



CRACKING THE EMERGING MARKETS ENIGMA

破解新兴市场之谜

G. ANDREW KAROLYI

[美] 安德鲁·卡罗伊 著

朱小能 陈选娟 邓辛一 译



格致出版社 上海人民出版社

CRACKING THE
EMERGING MARKETS
ENIGMA

破解新兴市场之谜

[美] 安德鲁·卡罗伊 著

朱小能 陈选娟 邓辛 译

格致出版社  上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

破解新兴市场之谜/(美)安德鲁·卡罗伊著;朱小能,陈选娟,邓辛译.—上海:格致出版社:上海人民出版社,2017.10

ISBN 978-7-5432-2531-2

I. ①破… II. ①安… ②朱… ③陈… ④邓… III. ①新兴市场-投资-研究 IV. ①F840.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 113645 号

责任编辑 钱 敏
装帧设计 路 静

破解新兴市场之谜

[美]安德鲁·卡罗伊 著
朱小能 陈选娟 邓辛 译

出 版 世纪出版股份有限公司 格致出版社
世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988
市场部热线 021-63914081
www.hibooks.cn

发 行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印 刷 常熟新骅印刷有限公司
开 本 720×1000 1/16
印 张 18.25
插 页 2
字 数 287,000
版 次 2017 年 10 月第 1 版
印 次 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-2531-2/F·1044

定价:59.00 元

安德鲁·卡罗伊 G. ANDREW KAROLYI

康奈尔大学约翰逊管理学院金融学 and 全球商业课程教授，资产管理领域校友教授奖获得者，约翰逊研究生院新兴市场研究所主任，同时担任金融学领域的顶级期刊《金融研究评论》(*Review of Financial Studies*) 的执行主编。卡罗伊教授擅长投资管理领域的研究，尤其专注于国际金融市场的研究，并执教于美国、加拿大、欧洲和亚洲的多个在职教育项目，担任多个跨国集团、银行和投资公司的特邀顾问。他也是金融管理学会的前任主席和现任理事，以及美国金融学会的前任理事。

新兴市场的传统观点总是摇摆在对新兴市场诸多投资机会的乐观与对新兴市场的诸多内在缺陷的沮丧之间。然而，卡罗伊教授摆脱了这些情绪的束缚。他对新兴市场进行了冷静而缜密的定量分析，为学者和投资者理解新兴市场提供了参考和帮助。

——Andrei Shleifer，哈佛大学经济学教授、克拉克经济学奖得主

投资者或许认识到了新兴金融市场的巨大魅力，也或许认识到了新兴市场的巨大风险。要想在新兴市场取得成功，前提是控制风险。《破解新兴市场之谜》一书为我们理解和控制新兴金融市场风险提供了很大的帮助。该书写作通俗易懂，深入浅出，我强烈推荐此书！

——René Stulz，俄亥俄州立大学金融学教授、美国金融学会前主席

卡罗伊教授以其深厚的功底，为我们提供了评价新兴市场投资机会和风险的一个新颖、实用的分析方法，资产管理行业的所有投资者都应该收藏此书。

——Ken Kroner，黑石集团首席投资官、科学投资基金负责人

任何一位关注新兴金融市场的人士，包括基金经理、个人投资者、投资顾问等，都应该认真领会卡罗伊教授提出的新兴市场风险分析框架，关注新兴市场的最

重大风险。我们相信读者一定会深受启发，并能更好地做出投资决策。

——David Booth，空间基金管理公司主席、首席执行官
Eduardo Repetto，空间基金管理共同首席执行官

卡罗伊缜密地构建了一套行之有效的衡量新兴市场风险的指标体系，这有助于加深我们对新兴市场的理解。

——Michael Cole-Fontayn，纽约银行梅隆公司执行副主席、
欧洲中东非洲区主席

卡罗伊构建了一套易于理解且信息含量丰富的新兴市场风险评估框架。该书深入浅出地介绍了这一框架，这对所有新兴市场的投资者都有巨大的帮助。

——Kenneth R. French，达特茅斯学院金融学教授

卡罗伊教授是一位受人尊敬的学者，其研究对理解新兴市场大有裨益。所有新兴市场的投资者都应该阅读此书。

——Jason Hsu，锐联资产管理有限公司共同创始人、副主席

我强烈推荐《破解新兴市场之谜》一书。本书的贡献在于提供了一种系统衡量新兴金融市场风险的方法，这是一个了不起的成就。

——Geroges Ugeux，伽利略国际顾问公司首席执行官、公司主席

新兴金融市场因其多面性和复杂性而显得迷雾重重。卡罗伊教授凭借其深厚的学术功底和丰富的实践经验，设计了严谨全面地评估新兴金融市场投资机会的框架，利用翔实的数据和生动的案例，为我们揭开迷雾，破译了投资新兴市场的相关风险。本书有助于学者和投资者更好地理解新兴市场的风险和机遇，更好地拥抱新兴市场孕育的投资机会。

——王能，哥伦比亚大学金融学教授

卡罗伊教授是我多年尊敬的同事，他一直致力于研究新兴市场经济体，他的著作让我受益很多。而今中国企业和投资者快速走出去，如何选择投资市场尤其是如何在看起来光鲜的新兴市场之间做选择，这是非常实际又涉及到最终回报的具体问题。就这些方面，卡罗伊教授的新书给我们提供有益的指引，该著作综合了他多年的研究和实践经验，值得热爱投资的各位学习。

——陈志武，耶鲁大学金融学教授

新兴市场既散发着难以抵御的魅力，也蕴含着不可忽视的风险隐患。《破解新兴市场之谜》逻辑地提供了一整套衡量新兴市场风险的指标体系，给出了可以在一定程度上兼顾不同类型国家的风险分析框架，具有较好的兼容性和应用性。

——连平，交通银行首席经济学家

新兴市场的制度及投资者结构与成熟市场有很大不同，因此导致估值方法差异。本书对于中国读者了解新兴市场的发展历程、把握A股市场的投资方向很有价值。

——李迅雷，齐鲁资管首席经济学家

安德鲁·卡罗伊教授的凝血之作《破解新兴市场之谜》不仅仅有宝贵的关于新兴市场的结论，更难能可贵的是建立了一套系统研究新兴市场的科学方法和评估架构。这是我在投资生涯中看到的关于新兴市场最完整、最简单、最有效的评估架构。我认为每一位投资者都应该牢记“卡罗伊因子”，并在投资实践中运用它们。

——娄刚，恒松资本首席执行官

作为研究新兴市场的国际顶级专家，卡罗伊教授在书中从不同维度构建了一套科学的量化框架，全面深入地分析了包括中国在内的所有新兴市场的投资机遇与风险。此书除了可以作为国内外商学院的国际金融教科书以外，我还强烈推荐给所有关注新兴市场的国际和国内投资者，以及包括中国监管部门在内的政策制定者，帮

助他们在进一步发展本国资本市场的过程中用科学的方法和全球化的视野去考虑问题和提供解决办法。

——钱军，上海交通大学上海高级金融学院教授

新兴市场，一个兼具高风险与高回报的投资领域。卡罗伊教授作为国际金融领域享有盛誉的学者，用十几年的研究成果来为我们解读新兴市场投资的挑战与风险。我觉得每个参与新兴市场的投资者都不应错过这系统、严谨，且又丰富、易懂的学术智慧。

——刘玉珍，北京大学光华管理学院教授

二战期间，英国政府密码学校在布莱切利公园组建了一支庞大的密码破译团队，用来破译大量轴心国使用的英格玛密码机所编写的摩尔斯编码的机密无线电通信。对于该团队在那5年间的伟大付出所收获的军事情报，西方盟军总司令艾森豪威尔将军认为其对战争最后的胜利有着决定性的作用。英格玛密码机是便携式的、配备插件和转子扰频器的一类密码机。这也使得只要遵循良好的操作规范和正确的操作步骤，英格玛密码机所编写的密码几乎牢不可破。然而，剑桥大学数学家、公认的计算机科学和人工智能科学之父、为“图灵甜点”密码破译机（Bombe Machine）（现代计算机的先驱）设计提供了大量关键想法的阿兰·图灵（Alan Turing），则最终破译了“英格玛”密码。

到目前为止，已经有很多讲述有关布莱切利公园、图灵和“英格玛”密码破译的文章和作品问世。这其中就包括弗雷德里克·威廉·温特伯森（Frederick William Winterbotham）于1974年通过猎户星出版社出版的一部标题为《极度秘密：Ultra行动、布莱切利公园和英格玛的内幕》（*The Ultra Secret: The Inside Story of Operation Ultra, Bletchley Park & Enigma*）的纪实专著，而标题中的“Ultra”，则是战时英国军事情报通过打破敌人的加密通信而获得的信息情报的指定称号。受这本纪实书籍的启发，休·怀特摩尔（Hugh Whitmore）于1986年在伦敦导演了一部集中讲述阿兰·图灵本人故事的舞台剧——《破译密码》（*Breaking the Code*）。接着，由罗伯特·哈里斯（Robert Harris）于1995年所著的题为《英格玛》（*Enigma*）（箭牌出版社（Arrow Books））的虚拟科幻小说，以及2001年由凯特·温斯莱特和多格雷·斯科特主演的同名电影相继问世。2014年，由黑熊影业（Black Bear Pictures）发行的电影《模仿游戏》（*The Imitation Game*），则是这一系列最新的作品，届时将会吸引更多的关注。然而，时至今日布莱切利公园却已经

变成了文化遗产地，游客们在这里可以看到原来的密码破译小屋和古旧的街区。

虽然我很想让自己成为一个现代的英格玛谜团破解者，破译出那些隐藏于新兴市场中的投资风险；但我也知道，我无法与图灵先生相比，不过，破译这些风险依然是本书的目标。所以即使本书未能给予那些启发我为此书命名的布莱切利公园的先生女士们足够的认可和荣誉，我想我应该也会被原谅。我确实是被他们的故事所吸引，还很幸运地拜访过该遗址，看到了真实的德国纳粹四转子英格玛密码机，甚至还拉了一下那破译了英格玛谜团的重建的“图灵甜点”密码破译机的启动杆。

这本书讲了什么

本书旨在设计一个严谨全面又切实可行的评估新兴市场投资机会以及投资风险的框架。其严谨性主要在于，该框架建立在外国(地区)直接投资和投资组合资本流动的全面学术研究和国际金融学、经济学原理之上。而综合性则在于，它从多维度整合了投资者以及投资公司进入新兴市场时所面临的潜在风险。这些风险主要体现为新兴市场中各种机构在确保该国(地区)资本市场完整功能上的脆弱性以及其质量的参差不齐。最后，该框架之所以切实可行，则是因为它提炼了投资风险的各个方面，从而使其成为一个内部稳健的评分系统；而该系统既可以从不同维度上，也可以从整体上给新兴市场进行排序。

从方法论角度而言，本书并非以高经济增长率来定义新兴市场，而是以该市场是否因不发达的资本市场阻碍而不能实现更高的经济增长率来定义。囿于这些国家(地区)的金融市场容量，便需要一些跨国(地区)企业以及外国(地区)投资者的积极参与以帮助他们融资，进而解决资金短缺的问题。然而，这些资本流动却往往受限于这些国家(地区)低效的运营、外资参与政策的限制、治理不善、透明度缺乏、疲弱的投资者法律保护，以及政治的不稳定性。因此，本书的主要章节将从这6个方面入手，将其整合为前文所述的评分体系。

为了展示该框架的实用性，本书采用了一些最新的企业和投资者的相关交易的案例研究，并且在这些案例中使用了前文所述的评分系统进行相应的分析工作。案

例多集中于新兴市场的企业发行证券融资、跨国（地区）公司在新兴市场寻求收购机会、跨境资产销售、公私合营项目、基础设施投资以及其他情况下的融资方案。这些案例都是在较近的一段时间内发生的，并且已用于我在康奈尔大学开设的新兴市场的课程中。每一章节后会有具体案例来分析对应的风险因素。

这本书背后的主要推动力量是我参与的多维基金公司（Dimensional Fund Advisors）的咨询活动。多维基金公司是一家总部位于美国的资产管理公司，其旗下管理的资产超过 3 250 亿美元（截至 2014 年年初）。2005 年他们聘请我参与一个长期的项目，以帮助他们确定一些评判哪些国家（地区）他们可以部署投资策略和客户端的客观条件标准，而从某种角度而言，这些标准更为重要的意义在于判断哪些国家（地区）不值得投资。像许多全球投资者一样，该公司同样担心在新兴市场上的准入限制、低效运营、外国（地区）投资限制政策、中小投资者法律保护缺失、公司治理和信息披露的问题。而对于多维基金公司而言，将这些标准建立在坚实可靠的对国际市场的学术研究之上是一件至关重要的事情。幸运的是，我在过去的 20 年间的绝大多数研究成果集中于他们所面对的单个或多维度风险之上。我很开心多维基金公司能够同意我以为其提供的咨询白皮书的核心要素为基础，拓展更新完成此书。

本书是如何组织的？

本书共有 4 个部分。第一部分包含 3 个独立的章节；开篇第 1 章名为“迎接挑战”（这也是我在 2005 年对多维基金公司的回应），并给出了一个本书的概述。在这一章中，给出了 6 个不同指标的定义，以及如何建立起这 6 个指标，还给出了我所选择的这些新兴市场国家（地区）的一些概述性结论，以及我如何尝试验证其有效性。这个是本书的“一站式购物”性质的篇章；如果你只能选择一章阅读，那么这一章将是你的最佳选择。另外两章将阐明我所研究的新兴市场国家或地区（“新兴市场格局”，第 2 章）的特征，并详细描述我将数据提炼为风险单一指标时使用的多元统计方法。有些读者可能希望跳过此类“入门方法”（第 3 章）以获得直接的结论，但我强烈建议不要这样做。我所做出的战略决策以及结论推导离不开

这些方法。

第二部分则会逐个建立起新兴市场投资风险的不同指标，每一章节对应着 6 个风险指标中的 1 个指标。它们遵循着相同的方法架构，即先定义类别，然后强调有关核心的大量研究成果，接着详细描述用于统计分析的数据源，最后展示最终的得分。而在每一章节中，我将通过案例分析来使得需要阐述的概念更加生动。

为了验证这些风险指标的有效性，我在第三部分，也就是本书的倒数第二部分，对这些指标做了一些严格的检验。具体来说，我收集了新兴市场中全球投资者的外国（地区）证券持有量和外国（地区）投资净流入量的数据，然后检验这些数据是否能与我所建立的风险指标一致。第 10 章提供的证据表明，这些指标确实表现得不错。

在 2013 年，美联储暗示其将于年末缩减量化宽松的债券购买计划，这导致了进入新兴市场的全球投资者的恐慌，使得他们迅速退出。这成为检验基于 2012 年数据所建立起来的指标的绝佳自然实验。2013 年 5 月，当美联储主席伯南克在国会表示政策将于 12 月实施时（事后确实如此做了），据估计，从新兴市场流出的外国（地区）资产组合迅速飙升至 350 亿美元。而此次资金流出则集中于某些新兴市场国家（地区），其他国家（地区）则顺利避免了投资者的大量出逃。在第 11 章，我将展示这些风险指标可以很大程度地解释不同新兴国家资金出逃的程度。

第四部分将为本书画上一个圆满的句号。这一部分重新回顾了本书的主要内容，并给出了一些注意事项和警告。该书的末尾包含了一些有价值的关于数据及其来源的附录，以便读者可以使用我的方法从其他角度建立相应的指标。

谁应该读这本书？

这本书定位于商业出版物市场。书中所提供的评分体系，以及所建立起来的用于测量新兴市场投资风险严格且全面的框架，可以为全球资产管理提供者提供实用价值，也可以为那些来自发达国家并想在新兴市场寻求投资机会的企业管理人员提供帮助。不仅如此，那些来自新兴市场并打算在其他新兴市场投资的投资人也会发现这个框架十分有用。

当然，本书也可用于课堂教学。它是选修课《新兴市场金融课程》的理想教材，而这种课程虽然目前在北美的商学院内开展较少，但可以预见，其在未来一段时间内将会有所增长。它也适用于有关新兴市场业务的非学历高层经理培训的短期课程。商业教育，就如同本书所介绍的这些交易一样，在北美以外的诸如拉丁美洲、亚洲、东欧、中东和非洲地区正迅猛成长。这些市场上的教育者正渴求着与该地区相关的新的教学材料。而本书中的案例都是我在康奈尔大学约翰逊研究生院新兴市场研究所中所获得的且还未发表的教学资料。

这本书是我 20 年来对国际金融市场研究成果的积累。无需多言，在这条路上，我受到了很多同事、合作者和学生们的启发。

如果没有与多维基金公司的长期合作关系，这本书将不会得以面世。而本书中指引全球投资者的对新兴市场风险的评分体系的天才想法正是来源于他们公司的管理和领导团队。十分感激来自联席首席执行官大卫·布斯（David Booth）和爱德华多·雷佩托（Eduardo Repetto）的持续支持，以及我之前的老师，多维基金公司的领军人物，芝加哥大学布斯商学院的教授尤金·法玛（Eugene Fama）和肯·弗兰奇（Ken French）（现在就职于达特茅斯大学）。此外，我也从与多维基金公司中的鲍勃·迪尔（Bob Deere）、凯伦·乌木兰德（Karen Umland）、安德鲁·凯恩（Andrew Cain）、雅各布·罗德里格斯（Jacobo Rodriguez）、吉姆·戴维斯（Jim Davis）、山姆·亚当斯（Sam Adams）、大卫·斯旺尼克（David Swanick）以及其他工作人员的讨论中受益匪浅。当然，本书中的观点、看法和错误都是我自己的，与多维基金公司无关。

通过与许多合作者在不同合作项目的共同工作，我得以塑造自己的观点。而在这些人中，有三位十分优秀的人才：勒·斯图兹（René Stulz）、克雷格·多伊奇（Craig Doidge）和路易斯·加格农（Louis Gagnon）。在过去 10 年间，他们都与我有着长期的合作；对此我十分感谢。我相信完成本书，我们会继续在新的项目上展开合作。

这本书的绝大部分是在 2013 年我学术休假期间所写。当时，我正在剑桥大学的贾奇商学院和彭布罗克学院担任客座研究员。他们为我提供了完成这项工作的所有资源，然而醉心于美丽的英国乡村景色之中使得这项工作变得困难许多。在此，我要感谢款待我的东道主拉古·劳（Raghu Rau）。同样要感谢奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）和艾汉·高斯（Ayhan Kose），他们在 2013 年秋天当我造访国际货币基金的研究部时，热情地做东并和我共享他们组内的资源。

还有两个人对于这个项目的完成发挥了重要作用，他们是我当时的研究助理伊丽莎白·蔡（Elizabeth Cai），和当时就读于约翰逊研究院的博士生艾伦·关（Alan Kwan）。他们收集并审校了本书中构建风险因素指标中的大量数据。在这个过程中，艾伦详细阅读了所有草稿，并对相应的内容和注解给予细致的评论。我很幸运地得到了他们的帮助，所以本书中的所有分析错误都不应归咎于他们，错误只可能是我导致的。我在新兴市场金融学课程 MBA 5510 的学生们阅读了草稿并评论了部分章节。当然，本书的案例研究主要是为他们而收集的。而那些特定的案例研究合作者的名字，则会在相应章节中提到。对于他们在新兴市场研究中的竭诚付出和辛劳工作，我表示由衷的感谢。

牛津大学出版社（Oxford University Press）很幸运地拥有斯科特·帕里（Scott Parris）作为他们的编辑。他一直在为本书的出版发挥着积极和建设性的作用。我还要感谢助理编辑凯瑟琳·瓦尔曼（Cathryn Vulman）女士，她持续不倦地工作以保证我能坚持完成任务。牛津大学出版社前编辑特里·沃恩（Terry Vaughn）及瓦莱丽·阿什顿（Valerie Ashton）的讨论，帮助我确立了本书出版过程的早期事宜，在此一并致谢。对于许多匿名审稿人给予的建设性意见，我也心存感激。

最后，但肯定是最重要的，我要感谢我的家庭。和我相伴 30 年并在写作过程中陪伴着我的妻子安妮（Anne），她并不是一个经济学家，却通过她自己的方式帮我找到我的写作方式，并指出我的那些晦涩难懂的术语。我还要感谢我的孩子们，斯蒂芬·卡罗伊（Stephen Karolyi）、他的妻子梅根（Meghan），和保罗·卡罗伊（Paul Karolyi），他们在一直不断地激励着我。还要感谢梅根·阿雷利亚诺（Meghan Arellano），当我们在一起时，即使有其他更好的话题谈论，他也乐于与我谈论这本书。对我而言，他们的爱才是最重要的。

Cracking the Emerging Markets Enigma

by G.Andrew Karolyi

Copyright © 2015 by Oxford University Press

Published by arrangement with Oxford University Press

Simplified Chinese translation copyright © 2017

by Truth & Wisdom Press

ALL RIGHTS RESERVED

上海市版权局著作权合同登记号:图字 09-2017-096

资本无眠，深谋远虑的投资者总在不断地寻找处在爆发边缘并能给他们带来丰厚回报的新兴市场。但他们的投资是否真的能得到回报，这些新兴市场的潜在风险是否过于巨大？对此问题的回答显然需要我们审慎地分析新兴市场的风险和收益。考虑到新兴市场的复杂性和多变性，这显然是一项艰巨的任务。

在《破解新兴市场之谜》一书中，新兴市场专家安德鲁·卡罗伊教授逻辑严密地提出了一套能兼顾不同市场情形并具有应用性的风险评估体系。该评估体系能衡量准投资者面临的各个维度的潜在风险。这些风险反映了保障资本市场完整性的各项制度的非平衡性和脆弱性，例如政治风险、企业透明度、外资准入限制，等等。通过将上述分析纳入量化评分体系，作者构建了一整套评估新兴市场各个维度风险的框架。

这一新颖的评估框架已应用于市场并大获成功。研究人员、学生、公司、经验丰富的投资者和新手投资者均可借助本书清晰地了解如何评估新兴市场的投资机会，并最大化收益。
