

值回归规律是金融市场上最强大的力量。<sup>[3]</sup>如果证券价格趋向于回归均值，那么投资者必须对预期收益做出调整，降低近期表现良好的证券的预期收益，提高近期表现逊色的证券的预期收益。

仅仅考察特定时期的数据经常得出违背直觉的结论。某段时期内，风险较高的资产类别的收益可能低于那些风险明显较低的资产；特征迥异的资产可能莫名其妙地同步波动。因此，投资者在定量分析过程中，必须调整变量假设使之能够恰当地反映收益和风险之间的关系。

由于市场结构的变化，当前市场环境可能与早期市场相去甚远，因此，分析师必须重视近期数据，降低对早期数据的重视程度。由于新证券种类加入，资产类别的特征甚至可能被从根本上改变，这样，早期数据在预测未来资产类别的表现时变得几乎没有任何价值，1977年2月开始美国财政部发行的30年期国债就是一例。

要对资产类别的未来特征做出准确的预测，有些投资者可能感到气馁。不过，成功地预测出各资产类别的相关变量、资产类别之间以及各类资产内部的合理关系能够创造出巨大的价值，认识到这一点时，投资者也许能感到些许安慰。建立合理的资本市场假设，并且确定各变量之间合理的相互关系，有助于投资者发掘有用的投资组合。即使投资者对风险和收益变量精确的预测值与实际情况不符，由于输入模型的数据之间的关系牢固可靠，模型仍然可以在投资者寻找有效组合过程中助其一臂之力。

不过，有时出于种种目的，投资者必须对各资产类别的收益做出精确的预测。比如，投资者评估各种资产组合能否满足机构特定的支出需求时，就需要对收益做出精确的预测。当判断一个投资组合能否产生足够的收益来满足机构4%、4.5%或5%的目标支出比率时，基金受托人需要依赖对资本市场未来收益的准确预测，这是一个巨大的挑战。幸运的是，受托人只需要对长期收益，而非短期收益，做出相对正确的预测，短期收益预测的挑战性更大。

在应用均值一方差最优化模型时，预期收益假设是决定模型结论的最重要因素，因此建模人要高度重视这一变量。<sup>[4]</sup>方差假设是第二重要的因素，而相关性假设则不如以上两者重要。所幸模型中相对重要的两个变量——预期收益和方差——的直观性相对较好。

## 一、上市有价证券的特征

上市有价证券在组合中处于核心地位，关于它们的高质量数据也触手可及。



可及，因此，投资者可以在历史收益数据的基础上，对国内股票和债券进行资本市场假设。投资者在选择合适的考察时间段时，需要进行权衡。选择较长的时间段有利有弊。有利的方面是，从较长的时间段中，投资者可以更全面地看出资产类别的收益以及各种资产类别之间的相互关系。有弊的方面是，如果考察的时间段过长，数据将包括那些与当前市场结构根本不同的时期的收益。例如，杰里米·西格尔在他的《股市长线法宝》一书中，对美国股票和债券市场的收益数据从19世纪初开始考察。在他考察的很长一段时期内，美国是一个新兴市场，没有美联储，也不存在长期政府债券。那么，19世纪股票、债券的收益水平对目前预测股票、债券的收益有什么作用呢？

此外，随机选择一段时期的数据作为预测未来收益的基础也略显武断，1976年伊博森与辛格费尔德（Ibbotson-Sinquefield）发表的研究中截取的时间跨度更为合理。<sup>[7]</sup>这项具有里程碑意义的研究考察了从1925年至今的收益，提供了大量丰富的数据，同时它的时间跨度相对较短，限制了结构性变化对市场的影响。

投资者要以历史数据（如表5—1所示）为基础，然后进行一系列的资本市场假设（如表5—2所示）。由于审慎管理的捐赠基金支出的只是扣除通货膨胀后的收益，因此所有的资本市场假设均需按照合理的通胀水平进行调整。

表5—1  
资本市场的历史数据是定量分析的起点  
(历史数据按照高等教育物价指数进行通胀调整)

	美国 债券	美国 股票	发达市 场股票	新兴市 场股票	绝对 收益	私人 股权	实物 资产	现金
观察值数量	80	80	36	21	17	25	25	80
算术收益	2.5%	10.6%	8.3%	11.9%	9.9%	12.8%	6.2%	0.7%
标准差	6.8%	22.4%	22.1%	30.0%	8.2%	23.1%	6.8%	4.0%
增长率	2.3%	8.2%	6.1%	8.1%	9.6%	10.9%	6.0%	0.6%

资料来源：历史数据来源：美国股票：给予标准普尔500指数（1926—2005）70%的权重，罗素2000指数（1979—2005）、DFA Small Companies Deciles 6—10（1926—1978）30%的权重。美国债券：雷曼兄弟政府债券指数（1973—2005）和伊博森中期政府债券指数（1926—1972）。发达市场股票：MSCI EAFE指数。新兴市场股票：国际金融公司（IFC）新兴市场指数（1985—1997），MSCI新兴市场Free（1998—2003）和MSCI新兴市场指数（2004—2005）。绝对收益：剑桥协会的数据（1989—1993）和Tremont综合指数（1994—2005）的加权平均。私人股权：剑桥协会。实物资产：剑桥协会和美国房地产投资受托人理事会（NCREIF）。

**表 5—2 定量分析模型的输入值是修正后的风险和收益假设 (%)  
(模型中的数据用高等教育物价指数进行通胀调整)**

	美国 债券	美国 股票	发达市 场股票	新兴市 场股票	绝对 收益	私人 股权	实物 资产	现金
预期收益	2.0	6.0	6.0	8.0	6.0	12.0	6.0	0.0
标准差	10.0	20.0	20.0	25.0	10.0	30.0	15.0	5.0
预期增长	1.5	4.1	4.1	5.1	5.5	8.1	4.9	-0.1

资料来源：Yale University Investments Office.

### 1. 国内债券

从逻辑上讲，国内债券市场收益是资本市场假设矩阵的基础。在很长一段时期内，由于通货膨胀超预期，固定收益资产的投资收益被慢慢吞噬了，债券的实际年收益率仅为 2.5%，风险却高达 6.8%。1979 年 10 月，美联储决定以货币总量而非利率为控制目标，债券市场的波动性加强。因此，我们提高近期数据的权重，假设债券的预期实际收益率为 2%，风险为 10%。

### 2. 上市股票

关于债券和股票预期收益差异（即风险溢价）的讨论卷帙浩繁。尽管估算风险溢价的过程非常复杂，资产配置人必须直接或间接解决这一问题。表 5—1 中 8.1%（10.6%—2.5%）的历史风险溢价水平显得过高，主要原因是过去 25 年中美国股票表现格外强劲。另外，股票、债券收益的时间序列数据表明，风险溢价随着时间推移而逐渐下降。考虑到风险溢价水平趋向于回归均值而且股票风险溢价将长期下降，我们可以合理地假设美国股票的实际收益率为 6%、标准差为 20%。

对不同国家的股市按地域进行分组也是一个有趣的问题。常见的分组方法包括全球股市、地区股市和单个国家股市。如果把全球股票资产归为一个类别，投资者将无法考虑汇率波动对投资收益的重要影响；而如果把单个国家股票资产视作一个类别，由于涉及的变量过多，投资者难以进行合理的分析。比较合理的分类方法是，将国内股票与外国股票区分开来，在外国股票市场中，投资者需要将发达市场与新兴市场进一步区分开来，因为这两个市场具有显著不同的风险和收益特征。

通常，发达经济体的经济和市场基本面类似。长期来看，德国、日本和英国的股票市场的收益和风险水平应该接近美国股票市场。因此，我们



假设国外发达市场的实际收益为 6%、风险为 20%，与美国股市类似。

相对于其他上市股票，新兴市场股票投资者面临的基本面风险更大，因此，理性的投资者预期更高的收益和波动性。我们假设新兴市场股票投资者的预期实际收益为 8%，收益的标准差（风险）为 25%。

## 二、另类资产类别的特征

对财务模型构建者来说，另类资产类别的预测更具挑战。与传统的上市有价证券不同，另类资产类别存在于常规市场之外，没有任何基准收益可以帮助投资者模拟这些资产的特征。此外，历史数据通常描述的是积极型投资经理的收益，范围有限，而且有时会被存活者偏差放大，因此，投资者必须从基本面的角度来预测另类资产类别的风险和收益。

### 1. 绝对收益

耶鲁基金最早于 1990 年将绝对收益投资单独归为一种资产类别，积极型投资管理是此类投资得以存在的根本。绝对收益投资经理致力于寻找有价证券的定价错误，产生与传统有价证券不相关、类似于股票的收益，主要运用的策略有事件驱动型策略和价值驱动型策略。事件驱动型策略包括合并套利（merger arbitrage）和不良资产证券（distressed security）投资，它们的成功取决于公司完成合并或重组等公司财务交易。价值驱动型策略是通过建立能够相互对冲的多头和空头头寸来消除市场风险敞口，依靠市场发现错误定价来产生收益。一般来说，绝对收益投资涉及的交易时间较短，从几个月到一两年不等。

如果仅仅从 20 世纪 80 年代后期的情况来看，评论人士可能会认为绝对收益投资每年产生的收益大约为 20%。这段时期内，采取绝对收益投资策略的对冲基金创造了引人注目的历史业绩，它们的收益高、风险低而且与传统上市有价证券几乎没有相关性。但是，如果投资者不冒系统性风险，他们的收益本该等于货币市场利率。在资金成本为 4% 的环境中，对冲基金市场中立的组合获得 20% 的收益率，这意味着超额收益高达 16%！事实上，这一收益数据被存活者偏差夸大了。由于存活者偏差的影响，成功的公司对历史业绩产生过大的影响，而业绩平平的公司被遗忘。被存活者偏差夸大的数据对预测几乎毫无帮助。

通过自下而上的分析，投资者能更好地预测绝对收益投资未来的业绩表现。在价值驱动型策略中，投资经理通常分别建立有价证券的多头头寸

和空头头寸，以消除交易对市场的影响并创造出两次获得超额收益的机会。假设国内股票投资中，排名前 1/4 的投资经理获得的超额收益<sup>①</sup>为 2.6%。如果采用价值驱动型策略的投资经理在组合的两端——多头和空头——均获得 2.6% 的超额收益，那么他的总收益将为 8.9%，其中包括 3.7% 的短期收益率、多头获得的 2.6% 的超额收益和空头获得的 2.6% 的超额收益。从过去经验来看，产生 2.6% 的超额收益是一个巨大的成就，这意味着，我们上文中据此假设进行的分析比较激进。继续上例，扣除管理费和激励薪酬后，投资者的净收益大约为 6.3%。因此，从自下而上的角度来看，很难证明绝对收益投资 20% 的预期收益是合理的。事实上，投资者要想获得 20% 的净收益，多空策略的投资经理必须在多头和空头均产生超过 10% 的超额收益，而如此之高的业绩水平基本上是不可持续的。

在一种资产类别出现的早期，存活者偏差对历史数据的影响极为严重，因此，对未来的假设要与历史数据之间存在巨大的差异，绝对收益资产类别即如此。1997 年，耶鲁基金的绝对收益投资收益率高达 17.6%，与此同时，波动性低至 11.8%，这一数据既体现了耶鲁基金的实际业绩表现，也包括市场回报的因素。如果这一数据可信，那就意味着绝对收益投资的收益几乎是国内股票投资收益的两倍，而风险水平不过是后者的一半。面对这种情况，耶鲁基金在确定绝对收益资产类别的特征时，采取了更为保守的方法，假设实际预期收益为 7%，风险为 15%。尽管已经进行了大幅调整，但耶鲁基金的假设数据仍然表明，绝对收益投资比国内股票投资的预期收益高、而且预期风险低。

随着一种资产类别逐渐成熟，存活者偏差的影响逐渐减弱。咨询顾问编制当前收益数据时，从大量的参与者中收集，从而减少了一些过于引人注目的收益数据的影响。由于被统计的投资经理人数比以前大大增加，新进入者的业绩对收益的夸大影响（回填偏差）得以降低。因此，目前耶鲁基金对绝对收益资产类别的假设与历史水平更加接近，实际收益率假设为 6%，与股票收益率接近，风险为 10%，低于股票的风险。

## 2. 私人股权

私人股权主要包括风险投资和杠杆收购，这些资产对市场因素的反应

<sup>①</sup> 超额收益或阿尔法是指积极投资管理策略经风险调整后相对于市场基准收益的增量收益。根据弗兰克·罗素公司编制的数据，截至 2006 年 12 月 31 日的十年中，前 1/4 的股票投资经理每年超过中等水平 2.6%。关于多空投资策略的超额收益，详见后文阐述。

与其他上市股票相似。事实上，风险投资和杠杆收购与高风险的股票资产类似，这也是人们有可能将非公开交易资产与有价证券归为同一资产类别的原因。

如果投资经理纯粹追求财务战略，那么就很难将他所管理的私人股权视作单独的一种资产类别。在杠杆收购方面，简单地在公司资产负债表中增加负债比例并无法使这种非公开市场投资区别于公开市场投资。在风险投资中，如果投资者在公司培育后期、首次公开发行股票之前为公司提供股权融资，那么他们投资的股权相当于公开上市交易的小盘股。通过金融工程创造的非公开交易资产投资的基本特征与上市交易证券非常相似，因此，区别这类非公开交易资产与公开上市交易证券的因素仅仅是流动性差异。

要将私人股权投资单独视作一种资产类别，一个更加有说服力的理由是，投资者在管理被投资公司的过程中创造了价值。风险投资中，在把一个公司从没有任何收入的理念培育成一个能产生数千万美元收入的实体公司的过程中，风险资本家做出了重要贡献，这一创造价值的过程不涉及资本市场交易活动。杠杆收购中，收购专家利用专业技能有效地改善了公司的经营环境，类似的，他们创造的收益也与纯粹的资本市场交易无关。综上所述，创造价值的巨大潜力、流动性差异和结构性差异是将私人股权投资视作单独一种资产类别的原因。

在对私人股权投资进行具有前瞻性的资本市场假设时，历史数据的参考意义微乎其微。由于人们对非公开交易资产按市价进行调整的频率不高，它们的波动性显得相对较低，但事实并非如此。在风险资本家的投资组合中，初创公司只是偶尔会得到价值评估，因此，人们观测到的风险水平相对较低。当这家公司上市后，其股票开始逐日交易，人们观测到的波动性大幅增加。很明显，按照常理，随着公司逐渐成熟，真实风险水平通常降低，这说明，观测到的波动水平低估了非公开交易资产的真实风险水平。在杠杆收购方面，历史收益数据也存在同样的问题，观测到的历史风险水平异常低。总之，报告频率低、未能及时按市价评估价值这两个因素共同掩盖了私人股权投资真实的风险水平。

预测私人股权投资的风险和收益特征时，投资者需要参考私人股权投资与上市股票投资之间的关系。由于非公开交易资产的非流动性和高风险特征，其预期收益和预期风险应当分别高于国内股票 6% 的预期收益和 20%

的预期风险。我们对历史数据中私人股权投资 12.8% 的收益和 23.1% 的风险水平保守地进行修正，假设其预期收益为 12%，预期风险为 30%。

### 3. 实物资产

实物资产包括房地产、石油和天然气、森林，其共同特征是对通胀反应敏感、流动现金流数量大而且可见度高、投资者有机会通过寻找市场错误定价而获利。实物资产收益前景良好，能够充分分散投资组合，并且能够对冲超预期通胀的影响。

尽管实物资产的三个子类别具有上述诸多类似之处，但它们互不相同，而且相关性较低，因为每种资产的供需关系取决于完全不同的因素。例如，近期历史表明，石油和天然气投资与房地产投资和森林投资呈现出负相关性。实物资产内部的分散化特征有助于该资产类别在各种经济环境中都能够产生稳定的收益。

在耶鲁基金的实物资产组合中，房地产投资占据半壁江山，其比重为 50%。房地产投资收益呈现出显著的周期性特征。回过头来看，在 20 世纪 80 年代末，由于房地产投资收益高于股票和债券，投资者蜂拥进入房地产市场。几年之后，市场崩溃，这些投资者眼中只剩下房地产投资的黯淡前景。由于投资收益非常低，房地产在机构投资组合中几乎失去立足之地。但现实情况介于两个极端之间，既不像当初那么光明，也不像后来那么凄凉。

房地产同时含有债券和股票的特征。承租人按合同定期支付的租金类似于债券的固定收益，而房地产的残留价值又类似于股票。极端情况下，房地产投资几乎完全与债券投资相同。例如，签署长期、三重租约<sup>①</sup>的物业提供的现金流与债券支付的利息类似。相比之下，有些房地产投资几乎完全是由残留价值组成的。例如，酒店物业带有纯粹的股票特征，其租赁期限按日计算。大多数房地产投资介于两者之间，兼具债券和股票的特征。

石油和天然气投资覆盖范围广，既包括相对保守的储备收购，也包括风险相对较高的勘探。实物资产这一类别重点考虑的是收购生产性财产，因为其现金流能够随物价上涨而增多。风险较高的勘探活动属于私人股权投资领域，至少在探明（或未探明）储量之前如此。

随着生产活动逐步消耗储藏量，石油和天然气储备能够产生大量的现

<sup>①</sup> 按照三重租约，租客需付租金、物业税、保险费、保养费及其他维修费。——译者注

金流，投资者既能收到投资收益，又能得到返还的资本。石油和天然气储备产生的现金流与公布的能源价格相关性极高，不过因储备的地理位置和质量不同有所差异。

实物资产中第三类是森林投资。像房地产和石油及天然气一样，森林的投资收益也对通胀反应敏感，但是，由于森林在整体经济中的作用不及前两者，林木价格的变化与整体物价水平的相关性也低于前两者。精于财务的所有者在管理森林时依照可持续的原则，每年只砍伐通过自然生长产生的木材，这样，森林的生产能力将会保持不变，从而实现资产保值。

按照可持续原则管理森林时，森林所有者没必要将当年自然生长产生的木材全部砍伐。当木材价格相对较低时，所有者可以削减砍伐数量，将当年应当砍伐的部分树木推迟到未来几年。事实上，推迟砍伐时，森林所有者未来将可以收获更多的木材，这也算是对他们耐心的一种回报。森林投资中，投资者的耐心能够得到回报，而石油和天然气投资中，储备会被耗竭，两者是截然不同的。

由于实物资产的投资风险介于股票和债券之间，实物资产的预期收益也应该介于股票和债券之间。事实上，由于实物资产的定价效率低，其预期收益要高于此，这意味着实物资产的预期收益和股票处于同等水平，因此我们假设实物资产的实际预期收益率为 6%。

和绝对收益投资类似，实物资产的历史波动性数据也需要修正。由于上市股票的风险为 20%，债券的风险为 10%，实物资产 6.8% 的观测风险似乎不符合它的基本特征。实物资产的数据大都来自于不规律的评估报告，因此不能说明实物资产真实波动水平。而且，这种不规律的评估报告不仅减少了观察价格波动的机会，而且评估过程也往往会永远保留那些过去评估报告中存在的偏差。因此，我们假设实物资产的风险为 15%，介于债券 10% 的风险和股票 20% 的风险之间。通过评估资产类别的基本特征来形成资本市场假定，投资者可以建立一个独立于市场周期的、合理的投资组合评估框架。

### 三、相关系数矩阵假设

在均值一方差最优化模型中，相关系数矩阵是最难确定的一系列变量。相关系数是指各种资产类别的收益在多大程度上同步变化，它比均值和方差缺乏直观性。

确定相关系数的难度非常大，从不同经济环境下债券和股票收益之间的相关性中便可见一斑。在正常情况下，债券收益与股票收益之间呈现出高度的正相关关系。利率下降时，由于债券价格和收益率之间呈相反关系，债券价格将会上升。利率下降时，由于投资者用更低的折现率对未来收入现金流进行折现，股票价格也将会上升。由于正常情况下股票与债券之间呈现出高度的正相关关系，因此投资组合难以达到分散化的效果。

当发生超预期的通货膨胀时，债券投资者将会遭受损失。物价上涨侵蚀了债券支付的固定本息的购买力，导致投资者推低债券价格。对股票而言，尽管通货膨胀短期内可能产生负面影响，但是长期来看，其影响是正面的。<sup>①</sup>可见，发生超预期的通货膨胀时，股票和债券的长期相关系数很低，这样可以使组合达到充分分散化的效果。

在通货紧缩的环境中，由于经济不景气导致企业盈利下降，股票的表现非常糟糕。相比之下，随着物价水平下降，债券支付的固定本息显得更具吸引力，因此债券的收益相当可观。可见，在通货紧缩时期，由于股票和债券之间的相关性很低甚至为负，投资组合可以达到分散化的效果。

在符合预期和超预期的通胀环境中，股票收益和债券收益的表现存在根本性区别，这对财务建模者而言无疑是一个谜团。究竟是采用通胀符合预期时股票和债券之间的相关系数呢，还是采用通胀超预期时它们之间的相关系数呢？前者不能达到分散化的效果，后者可以。导致这一问题更加复杂化的是，通常投资者更关心的是在未预期的环境中（尤其是通货紧缩时）债券的分散化功能。

定量分析模型的数据确定技术不断向前推进。1986年，当耶鲁基金开始应用均值—方差最优化模型时，根据未经调整的历史数据进行风险、收益和相关系数假设。1986年的投资收益敲响了警钟。当时，在时间序列的数据中，标准普尔500指数收益为18.5%，EAFE指数收益为69.9%，按照历史相对收益，耶鲁基金应当配置外国股票。不过，耶鲁基金认识到，假设过去表现良好的资产未来继续表现出色是不合常理的，因此，1987年，耶鲁投资办公室对预期收益数据进行修正，得出一组内部一致的收益假设。1988年，耶鲁基金按照前一年的做法，根据合理的判断对风险水平进行类似修正。最后，1994年，耶鲁投资办公室按照工作人员的合理判断，对相

<sup>①</sup> 关于股票收益和通胀之间的关系，详见本书第10章。

关系数矩阵进行了调整。表 5—3 显示的是未经调整的历史数据，表 5—4 显示的是耶鲁大学调整后的相关系数假设。在应用定量分析模型的过程中，随着投资者不断积累经验，模型变得更加直观，分析和结论也更加丰富。

**表 5—3 历史相关系数矩阵是定义资产类别之间相关系数的起点**  
(历史相关系数矩阵)

	美国 股票	美国 债券	发达市 场股票	新兴市 场股票	绝对 收益	私人 股权	实物 资产	现金
美国股票	1.00							
美国债券	0.01	1.00						
发达市场股票	0.58	-0.04	1.00					
新兴市场股票	0.40	-0.22	0.57	1.00				
绝对收益	0.69	0.11	0.49	0.53	1.00			
私人股权	0.41	-0.38	0.27	0.32	0.61	1.00		
实物资产	0.01	-0.10	0.17	0.07	-0.22	0.13	1.00	
现金	-0.06	0.50	-0.12	-0.15	0.09	-0.18	0.06	1.00

资料来源：历史数据来源：美国股票：给予标准普尔 500 指数（1926—2005）70% 的权重，罗素 2000 指数（1979—2005）、DFA Small Companies Deciles 6-10（1926—1978）30% 的权重。美国债券：雷曼兄弟政府债券指数（1973—2005）和伊博森中期政府债券指数（1926—1972）。发达市场股票：MSCI EAFE 指数。新兴市场股票：国际金融公司（IFC）新兴市场指数（1985—1997），MSCI 新兴市场 Free（1998—2003）和 MSCI 新兴市场指数（2004—2005）。绝对收益：剑桥协会的数据（1989—1993）和 Tremont 综合指数（1994—2005）的加权平均。私人股权：剑桥协会。实物资产：剑桥协会和美国房地产投资受托人理事会（NCREIF）。

**表 5—4 调整后的相关系数矩阵反映了对未来资产类别之间关系的假设**  
(调整后的相关系数矩阵)

	美国 股票	美国 债券	发达市 场股票	新兴市 场股票	绝对 收益	私人 股权	实物 资产	现金
美国股票	1.00							
美国债券	0.40	1.00						
发达市场股票	0.70	0.25	1.00					
新兴市场股票	0.60	0.20	0.75	1.00				
绝对收益	0.30	0.15	0.25	0.20	1.00			
私人股权	0.70	0.15	0.60	0.25	0.20	1.00		
实物资产	0.20	0.20	0.10	0.15	0.15	0.30	1.00	
现金	0.10	0.50	0	0	0.35	0	0.30	1.00

资料来源：Yale University Investments Office.

建立一组合理的资本市场假设是对投资组合进行定量分析的基础。建立各资产类别之间合理的相关系数假设有助于产生一组有效组合，有利于投资者从中选择最优的资产配置方案。预测未来具体收益水平的难度较大，但是，模型在评估一个投资组合能否满足机构特定的支出水平时，必须输入该变量。建立一组周密的资本市场假设有助于投资者建立一个严谨的框架来分析根本的投资问题。

#### 四、均值一方差最优化模型的错误应用

尽管均值一方差最优化模型对投资者构建组合有积极作用，但是，如果对输入变量考虑不周，该模型得出的结论可能是很危险的。均值一方差最优化模型中容易出现的最严重错误是不恰当地运用历史数据，20世纪80年代末房地产投资就是一个例子。当时，房地产投资收益极高，风险相对较低，并且与传统上市有价证券的相关性较小。因此，如果简单地运用均值一方差最优化模型，就会得出大量配置房地产的投资建议。

1988年春季《投资组合管理期刊》（*Journal of Portfolio Management*）上发表了由保罗·弗斯特伯格（Paul Firstenberg）、斯蒂芬·罗斯（Stephen Ross）和兰德尔·齐斯勒（Randall Zisler）合作的一篇研究论文。这篇题为《房地产：整个故事》的文章认为，机构投资组合中，房地产投资的比例应该在当时不足4%的水平上大幅增加。作者得出这一结论的依据是：政府债券的收益率为7.9%，风险（标准差）为11.5%；普通股的收益率为9.7%，风险为15.4%；房地产的收益率为13.9%，风险为2.6%。在研究中，尽管作者将房地产投资风险由历史水平提高到一个更为合理的水平，但是其均值一方差分析的结论却是极其不明智的。他们得出的有效组合中，资产配置包括0~40%的政府债券、0~20%的股票和49%~100%的房地产。幸运的是，作者抑制了狂热的情绪，“采取了实际的态度，认为养老金基金最初的房地产投资配置比例应该介于15%~20%之间”。<sup>[8]</sup>

上文中，弗斯特伯格、罗斯和齐斯勒的均值一方差最优投资组合之所以偏爱房地产，是因为过去几年中房地产投资的收益高，风险低，而且与其他资产类别间的相关系数低。在他们的模型中，房地产投资的预期收益超出股票4.2%。尽管房地产投资的历史风险水平只有2.6%的标准差，但是弗斯特伯格应用估值模型将其增加到11.3%，略低于政府债券的波动率假设。在作者考察的时间序列中，他们看好的房地产投资与国内股票和政



府债券均为负相关关系，相关系数分别为 -0.26 和 -0.38。由于收益最高的资产类别风险水平最低并且与其他资产类别呈现负相关关系，均值一方差最优化组合自然会把投资重点放在这种资产上。

弗斯特伯格的研究中最根本的缺陷是，他未能以批判的眼光来考察房地产的收益假设。房地产的收益为什么要高于股票和债券？房地产的风险为什么要低于股票和债券？为什么房地产应与股票或债券呈负相关关系？我们知道，房地产兼具债券和股票两者的特征。由于承租人按照合约规定定期支付租金，房地产类似于固定收益类资产，而它的残余价值则与股权类资产相似。因此，房地产的预期风险和预期收益理应分别处于股票和债券的风险、收益之间。影响房地产和传统上市有价证券价值的因素相似，因此可以推断出它们之间的相关系数应该为正，尽管该系数小于 1。弗斯特伯格和他的合作者不应该只注意调整房地产的风险水平，还应该调整收益和相关系数。

如果 1988 年投资者听从弗斯特伯格的建议并超配房地产，那么他的投资业绩将令人失望，因为在随后的几年内，股票和债券的表现都要大大好于房地产市场的表现。从 1988 年到 1997 年，房地产投资的年均收益率为 4.4%，而同期股票和债券的年均收益率分别为 18.0% 和 8.3%。这表明，如果依赖历史数据，一轮牛市过后，当一些资产类别未来前景最为黯淡时，模型结果却显示此时这类资产最具吸引力。

在周期性市场中，依赖历史数据的投资者往往遭受双重损失。20世纪 90 年代初，房地产市场灾难性时期过去后，由于前期糟糕的投资业绩降低了历史收益水平，房地产投资显得吸引力大减。投资者如果采用弗斯特伯格的建议，将会在 20 世纪 80 年代末增加房地产投资，在 90 年代初避免投资于房地产，从而因高买低卖而蒙受双重损失。在周期性很强的房地产市场中，历史数据会建议投资者在市场处于高峰时增仓（通常此时高收益、低风险的时期刚刚过去）、在市场位于底部时减仓（通常此时低收益、高风险的时期刚刚过去）。投资者如果只盯着资产类别过去的表现，将只会从历史数据中得到错误的信号。

### 第三节 检验资产配置

在许多投资者看来，界定有效边界是定量投资组合分析的最终目标。

只要选择位于有效边界上的投资组合就可以保证，在给定的假设条件下投资者找不到比它更好的投资组合。然而遗憾的是，均值一方差最优化分析并不能帮助投资者选择有效边界上某个具体的投资组合。学者们曾建议定义一个效用函数，选择它与有效边界相切点的投资组合。然而，只有当投资者可以清楚地定义一个效用函数，并且该函数的效用也只与预期收益的均值和方差有关时，这一建议才可行，但实际上这种情况并不常见。

投资者要想完成投资项目，仅仅找出一组均值一方差最优化的投资组合是远远不够的。在界定有效边界后，投资者必须要确定哪种资产组合最能实现捐赠基金的投资目标。成功的投资组合必须满足捐赠基金管理的两个目标：保持基金资产的购买力、为机构运营提供大量可持续的预算支持。要评估一个投资组合能否满足这两个目标，建模者必须进行可量化的检验。

捐赠基金的长期目标是保持资产购买力。受捐赠机构向捐赠人承诺，捐赠资产永远支持捐赠人指定的目标。评估捐赠基金是否实现资产保值的目标时，需要较长的评估期限，通常跨越几代人。例如，耶鲁大学规定，如果基金在 50 年内购买力损失一半，那么它就未能实现资产保值的目标。

捐赠基金的中期目标是提供稳定的经营预算支持。由于高等院校的运营需要稳定的资金来源，因此捐赠基金收入短期内剧烈下降是难以接受的。耶鲁大学把基金在五年内实际分配减少 10% 定义为支出困难。

不同的教育机构中，用来量化捐赠基金未能维持购买力和未能提供稳定支出的指标必然是不同的，而且，这些指标也会随着时间的推移而发生变化。20 世纪 80 年代末，当耶鲁大学开始用量化指标来衡量捐赠基金是否能够履行其使命时，捐赠基金大约占学校收入的 10%。当时，耶鲁对支出困难的定义是五年内捐赠基金的实际分配减少 25%。随着捐赠基金对学校预算的作用日益增加，捐赠基金支出大幅下降的后果也相应更加严重。到 2001 年，捐赠基金占耶鲁大学收入的比例升至大约 1/3，因此，学校对支出困难的定义进行修正，规定为五年内捐赠基金的实际分配减少 10%。

可惜，在保持资产购买力和提供稳定的经营预算支持之间，捐赠基金受托人必须进行权衡取舍。尽管受托人很难用精确的指标来衡量捐赠基金无法实现资产保值、无法提供稳定的预算支持的情形，但是，如果能够大致制定这两个指标，将有助于受托人在两个目标之间进行权衡取舍。受托人面临的挑战是，在可能的情况下，选择最能实现上述两个目标的组合，而量化的检验恰恰有助于受托人选择合适的投资组合。

## 一、模拟未来

制定量化的目标后，投资者便可以用统计模拟这一工具对投资政策和支出政策进行评估。投资者首先要制定支出政策，确定目标支出比率和平均程序。然后，保持支出政策不变，按模拟程序检验各种投资组合。<sup>①</sup>

模拟程序中使用的资本市场假设与均值一方差最优化模型中的相同。按照假设的收益、风险和相关性，每种资产类别的收益和比重决定了投资组合的首期收益。按照规定的支出原则，从捐赠基金中抽出一定数额的资金来支持日常运营，剩余资金在下一期继续进行投资。此时，必须对投资组合进行再平衡操作使其符合长期政策中规定的资产配置比例。然后，重复上述过程，可以得出关于捐赠基金年末价值和下一年支出水平的数据。继续重复上述模拟过程，可以得出支出额和捐赠基金价值的时间序列值。

上述模拟过程将产生一条具体的路径，但这对检验组合特征来说是远远不够的。为了增加检验的信息量，分析师实际上要进行数千次模拟，从中得出大量的关于未来支出额和捐赠基金价值的数据。通过考察和分析这些数据，我们可以清晰地看出未来可能发生的情形，从而计算出投资组合无法保持资产价值和无法提供稳定的经营预算支持的概率。

在解释模拟结果时，需要将定量分析和定性判断结合起来。有些投资组合无法实现基金的两个目标的可能性均比较高，还有一些投资组合以牺牲一个目标为代价来满足另一个目标，这些组合投资者均不应予以考虑。排除了明显不合要求的组合后，投资者需要定性地权衡此消彼长的两个目标。归根结底，投资者选择组合时，需要通过主观判断认真地权衡两个互相冲突的目标。

模拟程序的一大好处是，它能将定量分析过程和捐赠基金的目标联系起来。单独应用均值一方差最优化模型固然可以产生一组有效组合，但是，基金经理面对这些有效组合时却不知所措，不清楚哪个组合最能满足捐赠基金的需要。比如，图 5—1 中，投资组合 A 的预期收益为 5.75%、标准差为 10.0%，投资组合 B 的预期收益为 7.1%、标准差为 14.5%，投资者该选择哪个呢？经济学家可能会建议投资者利用效用函数来寻找最合适的资

---

<sup>①</sup> 实践证明，模拟程序在评估支出政策时同样有用。保持投资组合不变，可以对各种支出比率和平均程序进行检验。

产配置，但是，由于很少有市场参与者知道如何定义这样的效用函数，因此这种办法的作用微乎其微。

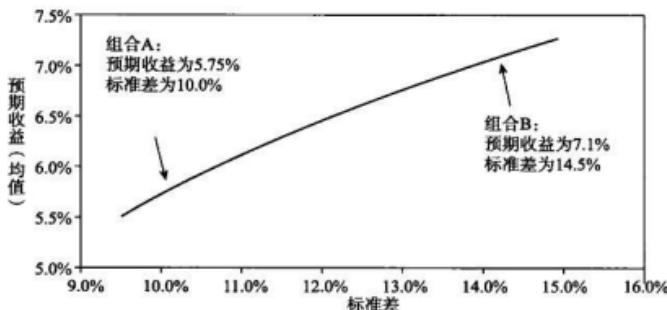


图 5-1 均值一方差优化模型无法为决策者提供清晰的指导

资料来源：Yale Investments Office.

相比之下，模拟数据解决的正是基金受托人面临的问题，它能帮助受托人权衡捐赠基金管理中互相冲突的目标。图 5-2 列出了通过模拟程序选

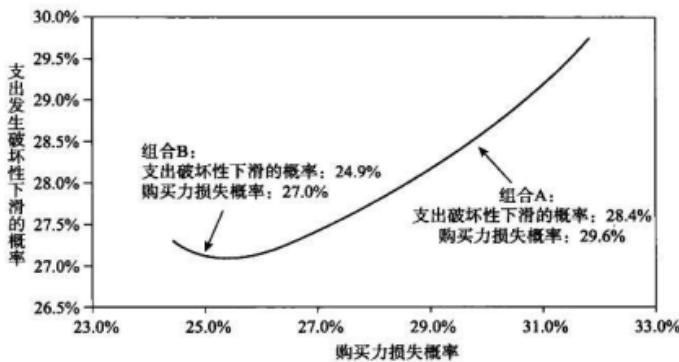


图 5-2 模拟过程能够帮助决策者在两个重要的目标之间进行权衡

资料来源：Yale Investments Office.



择的一组投资组合。图中，投资组合 A 出现支出破坏性下滑的概率为 28.4%，长期购买力损失概率为 29.6%，投资组合 B 出现支出破坏性下滑的概率为 24.9%，长期购买力损失概率为 27.0%。投资者对捐赠基金的两个核心目标进行权衡后，可以选择组合 A 或组合 B。有了模拟程序，投资者不必担心根据均值一方差最优化模型得出的具有一定预期收益和预期风险的有效组合会对机构的目标产生不利影响，而且可以考察支出政策和投资政策能够在多大程度上满足机构的目标。均值一方差最优化模型是进行模拟程序的基础，而通过模拟程序可以直接对基金受托人的目标进行评估。

均值一方差最优化分析使用单一的投资时限，通常为一年，模拟程序使其摆脱了这一限制。通过模拟程序，投资者可以根据情况选择合适的分析期限。对于捐赠基金要提供稳定的经营预算支持这一中期目标，投资者可以用中期的投资时限进行分析；对于捐赠基金要保持购买力这一长期目标，投资者可以用长期的投资时限进行评估。均值一方差最优化模型能够识别给定风险水平下预期收益最高的组合，而模拟程序可以具体地考察某个组合在多大程度上能够满足投资者的目标，后者显然更接近基金受托人的需要。

## 二、严格管理投资组合的效果

应用定量分析工具能够产生显著的效果。例如，如图 5—3 所示，自从在捐赠基金管理中运用定量资产配置技术后，从 1985 年到 2005 年，耶鲁基金的整体状况大幅改善。在这期间，尽管耶鲁基金三次上调支出比率，但支出稳定性和未来资产保值的前景均出现大幅改善。

由于资本市场假设因机构而异，有些评论人士对基于耶鲁基金的假设得出的结论提出质疑。通过考察应用均值一方差最优化模型管理的多所高校投资组合的业绩，我们能更好地理解这一问题，尽管答案并非是不容置疑的。

在大学院校中，耶鲁大学、哈佛大学、普林斯顿大学和斯坦福大学应用定量分析工具管理捐赠基金的历史最为悠久。尽管由于模型输入数据不同、投资偏好各异，这四所大学的结论存在细微差别，但是，它们均在四组假设的基础上得出了投资组合建议。如表 5—5 所示，这四所大学独立确定的资本市场假设产生了类似的结果。

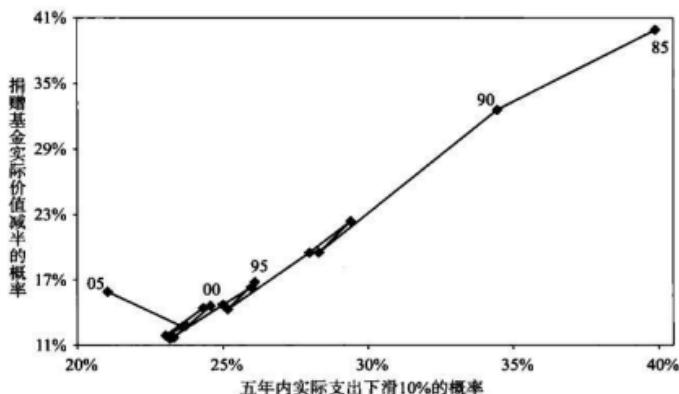


图 5—3 耶鲁基金降低了支出波动性以及购买力下滑的风险

资料来源：Yale University Investments Office.

表 5—5 大型高等院校捐赠基金追求更分散化的投资方法（%）

(耶鲁大学、哈佛大学、普林斯顿大学和斯坦福大学的资产配置目标、预期收益和标准差, 2006 年 6 月 30 日)

	耶鲁	哈佛	普林斯顿	斯坦福	均值	捐赠基金的均值
美国股票	12	15	12	20	15	42
美国债券	4	21	7	12	11	20
外国股票	15	15	17	15	16	15
绝对收益	25	12	25	20	21	11
私人股权	17	13	19	10	15	4
实物资产	27	29	20	23	25	5
现金	0	-5	0	0	-1	2
预期收益	6.9	6.3	6.9	6.2	6.6	5.5
标准差	11.8	11.7	12.1	11.3	11.4	13.2

资料来源：Yale University Investments Office.

大型高等院校捐赠基金的资产配置策略与其他教育机构相差很大。耶鲁大学、哈佛大学、普林斯顿大学和斯坦福大学捐赠基金的资产配置要比一般的高校更加分散化。对大多数捐赠基金而言，国内股票是最主要的投

资品种，平均占资产的42%。相比之下，分散化程度更高的大型教育机构的投资组合中，国内股票只占15%。同样，国内债券投资方面，普通捐赠基金中国内债券占比为20%，而耶鲁大学、哈佛大学、普林斯顿大学和斯坦福大学的债券投资占比仅为11%。非公开交易资产（包含风险投资、杠杆收购、房地产、森林、石油和天然气）在普通教育机构的投资组合中占比微乎其微，不到10%，但是它们在主要大型机构的组合中却发挥重要作用，配置比例高达40%。由此可见，严谨的定量分析建模技术鼓励投资者构建充分分散化的投资组合。

如表5—5所示，这四所大学的捐赠基金追求更高收益的投资策略，基金的预期收益高出平均水平1.1%，相对于捐赠基金平均5.5%的预期收益率而言，1.1%是一个巨大的增量。尽管大型教育机构投资组合的预期收益更高，但事实上，它们的风险水平却低于那些未充分分散化的捐赠基金的预期风险。由此可见，进行严密的定量分析有助于投资者构建充分分散化的高收益组合。

## 第四节 结论

资产配置决策以股权导向和分散化投资理念为指导原则，是构建有效投资组合的基础。资产配置的政策目标是投资过程的核心，它使基金在充满不确定性的世界中进行投资时具有一定的稳定性。

对投资决策者而言，对各种资产配置方案进行纯粹的统计描述几乎无济于事。马科维茨提出的均值一方差最优化模型被人们广泛运用，它能够产生一组有效组合，并且完全用预期收益（均值）和预期风险（标准差）这两个参数来描述。根据均值一方差最优化模型界定有效边界后，学者们使用机构效用函数来寻找最优模型，即该函数与有效边界的切点。这种方法鲜能发挥作用，即使它有所帮助，决策者需要考虑的是所选择的组合是否符合机构的支出政策。

由于均值一方差最优化模型在应用中存在诸多问题，它对组合评估的作用有限。因此，在资产配置过程中，要得出合理的结论，必须融入理性的定性判断。理性的判断在选择和定义资产类别中发挥着重要作用，对构建前后一致的资本市场假设也同样功不可没。将强大的定量分析工具与明

智的定性判断有机结合起来是资产配置决策过程的开始。

均值一方差最优化模型识别出一组有效组合后，通过模拟检验，可以依据合理的时间期限评估投资政策和支出政策的有效性。模拟检验中运用的资本市场假设和均值一方差分析中相同，但是它可以考察更长的时间期限，考虑支出政策和投资政策的互动，并且可以帮助投资决策者将资本市场和投资组合的统计特征转化为相关的量化标准。

投资组合最根本的风险是不能达到投资目标。因此，投资机构制定的投资目标以及相应的风险必须明确清晰，能够帮助投资受托人权衡取舍各种组合。通过对投资组合保持购买力的概率和提供稳定支出的概率分别进行评估，受托人可以在各种组合中选择最能实现机构目标的组合。

将均值一方差最优化分析和对未来的模拟检验结合起来得出的组合仍受到诸多限制。组合的效果取决于对未来收益、风险和协方差的假设。虽然预测的收益不可能完全正确，但是上述方法的作用是它能够对各种变量之间的相互关系进行评估。如果只有收益和风险假设的准确度是上述分析方法中的最大障碍，那么所得结论仍然具有较强的说服力。

更严重的问题是，资产类别的风险和各种资产之间的相关性不稳定。发生危机时，各种风险资产市场倾向于同向变动，这在短期里降低了分散化投资的价值。由于证券收益的分布特征不完全符合正态分布，资产类别之间的关系也不稳定，因此，资产配置过程中运用定量分析模型时面临严峻的挑战。但是，与其他不甚严密的组合构建方法相比，定量分析的方法更加严谨。

系统性、量化的组合构建过程是整个投资组合管理的核心，它为投资者提供了一个严谨的分析框架，在这一框架内进行定性判断能使投资决策更为合理。基金经理要认识到并确保资产配置政策目标的核心地位，这是强有力的投资组合管理工具，值得关注。归根结底，考虑周密的资产配置工作是一个投资项目成功的基础。

## 本章注释

- [1] Moody's Investor Service, *Moody's Transportation Manual* (New York: Moody's Investor Service, Inc., 1973): 358-370.



- [2] Richard Michaud, "The Markowitz Optimization Enigma: Is 'Optimized' Optimal?" *Financial Analysts Journal* 45, no. 1 (1989): 31–42.
- [3] Richard Bookstaber, "Global Risk Management: Are We Missing the Point?" (paper based on presentations given at the Institute for Quantitative Research in Finance, October 1996 and at the Internal Models for Market Risk Evaluation: Experiences, Problems and Perspectives Conference, Rome, Italy, June 1996).
- [4] Keynes, *General Theory*, 1964, 155. 凯恩斯这句话的完整说法是：“The social object of skilled investment should be to defeat the dark forces of time and ignorance which envelop our future.”
- [5] Jeremy Grantham. "Everything I Know About the Stock Market in 15 Minutes," Internal Memo.
- [6] Vijay Kumar Chopra and William T. Ziemba, "The Effect of Errors in Means, Variances, and Covariances on Optimal Portfolio Choice," *Journal of Portfolio Management* 19, no. 2 (1993): 6–11.
- [7] Roger G. Ibbotson and Rex A. Sinquefield, "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926—1974)," *Journal of Business* 49, no. 1 (1976): 11–47.
- [8] Paul M. Firstenberg, Stephen A. Ross, and Randall C. Zisler. "Real Estate: The Whole Story," *Journal of Portfolio Management* 24, no. 3 (1988): 31. 很明显, 本文发表以后备受人们尊重, 它又出现在1997年版的书中: *Streetwise. The Best of the Journal of Portfolio Management*, Peter L. Bernstein & Frank J. Fabozzi, editors, Princeton University Press.



## 第6章 资产配置管理

投资组合管理的根本目标是不折不扣地执行长期资产配置目标。如果组合中各资产类别的实际配置状况与目标发生较大偏差，那么实际组合将无法反映出在资产配置过程中确立的风险和收益特征。投资者要确保各资产类别的配置比例符合政策目标，而且其收益至少与市场水平相对应，这样才能实现投资目标而不会出现较大差错。

只有在最基本的组合中，即完全由上市有价证券组成的投资组合中投资者才能够精确地执行投资政策，使资产类别的配置比例达到目标水平，并且使用被动投资工具产生与市场水平一致的收益。为了维持资产类别的目标配置比例，严谨的投资者要系统性地进行再平衡操



作，卖出表现相对强劲的资产，用所得收益买入相对走弱的资产。在上市有价证券构成的投资组合中，通过使用低成本、被动型投资工具，投资者可以严格执行资产配置的政策目标，确保投资组合符合政策目标，并且确保组合的风险和收益特征符合预期水平。

然而，遗憾的是，除了最简单的组合结构外，由于现实世界中投资活动极其复杂，实际的投资组合与理想目标经常会偏离。投资组合的实际收益偏离目标收益的原因包括：投资于流动性较差的工具，追求积极管理策略，以及直接或间接运用杠杆。

首先，流动性较差的资产类别的实际配置比例可能与目标水平发生偏差。非流动性资产的配置比例不足或多余时，需要用更具流动性的资产来对冲头寸，这会导致组合的特征偏离预期水平。非流动性资产的买卖需要花费大量时间，因此，实际投资组合往往出现某种功能性错位。对投资者而言，如何应对流动性较差的头寸引起的资产配置比例不当问题是一个严峻的挑战。

其次，即使投资组合的实际配置状况符合长期目标，积极投资管理策略的运用往往会导致资产类别的收益与指数收益发生偏离。如果个别证券出现定价错误，市场参与者可以从中挖掘诱人的投资机会并获得风险调整后的超额收益<sup>①</sup>。在积极投资管理中，组合经理预期他的投资技巧最终将产生积极的结果，因此愿意接受相关的风险。但是，由于预期的超额收益（如果有）通常在不经意间实现，因此，采用积极管理策略的资产类别可能在某些时期内表现大幅逊于市场水平，这种令人失望的实际收益与积极型投资经理美好的预期之间形成差距。

再次，在投资者忠实执行资产配置政策目标的过程中，杠杆——不管是直接运用还是间接运用——构成又一挑战。无论投资结果好坏，杠杆都会将其放大，从根本上改变投资组合的风险收益特征。除非受托人密切监督投资活动，否则杠杆的运用会使基金面临意外的后果。间接杠杆通常存在于金融衍生品中，它潜伏在投资组合里，只有当投资灾难发生时才会浮出水面。直接杠杆有可能违背人们意愿改变组合的风险特征，融券交易就是直接运用杠杆的一个例子。投资者在制定投资政策和策略时，要充分了

---

<sup>①</sup> 风险调整后的超额收益（risk-adjusted excess returns）是现代投资理论的一个经典概念，指去除风险因素以后的超额收益，也即真正意义上的收益，以区别于那些一般意义上的投资收益。例如，一般投资收益可能很大，但是也伴随着巨大的风险因素。——译者注

解并控制杠杆的运用，这样构建的投资组合才能与其风险承受能力相适应。

许多市场参与者对风险的重视不够。组合经理通常花费大量的时间、精力和财力进行资产配置，并根据分析结果构建投资组合。但是，组合一经建立，便任由其在市场中随波逐流。有些投资者聘请各种各样的专业投资经理实施积极管理策略，但是，却不能很好地理解这种随机拼凑的投资组合在行业、规模或风格方面的偏好。还有些投资者聘请历史业绩出色的投资经理，但却忘记去评估他们的投资计划，也未能认识到其中隐含的杠杆可能会导致业绩波动。只有运用考虑周密的投资组合管理方法，投资者才能确保基金的实际风险水平与资产配置的目标水平一致，并且风险能够带来足够的增量回报。

希腊作家巴拉达思（Palladas）曾写道：“把酒杯递到嘴唇这段时间里，会有不少闪失的。”此话用来描述组合管理过程恰如其分。资产配置状况随波逐流、积极投资管理策略的风险都有可能导致投资收益大幅偏离资产配置目标中的预期收益。而且，直接或间接地运用杠杆会导致组合的风险水平大幅偏离预期水平，大大改变投资组合的预期收益。严格执行资产配置政策能够避免投资组合的风险收益特征被改变，使投资者只面对那些有望带来收益的积极管理风险。

关注风险是组合管理过程中必不可少的一部分。投资者要密切跟踪组合的整体状况、资产类别和投资经理的水平。只有理解投资风险和组合政策的实施风险，投资者才能提高投资组合实现目标的几率。

## 第一节 再平衡

从第5章中恰当运用均值一方差最优化模型和对未来的模拟中都可以看出，关注风险是投资管理过程的核心。投资者评估投资政策不能达到预期目标的几率时，直接面对的是机构的财务风险。通过认真运用定量分析模型并结合合理的定性判断，投资者可以得出能够满足机构需要、相对精确的资产组合。

制定资产配置的政策目标后，风险控制要求投资者定期进行再平衡操作，使资产配置的实际状况符合政策目标。金融资产的价格变动难免会导致资产的配置比例偏离目标水平。例如，股票价格下跌、债券价格上涨时，



股票资产的配置比例将低于目标，而债券资产的配置比例将高于目标，结果组合的预期风险和预期收益水平将降低。为使组合恢复目标配置，投资者要进行再平衡操作，买入股票、卖出债券。

再平衡有利于投资者重塑上市有价证券的组合，调整配置给各个基金经理的资产比重。投资者将资金交给那些预期将超越大盘的投资经理进行管理，并且从那些收益前景逊色的投资经理中撤出资金，这样才能提高组合的收益。如果没有根本的原因促使投资者调整配置给各位投资经理的资产，投资者可以从那些近期业绩强劲的投资经理中撤出资金，并投资于那些近期业绩不佳的投资经理，这样有望获得正面的业绩。当对市场前景存疑时，逆势而为不失为一计良策。

### 一、再平衡的心理学基础

逆向投资是许多成功投资策略的核心。然而遗憾的是，对投资者而言，人性的本质渴望得到别人对自己投资行为的认可，因此难免会“随大溜”。电影《酒店》(Cabaret) 中的女主角萨莉·鲍尔斯 (Sally Bowles) 曾说过：“每个人都喜欢成功者，所以，没有人喜欢我。”这句话可谓是传统态度的真实写照。逆向投资要求投资者避开被人们追捧的明星品种，而去选择备受冷落的投资标的，但是大多数人的做法恰恰相反。

事实上，在商业世界（而非投资世界）中，那些顺势而为者通常能获得丰厚的回报，在商业世界里，培育优胜品种、淘汰落后品种能够制胜。对公司经理而言，追逐优胜品种能够创造出优异的业绩，淘汰落后品种能够优化资源分配。在“优胜劣汰”的商业世界中，成功能够孕育出更多的成功。

然而，在投资世界里，失败却是未来成功的种子。与那些高估值、如日中天的投资策略相比，那些估值低、备受冷落的策略未来前景更胜一筹。折价交易的失宠资产能够提高预期收益，而溢价交易的受宠资产会降低预期业绩。

大多数投资者对主流观点感到放心，在一定程度上是因为人多胆壮。大多数人的态度和活动构成一致行动，其他的少数投资者则处于令人不安的非主流状态。一旦大多数市场参与者开始采取与主流相悖的观点，那么此前少数人的观点便成了现在的主流观点。能够一直持有真正不同寻常观点的人少之又少。

坚持持有与众不同的观点需要坚定的信心和坚强的毅力。环顾四周，

持非主流观点的投资者发现，朋友和熟人的投资项目与他完全不同；媒体喋喋不休宣扬的观点与他存在巨大分歧；经纪人不断催促他卖掉昨日失败的品种、买入今天的热门品种；而铺天盖地的广告也在宣传全新的投资模式。面对这种几乎压倒一切的一致观点，逆向投资者要想成功，必须对舆论的威逼利诱视若无睹，置若罔闻。

坚持持有与主流相悖的观点只是这场抗争的一半。逆向投资者在抗争中如果失去勇气，等待他们的只能是失败。假如一名投资者最初避开了本月的热点，但是，在接下来的几个月、几个季度甚至几年中，这一热点势头不减，最终，这位软弱的逆向投资者屈服了，开始接受新时期的新道理。而此时，往往正是市场疯狂到顶的时候。结果可想而知，逆向投资者蒙受双重损失。因此，如果投资者缺乏坚忍不拔的毅力，走逆向路线通常只能产生糟糕的业绩。

实施再平衡策略需要高度的理性。市场波动时，要维持组合的目标，投资者就必须卖出表现相对强劲的品种，买入表现相对较弱的品种。换句话说，严谨的再平衡投资者卖出热门品种，买入冷门品种。正常情况下，进行再平衡操作需要一定的毅力。市场剧烈波动时，进行再平衡操作需要更加巨大的勇气。

## 二、再平衡的频率

关于对组合进行再平衡操作的频率，投资者众说纷纭。有些投资者按月度、季度或年度进行再平衡操作。有些投资者为了控制交易成本，规定宽泛的上下限，当组合中的资产配置比例超出这个范围时，才进行再平衡操作。有少数投资者采取持续再平衡策略，较之前两种策略，第三种策略风险控制能力更强，而且成本可能更低。

持续再平衡策略要求投资者对组合资产进行每日评估。如果一个资产类别的价值偏离目标价值达0.1%或0.2%，投资经理需要买卖证券使该资产类别恢复目标比重。此时，交易量相对较小，而且适应市场变化。再平衡策略要求投资者卖出价格相对走强的资产，买入价格相对走弱的资产，因此，投资经理通过及时的持续再平衡操作，卖出其他投资者要买入的资产、买入其他人要卖出的资产，从而为市场提供流动性。<sup>①</sup>相比之下，其他

<sup>①</sup> 这种再平衡本质上是卖高买低。由于逆市而动，所以成本相对较低。——译者注



再平衡策略不能及时针对市场变化对投资组合进行调整，等到调整日，由于涉及的交易量较大，会增加市场影响和交易成本。

当市场超常波动时，持续再平衡策略可能会产生超额收益。1997年10月27日和28日的市场波动就是一个生动的例子。10月27日，股市下挫6.9%，而债券市场大幅上扬。第二天，股市大幅反弹5.1%，而债券却遭到大量抛压。在这两天中，如果对一个由60%股票和40%债券组成的组合进行再平衡操作，收益将增加10个基点，这也算是原本致力于风险控制的再平衡策略的意外之喜。

尽管再平衡策略能产生利润，为投资者带来意外之喜，但是，再平衡策略的根本动机是为了维持资产配置的长期政策目标。在经过仔细斟酌建立目标组合后，再平衡策略能够维持组合的目标风险水平。考虑周全的投资者要运用再平衡策略来满足资产配置的政策目标。

### 三、再平衡与非流动性

非公开交易资产的所有者在再平衡操作中面临特有的挑战。在任何一个时点上，流动性较差的私人股权和实物资产的配置比例都不大可能完全与目标水平匹配。因此，当流动性较差的组合整体出现不足（或盈余）时，必须将与不足（或盈余）头寸等额的资产投资到更具流动性的证券组合中（或从中撤出）。当非公开交易资产的配置比例不足时，差额部分合适的投资对象是短期、低风险资产，因为这些资产可以在短期内变现，将所得资金投资到非公开交易资产中，使其配置比例达到目标水平。现金、债券和绝对收益类投资均可用于暂时补充非公开交易资产配置不足的情况。

非公开交易资产配置不足时，将差额部分投资于类似的上市有价证券的策略表面上有效，实则不然。例如，建立一个风险投资组合时，资产配置的差额部分可能会被投资到一个小盘科技股组合中。然而，遗憾的是，这种策略会使投资者面临风险：如果风险投资项目需要资金时科技股的价格却在低位徘徊，那么，投资经理将被迫在低位抛售科技股来为风险投资项目融资。归根结底，非公开交易资产是一个单独的资产类别，其表现方式与上市有价证券有根本区别，因此，这种建立在公开市场和非公开市场短期高相关性基础上的策略内部逻辑不一致，可能会产生危险的后果。

当上市有价证券价格相对于非公开交易资产走低，非公开交易资产的配置比例超过目标水平时，投资者同样面临难题。此时，如果根据上市有价证券和非公开交易资产的所谓相关性，降低风险较高的上市有价证券的配

置比重，将给组合带来很大的风险。但是，如果此时降低低风险资产的配置比例来抵消超配的非公开交易资产，那么，组合原本已经提高的风险水平将会被进一步提高。两恶相权取其轻，当非公开交易资产的配置比例超过目标时，投资者应该通过降低高风险的上市交易资产的比重来控制组合的整体风险水平。

当非公开交易资产的配置比重低于目标水平时，用短期、低风险资产来替代差额部分会降低组合的预期收益和风险水平，因为前者的收益通常高于后者。当私人股权配置比重超过目标水平时，降低上市有价证券的配置会产生相反的结果。由于实际组合的特征可能与目标组合存在巨大差异，投资者必须对这两种组合对投资和支出的影响均进行深入分析。

由于实际资产配置和目标资产配置之间可能存在实质性差异，因此，投资者在改变非流动性资产类别的配置时，要遵循循序渐进的原则。保持实际配置情况与目标水平接近，有助于投资者做出合理的支出和资产管理决策。投资者要避免实际组合与目标组合之间发生较大偏差，这样，当两者不匹配时，需要临时配置到其他投资工具的资产规模就会降低，决策失误带来的负面影响也将降低。

再平衡操作能使投资组合的风险收益特征达到目标水平。机构如果不严格执行再平衡政策，就相当于采取了一种特殊的择时策略，因为这些机构任由组合的资产配置在市场波动中随波逐流，导致组合的风险和收益特征变幻莫测，从而给投资这一原本就充满了不确定性的活动带来了更多的噪音。事实上，长期来看，如果不进行再平衡操作，组合的资产配置趋于收益最高的资产，组合的整体风险水平也被逐步提高。总之，严谨的再平衡策略能够控制组合的风险水平，提高投资者实现目标的可能性。

## 第二节 积极投资管理

建立资产配置的政策目标后，投资者要面临各种资产类别的管理问题。在上市有价证券投资领域，使用被动投资工具几乎可以确保投资者的业绩与市场水平一致。如果投资者采用积极管理策略，其实际投资业绩可能偏离市场整体水平。在另类资产类别投资领域，由于缺乏被动投资工具<sup>①</sup>，积

<sup>①</sup> 例如，风险投资没有一个指数，也很难产生风险投资指数化的投资工具。——译者注



极管理的收益难免会偏离基准预期，有时甚至会大幅偏离。

在一个资产类别中，投资于被动管理工具能有效地消除投资业绩偏离市场水平的现象。指数基金就是一种被动投资工具，较之积极管理的组合，其运营成本低，代理问题也少，而且保证不折不扣地复制市场组合。但是，即便如此，很少机构投资者的组合完全由被动管理工具组成，其原因很明显，积极管理策略激发起投资者获取超额收益的幻想，引诱他们参与这场游戏。也许，只有为数不多的聪明的投资者能够认识到被动型管理策略是上乘选择，但是，他们又认为自己的智慧能够超越市场。不管怎样，偏离市场基准收益是组合的一大风险来源。

采用积极管理策略的投资者可能会有意无意地给组合带来偏差。资产类别与市场基准的偏差主要发生在规模、板块和风格方面。规模是指所持证券的市值大小，板块是指上市公司的业务范畴，风格是指积极型投资经理的投资手法（比如，投资价值股还是成长股）。

经过深思熟虑后的组合偏差（portfolio bias）有望创造出大量的增加值。例如，一名投资者可能会认为价值型投资策略优于成长型策略，因此，他刻意地只选择价值型投资经理。有些投资者可能会认为小盘股中选股机会更多，因此，他们的投资组合可能会特意超配小盘股。经过认真考虑的策略性组合偏差可能会给投资组合带来经风险调整后的超额收益。

投资者可能要为组合偏差付出代价。有时，聘用专门从事某个细分市场投资的经理会导致组合特点发生巨大变化。结果，受托人可能会发现，由于短期成本压倒了长期机会<sup>①</sup>（比如，小盘股短期表现低劣，但小盘股定价效率低会带来长期机会），投资组合可能大幅逊于市场表现。只有选择相对较长并且合理的投资时限，经过深入细致的分析，并且严格执行，策略性组合偏差才能创造价值。

有些组合偏差是由管理松散引起的。如果投资者在构建组合的过程中，仅仅拼凑起足够的国内股票投资经理来填补组合职位的空缺，那么所构建的组合中资产类别的特征肯定会包含重大的无意识偏差。只有在资产类别的表现大幅度低于业界标准时，无意识产生的组合偏差才会浮出水面。

<sup>①</sup> 长期看，市场会趋向于一个均值，但在短期内甚至相当一段时期内，市场定价都可能远离其价值。——译者注

### 完整基金和正常组合

完整基金（completeness funds）和正常组合（normal portfolio）是两种投资管理工具，它们可以帮助投资经理评估和控制投资组合的偏差。正常组合界定了组合经理选择持仓证券的范围，可以作为衡量组合经理业绩的合理基准。如果一个正常组合整体上与所属资产类别的规模、板块和风格特征相匹配，那么，该正常组合就不具有规模、板块和风格方面的偏差。由积极投资管理产生的组合偏差会影响组合的收益，但是，这种偏差是积极投资管理策略的一部分，应该为投资者所接受。

如果一个正常组合整体上与所属资产类别的重要特征不相匹配，那么，该组合便具有偏差。这种无意识的偏差可以通过完整基金来抵消。完整基金是指一个资产类别中和正常组合互补的证券组合，正常组合和完整基金结合起来与所属资产类别的特征相匹配。

完整基金可以弥补基金中正常组合的缺口，消除无意识偏差产生的残差风险（residual risks），使有意识偏差成为组合收益的驱动力。使用完整基金的一个危险在于正常组合内在的不准确性。如果正常组合本身的界定就比较模糊，那么完整基金也将结构不清，将无法弥补组合中未发觉的缺口，甚至会抵消证券选择中刻意偏差的效果。

投资组合偏离资产类别的特征时，其表现将与市场基准水平发生偏差，因此，基金经理必须确保根据有意识选择的结果来构建组合，而不能胡拼乱凑。正常组合和完整基金能够协助投资者进行资产类别管理，但是，精确地应用这些工具仍只是一个理论目标，远非现实。

### 第三节 杠杆

投资组合中的杠杆既有直接的，又有间接的。直接杠杆是指用借入的资金来追求投资机会，这样做的结果会放大组合的收益或损失。当投资收益超过借贷成本时，杠杆将放大收益；当投资收益等于借贷成本时，杠杆将不产生作用；当投资收益小于借贷成本时，杠杆将给组合带来负面影响。

当所持头寸的风险大于它们所属资产类别的风险时，间接杠杆便产生了。例如，在一个股票组合中，如果所持股票的风险高于市场水平，那么

该组合便被杠杆化。在一个资产类别中，只有当所持证券的风险水平与资产配置中假设的风险水平相同时，该组合才不含有杠杆；否则，当所持证券的风险水平高于假设水平时，组合被杠杆化；当所持证券的风险水平低于假设水平时，组合被去杠杆化。例如，一个常见的做法是在普通股组合中持有现金，这会导致股票组合的风险低于市场水平，组合收益会被去杠杆化，降低组合的预期收益。

金融衍生品是一个常见的间接杠杆来源。假设标准普尔 500 指数期货合约要求的保证金是所持头寸价值的 10%。如果投资者在国内股票组合中持有一个期货头寸，并且每配置 1 美元的期货头寸，相应地补充 9 美元的现金头寸，这样的组合相当于直接持有期货合约的基础证券。但是，如果该投资组合中，对每 5 美元的期货头寸，用 5 美元的现金头寸来补充，那么，由于隐含的杠杆作用，该组合的波动幅度将达到市场波动幅度的 5 倍。

金融衍生品本身并不创造风险，它们可以用于降低风险、简单地复制现金头寸或增加风险。上例中，卖出期货合约能够对冲股票组合的市场风险敞口。将现金头寸和期货头寸适当地组合起来，可以创造出期货合约基础证券的复制品，而且这一复制品风险中立（risk-neutral）。如果投资组合在持有期货头寸的同时不用现金头寸去平衡风险，那么组合的市场风险敞口将会增加。有责任感的受托人要充分理解衍生品在投资中的作用，并控制其使用。

杠杆会放大组合的投资结果，对组合资产利弊参半。极端情况下，组合的实际风险水平与资产类别的风险特征不一致时会导致巨额损失。不太极端的情况下，风险水平的差异也会导致组合特征与目标水平发生较大偏差，从而导致组合偏离政策目标。明智的投资者在运用杠杆时十分谨慎，避免给组合带来过大的风险。

### 哈佛大学的案例

哈佛捐赠基金通过各种方式使用杠杆。2005 年 6 月，哈佛大学制定了一个不同寻常的资产配置目标，其现金配置比例为 -5%。哈佛预期组合收益将超过借贷成本，因此希望通过杠杆来提高组合的业绩。长期来看，哈佛的借款投资策略有望产生出色的业绩，因为借贷成本相当于现金收益，而在各种资产类别中，现金的预期收益最低，因此，组合收益应该能够超过借贷成本。当然，行情不好时，如果投资收益低于借贷成本，那么组合

的业绩将会雪上加霜。在对各项因素进行严谨的分析之后，哈佛大学决定在组合中采用杠杆，对现金的配置比例为负。

哈佛大学另一种直接运用杠杆的方法是，借入大量资金建立头寸，利用证券错误定价来获利。2005年6月30日，哈佛捐赠基金的投资规模为294亿美元，它所支持的多头头寸为497亿美元，空头头寸为203亿美元。<sup>[1]</sup>杠杆的使用改变了资产类别的基本风险特征，放大了证券选择的结果。上文中，哈佛大学在资产配置过程中直接考虑了现金配置为负的结果。相比之下，本例中，通过增加资产负债表上的头寸，哈佛基金改变了在均值方差最优化模型中假设的组合风险水平。

除了直接在资产负债表中运用杠杆，哈佛基金也间接运用杠杆进一步放大投资决定的效果。细读哈佛大学财务报表的附注，我们会发现其表外市场敞口中包括190多亿美元的多头头寸和280多亿美元的空头头寸。由于直接或间接运用大量杠杆，哈佛基金大大提高了组合的风险水平，同样也放大了正面或负面投资业绩。

### 对冲基金索伍德资本的案例

2007年，对冲基金索伍德资本（Sowood Capital）倒闭时，哈佛基金因过度使用杠杆蒙受了惨重的损失。索伍德资本公司成立于2004年7月，其掌舵人是哈佛大学管理公司（Harvard Management Company）的前合伙人杰夫·拉尔森（Jeff Larson）。该公司最初有14名员工，管理着7亿美元的哈佛资产。在业务介绍资料中，公司向投资者承诺严格执行市场中立策略、事件驱动策略、量化套利策略和价值型投资策略。<sup>[2]</sup>据《华尔街日报》报道，“索伍德公司前三年中每年收益大约为10%，主要通过准确押注债券投资机会获利，”公司成功地履行了对投资者的承诺，所管理的资产规模大幅增长至30多亿美元。<sup>[3]</sup>

2007年初，根据高级公司债券和低级公司证券的相对价值变化，拉尔森在投资组合中大量押注。他买入相对安全的高级证券，卖空风险较高的低级证券，预计市场状况恶化时，这一组合将能够获利。

如果当初索伍德资本只是试图利用高级证券和低级证券之间的价差获利，那么，公司也就不会引起《华尔街日报》和《纽约时报》的注意。但是，由于不满足于这两种证券的价差本身能带来的收益，索伍德资本在组合中运用了高达6倍的杠杆，希望能够把小小的价差变成一大笔收益。<sup>[4]</sup>杠

杆的使用导致公司境况与日俱下，最终走上破产的命运。

当年6月，索伍德资本亏损5%，这座对冲基金大厦的第一道裂缝开始出现。据《华尔街日报》报道，由于市场状况恶化，组合中两种证券的价差显得更具吸引力，因此索伍德资本将杠杆率提高至12倍。

到7月份，随着债券市场日渐动荡，按理说，索伍德资本的组合应该马到成功，因为组合中持有的相对安全的头寸应该能够保值，而卖空的高风险头寸价值下跌应该能使公司获利。然而，由于市场状况异常恶劣，组合中相对安全的头寸也大幅亏损，远非卖空头寸的收益所能弥补。

在7月30日致投资者的信中，拉尔森概述了导致索伍德资本走上穷途末路的原因：

由于市场剧烈波动，我们的交易对家开始大幅标低（mark down）我们的借款抵押品的价值。此外，由于流动性大大萎缩，组合中的债券头寸难以退出。因此，我们于周末达成协议，为了保护投资者的资本，合适的行动是卖出证券。<sup>[6]</sup>

由此可见，是杠杆和异常市场状况的共同作用促成了索伍德资本的覆亡。

7月初，索伍德资本的资产规模超过30亿美元，月中投资损失超过50%，到月底公司的资产仅剩大约15亿美元。据报道，在倒闭前混乱的日子里，索伍德资本曾向哈佛大学管理公司寻求援助，但是被拒绝了。索伍德资本，这家由哈佛大学提供种子资金、由哈佛前员工管理、最终被哈佛放弃的公司，以3.50亿美元的巨大代价给哈佛大学上了关于杠杆风险的一堂课。

### 格兰尼特资本公司的案例

格兰尼特资本公司（Granite Capital）的大卫·阿斯金（David Askin）也因使用杠杆而遭遇“滑铁卢”。该公司追求的策略是发掘抵押贷款支持证券衍生品的定价错误、进行套期保值并通过杠杆获利。乍一看，这一策略成熟高明。由于阿斯金管理的基金稳定地创造出15%左右的收益，而且波动性极低，投资者趋之若鹜，其中包括洛克菲勒基金会（Rockefeller Foundation）和麦肯锡公司（McKinsey & Company）等声名显赫的机构投资者。

然而，可悲的是，由于直接或间接使用杠杆，该公司 6 亿美元的组合在短短几周时间内全部化为乌有。

阿斯金投资的抵押担保债券（CMO）衍生品五花八门，包括超级逆向仅付利息分割证券（super inverse interest only strips）。虽然名字听起来比较吓人，这种证券本质上是由多种普通的住宅抵押证券组成的，利率发生变化时，这些证券的价格变化方向相反。阿斯金希望投资于这样的组合来实现保值：利率变动时，组合中一部分证券的收益或多或少能够抵消其他证券的损失。如此一来，只要阿斯金正确地发掘定价错误，收益就能够超过损失，超出部分相当于定价错误本身。

由于固定收益市场上错误定价的幅度通常较小，为了放大收益，投资者通常使用杠杆。格兰尼特资本公司破产前夕，阿斯金运用的杠杆大约是 2.5 倍，公司 6 亿美元的股本支持的头寸高达 20 亿美元。

1994 年初，美联储决定上调利率后，金融市场遭受重创，阿斯金的组合也未能幸免于难。在良好的利率环境中，阿斯金的组合保值效果不错，但是，在债券市场熊市中，该组合显得匹配混乱，无法起到应有作用。随着阿斯金组合的损失不断增多，为其提供资金的投资银行扣押并抛售了阿斯金的债券来自保。在此案例中，正是糟糕的组合结构和杠杆导致阿斯金垮台。

阿斯金遭受重大损失的原因是他的套保工具未能发挥作用。但是，假如当初没有使用杠杆，1994 年债券市场崩溃中，他本有可能幸免于难。对于一个使用杠杆的 20 亿美元头寸来说，30% 的损失足以吞噬掉所有 6 亿美元的股本。但是，如果同样的组合不使用杠杆，30% 的损失顶多导致组合股本减少 1.8 亿美元，留得青山在，总有一日能够东山再起。事实上，阿斯金破产后不久，被清盘债券的价格迅猛反弹，但是，阿斯金已无回天之力了。<sup>①</sup>

### 长期资本管理公司的案例

如果《吉尼斯世界纪录》（Guinness Book of World Records）中有傲慢这一项，那么此等“荣誉”恐怕非长期资本管理公司（LTCM）负责人莫

<sup>①</sup> 虽然说如果不使用杠杆的话，阿斯金可能不会破产，但是，如果最初没有杠杆，阿斯金也同样不可能有日后的发达。最初他的组合之所以能够吸引投资资本，很大程度上是因为，通过使用杠杆他将投资策略的收益放大到 15% 左右的水平。

属。长期资本管理公司坐拥华尔街的天才人物和学术界的超级巨星（其中包括两名诺贝尔奖得主），他们将傲慢与杠杆融合到无以复加的地步，险些导致整个世界金融体系的覆亡。

长期资本管理公司投资的套利策略各种各样，这些策略致力于寻找股票、债券、掉期、期货和其他多种衍生品市场中的错误定价机会。公司运用复杂的财务模型来分散组合的整体风险，因此认为风险已经降至低点，完全可以运用大量杠杆。

长期资本管理公司对杠杆的运用令人瞠目结舌。1998年1月，就在公司7月份崩溃前夕，其股本为48亿美元，但它所支持的资产负债表上的头寸为1200亿美元，杠杆倍数高达25倍左右。事实上，这种表内滥用直接杠杆只不过是冰山的一角。

长期资本管理公司在投资中注重通过衍生品合约利用市场错误定价机会来获利。许多时候，当既可用现金工具也可用金融衍生品达到预期的敞口时，公司会选择使用衍生品，因为通过衍生品公司可以间接运用杠杆。结果，除表内杠杆外，公司还持有巨额的表外头寸。按市场敞口计算，公司的表内头寸和表外头寸总共超过1.4万亿美元，而支持如此庞大头寸的股本不足50亿元，杠杆倍数大约是290倍。

是年，俄罗斯金融危机爆发后，灾难接踵而至。过度使用杠杆的长期资本管理公司在风暴中不堪一击，尽管华尔街伸出救援之手，减弱了公司破产的危害，但投资者仍然蒙受了巨额损失。罗杰·罗文斯坦（Roger Lowenstein）在其经典之作《营救华尔街》（*When Genius Failed*）一书中，描述了这样的一串数字：

到1998年4月，投资于长期资本管理公司的一美元将翻两番至4.11美元。五个月后，当华尔街救援该公司时，投资的一美元只剩下33美分。扣除合伙人的管理费后，结果将更加糟糕：投资的一美元曾涨至2.85美元，而现在萎缩至23美分。从净收益来看，史上规模最大、由最聪明的天才管理的基金资本亏损了77%，而同期普通股票投资者的回报不止翻了一倍。<sup>[6]</sup>

长期资本管理公司的组合中，其投资头寸总的来说是明智的，但是，  
• 138 •

公司策略致命的缺陷是把杠杆运用到难以想象的地步。光景好的时候，大量使用杠杆放大了正面的结果，但光景差的时候，杠杆同样也放大了负面的结果。前事不忘，后事之师，明智的投资者使用杠杆时要高度谨慎，要防范任何可能对投资项目构成生命威胁的风险。

### 融券交易

有些杠杆是公开的，比如现金头寸为负、直接借款增加头寸。运用此类杠杆时，投资人员会撰写报告，投资委员会进行讨论，使大家明白借款投资的性质和数量。还有一些杠杆是隐含的，只有在问题发生时才会浮出水面，此时它已对组合造成危害，而要采取补救行动为时已晚。

大多数大型机构投资者都经营融券业务，通过向第三方出借（融出）股票和债券，获得些许增量收益。融券业务中，证券融入方通常是华尔街的金融公司，它们通过融入证券建立卖空头寸或者冲销交易失误。证券融出方在出借证券时要求对方用现金做担保，因此，交易的这一环节相当安全。但是，交易的第二个环节中，风险加大。融出方以低于市场水平的利率对抵押的现金支付利息，同时以更高的利率对现金进行再投资。再投资通过利用借款利率（低于市场水平）与贷款利率（与市场水平持平）之差获利，导致整个融券交易风险加大。<sup>①</sup>

由于证券融出方保留融出证券的所有权，以及与其相伴的经济利益，融券活动给组合带来破坏的可能性非常小。因此，投资者很容易忽略融券业务，并将其归为业务支持活动。融券业务通常被视作托管银行的职能，很少会出现在投资委员会的议事日程上。即使投资委员会偶尔讨论，也通常将其视作一种低风险业务，能够抵消部分银行托管费用。

然而，尽管融券业务的经济原理原本并不引人注目，但是，机构之间的交易模式导致该业务的后果被放大。通常，托管银行用所保管的机构投资者的证券来经营融券业务，与投资者按七三或六四的比例分成收益，较大的一部分归证券融出方所有。这种利润分成方式导致托管银行追求风险，因为它们坐享收益而无需分担损失。融券业务对托管银行而言是一笔稳赚不赔的交易，它们通过用客户资产冒险获取大量利润。这样的交易对投资

<sup>①</sup> 许多市场参与者针对传统证券出借的较少利润引入了到期日错位来增加出借的收益以及项目风险。其他人则使用现金来实施更为怪异的策略，从而在出借业务中引入了更大的风险。——译者注

者而言绝非公平，他们的组合资产面临巨大风险，获取的收益却微乎其微。

### 考曼教育基金的案例

考曼教育基金（The Common Fund）是一个向教育机构提供投资服务的基金。1995年，该公司得知，第一资本策略家公司（First Capital Strategists）代其管理的融券业务预计亏损1.28亿美元。<sup>[7]</sup>亏损是由该公司的无赖交易员肯特·阿伦斯（Kent Ahrens）违规操作引起的。后来计算显示，亏损额将近1.38亿美元。据阿伦斯后来交代，早在1992年初，他在一次股指套利交易中损失250 000美元。此时，他并未及时平仓，而是试图通过投机性交易抵消损失。经过三年的欺骗后，阿伦斯的累积损失达到惊人的地步，终于东窗事发。

融券业务失利给考曼基金带来沉重打击，也使公司曾经良好的信誉被玷污，大批客户纷纷撤出资金。1995年6月30日，考曼基金管理的上市股票和固定收益类资产总计181亿美元。一年后，资产规模大幅下降至155亿美元。即使这一年中公司的收益仅与市场同步，其资产规模降幅也比预期大了52亿美元（25%）。

第一资本策略家公司的案例不仅仅是关于一个无赖交易员的。它表明，缺乏良好收益结构（payoff structure）的策略风险巨大，监控某些交易活动的困难重重，创新产品如不适合投资目标将产生巨大风险。

融券活动的收益最多只能算是“积少成多”，投资者可以通过出借证券不断获得少量的正差价。然而，遗憾的是，为了“积少”，投资者将大量资产置于风险之中，“积少亏多”的情况时有发生。这种负偏态分布的收益（negatively skewed return pattern）中，向上空间有限（持少），向下空间巨大（亏多）。对投资者而言，这种收益分布模式并不具有吸引力。

几十年前，融券业务对投资者更为有利。20世纪70年代，证券融出方无需为抵押的现金支付利息，融券业务产生的收益相当可观。因为融出的证券由现金抵押担保，抵押品可以再投资到美国短期国债中，证券融出方不会面临实质性风险。此时，融券业务能“积少成多”，而非“积少亏多”。

随着市场结构变化以及竞争加剧，证券融出方被迫向抵押的现金支付利息，再投资风险开始出现。当把抵押品再投资于美国短期国债不能产生正差价时，证券融出方要想获得收益，就必须投资于风险更高的资产，包

括含有信贷风险、利率风险甚至更奇特的风险的资产。

通过第一资本策略家公司，考曼基金热情洋溢地接受了这些风险。从20世纪80年代初开始，考曼基金授权第一资本策略家公司将其抵押品再投资到各种各样的策略中。如表6—1所示，这些策略中保守与激进风格兼具。例如，股指套利策略如果运用恰当，对投资的资产几乎不会构成任何风险；而相比之下，与墨西哥经纪商的回购协议中却包含巨大风险。

**表6—1 考曼基金将客户资产置于实质性风险之中  
(经核准的投资策略, 1994年)**

股指套利
固定收益套利
柜台交易期权套利
国债/欧洲美元(TED)差价套利
股利再投资套利
公司重组套利(风险套利)
远期及反向股本转换(forward & reverse equity conversions)
可转换证券套利
权证套利
股票及公司债券回购协议
与墨西哥经纪商的回购协议(以墨西哥政府证券为担保)
四配头寸
三方回购协议
利率及跨货币的互换
赎回的固定收益类证券

按照华尔街的惯例，考曼基金将许多再投资策略美其名曰“套利”，从而给投资者带来一种虚假的安全感。《韦氏大词典》(Webster's Dictionary)中对套利的定义是，“在不同市场上同时买入和卖出相同或相当的证券，从而通过价格差异获利”。在当今证券市场中，当股票和债券的期货合约相对于现货市场偶尔发生错误定价时，才能提供真正的套利机会，尽管这种机

会可能转瞬即逝。其他所谓的套利策略通常并不包括“相同或相当的证券”，因此，投资的资产会面临巨大的风险。

例如，可转换证券套利（convertible arbitrage）策略中，投资者需要持有可转债，同时卖空发债公司的股票，当债券相对便宜、股票相对较贵时，投资者可以通过两者的错误定价获利。执行可转换证券套利策略时，投资者要进行动态保值并承担残余利率及信用风险。可是，动态保值并不一定可行，残余利率和信用风险也不可对冲。在某些情况下，可转换证券套利策略能够带来高收益，而且风险低。但是，无论何时，这一策略都不可能产生无风险收益。

说得好听点，把风险策略称为套利策略是华尔街惯用的把戏，旨在为投资过程营造出神秘、严密的感觉，从而满足自己的虚荣心。说得难听点，这种做法无异于欺骗性广告，目的是减轻投资者对高风险投资活动的担忧。

融券交易的另一个问题是需要频繁交易。对交易机构、外部投资者以及律师、会计师等其他相关的专业人士而言，监控密集的交易活动是一个巨大的挑战。如果投资头寸一日内多次换手，监督员只能寄希望于交易员忠实执行策略、听从指示，投资者只能寄希望于监督员认真监控投资过程。由此可见，密集的交易活动会造成监控难题。

相比之下，长期投资策略面临的监控问题较少。就控制风险而言，持有长达几个月甚至几年的证券头寸要远少于持有几个小时或几分钟的头寸。而且，把损失隐藏起来或者违反规定通过进一步交易来弥补损失，这些做法更符合投机交易员的心理，而非稳健的投资者的心态。事实上，20世纪90年代大多数轰动一时的亏损中，无赖交易员都是导火索。例如，尼古拉斯·里森（Nicholas Leeson）拖垮英国霸菱银行（Barings PLC）；井口俊英（Toshihide Iguchi）导致大和银行（Daiwa Bank）被逐出美国；罗伯特·西特伦（Robert Citron）导致美国橙县（Orange County）破产等。尽管避免频繁交易策略并不能保证欺诈行为消失，但长期投资策略至少能减少受托人面临的控制风险。

另外，糟糕的交易结构也增加了考曼基金融券业务的风险。第一资本策略家公司用考曼基金机构成员的资产冒险获利，并获得25%~33%的分成。实质上，第一资本策略家公司玩的是一个“正反都是我赢”的游戏。由于该公司只分享利润而不分担风险，员工推荐并实施高风险策略的动机尤为强烈。

糟糕的激励机制也只能部分解释考曼基金的问题。考曼基金在明知风险的情况下依然参与了第一资本策略家公司的冒险活动。早在阿斯金案爆发之前，有两起事件已经将再投资工具的高风险本质暴露无遗。1987年8月，因投机恺撒的世界（Caesar's World）的故意收购，第一资本策略家公司遭受250万美元的亏损，因为这笔交易最终流产。尽管第一资本策略家公司对考曼基金进行补偿，但这笔交易无疑凸显了公司重组“套利”策略中蕴含的高风险。后来，从1989年9月起，第一资本策略家公司在联合航空公司（United Airlines）收购事件上押注大量头寸，但是这场由员工领导的收购企图最终失败。清算时，考曼基金遭受260万美元的损失，导致基金1990财年融券业务亏损577 600美元。恺撒的世界案和联合航空案迫使考曼教育基金的受托人密切关注公司融券业务的风险。

从本质上讲，考曼基金通过参与融券业务在其资产中加入了杠杆。第一资本策略家将考曼基金融券所得资金投资于高风险的工具，原本希望能产生正收益，结果等待它们的却是灾难。尽管从表面上看，交易活动内在的风险以及糟糕的交易结构是促成考曼基金灾难的原因，但是，其根本原因在于公司不合理地运用了隐含于融券业务的杠杆。

## 第四节 结论

资产配置目标是投资组合管理的核心，能够提高投资成功的可能性。通过严格进行再平衡操作，能够确保组合的风险收益特征贴近目标水平。投资组合管理过程如果不够严密，实际资产配置状况很可能会偏离预期水平，从而导致投资结果难以满足机构目标。

诱人的投资机会常常会缺乏流动性，从而导致组合的资产配置缺乏灵活性。由于流动性较差，非流动性资产的配置比例经常与目标水平不符，导致组合的整体特征偏离预期水平，这对严格的再平衡操作构成挑战。

积极投资管理策略会导致投资业绩和基准收益不符。明智的投资者在识别组合偏差时要高度谨慎，确保组合偏差是有意识选择的结果，而非组合构建中的疏忽所致。正常组合与完整基金是两种工具，能够帮助组合经理理解并控制积极管理策略引起的组合偏差。

虽然成功的积极管理策略最终能够创造价值，但是，这一过程中投资



者会发现某些时期投资业绩逊于大盘。即使最终成功的策略短期内也可能显得愚不可及，因此，许多明智的投资策略要求三到五年的投资时限。当市场价格波动不利于已有头寸时，坚定的投资者要加仓，提高积极投资管理的收益。相反，当市场表现良好时，明智的投资者要削减获利头寸，避免近期成功策略的风险敞口过大。实践证明，逆势而为是有效的风险控制措施。

杠杆是把“双刃剑”，既会大幅增加收益，也会造成巨大损害，这对长期投资者构成巨大危害。凯恩斯曾警告称：“……想要忽略市场波动的投资者，如果要运用借入资金的话，规模不能太大。”<sup>[8]</sup>受托人要努力识别组合中明显或隐含的杠杆并评估其影响，确保杠杆对组合的影响可以接受。

近年来，许多轰动一时的投资灾难均由隐藏在组合中的杠杆所致。考曼基金在融券业务中使用杠杆，将教育机构的资产置于高风险之中，而获取的不过是微薄的预期收益。阿斯金在原本隐含有杠杆的抵押贷款支持证券衍生品头寸的基础上，进一步直接使用杠杆，结果将原本只是严重的价值缩水变成了彻底的破产。为了避免产生耸人听闻的灾难，投资人要充分理解组合中杠杆敞口的来源和大小。

为了实现机构目标，投资人要严格执行资产配置政策，其核心是定期进行再平衡操作，确保组合特征符合目标水平。机构基金经理的许多投资活动导致组合业绩偏离预期水平。低流动性的投资品种中，具有吸引力的积极投资管理机会较多，但与此同时其再平衡过程中也面临重大挑战。积极投资管理策略会使组合收益偏离市场基准水平。杠杆会放大投资结果，可能意外改变组合特征，这种改变在资产配置分析中或许是无法预料的。明智的投资者要定期进行再平衡操作，慎重考虑积极投资管理策略，并且限制杠杆的运用。

## 本章注释

- [1] Linda Sandler, “Endowments at Top Schools Bruised in Market,” *Wall Street Journal*, 13 October 1998.
- [2] Sowood Capital Management: Sowood Alpha Fund (pitch book), 2004.
- [3] Gregory Zuckerman and Craig Karmin, “Sowood’s Short, Hot Sum-

- mer,” *Wall Street Journal*, 27 October 2007.
- [4] Ibid.
- [5] 索伍德公司 2007 年 7 月 30 日致投资者的信。
- [6] Roger Lowenstein, *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management* (New York: Random House, 2001); 224 – 225.
- [7] John R. Dorfman, “Report on Common Fund Cites Warning Signs,” *Wall Street Journal*, 17 January 1996, C1.
- [8] Keynes, *General Theory*, 157.



## 第7章 传统资产类别

定义资产类别既需要艺术，也需要科学，需要将相似资产归为一类，最终将相对而言具有同质投资机会的资产集合起来。合理定义的资产类别包括几组按各自特征划分的投资头寸，它们组合起来共同为投资组合做出符合投资政策目标的贡献。

各种传统资产类别共同拥有一些重要特征。第一，传统资产类别是投资组合的基本组成部分，赋予投资组合基本的、区别于其他组合的价值特征。第二，从根本上讲，传统资产类别的收益是由市场产生的，而非通过积极投资管理创造的。第三，传统资产类别交易的市场纬度广、程度深，而且具有可投资性。

具体地讲，第一，传统资产类别是投资组

合的基本组成部分，赋予投资组合基本的、区别于其他组合的价值特征。这些资产类别中，有的可以提供大量预期收益，有的可以保护投资者安全渡过金融危机，各种资产类别各有所用。谨慎的投资者对资产类别的定义恰如其分，窄到足以确保投资工具能够恰当完成其预期使命，宽到足以囊括该资产类别中足够多的重要资产。

第二，从根本上讲，传统资产类别的收益是由市场产生的，这样，投资者可以有把握地认为组合的各个部分能够完成预定使命。当某一特定资产类别依靠积极管理才能成功时，投资者要靠超凡能力或者好运气才能获得收益。如果积极型投资经理能力不足或者运气不佳，那么这类资产将难以达到目标，投资者也将遭殃。相比之下，由于传统资产类别的收益是由市场产生的，那么投资者便无须依靠过人的天赋或者市场玩家所谓的投资技能了。

第三，传统资产类别交易的市场纬度广、程度深，而且具有可投资性。市场纬度广意味着投资者有广泛的选择。市场程度深意味着单只证券的供应量足够大。市场的可投资性意味着投资者有机会在该市场进行投资。传统资产类别在市场上占据牢固持久的地位。

传统资产类别包括股票和债券。能为投资组合贡献收益的资产类别包括国内股票、国外发达市场股票和新兴市场股票。能分散投资组合风险的资产类别是美国国债，它能够保护投资者免遭金融灾难。传统资产类别提供了一些基本模块，来帮助投资者构建充分分散化的组合。

在下文中，我们将详述各种传统资产类别，以帮助投资者认识各种投资工具在组合中扮演的角色。我们将评估各种资产类别的预期收益和预期风险、对通胀的反应及其与其他资产类别的相关性，帮投资者掌握构建组合所需的知识。我们还将概述证券发行人与证券持有人之间的利益一致性问题，以帮助投资者了解投资于特定资产类别时可能出现的陷阱和获得的利益。

## 第一节 美国国内股票

美国国内股票代表的是美国企业的所有权。美国国内股票是大多数机构和个人投资组合的核心部分，因此，华尔街的涨跌起落决定了许多投资

者的业绩成败。由于许多市场参与者高度依赖上市股票，因此国内股票在投资组合中占据突出地位。

国内股票在投资组合中的中心作用有充分的理论和现实依据。股权类投资工具能够带来大量的预期收益，随着时间推移能够实现组合大幅增长，这正符合投资者的需要。如果说历史可以指引未来，那么较高的长期收益率鼓励投资者持有股票。杰里米·西格尔统计的 203 年的数据显示美国股票每年收益率为 8.4%，罗杰·伊博森统计的 80 年数据显示股票每年收益率为 11.1%。<sup>①</sup> 其他任何一种资产类别的长期业绩均不能与之相媲美。

股票为主的投资组合的长期成功符合人们根据基本金融原理形成的预期。根据金融原理，股票投资比债券投资的收益率高，虽然有时短期内未必如此。正如大家所知，历史纪录显示，长期来看股票市场收益强劲，但是，历史上也有很长一段时期内，持有股票的投资者面临巨大的下行风险。在公司的资本结构中，股权代表的是残余权益 (residual interest)，只有当公司资产偿付了其他各利益方的索偿之后股权人才能获得剩余价值。股票的高风险特征使理性的投资者要求更高的预期收益率。

不过，股票也有一些能够吸引投资者兴趣的优点。比如，股东利益和公司管理层利益往往趋于一致，这为那些不参与公司运营的外部股票持有人提供了些许安慰，使他们相信公司行为对股东和管理层均有利。此外，股票通常能够抵御通胀意外上升的风险，尽管短期来看这种抵御功能经常失灵。最后，股票交易市场纬度广、程度深，而且流动性好，这使投资者能够接触并利用大量的投资机会。我们应对股票投资进行深入探讨，因为在许多方面，它是市场参与者用来衡量所有其他投资品种收益和风险的标准。

## 一、股权风险溢价

股权风险溢价是指股票持有人承担的风险高于债券投资的风险水平时所要求的增量收益，它是投资中至关重要的变量之一。和其他所有前瞻性指标一样，风险溢价的预期水平也总是被笼罩在未来的重重迷障中。鉴往知今，考虑周全的投资者为了捕捉未来的蛛丝马迹，他们通常考察市场的历史特点。

---

<sup>①</sup> 这 203 年历史包含西格尔的著作《股市长线法宝》中所统计的 200 年以及伊博森统计的随后三年的收益。

耶鲁大学管理学院教授罗杰·伊博森统计了一组资本市场数据，显示80年间股票和债券收益率差别为每年5.7%，这组数据被人们广泛引用。<sup>[1]</sup>沃顿商学院教授杰里米·西格尔统计了203年的数据，结果显示每年的风险溢价为3.0%。<sup>[2]</sup>不管精确的数据到底是多少，风险溢价的历史水平表明股票持有人比债券持有人享有的收益率高许多。

事实证明，风险溢价水平高低对投资者做出正确的资产配置决策至关重要。虽然历史可以为未来提供指引，但谨慎的投资者在解读历史数据时仍要格外小心。菲利普·乔瑞（Philippe Jorion）和威廉·格茨曼（William Goetzmann）对存活者偏差的研究表明，美国股市的发展历程具有独特性。他们考察了75年间39个市场的发展历程后指出：“我们的样本里几乎所有的市场都曾经遭到大规模破坏，只有美国等极少数市场例外。”<sup>[3]</sup>

从19世纪到20世纪美国股市的运营几乎没有中断过，这对股市的卓越收益而言功不可没。乔瑞和格茨曼研究发现，从1921年到1996年，美国市场每年资本实际升值4.3%。相比之下，其他许多经历了经济和军事创伤的国家实际资本升值平均每年仅为0.8%。因此，思维缜密的市场参与者在解读美国市场的不凡经历时需将其放在一个更广泛、更平庸的大环境下进行通盘考虑。

即使投资者相信美国市场的历史收益具有说服力，我们仍有理由质疑市场历史表现对未来的指导价值。下面我们就来考察一下过去200年里股市的表现。股市的收益包括股利、通货膨胀、股利的实际增长和估值水平上升这四个因素。2003年4月，罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）发表的一项题为《股利和它的三个阻碍因素》（Dividends and the Three Dwarfs）的研究表明，在长期股权收益中股利占比最大。阿诺特的研究表明，在过去200年里，股票的年均总收益率为7.9%，其中整整5.0个百分点来自股利，通货膨胀占1.4个百分点，实际股利增长占0.8个百分点，估值水平上升占0.6个百分点。阿诺特指出，历史上，股利在股票收益中极为重要，这和“人们的传统看法——认为股票带来的首先是增长，其次才是股息收入——大相径庭。”<sup>[4]</sup>

通过观察历史，阿诺特对未来进行预测。他的结论是：如果未来股息收益率低于2.0%（2003年4月的水平），那么，除非实际股利加速增长或股市估值水平上升，否则，股票投资者未来的收益率将远不如过去。（请注意，2007年8月标准普尔500指数成分公司的股息收益率是1.75%。）阿诺

特注意到，从1965年到2002年间实际股利没有任何增长，因此，他认为未来依靠股利增长来驱动股票收益的希望非常渺茫。另外一种选择是，未来依靠公司盈利增长估值水平提升来驱动股市增长，而这作为构建投资组合的基础是极其薄弱的。

在用历史收益对未来进行简单推断时，隐含的假设是估值水平的历史变化趋势在未来将延续。就美国股市而言，如果期望历史变化趋势未来能够延续，那就意味着股利将会以前所未有的速度增长，或者估值水平将会不断提高。如果投资者相信这些预测，他们要获得收益，将不仅要靠公司基本的盈利能力，还要靠股市是否愿意继续为公司利润支付更高的价格。

尽管上述推断不合逻辑，但1999年出版的一本关于牛市的大部头著作仍然支持股票估值水平将会一直不停上升这一观点，该书作者认为股权风险溢价为零。詹姆斯·格拉斯曼（James Glassman）和凯文·哈赛特（Kevin Hassett）在《道指36 000点：如何在即将到来的股市上涨中获利的新战略》（*Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*）一书中提出，长期来看，股票表现总是超越债券，他们的结论是股票面临的风险并不比债券高。<sup>[5]</sup>这两位作者忽略了股票和债券的内在差异，这些差异清楚地表明股票的风险更高。他们也没有考虑美国以外其他股市的发展历程，这些股市有时甚至会消失，这更让人怀疑长期股票投资是否必然会带来高收益。最关键的一点也许是，两位作者高估了能够坚持二三十年长期投资的投资者人数，同时又低估了股市震荡时不能坚持到底的投资者人数。

在理论分析和实际操作两个方面，金融理论和资本市场发展历史均支持风险溢价这一概念。如果投资者不能期望从高风险资产中获取高收益，那么金融界将失去其存在之本。如果高风险的股票不能带来高水平的预期收益，那么市场参与者将会避开股票。举个例子，如果债券和股票的预期收益率相同，那么理性的投资者将会选择风险较低的债券。没有哪个投资者会去买入预期收益相同而风险更高的股票。资本市场要想有效运转，必须存在风险溢价。

风险溢价预期对资本市场的正常运转是不可或缺的。乔瑞和格茨曼的研究强调指出，存活者偏差对人们认识风险溢价的大小会产生影响。阿诺特对股票收益的解析和对历史趋势的分析均表明，未来股票相对于债券的

收益优势将减弱。不管未来风险溢价是多少，明智的投资者要有心理准备，未来股票收益将与过去不同。如果投资者对未来股票资产特征的预测出现差错，那么分散化投资将是一个最强有力的补救办法。

## 二、股价和通货膨胀

通常情况下，股票能帮助投资者长期抵御通货膨胀的影响。诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾发明了一种简单精炼的方法来理解股价。他将公司资产的重置成本与这些资产的市场价值进行对比，认为在均衡市场中，重置成本与市场价值的比率（称之为“ $q$ ”）应该等于1。如果重置成本超过市场价值，经济活动参与者会发现在股市上购买资产比在实体经济中购买更便宜。相反，如果市场价值超过重置成本，经济活动参与者将会通过创建公司然后在股票交易所发行股票获利。很明显，在理性的市场上，公司资产在证券交易所的价值应当等于同样的资产在现实世界中的重置成本。

由于全面物价通胀提高了公司资产的重置成本，公司股价理应上涨来反映通胀的影响。如果股价没有随通胀上涨，那么公司资产的重置成本将因通胀上升而超过市场价值，结果，投资者就能够在证券交易所以低于内在价值的价格购买公司股票。因此，除非股价反映物价通胀，否则证券交易市场将成为出售打折商品的商店。

尽管股价和通胀之间存在很明晰的理论联系，但事实上，股价在反映通胀方面的历史表现却不尽如人意。一个极端例子发生在20世纪70年代，当时股市未能把严重的物价上涨反映在股价中。从1973年到1974年间，通胀导致购买力下降37%，而股价反而累计下跌22%，投资者蒙受了双重损失，经通胀调整后的损失高达51%。

杰里米·西格尔评论道，股价“提供了长期对冲通胀的最好工具”，但短期内却难保投资者免遭物价上涨带来的损失。<sup>[6]</sup>通胀和股价之间长期呈现出正相关关系也许正是缘自理性行为，因为市场参与者会权衡在实体经济中购买资产的成本和在金融交易所购买类似资产的成本孰高孰低。不过，通胀和股价之间短期内呈现负相关关系或许是出于非理性行为，因为面对非预期的通胀，投资者的反应是提高未来现金流的折现率，但却没有根据通胀上升相应调整未来现金流。虽然资本市场的发展历史印证了西格尔的观点，但股价长期抵御通胀和短期抵御通胀效果的差别产生了一个悖论。因为长期是由一系列短期构成的，没有理论能够解释为什么股价在短期抵



御物价上涨方面表现低劣，而在长期抵御物价上涨方面表现出色。如果投资者希望能在短期内规避通胀，那么他就需要放眼四周，不能只盯着上市有价股票。

### 三、利益的一致性

股票的许多特点通常能够帮助投资者实现投资目标。比如，公司管理层利益和股东利益大体一致，这对股票投资者而言无疑是件好事。大多数情况下，公司执行官通过提升股东价值实现自我价值，既实现了管理层的财务目标，也满足了投资者获利的愿望。公司盈利能力提高时，管理人员通常也能分享利益，他们可以通过薪酬增加间接分享公司盈利增长，也可通过个人所持股票增值直接分享公司成长。

然而，遗憾的是，上市公司的所有权（股东拥有）和控制权（管理层拥有）的分离导致代理问题时有发生，有时管理层（代理人）为了获取个人利益而牺牲股东（委托人）利益。股东和管理层之间最常见的利益分歧来自于管理层的薪酬安排。管理层可能不顾公司业绩表现，不断提高自己的薪水和福利。因为公司越大提供的薪酬越高，公司管理层可能会为了获得更高的个人收入而致力于扩大公司规模，却将公司规模扩张对盈利能力造成的影响置之不顾。

公司管理层可能会将资金用于个人目的，并对公司业绩造成不良影响。公司收藏艺术品、购置商用飞机、建造豪华的办公室和公寓通常只能让高级管理人员受益，却损及公司的正常目标。媒体曾报道世通公司（WorldCom）首席执行官伯纳德·埃贝斯（Bernard Ebbers）从公司获得高达4亿多美元的个人贷款，泰科公司（Tyco）首席执行官丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）侵吞多达6亿美元的公司资产为己所用，用以购买包括价值6 000美元的浴帘。读到这些报道时，投资者无不感到惊恐与不安。公司管理层获得的巨额物质奖励和非物质奖励不管是否合法，都直接来自公司股东的钱包。

但是，最骇人听闻的丑闻不是关于那些“违规”的首席执行官，而是关于那些在遵守规则的同时又中饱私囊的执行官。通用电气前任首席执行官杰克·韦尔奇（Jack Welch）为自己谋取丰厚的退休金不仅使他本人蒙羞，也给公司声誉带来不良影响。他的退休金方案中包括大量的个人特权，比如，终生居住在通用电气出资1 500万美元购买的一套公寓中，乘坐公司

的波音 737 飞机和直升机，公司为他及夫人配备一辆专用轿车和一名专职驾驶员。通用电气公司无疑是担心韦尔奇在任期间支付给他的数亿美元薪酬不足以让他过上满意的退休生活，因此又为这位前任首席执行官提供“美酒、鲜花、厨师、管家等其他生活便利服务”，包括“顶级体育赛事和歌剧的人场券”。<sup>[7]</sup>就连一向对企业友善的《华尔街日报》社论版也评论道：韦尔奇先生的退休金是“公司财大气粗的小意思”。<sup>[8]</sup>

上述埃贝斯、科兹洛夫斯基和韦尔奇过度膨胀的薪酬只不过是冰山的一角，正如纽约联邦储备银行（Federal Reserve Bank of New York）行长威廉·麦克多诺（William McDonough）所言，更深层次的问题是，过去二十年中首席执行官薪酬的快速增长说明“社会风气极其恶劣，甚至说道德败坏”。麦克多诺建议公司董事会“应当认识到公司支付给管理层的薪酬过高，应调整到更加合情合理的水平。”<sup>[9]</sup>

#### 股票期权

股票期权激励会导致公司管理层利益和股东利益之间出现脱节，这种脱节通常不易被察觉。当公司股价上涨时，期权类薪酬计划能够有效发挥作用，因为管理层和股东均将获益。当公司股价下跌时，管理层和股东之间就会出现利益分歧，因为此时管理层失去的仅仅是股价上涨中获益的机会。事实上，如果公司董事会在股价下跌后重新制定期权价格，管理层根本不会遭受任何损失。股价下跌时，公司管理层失去的仅仅是一个机会，而相比之下，股东损失的却是真金白银。期权类薪酬计划对上市公司管理层而言是一个稳赚不赔的游戏。

上市公司会使用股票期权来保护员工免遭股价下跌的影响，在这方面，微软是个绝佳的例子。2000 年 4 月，首席执行官史蒂夫·鲍尔默（Steve Ballmer）发现，由于担忧美国司法部对公司进行反垄断调查的后果，而且公司股价在 4 个月内下滑 44%，员工普遍士气低落。为鼓舞士气，鲍尔默向 34 000 多名员工授予以当时股价计价的股票期权。在致员工的一封邮件中，鲍尔默写道：“我们知道股票期权是薪酬的重要组成部分。”他坚持认为原先授予的期权“长期将会有价值”，但是表示希望“新授予的期权能让员工很快看到收益”。<sup>[10]</sup>微软将新期权的行权价定在 52 周内最低股价水平，从而成功地保护员工免受公司股价急剧下跌的影响。面对当时也许同样心急如焚的股东，微软并没有用类似的方法去安慰他们。

20 世纪 90 年代末，为了应对不断泛滥的信任危机，许多公司开始重新



审视期权类薪酬计划。2003年7月，微软宣布废除期权计划，并用限制性股票激励计划取而代之，此举在当时颇为引人注目。与股东和管理层收益不对称的期权不同，限制性股票将管理层和股东利益紧密联系起来，使他们共损益，同命运。微软首席执行官鲍尔默说道：“不管它是不是一种股利分配政策，也不管要冒多少风险，尽可能地让员工与股东心连心总归不是什么坏事。”<sup>[11]</sup>如果大量公司效仿微软，未来公司管理层可能会更好地为股东利益服务。

尽管股东利益和公司管理层利益大体一致，但滥用职权行为仍大量存在。执行官过高的薪酬，不管是直接来自薪水上漲，还是间接来自种种不合理的公司特权，都是以股东利益为代价来中饱私囊的。就像期权类薪酬一样，有时公司管理层和股东之间存在利益分歧。为了有效减少股东和管理层之间的利益冲突，一种可靠的方法是公司管理层持股。聪明的投资者要选择那些内部持股比例高的公司。

#### 四、市场特征

截至2006年12月31日，美国股市总市值超过18.2万亿美元，是世界上规模最大的高流动性资本市场。在美国市场上交易的证券数量超过6190只，覆盖这些股票的是威尔希尔5000指数（Wilshire 5 000，该指数有点名不符实）。由于美国股市规模庞大，许多参与者将其划分为若干部分。典型的分类方法包括按市值大小划分为大盘股、中盘股、小盘股，按证券特点划分为成长股、价值股，按企业性质划分为公用事业类、科技类、医疗保健类等。截至2006年底，美国股市的股息收益率为1.7%，市盈率（PE）<sup>①</sup>为19.5倍，市净率（PB）<sup>②</sup>为2.5倍。<sup>[12]</sup>

#### 五、小结

对许多长期投资者而言，美国国内股票是最佳选择。金融理论与实际经验均显示，在相当长的持有期内，股票投资能产生丰厚的收益。股东和管理层之间利益大体一致，这使股票能够同时实现外部股东和内部管理人员的目标。中长期来看，股票能够抵御通胀风险。股票的许多优点使其在

① 市盈率（PE）是衡量公司估值水平的指标，等于公司股票每股价格除以每股盈利。

② 市净率（PB）是衡量公司估值水平的指标，等于公司股票每股价格除以每股账面价值（资产减去负债）。

大多数投资组合中发挥重要作用。

但是，投资者要谨防过度依赖股票，不要指望它们在任何一段时期内都能表现出上述优点，也不要在目标投资组合中配置股票的比重过大。历史数据可能夸大了美国股票的优点。债券和现金的收益率可能连续几年超越股票。例如，从1929年10月股市阶段性见顶开始，股票投资者花了整整21年零3个月的时间才赶上债券投资者的收益率。<sup>[13]</sup>股东和管理层之间也频频出现利益分歧。股价在抵御物价通胀方面也经常失灵，有时甚至长期失灵。尽管股票市场不能风雨无阻地为投资者带来持续稳定的收益，也不能万无一失地对冲通胀风险，尽管公司管理层有时会违背股东利益，但是，对任何经深思熟虑后建立起来的长期投资组合而言，股票投资仍然在组合中占据中心地位。

## 第二节 美国长期国债

购买美国长期国债相当于持有美国政府公债的一部分。在一个结构合理的固定收益类证券组合中，政府债券发挥着突出的作用，这一方面反映了政府债务享有政府完全信用担保（full-faith-and-credit）的优点，另一方面也说明政府发行的债券数量庞大。

由于美国长期国债享有美国政府的完全信用担保，债券持有人不会面临违约风险。政府会及时全额支付利息和本金，债券持有人可以高枕无忧。但是，没有违约风险并不意味着债券持有人可以免遭价格波动的风险。利率上升时，债券价格下降，因为利率上升后新发行债券的利息更高，投资者要购买现有已发行的债券，就会相应地调低价格。利率下降时，债券价格上涨，因为投资者目前持有的债券未来能带来固定收益，在利率下降的环境中它们显得更加具有吸引力，投资者要出售这些资产，就会要求得到更高的补偿，价格自然也就上升。在所有的风险投资品种中，美国长期国债的预期收益率最低，因为美国政府债务的内在安全性很高。

### 一、利率风险

许多投资者对债券的认识存在混淆不清之处。要理解固定收益类投资在一个组合中所发挥的作用，关键是掌握利率和债券价格之间的相反关系



(利率上升，价格下降，反之亦然)。然而，调查显示，大多数投资者甚至不理解债券价格变动的基本道理，就连备受尊重的市场评论员有时也会弄错。《纽约时报》财经版曾发表过一篇题为《更好地认识债券》的文章，颇有讽刺意味的是，文章认为：“久期(duration)和债券价格与利率同步变化。当利率上升一个百分点，久期为7年的债券价格将上涨7%；同样，当利率下降一个百分点，这只债券的价格将下跌7%。”<sup>①</sup>这种说法与事实恰好相反，利率上升导致债券价格下降而非上升。试想，如果连一名备受尊重并且精通金融的《纽约时报》财经记者都不能理清两者之间关系的话，那么，普通投资者又有多大可能把它搞明白呢？

久期衡量的是债券的有效到期期限，计算时考虑债券在有效期内每笔现金流产生的时间及其现值。<sup>②</sup>债券的久期越长，利率变化对其价格的影响就越大。组合的久期越长，投资者面临的利率变动风险也越大。组合经理可以选择配置资产规模小、久期长的组合，或者配置资产规模大、久期短的组合。组合经理如果想降低持有固定收益资产的机会成本，可以选择配置一个规模小、久期长的组合，这在本质上相当于用较低成本来利用债券实现资产配置的分散化。

在美国国债投资方面，风险主要与投资时限(time horizon)有关。投资时限为6个月的投资者会认为6个月期短期国债无风险，因为，他确信6个月期短期国债到期时将会按面值及时得到偿付。但是，这位投资者会认为10年期国债风险过高，因为随着利率变化，10年期国债的价值可能发生巨大变化，甚至在6个月的持有期内都可能如此。利率上升将导致他蒙受损失，而利率下降将为他带来意外之喜。

类似的，投资时限为10年的投资者会认为6个月期国债投资风险巨大，因为6个月期国债必须展延19次才能得到10年的持有期收益率。刚开始，投资者只知道这只国债第一个6个月期的利率，而随后19次展延的利率面临巨大的不确定性。除非投资者的持有期与到期期限匹配，否则债券价格变化或利率变化将导致收益率偏离预期水平。

<sup>①</sup> 麦考利(Macaulay)于1938年首次提出“久期”这一术语，他发明了一个公式来衡量一只证券的平均经济生命。具体的计算是用债券有效期内支付的每笔现金流的现值分别除以债券价格得到每笔现金流现值在全部现金流现值中的权重，然后将每笔现金流支付的时间同对应的权重相乘，最终得出收到债券全部现金流所需要的平均时间。

## 二、分散化的功能

美国长期国债具有分散投资组合风险的功能，能帮助投资者抵御金融危机或经济困难。1987年10月的股灾中，美国股市在短短一个交易日内暴跌超过20%，投资者纷纷买入美国国债来实现资产保值。因此，尽管股市暴跌，国债市场大幅回升。1998年，当亚洲金融危机、俄罗斯金融危机和美洲资本市场危机同时上演并导致全球经济举步维艰时，投资者中涌起追求资产质量的风潮（flight to quality），纷纷选择安全性更高的美国国债。类似的，2007年8月信贷危机期间，国债收益率在短短几天时间内就大跌整整两个百分点，并在盘中触及2.5%的低点。与此同时，伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）与短期国债利率之间的利差飙升至3%，是2007年6月平均利差的整整四倍。危机蔓延时期，政府证券最能帮助投资者实现组合资产保值。

政府债券能使组合资产保值，但是其代价也是高昂的，因为固定收益类投资工具的预期收益率低于股权类投资工具。有些投资者为了降低持有政府债券的机会成本，会选择高利息的公司债券。遗憾的是，非政府债券有信用风险、流动性差，而且具有期权性风险，这些特征使它们无法有效抵御金融危机。相比之下，长期国债的期限长、不可赎回，而且无违约风险，它们是投资者实现组合分散化的最强有力的工具。

### 1998年的恐慌

1998年夏秋之交，亚洲金融危机的阴霾笼罩着证券市场。7月中旬股市大跌，8月份，当俄罗斯货币贬值和违约的消息传来后，股市跌势加剧，投资者心急如焚。9月份，近乎疯狂地运用杠杆的对冲基金——长期资本管理公司崩溃，这一消息更是火上浇油，市场悲观情绪加剧，投资者纷纷要求能够立即变现的安全资产。

如图7-1所示，当全球股市接连崩盘时，广泛覆盖市场的威尔希尔5000指数从7月17日的历史高点到10月8日的低点累计暴跌22%。由于投资者纷纷转投高质量的大盘股，大盘股的表现远远超越小盘股，标准普尔500指数的表现超越罗素2000指数14个百分点（-19%相对于-33%）。国外发达市场和新兴市场股市也分别下跌21%和27%，未能给分散化的投资组合带来丝毫安慰。

在哀鸿遍野的市场上，美国长期国债却一枝独秀，投资回报率高达

8%，在各种主要资产类别中首屈一指。相比之下，由于具有信用风险和期权性风险，高质量公司债券和房屋抵押贷款债券的投资回报率略逊一筹，分别为5%和2%。此外，由于具有较高的类似股权的风险，高风险的垃圾债券和新兴市场债券出现亏损，投资回报率分别只有-7%和-24%。

1998年市场恐慌时期各类资产的表现充分印证了美国长期国债强大的分散化功能。美国长期国债是纯粹的固定收益类资产，它期限长、不可赎回，而且无违约风险。在正常时期，信用敞口（credit exposure）和期权性风险（option risk）能够提高收益；但在危机时期，只有美国长期国债能够帮助投资者实现保值，解其燃眉之需。

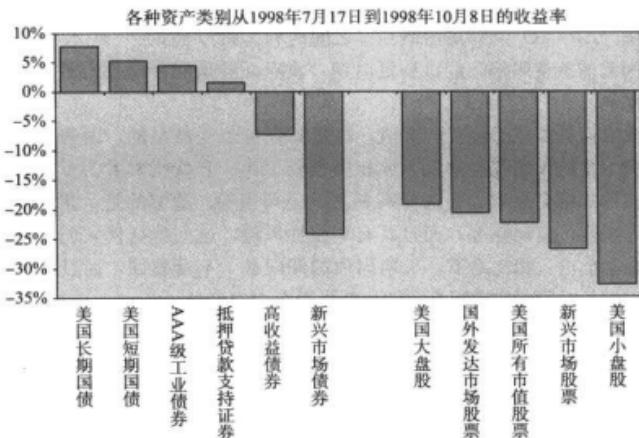


图 7-1 动荡的市场上美国长期国债能帮助投资组合实现保值

### 三、债券价格和通货膨胀

债券的投资情况比较复杂。传统的美国长期国债投资者只关注名义收益率，因为他们只希望利用长期国债的投资去履行固定义务，例如偿还欠债的名义金额，不多也不少。国债等以名义价格计算的投资工具正好符合这些投资者偿还名义债务的需要。不过，如果机构希望维持捐赠资产的购买力，就必须使资产规模增长跟上通胀步伐。对通胀敏感的投资品种能够

抵御通胀的影响，但传统国债却做不到这一点。对传统国债持有人而言，通胀率的变化会使经通胀调整后的收益率面临较高的不确定性，结果可能导致实际收益和预期收益之间出现偏离。

投资者在为固定收益类投资工具定价时，要求经通胀调整后能够产生正收益率。当持有期内实际通胀率与投资者在期初的预期水平大致相当时，经通胀调整后，债券持有人将能够获得预期收益率。当通胀率超出预期时，超预期的通胀将会侵蚀固定收益类资产支付的现金流的购买力，经通胀调整后，投资者的收益率将会令人失望。当通胀率不及预期时，较低的整体物价通胀水平将能够提升投资者收益的购买力。预期通胀率和实际通胀率之间的偏差有可能导致固定收益类投资者获得的实际收益率发生急剧变化。

当实际通胀率与预期不符时，债券通常和其他金融资产表现不同。超预期的通胀会打压债券，股票将从中受益。超预期的通缩会提振债券表现，股票将因此遭殃。当实际通胀与预期水平相差甚远时，债券的分散化功能远胜于股票。

#### 四、利益的一致性

事实证明，美国国债投资者和美国政府之间利益的一致性要好于公司债券投资者和公司债券发行人之间利益的一致性。政府几乎没有任何理由得罪债券持有人。从本质上讲，政府如果采取行动降低政府债券的价值，只会导致这部分价值从债券持有人转移到非债券持有人。事实上，如果全部政府债券均由国内个人或机构持有，那么，债券价值变化给政府带来的利和弊将分别抵消它给债券持有人带来的弊和利，只不过是导致价值从一个群体转移到另外一个群体（从纳税人转移到债券持有人，或者从债券持有人转移到纳税人）。而且，如果政府行为损及债券投资者的利益，政府未来在信贷市场上发行债券时可能会受到制约。因此，国债持有人完全不用担心政府和他们的利益不一致。

通常，国债投资者认为政府在债务管理过程中是中立方，投资者将受到公正对待，这一点不同于公司债券持有人，因为公司债券持有人和发行人完全是对立方。从1975年到1984年间，美国财政部先后十多次发行30年期国债，其中含有赎回条款，允许政府在债券到期前5年内赎回债券。赎回条款允许债券发行人以固定价格赎回债券。受经济利益驱动，只有当债券的固定赎回价格低于不考虑赎回条款时计算得到的债券价值时，发行人



才会执行赎回条款。执行赎回条款后，发行人便无须继续偿还利息高于市场水平的债务，这对发行人有利，但会伤害投资者的利益。

由于政府在债券市场中的角色比较特殊，债券市场参与者曾一度争论，政府是为了债务管理还是借新债还旧债而执行赎回条款。如果政府仅出于债务管理的目的设置赎回条款，那么由于债券持有人因此承担了不可控的内生风险，他们应该在价格上获得好处。而如果政府是为了借新债还旧债而执行赎回条款，债券持有人将实际面临遭受经济损失的风险。

2000年1月14日，债券持有人得到了有关政府赎回债券动机的答案。当时，1975年发行的30年期国债距离到期日还剩5年，财政部宣布“将于2000年5月15日以票面价格赎回票面利率为8.25%的2000—05国债”。<sup>[15]</sup>很明显，政府这次是出于经济动机，通过赎回高息债券来降低融资成本。

后来，在借新债还旧债时，美国财政部明确道出了赎回债券的经济动机。2004年1月15日发行的《公债新闻》(Public Debt News)中有篇不起眼的文章是《财政部回购票面利率为9.125%的2004—09国债》，文中政府指出，“赎回的目的是为了降低债务融资成本。这些国债9.125%的利率水平远远高于为未来五年（债券到期前）融资的现行成本。在目前市场状况下，财政部估计从赎回和再融资中节省的利息大约是5.44亿美元。”<sup>[16]</sup>换句话说，政府目前以3%~4%的利率成本进行融资，用所得资金来偿还目前利率为9.125%的债券，这样可以节约大量的利息开支。

尽管政府出于经济利益考虑，执行了利率为9.125%的2004—09国债的赎回条款，但是，投资者围绕政府是否会为了节省利息开支而执行赎回条款进行争论这一事实本身就表明了政府和它的债权人之间关系非同寻常。事实上，可赎回国债仅发行了10年，在政府发行的所有国债中仅占一小部分。而且，赎回条款仅对30年期国债的最后5年有影响。相比之下，公司发行的长期债券中的赎回条款通常更加激进。也许，美国财政部停止发行可赎回债券的目的正是为了保证它提供给市场参与者的证券的纯粹性。无论何时，在所有债券发行人中，政府与债权人之间的利益最为一致。

截至2006年12月31日，美国政府债券中有大约31%是政府支持的企业(GSEs)发行的债券。政府支持的企业中，最大的包括美国政府国民抵押贷款协会(Ginnie Mae，简称“吉利美”)、联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae，简称“房利美”)和联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac，简称“房地美”)。许多市场参与者把政府支持的企业发行的债券视作美国财政部

发行的国债的近似替代品。事实上，政府支持的企业发行的债券信贷质量参差不齐，既包括吉利美发行的享有完全信用担保的债券，也包括房利美和房地美发行的质量略逊一筹的债券。许多政府支持的企业发行的债券介于国债和企业债券之间，其安全性和确定性也介于两者之间。尽管在许多市场参与者看来，政府支持的企业违约的可能性很低，但它们发行的许多债券中包括一些期权，可能对债券投资者不利。

想要投资于纯粹的美国长期国债对许多投资者而言还真不容易。许多高质量的债券投资工具中都含有大量的政府支持的企业发行的债券，因为基金经理希望能够一箭双雕，既能获得政府支持的企业的债券的超额收益，又能使组合免遭额外风险，这一投资策略对他们而言可谓“金科玉律”。但是，政府支持的企业的信用状况可能恶化，它们也可能执行赎回条款，双重风险因素可能会损害债券持有人的利益。寻求高质量固定收益敞口的投资者要回避政府支持的企业的债券，而去选择纯粹的美国长期国债，因为它们享有美国政府的完全信用担保。

## 五、现金

投资者通常将固定收益类资产分为现金和债券。其中，现金是指一年内即将到期的票据，债券是指到期日超过一年的投资工具。对投资时限较短的投资者而言，现金是无风险资产，因为市场参与者可以合理地确定它们的名义收益率和实际收益率。当然，收益的确定性是有高昂的代价的，截至2006年12月31日的81年中，现金平均每年的收益率仅为3.7%，经通胀调整后，每年的收益率仅为0.7%，微乎其微。

因为投资者在进行组合分析时通常使用一年期作为投资时限，现金便自然地进入资本市场收益的矩阵中，被许多长期投资者误认为是无风险资产。但是，如果投资者以更合理的投资时限长期持续地分析组合收益，那么，他们将发现现金是一种风险极高的资产。

有些投资者认为，现金为捐赠基金提供了流动资金，因此是必要的，但是他们忽略了机构组合内部本身就拥有大量的流动资金。利息收入、股利收入和租赁收入均能带来流动资金，使基金能够满足支出分配需求。资产的自然流转是另外一个资金来源。债券到期、公司合并、非公开交易的资产变得具有流动性，这些都是流动资金来源。基金管理人卖出一些证券也可以产生流动资金。最后，如果投资收益、资产的自然流转以及基金管

理人出售资产产生的流动资金均不足以满足机构的支出需求，那么，投资机构可以要求基金管理人出售资产来满足机构目前的消费支出。现金会给组合收益带来拖累，与之相比，出售资产产生的交易成本显得微乎其微。考虑到现金带来的实际收益很糟糕，而且对长期投资者而言也不能作为无风险资产发挥作用，因此，在一个结构合理的捐赠基金组合中，现金不能发挥任何重要作用。

## 六、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，美国政府债券共计 3.2 万亿美元，其中，2.2 万亿美元是享有政府完全信用担保的美国国债，另外 1.0 万亿美元是政府支持的企业发行的债券。在全球所有市场中，美国国债市场的程度最深，效率最高。

截至 2006 年底，美国国债的平均到期收益率<sup>①</sup>（yield to maturity）为 4.9%，平均到期日为 6.9 年，久期为 5 年。机构债券的收益率为 5.1%，平均到期日为 5.1 年，久期为 3.5 年。

## 七、小结

美国长期国债是能够实现投资组合分散化的一种独特工具，可以用来抵御意外金融事件以及超预期的通缩。就分散化能力而言，没有任何其他资产类别能够与美国长期国债相媲美，因为后者享有美国政府的完全信用担保、无违约风险，而且不可赎回。

虽然美国长期国债的分散化功能强大，但投资者要为之付出代价。国债的安全性使投资者的预期收益率低于其他风险较高的资产。尽管长期国债持有者能受益于物价通胀水平的下降，但是，在超预期的通胀环境中，国债持有人将蒙受损失。由于国债的预期收益率较低，在通胀环境中表现不佳，因此，长期投资者对此类资产的配置不宜过多。

## 第三节 国外发达市场的股票

发达经济体的股票市场为投资者提供的预期收益与美国大致相同，但

<sup>①</sup> 到期收益率是指将债券持有到期的预期收益率。

也有两点根本区别：第一，不同市场起作用的经济引擎不同，从而造成投资收益的差别。第二，美国的投资者投资其他国家市场会受到外汇波动的影响，也就意味着投资收益增加一项变量。

发达经济体股票市场的预期收益水平基本相似。造成这种现象的因素包括：经济基础设施具有可比性，经济驱动因素相似，国家之间劳动力、货物、服务流动长期来看呈现自由化趋势等。虽然投资者对各个国家的投资热情会随着这些市场的表现起伏涨落，但长期来看，北美、欧洲、亚洲这些地区的发达经济体股市的投资收益率会与美国国内市场旗鼓相当。

事实上，自从1970年摩根士丹利资本国际公司（MSCI）欧洲、澳大利亚以及远东（EAFE）指数建立以来，该指数所追踪市场的年收益率达到10.8%，同期以美国公司为主的标准普尔500指数的年收益率为11.2%。虽然美国市场的收益率略胜一筹，但由于这样的比较对起止日敏感性较高，所以更合理的结论是：美国国内市场与国外其他发达市场的预期收益基本相当。

### 一、分散化的功能

外国市场与美国市场之间相关性不高，因此可以帮助投资者进行分散化投资。但也有分析人士指出全球经济融合会使得各国市场走势趋同，未来分散化也会打些折扣，而且有证据表明市场间的联动性确有增强之势。对分散化投资持怀疑态度的人士就举例指出1987年股灾和1998年金融危机期间全球股市无一例外的暴跌。但是这两次暴跌毕竟都是短期事件，而且在当时的市场条件下，投资者势必极度偏爱流动性和资产质量。许多发达股票市场经过这样的“齐步走”后，又开始变换队形，恢复到各自市场不同驱动因素决定市场表现的轨道上来。

以美国和日本的相对收益率为例，20世纪80年代，日本一枝独秀，收益率达到28.4%；同期除美国以外的其他国外市场收益率仅为16.5%，而美国的收益率也只有17.4%。当此轮牛市即将结束时，日本的市值甚至超越美国，一度成为世界上市值规模最大的市场。

20世纪90年代，日本的好运终于走到了头。随着经济走向疲软，日本股票市场年均收益率仅有-0.9%，同期其他美国以外市场年均收益率达到13.5%，美国国内市场更是高达18.2%。日本股市也丧失了全球股市市值之冠的宝座，其总市值甚至一度跌至美国的五分之一。这充分说明不同市

场走势明显分化，收益率各不相同，可以实现组合资产的分散化。

## 二、汇率因素

汇率风险是投资外国市场时不可回避的问题，现实的投资者并不认为外汇兑换会为投资收益加分或者减分。尽管各路神仙都不惜重墨地预测汇率走势，但是汇率究竟怎样走，没人能够摸准。因此，明智的投资者要避免外汇投机。

有些评论人士建议外国股票的持有者应该定期做外汇对冲交易，但可惜这个建议的操作性不强。因为外国股票的基金经理们无法确定持有期的长短以及头寸的大小，这样也就很难确定对冲合约的条款。综上所述，外国股票的投资者只能与外汇风险“如影随形”。

幸好相关理论研究取得了一定进展，有些金融理论家认为一定数量的外汇计价资产能够为组合的分散化起到锦上添花的作用。当组合中外汇计价资产的仓位不超过20%~25%时，将会起到降低组合风险的作用，而一旦组合中外汇计价资产超出这一范围，风险将增加，就需要进行调整。

## 三、追逐业绩

以往的经验告诉我们，当组合的核心资产相对收益或者绝对收益不尽如人意时，投资者会倾向于寻求分散化投资。例如，在1998年至2003年期间，外国市场表现较弱，累计收益率仅为-18.5%，同期美国市场的累计收益率达到-6.4%。在此期间，美国大学的捐赠基金对外国股票的配置一直维持在12.5%~13.8%的水平，说明投资者面对外国股票糟糕的投资收益依然理性地进行再平衡操作。但是随着市场表现好转，情况发生了变化。2004年外国市场整体出现飙升，捐赠基金对外国股票的配置也出现明显涨幅。从2004年到2006年的三年间，美国以外市场的年均收益率达到23.9%，新兴市场更是高达35.8%，都远远超过了美国市场13.1%的收益率。如此出色的市场表现也促使美国大学捐赠基金的经理们将外国股票配置由2003年的13.8%，一路提高至2004年的15.6%、2005年的17.4%、2006年的20.1%。但是这样的“趋势投资”通常不会产生令人满意的收益。

外国股票优异的相对收益使美国大学捐赠基金的经理们纷纷大幅加仓美国以外市场的股票，分散化也成为投资者加仓外国股票最顺理成章的理由。但是一旦这些分散投资的资产表现较弱，投资者就有可能在不恰当的

时机将其抛售。理性的投资者应该将分散化投资作为分散风险的长期政策，而非追逐业绩的一时之策。投资者要忽略市场的短期波动，将合理安排的分散化组合作为一项长期投资策略，这样才能为长期投资成功奠定基础。事实上，如果将市场表现纳入衡量范围，投资者在某些资产类别表现糟糕后对其进行投资能够增加成功的砝码。在任何情况下，外国股票都能在不牺牲预期收益的情况下成为投资者分散组合风险的一项重要工具。

#### 四、外国市场的股价与通胀

国内股票投资者通常面临这样的困局：长期来看股票能够有效地抵御通胀，但同时短期来看股票抵御通胀的效果很差。不过，外国股票投资者不会遇到类似的难题，但是这并不意味着外国股票可以作为抵御通胀的工具，因为外国股票的投资收益兑换为美元后与国内通胀之间并没有确切的联系。

#### 五、利益的一致性

投资外国股票与投资国内股票还有另一点相似之处，即投资者关系。美国投资者和外国上市公司之间利益基本一致，这一点与美国投资者和国内上市公司相同。总体来讲，无论是投资国内股票还是外国股票，投资者都可以预期上市公司管理层将为股东利益服务。

尽管美国爆出安然和世通公司等丑闻，显露了美国上市公司治理方面的弊端，但股东与管理层之间仍然存在很强的利益一致性。宽泛地讲，在一心一意追求股东利益这方面美国的公司要强于世界其他地区的公司。在有些国家，由于文化方面的原因，公司更加关注其他利益群体，如工人、债权方，甚至其他社会群体，而不完全是股东利益。还有的国家，由于公司治理结构太差，控股股东有机会转移资产，损害小股东利益。尽管外国上市公司股东与管理层利益不完全一致会对投资外国股票产生不利影响，但由于外国股票能够增加投资机会，投资者应当将外国证券纳入自己的投资组合。

#### 六、市场特征

根据 MSCI 统计，截至 2006 年 12 月 31 日，国外发达市场的市值达到 23.8 万亿美元，此时美国市场的市值为 18.2 万亿美元，也就是说 MSCI 追



踪的 22 个发达市场的市值超过了美国。在这些国家中，日本毫无争议地拔得头筹，总资产市值为 5 万亿美元，其他市场中，份额较大的有英国 3.8 万亿美元，法国 2.4 万亿美元，加拿大 1.8 万亿美元，德国 1.6 万亿美元。按洲划分，欧洲在非美国总市值中占 63%，亚洲占 26%，加拿大占 7%，澳大利亚/新西兰占 5%。

总体来看，发达国家市场（除美国外）股票市场的股息率达到 2.4%，市盈率达到 16 倍，市净率达到 2.7 倍，但存在地区差距。截至 2006 年底，欧洲的股息率为 2.7%，而日本只有 1.1%；欧洲的市盈率和市净率分别为 14.5 倍和 2.6 倍，日本则分别为 21.2 倍和 2.1 倍。

## 七、小结

由于国外发达市场的预期收益与美国国内市场大致相当，投资者建立国外发达市场股票头寸主要是为了使组合实现分散化。所谓分散化最根本的原因在于，外国市场上投资收益的驱动因素与美国市场不同，同时外汇敞口也可以帮助投资者实现组合分散化。

理性的投资者在投资外国股票市场时，无论近期表现如何，都会风雨无阻地进行投资。但是更多情况是，投资者在外国市场表现较好后，才会投资于外国股市来寻求分散化。而当这样的分散化策略产生的收益未能高于国内市场时，投资者会断然抛弃这些资产。这也就难怪这种一味追逐市场表现的分散化策略，无论是从相对收益还是从绝对收益来看都无法捡到便宜。

## 第四节 新兴市场股票

在上市有价证券领域，新兴市场投资的风险高，预期收益也高。新兴市场是指经济发展处于中等阶段的国家，既非欠发达市场，亦非发达市场。在新兴市场中，投资者面临巨大的基本面风险。在宏观层面，投资者要担心整体经济发展阶段以及证券市场基础设施的成熟度。在微观层面，投资者要忧虑初创企业的管理层素质以及利润导向。

市场评论人士经常把经济增长强劲与股市前景美好混淆起来。看一个极端的例子，在计划经济体中，资源配置规则中不存在证券市场。经济增

长很明显不能为股价带来任何影响，因为根本不存在股权类证券。再看一个不太极端的例子，有的经济体虽然实行市场经济，但资源配置效率低下，股本资本的提供方可能总是获得糟糕的收益。公司收入的大部分可能都用于支付管理层薪水、工人工资或政府税收，留给资本提供方的收益非常微薄。在良性运转的经济体中，价格和收益率会根据金融市场状况不断进行调整，但是，并非所有的新兴经济体都运转良好。投资者要想在股票市场上获利，企业必须盈利，因为投资者最终分享的还是企业利润。在新兴市场上，经济增长不一定会带来企业盈利能力增长，而企业盈利增长才是股市投资成功的基石，这便是新兴市场投资者面临的主要微观风险。

经济发展史上，许多新兴市场最终以没落告终。在一篇题为《生存》(Survival) 的文章中，斯蒂芬·布朗 (Stephen Brown) 和威廉·格茨曼 (William Goetzmann) 分析了 20 世纪初的 36 个股票交易所。他们指出：“其中一多半股市至少遭受过一次严重的交易中断……多半是因为国有化或者战争。”让那些笃信进步必然性的投资者更感痛心的是，1990 年存在的这 36 个市场中，100 多年后，整整有 15 个市场仍然被归类到新兴市场中。塞尔维亚的贝尔格莱德市场甚至未能进入 21 世纪新兴市场之列。作者略带讽刺口吻评论道：“事实上，‘新兴市场’这一说法本身就承认这些市场可能没落。”<sup>[17]</sup>

近年来，投资者在发展中市场进行投资的机会越来越多。从 1988 年起，非美国市场指数的主要编制机构——摩根士丹利资本国际公司 (MSCI) ——编制了覆盖墨西哥、约旦和泰国等八个国家的指数，用以跟踪新兴市场表现。五年后，这一指数的成员国数量增加至 19 个。相当引人注目的是，印度、韩国和葡萄牙三国被纳入该指数。到 1998 年，随着南非、俄罗斯和许多中欧国家被纳入 MSCI 指数追踪范围，其成员国总数达 28 个。2001 年，埃及和摩洛哥进入该指数，斯里兰卡被剔除。2006 年，由于投资限制以及流动性不足，委内瑞拉被剔除，新兴市场成员国减少至 25 个。

有时，有些国家从新兴市场跨越到发达市场。葡萄牙就于 1997 年完成了跨越。2001 年，希腊也完成了跨越。今后，随着新兴经济体不断发展进步，更多的国家将会跻身发达国家之列。

## 一、新兴市场的新世纪

安东尼·范·阿格塔米尔 (Antoine van Agtmael) 长期在新兴市场进



行投资，他在其著作《世界是新的》（*The Emerging Markets Century*）一书中表达了对新兴市场发展前景的乐观看法。

“随着我们进入新兴市场的新世纪，是时候重新思考我们对‘风险’一词的认识了。回想起来，我们曾经认为新兴市场危机频发、动荡不安、贫穷落后、在全球经济体中小到可以忽略不计的地步，而且高度依赖西方消费市场、保护壁垒重重；新兴市场股市监管不力、容易被操纵；机构投资者和养老金参与度不高；操纵市场和内幕交易空间很大；公司披露严重不充分。”

相比之下，发达市场在经济稳定性、技术水平、市场规模和透明度方面均遥遥领先于新兴市场。这些市场的法律框架更加完善，公司治理结构能够保护投资者利益，大量的国内养老金基金和共同基金在市场上交易股票和债券。“其他所有市场”和西方市场之间在规模、成熟度和上市公司质量方面仍存在巨大差距。

如今，在新兴市场进行投资和以往不可同日而语，因为：（1）虽然这些市场本身变化不大，但是全球化的程度更高；（2）越来越多的公司正在成为世界级公司。尽管就在不久之前，新兴市场还普遍被认为是一个高风险的小市场，但是，新兴市场国家及其公司的重要性日益提高，它们已经不再是投资组合的调味品，而是逐渐开始发挥更加核心的作用；到新兴市场投资已经不再是赌博，而是逐渐成为主流的做法。新兴市场的真实风险和人们所感知的风险已经发生了广泛变化，这意味着新兴市场应当成为投资者组合的核心部分，而非附属之物，但是，这也意味着未来新兴市场将不像过去那样激动人心。”<sup>[18]</sup>

尽管安东尼·范·阿格塔米尔支持投资者把新兴市场股票作为一种核心资产类别，但是，因为新兴市场的监管环境相对不成熟，投资经理仍需特别留意。新兴市场“未来可能不会像过去那样激动人心”，但是，它们仍然令人兴奋。

## 二、新兴市场股价和通货膨胀

美国国内的通胀和新兴市场股票收益率之间存在联系，这种联系类似于美国国内的通胀和国外发达市场股票收益率之间的联系，因此也面临同

样的问题，新兴市场股票不能作为抵御美国国内通胀的工具。尽管如此，基本商品在许多新兴市场经济体中发挥重要作用。当美国遭受商品价格上涨带来的通胀压力时，在新兴市场股市上进行投资能够部分抵御通胀风险。

### 三、利益的一致性

新兴经济体市场基础设施的发展在磕磕绊绊中断断续续地前进，毕竟，立法机构、监管层和公司管理层掌握市场的游戏规则并非一日之功。习惯于美国市场保护的投资者将发现新兴市场对他们并不友善。新兴市场的证券立法参差不齐，执法力度好坏参半，管理层对股东利益的忠实程度全凭运气。在这里，“买者自负，概不退货”。

此外，政府有时会干预投资者利益，个别情况下干预力度非常大。1998年亚洲金融危机期间，马来西亚限制其货币林吉特的兑换，从而有效地阻止外国投资者撤资。由于政府在资本控制方面的不良表现，摩根士丹利资本国际公司将马来西亚从该公司编制的一个新兴市场指数中剔除。直到1999年末，马来西亚解除了资本管制，该国才再次获得在MSCI指数中的正式成员地位。

有些新兴市场上公司行为和美国建国初期的西部蛮荒地区颇有类似之处。一位市场评论人士曾建议俄罗斯股票投资者将钱投资到那些管理层进行重大监守自盗活动的企业中，而避开那些管理层小偷小摸的公司。这一建议貌似自相矛盾，但其背后的依据是，真正有价值的企业的管理层会去偷整个公司，而价值不太大的企业的管理层只会小偷小摸。

新兴市场上，投资者和管理层之间利益的一致性不高，这一关键风险因素使新兴市场股票投资者要求较高的收益率。由于新兴市场上对法律和监管问题的定义和解决框架不健全，由此产生的不确定性较高，理性的投资者被迫要求收益率溢价。

新兴市场上，有时政府行为会造成投资者和管理层之间利益不一致。政府可能会控制当地股票的所有权和投票权，结果产生了两类股票持有人，二等外国投资者的问题随之产生。还有，虽然不常见，但资本控制会影响外国投资者自由转移资金。总之，新兴市场上的政府管制可能伤害外国投资者利益。

有时，新兴市场上公司管理层不为股东利益服务。许多亚洲国家中的一个常见的问题是，家族企业为满足家庭成员的意愿而不顾及外部少数股

东的意愿。由于缺乏透明度，这一问题更加复杂化，因为外部投资者缺乏必要的信息去识别并解决内部交易问题。

随着新兴市场逐渐成熟以及全球资本市场自由化，利益不一致的结构性问题将不再像以前那么严重。但是，由于新兴市场的法律和监管框架不尽完美，理性的投资者在向在这些市场中经营的企业进行投资时，将会要求高水平的收益率溢价。

#### 四、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，据 MSCI 统计，新兴市场股票总市值为 7.2 万亿美元。新兴市场上各国市值差异较大，印度（市值为 8 240 亿美元）和中国（市值为 8 160 亿美元）按市值大小可以排在发达市场中等水平之列，而秘鲁（380 亿美元）和约旦（300 亿美元）等国的市值却小得多。新兴市场股票资产总额中，亚洲占 53%，拉丁美洲占 20%，欧洲占 16%，非洲和中东占 12%。

截至 2006 年底，新兴市场的估值优势胜过美国，至少对那些寻求价值的投资者而言如此。新兴市场股息收益率达 2.1%，超过美国的 1.7%；市盈率为 15.6 倍，相对于美国 19.5 倍的市盈率水平享有大幅折让；市净率为 2.5 倍，与美国水平接近。

#### 五、小结

由于新兴市场上股票投资者面临的基本面风险较高，因此他们要求高水平的预期收益率。但是，从有完整数据记载的这段历史来看，投资者的风险收益率不足。从 1985 年世界银行国际金融公司（IFC）开始追踪新兴市场股票收益率开始到 2006 年 12 月，按 IFC 全球综合指数计算，新兴市场股票年收益率为 12.0%，而同期标准普尔 500 指数的年收益率为 13.1%，EAFE 指数的年收益率为 12.4%。新兴市场收益率相对低于发达市场，这意味着虽然新兴市场投资者面对的基本面风险高于发达市场投资者，但他们并未因此获得超额收益。新兴市场投资者希望未来能够善待他们。

由于宏观经济层面和微观经济层面的种种原因，新兴市场股票投资蕴含着较高的风险，但也有望带来较高的预期收益。将资产配置到新兴市场股票中有望提高结构合理的投资组合的风险收益。

## 第五节 结论

本章中我们介绍了构建一个充分分散化、股票为主的投资组合所需的关键资产类别，包括国内股票、美国长期国债、国外发达市场股票和国外新兴市场股票等传统资产类别。国内股票和外国股票是组合收益的驱动力，国债是组合分散化的利器。在组合中配置各种传统资产类别并使其充分分散化，投资者将为成功奠定坚实的基础。

传统资产类别是投资组合的基本组成部分，赋予投资组合价值并使其有别于其他组合。从根本上讲，传统资产类别的收益是由市场产生的。通过投资于由市场力量驱动收益的资产类别中，投资者可以高度相信各种资产类别将能够产生预期的长期收益，这将大大降低因积极管理不力而导致预期资产收益和实际收益发生偏差的风险。

传统资产类别交易的市场纬度广、程度深，而且具有可投资性，因此，华尔街的投资银行对其进行大量研究。投行之间的竞争使市场变得透明、高效，投资者进行公平交易的可能性也大大提升。

不擅长积极管理的投资者在构建投资组合时主要选择传统资产类别，除此之外，他们可能增加财政部发行的抗通胀证券以及房地产投资信托指数敞口，以期完善组合。擅长积极管理的投资者不仅可以通过积极管理国内股票和外国股票获得超额收益，他们还可以在组合中加入绝对收益证券、实物资产和私人股权等投资品种，依靠积极管理来获得超额收益。

## 本章注释

- [1] Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 2006 Yearbook* (Chicago: Ibbotson Associates, 2003): 27–28.
- [2] Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (New York: McGraw Hill, 2002): 6.
- [3] William N. Goetzmann and Philippe Jorion, “A Century of Global Stock Markets,” NBER Working Paper Series, Working Paper 5901 (Nation-

- al Bureau of Economic Research, 1997), 16.
- [4] Robert Arnott, "Dividends and the Three Dwarfs," *Financial Analysts Journal* 59, no. 2 (2003); 4.
- [5] James K. Glassman and Kevin A. Hassett, *Dow 36, 000; The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (New York: Random House, 1999)
- [6] Siegel, *Stocks for the Long Run*, 210.
- [7] Geraldine Fabrikant and David Cay Johnston, "G. E. Perks Raise Issues About Taxes," *New York Times*, 9 September 2002.
- [8] "Jack's Booty," editorial, *Wall Street Journal*, 10 September 2002.
- [9] David Leonhardt, "Reining In the Imperial C. E. O.," *New York Times*, 15 September 2002.
- [10] Steve Lohr and Joel Brinkley, "Microsoft Management Tells Workers There Will Be No Breakup," *New York Times*, 26 April 2000.
- [11] Jathon Sapsford and Ken Brown, "J. P. Morgan Rolls Dice on Microsoft Options," *Wall Street Journal*, 9 July 2003.
- [12] 数据来自威尔希尔协会 (Wilshire Associates)。
- [13] Ibbotson Associates, 2004 *Yearbook*, 224, 234.
- [14] Carole Gould, "Better Understanding of Bonds," *New York Times*, 27 August 1995.
- [15] Publicdebt. treas. gov, "Treasury Calls 8  $\frac{-1}{4}$  Percent Bonds of 2000—05," <http://www.publicdebt.treas.gov/com114cl.htm>.
- [16] Bureau of the Public Debt, Press Release of January 15, 2004: "Treasury Calls 9  $\frac{-1}{8}$  Percent Bonds of 2004—09."
- [17] Stephen J. Brown, William N. Goetzmann and Stephen A. Ross, "Survival," *Journal of Finance* 50, no. 3 (1995).
- [18] Antoine van Agtmael, *The Emerging Markets Century* (New York: Free Press, 2007); 307 – 8.



## 第8章 另类资产类别

本章讨论的另类资产类别包括绝对收益、实物资产和私人股权。将另类资产类别加入投资组合旨在推高投资的有效边界，在既定风险水平下提高投资收益，或在固定收益水平情况下降低投资风险。另类资产类别作为一项合理的投资工具，能够帮助投资者有效降低对传统有价证券的依赖程度，构建真正多元化的投资组合。

本章介绍的三种资产类别各具特色，也为投资组合增添不同特点。由于决定绝对收益和实物资产收益的驱动因素与其他资产类别明显不同，这两类投资起到的更多是增加多元化的作用；而私人股权投资收益的决定因素有很多与有价证券相同，然而，虽然在多元化方面作



用较小，私人股权投资完全有可能为组合带来丰厚的收益。

由于另类资产类别缺乏传统证券产品的有效定价机制，反而为精明的基金经理创造了极好的投资增值机会。事实上，另类资产类别的投资者只能采取积极型投资策略，市场上也不存在所谓的平均收益率和被动指数工具。即使取得所谓的平均收益率水平，也会令投资者感到失望。另类资产类别的长期平均历史收益率无论是绝对水平还是风险调整后的水平，都逊色于有价证券。另类资产类别的投资者只有通过高效的积极型组合管理，才可获得预期收益。

## 第一节 绝对收益

绝对收益的投资标的为有价证券品种，但特指那些被市场错误定价，或者体现市场定价的非有效性、与传统股票和债券走势不相关的有价证券品种。此类绝对收益组合体现了明显的分散投资特点。

绝对收益品种独立于市场整体表现，降低了投资风险，具体分为事件驱动型和价值驱动型两种策略。事件驱动型投资取决于某项交易的完成，例如两家公司合并或者一家公司在濒临破产的边缘获得重生等。价值驱动型投资通过空头头寸来对冲多头头寸，有效降低了投资者的系统性风险。从收益率角度讲，绝对收益策略追求高回报，与市场整体或者平均收益率水平相对独立。这点与积极型有价证券的基金经理策略不同，后者仅追求高于市场基准水平的相对收益。

由于绝对收益策略通常持续时间较短，所以短期资金成本成为衡量基金经理能力和业绩的一个合理的起点。由于采用对冲操作，如果不考虑基金经理的能力和管理费用等，投资者应该至少可以获得货币市场的回报率。<sup>①</sup>如果基金经理的投资操作起到了增值的作用，那么投资者获得的回报率高于短期利率；如果基金经理没有体现任何价值，那么投资者获得的回

<sup>①</sup> 绝对收益由于采取多空对冲（兼并套利/多空对冲）的操作策略，在投资经理的操作没有起到增值（或减值）作用的情况下，投资者可以获得货币市场的回报率。例如投资经理用资金建立一个多头头寸，而同时建立一个空头头寸，完成时投资经理将从中获得现金收益。虽然这些现金不能“落袋为安”，而是要作为融券的抵押金，但做空的操作还是获得了与货币市场利率相当的利息返还（rebate）。如果多头头寸和空头头寸有效，那么盈亏相抵，基金借此避免了系统性风险。在这种情况下，对投资人有利的一点就是获得了与货币市场利率相当的做空利息返还（short rebate）。

报率还不及短期利率。

没有积极型管理，也就没有绝对收益可言。而绝对收益投资的根本在于成功发现并利用市场上非有效定价的有价证券。如果基金经理没有创造更高的价值，投资者应该获得与货币市场利率相当的回报，这也与其承担的低风险相称。

### 一、事件驱动型策略

事件驱动型策略之所以存在机会，是由于公司合并或者重组过程很复杂。很多组合投资经理都明白：决定公司合并或者破产解决方案进度的因素与决定每日估值走势的因素是不同的。一项合并或者重组方案公布之后，还要面临法律法规的变化等，对相关信息更加熟悉的专业人士一定会比出色的非专业人士占据更大的优势；如果再配合出色的投资分析能力，积极型事件驱动投资者可谓如虎添翼。

事件驱动型投资者之所以可以获得机会，正是由于部分投资者不愿投入资源去了解复杂的公司交易背后的各种情况。至于不良证券的投资机会则是由部分投资者没有能力或者不愿继续持有一家即将倒闭的公司的股票，这会给股票带来很大的抛售压力。市场涌现出如此大的供应量，往往可以给事件驱动型投资者在介入时就提供非常有吸引力的内在回报率。

兼并套利作为追求绝对收益策略的典型代表，取决于基金经理对下列因素能否准确预测或判断：该事件最终完成的概率，可能发生的时间节点，市场对交易对价的预期等。例如一项换股交易公告后，拟被收购公司的股价一般会出现上涨，直至略低于拟收购方的出价，从而为兼并套利者提供了机会。选择卖出的投资者则是担心交易本身存在不确定性，多种因素可能导致最终交易不能达成，事件驱动的盈利因素会随之消失。兼并套利的投资者通常会在对具体交易进行谨慎分析之后，买入拟被收购一方的股票，卖出拟收购方的股票，以期合并事项结束时，扣除两者之间的价差后可以获利。由于套利者本身做多头寸已经被做空头寸对冲，所以市场整体的表现对组合的收益几乎没有影响。所以，事件驱动型交易策略成功的决定因素是兼并套利者对影响交易最终结果的相关因素的正确判断。

#### Newell 与 Rubbermaid 的兼并套利案例

1999年3月Newell和Rubbermaid两家公司宣布合并，随后的股价走

势体现了兼并套利策略的投资机会。早在 1998 年 10 月宣布合并后，Rubbermaid 公司的股票立即大涨 25%，如图 8—1 所示。交易量增加了 10 倍以上，从宣布前一周的平均每天 566 000 股涨到宣布后一周内每天交易 5 960 000 股。只能做多的（long-only）投资者利用该交易公布带来的股价上涨，选择离场，为兼并套利者创造了建仓的机会。

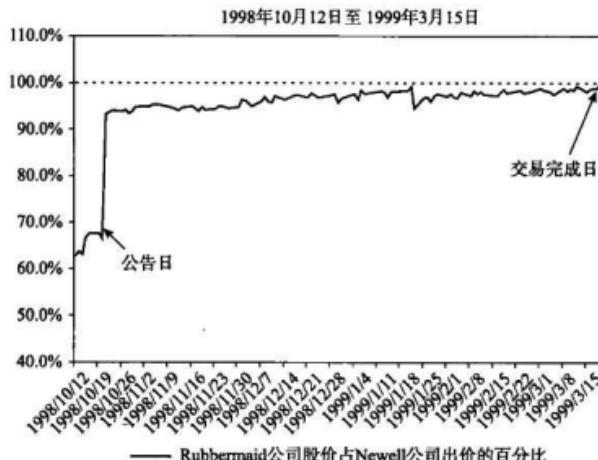


图 8—1 随着 Newell 与 Rubbermaid 合并交易日的临近，套利利差逐渐缩小

双方在最终协议中约定交易截止时（1999 年初），Rubbermaid 的股东将以 1 股 Rubbermaid 股票兑换 0.788 3 股 Newell 的股票。套利投资者如果以交易公布后的价格买入 1 股 Rubbermaid 股票（31.81 美元），卖空 0.788 3 股 Newell 股票（43.25 美元），每股将获得净利 2.28 美元。如果两家公司能够如约完成交易，套利者在结算时将持有数量上可完全对冲的多头和空头头寸，即，两家公司交易完成时，套利者可以将持有的 Rubbermaid 股票兑换成 Newell 股票，填平 Newell 股票的卖空，结束该交易。

我们不妨粗略计算这次套利行为的回报率。当 1999 年 3 月 24 日交易结算时，套利者获得了两只股票间的公告后的差额利润 2.28 美元，以及做空利息返还（short rebate）0.57 美元，总计 2.85 美元。现金流的收益可以忽略不计，因为从 Rubbermaid 获得的股利抵消了 Newell 配发出去的股利。

按照投入资金为每股 31.81 美元计算，5 个月期间的回报率约为 9%，相当于年化回报超过 20%。<sup>①</sup>

可以看出 Newell、Rubbermaid 两家公司的合并进展顺利，两公司股票间的套利利差在既定的结算日前逐周缩小。但并不是所有合并套利交易都这样顺利。1998 年 9 月达成的世通公司（WorldCom）与 MCI 通讯公司的合并案最早要追溯到 1996 年 11 月，其实当时不是世通而是英国电信公司提出要收购 MCI，如果成功，这将是有史以来最大的跨境收购。从最初的讨论谈判到最终的尘埃落定，一系列问题一直困扰着套利投资者：包括反垄断、监管机构意见、公司商业战略的改变、运营困难，甚至牵扯到了国际政治问题，当然也少不了竞争。<sup>②</sup> 无论是一帆风顺还是一波三折，套利投资者的收益更多取决于具体的事件，而非市场整体的情况。

在不良证券（distressed securities）投资领域，事件驱动型投资者关注的是公司重组带来的机会。由于破产的复杂性，很多投资者会不计代价地抛售，这就为勤奋的投资者获利创造了机会。通过预测公司“重生”的进程以及相关证券的价值，套利者的最终收益同样更多地取决于破产过程中的重大事件，而非市场整体走势。

当然，事件驱动型策略也不能够使投资者完全独立于金融市场的整体走势。例如兼并套利投资中，影响股市的因素可能会改变某一兼并完成的可能性以及走向。而在不良证券的投资中，由于投资者获得的是重组产生的一揽子证券的一部分，市场对这笔交易的最终收益有着直接的影响。尽管在事件驱动型投资与市场整体走势之间存在一定联系，事件驱动型策略还是在绝大多数情况下为组合提供了有实际意义的分散性。

在金融危机时，事件驱动型策略和金融市场的相关性如何呢？现实恐怕不会令投资者感到轻松。1987 年 10 月的股灾使兼并套利投资收益随之下降，从短期角度看，并未成为市场下跌时的避风港。随着时间的推移，投资者们意识到处在合并重组中的公司会继续履行约定的义务，市场对此重拾信心，套利收益也随之好转，投资者才终于获得了超越大盘的回报。

<sup>①</sup> 这个案例可以参考哈佛商学院案例分析《Farallon 资本管理：风险套利》（*Farallon Capital Management: Risk Arbitrage*），编号 N9-299-020，作者 Robert Howard 和 Andre Perold，发表时间：1999 年 2 月。当时 Farallon 以套利投资者的身份介入了 MCI 通讯/世通（WorldCom）合并案，案例分析描述了 Tom Steyer、David Cohen、Bill Duhamel 是怎样克服重重困难和考验通过这起并购案获得高额收益的。



通过对耶鲁基金绝对收益投资组合的评估，可以看出选择合理的时间跨度对得出的结论会产生很大影响。耶鲁基金绝对收益投资组合是由两家出色的专门从事兼并套利的投资公司管理的。这两家公司奉行保守原则，即只投资于已公布的交易。1987年第四季度的业绩为-17.9%，略好于标准普尔500的-22.5%的收益率，但却大大低于事件驱动型策略投资者的预期。尽管耶鲁投资的兼并案没有一件夭折，但糟糕的市场情况使投资者要求兼并套利提供更高的风险补偿。在1988年第一季度，套利业绩终于“爆发”，取得16.3%的收益，大大超出标准普尔500指数5.7%的收益率。如果从局部来看，1987年最后一季度，事件驱动型套利在股市整体暴跌的情况下仅取得令人失望的业绩，损失高达两位数，并未在危机期间起到保护投资组合的作用。而从整体来看，1987年最后一季度（有史以来最差的表现）与1988年第一季度（有史以来最好的表现），功过相抵，确实起到了保值的作用，而且考虑到股票市场的损失，事件驱动型策略提供了有实际意义的分散作用。

1987年10月的股灾并没有对并购交易产生明显影响，所以从这个角度讲，投资者是幸运的。然而并不是每一次股灾都可以有一个令人高兴的结局。2007年8月，信贷危机爆发，当时涉及4000亿美元的收购案面临不确定的结局。这样的担忧推高了当时仍有望顺利进行的并购案的套利收益率。第一数据(First Data)案和TXU案的兼并套利收益率都从2007年6月的不足20%飙升至8月中旬的70%。这两起公司兼并案顺利结束，为投资者带来了丰厚的回报，但很多交易还是由于危机爆发被迫搁浅。在危急的特殊形势下，市场各个方面都会受到影响，也削弱了兼并套利策略的分散投资的特征。就短期而言，包括绝对收益在内的分散化策略依然体现出与有价证券的高度相关性。尽管如此，如果在合理的投资时间跨度内进行衡量，由不同的内在因素驱动的资产类别会产生不同性质的收益。

由于事件驱动型投资者对收益率的要求从百分之几到百分之几十不等，所以建构一个足够分散的投资组合很有意义。如果没有把握找到一匹大“黑马”来抵消高昂的“学费”，谨慎的投资者应该严格控制成本。

基金经理只有擅长使用多种投资工具，才会给事件驱动型投资组合带来优势。如果基金经理只擅长某一种业务，如兼并套利，那么投资收益会像坐过山车一样不稳定。在兼并套利机会多时，收益会很丰厚，并吸引到更多资金。但如果此时好的同类投资机会减少，大量资金在手的投资经理

却又不得不把钱投出去，收益就可想而知了。

相反，如果基金经理同时擅长几种事件投资策略，把握机会的优势一定会体现。当某一种投资类别收益很少时，更多的资金自然会投向更加有吸引力的资产。如果此时基金经理能够找到其他领域中的机会，也就相当于减少了波动性，从而有可能建立一个高收益、低风险的投资组合。

## 二、价值驱动型投资

价值驱动型的绝对收益策略需要基金经理挖掘出被低估或高估的证券，进行建仓并通过对冲保值来降低市场系统性风险。如果投资人买进一个价格很有吸引力的股票组合，同时卖空等值的价格没有吸引力的股票组合，多空头寸相抵，就消除了证券市场的系统性风险。收益结果完全取决于基金经理的选股能力，使投资者无论是在多头还是空头交易上都有机会增加价值。所以价值驱动型投资者只要掌握技巧，可以做到左右逢源。

虽然价值驱动型投资策略与事件驱动型投资策略一样，与传统有价证券投资缺少相关性，但两者也有不同：价值驱动型组合投资期较长。兼并套利投资的预期投资期与公司合并或破产事件的时间表相一致，也就是说事件驱动型策略的持续时间较短，而价值驱动型投资缺少事件驱动型投资中明显的“导火索”。令基金经理感到“郁闷”的是，价值驱动型投资往往不遂人愿，低估的股票越买越跌，而高估的股票越卖越涨，也就意味着基金经理的业绩低于预期。即使没有价格的逆预期而行，多头/空头投资者判定的定价错误可能经历几年才可以“拨乱反正”。

价值驱动型策略的操作与传统有价证券的积极型管理操作有很多相同之处。例如，进行做多操作时，对经过认真研究的证券品种集中投资是投资成功的基础。进行做空操作时，同样需要自下而上的基本面分析，对高估的证券进行卖空操作。价值驱动型策略的多空操作通过卖空高估的证券增加了组合增值的机会。做空操作与做多的投资建立在相同的基础上，成功的做空组合起到的作用应该不仅仅是对冲高估的做多组合，还应该起到增值的作用。

### 做空者面临的挑战

管理做空组合会面临很大的挑战。首先，投资者经常低估被卖空企业的管理层在极端不利情况下的应对能力。即使所有事实和数据都已表明这家公司已经处于破产的边缘，公司管理层也会尽力挽救颓局。其次，这类



公司的股价走势经常与投资者的预期相反，这就要求空头头寸更加分散。如果投资者做空的一只股票价格上涨，对投资者而言会更具做空吸引力，但同时投资者也必须面对令人不安的空头头寸的进一步增加。如果最初的空头头寸不是过于集中，即使个别头寸增加也不会感到过度压力。为了进一步说明空头头寸分散化的重要性，我们可以对比空头头寸损失和多头头寸损失给组合价值带来的变化。在做多组合中，如果多头头寸价格下降，所在组合中的比重以及对收益的影响也随着降低，也有利于在更具吸引力的价格上继续做多；如前所述，空头则完全不同，空头组合必须分散化。卖空者面临来自于成功和失败的双重挑战。如果卖空的股票崩盘，卖空者的确可以从中受益，但同时随着这一空头头寸的消失，卖空者迫切需要寻找具有吸引力的下一个。所以，做多的基金经理成功的秘诀是忍得住寂寞，等待水到渠成；而做空的基金经理则像在跑步机上一样很难停下来。他们必须不断地寻找新的目标。总之，卖空的定价机制本身和周转率高的特点使做空的基金经理不得不分散化和连轴转。

除了上述一系列挑战外，卖空者还面临一些很棘手的技术难题。例如卖空者是通过借来的证券完成交易（市场上买入证券的一方在交易结算时得到的证券来源可能有二：一有可能是从卖空者手里，二有可能是从自然的卖方手里）。卖空者只有借进足够的证券，才能保持头寸完整。如果证券借出方想收回证券，则卖空者必须从其他地方继续借入，否则就失去头寸。如果赶上市场供应紧缩，卖空者就可能会面临轧空（short squeeze）。出现这种情况的通常是流动性差的公司，而这些恰恰是能够为做空者提供很好机会的公司。

做空者面临的一系列难题迫使投资者对做空组合的规模做出限制。合理的规模为成功的投资提供了良好的“土壤”，过大的资产规模为成功投资设下了不可逾越的门槛。虽然根据过往积极型基金经理的经验，价值驱动型策略可以使基金经理跑赢市场几个百分点，这种预期显得有些激进，但只要适当地控制组合的规模，多空组合的基金经理的确有望跑赢大盘。

### 三、预期回报

采用对冲策略的基金经理的目标是获得与大盘走势完全独立的回报，这是一个合理、适度的目标。设想如果一个对冲组合中多头和空头仓位完全等值，则市场上涨情况下，空头仓位的损失抵消了多头仓位的盈利；下

跌时，多头仓位的损失抵消了空头仓位的盈利。两者相互作用可以使得市场对组合的整体收益不产生影响。

因此选股能力就成为决定多空对冲组合回报的最重要因素。如果基金经理正确地选择了低估的股票做多，高估的股票做空，那么他的回报将是只做多的基金经理的两倍。

做空利息返还是多空对冲组合的另一大收益来源，因为卖空本身可以产生与货币市场短期利率水平相当的收益。当然做空利息返还产生的收益水平不足以成为采用多空策略的驱动因素。如果投资者仅仅希望获得货币市场利率水平的收益，不如购买货币市场基金，后者投资方式更加直接，且成本和风险更低。

假设多空对冲基金经理在多空选股方面的能力都与水平最高（排名前四分之一）的只做多的基金经理相当。截至 2006 年 12 月 31 日的十年间，美国排名前四分之一的积极型基金经理的年收益率超出市场基准水平 2.6%<sup>①</sup>，那么基于之前的能力假设，对冲基金经理可以超越大盘 5.2%，但可以看出这样的水平离两位数的回报相差很远。

接下来再加上做空利息返还（相当于短期利率）的收益。截至 2006 年 12 月 31 日的十年间，短期利率年均水平为 3.7%，加上之前假设的 5.2% 的选股产生的回报，水平最高的对冲基金经理在没有扣除费用前，年总回报水平可达到 8.9%。

但费用是对冲基金投资者的一大包袱。通常标准为 1% 管理费加上 20% 收益提成。扣除费用后，相当于总回报水平减去 2.6 个百分点，水平最高的多空对冲基金经理的净回报水平为 6.3%。<sup>②</sup> 可见，即使按照水平最高的传统积极型基金经理的选股水平，多空对冲基金经理的净回报率仅比货币市场利率高出有限的水平。

在多空对冲基金经理的选股水平相当于一般的积极型基金经理时，回报率更令人失望。截至 2006 年 12 月 31 日的十年间，处于中数位置的美国积极型基金经理平均跑赢大盘 1.1%。假设同样水平的多空对冲基金经理可以跑赢大盘 2.2%，加上 3.7% 的平均利率水平，总回报率为 5.9%，扣除

<sup>①</sup> 本章节提及的关于基金经理的统计数据均来自罗素/梅隆分析服务机构。罗素 3 000 指数提供被动投资的基准水平用来作为相对收益的比较。

<sup>②</sup>  $6.3 - 8.9 - 1.0 - (8.9 - 1.0) \times 0.2$ ，其中 8.9 为毛收益率，1.0 为管理费，0.2（或 20%）为利润提成，最后得出的为净收益率。

费用后，净回报为 3.9%，与全部换成现金坐享利率相差无几。

接下来再降低一个档次，截至 2006 年 12 月 31 日的十年间，处于第三个四分位水平的传统积极型基金经理扣除费用前的回报率为低于大盘 0.1%，则按上面的计算方法，同等水平多空对冲基金经理的回报率为 3.5%，已经低于持有现金的回报，扣除费用后的净收益更是只有 2% 左右，失败的积极管理令投资者收益远不如持有现金。

尽管经验证明投资者将资金交给中等水平或者更差的多空对冲基金经理，收益会远远低于预期，但这并不妨碍基金经理提取可观的管理费用。不仅 1% 的管理费“雷打不动”（与传统积极型基金经理报酬水平相当），按照惯例还要再加上 20% 的收益提成，正如前文计算得知，水平最高的对冲基金经理可以获得总投资的 2.6% 作为报酬，这相对于不到 10% 的回报率已经相当高；水平居中的基金经理也可以提取到总投资的 2.0% 作为报酬，即便那些回报率水平还不及现金回报的基金经理也“毫不含糊”地提取。属于中等水平以下（排名处于第三个四分位）的基金经理，提取的费用也占到总投资的 1.5%，这些表现很差的基金无异于在投资者的“伤口上撒盐”。

以上的例子阐释了积极管理在多空平衡的对冲组合中的重要作用。如果没有进行积极操作，业绩势必令投资者感到失望。而多空对冲基金经理又必须做多和做空操作都非常出色（相当于传统积极基金经理前四分之一的水平），才可以“对得起”投资者支付的可观管理费用。如果投资者自认为无法甄别哪些基金经理是“强中强”，还是最好采取被动的投资策略。

耶鲁的绝对收益组合提供了一个投资者在获得高收益的同时也很好地进行了多元化投资的范例。早在 1990 年耶鲁基金就将绝对收益作为一项独立的资产类别进行投资，截至 2007 年 6 月 30 日，该组合 17 年间的平均年回报率达到 13.2%，而作为风险水平标志的回报标准差仅为 5.7%。优异的收益风险比表明耶鲁的基金经理成功地利用了市场出现的异常情况。<sup>①</sup>从分散投资的角度看，绝对收益组合起到的独立于大盘的效果远超过投资者预期，组合收益与股票和固定收益基本没有相关性：耶鲁绝对收益组合与威尔希尔 5 000 指数和雷曼兄弟政府公司指数（Lehman Brothers Government Corporate Index）的相关度均仅为 0.02。

<sup>①</sup> 夏普比率（Sharpe ratio），用来衡量单位风险能够带来的超额回报。耶鲁的绝对收益组合在 17 年的投资期限中，夏普比率为 1.8。与之相比，同期国内股票和固定收益的被动投资夏普比率分别为 0.9 和 0.7。

### 1. 存活者偏差和回填偏差

绝对收益投资与其他另类资产类别有一点相同，都缺乏一项基准指标供投资者参考比较或者准确定义。另外，由于机构投资者将绝对收益列为单独的资产类别的历史并不长，相关定量指标便比较难以确定。其他另类资产类别，如以房地产为代表的固定资产、杠杆收购和风险投资，动辄有三十几年的数据，相关机构的表现一目了然，特征也很容易捕捉；而绝对收益策略缺乏这样翔实的数据，因此投资者也只能通过其他方式来获取其特征信息。

对有价证券基金经理的评估中，有两项指标一定要引起投资者和研究者的注意：即存活者偏差和回填偏差。无论是股票型还是债券型基金经理，资金的流动性也带动着基金经理的“流动性”。随着业绩差的基金经理离开（存活者偏差），业绩好的基金加入阵营（回填偏差），无形中影响了评估积极型投资经理回报的标准。

有价证券领域体现出来的基金经理的高流动性，在流动性较差的私人资产领域表现不是十分明显，因此数据的偏差也较小。机构投资者在选择房地产、风险投资和杠杆收购基金时，倾向从一个比较固定的范围内选定，这也保证了相关机构数据的相对一致性。同时私人资产基金的“合伙”特性决定了投资者不会轻易离开，而是始终“在一条船上”，无论基金业绩如何，无论投资者对基金经理信心如何，都要等到资金合约期满才能见分晓。

绝对收益策略的统计数据受到存活者偏差和回填偏差的影响尤为明显，主要原因是基金高流动性和相对不稳定（不成熟）的特点。随着大量采用绝对收益策略的基金陆续倒闭，它们的失败业绩也被剔除掉，同时大量的流动性将一些风险调整后收益率水平很高的新基金推入了人们的视野，这无疑会对最终结果产生影响。换句话说，正是由于流动性强使基金“进”“出”统计范围相对容易，表面数据掩盖了下面的暗潮涌动。

对冲基金作为投资领域的新生儿，历史数据的统计很难真正说明问题。业绩差的基金倒闭的速度使存活者偏差对历史数据带来很大的影响。由于在某一个时点不可能记录所有过去失败基金的业绩数据，编辑起来的数据在一定程度上抬高了实际的整体水平。如果是历史统计相对完整和全面的有价证券的数据库，存活者偏差虽然是个严重的问题，但在一定程度上是可以量化的；而如果是对冲基金，数据本身就十分缺乏，覆盖面也不够广，存活者偏差则很可能传递出很不准确的信息。

尽管有些数据统计尽可能地将失败的基金也包括在内，但是对历史收益水平的统计是很难完整的。主要是由于这方面的数据编辑需要依靠对冲基金自身的诚实度。业绩不佳的对冲基金要将真实的经营情况如实上报至第三方，一定会经历一番心理挣扎，因为业绩的曝光可能会带来品牌危机。

长期资本管理公司不失为存活者偏差的很好的案例。公司当年的倒闭曾险些引起全球金融体系的崩溃。据《纽约时报》报道，在对冲基金数据提供商特利蒙特资本管理公司（Tremont Capital Management）的统计中，长期资本公司的业绩仅存在至1997年10月，即公司倒闭前一年左右。

长期资本公司从成立之初（1994年3月）至终止报告业绩（1997年10月），平均每年为投资者带来的净回报为32.4%，这一成绩对于如此大规模的资产来说，可谓令人眼前一亮；长期资本公司的早期数据显然推高了整个对冲基金的业绩表现。就在长期资本公司停止向外界报告业绩后，从1997年10月至1998年10月公司正式倒闭，回报（如果也可以称为回报的话）是多少呢？-91.8%。但是可惜的是，这一数据并没有在特利蒙特的数据中得到体现。

从报告期内年平均回报率32.4%到长期资本公司存在期间年平均回报率-27.0%，这中间的差距足以令所有人大跌眼镜，这就是“幻觉”与现实的差距。从另一个角度讲，长期资本公司早期的骄人业绩对对冲基金业绩的“泡沫化”作用以及对投资者的误导作用不容低估。

对冲基金收益率的数据不仅受到存活者偏差的影响，同时也受到回填偏差的影响。20世纪90年代对冲基金兴起时，只有业绩突出的公司浮出水面，吸引了市场评论人的注意并赢得投资者的信任，而业绩一般的基金则隐藏于背景中。业绩好的公司既赚到了钱，又赚了人气，也为统计范围内的基金业绩做出了更多的贡献。很多新的对冲基金由于业绩出色，被纳入统计范围，也就是所谓的回填偏差。这些“新人王”粉饰了过往数据，夸大了对冲基金的真实回报。

针对存活者偏差和回填偏差的学术研究得出了一些令人惊愕的结论。耶鲁管理学院的罗杰·伊博森在对3500只对冲基金的十年研究中发现，存活者偏差增加了2.9%的收益率，回填偏差增加了4.6%的收益率。<sup>[2]</sup>换句话说，仅统计方面的偏差就将收益“增厚”了7.5%，在一个百分点的十分之几就可以决出业绩胜负的基金领域，这样的偏差令人瞠目。普林斯顿大学的伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）通过对一个知名数据库的研究发现，

1996年被统计到的对冲基金中，2004年时有超过四分之三已经不存在了。<sup>[3]</sup>不难想象现存基金的业绩数据一定比已经倒闭的要好，但意料之外的恐怕是两者之间的年回报水平差距达到7.4%。据马尔基尔预测，存活者偏差平均每年“贡献”4.4%，回填偏差平均每年“贡献”7.3%。伊博森和马尔基尔的研究令人实在难以对对冲基金数据产生信心。总之评估对冲基金的预期收益，一定不可忽略存活者偏差和回填偏差的影响。

## 2. 对冲基金与市场相关性的风险

不妨将对冲基金分为两类：一类回避市场风险，另一类接受市场风险。回避任何市场风险的投资者，不用运用技巧，但只能够得到与货币市场利率相当的回报。这一点可以从对同时做多和做空的基金经理的回报分析中得到验证。如果没有将资产置于系统性市场风险之中，又希望获得超出持有现金的回报，只有一种办法，那就是超强的积极型管理。

市场上的绝大多数对冲基金策略处于种种系统性风险之中。事实上，高盛和美林分别建立了合成对冲基金以模拟对冲基金的系统性风险因素。美林的合成指数（Factor Index），采用了标准普尔500指数、罗素2000指数、MSCI新兴市场指数、美元指数，以及一个月的伦敦银行间隔夜拆借利率（LIBOR），赋予这些指数一定的权重，以产生与对冲基金研究指数（Hedge Fund Research Weighted Composite Index, HFRI）相近的收益。美林一直强调该合成指数与对冲基金研究指数之间有很强的相关度，2003年6月至2006年6月间，二者之间的相关度达到95%。美林宣称其合成指数可以“成本更低地、更加透明地、流动性更好地”复制对冲基金的回报。<sup>[4]</sup>

对冲基金可以进行被动操作的想法是不合逻辑的。对冲基金的投资策略就是通过积极的对冲投资抵消市场风险。如果可以消极地通过一揽子指数来解释和复制对冲基金的回报，只能说明对冲基金经理没有尽心尽力工作，而投资这些对冲基金与买一般商品也没有本质区别。其实投资者只需要自行改变在标准普尔500指数、罗素2000指数等上的配置就可以得到美林合成指数的所谓对冲基金回报效果，所以清醒的投资者不会将自相矛盾的被动对冲基金加入组合中。

打着对冲基金的幌子收取高额管理费的最极端的例子，就是一些基金经理建立的合伙制基金，美其名曰对冲基金，实则进行的完全是单边做多的操作（没有对风险进行对冲），但却按照对冲基金的行规收取20%的收益



提成。基金经理提取的这 20% 的回报，完全归功于市场力量，而非自己可操控的因素。合理的提成收费标准应该是由于基金经理通过自己可以掌控的因素使资产增值的部分。如果是实实在在的单边做多的基金，基金经理能力超群，所操作的基金大幅超越标准普尔 500 大盘股基准指数或者 EAFE 海外基准指数，那么基金经理获得一定合理的收益提成也无可厚非。因为超越基准指数即意味着实现资产增值，获得其中一部分利润合情合理。但根据对冲基金的行规，基金经理只需要在归还投资者原始投入后，就可以按照一定比例进行提成，相当于没有经过与任何基准指数进行比较，而仅仅是因为进行操作就可以在管理费之外，获得收益提成。正是这样的收费标准使得绝大部分对冲基金都不是在为了投资者的利益进行操作。

所以要对市场上的对冲基金进行评估是一件非常困难的事情，即便是经验非常丰富的投资者也往往不能做到“火眼金睛”。投资者很难分辨哪些收益是由于市场因素造成（顺势或者逆势），哪些是由于基金经理自身的水平造成（超群或者拙劣），特别是基金经理在多个市场同时进行操作，而且对仓位频繁进行调整的情况。现实是，无论投资者对对冲基金的认识是否增加，对冲基金经理对并非由于自身因素带来的回报享受提成的情况照旧。

#### 四、绝对收益与通胀

由于绝对收益投资的短期性，成功的绝对收益组合应该对短期融资成本高度敏感。在事件驱动型的交易策略中，无论是兼并事件还是不良证券交易，交易应该在数月内完成，最长也不过一两年。因此采用这类操作策略的投资者会将融资成本纳入考虑范围，这样的交易也往往体现了市场现行的融资成本。而价值驱动型策略（采取同时做空和做多的策略）当中涉及的做空利息返还也相当于短期的利率水平。所以正如货币市场利率与通胀水平息息相关，对短期融资成本高度敏感的绝对收益组合也体现了通胀水平。

#### 五、利益一致性

对冲基金的合约中规定对冲基金经理可以提取利润的一部分作为报酬，这种与期权类似的规定损害了投资者的利益。如果对冲基金盈利，很大部分会被对冲基金经理分走，而如果出现亏损，则全部损失都要由投资者独自承担。这样极不对称的利润分配结构显然明显偏袒基金经理。

尽管不能完全解决对冲基金激励机制的弊端，但有一种办法可以缓解基金经理与投资者利益的分化现象，即对冲基金经理拿出自己的资产与投资者共同投资。如果对冲基金表现优异，则对冲基金经理既可以从投资者盈利中得到提成，又可以从共同投资中直接获利；如果对冲基金表现不佳，基金经理至少也可以分担一部分损失。但这要求共同投资一定不要做表面文章，而要达到一定比例才可以达到缩小基金经理与投资者利益分化的目的。

## 六、市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，对冲基金行业共有 12 500 家公司，控制的股本规模达到 1.5 万亿美元。<sup>[5]</sup>由于很多基金运用高杠杆进行操作，这些对冲基金可以操控的资金规模远远高于股本水平。在这 1.5 万亿美元中，8 800 亿美元采用的操作策略都可以归在绝对收益策略范畴。

## 七、小结

绝对收益策略需要进行积极投资管理，因为如果基金经理和投资者不接受市场风险，或者不主动发现市场错误定价的现象，就只能获得与货币市场相同的无风险利率水平，而且绝对收益的定义本身也表明采取该策略的投资收益与传统有价证券缺乏相关性。此类资产类别的基础是对个别证券估值不合理现象加以利用。采用事件驱动型策略的基金经理恰恰是利用主流证券分析员回避的复杂的兼并等事件进行投资；而采用价值驱动型策略的基金经理则是通过挖掘高估和低估的证券品种达到资产增值的目的，建立可对冲的多空头寸，以减少市场力量的影响。所以成功的绝对收益组合应该是高收益、低风险，而且能够达到分散投资的目的。

会被绝对收益策略吸引的投资者都相信只要将资金交给市场上最优秀的基金经理，他们一定能够在极少束缚的情况下，无论传统有价证券如何波动，都能取得很高的收益。一些成熟的机构投资者的经验的確证明了成功的绝对收益组合可以取得很高而且与市场相关度低的收益，对投资者的组合起到很好的分散投资且极大增值的效果。当然，投资者要成功地找到、留住并管理这样高质量的基金经理也必定要投入很多资源和精力。

然而市场上传播的对冲基金的美好数据与实际情况严重不符。学术研究成果表明存活者偏差和回填偏差很大程度上“美化”了对冲基金的历史



收益数据，达到了5%~15%的程度。如果投资者清晰地看到了对冲基金的实际回报，应该会对投资对冲基金三思而后行。

对于对冲基金的投资者而言，除了要具有“火眼金睛”，筛选出真正出色的基金经理，还要接受很高的管理费用：对冲基金的投资者通常要面对类似期权的费用合约，约定基金经理可以分享投资者的利润（而且比例不小）。解决投资者与对冲基金经理利益分化的很好的办法是基金经理拿出私人资产，以足够大的比例与投资者共同进行投资。

挑选基金是一件需要花费很多精力的事情，马虎草率不得。即使经验丰富的机构投资者也需要动用大量的资源对基金经理进行评估。尽管对冲基金的收益在很多投资者看来很具有吸引力，但如果投资者的资产交给的不是真正优秀的基金经理，结果恐怕会令人非常失望。如果基金经理不具备高超的选股能力，即便采用绝对收益策略，也只能获得与货币市场利率水平相当的收益。而对冲基金合约所规定的高额管理费用和收益提成，会将最终经风险调整后的回报降低到令投资者不能接受的水平。总之，对于采用绝对收益的投资者而言，获得风险调整后的超额回报并非易事。

## 第二节 实物资产

实物资产投资是指通过投资工具获得与通胀密切相关的实物资产的所有权。包括大学捐赠基金在内的很多投资者都希望所持投资品种能够抵御通胀，从而抵消通胀敏感债务增加的风险。本节所涉及的实物资产包括通胀保值债券、房地产、森林、石油和天然气。

不同的实物资产抵御通胀的能力也不相同。通胀保值债券（TIPS）通过与消费物价指数（CPI）挂钩，严密追踪通胀走势。油气储备价值的变化直接反映了能源价格的变化，而能源价格是通胀中的重要因素。与能源相比，林木价格虽然在总体价格通胀中起到的作用较小，但也反映了物价的变化。房地产与通胀的关系，虽然不如能源和林木那样直接，但也间接相关。如果房地产市场不存在过冷或者过热的状态，房地产市场和通胀之间的相关性会更加明显。

实物资产组合除了能够抵御通胀外，还可以提供充足的现金流和非常有吸引力的总预期回报（绝大多数情况下）。与投资于单纯从价格涨跌中获

利的大宗商品价格指数不同，投资者还可以从精心配置的实物资产组合中获得超越价格上涨收益的内在收益。例如，油气储备投资在过去二十年中产生了低双位数的回报率，高于同期能源价格的涨幅。实物资产组合带来的内在回报加上价格回报使这种投资工具胜于单纯的价格回报投资工具。

除了我们接下来要介绍的通胀保值债券和能够提供高回报的房地产、油气和森林，未来实物资产投资的品种还会不断扩大。单纯大宗商品的投资对理智的投资者吸引力不大，因为长期来看，投资回报率与通胀水平大体相当。与大宗商品相比，TIPS 同样获得与通胀水平相当的收益率，承受的风险却小得多。油气和森林的投资也因为可以令投资者获得超出商品价格本身涨跌以外的内在收益率而明显较大宗商品更胜一筹。如果市场上出现类似给予投资工具商品属性而同时能够获得一定内在收益率的投资标的，也将成为实物资产的可选投资品种。

投资者希望抵御对通胀敏感的债务上涨的风险，在此情况下，实物资产成为组合的重要组成部分。同时实物资产投资标的由于与通胀息息相关的特性，可以起到分散投资的效果，再加上实物资产组合可以产生超出商品价格本身涨跌以外的内在收益率，这些特点都使实物资产成为资产配置中重要的选择。

## 一、与通胀有关的债券

### 1. 概述

美国财政部 1997 年 1 月开始发行通胀保值债券（Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS），为以美元交易的投资者提供了新型的重要的投资工具。TIPS 通过按通胀水平调整本金来保护投资者免受通胀带来的损失，为投资者在通胀环境下提供了保护伞。TIPS 采取的是基于浮动本金额的固定息票率，因此利息和本金都反映了通胀水平。

由于信用度高，而且已经为投资者屏蔽掉通胀的风险，所以 TIPS 的投资回报率不是很高。根据雷曼兄弟公司的统计，投资 TIPS 的实际回报率在调整通胀后仅为 1.3%~2.5% 的水平，平均回报率为 1.9%，这是投资者为了获得利息和本金体现通胀水平的双保险而付出的代价。

固定本金的国债为投资者提供了无风险的投资工具，可以令投资者获得一定的名义收益，而 TIPS 通过浮动本金也为投资者提供了无风险投资工具，区别是投资者获得的是实际收益。由于两种债券的发行方都是美国财



政部，因此都没有违约风险，本金和利息的支付结构等也有相似之处，所以很多市场人士都将普通的债券与 TIPS一同归类。而且事实上，就连创造了最为广泛使用的债券指数的雷曼兄弟公司最初也将 TIPS 与普通国债归为一类。

这种归类方法的错误之处就在于没有认识到非预期之内的通胀或通缩对这两种债券产生的影响本质上不同。一旦出现非预期内的通胀，普通国债投资者会受损，因为固定支付的本息导致购买力相对下降；而 TIPS 的投资者则不会受损，因为收益会随着物价水平的提高而增加。如果出现非预期内的通缩，普通国债投资者会受益，因为固定支付的本息导致购买力相对上升；而 TIPS 的投资者会因此受损，因为投资者获得的利息会随本金价值的缩水而减少，虽然最终本金面值的支付不会受到通缩影响。所以 TIPS 绝对不应该与普通国债被归为一类，而是应该被归在实物资产的范畴。

接下来直接比较普通国债与 TIPS 的到期收益率。以 2011 年 1 月 15 日到期的普通国债与同时到期的 TIPS 为例，普通国债的票息率为 4.25%，TIPS 的票息率为 3.5%。截至 2006 年底，普通国债和 TIPS 的到期收益率分别为 4.7% 和 2.4%。由于两种债券的信用风险和到期日完全相同，因此两者收益率的差别 2.3% 完全来自市场对通胀的预期。换句话说市场认为在债券到期之前通胀水平将达到 2.3% 的水平。如果到期时通胀率高出这一水平，则 TIPS 的投资者受益，反之则普通国债的投资者受益。

TIPS 的投资者还有可能在到期时得到额外的收益，因为 TIPS 会在到期时支付经通胀调整后的本金或本金面值，两者中取其高。因此在通缩的情况下，投资者获益于没有“打折”的本金面值；在通胀的情况下，保证到期最低按面值收回本金的权利在 TIPS 发行时最有价值。如果之后物价继续上涨，按通胀水平调整后，投资者获得的本金也随着通胀上涨，相对于面值产生一定盈余。如果之后发生通缩，累积的盈余会逐渐消失，直到回落到面值水平，这时投资者如果希望最大限度地利用 TIPS 的面值保护机制，就要不断将所持有的 TIPS 滚动换持为最新发行的 TIPS 债券。

一些外国政府也发行了大量的通胀保值债券，包括英国、加拿大、瑞典、法国、意大利、德国、希腊、日本、澳大利亚、新西兰等。然而对美国内投资者而言，对于外国发行的通胀保值债券应该保持谨慎。因为这些国家发行的债券通常都用本国货币进行支付，投资者将要面临外汇兑换的风险。也就是说，投资者将面临双重风险，一方面是外国的通胀水平与美国的通胀水平之间的差异能否产生正收益，另一方面是外汇兑换回美元

时产生的风险。所以投资者寄希望于外国通胀保值债券能够帮助抵御美国通胀的意愿很可能落空。

同时美国的一些公司也会发行通胀保值债券，这些债券与普通公司债券一样都面临信用风险高、流动性差以及降低吸引力的赎回条款等问题。同时投资者还要考虑在高通胀环境下的情形，一方面通胀保值的公司债券为投资者提供了很好的保障，但同时高通胀下这些公司能够兑现承诺的可能性却大大降低了。

### 2. TIPS 与通胀

TIPS 提供了很好的抵御通胀的投资工具，因为这项产品设计的本身就是使投资回报与通胀水平之间直接挂钩。对投资者而言，看中的正是两项优势的合并：第一，无风险的美国政府信用担保，第二，从计算角度看完全反映通胀的设计理念。

### 3. 利益一致性

TIPS 与普通国债一样，在借方和贷方之间达成了利益的一致。私人的借贷关系就做不到这一点，借方总是以损害贷方利益为代价。由政府信誉担保的债券会尽量在借贷双方之间达成公平的交易。

美国财政部为了推广 TIPS，不断在强调这种产品对借贷双方的益处。从贷方的角度，TIPS 提供了很好的组合分散投资的工具；从借方的角度，TIPS 可以帮助财政部扩大投资者来源，降低资金来源的风险。<sup>[6]</sup>正是这种在借贷双方中保持公平的角度使美国政府区别于私人领域的借款方。

### 4. 市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，发行在外的 TIPS 仅 3 690 亿美元。自 1997 年 1 月由美国财政部发行以来，TIPS 已经成为一项很有价值的分散性投资工具。2006 年年底 TIPS 的实际收益率（调整通胀后水平）平均为 2.4%（距到期日 9.6 年，久期 6.4 年）。

### 5. 小结

尽管 TIPS 仅占到普通国债规模的 17%，对投资者仍不失为很有吸引力的投资品种，再加上无风险的美国政府信用担保，TIPS 已经成为衡量其他通胀敏感类投资工具的一项重要基准。

## 二、房地产

### 1. 概述

房地产投资者享有收益的同时，也面临投资风险，而投资标的也是多

种多样：办公地产、公寓楼群、工业库房、零售地产等。高质量的房地产投资由于存在长期租赁关系，租户信誉良好，为投资者带来充足的现金流。稳定而强劲的现金流意味着房地产标的的估值也相对稳定。相反，如果房地产项目不能够带来稳定的现金流，会出现剩余价值短期内的波动，通常发生在租期届满或者存在转租风险时。极端的情况是，项目完全不产生现金流，此时投资投机成分更大，因为项目估值完全取决于未来租赁情况。

房地产投资兼具固定收益和股票的特点。固定收益的一面是指由于出租方与租赁方存在合同关系，投资者可以获得定期的收入，因此长期租赁合同占据主导地位的房地产投资与债券投资类似。股票的一面是指对目前或未来闲置面积潜在租赁收入的预测计算出剩余价值。没有租赁方或者租赁期较短的地产项目投资更像股票投资。

理想的房地产投资标的是指地理位置优越、租赁情况良好的高质量地产项目，投资者可以根据已经出租的情况，一方面预计定期租金收入，另一方面预测未来合理时间范围内闲置面积的出租前景。但有些项目不符合核心投资标的标准，理由是需要经营管理的环节太多，使这类房地产投资与股票投资更加类似，例如待开发的空地、正在兴建的开发项目、经营类酒店等。这些项目投资的收益更多地依靠经营经验才能够产生现金流，因此失去了房地产项目投资的特点。

## 2. 风险与回报特征

从投资回报与风险比的角度讲，房地产投资介于债券和股票之间。租金收入与债券投资类似，而剩余价值与股票投资类似。投资收益也介于债券和股票之间。根据统计机构伊博森的计算，过去 80 年股票年均回报率为 10.4%，债券为 5.4%。介乎于这两者之间的房地产投资的年均回报率应该可以高出债券 2.5 个百分点。

事实上过去 20 年的统计数据也显示房地产投资的回报率的确介于股票和债券之间。自 1987 年至 2006 年房地产投资整体回报率为年均 8.4%，同期标准普尔 500 指数的回报率为 11.8%，中期美国国债回报率为 6.5%。<sup>[7]</sup>这一结果也验证了投资者对房地产回报率的预期。

确定房地产项目的估值相对于其他风险性高的投资标的来讲要简单些。因为只要市场处于供求平衡状态，决定房地产项目市价的最重要因素就是重置价格。事实上，房地产估值为托宾的  $q$  值提供了最好的诠释。托宾的  $q$  值是指市场价格与重置价格之间的比值。如果某项房地产项目的市价超过

重置价格，对投资者而言，更加理性的投资应该是在附近区域重新建设同类建筑。因为很明显，建造新楼的成本收益比优于收购高估的已有建筑。相反，如果重置价格高于市价，那么重新进行开发就没有意义了。因为建造新楼的成本收益比不如收购低估的已经存在的楼宇。此时理性的投资应为购买已经存在的楼宇，这样也使得市价慢慢向重置价格靠拢。

托宾的  $q$  值在房地产投资中有很大的用武之地。重置资本成为既易确定、又易观察的变量指标。在股票市场中，托宾的  $q$  值用来帮助投资者评估个别公司、不同行业甚至整个大盘。但是现在公司涉及面过广，确定重置成本已经不再是易事。相对来讲，评估一个零售型商场的重置成本要容易得多。很多有经验的投资者正是通过衡量一座建筑资产的重置价格，把重置价格高于市价的机会作为重要的投资标准。

### 3. 上市与非上市房地产企业

房地产投资的一大特色就是投资者可以从大量的上市与非上市的投资标的中进行选择，二者的区别也仅存在于形式，而非本质；无论是上市还是非上市的房地产投资，投资者都面临专属于房地产的机会和风险。

房地产投资中一项特殊的标的为 REIT (real estate investment trust)，全称为房地产信托投资基金。与一般的公司不同，REIT 不必缴税，但前提是 REIT 必须将 90% 以上的应缴税收入分配给投资者，而且 75% 以上的收入来自于租金、房贷和房产销售等业务。<sup>[8]</sup> 可以将 REIT 看作是这样一种结构：经过 REIT 的证券投资回报不经过扣税直接流向证券持有者，之后如有任何相应缴税义务，由证券持有者承担。上市与非上市的房地产投资都可以采用 REIT 的形式。

尽管房地产投资中，投资者可以通过投资上市与非上市公司两种渠道建立头寸，但常常上市房地产公司的交易价格偏离公允价值。绿街 (Green Street) 顾问公司是一家业内很有实力的调查公司，主要研究上市的房地产公司交易价格与公允价值之间的差距。他们的研究成果会让短期投资者对房地产公司的投资望而却步。根据绿街的测算，1990 年间房地产公司的证券价格曾经低于公允价值 36%，而到了 1993 年由于股票市场发生逆转，房地产公司溢价 28% 进行交易。交易价格与公允价值的“阴”、“阳”不断交替。1994 年末房地产公司又出现折价 9% 交易，而到了 1997 年投资者付出了 33% 的溢价购买房地产公司的证券。20 世纪 90 年代末至 21 世纪初，虽然股市很火爆，但由于房地产市场本身状况不佳，房地产企业的交易价格

相对折价一度达到 20% 以上。随后股市转入熊市，房地产交易标的却一枝独秀，至 2004 年初，相对于公允价值的溢价达到 22%。截至 2006 年，交易相对平稳，仅维持在 2% 的溢价水平。<sup>[9]</sup>可以看出，房地产上市公司交易价格与公允价值之间常常发生大幅度偏离，这也意味着上市与非上市房地产企业的投资回报相关度很低。<sup>[10]</sup>

这样的价格剧烈波动对草率的短期投资者造成很大困扰，高买低卖对投资收益会产生明显影响；而精明的投资者则可以利用交易价格与公允价值之间的差距进行低吸高抛。较长的投资时限使长期投资者可以不受短期市场“噪音”的影响，既可以利用价格与公允价值之间的差距获利，也可以利用平均成本法（dollar-cost averaging）在价格明显偏离公允价值时进行进出操作。

尽管有例外，上市房地产公司证券通常能为投资者创造成本相对低的介入高质量房地产资产的投资机会。交易价格与公允价值之间的差别相当于提供了非常有吸引力的构建组合的条件，但是投资者需要谨慎对待市场研究人士的分析。当 REIT 价格低迷时，研究员给出的结论往往是上市交易的 REIT 应该相对私有资产享受折价，具体理由无外乎流动性差、管理层能力欠缺、各项费用高、REIT 的结构不够灵活等；而当 REIT 受到市场追捧时，同样一位研究员给出的理由（对 REIT 的评价）竟然完全相反，不过倒也“登对”：上市交易的 REIT 就应该享受一定溢价，具体理由是流动性好、管理层经验丰富、经营具备规模效应、REIT 的模式具有优势。总之，无论哪一派别观点，理智的投资者应该在进行 REIT 折价交易时将其纳入组合，而在进行溢价交易时加以回避。

#### 4. 积极型管理

房地产投资中定价的非有效性和房地产项目的可操作性为积极型投资者提供了很好的机会。投资者可以通过对项目的精心选择和悉心经营，提高收益，降低风险。

房地产投资的特性决定了可以采取积极管理的方式，错误定价经常给敏锐的投资者带来机会。判断房地产价格高估或者低估并不是一件不可完成的任务，房地产投资有一系列可供参考的因素。重置成本为地理位置较好的地产价格提供了很好的参考数据。通过对出租数据的分析、对未来出租率和剩余价值的预测可以比较容易地预测未来的现金流。同时可比物业的销售数据反映了投资者购买同类房地产的意愿高低，从而可以得到某处

房地产的预期现金流。总之，对房地产投资进行积极型管理的优势在于有很多其他资产类别不具备的指标可供参考，包括重置成本、现金流折现、可比物业的销售数据等。

### 收购索尼大厦的案例

索尼大厦的收购案例对房地产估价有很重要的借鉴意义。1993年道格拉斯·埃米特（Douglas Emmett）收购了位于加州柏班克（Burbank）地区的索尼大厦。事件的背景不得不提当时的房地产崩溃。在20世纪90年代初期房地产行业面临相当严峻的局面，洛杉矶是受冲击最严重的市场之一，该地区A级办公楼的闲置率达到了24%，办公楼价格也因此狂跌。举个例子，在一次标志性交易中，被称为“坟墓舞者”的山姆·泽尔（Sam Zell）以1亿美元买下了加州广场二号（Two California Plaza），出价仅相当于几年前建造这幢大楼所需成本的四分之一。

柏班克地区的房地产行情由于良好的基本面，表现相对坚挺，但由于比邻洛杉矶，价格下跌也在所难免。在这种情况下，可口可乐从公司资源优化的角度出发，决定出售位于柏班克地区的索尼动画公司大楼，售价为8300万美元，相对于超过1.2亿美元的建筑成本，购买者可以享有相当于重置成本30%的折扣。

同时这项收购的另一个优势是可以获得租金收入的现金流。该大厦全部租给了当时被标准普尔500指数评为A级的索尼公司。换句话说，收购方仅凭索尼公司支付的租金收入，每年也可以获得12.3%的现金回报，这还不包括租期届满时大厦的残余价值。如果算上租期届满后续约以及大厦的残余价值，回报率轻松即可达到20%~25%。对比当时的利率或者融资水平，当时可比到期美国国债的收益率仅为约6.5%。可见索尼公司可靠的租金支付能力为这笔交易奠定了良好的基础，而且可以说下行空间较小，而上行空间巨大。

可比的销售数据却没有这么令人乐观，与当时周围的办公楼命运一样，索尼大厦的竞标当时也乏人问津，主要原因是当时的市场环境导致投资者忽略了索尼大厦投资的吸引力，但这也为真正的逆向投资者提供了很好的机会。他们看到的是相对于重置成本的高折价率和有保证的租金收入。那么逆向投资者一般又会在何时出售市场逆境时买入的这些不受青睐的资产呢？那就是当市场基调发生转变，市场人士更多地强调鉴于土地的不可重置性，

应该支付重置成本的溢价而非折价，同时租赁市场的供应下降意味着今天的低现金收益率将转化为明天的高未来现金流。也就是说真正的房地产逆向投资者一定是与市场基调逆势而行。

综合来讲，索尼大厦的投资不仅有高质量的租金收益（也就保证了完全令人满意的基本收益），而且买入价大幅低于重置价格，也为投资者提供了很好的保障。下行空间小，而上行空间巨大，造就了收益率曲线偏正向分布，对投资者很有吸引力。

事实上索尼大厦投资的极大吸引力最终也的确转化为出色的投资收益。2006年10月，道格拉斯·埃米特将手中的所有房地产项目转化为REIT上市，每一处资产都由第三方进行评估。索尼大厦（现被称为演播室广场）根据估价计算后，为投资者带来了年均超过20%的投资回报。在索尼大厦的投资上，投资者获益于道格拉斯·埃米特的逆向投资策略和对房地产市场的丰富经验。

由对房地产市场有深刻见解的专家进行这方面的投资，才能使投资者获得理想收益，特别是对某一特定区域、特定类别的房地产项目有深入研究专家，如专门研究办公、零售、住宅或者工业楼宇的专家。这类投资者要比通才型投资经理有明显优势。通才型投资经理因为涉及面过广，往往只能浅尝辄止。专业化或者专家型管理意味着机构投资者能够对不同市场动态深入掌握。举例来说，可以由一位投资经理专门跟踪中心商业区办公楼的相对静态的走势，而由另一位经理覆盖不断变化的城郊办公楼资产；或者由不同的投资经理分别覆盖大型百货商场和小型社区零售中心。将管理资源集中在各个细分市场更加有利于基金经理做出理性买卖和日常管理决策。

由崇尚价值投资、同时对房地产市场有深入研究的专家管理基金中的房地产投资，组合收益会很出色，尽管这可能意味着过度集中于某一市场而造成分散投资程度不够。这些机构投资者以从下而上的角度，将投资集中在暂时不受市场追捧的资产类别。例如，由于看重估值优势，基金很可能持有过多比例的加州零售地产，或者南部办公地产，从而与广泛投资的地产指数产生偏差。专家管理的房地产投资组合与反映市场整体走势的指数相比有时会产生很大的偏差，但这些细分市场的专家型投资经理很可能给投资者带来超额收益。

## 5. 房地产价格与通胀

房地产投资的最大吸引力之一就是与通胀的高度相关性。房地产项目

的市场交易价格紧紧跟随重置成本变化，而重置成本的计算就是根据当时通胀水平下的劳动力和材料成本。但是重置成本反映通胀水平的速度和程度还取决于租赁期限等因素。具体地讲，一个房地产项目采取长期固定租金的方式，意味着重置成本与短期通胀相关度较低。只有在租期届满时房地产项目的估值才会对通胀有所体现。相应的，租期较短的项目对通胀有更高敏感度。有些租约中明确规定由于未来通胀造成的费用将由租赁方承担，换句话说，出租方将通胀压力转嫁给了租赁方；还有些零售业地产的租约中规定出租方有权提取相当于零售额的一定比例以应对未来的通胀压力。这类对通胀敏感的租约使通胀走势在估值中直接体现。

房地产项目的重置成本决定最终估值以及及时体现通胀的前提是房地产市场处于供求平衡的状态。如果供求没有达到平衡，房地产价格体现的是供求关系，而非重置成本或通胀水平。例如，20世纪80年代末期，投资者过度追捧以及政府的财税刺激政策带来房地产市场特别是商务楼宇一度供过于求，并导致出现信贷危机。很多银行面临大量不良贷款，而高质量的办公楼大量闲置，交易价格远远低于重置价格。此时价格反映的完全是供求关系，与通胀走势无关。同样，21世纪初互联网泡沫破灭，导致需求明显萎缩，办公楼出现大量闲置，价格暴跌，而此时通胀则一路上行，房地产价格走势又一次明显与通胀“脱钩”。总之，如果房地产市场供求不平衡，则价格与通胀之间关系并不明显；反之，在供求平衡的基础上，价格对通胀的敏感反应构成房地产投资的一大优势。

#### 6. 利益一致性

上市公司REIT的投资者面临的处境与其他类型上市公司的投资者相同，公司的管理层与股东之间的利益基本可以做到一致。

而在非上市房地产基金中，投资者面临两种极端现象。一部分高素质的基金管理者收取合理的管理费用，只有在回报超出资本的机会成本后才提取利润分成，而且管理者与投资者很大比例上共同投资。也有部分低素质的基金管理者聚敛大量资产，收取高额管理费用，收益超过投资就提取利润分成，也就是所谓的用他人的钱（O. P. M., other people's money）投资。

#### 7. 市场特征

无论是上市交易的房地产上市公司，还是非上市公司都为投资者提供了大量的投资机会。根据全美房地产投资信托基金协会（National Associa-

tion of Real Estate Investment Trusts) 的统计，截至 2006 年 12 月 31 日，房地产证券标的的市值达到 4 360 亿美元。REIT 的分红收益率为 3.3%，交易价格相对公允价值享有 2.2% 的溢价。

同期，NCREIF 全美房地产指数 (NCREIF National Property Index) 统计显示，非杠杆房地产市值总计为 2 470 亿美元。非上市的房地产分红收益率为 6.2%，相对于 10 年期国债收益率高出 1.5 个百分点。

#### 8. 小结

从风险收益比的角度讲，房地产投资收益介于风险系数高的股票与风险系数低的债券之间。这一点与房地产投资既含有固定收益又含有与股票相似的剩余价值的投资特征相吻合。房地产投资具有通胀敏感度高的特点，能够为组合提供很好的分散投资工具。

房地产投资者可以在上市与非上市标的中进行选择。理智的投资者关注的焦点并非形式上的差别而是基金管理费收取是否合理以及基金管理者的能力等。

### 三、石油天然气

#### 1. 概述

油气投资也可以提供对未来通胀敏感的现金流，可以帮助投资者抵御预期以外的通胀，同时实现组合的分散投资。除此之外，油气资产还为高水平的投资经理提供增值机会。

进行油气投资可以通过两种方式，一是购买期货合约，二是收购油气储备。两者都可以提供价格驱动的投资回报。精明的投资者通常选择后者，即在价值理念下构建组合，通过收购定义清晰的由一流团队管理的储备，避免受到单纯油气价格涨跌的影响。

购买油气储备在以下几个方面优于简单的购买期货合约：第一，收购油气储备一般会产生与股票相当的高预期回报。过去 20 年中，在不考虑油价因素影响下，风险低的油气储备为投资者带来的无杠杆收益达到 10%~15%。第二，专业经验在天然资源的实际运营领域比在高效定价的大宗商品金融市场更有用武之地。一流的积极管理型投资经理在收购、开发、融资、操作、清算这一系列过程中可以为投资实现增值。第三，长期投资油气储备也可以帮助投资者抵御油价长期走高的趋势。

## 2. 上市与非上市能源公司

油气投资领域与很多资产类别有所不同，在上市与非上市投资标的中，上市交易的证券品种反而透明度低，而且对能源价格变化反映不够有效。投资上市交易的能源公司要搞清楚两大问题：第一，油气一体化公司的能源消耗率（例如提炼过程的油气投入量）；第二，能源产出率（例如开采过程的油气产出量）。即便投资者可以算出公司受到油价影响的程度，公司究竟采用何种对冲合约政策仍然是个未知数。由于业务高度分散的上市公司面临油价影响程度不确定等问题，对投资者而言，业务相对集中的非上市能源公司更具吸引力。

## 3. 积极型管理

高水平的积极管理型投资经理购买油气储备资源可以做到一箭双雕，既反映油价和通胀变化，又为高投资回报奠定基础。梅里特能源公司（Merit Energy Company）就曾经在获得高回报的同时实现了组合的分散投资。这家公司成立于1989年，由罗斯·佩罗（Ross Perot）的前同事比尔·盖登（Bill Gayden）创立。

梅里特能源公司主要投资低风险的油气储备资源，公司认为完全可以在不考虑油价升跌的情况下产生每年12%~14%的投资回报。公司的业绩表现证明预期与现实完全相符。从1990年至2005年，年投资回报率达到19.2%，其中12.2%来自收购效益，2.1%来自运营水平的改进，4.9%来自油价升值。

同期，油价上升为单纯的期货投资者带来的收益仅为5%，远远逊色于油气储备资源投资者两位数的收益水平。

## 4. 能源价格与通胀

能源投资正是由于与通胀高度相关，才被归在实物资产的范畴。能源在CPI中占比达到9%，两者关系直接且密切。根据统计机构伊博森的调查，自1970年至1998年，能源投资与CPI呈正相关；而同期能源投资与市场其他交易品种则呈负相关，例如与国内和国外股票、国债等均为负相关。<sup>[11]</sup>总之，无论从数据统计还是从常理推断的角度都可以得出一个结论：能源投资可以抵御通胀风险。

## 5. 利益一致性

有句老话这样讲：永远不要相信华尔街“忽悠人”的能源合作协议，真正赚钱的交易绝对不会在那里出现，而是在休斯敦。这句话不无道理。



油气合作关系协议中充斥着各种术语，很可能让初涉这一领域的投资者掉入陷阱：例如净利润分成、优先所有权分成、开工分成、净收入分成、运营分成等。尽管如此，只要投资者遵循合理的合约结构原则，例如合约的提出方应该保证高比例的共同投资，那么油气等能源投资就会为投资者带来增值的机会。

#### 6. 市场特征

油气等能源投资者面对着一个十分宽广的舞台，截至 2006 年 12 月 31 日，市场可流通的能源股票市值为 4.6 万亿美元，相当于全球股票总市值的十分之一。根据剑桥协会统计，同期机构投资者的私有股权投资总额达到 280 亿美元，其中 200 亿美元投向了能源储备。

#### 7. 小结

由于能源价格在绝大多数时间与传统证券价格走势呈负相关，所以能源投资为机构投资者提供了极佳的分散性。但是单纯以大宗商品期货合约形式实现价格相关性代价过高，而预期回报率过低。因此，理智的投资者采取的方式为投资于能源储备项目，不仅提供组合分散性而且能够创造 10%~15% 的投资收益。但是投资者一定要警惕透明度不高的操作和陷阱重重的合约设计。

### 四、森林

#### 1. 概述

森林投资具有产生高投资回报率的潜力，能够提供稳定的现金流，为组合抵御通胀，提供分散化。森林投资回报的最重要的来源是自然生长的林木的价值，以及林地的剩余价值。林木价值与林木的自然生长密切相关，育林行为也会对林木的价格产生影响。林地地役权的出让<sup>①</sup>，以及为了更好用途分块出售的举动也可以提高投资收益。收入的另一大来源是林地上进行的其他活动，例如将林地租让以开采矿石、休闲娱乐、开发替代能源等。

虽然没有确切的投资业绩数据，但是森林投资一直为投资者带来不错的投资回报。Hancock 森林资源集团从 1960 年起提供的森林投资回报数据被广为引用。该数据序列根据已知的林木价格、预测的林木生长速度计算

<sup>①</sup> 地役权是指为自己不动产的便利或提高其效益而按照合同约定利用他人不动产的权利。——译者注

投资回报。<sup>①</sup>根据 Hancock 和 NCREIF 的统计，自 1960 年至 2005 年，美国境内森林的年投资回报率为 12.7%，通胀调整后为 8.1%。自 1987 年以来，森林资产指数每年的现金收益率为 6%。

除了提供较高的投资回报，森林投资的另一大优势是提供相对于证券市场的分散化投资工具。Hancock/NCREIF 指数显示森林投资与标准普尔 500 指数的相关度为 -0.17。低相关度的部分原因是森林投资与林木的持续生长相关，而非市场因素的表现。自 1960 年以来，标准普尔 500 指数有 11 年出现亏损，同期森林指数只有 1 次亏损纪录，至今森林指数总共只有 3 次亏损纪录。森林投资与其他实物资产一样，都能够抵御非预期的通胀，原因是林木是很多终端产品的原料，林木价格能够体现当时的通胀水平。

## 2. 林地所有权

美国将 22% 的土地划分为林地，或者称为可以生产工业用木材的土地。<sup>②</sup>联邦政府、各级州政府和地方政府占有林地总量的 30%，其中太平洋西北部占有量相对较多，而南部相对较少。私人占有林地中，非工业使用者占有 80%，但绝大部分不适于机构投资者进行投资，原因是土地质量不好或者面积过小。根据 Hancock 集团的统计，只有 20%~30% 的私人拥有的非工业林地适于投资。工业用林地与可投资的非工业用私人拥有的林地，总价值约为 1 250 亿美元，相比较美国可投资房地产总市值约为 3.5 万亿美元。<sup>③</sup>

近年来，林地的所有权已经由林木产品生产企业逐渐向机构投资者转移。早期时，林木产品企业认为自身控制林木至关重要，因为作为初级生产资料，工厂对林木的依赖性很强，但产权结构和管理效率的问题日益暴露。企业采伐时没有考虑森林独立的经济价值，也无法保证木材供应的稳定性。于是一些大企业开始将加工厂的生产与林木采伐分离为独立的实体，两个部门的盈利也大大增加。

<sup>①</sup> 自 1960 年至 1986 年，Hancock 统计指数回报的依据为公开的林木价格、林木生长速度的预测以及其他林木的特点。1987 年，NCREIF 开始根据实际森林资产的表现统计指数回报。自 1987 年开始统计的指数回报数据被命名为 NCREIF 森林资产指数。因此早期的业绩统计主要依据林木的特点和生长速度预测，而近期的统计反映的是个别地块的投资回报。

<sup>②</sup> 美国国土的三分之一为森林，而森林的三分之二为林地。

<sup>③</sup> 根据 2005 年普华永道和城市土地研究所的统计，对房地产总市值 3.5 万亿美元的估价不包括单户家庭以及房屋所有者自己使用的房产，也不包括企业和非营利组织以及政府机构的房地产价值。

随着公司将森林资产从加工环节中独立出来，公司对自有林木储备的依赖性也降低，开始着手出售森林资产。这种做法好处多多：首先，出售森林可以筹资改善工厂生产条件，精简流程，偿还贷款。其次，出售森林的举动使隐含的价值得以变现，股票飙升，提高了投资回报率。同时，一些公司开始将美国本土的所有权分散，投资价格低廉、生产率更高的海外森林。

过去 10 年间，参加交易的森林总量共有 3 300 万英亩，相当于每年交易了所有可投资森林面积的 2.6%。这些大宗交易的买方多为刚刚募集成立的森林 REIT 或者对这项投资工具热衷的投资机构。由于这些森林的新所有者并不是同时拥有加工厂，因此它们可以将注意力集中在将森林的经济价值最大化。它们会采用更加以财务价值为导向的育林技术，机械化操作程度更高，并采取更加激进的方法将非林木价值货币化。

### 3. 木材定价

木材的价格也是由供求关系决定的。各个层面（地区、国家乃至全球）的环境和事件都会影响原木的价格。

对某一个地区而言，当地的气候条件和采伐工人的技能决定着木材的供应，而需求则取决于直接购买木材或从森林所有者手中获得立木采伐权的加工厂。由于运费较高，距离木材加工厂的距离也决定着木材的价格。如果加工厂倒闭，直接导致需求量减少，推低价格，相反，如果兴建新的加工厂或者开发新的项目必然会推高木材价格。

当然，对终端产品的需求量也决定着木材的价格。对木材需求量大的行业包括建筑（新屋建设以及旧屋翻新）、造纸、包装、家具。木材和木板产品在建筑和装修行业应用广泛，可以占到美国木材生产量的一半左右。所以新屋建筑和装修行业的火爆意味着木材需求量猛增。反过来需求疲软将导致木材加工厂倒闭，价格进一步下滑。

短期来看，木材价格的波动受到产品周期性需求的影响，而长期来看，木材价格会随着全球需求量的增加而上涨。周期性需求变化会导致部分品种的木材需求下降。例如，近年来随着电子传媒的普及，纸张、纸板以及报刊的需求增长速度减缓。但是大部分木材终端产品并没有受到明显影响，其替代品短期内也不会出现。木材作为价廉高效的建筑用材料，其地位不会轻易被取代。

由于终端产品用途不同，不同种类和等级的木材需求变化会有所不同。

例如用来制造纸浆的质量不高的小树与用来直接生产家具的质量上乘的大树，价格会受到不同影响。同时加工技术的革新也带来不同影响，例如，随着定向刨花板技术的发展，对胶合板以及制造胶合板的直径较大的原木的需求量都有所减少。

国际影响方面，木材的进出口情况一直是决定木材价格的重要因素。美国开采的木材 11% 用于出口，而从加拿大等国进口的木材占到美国消费量的四分之一。于是美元与加元的走势也对木材价格有影响。

#### 4. 积极型管理

森林投资也要遵循实物资产投资的两大原则：首先，出现折价时进行投资可以带来风险调整后的高回报。就林木而言，投资者最好在立木价格出现大幅折价时进行投资。其次，可以产生独立于股票和大宗商品市场的收益，为此类投资工具增加吸引力。

积极管理的作用在实物资产投资（房地产、能源、森林）中没有在流动性低的杠杆收购和风险投资中那么重要。因为即便没有出色的积极管理，投资者依然可以凭借资产自身表现获得收益，而风险投资如果没有积极管理则失败无疑。

#### 5. 木材价格与通胀

森林投资在高通胀和市场动荡加剧的情况下表现更加突出。例如 1973 年和 1974 年同时出现高通胀和股灾，标准普尔 500 指数的年均回报率为 -20.8%，考虑 10.5% 的年均通胀水平，实际年均回报率为 -28.3%；而同期森林投资的年均名义回报率为 36.6%，实际回报率为 23.7%。但森林投资抵御通胀的作用也不能过分夸大，因为森林投资与通胀的关系只有在供求平衡的情况下才得以实现，短期内终端产品的需求影响要大于对通胀的体现。

#### 6. 利益一致性

投资者可以通过专业组织（木材投资管理组织，简称 TIMO）参与森林投资。20 世纪 90 年代，机构投资者开始对森林投资表现出兴趣，但当时的 TIMO 多由大型银行或者保险公司持有，埋下金融机构与森林机构投资者利益冲突的隐患。更加糟糕的是，一些 TIMO 所采取的投资分配模型不具有吸引力，它们或者采取先到先得的做法，或者主观猜测投资者的投资偏好和需求来分配投资者的资金。分配结构合理的 TIMO 嗣寥无几。

现在，一些 TIMO 已经能够达到机构的合理标准，作为独立的机构提



供综合性基金产品，合约制定也更加合理。但是投资者仍然需要保持谨慎态度，尽量避免当年严重的利益冲突等问题。

#### 7. 市场特征

根据剑桥协会统计，截至 2006 年 12 月 31 日，30 家 TIMO 管理的基金达到 59 亿美元。同时这些 TIMO 管理的其他机构账户达到 140 亿美元。此外，木材 REIT 基金还提供了市值为 119 亿美元的投资机会。

#### 8. 小结

森林投资为机构投资者提供了获得风险调整后的高投资回报机会，以及一定程度上抵御非预期通胀的工具。与房地产和能源投资一样，森林投资在抵御通胀的同时避免了 TIPS 较高的机会成本。

林木的可持续生长特点可以提供稳定的现金流，这一点也与其他实物资产投资相似。森林交易市场流动性低的特点也为高水平的投资经理提供了资产增值机会。森林投资可以作为机构投资非传统资产类别中的一项很好的选择。

### 第三节 私人股权

与前面提到过的另类股权投资工具相比，杠杆收购以及风险投资，只要项目选择得当，都能够产生很好的收益从而提高组合的整体回报率。当然，私人股权投资意味着更高的风险，包括比其他投资工具更高的财务杠杆（杠杆收购的情况）以及公司经营的极大不确定性（风险投资的情况）；而且私人股权投资能够达到的分散投资效果也有限，主要是由于私人股权投资与有价证券投资之间存在很强的基本面联系。

私人股权投资的优势在于解决了股东与管理层利益不一致的问题，而这两方利益的分歧已成为很多上市公司的“硬伤”。所有权与经营权的分离导致利益鸿沟的产生，经营者由于没有大量股权在手，会为了满足自己的需求而损害股东的利益。奢华的办公室和专机等没有必要的花销自然不在话下，更有过高的薪酬待遇这样的大手笔。而对于以提高利润为目标的私人股权投资者而言，这些公司显然不是他们追求的目标。私有公司的管理者更倾向于长期行为，不过分躲避风险以求明哲保身，而是更积极地追求为企业创造价值。由于私人股权投资者介入时便要求管理层持有大量股份，

这使得外部股权所有者和经营者的利益得到了一致化。

在风险投资领域，投资者和初创企业努力寻找那些一心一意要将企业发展壮大人作为管理者。在杠杆收购领域，公司也尽力吸引那些有能力提高公司盈利，同时应对高杠杆资本结构的挑战的管理层，这样才能使资本成功获利退出。总之，无论是杠杆收购还是风险投资，管理层与股东的目标都趋向一致。

风险投资与杠杆收购行为各有侧重，例如传统的风险投资更多地投向科技类企业，而杠杆收购青睐更成熟的业务模式，但同为私人股权投资的特性也使两者有很多相似之处，例如流动性较低，可能带来很高的业绩回报，都与有价证券存在共性等。

很多影响有价证券估值的因素同样作用于杠杆收购交易，而且如果仅仅是运用金融工程的手段，那么杠杆收购交易只相当于是放大数倍的股权转让，意味着投资者的收益或者损失也会随着扩大。例如，2007年华平(Warburg Pincus)利用杠杆将博士伦(Bausch & Lomb)公司私有化，收购后继续保持该公司的消费品公司属性。博士伦得以继续以“保护视力，提高生活品质”<sup>[12]</sup>为宗旨进行经营。影响公司估值的因素与交易前基本没有变化，包括消费需求、大宗商品价格、生产效率和监管要求等。作为上市公司的博士伦与私有化的博士伦之间的共性显示了有价证券与杠杆收购之间的高度关联性。

尽管第一轮或者称之为早期的风险投资与有价证券的直接关系不是很强，但是后期的风险投资与股票市场关系密切。因为后期的风险投资的目标是为公司提供运营资金，使公司可以等待最佳时机上市或者出售。股票市场走势对后期风险投资介入的时点和价位影响很大，同时也对投资者以怎样的价位退出起着至关重要的作用。

股票市场不仅对后期风险投资影响重大，对早期风险投资也发挥作用。如果初创公司所处的行业在股票市场备受追捧，自然会要求投资者付出溢价。反过来讲，如果风险投资相中的企业不是来自很“红”的行业，则可以以较低估值进入。随着公司的发展，股票市场的情况还会不断对估值产生影响。

风险投资也好，杠杆收购也罢，本质都是以更高的风险获得股权。收购基金杠杆过高，而风险投资所面对的公司不成熟的特点都使投资者承受更大的风险，也自然会期望得到更高的收益。



奇怪的是，历史数据并未显示出私人股权投资达到了如人所愿的高收益，而且无论是上市公司与私人股权公司的相关性，还是私人股权投资风险水平，都没有达到投资者预期。如果说私人股权投资收益率低，可能的确反映了现实情况，而且容易理解；但相关性指标和风险水平也低于预期，是否意味着私人股权投资具有分散投资和风险低的特点呢？未必。对公开交易的公司来讲，决定公司估值的基本面因素与市场价格之间相互影响；但私人股权投资流动性低，这种关系不能明显体现，从而夸大了私人股权分散投资的能力。举例来讲，有一家上市公司和另一家同类的私人股权公司，由于私人股权公司被估价频率要低得多，而且也不会太激进，相比较而言（特别是在当前剧烈波动的证券市场）走势平稳得多。所以，尽管两家公司基本面相同，但是估价波动不大的私人股权公司从表面来看风险比同类上市公司要小，而所谓的分散投资的优势也是因为缺少与同类上市公司之间的同步关联比较。

关于私人股权投资显现出的提高组合分散化的优势，除了流动性差造成被评估频率低的部分原因以外，还有一点实际原因也非常重要，即私人股权投资对企业的参与度更高，更利于直接在企业发展过程中实施增值策略，这方面与有价证券投资明显不同。例如，从一个创业想法形成，到在自家车库中落地，再到获得风险投资的青睐，整个过程中，随着产品下线、出厂，再到盈利入账，实际上是价值增值的过程。从白手起家到见到效益这个过程中的增值效果一定会比投资已经具有一定规模的企业要明显，这也是风险投资能够实现组合分散化效果的重要因素。

杠杆收购交易也存在着类似的增长机会。私人股权投资者只要具备好眼光，同样可以通过改善被收购公司经营情况，提高组合收益。当然，由于此类公司通常已经具备很好的基础，市场情况或走势对估值或投资者收益起到主要作用，而采用的增值策略仅是次要因素。在杠杆收购中，被收购公司的增长潜力一般不如风险投资高，但是同样可以实现一定分散投资，因为增值策略产生的效益与同类型的上市公司应该有所区别。

这里需要强调的是，仅仅动用金融工程手段通过注资达到收益的目的，与实际意义上的私人股权投资有很大区别。金融工程或者与大宗商品融资类似的方法，进入门槛低，也不会吸引真正意义上的私人股权投资者。杠杆收购交易中，提高杠杆利用水平在提高预期收益的同时，也提高了风险水平，因此并没有改变风险调整后的收益。而在风险投资领域，后期的投

资者仅仅提供现金，希望从前几轮投资者的努力中获益，迅速通过IPO或者出售变现。因此可以说单纯提供资金的私人股权投资者面临的是竞争激烈的红海，定价机制已经到位，也很难有机会显示投资者的能力和优势。

私人股权投资者只有追求企业价值增加的策略，才能取得满意的收益。对私人股权投资者而言，只有在适当的财务机制下，致力于提高被收购公司或初创公司的运营效率，才能扩大投资收益的来源，并减少公开交易市场波动对组合的影响。

## 一、杠杆收购

杠杆收购是指以高于通常资产负债表债务水平的方式获得成熟企业的所有权。运用杠杆意味着投资者的收益被随之放大，无论正负。如果采用杠杆收购策略的投资者没有令企业经营增值，相当于扩大了被收购公司以及自己投资的风险。

高风险与高代价相伴而行，杠杆收购基金一般会收取高额的管理费（通常为所筹集资金的1.5%~2.5%），同时从利润中抽取20%的分红，再加上名目繁多的交易和监管费。杠杆收购基金的投资者认为在金融工程方法以外，基金经理还运用了企业价值增值等策略和技能。虽然的确有个别案例说明以提高经营效益为目的的收购行为可以为企业增值，扣除费用后可以获得很高的超额收益，但整体来看杠杆收购这种私人股权投资形式取得的收益要逊色于同类型公开市场投资工具。如果将杠杆收购面临的高风险和流动性差的因素考虑进去，公开上市股权的投资优势更加明显。

### 1. 收购基金的历史表现

与国内股票和固定收益投资不同，私人股权投资不存在被动管理方式。投资者无法采取指数化操作，例如指数型基金等。有价证券的投资者可以通过高效和稳定的方式获得市场平均收益，私人股权投资者无法做到这一点。即便存在以历史表现为基础的杠杆收购指数，与指数贴近的收益水平恐怕也会令对收益预期很高的投资者失望。事实上，针对私人股权投资的两大弊端（流动性差和高风险），只有排名前四分之一甚至前十之一的投资者带来的收益能够产生令投资者满意的超额收益。如果没有高超的挑选基金的技巧，或者极佳的运气，投资者对私人股权这种投资形式最好还是敬而远之。

根据对过去二十年杠杆收购基金的收益统计，1985年以来成立的基金



年均收益率仅为 7.3%，同期标准普尔 500 指数的收益达到 11.9%。排名前四分之一的基金收益率可以达到 16.1%，但排名后一半的基金收益率直接跌至 -1.4%。可见杠杆收购基金的平均收益率水平要低于风险更低的有价证券。<sup>[13]</sup>

学术研究成果也验证了私人股权基金收益率实际并不尽如人意。芝加哥大学研究生院的史蒂文·卡帕兰 (Steven Kaplan) 和麻省理工大学斯隆 (Sloan) 管理学院的安托瓦内特·肖尔 (Antoinette Schoar)，在 2005 年 8 月发表的私人股权投资绩效研究中得出结论，“杠杆收购基金的净收益（刨除费用后）要略低于标准普尔 500 指数的收益”。<sup>[14]</sup>这项研究追踪了杠杆收购基金 1980 年至 2001 年的表现，而且研究采样和结果还没有考虑杠杆的成本，这点对潜在的私人股权投资者无异于浇了一盆冷水。综上所述，杠杆收购基金与有价证券基金相比，不仅投资收益低，投资者还要面临更大的风险。

公开交易的有价证券基金与私人收购基金最主要的差别就在于所有权的“公”“私”之分以及杠杆利用的高低不同，所以将二者的投资收益进行比较具备逻辑基础。但是比较的结果却令投资者望而却步：风险更高、杠杆利用率更高的收购基金不仅没有产生更高的回报，反而在风险调整后的收益要远远低于公开交易的投资工具。

也许耶鲁大学捐赠基金能够给投资者带来安慰。该机构曾针对杠杆收购基金是否能够弥补高风险的弊端并带来更高回报进行了统计。在 1987—1998 年期间的 542 笔收购交易中，年均投资收益达到了 48%，远超过同期标准普尔 500 指数的 17%。杠杆收购的投资收益远超出股票市场。扣除杠杆收购基金的管理费用以及利润提成后，投资人的回报率仍有 36%，遥遥领先有价证券的投资收益。但是我们要提醒投资者注意耶鲁统计样本存在一定正面偏向。很多长期研究显示，杠杆收购基金的平均收益率与同期标准普尔 500 指数的收益率相当。当然，单就耶鲁样本而言，杠杆收购基金表现完胜有价证券。<sup>①</sup>

① 由于基本的数据来源是当时向对投资进行评估的耶鲁投资基金会办公室递交的出售备忘录，这些提交的数据因而有很强的存活者偏差。显而易见，只有取得成功的收购基金才会把数据记入档案，并以此获得像耶鲁大学捐赠基金这样的机构的支持。因此数据样本包括了许多收购基金业内最好的业绩。同时统计过程中仅考虑完整的交易也可能造成一定偏差。因为顺利的交易可能较快变现，也有些可能持续多年。由于缺乏对停留在进行过程中的公司的合理评估，相关研究统计只能局限在大量出售或上市而变现的投资项目以及很少一部分失败或破产的投资项目。

杠杆收购基金的本质决定了其对杠杆的运用要高于股票和其他有价证券，也同时造成比较标准的差异。准确的比较应该将两者在相同风险水平下进行比较，即公开交易的证券品种也利用高杠杆水平。在同样的时间框架下，同等规模以及杠杆水平条件下，标准普尔500指数的年收益率将可以达到惊人的86%，比收购基金貌似很高的收益率高出将近50个百分点。

杠杆收购基金没有能够产生投资者预期的风险调整后收益水平的原因，部分可以归结为过高的收费标准。除管理费外，投资者还要拱手相让20%的利润。这样的激励机制没有照顾到投资者的资金成本，基金完全是搭乘投资者长期投资的“顺风车”。资金成本会随着杠杆利用率提高而走高。如果单纯利用金融工程手段，没有添加“附加值”，杠杆收购基金的操作与大宗商品交易区别不大。从这个角度讲，杠杆收购基金收取高额管理费的理由就站不住脚了，因为基金经理的操作只是在资产负债表上增加债务水平。换言之，投资者向基金经理支付20%的利润提成，理由却是基金经理无法掌控、也毫无功劳的杠杆收益。绝大多数杠杆收购基金没有创造足够多的价值以弥补不合理收费机制给投资者带来的资金成本负担。

杠杆收购基金业绩低于预期不是个别现象，而是行业内普遍存在的问题，大型基金不合理的收费机制难辞其咎。杠杆收购基金通常起步规模不会很高，一般几亿美元。管理费用来负担运营支出，利润提成用来奖励超额回报。成功的收购基金顺理成章越滚越大，从一期的2.5亿美元，增加到二期的5亿美元、三期的10亿美元、四期的20亿美元，依此类推。但随着基金规模的增长，管理费比例并没有浮动，于是管理费的绝对收入跟着“水涨船高”。基金管理人薪酬的变化也在慢慢影响其行为动机，促使其由收益第一转向追求规模。

相比较而言，新近发行和规模较小的基金通常将注意力集中在获取更高的投资回报上。从基金的角度讲，管理费水平仅可以覆盖合理的运营费用，只有获得超额的投资回报才是提高自身效益的唯一途径，更何况超额的投资回报还意味着作为普通合伙人的基金管理人能够借此进一步扩大融资规模。

随着基金规模的不断扩大，管理费逐渐成为基金的一大收入来源，也在潜移默化地改变基金管理人的投资思路：一方面出于保护“品牌”的愿望，另一方面将管理费作为固定收入来源何乐而不为。大型杠杆收购基金更是容易被这样的想法束缚，投资风格逐渐向风险低、杠杆低的操作转变。

超大型基金则直接利用品牌优势，扩张业务范围，介入房地产、固定收益、对冲基金等。这些杠杆收购基金的管理人花大量的时间游说有限合伙人投入更多的资金，自然占用了研究投资的时间，拖低了收益率水平。

历史数据证实了上述逻辑：收购基金规模越大，收益率越低。截至2005年12月31日的10年间，规模在10亿美元以上的杠杆收购基金年收益率为9.3%，低于行业平均9.7%的水平。规模在5亿~10亿美元的基金的收益水平为10.3%，2.5亿~5亿美元的小规模基金的收益水平达到11.4%。<sup>[15]</sup>一句话，大基金与低收益呈正相关。

这一结论同样得到学术研究的支持。哈佛商学院的乔希·勒纳（Josh Lerner）和麻省理工学院斯隆管理学院的肖尔教授发现，“基金规模与收益率之间呈明显负相关，即基金规模增长越迅猛，回报率下滑速度也就越大。”<sup>[16]</sup>也就是说，基金规模的上升受益的是负责操作的普通合伙人，而利益受损的则是提供资金的有限合伙人。

那么是不是规模小就是杠杆收购基金成功的关键呢？未必。虽然规模小的基金一定会在普通合伙人与有限合伙人之间取得更好的利益平衡，但仅仅选择小规模基金并不能确保取得令人满意的收益。

首先，所谓的超额收益是在风险调整之前，考虑进去风险因素后，结果会大不一样。规模小的杠杆收购基金往往投资小公司，这也意味着投资面临更高的经营风险。小型杠杆收购基金的管理人要克服经营风险与杠杆两道风险绝非易事。而作为小型杠杆收购基金的投资者，面对高风险和低流动性，也应该要求更高的投资回报。

其次，小型收购基金的投资者如果单纯参考历史回报率，就会犯“开车时仅仅盯着后视镜”的错误。没有经过风险调整的超高回报率自然会吸引资金流入，如果市场参与者都认为小型收购基金的表现将超越大型基金，一大批小型基金就会应运而生，追逐相似的投资机会，任何超额收益都会淹没在新资金和新参与者的汹涌浪潮中。所以投资者应该谨防市场过于“热捧”而带来的“摔杀”。

### 耶鲁大学捐赠基金的案例

耶鲁捐赠基金在杠杆收购组合方面的业绩使期望以此获得风险调整后的超额收益的投资者看到了希望。耶鲁基金杠杆收购的标的是将提高公司运营效率作为核心目标的企业。这一以发展为根本的策略使杠杆收购基金

的管理人能够带来高资本结构风险调整后的超额收益，从而真正为投资者创造价值。也正是这样的投资策略，使耶鲁收购基金的投资者能够在竞争激烈的市场环境下胜出。

如表 8—1 所示，耶鲁杠杆收购基金在 1987 年至 1998 年之间，共参与了 542 件杠杆收购交易案样本中的 118 件，并且取得了 63% 的毛收益率，相同风险水平下的有价证券基准收益率为 41%。对收益进行风险调整，即扣除杠杆作用带来的收益，得到的净收益便可以体现基金管理者的附加值。尽管耶鲁基金付给杠杆收购基金经理的费用在年收益中占 15 个百分点，但即便这样，48% 的净收益仍远远超出风险调整后的有价证券收益水平。

**表 8—1 私募收购基金没有创造超额收益  
(1987—1998 年间完成的交易)**

	整体样本		耶鲁组合	
	收益率	债务股本比	收益率	债务股本比
收购基金收益率	48%	5.2	63%	2.8
相同风险水平下的				
有价证券收益率	86%	5.2	41%	2.8
标准普尔 500 指数基准	17%	0.8	20%	0.7
收益率				
交易数量	542		118	

耶鲁杠杆收购基金对杠杆的使用相对同类机构要少很多，例如整体杠杆收购样本对应的相同风险水平下的有价证券基准收益率与标准普尔 500 指数基准收益率相差近 70 个百分点，而耶鲁杠杆收购基金所对应的相同风险水平下的有价证券基准收益率与标准普尔 500 指数基准收益率相差只有 21 个百分点。较少运用杠杆以及更注重公司运营产生了优异的经风险调整的收益。通过强调提高运营业绩以及较低运用杠杆，耶鲁大学的杠杆收购组合成功地获取了丰厚的绝对收益以及风险调整收益。

## 2. 积极型管理

私人股权投资只能采取积极管理方式。即使更广泛的市场中存在被动投资的选择，也只会令投资者感到失望。私人股权投资基金的特点是高额的管理费用和远远高出有价证券的风险水平，所以绝大多数私人股权投资基金组合带来的收益远不够补偿投资面临的巨大风险。将私人股权投资基



金加入投资组合，必须有以下三道保险：挑选高水平的基金经理，采用改善经营水平的增值策略，以及制定合理的激励结构。

### 尽职调查

私人股权基金管理者的品行乃是判断基金的最重要的标准。有理想、有智慧、有道德的基金经理，成功的可能性更大；与此相反，投机取巧甚至不惜违背道德准则的人，会令投资者金钱受损，甚至影响名誉。

选择优秀的投资伙伴非常重要，而重中之重就落在审慎调查的过程。找到一家信誉好并拥有数位以追求投资机会为目标、具有专业水准的基金经理的私人股权基金，仅仅是一个开始。在做决定前，谨慎的投资者需要通过各种手段判断基金经理是否值得信赖。由于私人股权基金合同长期性的特点，投资者基本完全依赖基金经理的忠诚度，期待其能够为作为出资方的有限合伙人的最大利益服务。尽管具体的合作条件可以通过谈判，但任何合同协议都不可能涉及全部重要问题。和品质善良的人合作可以克服合同的缺陷，而再密而不漏的合同也不能阻止动机不纯的人钻空子。

投资者一定要认真对待对基金和基金经理的尽职调查，千万马虎不得。虽然候选基金经理会就其专业能力提供背景调查的联系名单，但这只是调查的第一步，因为有人为因素牵扯其中，评价难免带有偏向性。因而理智的投资者会自己从其他渠道获取直言不讳的、非公开的评价。其他渠道可以包括候选者过去业务上的伙伴和各种私交。逐渐地，投资者便建立起一个社会网络，帮助自己做出最终正确的选择。在整个调查过程中，谨慎的投资者会寻找一切可疑点，因为敷衍了事是对自己的不负责任。

谨慎的投资者在评估基金管理者的运营能力时要花足够的时间去该基金公司实地考察。每家公司都有其特殊的“性格特点”，而这些特点会深刻影响公司运作的质量。投资者应当选择企业文化适合自己的机构，某些非正式的社交场合也可以为考察基金经理提供独特视角。尽职调查过程中最重要的是对该机构能否按照高效的投资决策过程进行操作做出判断，以及确保该机构以追求高收益作为最高目标。

很可惜，尽管尽职调查非常重要，但很多投资者没有投入必需的时间和精力。1999年，一只20亿美元的杠杆收购基金的一个管理人透露，在整个融资过程中只有一位投资者在提供资金前与整个团队见过面。试问，放弃对投资管理者的素质进行评估的机会，投资者又如何放心地将资产交给基金经理呢？

### 长期投资承诺

凯恩斯曾经说过，“如果投资可以像结婚时许下的诺言一样，除死亡外永久而不可解除，投资收益可能会更好。”<sup>[17]</sup>这句话在私人股权投资领域更加适用。虽然投资私人股权基金不如婚姻般郑重，但同样意味着一项长期的承诺。如果与股票等有价证券的管理者“分手”，双方通常不会“藕断丝连”；与私人股权基金终止关系却不同，投资的证据会在账上留存多年，而且影响深远。投资人只有认识到私人股权投资是一项长期投入和承诺，才能做到在“确立关系”时保持谨慎。

私人股权基金流动性低的特点反而给基金经理机会来制定长期投资策略，而长期策略往往是投资成功的前提。有价证券基金经理就没有这份幸运了，他们的客户对业绩通常缺乏耐心，一旦低于预期，便毫不犹豫地“用脚投票”。这也迫使基金经理们采用非常分散的投资方式，对每个品种都只持有很小的头寸，希望避免令投资者失望的、同时创造令投资者兴奋的高收益。私人股权基金这方面的烦恼就少了很多，基金管理者锁定资产的期限通常很长，经常在10年以上。尽管私人股权基金也存在2~3年的融资周期，基金经理也会被迫缩短投资时限，但投资者选择了私人股权基金就要相信路遥知马力。因此，私人资产类别的管理者可以做出真正长期的决策。

事实上，对私人股权基金的评估，也只能够通过对企业经营状况的持续追踪，而不是股价的涨涨跌跌。私人股权投资者应该更强调内在投资价值，因为这才是基金经理可以控制的因素。从基金经理的角度讲，应该寻求更加理智的投资策略，而不是去揣测变化莫测的股票市场。

优秀的私人股权基金管理团队会利用较长的投资期限，以从根本上改善企业经营状况为切入点，实施增加企业价值的策略。对企业只提供资金支持的基金经理的投资业绩一定不能令投资者满意。在杠杆收购交易中，将资金用来收购当前运营良好的公司，就相当于普通的大宗商品投资（而非具有独特性和高附加值投资。——译者注），而且投资门槛也很低，所有大型基金都有能力完成这样的交易。正是由于这样的低门槛，才催生出了很多“有趣”的现象：一些步入中年的投资银行出身的人，也许是应对中年危机，也许是为摆脱代理人的角色，看到投资基金经理人这样的光环便纷纷加入。他们拿着资金四处寻求那些令人炫目的热门的交易项目。与这些人完全不同，真正优秀的私人股权收购基金最大的优势是解决企业



经营困难问题。这些项目和方法往往可以独辟蹊径，开拓一片蓝海。这些以改善企业经营状况为目标的交易不会存在很多竞争对手，从而为私人股权资金提供了非常有吸引力的投资机会。

### 老牌劲旅 CDR 的案例

克莱顿·杜比利埃和赖斯（Clayton Dubilier and Rice, CDR）是一家创建较早的优秀投资公司，专攻难度大且需要私人股权基金经理高度介入的交易。CDR 的法宝就是吸引具有企业运作背景的人才成为合伙人。这些合伙人在尽职调查过程中提供宝贵的经验，找出最有利于基金发挥优势的收购目标。只要 CDR 介入一宗交易，合伙人便迅速“进入角色”。下面这起案例是 CDR 的业务之一——通过资产剥离（divestitures）创造附加值。被剥离的分支机构通常缺乏最基本的企业组织结构，而且一直依赖于母公司提供主要业务来源。CDR 的价值就在于通过业务和财务方面的专业知识将其塑造为一家独立的公司。

1993 年 2 月，CDR 投资开始对威斯克（WESCO）进行资产剥离评估。威斯克是西屋电气（Westinghouse）旗下专门电气设备和家用电器的分销部门。CDR 很快就找到了威斯克面临几个重要的问题：第一，必须从企业的一个附属部门向以市场为导向的商业机构过渡；第二，存货及后勤管理亟待提高；第三，公司日常开支必须减少。1993 年威斯克的 250 个分部中有超过一半亏损，公司亏损超过 300 万美元，营业收入为 16 亿美元。

比这些因素更糟糕的是，威斯克的管理层无所作为，对所有问题听之任之。公司急需积极的管理以树立企业使命，鼓舞士气，提振业绩。

当 CDR 第一次发出收购要约时，西屋电气以出价不合适为由拒绝了 CDR 的收购，但 CDR 并没有放弃。执行合伙人查克·埃姆斯（Chuck Ames）更是一直在亲自促成这一项目。他制定了管理计划，随时准备在必要时接管公司。过了一年，这一次是西屋电气找到 CDR，埃姆斯此时也已经找到了总裁的合适人选罗依·黑利（Roy Haley）。

CDR 以 3.3 亿美元收购了威斯克，但当时这家公司连最起码的企业架构都不具备。于是 CDR 一切从零开始，建立起信息技术、财务以及内部控制等部门。正是由于 CDR 收购前就已经制定好行动计划，才迅速使公司从亏损变为盈利丰厚，为投资者创造了超额价值。

1997 年威斯克被另外一家公司出资收购时，净利润达到 9 000 万美元，

营业收入为 27 亿美元。这样的大逆转自然也为 CDR 带来巨大的收益，收购时 8 300 万美元股本带来了 5.11 亿美元收益，为有限合伙人实现了近 47% 的年收益率。这样出色的投资成果得益于金融工程手段的运用，但更多的还是来自企业经营管理水平的提高。

面对威斯克建立初期的各种挑战，以及运营期间的种种问题，CDR 展示了高超的金融和企业运营能力。只有这样的高手才能为合伙人创造非凡的价值。

### 3. 杠杆收购基金与通胀

鉴于私人股权收购基金的估值与公开发行的有价证券存在非常紧密的联系，所以短期内杠杆收购基金不宜作为抵御通胀的工具。但是，由于杠杆收购基金的资产负债表含有高杠杆，这意味着大量固定本息的负债在未预期的通胀情形下会出现减值。换言之，在通胀条件下，杠杆收购基金的表现要好于杠杆利用率低的公司。

### 4. 利益一致性

私人股权收购基金的结构特点将管理层与资金提供方的利益统一起来，这点对投资者十分有利。高杠杆可以迫使基金经理提高资产管理的效率，集中精力产生现金流以偿还债务。面对违约风险和创造巨额分红的可能性，理智的基金经理一般不会利用职务之便做出有损股东利益的行为。总体来讲，杠杆收购基金业务的成功体现了基金经理和投资者的利益一致性。

但是私人股权收购基金的投资人也面临利润分成过高等不合理条款，因为过高的利润分成会导致基金经理采取有利于自己的行为方式，进而损害资金提供一方的利益。为了避免这种情况的发生，作为管理方的基金合伙人也应该进行足够数量的共同投资，这样可以在很大程度上保证基金经理和出资方“共同进退”，实现利益的一致性。

私人股权收购基金收取的费用原本是由两部分组成：管理费用来支付基金公司日常开销，而利润分红为基金经理建立激励机制。但现实情况是，大型私人股权收购基金普遍收取过高管理费，使普通合伙人和有限合伙人利益之间出现裂隙。令人不能接受的是，很多大型杠杆收购基金在交易成功时还会另外收取交易费。这项费用已经成为很多基金经理损害投资人利益、中饱私囊的途径。既然投资者支付管理费是出于基金日常工作的花费，而基金的日常工作就是促使交易的达成，这项收费实在不合理。类似的还有监管费，收购基金以监督管理投资为名，在管理费之外额外收取一笔费



用，而这笔费用实际上是应该包含在管理费之内的。收购基金规模越大，投资者和基金管理公司之间利益的差距也就越大，有些大型基金年收费达到几亿美元。

有关收购基金收费结构的学术研究使投资人望而却步。宾州大学沃顿商学院的安德鲁·默特里克（Andrew Metrick）和安田绫子（Ayako Yasuda）研究了1992年至2006年间144家杠杆收购基金公司的相关数据。每100美元的管理资产中，收取了近20美元的费用，这也难怪这些基金的有限合伙人（投资人）的收益率总是不尽如人意了。

这两位学者还对基金的收入进一步分析，具体分为两类，一类是固定来源收入，包括管理费和交易达成费；另一类是可变来源收入，包括利润分红、监管费和交易退出费。对于固定收入的这部分，只要这些基金管理人按时上班，就可以保证拿到手；而可变部分则视投资业绩而定。具体地说，固定收入部分占到了全部收入的62%，也就是说只有38%是真正针对基金表现而定。而且所谓的可变部分（例如监管费和交易退出费），在没有投资表现的年份也会进行累计。<sup>[18]</sup>这的确令投资人感到沮丧。

### 5. 市场特征

截至2006年12月31日，全美杠杆收购基金资产规模达到3420亿美元，其中57%已经投到各种各样的交易中，活跃的杠杆收购基金的数量为360多只。<sup>[19]</sup>

### 6. 小结

对于不够谨慎的投资者来说，杠杆收购基金不是一个好的投资选择。因为杠杆收购基金与有价证券基金相比负债风险更高，但流动性更差。按常理讲，投资者面临更高的负债率和更低的流动性应该取得更高的投资收益，但事实是近几十年的数据显示同等规模条件下，杠杆收购基金的表现要逊色于有价证券基金，这还是调整风险前的收益水平。如果将风险因素考虑进去，杠杆收购基金就更要令投资者失望了。

名目繁多的管理费用是造成杠杆收购基金低投资收益的一个重要原因。除了每年大量管理费，杠杆收购基金还要收取将近五分之一的利润提成，通常情况下还会有交易费和监管费。这些高额费用对基金管理人而言是盛宴，而对投资者却意味着只能得到残羹冷炙。

投资者不应该盲目迷信杠杆收购基金可能带来的投资收益，虽然这类资产会涉及比例很高的积极型投资管理。因为除非投资者选择了市场表现

排前四分之一，甚至前十分之一的基金经理，否则都无法克服非常高的投资风险。

## 二、风险投资

风险投资基金为初创企业注入资金，传授经营技巧，帮助其尽快盈利、做大做强。投资者被吸引介入风险投资通常是因为风险投资乃是资本主义体系的重要原动力，除了可以分享创业者赚取的超额利润外，还可以分享明星投资经理们的炫目光环。

类似期权的特性是风险投资吸引个人投资者的另一原因。投资者以全部投入资本作为承担损失的极限，利润不受限制，甚至有可能连番数倍。有限的下行空间和巨大的上行空间意味着收益曲线偏正。

可惜，现实情况与投资者得到的承诺相差甚远。过去的投资经验证明，风险投资产生的收益仅仅与股票不相上下，换言之，投资初创公司面临的高风险远没有得到相应的补偿和回报。

比糟糕的投资纪录更加令投资者沮丧的是风险投资行业存在的“逆向选择”情况。最优秀的风险投资基金通常不愿意接受新的投资者和资金，它们宁可在现有投资者之间分配新的额度，市场上对新投资者敞开胸怀的往往是那些没什么吸引力的投资基金。

20世纪90年代末期科技泡沫形成以前，风险投资的回报率一直很低，很难补偿投资者承担的风险。随后出现的互联网热为风险投资带来了长达数年的繁荣。但投资者对科技投资的热情令风险投资基金的管理合伙人找到机会提高管理费和分红比例。泡沫破灭后，这些管理合伙人自然不会主动修改对投资者不利的条款，从而为今后投资的成功设置了更高的门槛。

尽管风险投资可以令投资者分享支持一家企业从零起点直至壮大的辉煌，但投资者提供的资金的回报率却根本不足以弥补承担的风险。只有投资者选择了在业内排名前四分之一甚至前十分之一的基金管理人，投资收益才有可能弥补所承担的风险。

### 1. 成功光环下的风险投资

#### eBay 的案例

彼埃尔·奥米迪亚（Pierre Omidyar）是在法国出生的伊朗人，后移民到美国。1995年9月，他创建了网上拍卖的模式。他最初的构想是帮助女朋



友出售她收集的 Pez 自动糖果盒。尽管在 1996 年年底，这项新兴的业务模式已经取得成功，创造了不少利润，但是彼埃尔决定通过外界帮助使公司更加发展壮大。这家当初名不见经传现在叫 eBay 的公司，在它成立的两年后，吸引了刚刚在硅谷成立的 Benchmark Capital 进入。Benchmark Capital 投入 670 万美元，并派人进驻董事会，当时对 eBay 的估价是 2 000 万美元。

Benchmark Capital 的资金到位后，eBay 在以梅格·惠特曼（Meg Whitman）为首的新任管理层带领下，开始了大踏步的发展，这也十分符合惠特曼的行事风格。eBay 很快便迎来了黄金时期，1998 年 9 月公司 IPO 时市值已达 7 亿美元，上市当日股价从 18 美元飙升至 47 美元（eBay 创下历史第五大 IPO 当日涨幅）。<sup>[20]</sup>按照 1998 年 9 月 23 日收盘价计算，市值超过 20 亿美元。Benchmark Capital 当年向 eBay 的注资，在一年多的时间里从 670 万美元翻了整整 6 倍达到 4 个多亿。

eBay 上市当日的表现仅仅是“火箭发射”的准备阶段。1999 年 4 月，每股股价达到 175 美元，公司市值一举突破 210 亿美元。此时 Benchmark Capital 决定锁定部分利润，将部分股份转让给有限合伙人。670 万美元投资收回了 67 亿美元，实现了 1 000 倍的投资回报，名副其实地成为“硅谷最成功的投资”。<sup>[21]</sup>

eBay 不希望成为一颗“流星”，经过不断发展壮大，逐渐成为了互联网公司的一面旗帜。截至 2002 年 7 月 22 日，公司的市值虽然较峰值有所下降，但仍达到 157 亿美元。eBay 更是理所应当地进入了标准普尔 500 指数，位列第 104。耐人寻味的是，位次紧随 eBay 之后的是 BB&T，这是一家位于北卡罗来纳州的金融服务公司，历史可以追溯到美国内战时期。截至 2007 年最后一个交易日，eBay 的市值为 450 亿美元，是 Benchmark Capital 对其最初估值的 2 250 倍！

所有 eBay 成长过程的参与者都赚得盆满钵满。创始人比埃尔不仅给自己带来了超乎想象的财富，而且为包括梅格·惠特曼在内的所有管理层和雇员带来了可观的薪酬。风险投资及其背后提供资金的股东也获得了令人感到惊讶的投资回报。就连持有 eBay 公众股的股东，也创下了持有期间回报率的历史纪录。eBay 的年代正是风险投资的鼎盛时代。

eBay 并非独领风骚，其他风险投资的“宠儿”也毫不逊色，思科（Cisco）、基因技术（Genentech）、亚马逊（Amazon）、星巴克（Starbucks）、英特尔（Intel）都曾经为创业者和投资者带来丰厚的回报。甚至一

些最终没有成功的初创公司，如@home、Excite.com等，也曾经为投资者提供了大赚特赚的机会（在从天上直接掉到地上之前）。

## 2. 残酷现实下的风险投资

但是，个别“高调”的成功并不能提高风险投资行业的平均收益水平。从长期的角度看，风险投资的投资者获得的回报与资本市场整体收益率水平相当，与投资者明显高得多的风险水平不相匹配。风险投资的神话只是神话而已。

1985年后的20年中，风险投资的年均回报率的中数低得令人吃惊，为3.1%，同期标准普尔500指数的年均回报率为11.9%。风险投资回报率分布很分散，最高为721%，最低为-100%，标准差为51.1%。排名第一四分位的平均回报率为16.9%，大幅高出中数回报率；排名第三四分位的平均回报率仅为-6.7%，对投资者的资本金构成了明显的损失。<sup>[22]</sup>

即使在风险投资的鼎盛（投机氛围最浓）时期，投资收益依然令投资者感到失望。根据2001年对950家风险投资基金的统计，在截至2000年12月31日之前的20年中，年均收益率为19.6%。从绝对收益角度看，向投资者交出的答卷还说得过去。

但是，如果投资者没有选择风险投资，而是将同样的额度和规模投向同期的标准普尔500指数，每年的平均回报率为20.2%。换句话说，投资者只需投资普通的大盘股就可以获得与风险投资最好收益相当的水平，而且承担的风险要低很多。

投资者普遍认为私人持股的初创企业的投资风险一定高于大市值的上市公司，但也很难对高出多少准确定义。不过可以肯定，风险投资的投资者只有取得排名四分之一甚至排名前十分之一的回报率，才可以取得超越市场大盘的风险调整后的收益。

## 3. 品牌效应

风险投资行业有八至十家公司可以称得上“翘楚”，它们与其他公司相比优势体现在各个方面：交易源源不断找上门来，谈判时讨价还价的余地很大，在资本市场也是呼风唤雨。无论是投资者、刚刚起步的企业家，还是投行人士，都希望跟这几家公司打交道。

风险投资领域对资金来源非常看重，其程度应该超过其他所有资产类别。想想看债券的发行方（无论是政府还是企业）会担心债券持有者的身份么？上市公司的管理层会担心公众股东的构成么？当然，如果特殊情况



出现，例如发生公司控股权的争夺时，管理层可能会将股东身份考虑进去，但总体来讲，股东姓甚名谁对这些证券发行机构来讲并不重要。实物资产领域也是一样，无论是办公楼宇的经理、油矿的项目经理，还是森林的管理者都不会在意所有者的身份。总之，对于这些投资的管理者来讲，资金的来源并不重要。

相比较而言，风险资本投资的企业对风险资本的“家世背景”非常看重。绝大多数刚刚起步的企业家都希望能够跟风险投资行业最有影响力的公司合作，他们坚信与一流的风险资本合作可以大大增加成功的几率。这些风险投资行业领袖公司的合伙人拥有过人的判断力和经营技巧，可以使企业管理如虎添翼。对于初创企业来讲，得到的不仅仅是智慧的分享，而且还有一流风险投资公司难得的人际关系网络和投资心得。为了得到这一切，企业家们会主动送上优厚的合同条款，以获得与一流风险投资公司合作的机会。这些一流的风险投资公司无疑走上的是良性循环的轨道，持久的成功投资乃水到渠成的结果。

学术研究也证明了在风险投资领域，品牌效应确实一定程度上是成功的保障。芝加哥大学研究生院的史蒂文·卡帕兰（Steven Kaplan）和麻省理工大学斯隆管理学院的安托瓦内特·肖尔（Antoinette Schoar）研究认为，“对基金管理者而言，一期基金的成功意味着下一期基金成功的几率也大大增加。反之，之前的失败也为后面的失败埋下伏笔。但在共同基金领域，这样的相关性并不明显。”<sup>[23]</sup>虽然卡帕兰和肖尔教授发现杠杆收购基金领域也存在一定的前后相关性，但无论从统计数据还是经济效益角度来看，风险投资基金都表现得更为明显。<sup>[24]</sup>

风险投资行业的新投资者以及一直以来的回报平平的投资者会面临特有的挑战。几乎所有一流的风险投资合伙人都对管理资产做出限制，几乎没有一家愿意接受新的投资者。因此无论是刚刚加入市场的投资者还是希望改善现有投资水平的投资者都被好的投资机会排除在外。

所以对于新投资者来讲，现实的考虑是究竟有多少机会为他们而留？考虑到一流的收益的稀缺性，如果扣除长期以来表现出色的大型基金，整个风险投资行业的平均收益必将大打折扣。既然这些一流基金本来就与绝大多数投资者“无缘”，那么对于风险投资行业的预期收益也该相应下调。由于风险投资基金长期以来的收益与股票等有价证券不相上下，即使微幅下调，对投资者而言也是难以接受的。由于无法与一流的风险投资基金

金合作，投资者对风险投资应该三思而后行。

#### 4. 风险投资与通胀

与很多企业实体一样，风险投资所持有股份的公司的资产的名义价值与通胀呈正相关关系。但像其他与股市价格呈现正相关的资产一样，风险投资也与股价存在正相关，由于短期内股票市场抵御通胀的能力不强，因此风险投资抵御通胀的效果也并不明显。

#### 5. 利益一致性

风险投资基金的普通合伙人（基金的管理者）享受与杠杆收购基金和对冲基金一样的激励机制，即类似于期权的利益分成机制。所以为了使管理者与提供资金的投资者利益保持一致，普通合伙人应该与有限合伙人（投资者）共同投资，较高比例的共同投资可以保证管理者站在投资者的角度对待盈利与损失。但在现实的风险投资实践中，管理者与投资者高比例共同投资仅仅是个别现象，值得注意的是，很多高比例共同投资都出现在一流的风险投资合伙关系中。

风险投资的成功使普通合伙人有机会向更有利于基金管理者的方向修改合作条款，20世纪90年代末的高科技泡沫就是这样的例子。当时投资者热情空前高涨，风险投资公司融资的规模可以达到10年前的10倍。90年代初，融资规模一般为1亿~1.5亿美元，而到21世纪初，规模达到10亿~15亿美元。资金规模和收费水平的上涨速度远远超过风险投资从业人数的涨幅。基于资产规模的收费标准使得这项收入来源从最初的“成本费”，变为风险投资基金重要的利润来源。

对提供资金的有限合伙人更加不利的是，风险投资公司利用投资者对科技热潮的盲目追捧，逐渐提高收益提成比例。在科技泡沫破裂之前，风险投资公司提取的收益提成多数为20%，十分优秀的公司会提取25%，只有风险投资行业的翘楚 Kleiner Perkins Caulfield & Byers 才会提取30%的利润。这些一流的公司通过扩大利润基数和分成比例赚得盆满钵满。

随着互联网泡沫的到来，市场充斥着贪婪。对风险投资无限制的需求使一般的风险投资基金也将收益提成标准提高到了20%~25%，而优秀的风险投资基金顺势提高到25%~30%。令人感到意外的是，Kleiner Perkins 没有将提成比例提到更高，而是维持在30%的水平，这简直成为对投资者的无比慷慨。并非是因为 Kleiner Perkins 的管理者没有意识到市场的狂热，而是由于他们决定照顾主要的资金来源方——大学捐赠基金和各类基金会。



虽然风险投资领域的投资回报率一直并不突出，但管理者还是毫不犹豫地利用投资者的热情将合同条款向有利于自己的方向修改。互联网泡沫过后，一些基金将资金规模缩小到合理的范围内，收费规模也自然缩小，但很少出现风险投资基金将收益提成比例主动下调的情况。互联网泡沫过后，风险投资的表现一直不尽如人意，但是收益提成比例还是只能上不能下。

#### 6. 市场特征

截至 2006 年 12 月 31 日，全美风险投资领域掌管的资金达到 1 310 亿美元，其中 62% 已经投向公司，其余资金也并没有撤出，而是继续寻找机会。截至 2006 年底，活跃的风险投资基金有 870 多只。<sup>[25]</sup>

#### 7. 小结

风险投资对投资者的吸引力主要有以下几点：风险投资是资本主义体系的原动力；风险投资参与者可以分享初创公司一举成名的喜悦；风险投资可以收获巨额回报。正如 eBay 公司的案例，风险投资有些时候的确能够为投资者带来难以想象的回报。

但是，eBay 的投资及其在股票市场的成功并非普遍现象。风险投资整体回报水平与股票市场相当，而且经过风险调整后，绝大多数风险投资的收益很难令投资者接受。

初涉风险投资领域的投资者会面临其他资产类别投资者没有遇到过的问题，即一流的风投基金不会轻易接受新的投资者，但只有这些基金才有机会接触到最好的交易机会、创业者和资本市场。这样的排外状况只对在这一领域已经站稳脚跟而且事实证明是最成功的投资者有利，其余的投资者则处于不利的境地。

## 第四节 结论

另类资产类别可以提供强大的工具，帮助投资者通过建立充分分散化的组合降低风险，采取获利更高的积极型操作增加回报水平。具体地讲，绝对收益策略和实物资产投资可以作为分散化手段，而私人股权投资具备提高组合回报的潜力。

绝对收益策略包括事件驱动型和价值驱动型两种策略，目标就是利用

市场错误定价的机会获利。对冲工具使投资者一定程度上避免了系统性风险，于是投资经理的能力和技巧就成为投资成败的关键因素。事件驱动型策略需要投资经理对所涉及公司的破产或并购等事件进行评估；而价值驱动型策略需要投资经理发现错误定价的证券。绝对收益投资可以产生类似股票投资的回报但又在很大程度上独立于市场整体表现，为投资组合提供了具有吸引力的回报特征和分散化作用。

早在1990年，耶鲁大学就成为业内首家使用绝对收益作为资产类别配置的机构投资者。截至2007年6月30日，年投资回报达到了13.2%，标准差仅为4.9%（同期，威尔希尔5000指数的回报率为11.2%，标准差为14.0%）。同时，绝对收益策略成功走出了“独立行情”，按月度数据，绝对收益策略的表现与股票和债券的相关度仅为0.02。

实物资产投资可以帮助组合抵御非预期的通胀，但投资者为了发挥实物资产在组合中的分散投资的作用，需要付出代价，即接受比股票等有价证券低的预期回报。一般情况下，实物资产可以带来高稳定现金流，从而降低组合的波动性。耶鲁的实物资产组合无论从风险还是回报的角度看都不失为成功的范例，从1978年7月成立至2007年6月年均回报率达到17.8%。

私人股权投资在大大提高组合风险的条件下，可以增加组合的回报，但是却不具备分散投资的优势。从过去20年经验来看，投资者高收益的预期也没有实现。私人股权投资基金的业绩大都低于股票等有价证券的回报率，而风险却高于股票。希望利用私人股权投资优势的投资者必须选择排名前十分之一的基金，但这类基金通常收取高额的收益提成，使投资者背上沉重的负担。

在私人股权投资中，投资经理与投资者利益一致性通常比较高，对投资经理的激励结构比较得当。无论是私人股权投资中的杠杆收购基金还是风险投资基金，基金经理与投资者高比例的共同投资使双方避免代理问题给投资者利益带来的损失。共同投资使合伙人共同承担风险，分享收益。任何投资决策在考虑潜在收益的同时，也必须考虑潜在风险。高共同投资比例使双方增加信任的同时，也在潜在投资者面前进行了最好的宣传。

私人股权投资之所以会受到投资者青睐是由于有专长的投资经理对目标公司可以起到增值作用，从而创造了在竞争较小的环境下获得投资机会、改善企业运营水平、获得高收益的条件。只有私人股权投资经理为公司运



营提供了有效增值作用，投资回报才能体现出与股票市场独立的走势。只有这样的增值策略确实取得明显效果，投资经理才可以根据投资合约获得高额费用。无论是从投资者、基金经理还是被投资公司的角度，都需要大量的积极管理，私人股权投资才有可能获得成功。

仍然以耶鲁大学基金为例，通过选择一流的投资管理团队，采取增值策略，耶鲁大学私人股权投资从 1978 年到 2007 年 30 年来的年均回报率超过 30%。耶鲁的例子证明成功的私人股权投资可以为组合带来高回报。耶鲁投资的风险投资基金和杠杆收购基金在经过风险水平调整后的回报都证明了私人股权投资可以成为投资者很好的选择。

另类资产类别的投资者若想获得成功，只能采取积极投资型管理方式，并选择一流的投资经理。选择合伙人时，一定要进行尽职调查，重点是调查负责组合的专人的品格和能力。总之，另类资产类别投资成功最重要的因素就是选择正确的合伙人。

## 本章注释

- [1] Newell Rubbermaid 兼并套利所要求的资金量可大可小。小可到 29.53 美元（即以 Rubbermaid 的股价减去卖空 Newell 股票的净收益所得的值： $31.81 - 2.28 = 29.53$ ），大可到 34.10 美元（即卖空 Newell 股票所需的资金： $0.7883 \times 43.26 = 34.10$ ）。文中以 31.81 美元（即 Rubbermaid 的股价）用于举例说明是选取了中间的一个值。
- [2] Roger G. Ibbotson and Peng Chen, "The A, B, Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs," Yale ICF Working Paper No. 06-10 (Yale International Center for Finance, September 2006), 2.
- [3] Burton G. Malkiel and Atanu Saha, "Hedge Funds: Risk and Return," *Financial Analysts Journal* 61, no. 6 (2005): 82.
- [4] "Merrill Lynch Factor Index. An Alternative to Investable Hedge Fund Indices," Merrill Lynch, Global Markets and Investment Banking Group, September 2006.
- [5] Kevin Mirabile and Rosemarie Lakeman, *Observations on the Rapid Growth of the Hedge Fund Industry* (Barclays Capital, 2004); 2.

- [6] Treas. gov, "Key Initiatives," <http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/key-initiatives/tips.html>.
- [7] Data from Bloomberg; LehmanLive; National Association of Real Estate Investment Trusts.
- [8] National Association of Real Estate Investment Trusts, "Forming and Operating a Real Estate Investment Trust," <http://www.nareit.com/aboutreits/formingaREIT.cfm>.
- [9] Marc Cardillo, Robert Lang, Maggie Patton, and Andrew Heath, "U. S. Real Estate and REIT Investing. Executive Summary," Cambridge Associates, 2007.
- [10] Green Street Advisors, "REIT Share Price Premiums to Green Street NAV Estimates," <http://www.greensreetadvisors.com/premnav.html>
- [11] Matt Terrien, "Investing in Direct Energy: A Diversification Tool for Portfolios" (Prepared for Merit Energy Company), Ibbotson Associates, 11 October 1999.
- [12] "Warburg Pincus Completes Acquisition of Bausch & Lomb," Bausch & Lomb newsroom. [www.bausch.com](http://www.bausch.com), 26 October 2007.
- [13] 2006 *Investment Benchmarks Report: Buyouts and Other Private Equity* (New York: Thomson Financial, 2006).
- [14] Steven N. Kaplan and Antoinette Schoar, "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows," *Journal of Finance*, no. 4 (August 2005): 1791.
- [15] 2006 *Investment Benchmarks Report: Buyouts*.
- [16] Josh Lerner and Antoinette Schoar, 17 January 2008.
- [17] Keynes, *General Theory*, 160.
- [18] Andrew Metrick and Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds" (September 9, 2007). Swedish Institute for Financial Research. Conference on The Economics of the Private Equity Market.
- [19] 基于剑桥协会数据的估计数字。控制的资本定义为基金的净现值加上未提取资本。所有数据均指美国市场。
- [20] Randall E. Stross, *eBoys: The First Inside Account of Venture Capital*.

- talists at Work* (New York: Ballantine Publishing Group, 2000); 182.
- [21] Ibid. xv.
- [22] *2006 Investment Benchmarks Report: Venture Capital* (New York: Thomson Financial, 2006).
- [23] Kaplan and Schoar, *Journal of Finance* 40: 1792.
- [24] Kaplan and Schoar, *Journal of Finance* 40: 1809.
- [25] 基于剑桥协会数据的估计数字。控制的资本定义为基金的净现值加上未提取资本。所有数据均指美国市场。



## 第9章 资产类别管理

由于市场总是尽可能地对资产进行准确的定价，进行积极投资管理需要面对激烈的竞争。积极型基金经理投入大量的金钱来利用市场上哪怕是瞬间的价格失效。积极投资管理要想获得成功不仅需要高超的技巧，同时也要有点运气。谨慎的投资者会优先考虑具有确定收益的低成本的被动投资策略，其次才考虑收益具有不确定性的高成本的积极管理投资策略。

高成本是积极投资策略成功的障碍。业绩只是略微高出基准收益的组合不能称之为成功，因为组合的最终回报还要扣除管理费、交易成本以及交易对市场造成的影响。由于这些费用及成本的存在，相当大一部分投资有价证券的基金不能够超越市场指数收益水平。如何克服



积极投资管理的高成本是一个很难解决的问题。

但我们惊讶地发现，面对极其复杂、困难的投资环境，很多资产受托人忽略了成本问题，不约而同地选择积极投资策略。机构追求有吸引力、令人兴奋的（最终是代价沉重的）各种超越大盘的许诺，而忽略了平实可靠的被动管理方式。投资人没有仔细审视过去投资回报的驱动因素，而是简单地认为那些优异的历史业绩得益于敏锐的洞察和判断。

基金要战胜市场面临着难以逾越的障碍，所以审慎的投资人应该对积极策略持怀疑的态度。假定市场定价合理，那么积极策略就无法保证获得风险调整后的超额回报。只有存在有力的证据证明某种投资策略确实有战胜市场的可能性时，投资人才能放弃被动投资策略。

采用积极策略的投资经理的价值体现在他们具有某些可以创造出合理预期的高收益的竞争优势。这一竞争优势来源于投资经理的个人能力以及所属机构的投资风格。在外部投资经理的选择上，投资人的目标是发现那些将委托机构的目标置于个人利益之上的人。只有精力充沛、头脑精明、信誉良好并且具有创业精神的专业人士所经营的独立的投资管理公司，才能将投资人和管理人的利益更好地结合在一起。因为资产受托人要将机构的资产和声誉都托付给外部管理公司，所以聘用外部投资顾问的重要性不仅仅局限于投资收益。

选择合适的投资管理公司仅仅是建立投资委托的第一步，投资人还需要与外部投资顾问经过认真谈判达成令双方都满意的交易条款。签订合约的根本目的是要建立一致的利益关系，以鼓励投资咨询机构按照投资人利益第一的原则进行业务活动。外部投资顾问的作为与投资人的预期之间的差距对投资机构本身构成了巨大的成本，也降低了投资业绩达到基本投资目标的可能性。

## 第一节 积极投资管理的游戏

追逐机会本身的乐趣会影响人们评估积极投资管理的机会时的客观性。投资活动好比一场游戏，为人们带来精神鼓励，也为各种聚会场合提供丰富的谈资。凯恩斯曾把积极投资比作一场孩童的游戏：“这就像我们小时候玩的击鼓传花或者抢椅子。鼓声或者音乐停止的时候，花没有在自己手中

或者坐到椅子上的人胜出，反之则被淘汰。虽然所有玩游戏的人都知道花的存在，或者都知道最终一定会有人没有椅子坐，但是大家还是可以玩得尽兴，乐此不疲。”<sup>[1]</sup>因此，资产受托人必须保证积极投资管理策略能得到更高的预期收益，而不仅仅是令投资经理从工作中获得更多的满足感。

对积极投资管理进行评估的另一大误区是认为高回报完全得益于投资经理的智慧和勤奋的努力。所有从事投资的人都敬仰成功，并把市场预言家奉若神明。他们认为出色的业绩一定源于投资技巧，而没有考虑到基金经理的一系列准确判断中也有运气的成分。反之，投资人也想当然地将失败的业绩归咎于投资经理能力不足。这一认识误区的本质是没有将投资收益与风险水平联系起来。高收益很可能是基于高于市场的风险，低收益也许是由于低于市场的风险。投资界对高收益的原因和性质缺乏怀疑的态度，造成了严重的推崇专家和盲目信任权威的现象。

### 乔·格兰维尔的案例

在所有可以影响市场的预言家中，乔·格兰维尔（Joe Granville）是最怪异的人物之一。在 20 世纪 70 年代末和 80 年代初，身为技术分析派的格兰维尔做出了一系列准确到令人难以置信的预言。1980 年 4 月 21 日，当市场位于两年内最低点位 759 点时，格兰维尔发出了买入信号。在随后三个月里，市场飙升至 1 000 点以上。1981 年 1 月，他认为市场将要下跌，于是引发了创纪录的抛盘。第二天，他的照片就被登上了《纽约时报》的头版，而《华盛顿邮报》的头条新闻报道：“预言家引发歇斯底里的抛盘——市场在恐慌抛售中下跌。”格兰维尔预言自己将获得诺贝尔奖，因为他已经“解决了百年之谜，每次都能准确判断出市场的底部或顶部。”

乔·格兰维尔看似严谨的技术分析与他在生活中的怪诞举动形成了鲜明的对比。在日常生活中他经常穿着怪异的服装，做出各种被人认为不正常的举动，包括乔装打扮成摩西的模样，来宣扬投资十戒，脱下裤子读股票报价，上台时出现在塞满收报机纸条的棺材里。

但这一切都没有影响追随者对他的忠诚。1981 年末，全球市场的普遍下跌又一次与他的预言相吻合。当时《巴伦周刊》（Barron's）的评论员罗达·布拉姆纳（Rhoda Bramner）这样写道：“乔·格兰维尔在投资舞台上高视阔步，而市场则按着他的剧本上演了熊市。”<sup>[2]</sup>

然而，格兰维尔并没有预测到 1982 年市场的大逆转。继续坚持看空致

使他的追随者们错过了历史上最大牛市的开始阶段。命运仿佛并没有打算停止对他的捉弄，在1987年股市崩盘前格兰维尔转而“强烈看多”。结果在赫尔伯特(Hulbert)1992年的一期《金融摘要》(Financial Digest)中，根据对众多投资专栏进行的不记名的调查，乔·格兰维尔被评为最糟糕的预言家之一，在12年中按照他的投资建议损失竟高达93%。

乔·格兰维尔在投资界的昙花一现证明了大多数投资人认为投资技巧能够获得高回报率的观点是错误的。事实上，他的技术分析不具备任何预测能力，但是很显然格兰维尔影响了市场，而且大多数人心甘情愿受到愚弄，追随他那些荒谬的观点。

### 小镇妇女投资俱乐部的案例

20世纪90年代早期，小镇妇女投资俱乐部(Beardstown Ladies)吸引了大众的注意。在1983—1993年的10年中，她们的回报率达到创纪录的水平——超过标准普尔500指数年均收益率8.5个百分点。小镇妇女投资俱乐部不仅在投资上获得了巨大的成功，更是靠出版投资经验书籍大赚了一把。她们很快就出版了第一本书《小镇妇女投资俱乐部之投资指南：我们如何超越股票市场而你如何能像我们一样》，销量超过了80万册。随后又推出了4本书：《小镇妇女投资俱乐部之选股指南》、《小镇妇女投资俱乐部之消费与储蓄指南》、《小镇妇女投资俱乐部之未来孵化计划》以及《超越华尔街》。除了出书，她们还四处演讲，制作录音带、录像带。所有的一切都建立在大众对其出色投资业绩的敬仰和追捧上。这些宣传没有引起过任何的怀疑，因为在出色的业绩面前，任何分析都显得很苍白无力。

令人啼笑皆非的是，原来这一切不过是个失误。小镇妇女投资俱乐部没有丝毫的分析能力，甚至无法准确地计算自己的投资回报率。投资俱乐部的会计用电脑程序计算时，错把2年的平均业绩当成10年的平均业绩。而纠错过后的小镇妇女投资俱乐部的投资回报非常差劲。根据普华会计师事务所提供的数字，小镇妇女投资俱乐部的年均回报率仅有9.1%，低于标准普尔500指数5.8个百分点，与此前公布的数据更是相差14.3个百分点。换句话说，这样的投资业绩根本不值一提。

从小镇妇女投资俱乐部事件中我们得到的教训是，投资者往往关注投资记录而忽略了它的真实性。由于市场对证券进行定价存在高度的有效性，所以一旦出现很高的回报率首先应该归功于运气好，这样才能使投资人避