能在经过一定时间之后才将资金分配到项目当中的缘故。这些分配的资金通常是基于房地产资产的配置而形成的。

(二) 房地产权益基金

房地产权益基金，是指从事房地产项目收购、开发、管理、经营和销售的集合投资制度，可能会以股份公司、有限合伙公司或契约型基金的形式存在。房地产权益基金可能持有几十到几百个商业地产的投资项目，通过其具备的专业能力对资金进行有效投资，这是房地产权益基金的主要运作方式。

房地产权益基金通常以开放式基金形式发行，定期开放申购和赎回。赎回款通常从日常运营现金流中获取，比如收到的租金收入和资产出售等。因此，房地产权益基金相比于房地产有限合伙流动性要好得多。但值得注意的是，在房地产市场遭遇滑坡的时期，投资者可能出现挤兑，而基金没有足够的现金应付赎回。在退出策略方面，房地

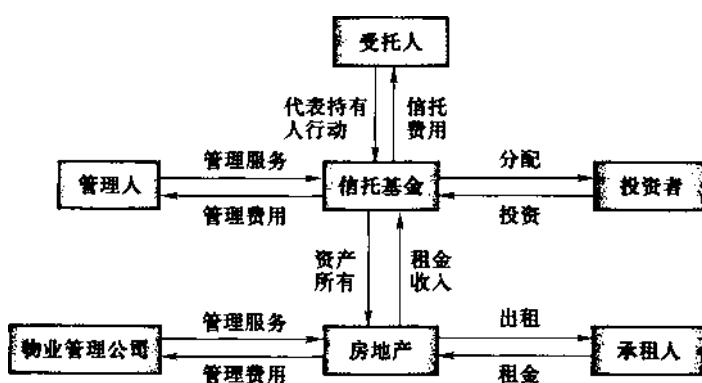
产权益基金可以通过在非公开市场上出售其所持有的资产退出，也可通过打包上市后退出。

(三) 房地产投资信托

房地产投资信托(基金)(real estate investment trusts, REITs)，是指通过发行受益凭证或者股票来进行募资，并将这些资金投资到房地产或者房地产抵押贷款的专门投资机构。房地产投资信托是一种资产证券化产品，可以采取上市的方式在证券交易所挂牌交易。房地产投资信托基金的主要收益来自稳定的股息和证券价格增值。房地产投资信托的运作方式如图 10-7 所示。

图 10-7
房地产投资信托
(REITs) 运作结构
图

资料来源：德勤·
中国房地产投资
手册(第 7 版)，
2013。



房地产投资信托基金具有以下特点：

第一，流动性强。这一点与房地产有限合伙制度或其他房地产投资工具不同，若投资者选择直接购买房地产，则需要经过非常繁杂的手续，并且在购入之后不容易变现，流动性差；若选择购买房地产公司的股票，存在股市波动风险；房地产投资信托是在交易市场上交易经过证券化的房地产，很容易进行房地产与现金之间的转换。

第二，抵补通货膨胀效应。通货膨胀在整个宏观经济因素当中，是对房地产投资影响最大的因素，一般而言，房地产相关收入会与通货膨胀呈现同向变动的趋势，起到在通货膨胀时的保值功能。

第三，风险较低。房地产投资信托基金和其他传统证券一样，其盈利收入是可以预测的，而且运作流程和方式与其他传统证券类似，同时，房地产投资信托基金的波动性却又低于传统证券，因此，房地产投资信托基金具备低风险的特点。房地产投资信托基金将标的房地产像股票一样进行分割之后交易，投资者可以利用资金投资于多种不同房地产种类，达到通过多样化分散风险的作用。

第四，信息不对称程度较低。与其他房地产相关投资工具不同，房地产投资信托基金在公开市场上进行交易，上市的房地产投资信托基金必须定期向投资者披露投资项目和基金本身的相关信息，因此，信息不对称程度相对于其他房地产相关投资工具要低得多。

在美国，房地产投资信托基金必须将自身的大部分资产和收入与房地产投资项目进行挂钩，同时需要每年将至少 90% 的应纳税收入分配给股东，也就意味着房地产投资信

托基金具有高分红的性质。一般房地产投资基金的收入比传统证券中的债券要高，比股票要低，影响其收益的因素主要包括利率水平、股市景气度和房地产市场景气度。与中国市场不同，在美国市场，房地产投资基金在公司层面免征企业所得税，因此较为盛行。

投资者通过REITs可以不用直接拥有真实房地产而投资房地产行业。在美国，1999年之后REITs规模出现了成倍增长，而在我国内地投资市场，这类证券则刚刚兴起。2014年5月，中信证券首次推出了北京中信证券大厦和深圳中信证券大厦两栋办公楼作为标的物的房地产投资基金，计划期限为3~5年，通过将投资者以风险偏好进行分类，分为优先级和次级。优先级投资者是趋于风险厌恶的投资者，以500万元起购，趋于风险偏好的次级投资者则以3000万元起购；首先将投资收益分配给优先级投资人，而后剩余收益分配给次级投资者。该房地产投资基金总规模达到52.1亿元。

房地产投资基金给予个体投资者和中小型投资者新的房地产投资渠道，同时，可以给中国现在主要依赖银行贷款进行融资的房地产公司提供新的融资渠道，给中国房地产市场带来全新的局面。

第四节 大宗商品投资

学习内容	知识点
大宗商品投资概述	大宗商品投资的定义
	大批量买卖、同质化、可交易、抵抗通货膨胀
大宗商品投资的类型	能源类、基础原材料类、贵金属类、农产品类
大宗商品投资工具	直接购买商品、直接购买资源、购买商品相关股票
	大宗商品期货交易、大宗商品现货交易
	商品结构化产品

一、大宗商品投资概述

大宗商品是指具有实体，可进入流通领域，但并非在零售环节进行销售，具有商品属性，用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物资商品。典型的例子有谷物、小麦、铜、黄金和石油等。大宗商品具有同质化、可交易等特征，供需和交易量都非常大。

股票和债券等资产的价格取决于未来期望现金流，而商品具有经济价值，但没有未来现金流。大宗商品价值受全球经济因素、供求关系等影响较大，在通货膨胀时价格随之上涨，具有天然的通胀保护功能。

最近几年，全球大宗商品和股票市场表现呈现出正相关关系，比如高盛商品指数（GSCI）和欧洲斯托克指数（STOXX）在2010年呈现的相关性是80%，但这样的高度相关性对投资者意味着较低的投资分散化作用。

二、大宗商品投资的类型

大宗商品基本上可以分为四类：能源类、基础原材料类、贵金属类和农产品。

（一）能源类大宗商品

能源类大宗商品主要包括原油、汽油、天然气、动力煤、甲醇等。能源类大宗商品受到国际能源价格以及世界经济形势和国家宏观经济政策的影响。比如，欧美采取货币宽松措施和基础建设项目增加等利好因素会使得能源类大宗商品的价格大幅上涨；但在整体经济状况并没有出现好转的情况下，能源类大宗商品价格会再次呈现出下滑的趋势。

在石油、天然气等领域，相比于国内，国际商品期货市场占据着大宗商品定价权的制高点，其价格成为国际贸易的基准价格。例如，在原油交易当中，纽约商品交易所交易的轻质原油价格，为全球石油价格定价的重要基准。

（二）基础原材料类大宗商品

基础原材料类大宗商品，主要包括钢铁、铜、铝、铅、锌、镍、钨、橡胶、铁矿石等。通常基础原材料大宗商品以大批量进行交易。基础原材料类大宗商品是制造业发展的基础，与生产经营活动密切相关。

（三）贵金属类大宗商品

贵金属类大宗商品，通常具备相对较好的物理属性、高度的发展性和稀少等特点，其中，黄金是贵金属类大宗商品的典型代表。作为一种特殊的通货，黄金通常可用于储备和投资，又联系到从低级到高级不同层次的制造业。通常，贵金属类大宗商品被认为是个人资产投资和保值的工具之一。

目前，国际上可交易的贵金属类大宗商品主要包括黄金、白银、铂金等。

（四）农产品类大宗商品

目前，国际上可交易的农产品类大宗商品主要包括玉米、大豆、小麦、稻谷、咖啡、棉花、鸡蛋、棕榈油、菜油、白砂糖等；其中，大豆、玉米、小麦的期货被称为三大农产品期货。由于农产品本身的特性，所以容易受到天气、自然灾害等自然条件的影响。

三、大宗商品的投资方式

中国作为石油、有色金属、铁矿石等原材料消费大国，商品交易在中国金融市场的作用正变得越来越重要。商品交易市场位于整个产业链最上游，有助于提升产业竞争力，并帮助企业和投资者在产业价格竞争方面获取优势。同时，商品交易通过影响产业链中、下游产品价格来影响整体经济。因此，发展大宗商品市场已经成为国家经济和金融战略的重要组成部分。对投资者而言，对于日益发展的大宗商品市场，可以通过不同

路径对大宗商品进行投资，同时可将大宗商品纳入自己的投资证券组合。

（一）购买大宗商品实物

购买大宗商品，是最直接也是最简明的大宗商品投资方式。从理论上讲，投资者若需要对商品进行投资，可能仅仅需要走出家门，去购买一桶油就可以算是买到了该商品的所有权。这样小额购买属于消费行为，而不算是投资。纽约商品交易所的石油合约以1 000桶^①为最小交易单位，芝加哥商品交易所的小麦以5 000蒲式耳^②为最小交易单位。直接购买大宗商品进行投资会产生很大的运输成本和储存成本，投资者很少采用这样的方式。

（二）购买资源或者购买大宗商品相关股票

投资者可以通过购买主营资源勘探、开发或大宗商品生产加工的企业的股票来进行大宗商品投资。如果投资者要投资自然资源，则可以选择购买矿产勘探公司的股票；如果要投资农产品，则可以购买相关农业概念股。这种方法在实际操作中可能受到其他因素干扰。相关企业为减少商品价格波动对公司运营的影响，会对所运营商品进行风险对冲，这样，购买此类企业股票无法获得对相关商品的风险敞口。

（三）投资大宗商品衍生工具

对单一商品或商品价格指数采用衍生产品合约形式进行投资，是大多数大宗商品投资者常用的投资方式。大宗商品衍生工具包括远期合约、期货合约、期权合约和互换合约等。

期货合约是在交易所交易的标准化产品，和股票一样，有固定的交易场所、规范的合约、透明的合约价格、较低的交易成本和很强的流动性。期货市场本身所具有的价格发现功能，使得商品期货价格成为现货交易的基准价格。现在，中国国内有三家商品期货交易所，分别位于上海、大连、郑州。

（四）投资大宗商品的结构化产品

某些投资者由于投资范围的限制，无法直接投资于大宗商品及其衍生工具。这些投资者可以通过投资银行或其他金融机构发行的结构化产品间接投资于大宗商品市场。结构化产品主要用金融工程的方法创造新的证券，并将其收益挂钩于其他资产，如股票、商品、指数等，以满足投资者需求。

参 考 文 献

[1] 戴维·斯托厄尔. 投资银行、对冲基金和私募股权投资. 北京：机械工业出版社，2013.

[2] 鲍勃·莱斯. 另类投资. 北京：机械工业出版社，2014.

① 1桶≈159升。

② 1蒲式耳=35.24升。

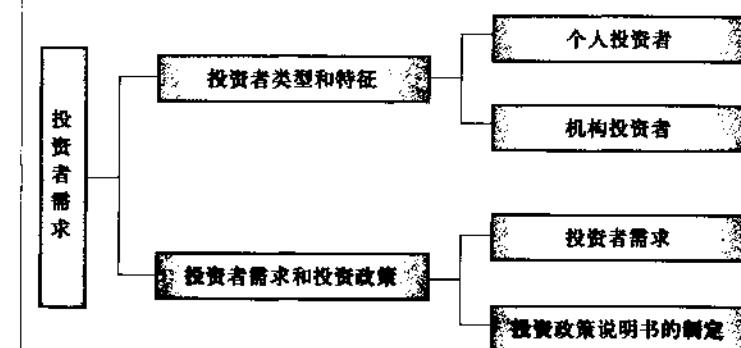
- [3] 曹华. 另类投资. 厦门: 厦门出版社, 2014.
- [4] 德勤. 中国房地产投资手册. 7 版, 2013. <http://www.deloitte.com>.
- [5] 长城战略咨询. 中国大宗商品交易市场研究, 2009.
- [6] 倪正东, 等. 2013 中国房地产基金白皮书, 2013. <http://research.pedaily.cn/researchreport/2013/20130913354654.shtml>.

第 11 章 投资者需求

本章内容概述

本章从投资者类型入手，讲述投资者需求与投资政策之间的关系。第一节介绍个人投资者与机构投资者及其特征。第二节从预期收益率、风险、流动性、投资期限、监管约束等方面介绍了投资者需求，并介绍了投资政策的制定原则。

知识结构图



第一节 投资者类型和特征

学习内容	知识点
投资者的主要类型和特征	个人投资者及其特征
	机构投资者的各种类型及特征

投资组合管理的一般流程包括：了解投资者需求、制定投资政策、进行类属资产配置、投资组合构建、投资组合管理、风险管理、业绩评估等。

资产管理公司对客户利益担负信托责任。信托责任本质上是两方或多方之间基于信任的一种法律关系，通常存在于受托人与委托人或受益人之间。后者合理地信任并依赖受托人。受托人为委托人的利益服务，并且忠实于委托人的利益。受托人不得将自身利益置于信托责任之上，不允许对不同客户的信托责任产生利益冲突。

资产管理公司作为受托的投资管理人为各种各样的投资者提供多种类型的产品，需要了解投资者的特点和需求才能为之提供最佳服务。投资者主要有个人与机构两种类型。个人投资者的财务状况可以从小康到非常富有。机构投资者则有保险公司、银行、养老金和捐赠基金等多种不同的类型。

一、个人投资者

个人投资者是基金投资群体的重要组成部分。基金销售机构常常根据财富水平对个人投资者加以区分，例如，将个人投资者划分为零售投资者、富裕投资者、高净值投资者和超高净值投资者。

个人投资者的划分没有统一的标准，每个基金销售机构都会采用独有的方法来设置投资者类别以及类别之间的界限。不同机构即使将个人投资者划分为相同的类别，也有可能采用不同的类别界限。一个机构可能把可投资资金低于5万元的个人投资者划分为零售投资者，而另一个机构可能将可投资资金低于10万元的个人投资者划分为零售投资者。

基金销售机构常常对不同类型的投资者提供不同类型的投资服务。例如，某些基金销售机构为专家理财服务（如私募产品、基金专户等）设置了一个最低的投资规模门槛（比如100万元）。不同类型客户的资产常常被建议投往不同类型的基金产品。

一般而言，拥有更多财富的个人投资者，在满足正常生活所需之外，有更多的资金进行投资，而且风险承受能力也更强。

除了可投资款以外，个人投资者还可能在投资经验和能力方面存在差异。一些投资者在投资经验和能力方面比较缺乏，而另一些投资者由于受过相关教育或长期从事投资，有着丰富的投资经验，投资能力较强。通常而言，个人投资者的投资经验和能力不

如机构投资者，所以监管机构常对个人投资者可投资的基金产品进行严格的监管，并施加一些限制条件，以保护个人投资者的权益，尤其是保护中小投资者的权益。投资能力的差异也会对投资者的投资需求产生重大影响，比如经验更丰富的投资者投资范围往往更广泛，也更愿意投资风险较大的产品。

个人投资者的个人状况会对其投资需求产生多方面的影响，主要表现在以下方面：个人投资者的就业状况对其投资需求的影响体现在，拥有稳定工作的年轻个人投资者，其工资收入有望随着时间的推移而不断增长，其风险承受能力较强；处于失业状态或者即将退休的个人投资者，已经或者即将失去获得工资收入的能力，其风险承受能力较弱。个人投资者的年龄也会影响其投资需求和投资决策。随着年龄的增长，个人投资者的风险承受能力和风险承受意愿递减。中青年人往往是“初生牛犊不怕虎”，对证券市场暴跌带来的投资亏损尚未体会或体会不深，因而更具有冒险的精神，而且其有较长的时间来积累财富，更能承担不利的投资后果。而老年人往往经历了证券市场多轮牛熊更替，对风险控制有更深切的体会，而且其一般因退休而失去了工资收入，增量资金有限，所以更偏向于保守的投资。

个人投资者的家庭状况（例如婚姻状况、子女的数量和年龄、需赡养老人的数量和健康状况）也会影响其投资需求。家庭负担越重，则可投资的资源越少，投资者越偏向于稳健的投资策略。

个人投资者的预期投资期限、对风险和收益的要求、对流动性的要求等因素也都会影响投资者的投资需求和投资决策。在实践中，一般根据个人投资者所处生命周期的不同阶段确定其应该选择的基金产品类型。例如，单身时期的年轻人承担风险的能力比较强，可以选择高风险、高预期收益的基金产品；已经成家但尚未生育的年轻人，不但要考虑家庭财产保值、增值，还要考虑孩子的教育费用等一系列未来的支出，最好进行组合投资，可以选择中高风险、中高预期收益的基金产品；三口之家中的中年人收入一般比较稳定，但家庭责任较重，还要考虑为退休做准备，投资时应该坚持稳健原则，分散风险，可以选择收益与风险均衡化的基金产品；对老年人而言，投资的稳健、安全、保值最重要，在选择基金产品时应该以低风险为核心，不宜过度配置股票型基金等风险较高的产品。

二、机构投资者

相比于个人投资者，基金的机构投资者资本实力更为雄厚且投资能力更为专业。机构投资者具有很多不同的类型，它们具有各不相同的投资要求及投资约束。一些机构投资者聘请专业投资人员对投资进行内部管理，另一些则将资金委托投资于一个或多个外部基金公司。采用内部管理还是外部管理往往取决于机构的规模。大规模的机构通常能够更好地为内部管理提供人力、物力和财力的支持。规模越大，内部管理的成本相对于投资额度的比例就越低。也有一些公司采用混合的模式，有能力管理的一部分资产交由内部管理，而超出身管理能力的一部分资产则交由外部管理，比如海外资产。当然，即使是交由外部管理，机构投资者也需要做出一些复杂的决定，比如决定由哪一个投

资管理机构甚至哪一位投资经理来管理资产。他们可能根据内部专家意见来选择投资经理，也可能寻求外部顾问的意见。

基金公司将众多客户的资金集合起来进行投资。基金公司通常会有不同的基金产品，每一个基金产品都具有特定的投资目标。比如某些基金以货币市场产品为投资对象，以获得稳定的收益；某些基金以小公司股票为投资对象，以获得较高的预期收益率。市场上存在大量的风格各异的基金产品。

传统商业银行的主要业务为吸纳存款及发放贷款，但现在对外销售理财产品也是银行的一类重要业务。通过销售理财产品获得的理财资金，银行可以独立进行投资管理，也可以委托基金公司等其他金融机构进行投资管理。

保险公司通过销售保单募集大量保费。保险公司需要将保费做适当的投资。保险公司又可区分为两种类型：财险公司与寿险公司。财险公司针对因火灾、盗窃等意外事件导致的损失提供保险赔偿服务。财险公司吸纳的保费投资期限较短，并且赔偿额度具有很大的风险，因此财险公司通常将保费投资于低风险资产。寿险公司开展人寿保险、人身意外险、健康险等险种业务。寿险公司通过人寿保险业务吸纳的保费具有较长的投资期，通常可以投资于风险较高的资产。

中国的社会保障基金也是重要的机构投资者。它由全国社会保障基金理事会负责统筹管理，用于为社会提供基本养老保险、基本医疗保险、工伤保险、失业保险和生育保险服务。社会保障资金中包含基本养老保险资金，投资期较长。由于社会保障资金的公益性质，其投资运作受到严格的制度约束，其基本原则为：在保证基金安全性、流动性的前提下实现基金资产的增值。

企业年金基金属于我国社会保障体系之下的另一类机构投资者。所谓企业年金基金，是指企业年金计划筹集的资金及其投资运营收益形成的企业补充养老保险基金。企业年金基金财产的投资范围，限于银行存款、国债和其他具有良好流动性的金融产品，包括短期债券回购、信用等级在投资级以上的金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等。企业年金基金财产在投资过程中需要严格遵循有关法规确定的投资比例限制。

一些大型企业设有财务公司，主要负责资产投资。企业在运营过程中产生大量现金，而在短期内又不需要用于运营或做实业投资，此时这笔资金可用于短期投资，通常情况下，会投资于银行存款或货币市场基金，或投资于其他流动性较好的短期资产。

在中国，合格境外机构投资者（QFII）也是一类重要的机构投资者。QFII制度是一国在货币未完全可自由兑换、资本项目尚未完全对外开放情况下有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度安排。QFII在中国境内的投资受到包括主体资格、资金流动、投资范围和投资额度等方面限制。

基金公司、证券公司、私募投资公司等金融机构均可接受投资者的资金，为其提供投资服务，但同时这些机构本身也可能以一个机构投资者的身份成为基金公司的客户。基金公司可以设立基金中的基金（FOF），即专门投资于基金的基金产品，此时，一只基金也成了其他基金的投资者。法律还允许普通的基金产品适量投资于其他基金产品。

针对一些特殊品种，如海外资本市场投资，基金公司常常会以委托海外基金公司的方式进行投资。证券公司资产管理业务非常类似于基金公司的经营范围，可以发行投资标的为基金的产品，并可将基金作为普通资产管理计划的投资标的。私募基金是一类特殊的机构投资者。私募基金的投资产品面向不超过 200 人的特定投资者发行。私募基金的投资者通常是机构投资者或投资经验和技巧较为丰富的个人投资者，且投资者数量较少，因而私募基金所受的法律约束较少，投资渠道、投资策略都会更为多样化。一些私募基金会通过投资公募基金公司的产品实现一些特殊的策略，如 ETF（交易型开放式指数基金）套利、分级基金套利等。

上述机构投资者有的是购买基金公司发行的公募基金产品或专户理财产品进行投资；有的则是专项委托基金公司进行投资管理（例如社保基金、企业年金基金），基金管理公司如需接受此类委托需要获得特定的资格（例如社保基金境内委托投资管理人资格、企业年金基金投资管理人资格）。

第二节 投资者需求和投资政策

学习内容	知识点
不同类型投资者在资产配置上的需求和差异	投资者需求的影响因素：投资期限、收益要求、风险容忍度、流动性
投资政策的制定	投资政策说明书的内容和作用

一、投资者需求

受多种因素的影响，每个投资者都具有不同的投资需求，个人投资者如此，机构投资者也是如此。对一般的投资者而言，影响投资需求的关键因素主要包括：投资期限、收益要求和风险容忍度。除此以外，投资者还可能因为流动性、税收、监管要求等因素而产生一些特别的投资需求。投资者的投资境况和需求会随着时间而变，因此有必要至少每年对投资者的需求作一次重新的评估。

（一）投资期限

投资者首先要弄清楚投资期限的长短。所谓投资期限是指投资者从购买金融资产到兑现实现日之间的时间长度。一些投资者可能在短期内就需要赎回自己的投资组合，以获得资金满足某些到期的需求，而一些投资者可能在多年内都没有资金需求。

不同机构投资者的投资期限会有所差异。比如，财产保险公司可能预计在几年内经常需要大笔资金用于保险理赔的偿付，并且理赔数量具有很强的随机性，它只能将资金作短期投资。而寿险公司能够对未来多年内的寿险给付作一个较准确的预计，于是它可以对保费收入的投资作一个长期的规划。一个投资款来源于石油收入的海外财富基金，

可能是为了下一代的福利而投资，它的投资期限则会更长，甚至是几十年。

某些个人投资者在几年内有购房、购车等支出需求，这使得投资者的投资款项中至少有一部分只能作短期的投资。而中年人可能没有短期的大额资金需求，但需要安排资金用于养老，那么他的投资期限可以长于 20 年。

投资期限的长短影响投资者的风险态度以及对流动性的要求。投资期限越长，则投资者越能够承担更大的风险。对投资期限较长的投资者而言，他有足够的时间来适应新的投资境况。比如，在遇到投资损失时，他可以通过提高储蓄率和调整投资组合构成、提高无风险资产在投资组合中所占比重的方法来弥补。历史经验表明，在较长的时间内，市场行情总体向好的概率要大于走低的概率，投资期限较长的投资者更可能获得良好的投资业绩，因为他们在短期内遭受投资损失的情况下，有更多的时间等待市场恢复。

（二）收益要求

投资者对于收益的要求存在差异。个人投资者可能会对自己未来某个时点的财富水平有一个最低的要求，这时他就会要求自己的投资收益率超过某一水平。比如，一个人希望自己退休时有 100 万元的资产，给定他当前的年龄、资产水平、收入水平、储蓄率以及税率，经过计算，投资收益率需要达到 8% 才能实现这一目标。若这一收益率无法实现，投资者就必须调整其他参数，比如储蓄率。

机构投资者也可能对收益有一个最低要求。比如，一些寿险公司推出的分红保单对客户承诺一个保证收益率。作出这一承诺后，保险资金的投资收益率只有超过某一特定水平，才能使得寿险公司从分红保险业务中获得利润。

收益率存在名义收益率与实际收益率之别。实际收益率在名义收益率的基础上扣除了通货膨胀率的影响。对于长期投资者而言，应该关注的是实际收益率。因为实际收益率能够反映资产的实际购买能力的增长率，而名义收益率仅仅反映了资产名义数值的增长率。如果投资的名义收益率与通货膨胀率相等，那么资产的实际购买能力将没有任何增长。

投资收益目标可以是绝对收益，如年化 8%，或基准利率 + 5%；也可以是相对收益，如沪深 300 指数收益 + 3%。

投资经理必须确保客户的收益率要求能够在法律限制范围内得以实现。客户通常都希望在获得高收益率的同时承担低风险，但很少有投资产品能够实现这一点。通常情况下，要获得高收益率，就必须承担高风险。投资经理应当为客户提供顾问服务。一些客户为了获得高收益率，愿意承担投资的高风险，投资经理必须要提醒客户投资的下行风险。一些客户由于具有足够的资产，并不需要依靠高收益率来实现自己的投资目标，此类客户的风险承受能力较强，但风险承受意愿较弱。但也有一些客户由于资产水平较高，承担风险或承担损失的能力比较强，愿意从事高风险、高收益的投资。

（三）风险容忍度

投资者的风险容忍度取决于其风险承受能力和意愿。

风险承受能力取决于投资者的境况，包括其资产负债状况、现金流入情况和投资期

限。如果投资者的资产远远大于负债，那么承担风险所导致的损失通常可以由资产和收入消化。如果投资期限较长，那么投资者有足够长的时间来调整自己的投资组合构成状况以适应投资损失，比如提高储蓄率和提高无风险资产在投资组合中所占比重，或者只是等待市场好转。

风险承担意愿则取决于投资者的风险厌恶程度。由于在投资过程中风险与收益同时存在，投资者将会面临对风险与收益的权衡问题，人们以不同的态度面对风险从而会制定出不同的投资决策。例如，一个投资项目有 50% 的概率会赢得 100 万元的投资收益，但同时也有 50% 的概率承受 75 万元的项目损失，有一些人认为虽然存在 75 万元的损失，但可获得 100 万元的收益因此决定投资这个项目。虽然实践中这个项目是值得投资的，但有一些人可能因为不希望承受 75 万元的高额风险而不投资这个项目。

通常认为风险承担意愿对个人投资者更为重要。但即使是机构投资者也需要确定一套风险管理原则，对投资的风险承担加以限制，以确保机构投资者不会因为投资损失而导致违约或破产等严重后果。保险公司等金融机构在承担投资风险时往往还受到监管约束。

发生投资者的风险承担能力与风险承担意愿相背离的情况时，投资经理或基金销售人员应当为客户提供顾问服务，兼顾客户的风险承担能力与风险承担意愿，帮助客户确定合理的风险承担水平，确定适当的投资组合。

（四）流动性

流动性是指投资者在短期内以一个合理的价格将投资资产变现的容易程度。个人投资者可能需要变现以购买汽车、耐用消费品、为孩子支付教育费用等，或者是通过变现获得稳定的现金流，用于生活开支。除了应付各种预期的支出外，个人投资者也可能因为各种非预期的因素而变现。比如，一个投资者因突发疾病而需要变现用于治疗。机构投资者的变现需求常常来源于偿还负债。比如，一个寿险公司若其新增的保费少于偿付，则该公司需要将投资组合变现以完成偿付。

变现需求会影响投资机会的选择。某些类型的投资不能够提前变现，某些类型的投资能够随时变现，另一些投资品种在变现时会遭受一定的损失。如果投资者存在变现的需求，则应当选择流动性高的投资品种。流动性高是指资产能够在短时间内以合理价格迅速变现，而不需要支付较高的成本。

流动性与收益之间通常存在一个替代关系。对于同类产品，流动性更差的往往具有更高的预期收益率。如果没有预期的变现需求，投资者可以适当降低流动性要求，以提高投资的预期收益率，但是也必须结合考虑自己的投资情况为非预期的变现需求作出预防性安排。

通常情况下，投资期限越长，则投资者对流动性的要求越低。比如，一个流动性较差的私募股权投资可能在 10 年以后才能变现，这样的投资机会并不适合于投资期限为 5 年的投资者。如果投资者将日常的闲余资金用于投资，将来随时可能需要变现以应付生活需要，那么流动性较强的银行活期存款或可随时赎回的货币市场基金是较为合适的投资对象。

（五）其他情况

有的投资者的投资范围可能会受到社会、伦理等各种独特因素的影响。例如，有的投资者注重环境保护，选择不投资于他们认为有损环境的公司。有些公司出于分散风险的考虑，限制自己的雇员投资于本公司股票的额度。一些医疗基金可能会避免投资于烟草股票，因为鼓励吸烟有悖于其提高卫生健康水平的宗旨。

二、投资政策说明书的制定

投资者在投资期限、收益要求、风险容忍度、流动性要求等方面存在差异，因而产生了多样化的投资需求。投资管理人应基于投资者的需求、财务状况、投资限制和偏好等为投资者制定投资政策说明书。分析投资者需求是制定投资政策说明书的关键环节，具体分析方法已在本章前文予以说明，此处不再赘述。

制定投资政策说明书的好处体现在多个方面。首先，能够帮助投资者制定切合实际的投资目标；其次，能够帮助投资者将其需求真实、准确、完整地传递给投资管理人，有助于投资管理人更加有效地执行满足投资者需求的投资策略，避免双方之间的误解；最后，有助于合理评估投资管理人的投资业绩。

投资政策说明书的内容一般包括投资回报率目标、投资范围、投资限制（包括期限、流动性、合规等）、业绩比较基准。有些机构还将投资决策流程、投资策略与交易机制等内容纳入投资政策说明书。

由于投资政策说明书中涉及的投资者需求会不断变化，因此，投资政策说明书在制定之后也不能一成不变，需要定期或不定期地进行更新。

制定投资政策说明书是进行投资组合管理的基础，能够有效地指导投资策略的实施，有助于更好地实现投资组合管理。一旦为投资者制定了投资政策说明书，投资管理人就可以根据投资政策说明书为投资者选择合适的资产组合，进行资产配置。资产配置的详细内容将在后面的章节予以介绍。

参 考 文 献

[1] CFA INSTITUTE. CFA program curriculum: Volume 6, Chapter 16, 2014.

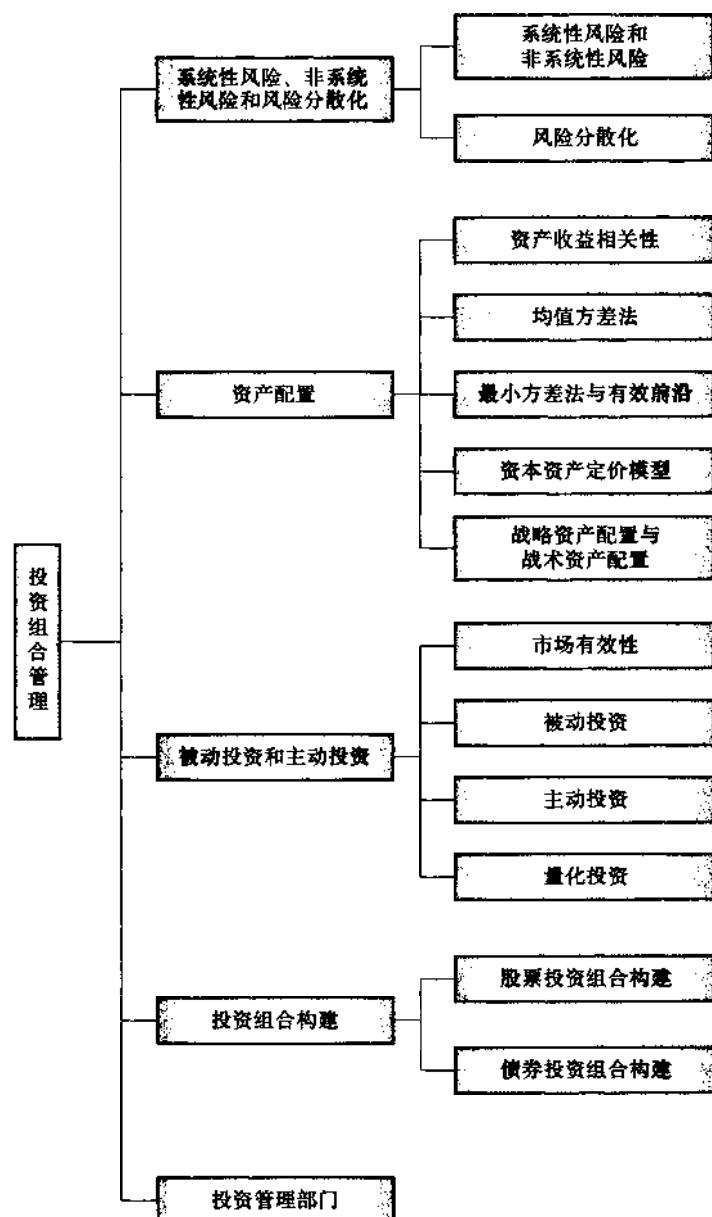
[2] 中国证券业协会. 证券市场基础知识. 北京: 中国财政经济出版社, 2011.

第 12 章 投资组合管理

本章内容概述

本章分五节介绍了投资组合管理的基本知识。第一节介绍了系统性风险、非系统性风险和风险分散化的基本原理。第二节介绍了资产配置的基本理论，包括资产收益相关性、均值方差法、最小方差法、有效前沿及资本资产定价模型。第三节介绍了主动和被动管理的基本理论，包括市场有效性、被动投资策略、主动投资策略、量化投资策略等内容。第四节介绍了股票和债券投资组合的构建及流程。第五节介绍了基金公司的投资管理流程，包括基金公司投资管理部门设置以及基金公司投资交易流程。

知识结构图



第一节 系统性风险、非系统性风险和风险分散化

学习内容	知识点
系统性风险与非系统性风险的来源	系统性风险和非系统性风险的概念 风险报酬的概念，风险与收益的对应关系
分散风险的原理和方法	风险分散化的原理和方法

一、系统性风险和非系统性风险

(一) 系统性风险和非系统性风险的概念

系统性风险是指在一定程度上无法通过一定范围内的分散化投资来降低的风险。与之相对，非系统性风险则是可以通过分散化投资来降低的风险。当然，在一定范围内不可分散的风险有可能在一个更大的范围内分散化。比如将投资范围由一国市场扩大到国际市场，一国市场上无法分散的风险可以在国际市场上分散。因此系统性风险是相对于一定的投资范围而言的。

系统性风险的存在是由于某些因素能够通过多种作用机制同时对市场上大多数资产的价格或收益造成同向影响，这些因素常常被称为系统性因素，它往往不受证券发行主体及投资主体的控制。系统性因素一般为宏观层面的因素，主要包含政治因素、宏观经济因素、法律因素以及某些不可抗力因素。系统性风险具有以下几个特征：由同一个因素导致大部分资产的价格变动，大多数资产价格变动方向往往是相同的，无法通过分散化投资来回避。

非系统性风险又被称为特定风险、异质风险、个体风险等，往往是由某个或少数的某些资产有关的一些特别因素导致的，例如公司成功推出新产品引起的股价上升，负面新闻如农业公司产品歉收造成的股价下跌等。这些因素只对某个或某些资产的收益造成影响，而与其他资产的收益无关。正因为如此，这些风险可以分散化。当投资组合中包含的资产数量增加时，每个资产在其中所占比重下降，那么各特别因素对整个投资组合收益率的影响程度就降低了，并且有可能被其他特别因素的影响所抵消。

(二) 风险与收益的关系

在金融市场上，风险与收益常常是相伴而生的。高风险意味着高预期收益，而低风险意味着低预期收益。这是由投资者回避风险的特征所决定的。若一个回避风险的投资者能够从一个投资产品中获得 5% 的无风险收益率，那么他就不会接受一个有风险、而预期收益率也是 5% 的投资产品。若要让他接受这个有风险的投资产品，那么这个产品必须提供高于 5% 的预期收益率，该预期收益率高出无风险收益率的部分称为风险报酬，即为了让投资者接受该风险而付给投资者的报酬。投资产品的风险越大，那么相应的风险报酬也应当越大。这样，市场上各种投资产品才会形成供求平衡的市场

均衡状态。

当然，如果观察各种投资产品的历史收益，可能会存在一些历史收益率较低的高风险投资产品。这并不能说明高风险、高收益的规律被违反了，因为历史收益率和预期收益率是不同的概念。一个投资产品是高风险的，意味着它将来实现的收益率可能会在一个很大的范围内波动。尽管它的预期收益率较高，但最终实现的历史收益率可能较低，甚至为负值。

只要投资者认识到某一种风险的存在，且投资者无法回避它，那么投资者就会对承担这种风险要求相应的风险报酬。比如投资者会要求对承担信用风险进行补偿，这导致市场上信用风险较高的企业债券与同期限、同息票率的国债相比价格更低，收益率更高，这个高出的收益率称为信用风险溢价。投资者也会要求对承担流动性风险进行补偿，这导致市场上期限较长的债券收益率通常比期限较短的债券收益率更高，因为期限较长的债券比期限较短的债券流动性更差。这个高出的收益率称为流动性溢价。

二、风险分散化

投资存在风险。股票存在价格波动的风险，并且每个股票的价格波动各不相同。债券的收益率会随着利率的波动而变化，也会因违约事件或信用等级变化而变化。对于风险各不相同的投资工具，投资者可以通过分散化投资来降低投资风险。

我们首先通过一个简单的例子来理解风险分散化原理。



例 12-1

假设有两个公司，一个是橙汁生产公司，一个是雨伞制造公司。两个公司的业绩都易受到天气的影响。橙汁生产公司的业绩在天气晴朗的情况下较好，而雨伞制造公司的业绩在天气阴雨的情况下较好。假设在未来一年天气平均较为晴朗的概率为50%，平均较为阴雨的概率为50%。两个公司在两种状态下的预期收益率如表12-1所示。

表 12-1 两公司在不同天气状态下的预期收益率

	晴朗	阴雨
橙汁生产公司	10%	-2%
雨伞制造公司	-2%	10%

由表12-1可知，橙汁生产公司的预期收益率为 $10\% \times 50\% + (-2\%) \times 50\% = 4\%$ ，标准差为 $\sqrt{(10\% - 4\%)^2 \times 50\% + (-2\% - 4\%)^2 \times 50\%} = 6\%$ 。雨伞制造公司在未来一年的预期收益率和标准差同样分别为4%和6%。投资者如果将所有的资金都投资于其中某一家公司，那么他的预期收益率为4%，预期收益率的标准差为6%。

现在来看分散化投资的效果。如果投资者将资金平均地投资于两家公司，那么在天气较晴朗的状态下，投资者的预期收益率为 $10\% \times 50\% - 2\% \times 50\% = 4\%$ ，同样，在天气较阴雨的状态下，投资者也将获得 4% 的预期收益率。此时投资者获得了确定性的预期收益率 4%，投资风险为零。在这个特殊的例子中，通过分散化投资，投资者消除了风险。投资者之所以可以分散化风险，其中的关键原因是两种资产的收益波动存在相反趋势。

我们也可以考虑另一个特别的情形，即两种资产的预期收益具有同样的波动规律。显然，如果不允许投资者卖空资产的话，那么投资者无法利用这样的两种资产构建出预期收益率相同而风险更低的投资组合。这个简单的例子说明我们无法将各资产中相同的风险分散化。推而广之，我们通常无法分散资产收益中的系统风险。因为系统性风险通常使得所有资产的收益出现相同的变化。在不卖空资产的情形下，无论怎样搭配投资组合，系统性因素总是使得投资组合中的所有资产出现同向的收益波动，从而投资组合也出现同向的收益波动。

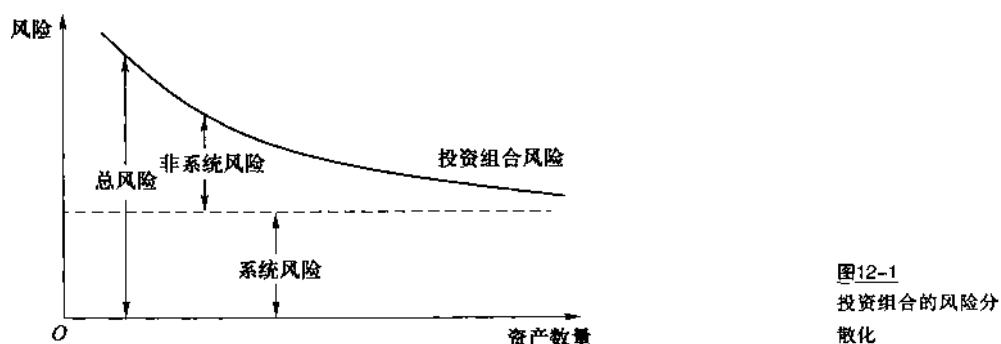
在一般的情形下，各资产的收益既存在系统性风险，也存在非系统性风险。通过分散化投资，非系统性风险是可以降低的。我们可以通过两句谚语来直观地理解分散化投资如何降低非系统性风险。

第一句为“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”。如果鸡蛋放在多个篮子中，其中某一个篮子倾覆只会导致这一个篮子中的鸡蛋受损，而不会影响其他篮子中的鸡蛋。因而把鸡蛋分散于多个篮子中可以减少破损的风险。非系统性因素常常使得某个篮子倾覆，而不是使得所有篮子同时倾覆。如果投资者将资金分散投资于多个资产，每个资产只在投资组合中占一个很小的比例，那么其中某一个资产产生亏损只会给整个投资组合带来较小的损失，而多个资产同时发生亏损的概率比一个资产发生亏损的概率低得多，从而减少了投资组合的风险。

分散化投资可以降低风险的另一个直观逻辑是投资者有可能“失之东隅，收之桑榆”。在某些时刻，投资组合中的某些资产可能产生了损失，但同时其他的资产可能产生了更多的收益，此时投资组合的收益变化不大。只要有一部分时刻损失和收益相互抵消，整个投资组合收益的波动性就会低于投资组合各资产收益的平均波动性。投资组合中包含的资产数量越多，则不同资产的收益波动相互抵消的机会就越大，风险降低的效果就越显著。

风险分散化的效果与资产组合中资产数量是正相关的，但这并不意味着投资组合的收益风险会随着资产数量的增加而逐渐降到零。事实上，由于无法分散化的系统性风险的存在，随着资产数量的增加，投资组合的风险会逐渐降到某个稳定的水平，该水平取决于无法分散化的系统性风险。图 12-1 形象地说明了投资组合的风险分散化与资产数量之间的关系。

图 12-1 中投资组合的资产假定是随机选取的。当投资组合的资产数量不断增加时，该投资组合所包含的非系统风险被分散，变得越来越小，但其系统风险无法被分散，会大致保持稳定。因此当其资产数量变得很大时，投资组合的总风险趋近于其系统性风险。如果投资组合中的资产是根据资产收益之间的相关性等情况精心挑选的，或者是



在不同的地区或国家选取的，那么风险分散化的潜力会更大。风险分散化也可在不同的资产类别之间起作用，因此在投资组合中融入不同类别的资产也能够降低投资组合的风险。例如投资者可以将股票、债券等证券投资与房地产等另类投资结合起来。

第二节 资产配置

学习内容	知识点
描述不同资产间的相关性	相关性对风险和收益的影响
描述均值方差法及其条件，了解计算投资组合的预期收益和风险	两个风险资产构成的资产组合 两个风险资产与无风险资产构成的资产组合
了解最小方差法与有效性前沿	最小方差法 有效前沿
了解 CAPM 模型	资本市场线、证券市场线、CAPM 模型
理解战略资产配置与战术资产配置	战略资产配置的目标、时期和作用，战术资产配置的目的和局限性

一、资产收益相关性

如果两种资产的收益受到某些因素的共同影响，那么它们的波动会存在一定的联系。由于存在一系列同时影响多个资产收益的因素，大多数资产的收益之间都会存在一定的相关性。比如宏观经济状况会对绝大多数公司的业绩造成影响，行业政策会对一个行业中的所有公司造成普遍影响，一种革新技术的开发与普及应用会影响一系列相关产业的业绩，等等。

资产收益之间的相关性会影响投资组合的风险，而不会影响投资组合的预期收益率。下面看一个简单的例子。



例 12-2

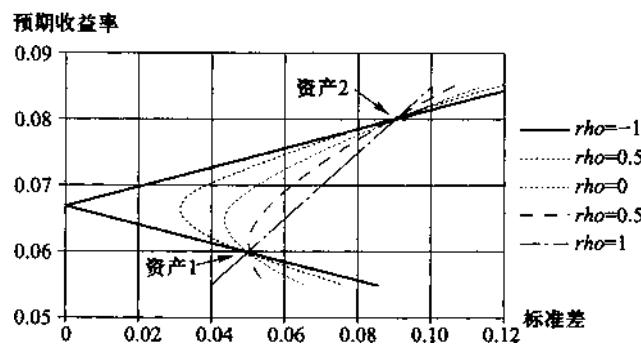
假定资产 1 和资产 2 的预期收益率及标准差如表 12-2 所示。

表 12-2 资产预期收益率及标准差

	预期收益率 (%)	标准差
资产 1	6	0.05
资产 2	8	0.09

为了比较不同的相关系数对于投资组合风险的影响，考虑相关系数取 -1、-0.5、0、0.5、1 这五种情况。除此以外，投资组合的预期收益及标准差还取决于各资产的投资比例。给定一个特定的投资比例，则得到一个特定的投资组合，它具有特定的预期收益率和标准差，这在图 12-2 的标准差—预期收益率平面中表现为一个特定的点。如果让投资比例在一个范围内连续变化，则得到的投资组合点在标准差—预期收益率平面中构成一条连续曲线。给定不同的相关系数，得到不同的曲线。图 12-2 中的五条曲线分别对应相关系数的五个不同取值。

图 12-2
相关系数对投资组
合收益与风险的影
响



不管相关系数取何值，图中的曲线必定通过代表资产 1 的点 (0.05, 0.06) 以及代表资产 2 的点 (0.08, 0.09)，这两点分别对应于全额投资于资产 1 及全额投资于资产 2 的情形。卖空被限制时，投资组合的收益率介于资产 1 与资产 2 的收益率之间，因此曲线在资产 1 与资产 2 之间的部分对应于卖空被限制的情形，而两端的部分代表存在卖空的情形。观察不同曲线在资产 1 与资产 2 之间的部分，可以发现相关系数数值越小，则曲线越靠左，即投资组合的风险越低。而预期收益率只与两种资产的比例有关，与相关系数无关。

二、均值方差法

马可维茨 (Markowitz) 于 1952 年开创了以均值方差法为基础的投资组合理论。这一理论的基本假设是投资者是厌恶风险的。这意味着投资者若接受高风险的话，则必定要求高收益率来补偿。所以，如果在两个具有相同收益率的证券之间进行选择的话，任

任何投资者都会选择风险较小的，而舍弃风险较大的。投资者不仅仅关心投资收益率，也关心投资风险。

在回避风险的假定下，马可维茨建立了一个投资组合分析的模型，其要点总结如下：首先，投资组合的两个相关的特征是：①具有一个特定的预期收益率，②可能的收益率围绕其预期值的偏离程度，其中方差是这种偏离程度的一个最容易处理的度量方式。其次，投资者将选择并持有有效的投资组合，即那些在给定的风险水平下使得期望收益最大化的投资组合，或那些在给定的期望收益率上使得风险最小化的投资组合。再次，通过对每种证券的期望收益率、收益率的方差和每一种证券与其他证券之间的相互关系（用协方差来度量）这三类信息的适当分析，可以在理论上识别出有效投资组合。最后，对上述三类信息进行计算，得出有效投资组合的集合。并根据投资者的偏好，从有效投资组合中选择出最适合的投资组合。计算结果给出了各种证券在投资者的资金中所占的份额。

下面以两个简单的情形来展示均值方差法的应用。

(一) 两个风险资产的投资组合

给定两个风险资产各自的预期收益率、收益率方差以及它们之间的协方差，再给定两个风险资产的投资比例，很容易算出投资组合的预期收益率以及方差。投资组合的预期收益率以及方差会随着投资比例变化。如果让投资比例在允许的范围内变化，则可以得到一系列可行的投资组合，所有这些可行的投资组合构成的集合即为可行投资组合集。在选择适合于某个投资者的投资组合之前，可以用图形的方式表现这个可行投资组合集。

每给定一个特定的投资比例，就得到一个特定的投资组合，它具有特定的预期收益率与方差。如果用一个方差—预期收益率平面图来表示投资组合，如图 12-3 所示，则一个特定的投资组合对应于这个平面图中的一个特定的点，即一个特定的预期收益率与方差的配对。若投资比例在允许的范围内变动，则代表投资组合的点在方差—预期收益率平面图中滑动，形成一条曲线。这条曲线即为可行投资组合集。由两个风险资产形成的可行投资组合集在图 12-3 的平面图中表现为一条抛物线。分别与两个风险资产相对应的两个点都位于该抛物线上，它们分别代表全额投资于其中某一个资产的特殊的投资组合。抛物线上除此以外的所有其他点都是由两种资产混合而成的投资组合。而抛物线以外的点所代表的投资组合是无法通过组合两个风险资产而得到的。

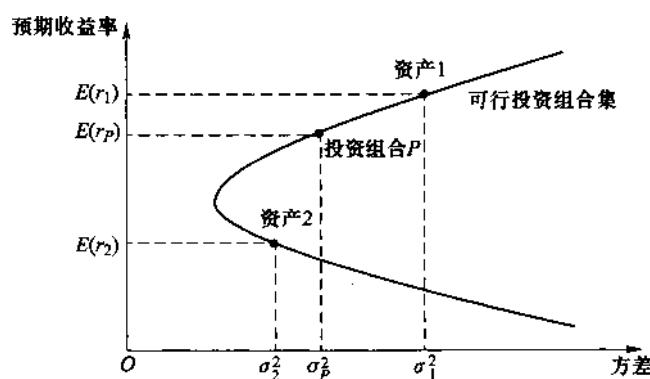


图 12-3
两个风险资产的投资组合

图 12-3 中对各资产的投资比例没有限制。如果资产的投资比例存在限制，那么可行投资组合集的范围将受到影响。比如一些市场上存在卖空限制，各资产的投资比例不能为负数。此时可行投资组合集将限制在图 12-3 中代表资产 1 和资产 2 的两点间的部分，因为同时持有两种风险资产的投资组合其预期收益率必然是介于两种风险资产的预期收益率之间。图 12-3 中预期收益率比资产 1 更高的投资组合是卖空资产 2 而买入资产 1，而预期收益率比资产 2 更低的投资组合是卖空资产 1 而买入资产 2。若存在卖空限制，这些组合将是不可行的。

通过上述方法得到可行投资组合集后，还需要确定一个最适合于特定投资者需求的投资组合。投资者需求可以有多种描述形式。比如某些投资者要求投资的预期收益率不低于某给定水平，在此基础上最小化投资风险。某些投资者可能要求投资风险不高于某给定水平，在此基础上最大化投资的预期收益率。而某些投资者可能追求效用最大化。后文将以最小方差法为例讲述如何选择最优投资组合。

(二) 加入无风险资产的投资组合

无风险投资机会的存在会使得投资者面临的可行投资组合集产生一个较大的变化。此时可行投资组合集不再是一条曲线，而是一片区域。

在投资组合中加入无风险资产以后，可以把构建投资组合的过程分解为两个步骤。第一步为构建风险资产投资组合，即前述两风险资产的情形。第二步为无风险资产与风险资产投资组合的再组合。这样的分解便于以图形的方式来理解无风险资产对可行投资组合集的影响。

图 12-4 展示了这样的投资组合构建过程。与图 12-3 类似，图中也有两点对应于两个风险资产。穿过该两点的曲线为风险资产可行投资组合集。与图 12-3 略有不同的是图 12-4 中的横轴为标准差，而图 12-3 中为方差。这一变换使得可行投资组合集的形状由抛物线变为双曲线的一支。得到风险资产可行投资组合集后，事实上已经完成了构建投资组合的第一步。比如图 12-4 中的投资组合 P 即为由资产 1 和资产 2 构成的风险资产投资组合。

第二步为无风险资产与风险资产投资组合的再组合。无风险资产在图 12-4 中表现为纵轴上的一点 r_f 。考虑图 12-4 中由无风险资产与投资组合 P 构建的投资组合。有三

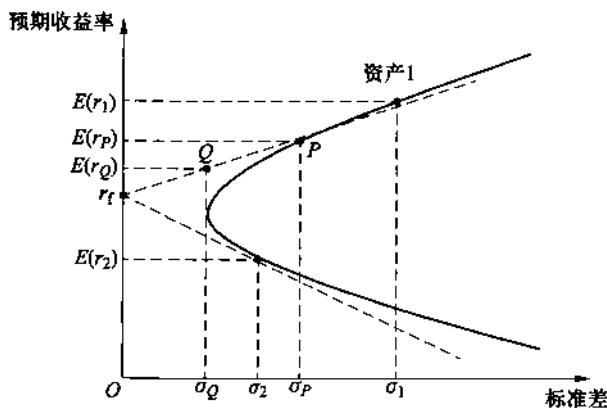


图 12-4
存在无风险资产的
投资组合

种可能的构建方式：其一，一部分资金投资于无风险资产，另一部分资金投资于投资组合 P ；其二，借入无风险资产，投资于投资组合 P ，此时为杠杆投资；其三，卖空投资组合 P ，投资于无风险资产。

在图 12-4 的标准差—预期收益率平面中，第一种构建方式得到的投资组合集恰好为点 r_f 与点 P 之间的线段，例如图中位于该线段上的投资组合 Q 就是由一部分无风险资产与一部分投资组合 P 组合而成的。在以标准差来计量风险时，风险资产与无风险资产构成的投资组合其风险刚好正比于风险资产投资比例。这正是在投资组合中引入无风险资产的特殊之处，这一特征使得点 Q 刚好位于线段 r_fP 上。

第二种构建方式得到的投资组合集为线段 r_fP 过点 P 的延长线上，因为杠杆投资的风险将比投资组合 P 的风险更高，并且仍然与投资组合 P 的投资权重成正比。该延长线与线段 r_fP 相结合得到一条自点 r_f 出发、经过点 P 的射线。

而第三种构建方式得到的投资组合集在图 12-4 中也表现为一条自点 r_f 出发的射线，但该射线与前述射线的斜率刚好相反。这是因为在风险资产的投资比重为负数的时候，整个投资组合的风险是与风险资产投资比重的相反数成正比的。

综合前述三种情形可知，由无风险资产与投资组合 P 构成的可行投资组合集在图 12-4 中表现为自点 r_f 出发、斜率相反的两条射线，其中一条经过点 P 。

前述分析中假定 P 是给定的，实际上，投资组合 P 可以是可行风险资产投资组合集中的任意一个投资组合，也就是说，在图 12-4 中，投资组合 P 可以是双曲线上的任意一点。当组合 P 沿着双曲线移动时，两条射线的移动将覆盖一个扇形区域，如图 12-5 所示的阴影部分。该扇形区域即为存在无风险资产时的可行投资组合集。

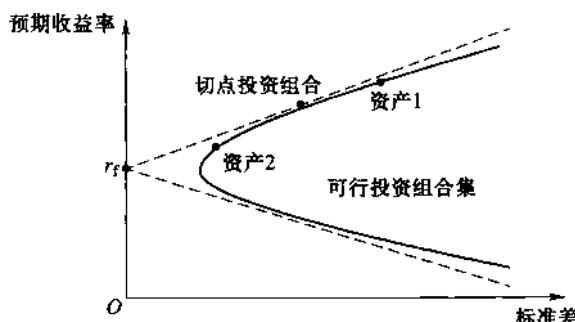


图 12-5
存在无风险资产时
的可行投资组合集

显然，扇形区域中斜率绝对值最大的射线必定是与双曲线相切的射线，这两条射线决定了扇形区域的边界。由图 12-5 易见，从点 $(0, r_f)$ 出发，有两条线与双曲线相切。通常情况下，市场中无风险利率要低于风险最小风险投资组合的预期收益率，此时两条切线中与双曲线上半支相切的射线斜率绝对值更大。因此通常情况下可行投资组合集的上沿与双曲线的上半支相切，可行投资组合集下沿与上沿斜率绝对值相同，与双曲线相离。

相比于仅有风险资产的可行投资组合集，该可行投资组合集的重要区别在于两个方

面：首先，由于无风险资产的引入，风险最小的可行投资组合风险为零；其次，在标准差—预期收益率平面中，可行投资组合集的上沿及下沿为射线，而不是双曲线。^①

三、最小方差法与有效前沿

(一) 最小方差法

前文的分析得到了可行投资组合集，但还不能得出对于特定投资者而言的最优投资组合。要得到最优投资组合，就需要了解投资者的需求。投资者可能对投资有一个最低预期收益率的要求，或者有一个最大可承受投资风险的限制，或者投资者可能会在预期收益率与投资风险之间作某种平衡。对于不同的投资需求而言，求解最优投资组合的方法不尽相同。最小方差法是求解最优投资组合的方法之一。

最小方差法适应于投资者对预期收益率有一个最低要求的情形。投资者希望在投资组合的预期收益率达到给定目标的条件下最小化投资组合的风险，并且投资者以方差来度量投资组合的风险。可用图 12-6 来解释最小方差法的原理。首先，根据前述分析，可得到可行投资组合集。最优的投资组合只能在可行投资组合集中进行选择。其次，对可行投资组合集施加一个约束条件，即投资组合的预期收益率必须超过某一给定水平 $E(r)$ 。在图 12-6 中，这一约束条件对可行投资组合集进行了一次限制。投资者只能在预期收益率超过 $E(r)$ 的可行投资组合集中进行选择。再次，投资者在满足约束条件的投资组合集中选择一个风险最小的投资组合，即该集合中最靠左的投资组合。

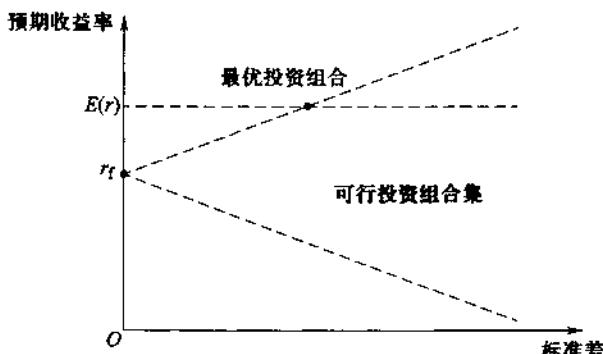


图 12-6
最小方差法示意图

(二) 有效前沿

在马可维茨的投资组合理论中，一个重要的概念是有效前沿。有效前沿是由全部有效投资组合构成的集合。如果一个投资组合在所有风险相同的投资组合中具有最高的预期收益率，或者在所有预期收益率相同的投资组合中具有最小的风险，那么这个投资组合就是有效的。换句话说，如果一个投资组合是有效的，那么投资者就无法找到另一个预期收益率更高且风险更低的投资组合。有效前沿中有无数预期收益率和风险各不相同的投资组合。有效投资组合 A 相对于有效投资组合 B 如果在预期收益率方面有优势，那

^① 当风险资产数量超过 2 个时，由风险资产构成的可行投资组合集在标准差—预期收益率平面中也表现为一个区域，其边沿为双曲线的一支。

么在风险方面就一定有劣势。

图12-7有助于理解有效前沿的概念。图中的阴影部分为可行投资组合集。此例中不存在无风险资产，可行投资组合集是由双曲线的一支所围成的一个区域，所有可行投资组合都是有风险的。在这个集合中，投资组合A是无效的，因为可以在可行投资组合集中找到与A具有同样的预期收益率，但风险更低的投资组合B，也可以找到与A具有同样风险，但预期收益率更高的投资组合C。而投资组合B是有效的投资组合。因为在所有与B预期收益率相同的投资组合中，B的风险是最小的，在所有与B风险相同的投资组合中，B的预期收益率是最高的。同样，C也满足这样的特点，因此C也是有效的投资组合。类似的，该可行投资组合集上沿中的所有投资组合，包括风险最低的投资组合，都是有效的。因此在图12-7中，有效前沿显示为粗黑色的双曲线上半支。若是市场上存在无风险资产，有效前沿的形状与其略有差异。如图12-8所示，存在无风险资产时，可行投资组合集在标准差—预期收益率平面中表现为一个扇形区域。经过与图12-7类似的分析，可知在图12-8中有效前沿为扇形区域的上边沿。

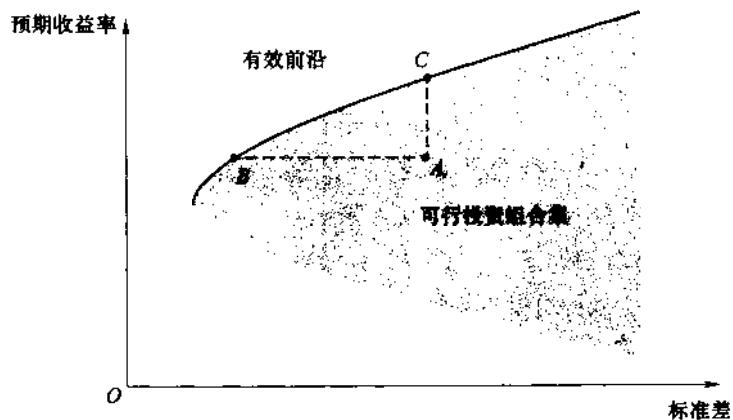


图12-7
仅有风险资产时的有效前沿

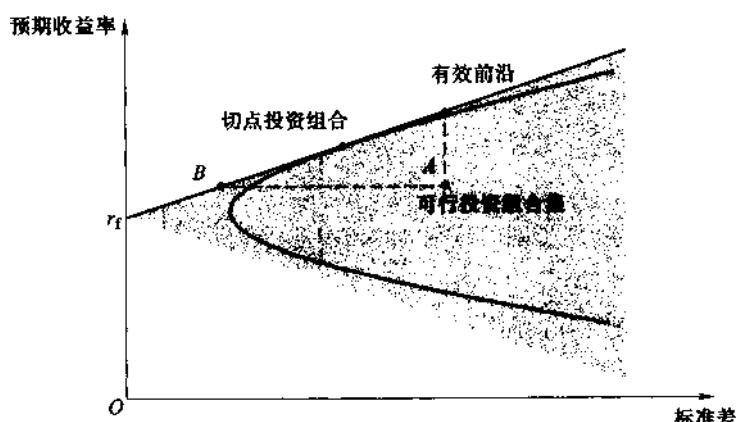


图12-8
存在无风险资产时的有效前沿

显然，一个风险厌恶的投资者不会愿意持有一个无效的投资组合，因为投资者总可以构造出一个与该无效投资组合风险相同，但预期收益率更高的投资组合，一般情况

下也可以构造出与该无效投资组合具有相同的预期收益率，但风险更低的投资组合。在不同的有效投资组合之间不存在明确的优劣之分。投资者如何在有效投资组合之间进行选择取决于投资者特定的需求，或者说特定的偏好。从前文对最小方差法的分析可以看出，求解出来的最优投资组合一定位于有效前沿上，其具体位置则取决于投资者需求，或者说是投资者所指定的预期收益率。随着投资者指定的预期收益率的改变，最优投资组合在有效前沿上移动。当然，要注意的是投资者指定的预期收益率不应当低于有效前沿中的最低预期收益率。

四、资本资产定价模型

资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）以马可维茨证券组合理论为基础，研究如果投资者都按照分散化的理念去投资，最终证券市场达到均衡时，价格和收益率如何决定的问题。这种方法是描述性的，它用一般均衡模型刻画所有投资者的集体行为，揭示在均衡状态下，证券收益率与风险之间关系的经济本质。CAPM 汇集了威廉·夏普、约翰·林特纳和费雪·布莱克三位学者的研究成果，夏普教授也因此获得了 1990 年的诺贝尔经济学奖。

（一）资本资产定价模型的主要思想

资本资产定价模型认为只有证券或证券组合的系统性风险才能获得收益补偿，其非系统性风险将得不到收益补偿。按照该逻辑，投资者要想获得更高的报酬，必须承担更高的系统性风险；承担额外的非系统性风险将不会给投资者带来收益。那么为什么承担非系统性风险得不到收益呢？其实，这源于 CAPM 的一个假设，即所有的投资者都进行充分分散化的投资，因此没有投资者会“关心”非系统性风险。当然，现实中并不是所有的投资者都能够持有充分分散化的投资组合，这也是造成 CAPM 不能够完全预测股票收益的一个重要原因。

（二）资本资产定价模型的基本假定

资本资产定价模型是建立在一系列简化的假定条件基础上的。这些假定条件的核心是投资者同质化，同质化的假定使得理论分析大为简化。这些假定条件包括：

（1）市场上存在大量投资者，每个投资者的财富相对于所有投资者的财富总量而言是微不足道的。这一假定意味着每个投资者都不能对市场定价造成显著影响，他们都是价格接受者。

（2）所有投资者的投资期限都是相同的，并且不在投资期限内对投资组合做动态的调整。

（3）投资者的投资范围仅限于公开市场上可以交易的资产，如股票、债券、无风险借贷安排等。这一假定排除了非流动性资产，如人力资本、私有企业、政府资产等。此外，假定投资者可以按固定的无风险利率任意地借入或贷出资金。

（4）不存在交易费用及税金。现实中的金融交易都会涉及交易佣金以及税收负担。不同的交易者可能具有不同的税收负担。交易佣金可能也会在不同投资者之间存在差异。这些因素都会直接影响投资者的对投资资产的选择。

(5) 所有投资者都是理性的。他们都极力避免投资风险，都以方差来度量投资风险。这意味着他们都以马可维茨的投资模型来做投资决策。

(6) 所有投资者都具有同样的信息，他们对各种资产的预期收益率、风险及资产间的相关性都具有同样的判断，即对所有资产的收益率所服从的概率分布具有一致的看法。这意味着他们通过马可维茨投资模型得到同样的投资组合策略。这一假定也被称为同质期望假定或同质信念假定。

(三) 资本市场线

首先来看在标准化的假设条件下投资者持有的最优投资组合将会是怎样的。如图12-9所示，若不考虑无风险借贷，由风险资产构成的有效前沿在标准差—预期收益率平面中的形状为双曲线上半支。当引入无风险资产后，有效前沿变成了射线。这条射线从纵轴上无风险利率点 r_f 处向上延伸，与原有效前沿曲线相切于点M，它包含了所有风险资产投资组合M与无风险借贷的组合。这条射线即是资本市场线(capital market line, CML)。切点投资组合具有三个重要的特征：其一，它是有效前沿上唯一一个不含无风险资产的投资组合；其二，有效前沿上的任何投资组合都可看做是切点投资组合M与无风险资产的再组合；其三，切点投资组合完全由市场决定，与投资者的偏好无关。因此切点投资组合在资本资产定价理论中具有重要的地位。下面分析切点投资组合M的经济含义。

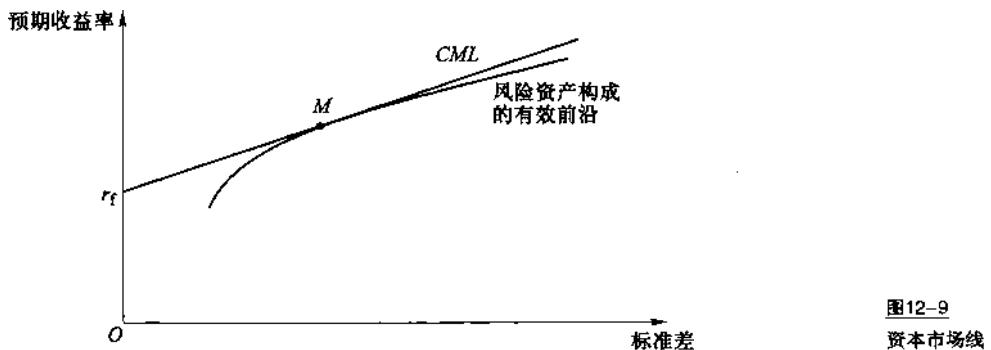


图12-9
资本市场线

事实上，切点投资组合M正是市场投资组合。所谓市场投资组合，是指由风险资产构成，并且其成员资产的投资比例与整个市场上风险资产的相对市值比例一致的投资组合。根据CAPM的假定，所有投资者都具有相同的预期，都是理性的。既然如此，那么所有投资者都会得到同样的有效前沿，所有投资者的选择最终都会落在图12-9所示的射线上。因此每一位投资者都将以无风险资产和投资组合M来构造适合自己需求的最优投资组合，所不同的仅仅是每个投资者在M上的资金投放比例不同而已。由于每个投资者都持有相同的风险投资组合M，而市场投资组合是所有投资者持有的风险资产组合的加总，因此风险投资组合M中各资产的比例恰好与市场投资组合一致，或者说M就是市场投资组合。

资本市场线实际上指出了有效投资组合风险与预期收益率之间的关系，提供了衡量有效投资组合风险的方法。有效投资组合即是分布于资本市场线上的点，代表了有效前

沿。特别是它指出了以标准差来表示的有效投资组合的风险与回报率之间是一种线性关系，以标准差来度量风险是更为合适的。对于每一个有效投资组合而言，给定其风险的大小，便可根据资本市场线知道其预期收益率的大小。

(四) 证券市场线

证券市场线（securities market line, SML）是以资本市场线为基础发展起来的。资本市场线给出了所有有效投资组合风险与预期收益率之间的关系，但没有指出每一个风险资产的风险与收益之间的关系。而证券市场线则给出每一个风险资产风险与预期收益率之间的关系。也就是说证券市场线为每一个风险资产进行定价，它是 CAPM 的核心。

由资本市场线可知，理性投资者持有的风险资产投资组合都是市场投资组合。根据前述的风险分散化的原理可知，每一个风险资产的非系统风险都得到了充分的分散，而系统风险是无法分散的。一方面，市场投资组合的风险恰好就是其中各风险资产系统风险的加权平均；另一方面，市场投资组合的预期收益率也恰好是其中各风险预期收益率的加权平均。因此，从直觉上来看，每一风险资产的预期收益率应当与其系统风险相匹配，系统风险较高的风险资产应当具有较高的预期收益率，反之则相反。更准确地说，每一个风险资产对于市场投资组合的系统风险和预期收益率应当具有正的线性关系。这恰恰就是证券市场线的核心内容。

CAPM 利用希腊字母贝塔 (β) 来描述资产或资产组合的系统风险大小。至于贝塔的含义，可以理解为某资产或资产组合对市场收益变动的敏感性。举例来说，假设股票 A 的贝塔值是 2，在股票市场整体上涨了 3% 的情况下，股票 A 则会上涨 6%；与此类似，在市场下跌 3% 的情况下，股票 A 也会有 6% 的下跌幅度。由此可以看出，贝塔值越大的股票，在市场波动的时候，其收益的波动也就越大；这就是 CAPM 所定义的资产或资产组合的系统性风险，即对市场收益变动的敏感性。

证券市场线描述了一个资产或资产组合的预期收益率与其贝塔值之间的关系，如图 12-10 所示。一个资产或资产组合的贝塔值越高，则它的预期收益率越高，对于贝塔值为零的资产来说，它的预期收益率就应当等于无风险收益率。市场组合也恰好位于证券市场上，即图 12-10 中的 M 点。由于贝塔值是用来度量一个资产或资产组合的收益波动性相对于市场收益波动性的规模的，因此市场组合的贝塔值必定是标准值 1。

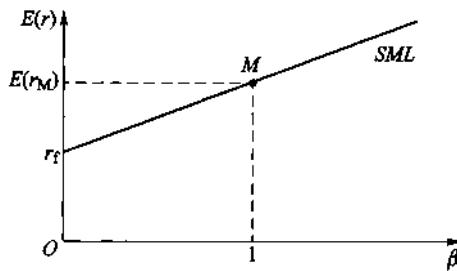


图 12-10
证券市场线

在 CAPM 中，证券市场线得以成立的根本原因是投资者的最优选择以及市场均衡力量作用的结果。若某资产或资产组合的预期收益率高于与其贝塔值对应的预期收益

率，也就是说位于证券市场线的上方，则理性投资者将更偏好于该资产或资产组合，市场对该资产或资产组合的需求超过其供给，最终抬升其价格，导致其预期收益率降低，使其向证券市场线回归。反之，若某资产或资产组合位于证券市场线的下方，则理性投资者将不愿意投资该资产或资产组合，导致市场对它供过于求，价格下降，预期收益率上升，最终该资产或资产组合也会向证券市场线回归。

(五) CAPM 的实际应用

在现实中，CAPM 的假设条件未必满足。不是所有的投资者都会完全按照分散化的理念去投资，不同投资者对于各资产的预期收益率及风险的判断也不会完全一致。这将导致现实中各资产的预期收益率未必与 CAPM 的预测结果一致。CAPM 解释不了的收益部分习惯上用希腊字母阿尔法 (α) 来描述，有时称之为“超额”收益。例如，如果市场期望收益率为 12%，某只股票的贝塔值为 1.2，短期国库券利率为 6%，依据证券市场线可以得出这只股票的期望收益率为 $6\% + 1.2 \times (12\% - 6\%) = 13.2\%$ 。如果某投资者估计这只股票的收益率为 15%，这就意味着 $\alpha = 1.8\%$ 。图 12-11 以图形的方式表现了资产 A 的 α 值。

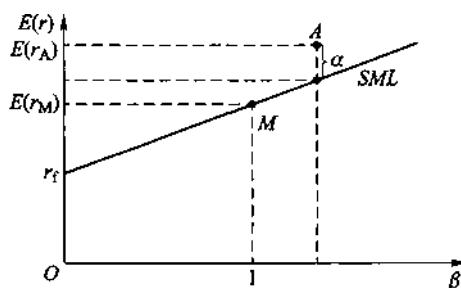


图 12-11
资产的阿尔法值

投资组合要获得 α ，可以以一个市场指数资产组合为起点，不断地把 $\alpha > 0$ 的证券融进资产组合，同时不断把 $\alpha < 0$ 的证券剔除出资产组合。

CAPM 可应用于资本预算决策。对于一个考虑投资新项目的企业来说，CAPM 可以给出一个以贝塔值为基础的应有的收益率，这一收益率是投资者考虑投资风险后可以接受的收益率。一个新项目是否适合进行投资就取决于该应有的收益率是否有把握实现。

CAPM 为投资业绩评价提供了一个基准。不同的资产组合由于风险不同，其收益率并不能直接比较，而 α 值则反映了市场风险调整后的超额收益。

五、战略资产配置与战术资产配置

在投资政策确定后，下一步就是进行投资组合的资产配置。这一步决定哪些资产类别被纳入投资范围，以及每个资产类别在投资组合中所占的比例。

资产配置可以分为以下两个层次。

(一) 战略资产配置

从一般意义上讲，战略资产配置 (strategic asset allocation, SAA) 是为了满足投资者风险与收益目标所做的长期资产的配比；是根据投资者的风险承受能力，对资产做出一种事前的、整体性的、最能满足投资者需求的规划和安排；是反映投资者的长期投资

目标和政策，确定各主要大类资产的投资比例，建立最佳长期资产组合结构。

战略资产配置是在一个较长时期内以追求长期回报为目标的资产配置。战略资产配置结构一旦确定，通常情况下在3~5年甚至更长的时期内不再调节各类资产的配置比例。这种资产配置方式重在长期回报，因此往往忽略资产的短期波动。

基金经理在进行战略资产配置时，可以采用量化的优化模型，也可以运用经验和判断，对每类资产进行甄选。在进行战略资产配置时，需要考虑资产配置是否能够达到预期收益和投资目标。

(二) 战术资产配置

虽然战略资产配置有望在长期达到投资者需求，但如能捕捉各资产类别短期的回报率波动，也可以增强组合回报率。战术资产配置(tactical asset allocation, TAA)就是在遵守战略资产配置确定的大类资产比例基础上，根据短期内各特定资产类别的表现，对投资组合中各特定资产类别的权重配置进行调整。

战术资产配置是一种根据对短期资本市场环境及经济条件的预测，积极、主动地对资产配置状态进行动态调整，从而增加投资组合价值的积极战略。战术资产配置更多地关注市场的短期波动，强调根据市场的变化，运用金融工具，通过择时(market timing)，调节各大类资产之间的分配比例，管理短期的投资收益和风险。战术资产配置的周期较短，一般在一年以内，如月度、季度。

与战略资产配置过程相比，战术资产配置策略在动态调整资产配置状态时，需要根据实际情况的改变重新预测不同资产类别的预期收益情况，但没有再次估计投资者偏好与风险承受能力或投资目标是否发生了变化。运用战术资产配置的前提条件是基金管理人能够准确地预测市场变化、发现单个证券的投资机会，并且能够有效实施动态资产配置投资方案。

基金管理人用各种工具来帮助战术资产配置的决策，如对政治经济状况的分析，对市场动态的把握，以及比较市场估值与过去的数字等。

战术资产配置的有效性是存在争议的。实践证明只有少数基金管理人能通过择时得到超额收益。战术资产配置对战略资产配置的偏离往往被限制在一定范围内。

第三节 被动投资和主动投资

学习内容	知识点
了解市场有效性和主动、被动投资策略的关系	被动投资策略，主动投资策略
理解被动投资的含义和竞争力	指数的编制方法和跟踪方法，指数基金的管理和风险收益特征，跟踪误差的概念

续表

学习内容	知识点
理解主动投资的含义	基本面分析方法和技术分析方法，被动投资和主动投资在跟踪误差上的区别，预期主动收益和跟踪误差之间的关系
了解量化投资的特点和发展情况，了解多因子模型	量化投资的特点，量化投资的发展情况，多因子模型

一、市场有效性

一个信息有效的市场，投资工具的价格应当能够反映所有可获得的信息，包括基本面信息、价格与风险信息等。在股票市场，一个前景良好的公司应当有较高的股价，因为股价反映了未来分配给股东的利润。反之，一个前景不好的公司应当有较低的股价。如果市场有效，那么对股票的研究就没有多大意义，因为市场价格已经反映了所有信息。如果市场不完全有效，那么股价相对于公司的前景有可能被高估或者低估，投资管理人如能发现定价的偏离，就有可能从中获得超额收益。其他市场，如债券、衍生品也是如此。

20世纪70年代，美国芝加哥大学的教授尤金·法玛决定为市场有效性建立一套标准。法玛依据时间维度，把信息划分为历史信息、公开可得信息以及内部信息。“历史信息”主要包括证券交易的有关历史资料，如历史股价、成交量等；“公开可得信息”，即一切可公开获得的有关公司财务及其发展前景等方面的信息；“内部信息”，则为还未公开的只有公司内部人员才能获得的私人信息。在此基础上，法玛界定了三种形式的有效市场：弱有效、半强有效与强有效。三种市场有效性的层次关系如图12-12所示。



图12-12
市场有效性的三个层次

(一) 弱有效市场

弱有效市场是指证券价格能够充分反映价格历史序列中包含的所有信息，如证券的价格、交易量等。如果这些历史信息对证券价格的变动不会产生任何影响，则意味着证券市场达到了弱有效；这说明这些历史信息已经被投资者充分消化利用，并反映到了证券价格上。因此，在一个弱有效的证券市场上，任何为了预测未来证券价格走势而对以往价格、交易量等历史信息所进行的技术分析都是徒劳的。

(二) 半强有效市场

半强有效市场是指证券价格不仅已经反映了历史价格信息，而且反映了当前所有与

公司证券有关的公开有效信息，例如盈利预测、红利发放、股票分拆、公司并购等各种公告信息。因此，如果市场是半强有效的，市场参与者就不可能从任何公开信息中获取超额利润，这意味着基本面分析方法无效。

当然，市场半强有效不代表价格对信息的反应是瞬间完成的，也需要一个过程，只是这个过程比较短暂，并且伴随着剧烈的价格波动。只要公开信息的传播速度快且均匀，每个投资者都能同时掌握和使用有关公开信息进行投资决策，就能使得证券价格在很短的时间内调整到位，消化掉所有的公开信息。在价格对信息吸收的过程中，价格会围绕着新的均衡价格上下波动，但是不会出现显著偏离新的均衡价格的情况。如果在信息吸收过程中，价格显著地高于或低于新的均衡价格，这意味着公开信息对证券价格的变动趋势仍产生影响，一些人就能够通过分析这些公开信息获取超额利润，表明证券市场尚未达到半强有效状态。

（三）强有效市场

强有效市场是指与证券有关的所有信息，包括公开发布的信息和未公开发布的内部信息，都已经充分、及时地反映到了证券价格之中。强有效市场不仅包含了弱有效市场和半强有效市场的内涵，而且包含了一些只有“内部人”才能获得的内幕信息。在证券市场上，总有部分人拥有一定的信息优势，如上市公司管理层握有尚未公开发布的公司信息。强有效市场则意味着即便是那些拥有“内部信息”的市场参与者也不能凭借该信息获得超额收益，因为市场价格已经完全体现了全部的私有信息。这意味着，在一个强有效的证券市场上，任何投资者不管采用何种分析方法，除了偶尔靠运气“预测”到证券价格的变化外，是不可能重复地，更不可能连续地取得成功的。

至于市场是如何反映内部信息从而达到强有效状态的，则主要依赖两条假设：一是信息泄露并迅速传播，从而导致未公开的信息已经“公开化”；二是理性人的理性学习行为，即理性人总是能够从利用内部信息进行交易的知情者手中“学习”到该消息，并迅速采取行动，从而使得知情者无法进一步获利。很显然。上述两条假设在现实中很难满足，市场不可能提前预知所有未公开的内部信息，否则市场就不会出现在这些信息公开时的跳跃反应。换个角度思考，如果市场是强有效的，监管当局就没必要出台各种法规来禁止内幕交易，因为内部人也无法获得超额收益；显然，这与现实中的不断出台的各种内幕交易禁令相矛盾。

股票投资策略可分为两大类：主动策略和被动策略。主动策略也称积极策略，即试图通过选择资产来跑赢市场。主动型投资者注重寻找被低估或高估的资产类别、行业或证券。也有的主动型投资者试图通过市场择时（在市场估值较低的时候买入，估值较高的时候卖出）来获得超额收益。显然，实施积极的投资策略必须基于这样一种信念：通过耗费时间和精力的积极策略获取超额收益是可能的，并且这些收益可能只有在市场定价无效的条件下存在。因此主动型投资者选择什么策略完全取决于其对市场有效性以及有效程度的判断。

相反，相信市场定价有效的投资者认为：系统性地跑赢市场是不可能的，除了靠一时的运气战胜市场之外。但是这并不意味着投资者应该回避股市，而是应该追求被动投

资策略，即复制市场基准的收益与风险，而不试图跑赢市场的策略。在市场定价有效的前提下，想要提高收益，最佳的选择是被动投资策略，任何主动投资策略都将导致不必要的交易成本。

在现实中，被动投资与主动投资并不是完全对立的，有些投资策略介于二者之间。例如，基金在使用被动投资策略基础上做一定的主动调整，成为指数增强基金；采用主动策略的投资者也可以对于部分仓位进行指数化的投资，其余做主动投资以提高收益。

二、被动投资

被动投资试图复制某一业绩基准，通常是指数的收益和风险。在此策略下，基金经理不会尝试利用基本面分析找出被低估或高估的股票；也不会试图利用技术分析或者数量方法预测市场的总体走势，并根据市场走势相机地调整股票组合。被动投资通过跟踪指数获得基准指数的回报。

（一）证券价格指数

在证券市场上选择一些具有代表性的证券（或全部证券），通过对证券的交易价格进行平均和动态对比从而生成指数，借此来反映某一类证券（或整个市场）价格的变化情况，这就是证券价格指数。

常见的证券价格指数有股票价格指数和债券价格指数。目前股票价格指数编制的方法主要有三种，即算术平均法、几何平均法和加权平均法。① 算术平均法：先选定具有代表性的样本股票，并确定基期指数，然后计算某一日样本股票的价格平均数，将该平均数与基期对应的平均数相比，最后乘以基期指数，即得出该日的股票价格平均指数。② 几何平均法：国际金融市场上有一部分较有影响力的股票价格指数是采用几何平均法编制的，其中以伦敦金融时报指数和美国价值线指数为代表。在几何平均法中，报告期和基期的股票平均价采用样本股票价格的几何平均数。③ 加权平均法：加权平均法首先按样本股票在市场上的不同地位赋予其不同的权数，即地位重要的权数大，地位次要的权数小。权数的选择，可以是股票的成交金额，也可以是它的上市股数或市值。目前市场上股票价格指数大多为市值加权。另外，等权重也可以作为一种特殊的加权方法。若选择计算期的同度量因素作为权数，则被称为派许氏（Paasche）加权法。

国际上主要的股票价格指数有道琼斯股价指数、标准普尔股价指数、金融时报股价指数、日经指数等。主要的债券价格指数包括美林债券指数、JP 摩根债券指数、道琼斯公司债券指数和摩根士丹利资本国际债券指数等。目前国内也有了较为完备的股票价格指数和债券价格指数，其中股票价格指数主要包括上证股票价格指数、深证综合股票价格指数、沪深 300 指数、上证 180 指数等，债券价格指数主要包括中国债券系列指数、上海证券交易所国债指数和中信债券指数等。下面简要介绍几个国内外常见的证券价格指数。

1. 沪深 300 指数

沪深 300 指数是由中证指数公司编制，用以反映 A 股市场整体走势的指数。中证指数公司同时计算并发布沪深 300 的价格指数和全收益指数，其中价格指数实时发布，

全收益指数每日收盘后在中证指数公司网站和上海证券交易所网站上发布。沪深 300 指数编制目标是反映中国证券市场股票价格变动的概貌和运行状况，并能够作为投资业绩的评价标准，为指数化投资和指数衍生产品创新提供基础条件。沪深 300 指数在上海和深圳证券市场中选取 300 支 A 股股票作为样本，以 2004 年 12 月 31 日为基期，基点为 1 000 点，其计算以调整股本为权重，采用派许加权综合价格指数公式进行计算。目前追踪沪深 300 指数的基金有华夏沪深 300、鹏华沪深 300、嘉实沪深 300、南方沪深 300、广发沪深 300、工银瑞信沪深 300 等。

2. 中证全债指数

中证全债指数是中证指数公司编制的综合反映银行间债券市场和沪深交易所债券市场的跨市场债券指数，也是中证指数公司编制并发布的首只债券类指数。该指数的样本由银行间市场和沪深交易所市场的国债、金融债券及企业债券组成。中证指数公司每日计算并发布中证全债的收盘指数及相应的债券属性指标，为债券投资者提供投资分析工具和业绩评价基准。该指数的一个重要特点在于对异常价格和无价情况使用了模型价，能更为真实地反映债券的实际价值和收益率特征。

3. 标准普尔 500 指数

标准普尔 500 指数英文简写为 S&P 500 Index，是记录美国 500 家上市公司的一个股票指数。

标准普尔 500 指数覆盖的所有公司，都是在美国主要交易所，如纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所交易的上市公司。与道琼斯指数相比，标准普尔 500 指数包含的公司更多，因此风险更为分散，能够反映更广泛的市场变化。

标准普尔 500 指数是由标准普尔公司于 1957 年开始编制的。最初的成分股由 425 种工业股票、15 种铁路股票和 60 种公用事业股票组成。从 1976 年 7 月 1 日开始，其成分股改由 400 种工业股票、20 种运输业股票、40 种公用事业股票和 40 种金融业股票组成。它以 1941 年至 1942 年为基期，基期指数定为 10，采用加权平均法进行计算，以股票上市量为权数，按基期进行加权计算。与道琼斯工业股票平均价格指数相比，标准普尔 500 指数具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，被普遍认为是一种理想的股票价格指数期货合约的标的。

4. 道琼斯工业平均指数

道琼斯工业平均指数是目前世界上影响最大、最有权威性的一种股票价格指数，于 1896 年 5 月 26 日问世。该指数目前由《华尔街日报》编辑部维护，其成分股的选择标准包括成分股公司持续发展、规模较大、声誉卓著、具有行业代表性，并且为大多数投资者所追捧。目前，道琼斯工业平均指数的 30 种成分股是美国蓝筹股的代表。但是由于道琼斯股票价格指数是一种成分股指数，它包括的公司仅占目前美国上市公司的极少部分，未将近年来发展迅速的服务性行业和金融业的公司包括在内，所以它的代表性也一直受到人们的质疑和批评。

(二) 指数跟踪方法

指数跟踪也称指数复制，是用指数成分证券（根据复制需要可包括少量具有类似性

质的非成分证券)创建一个与目标指数相比差异尽可能小的证券组合的过程。尽管在理论上复制一个指数非常简单,但实操作起来却是一个精细且复杂的过程。接下来先比较一下指数编制和指数复制的区别。

首先,编制指数时不用考虑各种费用,但是在复制指数时需要考虑各种成本。这些成本不仅包括佣金等交易费用,还包括建立、管理指数组合的各种费用,通常表现为运营费用和管理费用。

其次,大多数指数的变动都是在某个交易日收盘时生效,即指数成分的增加、减少或者成分证券权重的调整都是按照调整日的收盘价进行的。但是在跟踪指数的过程中,由于市场在短时间内不能承受大规模的交易,权重的调整往往需要多次交易才能完成。这导致指数复制的价格变成了成交均价,与指数编制所用的收盘价出现了差异。这部分差异通常叫流动性成本,又称冲击成本,需要管理人设计交易算法进行控制。

根据市场条件的不同,通常有三种指数复制方法,即完全复制、抽样复制和优化复制。三种复制方法所使用的样本股票的数量依次递减,但是跟踪误差通常依次增加。

1. 完全复制

完全复制是指购买所有指数成分证券,完全按照成分证券在指数中的权重配置资金,并在指数结构调整时也同步调整来实现与指数完全相同的收益率。这种方法简单明了,跟踪误差较小,同时也是其他复制方法的出发点。

在理论上,完全复制是最好的策略;但完全复制实际操作难度较大。对于流动性较差的成分股,复制过程中买卖的冲击成本会对复制效果造成较大的影响;债券指数化投资过程流动性问题更加显著,有些债券流动性较差,甚至几天都没有一笔交易,由此导致完全复制是不可能实现的。

2. 抽样复制

指数的风险收益特征可以抽象为若干因子的变动,这些因子包括行业因子以及风格因子;抽样复制则是在尽可能保留因子个数和因子结构不变的情况下,对较少的股票来复制因子,从而减少复制指数所用的股票个数。由于因子模型并不能百分之百完全描述指数的风险收益特征,因子所不解释的残余部分会造成跟踪误差。

根据抽样方法的不同,抽样复制又可以分为市值优先、分层抽样等方法。市值优先抽样是把证券按市值从大到小排序,选择排名在最前面的证券(通常会选择一部分成分证券,例如70%);然后统计出所选成分证券的总权重,使得每只成分证券的配比等于该成分证券在总权重中的比例。

分层抽样则把指数成分证券按照是否有共同因子进行分类,在每一类中选择若干成分证券,从而达到提高样本成分证券代表性的目的。对股票指数而言,通常最重要的共同因子是股票的行业因子,要保证每个行业都有一定的股票入选。分层抽样还可以按照多个因子进行分组,例如在按照行业分组的基础上,在每个行业内再按照公司市值或者贝塔值进行分组,最终在每个二维组中随机或按一定规则挑选一定数量的股票。

3. 优化复制

优化复制方法从一篮子样本证券开始,用数学方法计算一定历史时期内(样本期)

各样本证券的最优组合，使之在样本期内能够达到对标的指数的最佳拟合状态。优化复制的优点是所使用的样本证券最少，缺点是这种方法隐含假设成分证券的相关性在一段时间内是相对静态且可预测的，由此导致该方法往往具有较高的跟踪误差。

采用最优复制法的债券指数基金，以标的指数的成分券构成基础，综合考虑跟踪效果、操作风险等因素构成组合，并根据基金资产规模、日常申赎情况、市场流动性以及银行间和交易所债券特性、交易惯例等情况，进行取整合优化，以保证对标的指数的有效跟踪。当预期成分券发生调整时，或因基金的申购和赎回等对本基金跟踪标的指数的效果可能带来影响时，或因市场流动性不足时，或因债券交易特性及交易惯例等因素影响跟踪标的指数效果时，或其他原因导致无法有效复制和跟踪标的指数时，债券指数基金管理人将对投资组合管理进行适当变通和调整，构建替代组合。

（三）被动投资与跟踪误差

跟踪误差是度量一个股票组合相对于某基准组合偏离程度的重要指标。该指标被广泛用于被动投资及主动投资管理者的业绩考核，并且这里指的业绩既可以是事前的，也可以是事后的。跟踪误差（tracking error）是证券组合相对基准组合的跟踪偏离度的标准差，其中跟踪偏离度（tracking difference）的计算公式如下：

$$\text{跟踪偏离度} = \text{证券组合的真实收益率} - \text{基准组合的收益率}$$

跟踪误差是跟踪偏离度的标准差。因此，计算跟踪误差的第一步是选择基准组合，然后计算投资组合相对于基准组合的跟踪偏离度，最后计算跟踪偏离度的标准差，即跟踪误差。表 12-3 列出某投资组合过去 30 周中投资组合的收益率、基准组合的收益率以及跟踪偏离度，由此计算跟踪偏离度的平均值为 0.035%，跟踪误差为 0.54%。一个投资组合可以总收益波动率很大，但是其跟踪误差却很小。例如，一支跟踪标准普尔 500 指数的指数基金，总收益的波动率可能是 25%，而跟踪误差只有 0.5%。基准组合的选择与投资管理者的投资理念有关，只有适合该投资组合类型和风格的基准组合才能准确地考察投资管理者的业绩。

表 12-3 跟踪偏离度与跟踪误差的计算

周次	周收益率 (%)		
	投资组合收益率	基准组合收益率	跟踪偏离度
1	3.69	3.72	-0.03
2	-0.56	-1.09	0.53
3	-1.41	-1.35	-0.06
4	0.96	0.34	0.62
5	-4.07	-4.00	-0.07
6	1.27	0.91	0.36
7	-0.39	-0.08	-0.31
8	-3.31	-2.76	-0.55

续表

周次	周收益率 (%)		
	投资组合收益率	基准组合收益率	跟踪偏离度
9	2.19	2.11	0.08
10	-0.02	-0.40	0.38
11	-0.46	-0.42	-0.04
12	0.09	0.71	-0.62
13	-1.93	-1.99	0.06
14	-1.91	-2.37	0.46
15	1.89	1.98	-0.09
16	-3.75	-4.33	0.58
17	-3.38	-4.22	0.84
18	0.60	0.62	-0.02
19	-10.81	-11.60	0.79
20	6.63	7.78	-1.15
21	3.52	2.92	0.60
22	1.24	1.89	-0.65
23	-0.63	-1.66	1.03
24	3.04	2.90	0.14
25	-1.73	-1.58	-0.15
26	2.81	3.05	-0.24
27	0.4	1.64	-1.24
28	1.03	1.03	0
29	-0.94	-0.95	0.01
30	1.45	1.66	-0.21

对于目标就是复制某指数的被动型投资策略来说（例如指数基金），由于跟踪偏离度在理论上应该为零，所以跟踪误差理论上也为零。但是在不完全复制的情况下，出现一定的跟踪误差是在所难免的；即便是完全复制，由于交易费用和流动性成本的影响，也不可能做到跟踪误差为零。作为被动投资者，其目标就是在成本允许的情况下，尽可能地减少跟踪误差。

（四）跟踪误差产生的原因

1. 复制误差

指数基金无法完全复制标的指数配置结构会带来结构性偏离。当指数基金的某些成分股因流动性不足而难以以公允的价格买到时，指数基金将只能采用抽样复制法，增加

交易活跃股票的权重，减少流动性差的股票权重。

2. 现金留存

由于有现金留存，投资组合不能全部投资于指数标的，导致实际的投资仓位不到100%，导致与计算的指数产生偏离。

3. 各项费用

基金运行有管理费、托管费，交易证券产生佣金、印花税等，这些都是运营基金、复制基准指数的成本。费用越高，跟踪误差就会越大，因为基准指数是不存在管理费扣除的。

4. 其他影响

分红因素和交易证券时的冲击成本也会对跟踪误差产生影响。

三、主动投资

与被动投资相比，在一个并非完全有效的市场上，主动投资策略更能体现其价值，从而给投资者带来较高的回报。这种收益主要来自两种情况：① 主动投资者比其他大多数投资者拥有更好的信息，即市场“共识”以外的有价值的信息；② 主动投资者在面对相同的信息时，能够更高效地使用信息并通过积极交易产生回报。

主动投资的业绩主要取决于投资者使用信息的能力和投资者所掌握的投资机会的个数，即信息深度和信息广度。首先，在投资经理所掌握的投资机会不变的情况下，其投资技能的上升会带来信息比率的上升。这其实是显而易见的，一个更有经验的投资者应该比一个没有经验的投资者更能带来风险调整后的收益。其次，在同等的投资技能下，掌握大量投资机会的投资经理比只掌握少量投资机会的投资经理更能提高投资组合的信息比率。在通常情况下，一个投资机会所能够挖掘的深度是有限的，只有在不断扩展投资机会的情况下，才能带来更高的主动收益。

总结上述两条，一个具有较高的投资技能却只掌握较少投资机会的投资经理，很可能与一个投资能力一般却具有较多投资机会的投资经理具有相同的投资业绩。但是投资经理经常会面临两难的境地，即在扩展投资机会的同时往往会导致对投资机会使用效率的降低，例如无法及时、有效地使用可得的信息。因此投资机会的多少与对投资机会的使用效率存在相互替代的关系。

主动投资者常常采用基本面分析和技术分析方法。基于这两种分析方法，一些学者根据公司特征以及业绩表现对全体股票进行了分类，发现分类后的股票在收益上存在显著差异：即同类股票之间具有较高的相关性，而不同类别的股票之间不相关或者相关性较低。基于上述研究发现，实践者们开始把收益模式相同的股票归为同一类“风格”(style)。常见的风格划分标准是根据公司盈利增长状况把股票分为价值股、成长股、合理价格下的成长股等几种。业界已经普遍接受股票风格的概念，并且试图靠转换风格来获取更高的收益。至于价值股与成长股的划分有多种标准，如市净率、市盈率和派息率等。以市净率为例，盈利增长会带来公司账面资产的增加，在价格账面资产比率保持不变的情况下，势必会带来股票价格的同比上涨。

偏好成长风格的基金经理试图挑选出盈利增长相对最快的股票，从而可以获得价格上涨所带来的收益；偏好价值风格的基金经理则试图寻找相对便宜的股票，期望公司的市净率、市盈率等比率会恢复到某一合理水平。也有些基金经理既追求价值风格，又追求成长效应，这种策略被称为合理价格下的成长策略（growth at reasonable price，GARP），即寻找盈利成长高于平均水平，同时价格又比较合理的股票的策略。

对于主动投资者而言，偏离基准组合可能是其有意追求主动收益的结果；虽然偏离基准组合为的是获得主动收益，但是不能保证每次偏离都是正回报，因此出现数额较大的正或者负的主动收益对于主动投资来说是可能的。与被动投资相比，主动投资的主动收益是投资者主动获取的，特别是寻求正的主动收益。

主动收益（active return）即相对于基准的超额收益，其计算方法如下：

$$\text{主动收益} = \text{证券组合的真实收益} - \text{基准组合的收益}$$

通过计算主动收益的标准差，便可以得出主动投资者的主动风险（active risk）。主动风险定义为一个证券组合的主动收益的标准差。主动风险也是信息比率（information ratio）计算公式中的分母。主动收益的计算公式与被动投资中的跟踪偏离度相同，主动风险的计算公式与被动投资中的跟踪误差相同。主动投资的目标是扩大主动收益，缩小主动风险，提高信息比率；而被动投资的目标是同时减少跟踪偏离度和跟踪误差。

四、量化投资

量化投资是将投资理念及策略通过具体指标、参数设计体现到具体的模型中，让模型对市场进行不带任何情绪的跟踪。相对于传统投资方式来说，量化投资具有快速高效、客观理性、收益与风险平衡、个股与组合平衡四大特点。量化投资技术几乎覆盖了投资的全过程，包括估值与选股、资产配置与组合优化、订单生成与交易执行、绩效评估和风险管理等，在各个环节都有不同的方法及量化模型。量化投资策略有很多种类，包括自上而下的资产配置、行业配置和风格配置，以及自下而上的数量化选股，其中数量化选股可以从 ROE、EPS 等基本面因素或者波动率、换手率、市场情绪等市场面因素入手，也可以基于上述多个因素构建多因子模型。

最近 10 年来，量化投资逐渐在全球资本市场兴起和发展。2009 年，量化投资在全部投资中占 30% 以上。其中，指数类投资几乎全部使用量化技术，有 20%~30% 的主动投资使用定量技术。2000—2007 年，美国量化投资总规模翻了 4 倍多，与此相比，美国公募基金总规模只翻了 1.5 倍。基金规模持续扩张的背后离不开投资业绩的支撑。量化投资方法以其多元分散，纪律化的投资风格在全球范围尤其获得了机构投资者广泛的认可。

从全球视野看，量化投资的鼻祖巴克莱全球投资管理公司（Barclays Global Investors，BGI）的投资管理规模更是从 1977 年的 30 亿美元发展到 2008 年年末的 1.5 万亿美元，高居全球资产管理规模第二。从国内量化投资实践看，2004 年 7 月 20 日，国内第一支量化基金——光大保德信量化核心基金发行，2009 年之后，多家基金公司大力打造量化投资团队，多支量化基金产品随之面市。目前，国内基金市场已有多支量化

投资基金，如光大保德信核心、上投摩根阿尔法、嘉实量化阿尔法、中海量化策略、华商动态阿尔法、长盛量化红利策略、富国沪深300、南方策略优化、华泰柏瑞量化先行、长信量化先锋、大摩多因子策略、申万菱信量化小盘、华富量化生命力等。这些量化基金的运作思路各有不同，采取不同的“全量化”或“半量化”策略，其量化的程度差异明显：有的基金无论是“择时”和“选股”均采用量化模型，有的则是只进行量化选股；有的基金采取“全量化”，在模型确立后就基本不对模型参数做修改，有的根据市场环境的不同动态调节因子权重，强调主动投资管理与数量化投资结合。

多因子模型是重要的量化投资策略之一，下面以此为例介绍量化投资策略。

多因子模型（multifactor model）是资产定价的一种类型，该模型认为资产价格不仅仅取决于风险，还取决于其他因素，如预期股息率收入、投资者行为、市场情绪等因素。多因子模型最大的优点之一在于大大降低了大规模资产组合的风险度量、估计和预测难度，方便基金经理对资产组合风险进行分解，从因素角度解析资产组合的风险和收益来源（包括潜在和实现的），从而进行建模和评价，调整组合业绩。可见，利用多因子模型的意义不仅在于追求相对可靠的投资收益，而且在于可以在有效控制风险的基础上追求超额收益。

多因子模型在量化投资和对冲基金中已得到广泛性应用。应用套利定价理论的多因子分析设计统计模型时，其假设前提如下：资产收益由因素模型描述；存在众多资产选择，即投资者可创建特定的公司风险被消除的分散化组合；在分散化投资组合中，投资者不存在套利机会。当这些假设成立时，可以构建合适的多因子模型。在应用因子分析法制定量化投资策略时，多因子分析方法检验分两步骤进行：①根据单个资产收益率的时间序列估计期望收益率和因子载荷（因子系数），验证因子存在的可能性。②用这些估计量对套利定价模型进行检验，说明因子存在和模型设定的合理性。

在此强调的是，进行数量化投资关键是建立基于预测资产的多因子模型，然后围绕这个模型和其他包含风险的因子（如行业变化）来建立自己的实用性模型。如果不能得到因子预测，即使建立世界上最强大的套利定价模型也毫无用处。



例 12-3

摩根士丹利华鑫多因子精选策略股票型证券投资基金的特征

为说明多因子模型在中国证券市场量化投资中的应用，在此引用摩根士丹利华鑫基金管理有限公司旗下的多因子精选策略股票型证券投资基金（基金代码：233009）进行说明。该基金采用数量化模型驱动的选股策略为主导投资策略，结合适当的资产配置策略。该基金数量化模型是建立在已为国际市场上广泛应用的多因子阿尔法模型基础上，根据中国资本市场的实际情况，由金融工程团队开发的更具针对性和实用性的修正的多因子阿尔法选股模型。在股票投资过程中，基金经理保持模型选股并构建股票投资组合的投资策略。同时，为降低资本市场系统性风险对基金的影响，基金

经理在综合分析国内外宏观经济形势以及资本市场环境等因素的基础上，在对证券市场中长期走势判断的基础上，采取适度的资产配置策略。从2014年上半年该基金业绩与业绩比较基准相比，量化投资基金业绩显著战胜业绩比较基准（中证800指数×80%+中证债券指数×20%），获得13%的超额收益率，如图12-13所示。从本案例可以看出，多因子模型对于量化投资的意义不仅在于追求相对稳定的投资回报，而且在有效控制风险的基础上可以获取超额收益。

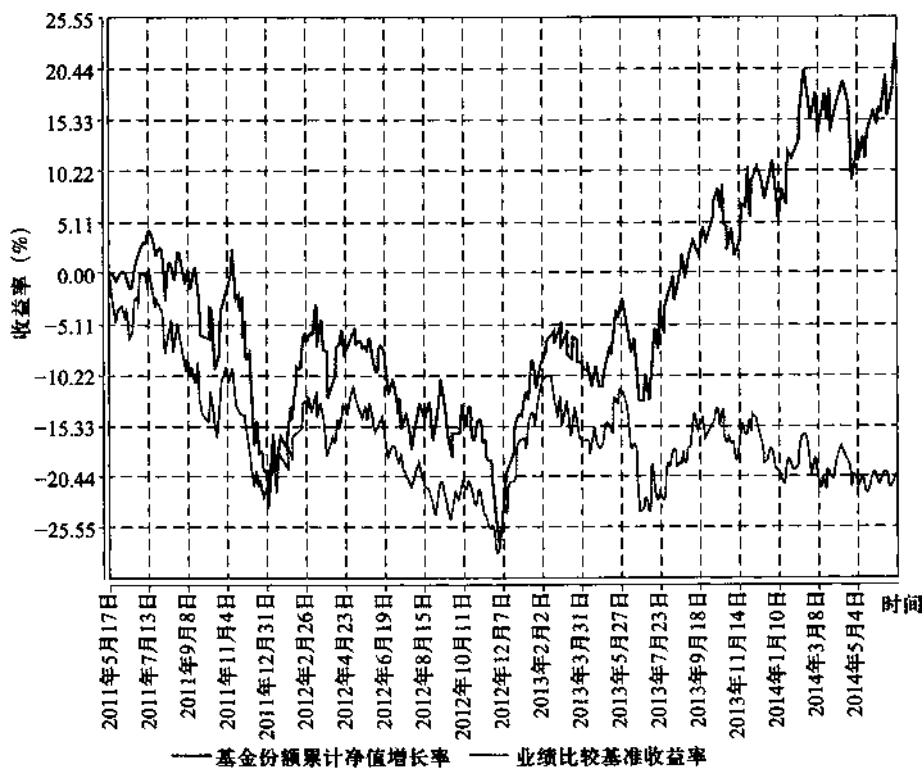


图12-13
摩根士丹利华鑫多因子精选策略股票型证券投资基金管理与基准比较
资料来源：Wind数据库。

第四节 投资组合构建

学习内容	知识点
了解股票投资组合的构建方式和过程	自上而下与自下而上两种策略
	组合构建在大类资产配置、行业与风格配置、个股选择上所受的限制
	股票投资组合基准选择
了解债券投资组合构建的特点	债券投资组合构建需要考虑的因素
	债券投资组合基准选择

一、股票投资组合构建

股票投资组合构建通常有自上而下与自下而上两种策略。自上而下策略从宏观形势及行业、板块特征入手，明确大类资产、国家、行业的配置，然后再挑选相应的股票作为投资标的，实现配置目标。自下而上则是依赖个股筛选的投资策略，关注的是各个公司的表现，而非经济或市场的整体趋势，因此自下而上并不重视行业配置。越来越多的基金经理采用自上而下和自下而上相结合的方式。

自下而上策略主要关注个股的选择，在实施过程中没有固定模式，只要能够挑选出业绩突出的股票即可。前面在主动投资部分所介绍的各种分析方法均可以应用。例如，运用基本面分析深入研究个股的投资价值，利用技术分析把握股票的购买时机，运用量化分析寻找被低估或者高估的股票等。自下而上的选股理念在市场存在众多的定价无效的情况下能够发挥很好的作用。

自上而下策略可以通过研究和预测决定经济形势的几个核心变量，例如消费者信心、商品价格、利率、通货膨胀率、GDP 等，决定大类资产配置；也可以通过积极的风格调整，例如，转换价值股与成长股的投资比例，追求风格收益；也可以进行积极的板块轮换，例如从周期非敏感型行业转换为周期敏感型行业，从而获得板块的差额收益。

值得注意的是，无论是采用自上而下还是自下而上策略，基金的投资组合构建在大类资产、行业、风格以及个股几个层次上都可能受到基金合同、投资政策、基金经理能力等多方面的约束。

对于我国的公募基金，大类资产主要指的是两类资产：股票与固定收益证券。基金设立时的目标基本上决定了大类资产配置的范围，例如股票型基金一般要求在股票资产上的配置比例不低于 80%，债券型基金在债券资产上的配置比例一般不低于 80%，混合型基金选择的范围比较广，介于股票型和债券型之间。在不超出设立目标所允许的范围之内，信奉自上而下策略的投资经理需要结合自己对宏观经济形势的预测来选择合适的股票投资比例，信奉自下而上策略的投资经理在股票上的投资比例则主要取决于其掌握的可投资股票的深度和广度。

在行业、风格层面上，有的基金契约就已经规定投资的行业或风格，如行业基金、大盘 / 小盘基金、价值 / 成长基金等。这些基金的投资范围受到较为严格的限制。有的基金没有明确的行业 / 风格限制，投资经理通过对当前市场形势的研究和判断，决定行业和风格的配置。自下而上的投资经理可以不考虑行业与风格的配置，只是选择个股。

个股的选择与权重受到基金契约、基金合规、投资比例等方面限制。例如，基金公司常常对重仓股的最大权重进行限制。

所有的基金都需要选定一个业绩比较基准，业绩比较基准不仅是考核基金业绩的工具，也是投资经理进行组合构建的出发点。指数基金的业绩比较基准就是其跟踪的指数本身，其组合构建的目标就是将跟踪误差控制在一定范围内。其他类型的基金在选定业绩比较基准的时候，需要充分考虑其投资目标、风格的影响。投资目标决定了基金可投资资产的类别，例如股票与债券的比例；投资风格则决定了基金在股票中的选择范围。在选择业绩比较基准的时候要尽可能地体现这些特征，否则业绩比较基准就失去了其参考价值。

基金的业绩基准往往是复杂基准。例如，积极配置基金 A 选择了如下业绩比较基准：上证综指收益率 \times 85% + 上证国债指数收益率 \times 15%。又如，小盘精选基金 B 则选择了如下业绩比较基准：天相小盘股指数收益率 \times 60% + 上证国债指数收益率 \times 40%。

二、债券投资组合构建

债券与股票不同，其收益在很大程度上是可预测的。债券有其不同于股票的独特分析方法，主要分析指标有到期收益率、利率期限结构、久期、凸性等。债券的投资管理策略在 20 世纪经历了多种变迁。20 世纪 60 年代以前，大多数债券组合管理者采用的是买入并持有策略。到了 70 年代初期，人们对各种积极债券组合管理策略的兴趣与日俱增。70 年代末和 80 年代初，随着通货膨胀率和利率创历史新高，债券市场收益率波动剧烈，导致许多新型金融工具应运而生。

同股票型基金类似，债券型基金需要在其招募说明书中说明基金的投资目标、投资理念、投资策略、投资范围、业绩基准、风险收益特征等重要内容，这些元素决定了基金投资组合的构建理念和流程。自上而下的债券配置从宏观上把握债券投资的总体风险开始，分析市场风险和信用风险，进而决定在不同的信用等级、行业类别上的配置比例，通过大类资产配置、类属资产配置和个券选择三个层次上自上而下地决策，最终实现基金的投资目标。

从可投资的产品类别上看，债券型基金通常投资国债、金融债、公司债、企业债、可转换债券、商业票据、短期融资券、正 / 逆回购等品种。作为债券型基金，债券类资产的投资比例通常不低于基金资产总值的 80%。

不同于股票投资组合，债券投资组合构建还需要考虑信用结构、期限结构、组合久期、流动性和杠杆率等因素。有些机构投资者会在投资政策说明中限制非投资级债券的比例。期限结构、组合久期的选择则与投资经理对市场利率变化的预期相关。投资经理还需要根据投资者的资金需求，对组合流动性做出安排。

债券型基金同样需要选择一个业绩比较基准，以方便投资者或内部管理者考核基金的业绩。债券型基金在选择业绩比较基准的时候应以债券指数为主，在投资范围允许的前提下，可以加入一定比例股票指数形成复合基准。股票指数的权重要符合基金投资比例和投资范围。例如，某债券基金的业绩基准为：中债企业债总全价指数收益率 \times 60% + 中债国债总全价指数收益率 \times 30% + 沪深 300 指数收益率 \times 10%。

第五节 投资管理部门

学习内容	知识点
基金公司投资管理部门设置	部门设置和职责

投资管理业务是基金管理公司最核心的一项业务。基金公司的投资管理能力直接影响到基金份额持有人的投资收益，投资者会根据基金公司以往的收益情况选择基金管理人。如果基金公司投资收益高于其他竞争对手，就能吸引更多的投资者，其管理的资产规模也会扩大，而基金公司的主要利润来源是与资产规模相匹配的管理费用，因此，投资管理部门体现着基金公司的核心竞争力。

不同的基金公司的投资管理部门设置有所差别，但基本包括以下几个部分。

(1) 投资决策委员会。投资决策委员会是基金管理基金投资的最高决策机构，由各个基金公司自行设立，是非常设的议事机构。投资决策委员会应在遵守国家有关法律法规、公司规章制度的前提下，对基金公司各项重大投资活动进行管理，审定公司投资管理制度和业务流程，并确定不同管理级别的操作权限。投资决策委员会一般由基金公司的总经理、分管投资的副总经理、投资总监、研究部经理、投资部经理等组成。

(2) 投资部。投资部负责根据投资决策委员会制定的投资原则和计划制定投资组合的具体方案，向交易部下达投资指令。在实际操作中，基金经理充当着重要的角色，每种基金均由一个经理或一组经理负责决定该基金的组合和投资策略，并形成具体的交易指令，包括证券交易的种类、买卖方向、交易价格与交易时间等，这些直接决定了基金的投资收益情况，因此基金经理的个人能力往往决定了基金投资是否能够成功。

(3) 研究部。研究部是基金投资运作的基础部门，通过对宏观经济形势、行业状况、上市公司等进行详细分析和研究，提出行业资产配置建议，并选出具有投资价值的上市公司建立股票池，向基金投资决策部门提供研究报告及投资计划建议。研究能力对于基金公司的投资业绩具有重要影响。

研究部通常会进行上市公司筛选，从一个行业中挑选一定数量的上市公司作为跟踪对象，然后通过对这些上市公司的管理能力、增长潜力等的分析，选出一定数量的公司进行重点研究，最后通过系统全面的深入分析选出最具投资潜力的公司，以此为基础选出最优股票。

另外，基金公司还会参考外部研究报告，这些报告主要由证券公司提供。

(4) 交易部。交易部是基金投资运作的具体执行部门，负责投资组合交易指令的审核、执行与反馈。基金公司通常设有交易室，通过电子交易系统完成交易并记录每日投资交易情况，在交易过程中严格执行相关规定，并利用技术手段避免违规行为的出现。

为提高交易效率和有效控制基金管理中交易执行的风险，基金采取集中交易制度，即基金的投资决策与交易执行职能分别由基金经理与基金交易部门承担。交易部属于基金公司的核心保密区域，执行最严格的保密要求。

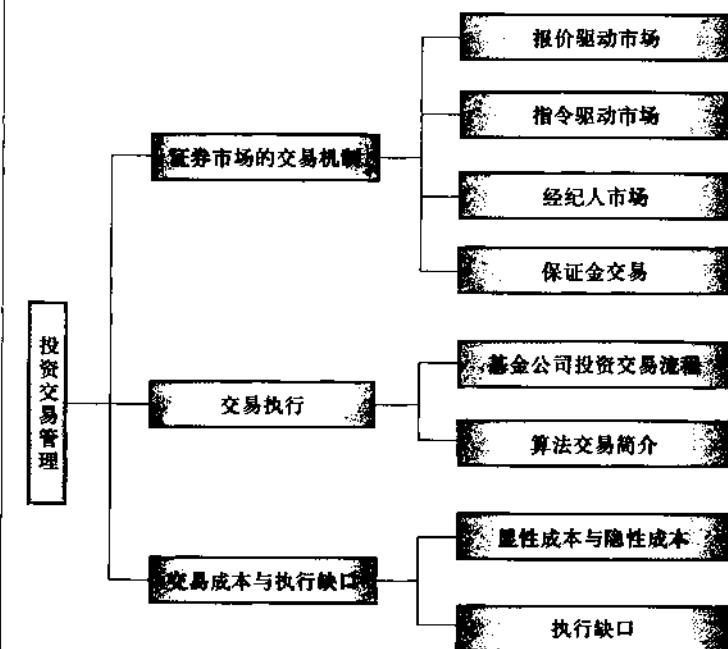
实际操作中，交易部的交易员充当着重要角色，一方面要以对投资有利的价格进行证券交易，另一方面要向基金经理及时反馈市场信息。基金公司会对交易员进行定期评估与考核，考核内容包括投资指令的完成情况与质量、合规及公平交易等内容。

第 13 章 投资交易管理

本章内容概述

本章介绍基金投资交易管理。第一节介绍二级市场证券交易的三种不同市场机制、投资杠杆及其实现形式等。第二节介绍基金管理公司的投资交易管理部门设置及交易流程。第三节讨论交易过程中的成本问题。

知识结构图



第一节 证券市场的交易机制

学习内容	知识点
证券市场交易机制	报价驱动市场、指令驱动市场与经纪人市场的概念
	做市商与经纪人的区别
	保证金的概念；买空与卖空的风险及收益计算

一、报价驱动市场、指令驱动市场和经纪人市场

在任何市场中，商品的交易价格始终是最关键也是交易者最关心的因素。经济学中需求和供给达到均衡时决定了价格，而在证券市场中，价格的形成也遵循这样的规律，但实现形式却并不单一。

(一) 报价驱动市场

报价驱动 (quote driven) 中，最为重要的角色就是做市商，因此报价驱动市场也被称为做市商制度。做市商通常由具备一定实力和信誉的证券投资法人承担，本身拥有大量可交易证券，买卖双方均直接与做市商交易，而买卖价格则由做市商报出。与股票不同的是，几乎所有的债券和外汇都是通过做市商交易的。

表 13-1 可以清晰地反映出交易过程中的价格关系。在这里，要价 (bid price) 始终是大于出价 (offered price) 的，这时做市商就可以轻易地获得买卖差价。看起来做市商获利是非常容易的，但不是所有投资者都可以充当做市商的角色。做市商为了维护证券的流动性必须具备一定的实力，充足的可交易资金和证券是必不可少的，因此做市商必须随时满足买卖双方的交易数量，这样才能给市场提供流动性。当接到投资者卖出某种证券的报价时，做市商以自有资金买入；当接到投资者购买某种证券的报价时，做市商用其自有证券卖出。有时为了完成交易承诺，做市商之间也会进行资金或证券的拆借。

表 13-1 做市商与投资者

	要价	出价
做市商	卖价	买价
投资者	买价	卖价

另外，维持证券的价格稳定也是做市商的目标之一。虽然做市商的利润来源于买卖差价，但如果买卖差价太大，做市商将很难促成交易，从而失去赚取差价的机会。另外，如果证券差价小但交易频繁，做市商仍可以赚取利润。

做市商可以分为两种：

(1) 特定做市商。这时，一只证券只由某个特定的做市商负责交易。在美国纽约证

券交易所，每个特定做市商不仅可以全权负责一种证券的交易，而且可以同时为多种股票做市。

(2) 多元做市商。这时，每只证券同时拥有多家做市商进行做市交易，避免一家做市商垄断市场的现象发生，从而操纵价格。美国纳斯达克(NASDAQ)市场就采用这种交易制度。

做市商制度也被称为柜台交易(OTC)，因为早期的证券交易是在做市商办公室的柜台完成的。现在的OTC市场则是通过网络交易系统、电话信息系统等途径进行交易。



例 13-1

2012年5月，上海证券交易所首只跨市场ETF(华泰柏瑞沪深300ETF)上市；同月25日上交所发布《上海证券交易所交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》(简称《业务指引》)，而此处的流动性服务是指符合条件的证券公司按照《业务指引》的规定提供持续双边报价服务，这和做市商的功能是一致的。

《业务指引》主要是为了改善交易型开放式指数基金的流动性，完善和规范流动性服务业务，并将提供流动性服务的证券公司称为“流动性服务商”。流动性服务商提供流动性服务，应当遵守下列规定：①买卖报价的最大价差不超过1%；②最小报价数量不低于10 000份；③连续竞价参与率不低于60%；④集合竞价参与率不低于80%。被上交所批准的流动性服务商可以为一只或多只ETF提供流动性服务。根据上海证券交易所的统计数据，《业务指引》发布当年6至9月，四家表现最突出的流动性服务商合计交易量约占华泰柏瑞沪深300ETF全市场交易总量的20%，合计申报量约占市场总申报量的84%，有效提高了该产品的流动性。

2014年1月，根据《业务指引》安排，上海证券交易所对2013年度各ETF产品流动性服务商提供的流动性服务进行评级并公告，评级主要依据买卖报价差、平均最小报价数量、参与率、成交量等统计指标。根据流动性服务商的评级结果，上海证券交易所对其提供流动性服务所产生的相应交易费用，给予一定比例的返还或减免。

(二) 指令驱动市场

指令驱动(order driven)的核心就是买方下达购买指令，包括购买数量和相应价格，卖方下达包含同样内容的卖出指令，满足成交条件的即可成功交易。在指令驱动市场上，指令是交易的核心，交易者向自己的经纪人下达不同的交易指令，经纪人将这些交易指令汇聚到交易系统，交易系统会根据已经设定好的交易规则撮合交易指令，直至完成交易。

指令驱动的成交原则如下：

(1) 价格优先原则。较高的买入价格总是优于较低的买入价格，而较低的卖出价格总是优于较高的卖出价格。

(2) 时间优先原则。如果在同一价格上有多笔交易指令，此时会遵循“先到先得”

的原则，即买卖方向相同、价格一致的，优先成交委托时间较早的交易。

在某些特定情况下，还有其他优先原则可以遵循，如成交量最大原则等。

对于投资者而言，根据不同的市场行情下达合适的交易指令是非常关键的，这些指令可以分为以下两类。

1. 市价指令

如果投资者希望以即时的市场价格进行证券交易，就会下达市价指令。例如，投资者注意到某一时刻，某上市公司股票的实时报价如表13-2所示。

表13-2 某上市公司股票实时报价情况

卖方			买方		
序号	价格(元/股)	数量(手)	序号	价格(元/股)	数量(手)
1	33.10	8	1	33.09	10
2	33.11	12	2	33.08	6
3	33.12	13	3	33.07	20
4	33.13	20	4	33.06	18
5	33.14	35	5	33.05	30

这时，最高买入价为33.09元/股，而最低卖出价为33.10元/股，此时市价指令的含义是：投资者要么以33.09元/股的价格卖出手中的股票，要么以33.10元/股的价格买入股票。需要注意的是，此时的价格提供的买卖数量是一定的，在本例中，卖出价为33.10元/股的股票数量是8手（即800股），如果投资者计划买入的数量多于8手，那么要完成交易就需要提供更高的买入价。另外，在连续竞价交易中，证券价格是不断变化的，在投资者下达市价指令后仍可能发生变化，这时投资者将面临新的市场价格。

2. 随价指令

市价指令让投资者暴露在价格变化的风险中，随价指令可使投资者在价格变化之前采取措施，当证券价格变动时，可以设定在某一价格买入或卖出证券。随价指令包括两类：

(1) 限价指令。限价指令分为限价买入指令和限价卖出指令。如果投资者认为目前目标公司的股票价格偏高，还不适合买入建仓，那么可以给经纪人发出限价买入指令，即设定一个目标价格，当股票价格达到或者低于该目标价格时，执行买入指令；相反，如果投资者持有某上市公司的股票，目前的股票价格偏低，那么可以给经纪人发出限价卖出指令，这样当该公司的股票价格上涨达到或者高于目标价格时，执行卖出指令。

(2) 止损指令。止损指令与限价指令类似，也是当证券价格达到目标价格时开始执行交易，但止损指令的目的在于将损失控制在投资者可接受的范围内。当投资者持有某股票并预期未来股票价格有下跌趋势，此时可以下达止损卖出指令，即当该股票价格达到或低于目标价格时，及时卖出所持股票，防止损失进一步增大。相反，当投资者卖空

某股票时，可以下达止损买入指令（卖空即看跌该股票价格，股票价格下跌时获利，上涨时亏损），即指定一个价格，当达到或超过这个价格时买入股票，如果股价上涨，达到指定价格后就可以平仓，把损失降到可控范围内。

在指令驱动市场，投资者不断向经纪人下达各种指令，这些指令集合于交易系统中，当买卖双方的价格和数量达成一致时，交易完成并形成价格。

假设某天某时刻，某上市公司股票价格情况如表 13-3 所示。

表 13-3 某上市公司股票实时报价情况

卖方			买方		
序号	价格(元/股)	数量(手)	序号	价格(元/股)	数量(手)
1	33.80	18	1	33.79	12
2	33.81	22	2	33.78	17
3	33.82	13	3	33.77	20
4	33.83	20	4	33.76	18
5	33.84	35	5	33.75	30

此时，我们考虑三种情况：

(1) 投资者 A 给经纪人下达买入指令，买入价格为 33.80 元/股，数量为 18 手。根据之前的成交原则，此时最低卖出价格和最高买入价格相同，数量匹配，这时 33.80 元/股即为成交价格，成交量为 18 手。

(2) 投资者 B 给经纪人下达买入指令，买入价格为 33.81 元/股，数量为 18 手。根据之前的成交原则，此时买入价格高于最低卖出价格，则此最低卖出价格即为成交价，投资者将以 33.80 元/股价格成交 18 手股票。

(3) 投资者 C 给经纪人下达卖出指令，卖出价格为 33.78 元/股，数量为 20 手。根据之前的成交原则，此时卖出价格低于市场即时的最高买入价格，则优先以最高买入价格成交，即 33.79 元/股，成交量为 12 手，其余 8 手将以 33.78 元/股的价格继续与第二高买入价格成交。在 33.78 元/股时有 17 手买入数量，根据时间优先原则按指令提交时间先后顺序成交 8 手，剩余的 9 手将继续等待成交指令，这时投资者的平均卖出价格为： $(33.79 \times 12 + 33.78 \times 8) / 20 = 33.786$ 元/股。

(三) 经纪人市场

经纪人是为买卖双方介绍交易以获取佣金的中间商人。在某些特定商品的交易中，如大宗股票或债券、房地产等，由于商品具有特殊性或只在少数投资者之间交易，经纪人市场便出现了。经纪人可以根据自己客户的指令来寻找相应的交易者，也可以依靠自身的信息资源来寻觅买家和卖家，以此促成交易，赚取佣金。在这种情况下，做市商通常不会为其做市，因为如果商品交易不频繁，做市商就不能获得理想的买卖差价，而且会面临持有成本；而指令驱动市场也不会容纳类似交易品，因为投资者数量有限，不能

形成有效的价格指令。

与指令驱动市场相同的是，交易价格的形成是买卖双方谈判的结果，但市场流动性却不是由买卖双方来形成，而主要是依靠经纪人来维持。

二、做市商与经纪人

做市商在报价驱动市场中处于关键性地位，他们在市场中与投资者进行买卖双向交易，而经纪人则是在交易中执行投资者的指令，并没有参与到交易中，两者的市场角色不同。此外，两者的利润来源不同——做市商的利润主要来自于证券买卖差价，而经纪人的利润则主要来自于给投资者提供经纪业务的佣金；市场流动性贡献不同——在报价驱动市场中，做市商是市场流动性的主要提供者和维持者，而在指令驱动市场中，市场流动性是由投资者的买卖指令提供的，经纪人只是执行这些指令。

然而，两者有时可以共同完成证券交易，当做市商之间进行资金或证券拆借时，经纪人往往是不错的帮手，有些经纪人甚至是专门服务于做市商的。

美国纽约证券交易所中的特定做市商，同时也充当了经纪人的角色。特定做市商会得到投资者的一系列报价，这时，如果投资者的买卖报价能够满足成交条件，那么做市商就不会动用自己的自有资金或证券，而是直接促成交易，除非做市商自己的报价要优于投资者的报价。如果投资者的报价无法完成交易，这时做市商就会发挥“做市”的职能，用自有资金或证券促成交易，在维持证券价格稳定的同时保持市场流动性。此时经纪人和做市商的角色往往是冲突的。作为经纪人，他们应该执行自己客户的指令，使得客户的证券能在最合适的价格成交；但作为做市商，他们又希望能以较低的价格买入证券，再以较高的价格卖出。

三、保证金交易

(一) 保证金交易概述

证券市场的主要交易模式是“一手交钱，一手交货”，即如果投资者要买入一定数量的证券必须具有与市场价格等值的货币资金，如果投资者要卖出证券，证券账户上必须有属于投资者支配范围内的足量的可交易证券，这样的交易称之为“现货交易”。

现货交易将违约风险降到最低，却限制了投资者信用的作用。保证金交易让投资者可以从证券经纪商那里借得资金或证券，这样就能进行超过自己可支付范围的交易。此时，投资者的信用非常重要，因此也称为信用交易。

如果一位投资者有资金 10 000 元或者价值 10 000 元的证券，在现货交易中，不考虑交易成本的条件下，他只能购买等值的证券或通过卖出证券获得等值资金。在保证金交易情况下，他可以向证券经纪商借款 10 000 元，再加上自有资金，可交易金额就会达到 20 000 元。投资者用于投资的自有资金或证券就称为保证金，而保证金除以所投资金额或证券总价值的比率就称为保证金率。

(二) 买空交易

在我国，保证金交易被称为“融资融券”。融资即投资者借入资金购买证券，也叫

买空交易。融券即投资者借入证券卖出，也称卖空交易。以上海证券交易所的融资交易为例，假设投资者在上交所进行融资交易，他选择某证券公司作为经纪公司（上海证券交易所网站数据显示，截至 2014 年 7 月 14 日，在上海证券交易所取得融资融券资格的证券公司共有 89 家），投资者的自有资金为 15 000 元。某日投资者观察到某白酒公司的股票价格为 150 元 / 股，他根据白酒行业的状况分析认为，该公司股票价格有上升的趋势，准备进行融资交易。他了解到以下信息：

- (1) 上海证券交易所规定的融资融券保证金比例不得低于 50%；
- (2) 上海证券交易所规定的维持担保比例下限为 130%，维持担保比例 = (现金 + 信用证券账户内证券市值总和) / (融资买入金额 + 融券卖出证券数量 × 当前市价 + 利息及费用总和)；
- (3) 上海证券交易所规定融资融券业务最长时限为 6 个月；
- (4) 该证券公司的融资融券年利率为 8.6%。

投资者向该证券公司融资 15 000 元（此时保证金比例达到最低限额 50%），买入 200 股该公司的股票。如果该公司的股票价格下降至 120 元，此时维持担保比例为（未考虑融资利息费用）： $(120 \times 200) / 15000 = 160\%$ 。

假设该公司的股票价格继续下降至 97.5 元，维持担保比例将是（未考虑融资利息费用）： $(97.5 \times 200) / 15000 = 130\%$ 。

此时，维持担保比例已经达到最低限额，如果股票价格进一步下降，证券公司就会要求投资者在两个交易日内追加担保，且追加担保物后的维持担保比例不得低于 150%，这被称为保证金催缴。假如该投资者在 2 个交易日内无法追加担保，那么证券公司就会根据约定采取强制平仓措施，以市场价卖出投资者的 200 股股票。

我们已经知道，融资交易是为了将股票上涨时的利润扩大化。假设半年后，该公司的股票价格上涨了 20%，即达到 180 元。采取现货交易的投资者收益也将是 20%，但采取融资交易的投资者则不同，以上述投资者为例，其收益率计算如下：

$$\frac{180 \times 200 - 30000 - 15000 \times 4.3\%}{15000} = 35.7\%$$

股票价格只上涨了 20%，但投资者却可以获得 35.7% 的收益率。然而，融资交易也会同样放大投资者的损失率：

如果半年后该公司的股票价格不是上涨而是下降了 30%，为 105 元，此时投资者的损失率为：

$$\frac{105 \times 200 - 30000 - 15000 \times 4.3\%}{15000} = -64.3\%$$

表 13-4 清晰地反映出该公司股票价格变动对投资者收益率的影响。（假设在持有期内该公司的股票没有进行任何形式的股利分红，且不考虑股票交易费用。）

表 13-4 卖空投资收益计算明细

	最终股票 价格(元)	投资 收益率(%)	非融资情况下投资收 益率(%)
初始投资额: 15 000 元	100	-70.97	-33.33
融资额: 15 000 元	110	-57.63	-26.67
初始股票价格: 150 元	120	-44.30	-20.00
投资数量: 200 股	130	-30.97	-13.33
融资年利率: 8.60%	140	-17.63	-6.67
融资期限(月): 6	150	-4.30	0.00
	160	9.03	6.67
	170	22.37	13.33
	180	35.70	20.00
	190	49.03	26.67
	200	62.37	33.33

值得注意的是，即使融资交易结束时，该公司的股票价格没有发生变化，投资者还是需要支付融资的贷款利息。

(三) 卖空交易

卖空交易即融券业务，与融资业务正好相反，投资者可以向证券公司借入一定数量的证券卖出，当证券价格下降时再以当时的市场价格买入证券归还证券公司，自己则得到投资收益。需要注意的是，融券交易没有平仓之前，投资者融券卖出所得资金除买券还券外，是不能用于其他用途的。

与买空交易一样，在标的证券价格变化时，融券业务的维持担保比例也必须大于130%，当维持担保比例小于130%时，投资者就会接到证券公司的催缴通知，这时，投资者可以选择在信用账户中增加资金，也可以用标的证券或其他认可的证券来增加担保比例。但用证券充抵保证金时，对于不同的证券，必须以证券市值或净值按不同的折算率进行折算。

融券业务同样会放大投资收益率或损失率，如同杠杆一样增加了投资结果的波动幅度。

为防范融资融券的投资风险，证券交易所对参与融资融券的证券公司做出了严格规定，只有符合一定标准的证券公司才能开展此项业务。同时，融资融券对于投资者的要求也较高，目前大部分证券公司要求普通投资者开户时间须达到18个月，且持有资金不得低于50万元人民币^①。此外，在《上海证券交易所融资融券交易实施细则》中，上海证券交易所对于可用于融资融券的标的证券做出了详细规定，如标的证券为股票的，

^① 随着融资融券业务的开展，一些证券公司降低了投资者的准入标准，如有的证券公司将融资融券投资门槛定为：开户时间达到6个月，且持有资金不低于10万元人民币。

须符合以下 7 个条件：

(1) 在上海证券交易所上市交易超过 3 个月。

(2) 融资买入标的股票的流通股本不少于 1 亿股或流通市值不低于 5 亿元，融券卖出标的股票的流通股本不少于 2 亿股或流通市值不低于 8 亿元。

(3) 股东人数不少于 4 000 人。

(4) 在过去 3 个月内没有出现下列情形之一：① 日均换手率低于基准指数日均换手率的 15%，且日均成交金额小于 5 000 万元；② 日均涨跌幅平均值与基准指数涨跌幅平均值的偏离值超过 4%；③ 波动幅度达到基准指数波动幅度的 5 倍以上。

(5) 股票发行公司已完成股权分置改革。

(6) 股票交易未被上海证券交易所实行特别处理。

(7) 上海证券交易所规定的其他条件。

满足以上条件的股票往往不会出现剧烈的股价波动，一方面减少了投机机会，另一方面也降低了投资者的风险。

第二节 交易执行

学习内容	知识点
基金公司投资交易流程	基金公司交易指令执行流程
	投资交易过程的风险控制
算法交易	算法交易的概念
	常见的算法交易策略

一、基金公司投资交易流程

基金公司投资交易包括形成投资策略、构建投资组合、执行交易指令、绩效评估与组合调整、风险控制等环节。

交易指令在基金公司内部执行情况如下：

首先，在自主权限内，基金经理通过交易系统向交易室下达交易指令。

其次，交易系统或相关负责人员审核投资指令（价格、数量）的合法合规性，违规指令将被拦截，反馈给基金经理。其他指令被分发给交易员。

最后，交易员接收到指令后有权根据自身对市场的判断选择合适时机完成交易。交易员在执行交易的过程中必须严格按照公平、公正的原则执行交易，在执行公平交易时需严格遵守公司的公平交易制度。

交易指令从基金公司到达经纪商时，交易指令已经从基金公司流出，经纪商会确认

交易指令并执行，然后进行交易清算交割，完成交易过程。

基金投资交易过程中的风险主要体现在两个方面：一是投资交易过程中的合规性风险，二是投资组合风险。

为进一步提高基金管理公司投资管理人员的合规意识，规范投资管理人员执业行为，防范利益冲突和道德风险，完善公司内部控制，中国证监会于2006年发布了《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》（简称《指导意见》），并于2009年对该《指导意见》进行了修订。《指导意见》指出，投资管理人员应当诚实守信、独立客观、专业审慎、勤勉尽责。基金管理公司通常成立风险控制委员会及监察稽核部门，根据相关法律法规建立一套完整的合规风险控制体系管理制度，并在基金合同和招募说明书中予以明确规定，以保障基金投资者的合法权益。

在投资组合构建及执行过程中，投资部须将相关风险评估报告反馈至公司投资决策委员会，对投资组合的潜在风险进行充分估计并制定风险预案。基金经理以及投资总监、法律监察部、风险管理部、交易管理部等部门均会对组合的投资交易情况进行监控。

二、算法交易简介

算法交易是通过数学建模将常用交易理念固化为自动化的交易模型，并借助计算机强大的存储与计算功能实现交易自动化（或半自动化）的一种交易方式。交易算法的核心是其背后的量化交易模型，而模型的优劣取决于人的交易理念和基于数据的量化分析，以及两者的有效结合。好的交易算法应该是一个白箱交易，其内在逻辑应该是可解释的。因此算法与人（交易员）的互动是至关重要的，两者之间互为补充：人（交易员）教授“算法”交易理念，反过来被训练过的算法可以帮助人（交易员）实现快速的交易执行。此外交易算法的实施有赖于信息技术（计算机/网络）的支持。

常见的算法交易策略简介如下：

成交量加权平均价格算法（VWAP），是最基本的交易算法之一，旨在下单时以尽可能接近市场按成交量加权的均价进行，以尽量降低该交易对市场的冲击。

时间加权平均价格算法（TWAP），是根据特定的时间间隔，在每个时间点上平均下单的算法。旨在使市场影响最小化的同时提供一个平均执行价格。

跟量算法（TVOL），旨在帮助投资者跟上市场交易量，若交易量放大则同样放大这段时间内的下单成交量，反之则相应降低这段时间内的下单成交量。交易时间主要依赖交易期间市场的活跃程度。

执行偏差算法（IS），是在尽量不造成大的市场冲击的情况下，尽快以接近客户委托时的市场成交价格来完成交易的最优化算法。

相比传统的手动交易，算法交易可以极大地提高交易员的工作效率，进而把交易员从重复而繁重的执行操作中解放出来，使得他们可以在一个更高的层次上作出决策。同时算法交易可以最大限度地降低由于人为失误而造成的交易错误。此外，计算机的特性使得算法交易可以更高效地捕捉市场流动性以及市场上的交易机会，进而增加投资组合

收益，使复杂的交易和投资策略得以执行。目前已经有证券公司正把国外非常成熟的算法交易系统引入国内市场。

第三节 交易成本与执行缺口

学习内容	知识点
交易成本	显性成本
	隐性成本
执行缺口	执行缺口

一、交易成本

投资者进入证券市场的最终目的就是通过证券交易获得利益。当投资者通过各种途径买入或卖空某种证券时，则称投资者已经在证券市场持有头寸；当投资进行反向操作时，交易完成。在计算收益之前，首先面临的是成本问题。证券市场中的交易成本可分为以下两类。

(一) 显性成本

显性成本包括佣金、印花税和过户费等。

如果投资者希望在交易所交易，他必须选择一家证券经纪公司，完成交易后须向经纪人支付佣金。佣金是指交易成功后，投资者根据交易额，按照一定比例付给经纪人的费用，是证券交易中最普遍、最清晰的成本。据中国证券业协会提供的数据，2013年我国证券业营业收入达到了1590亿元，其中佣金收入为760亿元，占比为47.8%，是证券业收入的主要组成部分。

投资者可以选择一般经纪人，一般经纪人是最普遍的经纪人，他们只是帮助投资者执行买卖指令，或者帮助其融资融券。一般经纪人并不关心投资者的投资策略及风险，他们只是给投资者提供证券的价格行情。此时投资者只需支付交易佣金。然而，证券公司对于不同的投资者往往采用不同的交易佣金率。证券公司通常会设立一个全成本交易佣金率，在此基础上根据投资者的资产或交易量、交易方式、客户忠诚度等调整交易佣金，最终确定每个投资者适用的实际交易佣金。经纪账户中资金量高且交易活跃的投资者自然会享受到低佣金率，而采用网上交易、电话交易等方式则优于现场交易。对于自己的老客户，证券公司都会在佣金率上给予优惠。

另一些资金比较充裕的投资者往往会选择综合经纪人。提供综合经纪人的证券公司都会有自己的研究团队，他们会对国民经济的整体运行情况、行业情况、企业个体情况等进行专业研究，并充当客户的理财顾问，对投资选择进行指导。投资顾问的服务费用

一般按照客户与证券公司签署的服务协议约定收取。

此外，证券交易所还会代政府的税务机关向投资者征收印花税。印花税是根据国家税法规定，在股票（包括A股和B股）成交后对买卖双方投资者按照规定的税率分别征收的税金，是交易费用的重要组成部分。相关部门可以通过调节印花税率和征收方向等来调节交易费用，进而调控市场活跃度。如股票市场低迷时，可以降低印花税率或者单边征收（只对卖方征收）以刺激交易；当股票市场过热时，可以调高印花税率来避免过度交易。目前，我国A股印花税率为单边征收（只在卖出股票时征收），税率为1‰。

在证券交易结束后还需要支付给证券登记结算机构一定费用，这部分费用称为过户费。

（二）隐性成本

由于经济周期、市场波动等因素，基金管理人需要定期或不定期地对现有投资组合进行调整。在交易的过程中会产生多种交易成本。除了佣金和税费等显性成本，交易过程中的隐性成本，如买卖价差、市场冲击、对冲费用、机会成本等，往往容易被忽视。

1. 买卖价差

买卖价差在很大程度上是由证券类型及其流动性决定的。一般而言，大盘蓝筹股流动性较好，买卖价差小；小盘股则反之。成熟市场，如美国市场的股票，流动性较好，价差较小；而新兴市场买卖价差则较大。另外，市场在不同的时段也会表现出不同的流动性。

2. 市场冲击

市场冲击是交易行为对价格产生的影响，可以用交易头寸占日平均交易量的比例来衡量。头寸越大，对市场价格的冲击越明显，交易所需的时间也越长，执行时间的延长就会导致机会成本的增加。

3. 对冲费用

基金管理人可以使用远期、期货、互换等衍生工具在转持过程中进行风险对冲。市场交易活跃，成本低廉的单一对冲工具往往不能满足需要；而定制的对冲工具成本昂贵，且引入了对手方风险。常用方式是使用一篮子对冲工具对风险进行拟合。

4. 机会成本

受市场因素影响，目标组合和被转换组合在转持期间往往有不同的损益表现。目标组合与被转换组合的差异越大，机会成本增加的可能性就越高，这是转持成本中最难预测的部分。

在国际资本市场，资产转持通常交给专业的转持管理人操作。国际市场上的转持服务提供商在2008年修订了行业自律标准——T章程，规定了业绩报告的规范，并被业界普遍接受。T章程不具备强制性，也不具备合同性质，只是为促进资产转持管理业务健康发展，由转持管理人自愿遵从的行业规范。其中，T-Charter（章程）作为纲领性文件，规定了转持业务的基本原则。T-Standard（标准）作为具体标准，对转持业务的具体操作过程进行规范。

二、执行缺口

执行缺口（implementation shortfall）是指理想交易与实际交易收益的差值。在理想交易中，投资者可以迅速地以决策时的基准价格完成一定数量的证券交易，且不存在交易成本。执行缺口可以将交易过程中的所有成本量化。

例如，投资者 A 计划购买 100 股某上市公司的股票，这时该公司的股票价格为 20 元 / 股，称之为基准价格（benchmark price）。第一个交易日，投资者向经纪人下达限价指令，将目标购买价格定为 19.5 元，然而本交易日股票价格有所上涨，收盘价为 20.2 元。

第二个交易日，投资者根据第一个交易日的情况修订了限价指令，将目标价格修改为 20.5 元 / 股，本交易日内最终成交 80 股，假设每股交易佣金为 0.05 元，且不考虑其他交易成本，股票收盘价格为 21 元 / 股。

在理想交易中，投资者可以以 20 元 / 股的价格购买 100 股股票，该组合被称为基准组合。到第二个交易日收盘，股票价格为 21 元 / 股，其基准组合收益情况为： $21 \times 100 - 20 \times 100 = 100$ （元）。

然而，在实际交易中，投资者只以 20.5 元 / 股的价格购买了 80 股股票，且付出了每股 0.05 元的交易佣金，其收益情况为： $20 \times 80 - 20.5 \times 80 - 80 \times 0.05 = 36$ （元）。

此时，执行缺口被定义为：

$$\frac{\text{基准组合收益} - \text{实际组合收益}}{\text{基准组合成本}} \times 100\% = \frac{100 - 36}{20 \times 100} \times 100\% = 3.2\%$$

这就意味着投资者损失了 3.2% 的潜在投资收益。下面对执行缺口进行拆分。首先，这里的显性成本（explicit cost）是佣金：

$$\frac{\text{佣金}}{\text{基准组合成本}} \times 100\% = \frac{80 \times 0.05}{20 \times 100} \times 100\% = 0.2\%$$

除显性成本外，还有多种隐性成本。在第一个交易日，投资者已经看到了投资机会，但由于设置了限价指令而没有完成任何交易，这就产生了延迟成本（delay cost）：

$$\begin{aligned} \text{延迟成本} &= \frac{\text{第一交易日收盘价} - \text{基准价格}}{\text{基准价格}} \times \text{实际投资执行比例} \\ &= \frac{20.2 - 20}{20} \times \frac{80}{100} = 0.8\% \end{aligned}$$

在第二个交易日，投资者进行了证券交易，但成交价格较第一个交易日收盘价要高，投资者面临的成本是已实现损失（realized loss），即在交易中已经实现的损失：

$$\begin{aligned} \text{已实现损失} &= \frac{\text{实际交易价格} - \text{第一交易日收盘价}}{\text{基准价格}} \times \text{实际投资执行比例} \\ &= \frac{20.5 - 20.2}{20} \times \frac{80}{100} = 1.2\% \end{aligned}$$

最后，由于投资者计划购买 100 股股票，但只完成了 80 股，失去了另外的 20 股股票的交易机会，由此产生了机会成本。此时的机会成本（opportunity cost）被定义为：

$$\text{机会成本} = \frac{\text{第二交易日收盘价} - \text{基准价格}}{\text{基准价格}} \times \text{未实现投资比例}$$

$$= \frac{21-20}{20} \times \frac{20}{100} = 1\%$$

将上述成本相加: $0.2\% + 0.8\% + 1.2\% + 1\% = 3.2\%$ 。成本总和即为执行缺口。

上例中可以清楚地看到, 显性成本, 也就是佣金, 只有 0.2%, 隐性成本则占了 3%。

在投资过程中, 基金可能面对基金经理更换、基金风格转换、指数调仓等情况, 这些情况往往带来大规模的证券交易, 产生较大的交易成本, 给基金资产带来损失。这种大规模的组合调整被称为资产转持。执行缺口是测算资产转持成本的主要指标。基金管理人应当在日常交易和资产转持过程中, 重视隐性成本, 优化交易方法, 缩小执行缺口。

参 考 文 献

- [1] 中国证券业协会. 证券投资基金. 北京: 中国财政经济出版社, 2011.
- [2] 中国证券业协会. 证券市场基础知识. 北京: 中国财政经济出版社, 2011.
- [3] 贺强, 王玉霞. 证券市场运行与管理. 北京: 机械工业出版社, 2013.
- [4] BODIE Z, KANE A, MARCUS A. Investment. Ninth edition. Irwin: McGraw-Hill, 2011.
- [5] CFA INSTITUTE. Equity and fixed income (CFA program curriculum, level 1, volume 5). Wiley, 2014.
- [6] 陈景德. 资产转持成本陷阱. 资本市场, 2013 (10).

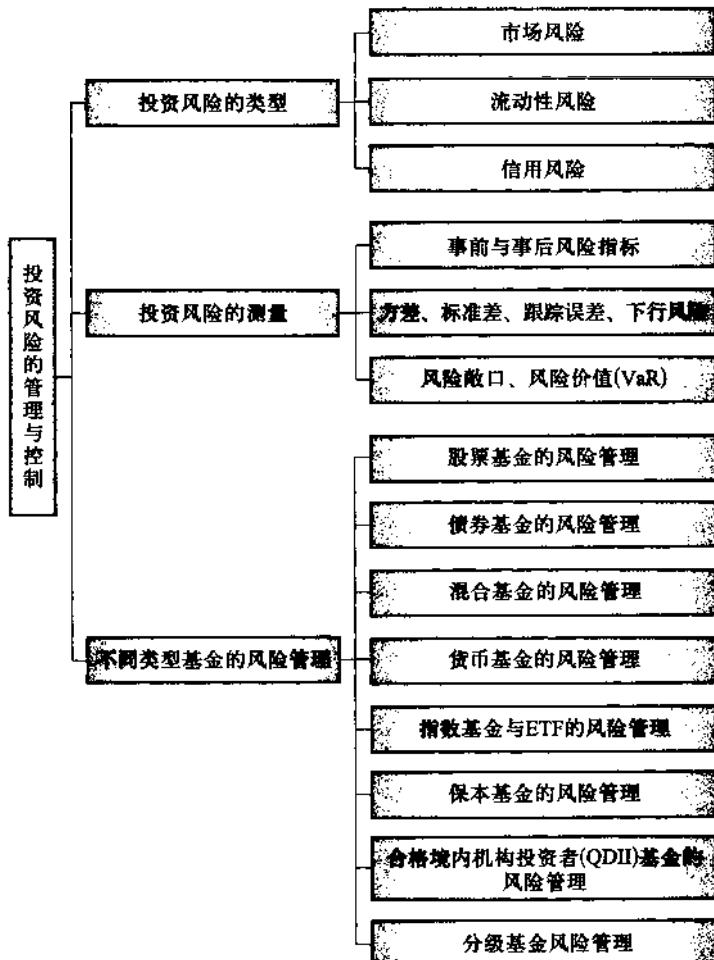
第 14 章

投资风险的管理与控制

本章内容概述

本章分三节阐述了投资风险的管理和控制。第一节介绍了风险的基本概念，投资风险的来源，以及市场风险、流动性风险、信用风险等投资风险的主要表现形式。第二节介绍了多种投资风险指标的定义和计算方法。第三节介绍了不同类型的基金各自不同的风险特点及其风险管理办法。

知识结构图



第一节 投资风险的类型

学习内容	知识点
投资风险的种类与管理	投资风险的定义
	市场风险
	流动性风险
	信用风险
	操作风险与合规风险

风险来源于不确定性，是未来的不确定事件可能对公司带来的影响。有的风险会影响公司的声誉，有的风险会影响公司的利润。

风险有多种表现形式，并无统一的分类方法。所有的公司都面临如何在竞争和变化市场环境下不能正常运转并取得利润的风险，这是商业风险。商业风险是非常重要的风险类别，但并不局限于资产管理公司，本章对此不做讨论。

操作风险是来源于人力、系统、流程出错，以及其他不可控但会影响公司运营的风险。例如人为失误、内部欺诈、系统失灵和合同纠纷等。合规风险则与公司因未能遵守所有的法律法规而遭受处罚有关。操作风险与合规风险管理已在本教材的内控与合规部分做了详细介绍。

投资风险来源于投资价值的波动。投资风险的主要因素包括：市场价格（市场风险），在规定时间和价格范围内买卖证券的难度（流动性风险），借款方还债的能力和意愿（信用风险）。这三种类型的投资风险是本节讨论的重点。

一、市场风险

(一) 市场风险的类型

市场风险是指基金投资行为受到宏观政治、经济、社会等环境因素对证券价格所造成的影响而面对的风险。当基金投资于股票市场时，上市公司的股价不但受其自身业绩、所属行业的影响，更会受到政府的经济政策、经济周期、利率水平等宏观因素的影响，从而使股票的价格表现出一种不确定性；而当基金投资于国债市场时，国债的价格也会随着利率的变动而大幅波动，当利率上升时，国债价格会下降。所以即使基金具有分散风险的功能，但由于股票、债券等市场存在固有的风险，投资于股票、债券的基金也难免会面临风险。

市场风险包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、购买力风险、汇率风险等。

1. 政策风险

政策风险是指因宏观政策的变化导致的对基金收益的影响。宏观政策，包括财政政

策、产业政策、货币政策等，都会对金融市场造成影响，进而影响基金的收益水平。政策风险的管理主要在于对国家宏观政策的把握与预测。

2. 经济周期性波动风险

经济发展有一定周期性，由于基金投资的是金融市场已存在的金融工具，所以基金便会追随经济总体趋向而发生变动。如当经济处于低迷时期，基金行情也会随之处于低迷状态。2008年金融危机使全球经济处于低迷状态，这种状态同样影响并波及基金市场。

3. 利率风险

利率风险指的是因利率变化而产生的基金价值的不确定性。利率变动主要受通货膨胀预期、中央银行的货币政策、经济周期和国际利率水平等的影响。利率变动是不确定的，经常发生，并且利率变动是一个积累的过程，因此利率风险具备一定的隐蔽性。

4. 购买力风险

购买力风险指的是作为基金利润主要分配形式的现金，可能由于通货膨胀等因素的影响而导致购买力下降，降低基金实际收益，使投资者收益率降低的风险，又称为通货膨胀风险。通货膨胀是购买力风险出现的原因，使得资产总购买力发生变化。

投资者的实际收益会随着通货膨胀的发生而下降，物价上涨投资者实际购买力就会下降。例如，当年收益率为4%而通货膨胀率为6%时，人们年初持有1万元，到了年终实际持有的1.04万元将不足以支付1.06万元的商品价格，这就体现出货币购买力的下降。当物价上涨到一定程度时，投资者的实际收益为负。

5. 汇率风险

汇率风险指的是因汇率变动而产生的基金价值的不确定性。影响汇率的因素有国际收支及外汇储备、利率、通货膨胀和政治局势等。合格境内机构投资者（QDII）基金由于涉及外汇业务对汇率反应较为敏感，因而受汇率影响较大。当投资境外的市场时，基金面临最大的风险也是汇率风险。

（二）市场风险管理的主要措施

（1）密切关注宏观经济指标和趋势，重大经济政策动向，重大市场行动，评估宏观因素变化可能给投资带来的系统性风险，定期监测投资组合的风险控制指标，提出应对策略。

（2）密切关注行业的周期性、市场竞争、价格、政策环境和个股的基本面变化，构造股票投资组合，分散非系统性风险。应特别加强投资证券的管理，对于市场风险较大的证券建立内部监督机制、快速评估机制和定期跟踪机制。

（3）关注投资组合的风险调整后收益，可以采用夏普（Sharp）比率、特雷诺（Treynor）比率和詹森（Jensen）比率等指标衡量。

（4）加强对场外交易（包括价格、对手、品种、交易量、其他交易条件）的监控，确保所有交易在公司的管理范围之内。

（5）加强对重大投资的监测，对基金重仓股、单日个股交易量占该股票持仓显著比例、个股交易量占该股流通值显著比例等进行跟踪分析。

（6）可运用定量风险模型和优化技术，分析各投资组合市场风险的来源和暴露。可

利用敏感性分析，找出影响投资组合收益的关键因素。可运用情景分析和压力测试技术，评估投资组合对大幅和极端市场波动的承受能力。

二、流动性风险

基金投资的流动性风险主要表现在两方面：一是基金管理人建仓时或者为实现投资收益而进行组合调整时，可能会由于个股的市场流动性相对不足而无法按预期的价格将股票或债券买进或卖出；二是为应付投资者的赎回，当个股的流动性较差时，基金管理人被迫在不适当的价格大量抛售股票或债券。两者均可能使基金净值受到不利影响。当流动性供给者与需求者出现供求不平衡时便会带来流动性风险。流动性风险有两方面的影响，从资金供给的角度看取决于股票市场和货币市场的资金供给，从资金需求的角度则要看基金持有人的结构。



案例 14-1

2013 年 6 月“钱荒”事件

2013年6月6日开始，国内市场资金面持续紧张，资金利率一路上行，不断创出新高。在最为极端的6月20日，银行间隔夜拆借利率和7天回购利率分别收于11.74%和11.62%，盘中最高甚至成交于30%和28%。投资者尤其是机构投资者纷纷赎回货币基金，转而直接投向拆借和回购市场，以获取更高的收益率。大额赎回加剧了货币基金的流动性风险。在这种情况下，如果遭遇集中性的、超预期的赎回，一些流动性安排不足的货币基金可能面临流动性不足。

流动性风险管理的主要措施包括：

- (1) 制定流动性风险管理制度，平衡资产的流动性与盈利性，以适应投资组合日常运作需要。
- (2) 及时对投资组合资产进行流动性分析和跟踪，包括计算各类证券的历史平均交易量、换手率和相应的变现周期，关注投资组合内的资产流动性结构、投资组合持有人结构和投资组合品种类型等因素的流动性匹配情况。
- (3) 建立流动性预警机制。当流动性风险指标达到或超出预警阈值时，应启动流动性风险预警机制，按照既定投资策略调整投资组合资产结构，或剔出个别流动性差的证券，以使组合的流动性维持在安全水平。
- (4) 进行流动性压力测试，分析投资者申赎行为，测算当面临外部市场环境的重大变化或巨额赎回压力时，冲击成本对投资组合资产流动性的影响，并相应调整资产配置和投资组合。

三、信用风险

信用风险管理指的是基金投资面临的基金交易对象无力履约而给基金带来的风险，如基金所投资债券的发行人不能或拒绝支付到期本息，不能履行合约规定的其他义务。2014年7月，将到期的“13华通路桥CP001”短期融资券的发行企业发布声明，因公司实际控制人的个人问题导致企业兑付资金延误，或无法按时偿还约4.3亿元的本息资金，这对投资该债券的基金是致命性的打击^①。债券信用风险会发生在企业经营不善或经济衰退等情况下。一旦发生信用风险，主要投资该债券的基金将遭到毁灭性的打击，因此债券基金经理的一项重要任务就是管理信用风险，控制基金持有的债券信用等级，并进行适度的分散化投资，避免基金对单一债券或债券类别承担过大的信用风险。

信用风险管理的主要措施包括：

- (1) 建立针对债券发行人的内部信用评级制度，结合外部信用评级，进行发行人信用风险管理。
- (2) 建立交易对手信用评级制度，根据交易对手的资质、交易记录、信用记录和交收违约记录等因素对交易对手进行信用评级，并定期更新。
- (3) 建立严格的信用风险监控体系，对信用风险及时发现、汇报和处理。基金公司可对其管理的所有投资组合与同一交易对手的交易集中度进行限制和监控。

第二节 投资风险的测量

学习内容	知识点
事前与事后风险指标	事前与事后风险指标的区别
方差、标准差、跟踪误差、下行风险	方差、标准差、跟踪误差、下行风险等指标的概念和用途
风险敞口与风险敏感度指标	风险敞口的含义，主要风险敏感度指标
了解风险价值（VaR）的定义、计算及应用	风险价值（VaR）的定义和数值含义

一、风险指标

风险管理的基础工作是测量风险，而选择合适的风险测量指标和科学的计算方法是正确度量风险的基础。

风险指标可以分成事前和事后两类。事后指标通常用来评价一个组合在历史上的表现和风险情况，而事前指标则通常用来衡量和预测目前组合在将来表现和风险情况。

^① 根据报道，山西华通路桥公司在短期融资券到期最后一天偿还了全部本金和利息，未发生实际违约。

方差、标准差、跟踪误差等指标描述收益的不确定性，即偏离期望收益的程度，但不能确切指明证券组合的损失的大小。这几个指标的定义和计算在前文已经有详细讨论，这里不再赘述。

下文介绍其他衡量风险的指标：

(一) 贝塔系数

贝塔系数 (β) 是评估证券或投资组合系统性风险的指标，反映的是投资对象对市场变化的敏感度。贝塔系数是一个统计指标，采用回归方法计算，公式如下：

$$\beta_p = \frac{\text{Cov}(r_p, r_m)}{\sigma_m^2}$$

式中， $\text{Cov}(r_p, r_m)$ 是投资组合 p 的收益与市场收益的协方差； σ_m^2 是市场收益的方差。

投资组合 p 与市场收益的相关系数为：

$$\rho_{p,m} = \frac{\text{Cov}(r_p, r_m)}{\sigma_p \cdot \sigma_m}$$

贝塔系数也可以通过相关系数计算得到：

$$\beta_p = \rho_{p,m} \cdot \frac{\sigma_p}{\sigma_m}$$

式中： σ_p 为投资组合 p 的标准差； σ_m 为市场的标准差。

贝塔系数大于 0 时，该投资组合的价格变动方向与市场一致；贝塔系数小于 0 时，该投资组合的价格变动方向与市场相反。贝塔系数等于 1 时，该投资组合的价格变动幅度与市场一致。贝塔系数大于 1 时，该投资组合的价格变动幅度比市场更大。贝塔系数小于 1 (大于 0) 时，该投资组合的价格变动幅度比市场小。

通过对贝塔系数的计算，投资者可以得出单个证券或证券组合未来将面临的市场风险状况。通常贝塔系数是用历史数据来计算的。

(二) 下行风险

下行风险 (downside risk) 是一个受到广泛关注的风险衡量指标。下行风险是指，由于市场环境变化，未来价格走势有可能低于基金经理或投资者所预期的目标价位。下行风险是投资可能出现的最坏的情况，也是投资者可能需要承担的损失。

下行风险标准差的计算公式如下：

$$\text{下行风险标准差} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^T (r_i - r_f)^2}{T-1}}, \quad r_i < r_f$$

式中： r_i 表示基金收益率； r_f 表示市场无风险收益率； T 表示收益率小于无风险利率的期数。

另一个需要关注的概念叫做最大回撤。这个指标在基金和衍生产品投资者那里得到了广泛的应用。一些投资者将控制下行风险作为投资的重要目标。最大回撤这个指标是要将损失控制在相对于其投资期间最大财富的一个固定比例。根据 CFA 协会的定义，最大回撤是从资产最高价格到接下来最低价格的损失。投资的期限越长，这个指标就越

不利，因此在不同的基金之间使用该指标的时候，应尽量控制在同一个评估期间。

从基金经理的角度看，来自于客户的收入是其主要的收入来源，失去客户是致命的损失，任何投资策略，均应考虑最大回撤指标，因为不少客户对这个指标相当重视。

二、风险敞口

风险敞口（risk exposure）是对风险因子的暴露程度。可以通过多个维度测量风险敞口。例如，一个全球投资组合，从国家角度看，投资于美国市场的比例为50%，那么这个组合对美国市场的风险敞口为50%；从行业角度看，投资于信息行业的比例为30%，那么这个组合对该行业的风险敞口为30%；从个股角度看，投资于苹果公司股票占比10%，那么该组合对该股票的风险敞口是10%。在某些多因子模型中，可以用偏离均值多少个标准差来衡量对该因子的风险敞口。

有些风险敞口无法直接测量，但可以计算出风险因子的变化对组合价值的影响程度，这就是风险敏感度指标。常见的风险敏感度指标有 β 系数、久期、凸性等。

三、风险价值

随着计算机技术的快速发展，风险管理中引用了大量的数理统计方法，VaR模型就是近年普遍采用的重要风险控制统计技术。VaR模型是G30国际经济与金融咨询机构在研究金融衍生品的报告《衍生产品的实践和原则》中提出的，随后摩根公司研究出VaR的风险计量和控制模型用于公司的内部风险计量与管理。

风险价值（value at risk, VaR），又称在险价值、风险收益、风险报酬，是指在一定的持有期和给定的置信水平下，利率、汇率等市场风险要素发生变化时可能对某项资金头寸、资产组合或投资机构造成的潜在最大损失。如图14-1所示，某投资组合在持有期为1年、置信水平为95%的情况下，若所计算的风险价值为-0.82%，则表明该资产组合在1年中的损失有95%的可能性不会超过-0.82%。目前常用的风险价值模型技术主要有三种：参数法、历史模拟法和蒙特卡洛法。风险价值已成为计量市场风险的主要指标，也是银行采用内部模型计算市场风险资本要求的主要依据。

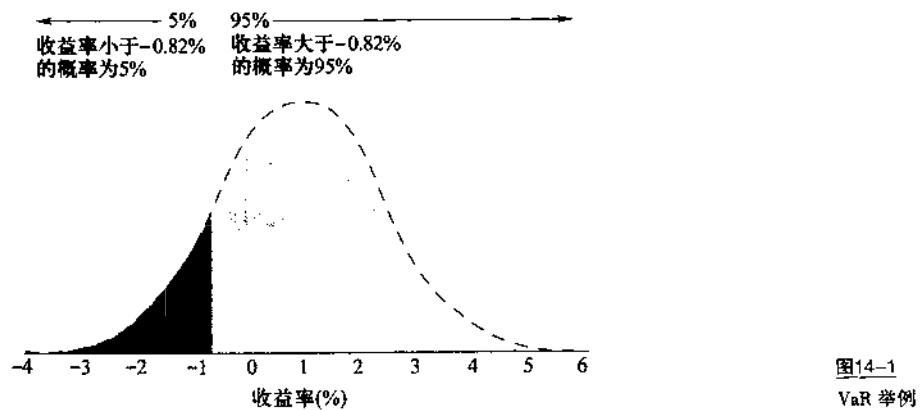


图14-1
VaR 举例

最常用的 VaR 估算方法有参数法、历史模拟法和蒙特卡罗模拟法。

(1) 参数法。参数法又称为方差—协方差法，该方法以投资组合中的金融工具是基本风险因子的现行组合，且风险因子收益率服从某特定类型的概率分布为假设，依据历史数据计算出风险因子收益率分布的参数值，例如方差、均值和风险因子间的相关系数等。

(2) 历史模拟法。历史模拟法假设市场未来的变化方向与市场的历史发展状况大致相同，该种方法依据风险因子收益的近期历史数据的估算，模拟出未来的风险因子收益变化。利用历史模拟法可以根据历史样本分布求出风险价值，组合收益的数据可利用组合中投资工具收益的历史数据求得。由于历史模拟法是以发生过的数据为依据的，投资者容易接受该种方法对未来的预测。历史模拟法十分简单，因为该种方法无须在事先确定风险因子收益或概率分布，只需利用历史数据对未来方向进行估算，然而也正是因为风险因子收益的历史数据是 VaR 值的来源，历史模拟法也有其局限性，即 VaR 所选用的历史样本期间非常重要。选用的历史区间应尽量与所测算区间大致相同，而且时间上越相近的区间越会有相似的发展方向，因此要选用最近的历史数据作为数据来源。

(3) 蒙特卡洛模拟法。蒙特卡洛模拟法在估算之前，需要有风险因子的概率分布模型，继而重复模拟风险因子变动的过程。蒙特卡洛模拟每次都可以得到组合在期末可能出现的值，在进行足够数量的模拟之后，组合价值的模拟分布将会收敛于组合的真实分布，继而求出最后的组合 VaR 值。蒙特卡洛模拟法虽然计算量较大，但这种方法被认为是最精准贴近的计算 VaR 值方法。

第三节 不同类型基金的风险管理

学习内容	知识点
各种基金的风险管理	股票基金、债券基金、混合基金、货币基金、指数基金、保本基金、合格境内机构投资者基金等的风险管理

一、股票基金的风险管理

股票基金是高风险的投资基金品种，相对于混合基金、债券基金与货币基金，股票基金的预期收益与风险皆为最高。股票基金提供了一种长期而高额的增值性，但收益越高风险越大，股票基金面临较其他类型基金更高的投资风险，主要是非系统性和系统性风险。

股票基金通过分散投资可以大大降低个股投资的非系统性风险。可以设置个股最高比例来控制个股风险，实现风险分散化。

不同类型的股票基金所面临的系统性风险不同。例如，单一行业投资基金存在行业投资风险，而以整个市场为投资对象的基金则不存在行业风险；单一国家型股票基金面临较高的单一国家投资风险，而全球股票基金则会较好地回避此类风险。系统性风险往往是投资回报的来源，是投资组合需要主动暴露的风险。从风险管理的角度看，需要控制的是基金经理在该系统性风险的暴露是否符合投资方针的规定。很多公司对基金的可投资股票范围按照基金合同规定进行限制。

常用来反映股票基金风险的指标有标准差、贝塔系数、持股集中度、行业投资集中度、持股数量等指标。

有的股票基金每年的净值增长率可能相差很大，有的股票基金每年的净值增长率之间的差异可能较小。净值增长率波动程度越大，基金的风险就越高。基金净值增长率的波动程度可以用标准差来计量，并通常按月计算。在净值增长率服从正态分布时，可以期望 $2/3$ （约67%）的情况下，净值增长率会落入平均值正负1个标准差的范围内，95%的情况下基金净值增长率会落在正负2个标准差的范围内。



例 14-1

一只基金的月平均净值增长率为3%，标准差为4%。在标准正态分布下，该基金月度净值增长率处于+7%~-1%的可能性是多少？在95%的概率下，月度净值增长率会落在哪个区间？

基金月度净值增长率为3%，标准差为4%，那么，+7%~-1%相当于针对均值的1个标准差的偏离，根据标准正态分布表，1个标准差的偏离概率是67%。在95%的概率下，月度净值增长率会出现在2个标准差的偏离范围内，因此基金月度净值增长率为+11%~-5%。

股票基金以股票市场为活动母体，其净值变动不能不受到证券市场系统风险的影响。通常可以用贝塔系数(β)的大小衡量一只股票基金面临的市场风险的大小。如果股票指数上涨或下跌1%，某基金的净值增长率上涨或下跌1%，那么该基金的贝塔系数为1，说明该基金净值的变化与指数的变化幅度相当。如果某基金的贝塔系数大于1，说明该基金是一只活跃或激进型基金；如果某基金的贝塔系数小于1，说明该基金是一只稳定或防御型的基金。

持股集中度的计算公式为：

$$\text{持股集中度} = \frac{\text{前十大重仓股投资市值}}{\text{基金股票投资总市值}} \times 100\%$$

持股集中度越高，说明基金在前十大重仓股的投资越多。类似地，可以计算基金在前三大行业或前五大行业上的行业投资集中度。持股数量越多，基金的投资风险越分散，风险越低。

依据股票基金所持有的全部股票的平均市值、平均市盈率、平均市净率等指标，可

以对股票基金的风格暴露进行分析。

基金持股平均市值的计算有不同的方法，既可以用算术平均法，也可以用加权平均法或其他较为复杂的方法。算术平均市值等于基金所持有全部股票的总市值除以其所持有的股票的全部数量。加权平均市值则根据基金所持股票的比例进行股票市值的加权平均。通过对平均市值的分析，可以看出基金对大盘股、中盘股和小盘股的投资风险暴露情况。

同理，可以用基金所持有的全部股票的平均市盈率、平均市净率的大小，判断股票基金是倾向于投资价值型股票还是成长型股票。如果股票基金的平均市盈率、平均市净率小于市场指数的市盈率和市净率，可以认为该股票基金属于价值型基金；反之，该股票基金则可以归为成长型基金。

基金股票换手率通过对基金买卖股票频率的衡量，反映基金的操作策略。通常它可以用基金股票交易量的一半与基金平均净资产之比来衡量：

$$\text{基金股票换手率} = \frac{\text{期间基金股票交易量}/2}{\text{期间基金平均资产净值}}$$

用基金股票交易量的一半作分子的原因在于，“一买一卖”才构成一次完整的换手。换手率的倒数为基金持股的平均时间。

如果一只股票基金的年周转率为 100%，意味着该基金持有股票的平均时间为 1 年。

低周转率的基金倾向于对股票的长期持有，高周转率的基金则倾向于对股票的频繁买入与卖出。周转率高的基金，所付出的交易佣金与印花税也较高，会加重投资者的负担，对基金业绩造成一定的负面影响。

二、债券基金的风险管理

债券基金指的是基金资产 80% 以上投资于债券的基金。债券基金的投资对象主要有国债、可转债、企业债等，由于债券收益波动较小，所以债券基金具有风险低、收益低的特点。

债券基金主要的投资风险包括利率风险、信用风险以及提前赎回风险。

(一) 利率风险

债券的价格与市场利率变动密切相关，且呈反方向变动。当市场利率上升时，大部分债券的价格会下降；当市场利率降低时，债券的价格通常会上升。通常，债券的到期日越长，债券价格受市场利率的影响就越大。与此相类似，债券基金的价值会受到市场利率变动的影响。债券基金的平均到期日越长，债券基金的利率风险越高。

债券基金常常会以组合已有债券作为质押，融资买入更多债券。这个过程也叫加杠杆。杠杆率的增加也会增大对利率变化的敏感度。

一只债券基金的平均到期日只对债券平均偿还本金的时间进行考察，因此并不能很好地衡量利率变动对基金净值变动的影响。

债券基金的久期等于基金组合中各个债券的投资比例与对应债券久期的加权平均。与单个债券的久期一样，债券基金的久期越长，净值的波动幅度就越大，所承担的利率

风险就越高。久期在计算上比较复杂，但其应用却很简单。要衡量利率变动对债券基金净值的影响，只要用久期乘以利率变化即可。



例 14-2

如果某债券基金的久期是 5 年，那么，当市场利率下降 1% 时，该债券基金的资产净值将增加多少？而当市场利率上升 1% 时，该债券基金的资产净值将如何变化？

根据久期的定义，债券价格的变化即约等于久期乘以市场利率的变化率，方向相反。因此，当市场利率下降 1% 时，该债券基金的资产净值将增加 5%；当市场利率上升 1% 时，该债券基金的资产净值将减少 5%。

(二) 信用风险

信用风险是指债券发行人没有能力按时支付利息、到期归还本金的风险。如果债券发行人不能按时支付利息或偿还本金，该债券就面临很高的信用风险。投资者为弥补低等级信用债券可能面临的较高信用风险，往往会要求较高的收益补偿。一些债券评级机构会对债券的信用进行评级。如果某债券的信用等级下降，将会导致该债券的价格下跌，持有这种债券的基金的资产净值也会随之下降。

信用风险的监控指标主要有债券基金所持有的债券的平均信用等级、各信用等级债券所占比例等。表 14-1 是某基金在某日收盘后，对于不同等级债券信用风险的暴露情况。

表 14-1 某基金的信用风险暴露情况

项目	仓位
短期融资券	6.60%
A-1 级以上	6.60%
其他	0.00%
企业债（不含短融券）	96.55%
AAA 级	0.00%
AA+ 级	43.86%
AA 级	52.69%
AA- 级	0.00%
A+ 级以下	0.00%

(三) 提前赎回风险

提前赎回风险是指债券发行人有可能在债券到期日之前回购债券的风险。当市场利率下降时，债券发行人能够以更低的利率融资，因此可能会提前偿还高息债券，以降低企业融资成本。持有附有提前赎回权债券的基金将不仅不能获得高息收益，而且还会面临再投资风险。

债券基金的风险控制包括控制投资对象，合理配置资产。控制债券基金的投资对象指的是对债券投资对象进行选择，通过信用等级、控制企业债比例的方法可以有效地将债券的信用风险进行降低。其次可以进行合理的资产配置，通过对整体市场的有效分析和债券市场的分析，可以把握市场利率的走向，避免利率变动所带来的债券基金价值变动风险。

三、混合基金的风险管理

混合基金同时以股票、债券等为投资对象，通过对不同金融工具进行投资实现投资收益与风险的平衡。

混合基金的投资风险主要取决于股票与债券配置的比例。一般而言，偏股型基金、灵活配置型基金的风险较高，但预期收益率也较高；偏债型基金的风险较低，预期收益率也较低；股债平衡型基金的风险与收益则较为适中。混合基金通过投资于股市和债市，灵活调整资产配置，可以应对不同市场环境。

四、货币基金的风险管理

货币基金是指以货币市场工具（包括银行拆借、短期国债、银行协议存款、短期融资券以及信用等级很高的短期票券等）为投资对象的基金。一般而言，货币基金是风险很小的投资方式，是短期投资的良好选择。

货币基金以其相对活期储蓄存款的较高收益率、强流动性和低风险不断吸引投资者的关注。如“余额宝”挂钩的天弘增利宝货币基金在2014年上半年增长3 888.18亿元，以期末5 741.60亿元的净资产规模成为国内最大、全球第四大货币基金。但快速发展的同时，货币基金同样面临多方面的风险。一方面部分货币基金承诺投资人兑付方式为T+0，当出现市场不乐观时极易出现挤兑风险。另一方面，货币基金内部也可能出现期限错配问题。因此，货币基金的迅速发展为投资者提供了一条投资新途径，但对货币基金的监管与风险管理也在不断加强。

货币基金同样会面临利率风险、购买力风险、信用风险、流动性风险。但由于我国货币基金不得投资于剩余期限高于397天的债券，投资组合的平均剩余期限不得超过180天，实际上货币基金的风险是较低的。与银行存款不同，货币基金并不保证收益水平。因此，尽管货币基金的风险较低，但并不意味着货币基金没有投资风险。

用以反映货币市场基金风险的指标有投资组合平均剩余期限、融资比例、浮动利率债券投资情况等。

(1) 投资组合平均剩余期限。低风险和高流动性是货币市场基金的主要特征，投资

组合平均剩余期限是反映基金组合风险的重要指标。投资组合平均剩余期限越短，货币市场基金收益的利率敏感性越低，但收益率也可能较低。目前，我国法规要求货币市场基金投资组合平均剩余期限在每个交易日均不得超过180天。但有的基金可能会在基金合同中做出更严格的限定，如投资组合平均剩余期限不得超过90天。因此，在比较不同货币市场基金收益率的时候，应考虑其投资组合平均剩余期限的控制要求。对于单只货币市场基金，应特别注意其投资组合平均剩余期限的水平和变化情况，以及各期间资产剩余期限的分布情况。

(2) 融资比例。一般情况下，货币市场基金财务杠杆的运用程度越高，其潜在的收益可能越高，但风险相应也越大。另外，按照规定，除非发生巨额赎回，货币市场基金债券正回购的资金余额不得超过20%。因此，在比较不同货币市场基金收益率的时候，应同时考虑其同期财务杠杆的运用程度。

(3) 浮动利率债券投资情况。货币市场基金可以投资于剩余期限小于397天但剩余存续期超过397天的浮动利率债券。虽然其剩余期限小于397天，但实际上该债券品种的期限往往很长（如10年），因此，该券种在收益率、流动性、信用风险、利率风险等方面会与同样剩余期限的其他券种存在差异。在判断基金组合剩余期限分布时，应充分考虑基金投资该类债券的情况。

五、指数基金与ETF的风险管理

指数基金是以指数成分股为投资对象的基金，通过构建指数基金的投资组合，使组合与指数有着相同的变化趋势，以达到分散风险并取得收益的目的。

指数基金与其股指成分密切相关，严格按照契约跟踪指数。指数基金通过投资指数成分股分散投资，个别股票的波动对指数基金的整体影响不大，从而达到分散风险的目的，因此对于指数基金的管理主要体现在对基础指数的选择和对指数的严格跟踪，可利用跟踪误差对指数基金风险进行衡量。如前文所述，跟踪误差是指指数基金收益率与标的指数收益率之间的偏差，用来表述指数基金与标的指数之间的相关程度，并揭示基金收益率围绕标的指数收益率的波动情况。跟踪误差的准确率与跟踪周期有关，周期越长其准确率越高。作为衡量基金风险的指标，跟踪误差越大，反映其跟踪标的偏离度越大，风险越高；跟踪误差越小，反映其跟踪标的偏离度越小，风险越低。

与其他指数基金一样，ETF会不可避免地承担所跟踪指数面临的系统性风险。其次，尽管套利交易的存在使二级市场价格不会偏离基金份额净值太多，但受供求关系的影响，二级市场价格常常会高于或低于基金份额净值。此外，ETF的收益率与所跟踪指数的收益率之间往往存在跟踪误差。抽样复制、现金留存、基金分红以及基金费用等都会导致跟踪误差。

六、保本基金的风险管理

保本基金的招募说明书中明确引入保本保障机制，以保证基金份额持有人在保本期到期时，可以获得投资本金的保证。保本基金可保障本金在不考虑通货膨胀的前提下

不受损失，适合稳健保守的投资者。

保本基金是一种半封闭式的基金品种。基金在一定的投资期内为投资者提供一定固定比例的本金回报保证，除此之外还通过其他的一些高收益金融工具（股票、衍生证券等）的投资保持了为投资者提供额外回报的潜力。投资者只要持有基金到期，就可以获得本金回报的保证。

保本基金有三个主要特点：①保本基金通过双重机制实现保本；②保本基金通过放大安全垫积极分享市场上涨收益；③保本基金在震荡市场上优势明显。

目前保本基金普遍采用基于参数设定的投资组合保险策略，常用的是CPPI策略。

CPPI策略是通过把大部分资产投资于无风险的持有到期债券组合，把确定的债券利息收入按一定比例放大后投资于股票。CPPI也包括本金保护部分和增值部分，本金保护通过投资低风险债券来实现，增值部分通过投资股票来实现。该策略可以表示为：

$$A_t = D_t + E_t$$

$$E_t = m \times (A_t - F_t)$$

式中： A 表示总资产； D 表示保本资产的投资； E 表示风险资产的投资； F 表示保本底线； t 表示期数； m 表示风险乘数。

七、合格境内机构投资者（QDII）基金的风险管理

合格境内机构投资者基金是指经国家有关部门批准的可以从事境外股票、债券等有价证券业务的证券投资基金，是在人民币未实现完全自由兑换的情况下，允许境内投资者灵活间接进行境外市场投资的制度安排。

相对于投资于国内市场的基金，QDII基金存在特别的外汇风险、特定市场风险等，因此在风险管理中需要特别关注下列事项：

（1）基金经理需要特别关注汇率变动可能对基金净值造成的影响，定期评估汇率走向并调整基金持有资产的币别和权重，必要时可采用外汇远期、外汇掉期等金融工具对冲汇率风险。

（2）投资进入特定国家或市场之前，需要对该市场的资本管制、货币稳定性、交易市场体系、合规制度等进行充分的评估和研究，避免对基金运作产生不利的限制或违反当地法规。此外，当地政治动荡等事件也会对基金投资构成重大风险。

（3）税务风险。跨境投资需要考虑当地的资本利得税、代扣所得税、税收征管要求等事项，尤其是美国FATCA法案等要求。违反税法很可能被处以高额罚款，对基金产生严重后果。

（4）QDII基金的流动性风险也需注意。由于QDII基金涉及跨境交易，基金申购、赎回的时间要长于国内其他基金。

八、分级基金风险管理

分级基金的基金资产仍然作为一个整体进行投资运作，因此和其他基金一样面临各种投资运作风险。同时，分级基金将基础份额结构化分为不同风险收益特征的子份额，

因此，需要考虑以下风险：

(1) 极端情况下 A 类份额无法取得约定收益或损失本金的风险。尽管分级基金的 A 类份额具有低风险且预期收益相对稳定的特性，但在极端情况下，尤其是对于不具备下折条款的分级基金 A 类份额，如果基金在特定时间点短期内发生大幅度的投资亏损，A 类份额仍然可能面临无法取得约定收益乃至遭受投资本金损失的风险。

(2) 利率风险。由于分级基金 A 类份额的约定收益一般为基准利率上浮一定比例，所以一旦基准利率发生变化，A 类份额将面临利率风险。

(3) 杠杆机制风险。分级基金 B 类份额所特有的杠杆特性具有“双刃剑”的作用，母基金份额净值上涨时能放大收益，母基金份额净值下跌时投资亏损也会同步放大。

(4) 杠杆变动风险。对于分开募集的分级基金来讲，其两类子份额的配比是变动的，同时由于两类子份额的净值也会随市场波动而变化，因此 B 类份额的杠杆面临变动的风险。

(5) 折价 / 溢价交易风险。分级基金子份额上市交易后，由于受到市场供求关系的影响，基金份额的交易价格与基金份额净值可能出现偏离并出现折价 / 溢价风险。

(6) 风险收益特征变化风险。在折算（包括定期折算和不定期折算）后，部分基金份额将转化为母基金份额，其风险收益特征将发生改变。

(7) 上市交易风险。由于上市期间可能因信息披露导致基金停牌，投资者在停牌期间不能买卖 A 类、B 类份额，产生风险；同时，可能因上市后交易对手不足导致 A 类、B 类份额产生流动性风险。

参 考 文 献

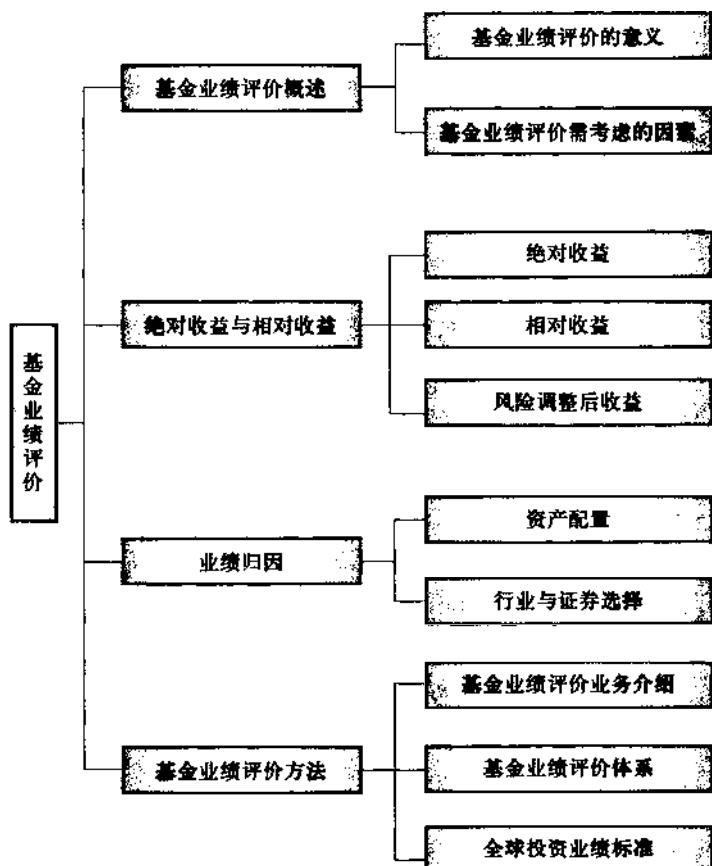
- [1] 迟国泰. 投资风险管理. 北京：清华大学出版社，2010.
- [2] 王春峰. 金融市场风险管理. 天津：天津大学出版社，2001.
- [3] 张金清. 金融风险管理. 上海：复旦大学出版社，2009.
- [4] 卢文莹. 金融风险管理. 上海：复旦大学出版社，2007.
- [5] BODIE Z, KANE A, MARCUS A. Investment. Ninth edition. Irwin: McGraw-Hill, 2011.

第 15 章 基金业绩评价

本章内容概述

基金业绩评价是基金管理人、投资者和销售机构等多方面关心的内容。本章分四节。第一节介绍基金业绩评价的意义和需要考虑的因素。第二节讲述绝对收益计算的方法，说明绝对收益与相对收益的概念。第三节简略介绍了 Brinson 业绩归因分析。第四节介绍基金业绩评价方法和标准。

知识结构图



第一节 基金业绩评价概述

学习内容	知识点
基金业绩评价	基金评价需考虑的几个因素

一、基金业绩评价的意义

投资者都想要知道他们的投资产品表现如何。对于个人投资者而言，投资业绩的好坏可能会决定他们是否有足够的钱来支付大额开支，如子女教育、旅游等。对于储备养老金的参与者而言，投资业绩的好坏可能会决定其能否有舒适的退休生活。对于基金公司而言，想要提高其投资管理能力，必须测算和理解基金经理的业绩。

仅仅了解投资产品所实现的回报率是不够的。投资者和基金公司还需要知道基金经理相对于市场表现如何，相对于其他基金经理表现如何。最终需要回答的问题是，基金经理的业绩来源是高超的投资技能，还是单纯的运气，或者是承担了过多的风险。

只有通过完备的投资业绩评估，投资者才可以有足够的信息来了解自己的投资状况。投资者可以决定是否继续使用现有的基金经理；基金管理公司可以决定一个基金经理是否可以管理更多的基金，可以分配更多的资源或是需要被替换。

二、基金业绩评价需考虑的因素

不同基金的投资目标、范围、比较基准等均有差别。因此，基金的表现不能仅仅看回报率。为了对基金业绩进行有效评价，以下因素必须加以考虑。

(一) 投资目标与范围

投资目标与范围不同的基金，其投资策略、业绩比较基准都可能不同。货币基金主要投资于货币市场，风险较低，收益也较为稳定；指数基金则以指数成分股为投资对象，其收益率变化应该与相应的指数保持一致。很显然，货币基金和指数基金作为两种不同投资方向的基金不具备可比性。同样是股票基金，投资于中小盘的与投资于大盘的基金，业绩也不具备可比性。因此，进行业绩比较时，必须考虑投资目标、投资范围的不同。

(二) 基金风险水平

根据风险报酬理论，投资收益是由投资风险驱动的，风险越大，所要求的报酬率就越高。所以市场上一些平均收益率高的基金，可能仅仅是因为它们承担了较高的风险，而与基金经理的能力无关。所以在基金业绩评价的过程中，要对其风险进行调整。

(三) 基金规模

基金存在一些固定成本，如研究费用和信息获得费用等。与小规模基金相比，规

模较大的基金的平均成本更低。另一方面，规模较大的基金可以有效地减少非系统性风险。但是基金规模过大，对可选择的投资对象、被投资股票的流动性等都有不利影响。

(四) 时期选择

同一基金在不同时间段内的表现可能有很大的差距。业绩计算开始与结束时间不同，基金回报率和业绩排名可能会有较大的差异。因此，业绩评价时需要计算多个时间段的业绩，如最近一月、最近三月、最近一年、最近五年等。

系统的基金业绩评估需要从四个方面入手：计算绝对收益，计算风险调整后收益，计算相对收益，进行业绩归因。

第二节 绝对收益与相对收益

学习内容	知识点
绝对收益的概念，各种绝对收益指标的计算方法	持有区间收益率、时间加权收益率、算术平均收益率、几何平均收益率、基金收益率计算
相对收益的基本概念和原理	业绩比较基准、指数
主要风险调整收益指标	夏普比率、特雷诺比率、詹森 α 、信息比率

一、绝对收益

基金的绝对收益的计算是基金业绩评价的第一步。绝对收益是证券或投资组合在一定时间区间内所获得的回报，测量的是证券或投资组合的增值或贬值，常常用百分比来表示收益率。与相对收益不同，绝对收益不与基准做比较。绝对收益的计算有如下指标。

(一) 持有区间收益率

投资者购买证券、基金等投资产品，关心的是在持有期间所获得的收益率。持有区间所获得的收益通常来源于两部分：资产回报和收入回报。资产回报是指股票、债券、房地产等资产价格的增加/减少；而收入回报包括分红、利息、租金等。

$$\text{资产回报率} = \frac{\text{期末资产价格} - \text{期初资产价格}}{\text{期初资产价格}} \times 100\%$$

$$\text{收入回报率} = \frac{\text{期间收入}}{\text{期初资产价格}} \times 100\%$$

**例 15-1**

假设某投资者在 2013 年 12 月 31 日，买入 1 股 A 公司股票，价格为 100 元，2014 年 12 月 31 日，A 公司发放 3 元分红，同时其股价为 105 元。那么该区间内：

$$\text{资产回报率} = (105 - 100) / 100 \times 100\% = 5\%$$

$$\text{收入回报率} = 3 / 100 \times 100\% = 3\%$$

$$\text{总持有区间的收益率} = 5\% + 3\% = 8\%$$

(二) 现金流和时间加权收益率

在例 15-1 中，股票红利发放是在持有区间末，计算方法较为简单。现实中，计算基金的持有区间收益率需要考虑更为复杂的情况：

- (1) 基金可能包含多个不同的证券，每个证券发放红利或利息的时间都不一样；
- (2) 基金的投资者在区间内会有申购和赎回，带来更多的资金进出。

以某股票基金为例，在 2013 年 12 月 31 日，其净值为 1 亿元，到 2014 年 12 月 31 日，净值变为 1.2 亿元。如果净值变化来源仅为资产增值和分红收入的再投资，其收益率为：

$$(1.2 - 1) / 1 = 20\%$$

设想在 4 月 15 日，有客户进行申购了 2 000 万元。那么该基金在年末的 1.2 亿元净值中，有一部分是这笔申购及其投资回报带来的。实际投资回报率应低于 20%。进一步假设，在 9 月 1 日，基金进行了 1 000 万元的分红，该分红对基金资产有显著的影响。

要计算该基金在该年度的收益率，可以把资金进出的时间节点分为 3 个区间，分别计算持有期收益率。每个区间的期末资产净值为对应时间节点现金流发生前的资产净值，期初资产净值则是对应时间节点现金流发生后的资产净值，具体见表 15-1。

表 15-1 某基金 2014 年度收益率计算表

时间区间	期初资产净值（百万元）	期末资产净值（百万元）	区间收益率（%）
2013.12.31~2014.4.15	100	95	-5.0
2014.4.15~2014.9.1	95 + 20 = 115	140	21.7
2014.9.1~2014.12.31	140 - 10 = 130	120	-7.7

假设某投资者在 2013 年 12 月 31 日投资 1 元到此基金，那么在 2014 年 4 月 15 日，这 1 元受到 5% 的损失，变为 $1 \times (1 - 5\%) = 0.95$ (元)。该投资者继续将这 0.95 元投资于该基金，那么到 2014 年 9 月 1 日，0.95 元变为 $0.95 \times (1 + 21.7\%) = 1.156$ (元)；假设该投资者将 9 月 1 日的分红全部再投资到该基金，那么到 2014 年 12 月 31 日，1.156 元变为 $1.156 \times (1 - 7.7\%) = 1.067$ (元)。也就是 2013 年年底投资的 1 元，到 2014 年

底可获得 $(1.067 - 1) / 1 = 6.7\%$ 的收益。以上过程用数学公式表达为：

$$\begin{aligned} R &= (1 + R_1) \times (1 + R_2) \times (1 + R_3) - 1 \\ &= (1 - 5\%) \times (1 + 21.7\%) \times (1 - 7.7\%) - 1 = 6.7\% \end{aligned}$$

以上即为时间加权收益率的计算方法。该方法将收益率计算区间分为子区间，每个子区间可以是一天、一周、一个月等。每个子区间以现金流发生时间划分，将每个区间的收益率以几何平均的方式相连接。这样基金的申购、赎回与分红等资金进出不影响收益率的计算。这种计算方法符合中国证监会关于基金净值增长率计算的规定，也是第三节将要讨论的全球投资业绩标准（GIPS）的基本要求之一。

（三）基金收益率的计算

公募基金每天公布单位资产净值（NAV），其计算公式为：

$$\text{期末基金单位资产净值} = \text{期末基金资产净值} / \text{期末基金单位总份额}$$

与资产净值不同，基金单位资产净值不受基金份额申购赎回的影响。利用基金单位资产净值计算收益率，只需考虑分红。

假定红利发放后立即对本基金进行再投资，且红利以除息前一日的单位净值为计算基准立即进行再投资，分别计算每次分红期间的分段收益率，考察期间的时间加权收益率可由分段收益率连乘得到^①：

$$\begin{aligned} R &= [(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_3) \cdots (1 + R_n) - 1] \times 100\% \\ &= \left(\frac{NAV_1}{NAV_0} \cdot \frac{NAV_2}{NAV_1 - D_1} \cdots \frac{NAV_{n-1}}{NAV_{n-2} - D_{n-2}} \cdot \frac{NAV_n}{NAV_{n-1} - D_{n-1}} - 1 \right) \times 100\% \end{aligned}$$

式中： R_1 表示第一次分红前的收益率； R_2 表示第一次分红后到第二次分红前的收益率， R_n 以此类推； NAV_0 表示期初份额净值； NAV_1, \dots, NAV_{n-1} 分别表示各期除息日前一日的份额净值； NAV_n 表示期末份额净值； D_1, D_2, \dots, D_n 分别表示各期份额分红。



例 15-2

假设某基金在 2012 年 12 月 3 日的单位净值为 1.484 8 元，2013 年 9 月 1 日的单位净值为 1.788 6 元。期间该基金曾于 2013 年 2 月 28 日每份额派发红利 0.275 元。该基金 2013 年 2 月 27 日（除息前一天）的单位净值为 1.897 6 元，则该基金在这段时间内的时间加权收益率为：

$$R = \left(\frac{1.897 6}{1.484 8} \times \frac{1.788 6}{1.897 6 - 0.275} - 1 \right) \times 100\% = 40.87\%$$

以上计算方法的假设前提之一是，红利以除息前一日的单位净值减去每份基金分红

^① 时间加权收益率也可以采用对基金份额进行调整的方法计算，即初始份额加上历次分红再投资增加的份额，再乘以期末单位净值除以期初单位净值，不难验证，两种计算方法的结果是一致的。

后的单位净值为计算基准立即进行了再投资。在实际操作中，基金往往规定红利以除息日的单位净值为计算基准确定再投资份额。

(四) 平均收益率

在对不同基金多期收益率的衡量和比较上，常常会用到平均收益率指标。平均收益率一般可分为算术平均收益率和几何平均收益率。其中算术平均收益率即计算各期收益率的算术平均值。算术平均收益率(R_A)的计算公式为：

$$R_A = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n} \times 100\%$$

式中： R_t 表示 t 期收益率； n 表示期数。

几何平均收益率(R_G)的计算公式为：

$$(1 + R_G)^n = (1 + R_1)(1 + R_2) \cdots (1 + R_n)$$

$$R_G = \left(\sqrt[n]{\prod_{i=1}^n (1 + R_i)} - 1 \right) \times 100\%$$



例 15-3

已知某基金近三年来累计收益率为 26%，那么应用几何平均收益率计算的该基金的年平均收益率应为：

$$R_G = [(1 + 26\%)^{\frac{1}{3}} - 1] \times 100\% = 8.01\%$$

与算术平均收益率不同，几何平均收益率运用了复利的思想，即考虑了货币的时间价值，这一点与上文提到的时间加权收益率类似，不同的是时间加权收益率不开 n 次方，而几何平均收益率则要开 n 次方。这意味着，时间加权收益率说明的是 1 元投资在 n 期内所获得的总收益率，而几何平均收益率是计算 1 元投资在 n 期内的平均收益率。一般来说，算术平均收益率要大于几何平均收益率，两者之差随收益率波动加剧而增大。由于几何平均收益率是通过对时间进行加权来衡量收益的情况，因此克服了算术平均收益率会出现的上偏倾向。

例如，某基金的份额净值在第一年年初时为 1 元，到了年底基金份额净值达到 2 元，但时隔一年，在第二年年末它又跌回到了 1 元。假定这期间基金没有分红，则此时第一年的收益率为 100% ($R_1 = (2 - 1) / 1 \times 100\% = 100\%$)，第二年的收益率则为 -50% ($R_2 = (1 - 2) / 2 \times 100\% = -50\%$)。

如果按照算术平均收益率来计算，则这两年的平均收益率为 25% ($R_A = (100\% - 50\%) / 2 = 25\%$)；若按照几何平均收益率计算，则平均收益率为 0 ($R_G = \left[(1 + 100\%) (1 - 50\%) \right]^{\frac{1}{2}} - 1 \times 100\% = 0$)。

实际上，投资者尽管进行了两年的股票投资，但他的实际财富状况并未发生任何变化，其净收益为零。此时，几何平均收益率才能反映其真实收益情况。

二、相对收益

基金的相对收益，就是基金相对于一定的业绩比较基准的收益。多样性的市场指数，可以使投资者和基金管理公司选择适当的指数作为业绩比较基准，并进而评估基金的相对收益。

业绩比较基准的选取服从于投资范围。如果一个基金的目标是投资特定市场或特定行业，就可以选取该市场或行业指数，例如以创业板指数或医药生物行业指数作为业绩比较基准。此外，也可以选取几个指数的组合作为一个基金的业绩比较基准，混合型的公募基金经常选取这样的业绩比较基准，例如：沪深300指数×70%+中证全债指数×30%。

业绩比较基准有两方面作用：一方面，事后业绩评估时可以比较基金的收益与比较基准之间的差异；另一方面，事先确定的业绩比较基准可以为基金经理投资管理提供指引。

三、风险调整后收益

我们之前介绍了几种平均收益率的计算方法。但仅计算出基金的平均收益率并不足以准确地评估基金业绩。现代投资理论表明，承担风险的大小在决定投资组合的收益上具有基础性的作用，因此高回报的基金可能仅仅是由于其承担了较高的风险，而表现较差的基金并不一定是由基金经理的投资能力不足，可能只是因为其风险暴露较低。

下面介绍考虑风险调整的基金业绩评估方法。

(一) 夏普比率

夏普比率(S_p)是诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普于1966年根据资本资产定价模型(CAPM)提出的经风险调整的业绩测度指标。此比率是用某一时期内投资组合平均超额收益除以这个时期收益的标准差。用公式可表示为：

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

式中： S_p 表示夏普比率； \bar{R}_p 表示基金的平均收益率； \bar{R}_f 表示平均无风险收益率； σ_p 表示基金收益率的标准差。

其中基金收益率和无风险收益率应用平均值的原因，是在测度期间内两者都是在不断变化的。由于分母使用的是基金收益率的标准差，所以可知夏普比率是针对总波动性权衡后的回报率，即单位总风险下的超额回报率。夏普比率数值越大，代表单位风险超额回报率越高，基金融资越好。



例 15-4

假设当前一年期定期存款利率(无风险收益率)为5%，基金P和证券市场在一段时间内的表现如表15-2所示。

表 15-2 基金 P 和证券市场的平均收益率和标准差

	基金 P	证券市场 (M)
平均收益率 (%)	40	25
标准差	0.5	0.25

$$\text{此时 } S_p = \frac{40\% - 5\%}{0.5} = 0.70, S_M = \frac{25\% - 5\%}{0.25} = 0.80$$

可见，在风险调整之前，基金 P 的收益率达到 40%，高于市场平均收益率的 25%。但由于基金 P 波动性太大，其标准差 0.5 高于市场的标准差 0.25，因此经风险调整后的夏普比率，基金 P 低于整个市场水平。这说明基金 P 的风险或者波动性高于整个市场水平，但并不一定说明基金 P 的收益率会比整个市场水平差，只是说明基金 P 取得收益的不确定性更高。

由于夏普比率计算过程中并未涉及业绩比较基准，而是选用市场的无风险收益率，因此是对绝对收益率的风险调整分析指标。

(二) 特雷诺比率

特雷诺比率 (T_p) 来源于 CAPM 理论，表示的是单位系统风险下的超额收益率。用公式表示为：

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

式中： T_p 表示特雷纳比率； \bar{R}_p 表示基金的平均收益率； \bar{R}_f 表示平均无风险收益率； β_p 表示系统风险。

特雷纳比率与夏普比率相似，两者的区别在于特雷纳比率使用的是系统风险，而夏普比率则对全部风险进行了衡量。

(三) 詹森 α

詹森 α (Jensen's α) 同样也是在 CAPM 上发展出的一个风险调整差异衡量指标。它衡量的是基金组合收益中超过 CAPM 模型预测值的那一部分超额收益。用公式表示为：

$$\begin{aligned}\alpha_p &= (\bar{R}_p - \bar{R}_f) - \beta_p (\bar{R}_M - \bar{R}_f) \\ &= \bar{R}_p - [\bar{R}_f + \beta_p (\bar{R}_M - \bar{R}_f)]\end{aligned}$$

式中： \bar{R}_M 表示市场平均收益率，其余字母含义同前。

若 $\alpha_p = 0$ ，则说明基金组合的收益率与处于相同风险水平的被动组合的收益率不存在显著差异。当 $\alpha_p > 0$ 时，说明基金表现要优于市场指数表现；当 $\alpha_p < 0$ 时，说明基金表现要弱于市场指数的表现。

(四) 信息比率与跟踪误差

信息比率 (information ratio, IR) 计算公式与夏普比率类似，但引入了业绩比较基准的因素，因此是对相对收益率进行风险调整的分析指标。用公式可以表示为：

$$IR = \frac{R_p - R_b}{\sigma_{p-b}}$$

式中： R_p 表示投资组合收益， R_b 表示业绩比较基准收益，两者之差即为超额收益； σ_{p-b} 表示跟踪误差。跟踪误差的计算在第十二章已经介绍，这里不再重复。

信息比率是单位跟踪误差所对应的超额收益。信息比率越大，说明该基金在同样的跟踪误差水平上能获得更大的超额收益，或者在同样的超额收益水平下跟踪误差更小。

第三节 业绩归因

学习内容	知识点
业绩归因的概念和基本方法	Brinson 模型
	资产配置业绩归因的概念和计算
	行业与证券选择业绩归因的概念和计算

在计算出基金超额收益的基础上可以将其分解，研究基金超额收益的组成。这就是基金的业绩归因。

基金业绩归因的方法有很多种。对于股票型基金，业内比较常用的业绩归因方法是 Brinson 方法。这种方法较为直观、易理解，它把基金收益与基准组合收益的差异归因于四个因素：资产配置、行业选择、证券选择以及交叉效应。

下面举例说明，假设有一基金 P，按照 Brinson 模型原理对该基金 P 当月业绩进行归因。

一、资产配置

基金 P 当月的实际收益率为 5.34%。表 15-3 为该基金的基准投资组合 B 的相关数据。

表 15-3 基准投资组合的组成及各部分收益

组成	基准权重	月指数收益率（%）
股票（沪深 300 指数）	0.60	5.81
债券（中国债券指数）	0.30	1.45
现金（货币市场工具）	0.10	0.48

基准 P 的当月收益率为: $(0.60 \times 5.81\%) + (0.30 \times 1.45\%) + (0.10 \times 0.48\%) = 3.97\%$ 。此时基金 P 的超额收益率为: $5.34\% - 3.97\% = 1.37\%$ 。

假设基金 P 的各项资产权重分别为股票 70%、债券 7%、货币市场工具 23%。基金 P 的超额收益必然与这些权重对预定标准权重 (60:30:10) 的偏离有关。

为了将基金管理者关于资产配置所产生的影响独立出来, 先假设基金 P 的三类资产都是由市场基准指数产品构成的, 即它是由权重为 70:7:23 的三种指数基金构成。它的收益率仅反映了从 60:30:10 的基准权重转变到当前权重所引起的收益变化, 而不包括基金经理在各个市场中积极选择证券所带来的收益变化, 资产配置带来的贡献为: $(0.70 - 0.60) \times 5.81\% + (0.07 - 0.30) \times 1.45\% + (0.23 - 0.10) \times 0.45\% = 0.31\%$

也就是说, 基金 P 的资产配置所带来的超额收益为 0.31%, 在总超额收益的 1.37% 中, 成功的资产配置贡献了 0.31%。这是因为在该月股票市场实现 5.81% 的收益率时, 基金经理大幅增加了当月股票的投资比重 (从业绩比较基准权重的 60% 提高到实际配置的 70%)。

二、行业与证券选择

继续使用上文使用的例子, 如果业绩中有 0.31% 应归功于各资产类别间的成功配置, 那么剩下的 1.06% ($1.37\% - 0.31\%$) 就应该源于在每一个大类资产中的行业及具体证券的选择。表 15-4 给出了该月基金 P 在各类资产中的收益率及其与指数业绩的对比。

表 15-4 基金 P 各类收益率及其和指数业绩的对比

市场	基金 P 业绩 (%)	指数业绩 (%)	超额业绩 (%)
股票	7.28	5.81	1.47
固定收益	1.89	1.45	0.44

从表 15-4 可知, 该基金中股票部分所实现的收益率为 7.28%, 而沪深 300 指数的收益率为 5.81%, 这说明基金 P 当月选择了收益较高的行业或个股, 从而取得高于大盘的超额收益。固定收益证券的收益率为 1.89%, 而中国债券指数收益率为 1.45%, 说明基金 P 在债券具体类别或个券选择方面也做得很好。由于货币市场工具收益相同, 不再列出。把股票部分和债券部分中的超额收益率乘以各自的投资比例, 得出行业与证券选择带来的贡献 $0.70 \times 1.47\% + 0.07 \times 0.44\% = 1.06\%$

也可以用类似方法, 再把行业选择与证券选择各自的收益表现进一步分解出来, 这里不再展开。

由上述分析可见, 基金 P 在该月的资产配置、行业与证券选择两方面均取得了超额收益, 业绩表现优秀。但正如前文所述, 评价基金业绩表现一般需要跟踪它的长期表现。实务中, 除了对基金当月业绩进行归因分析外, 还会对其他时间段, 例如三个月、

六个月、一年、三年等进行行业绩归因，从而更全面有效地进行基金业绩评价。

第四节 基金业绩评价方法

学习内容	知识点
我国目前基金分类情况	《公开募集证券投资基金管理办法》关于基金分类的具体内容
基金评价体系基本概念	风险调整后收益
基金投资风格的概念	基金投资风格
星级评价的相关内容	星级评价的指标
全球投资业绩标准的基本概念	全球投资业绩标准

一、基金业绩评价业务介绍

随着基金行业的发展，基金产品的不断增多，普通投资者难以对市场的基金做全面的分析。在此背景下，基金评价和研究机构应运而生，发展出各种研究方法和工具，对基金的投资收益和风险以及基金管理人的管理能力开展评级、评奖、单一指标排名等。

我国提供基金评价业务的公司主要有晨星公司（Morningstar）、银河证券、海通证券、招商证券、上海证券等。

二、基金业绩评价体系

基金业绩评价体系包括分类方法、指标计算方法、风格判断和评级等。

（一）基金分类

不同类型基金的投资目标、范围、风格不同，不能放在一起比较，所以基金评价的第一步是基金分类。2014年7月7日，中国证监会颁布了《公开募集证券投资基金管理办法》，其中规定了基金的分类标准。具体内容如下：

- (1) 80%以上的基金资产投资于股票的，为股票基金；
- (2) 80%以上的基金资产投资于债券的，为债券基金；
- (3) 仅投资于货币市场工具的，为货币市场基金；
- (4) 80%以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金；
- (5) 投资于股票、债券、货币市场工具或其他基金份额，并且股票投资、债券投资、基金投资的比例不符合第(1)项、第(2)项、第(4)项规定的，为混合基金；
- (6) 中国证监会规定的其他基金类别。

在市场中，有的评级机构也会将基金分类进一步细化。例如，晨星公司将中国基金

分为：股票型基金、激进配置型基金、标准混合型基金、保守混合型基金、可转债基金、激进债券型基金、普通债券型基金、纯债基金、短债基金、货币市场基金、保本基金、市场中性策略基金、商品基金等。

(二) 基金业绩计算

基金收益率计算一般要求采用考虑了基金分红再投资的时间加权收益率。常见的基金回报率计算期间有：最近一月、最近三月、最近六月、今年以来、最近一年、最近两年、最近三年、最近五年、最近十年等。

夏普比率、信息比率等风险调整后收益也是基金业绩计算的重要部分。风险调整后收益使得两只基金可以在风险水平相等的条件下进行对比。另一种风险调整的方法是建立在投资人风险偏好的基础上，认为投资人喜欢高的收益但厌恶风险，而不考虑风险和收益是如何结合的。以“晨星风险调整后收益”(Morningstar risk-adjusted return, MRAR)为例。晨星公司根据每只基金在计算期间月度回报率的波动程度尤其是下行波动的情况，以“风险惩罚”的方式对该基金的回报率进行调整；波动越大，调整越多。

如果有两只基金回报率相近，晨星公司对其中回报波动较大者给予更多的“风险惩罚”。通过上述方法，体现基金各月度业绩表现的波动变化，并更加注重反映基金资产的下行波动风险，从而奖励业绩持续稳定者，并减少由于基金短期业绩突出而掩盖内在风险的可能性。该方法产生的结果与建立在均值方差基础上的夏普比率所得出的排名类似但并不完全相同。

(三) 基金风格

基金风格反映了基金投资组合所有股票的总体情况。

以晨星公司为例，该公司以基金持有的股票市值为基础，把基金投资股票的规模风格定义为大盘、中盘和小盘；以基金持有的股票价值—成长特性为基础，把基金投资股票的价值—成长风格定义为价值型、平衡型和成长型。这样便形成了二维的风格箱，如图 15-1 所示。

(四) 基金星级评价

基金星级评价是通过星级将某基金在同类基金中的排位情况简单清晰地表示出来的一种方法。一般根据基金在过去一定时期的业绩计算其收益率以及风险水平等因素，根据计算结果对基金给予星级评定。以晨星公司为例，对某基金进行评级时，首先要计算出风险调整后收益，随后将各个基金按照 MRAR 的数据由大到小进行排序。在同类基金中排名前 10% 的基金被评为 5 星，接下来的 22.5% 被评为 4 星，中间的 35% 被评为 3 星，随后的 22.5% 被评为 2 星，最后 10% 被评为 1 星。

三、全球投资业绩标准

投资业绩的计算和比较有多种方法。用不同方法制作出来的业绩报告之间缺乏可比性。为解决这个问题，CFA 协会在 1995 年开始筹备成立全球投资业绩标准 (GIPS) 委

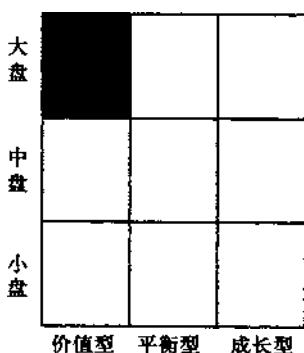


图 15-1
晨星基金风格箱

员会，负责发展并制定单一绩效的呈现标准。该标准的作用是通过制定表现报告确保投资表现结果获得充分的声明与披露。全球投资业绩标准已经逐渐为各国所接受。

全球投资业绩标准关于收益率计算的具体条款如下：

- (1) 必须采用总收益率，即包括实现的和未实现的回报以及损失并加上收入。
- (2) 必须采用经现金流调整后的时间加权收益率。不同期间的回报率必须以几何平均方式相连接。最低要求为：

自2005年1月1日起，必须采用经每日加权现金流调整后的时间加权收益率；自2010年1月1日起，必须在所有出现大额对外现金流的日子对投资组合进行实际估值。

- (3) 投资组合的收益必须以期初资产值加权计算，或采用其他能反映期初价值及对外现金流的方法。

(4) 在计算总收益时，必须计入投资组合中持有的现金及现金等价物的收益。

(5) 所有的收益计算必须扣除期内的实际买卖开支，而不得使用估计的买卖开支。

- (6) 自2006年1月1日起，公司必须至少每季度一次计算组合群的收益，并使用个别投资组合的收益以资产加权计算。自2010年1月1日起，必须至少每月一次计算组合群收益，并使用个别投资组合的收益以资产加权计算。

(7) 假如实际的直接买卖开支无法从综合费用中确定并分离出来，则在计算未扣除费用收益时，必须从收益中减去全部综合费用或综合费用中包含直接买卖开支的部分，而不得使用估计出的买卖开支；计算已扣除费用收益时，必须从收益中减去全部综合费用或综合费用中包含直接买卖开支及投资管理费用的部分，而不得使用估计的买卖开支。

遵循GIPS可以提高业绩报告的透明度，确保在一致、可靠、公平且可比的基础上报告投资业绩数据，让不同投资管理机构的投资业绩具有可比性。

参 考 文 献

- [1] Global investment performance standards. (CFA program curriculum, level III), 2013.
- [2] BODIE Z, KANE A, MARCUS A. Investment. Ninth edition. Irwin: McGraw-Hill, 2011.
- [3] 上海证券. 基金评价中心研究报告, 2014.
- [4] 晨星(中国)研究中心有关报告, 2014.